

2016年08月10日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀經濟

### CPI 繼續回落，通脹壓力緩解——7月物價資料點評

2016年8月9日，國家統計局公佈7月通脹資料，CPI 同比回落至 1.8%，PPI 同比回升至-1.7%。我們的觀點是：CPI 繼續回落，通脹壓力緩解。

7月CPI 繼續回落。7月CPI 同比 1.8%，連續三個月回落，環比上漲 0.2%。雖然強降雨推升鮮菜價格，但豬價續跌且基數較高，鮮果蛋價續降，食品類繼續走弱；假期因素推動非食品季節性上漲。食品價格同比降至 3.3%，非食品同比升至 1.4%。

8月通脹有望再降。8月以來豬價繼續下跌且基數仍高，菜價雖回升但幅度較小，且暴雨、洪災對總體通脹的影響有限，預計食品價格同比續降，非食品微升，8月CPI 同比或繼續降至 1.7%。

7月PPI 再度回升。7月PPI 同比下降 1.7%，較上月-2.6%降幅繼續縮窄，環比 0.2%，主因有色加工、黑金采選、黑金加工業價格由跌轉漲，有色采選、紡織業價格漲幅擴大，油氣、煤炭開採等價格續漲。

8月PPI 繼續改善。8月以來煤、鋼價格繼續上漲，但油價大幅下調，預測8月PPI 環比下降 0.1%，但在低基數效應下PPI 同比降幅有望繼續縮窄至-1.1%。

通脹壓力緩解，貨幣趨於中性。當前豬、菜價格對通脹的推動均減弱，通脹壓力短期緩解。上周央行貨政報告特別提到降准對匯率的潛在衝擊，且指出要繼續實施穩健的貨幣政策，從量價兩個方面保持貨幣金融環境的穩健和中性適度，意味著短期內貨幣政策將趨於中性。

### 美股，牛在哪裡？

核心結論：①美股近期再創新高，09年來牛市漲幅 2/3 源於盈利，1/3 源於估值，牛市源于長期寬鬆貨幣政策，貨幣政策轉向後業績支撐牛市前行。②漲幅居前的行業基本面更優，可選消費和資訊技術受益於移動互聯網浪潮顛覆傳統商業模式，工業高增長源於再工業化政策和葉岩氣革命，醫療保健的增長動力來自科技創新和人口老齡化加速。③過半十倍股來自納斯達克板塊，牛市中其市值中值從 5.6 升至 15.2 億美元，PE 中值從 29.4 降至 25.4 倍。

驅動本輪美股牛市的因素有哪些？（1）美股本輪牛市漲幅 2/3 源於盈利，1/3 源於估值。雖然回購、分紅也對牛市漲幅有貢獻，但從重要性看估值和業績是主要貢獻因數。以標普 500 為基準，09 年至今標普漲幅高達 193.4%，EPS 指數漲幅為 74.7%，PE 提升 37.3%，大致看盈利對牛市漲幅貢獻度為 67%，估值貢獻度為 33%，歷次牛市說明美股牛市的誕生離不開基本面的改善。（2）長期寬鬆貨幣政策推動本輪美股牛市走遠。08 年金融危機後，全球央行進入到大放水模式，全球主要市場股債紛紛走牛。美股歷次牛市啟動均有貨幣大寬鬆背景，其不僅從分母端改善企業估值，也從分子端改善企業業績，兩者共同驅動美股走牛。（3）貨幣政策轉向後業績繼續支撐牛市前行。在寬鬆貨幣政策生效後，美聯儲貨幣政策開始轉向，但美股牛市並未終止，因為分母端的估值雖惡化，但分子端的業績仍會保持良好態勢，單因數仍可驅動牛市前行。

去年 12 月美聯儲雖啟動本輪加息，但當前利率處歷史低位，在全球經濟增幅放緩大背景下美國經濟尚可，業績仍將繼續支撐美股走完牛市下半程。

哪些行業在本輪牛市中領先？（1）可選消費、工業、醫療保健、資訊技術行業的漲幅居前，其更多得益於基本面改善。

從 09 年 3 月至今美股漲幅居前的行業有可選消費（392.9%）、工業（309.6%）、醫療保健（272.6%）、資訊技術（268.1%），估值提升幅度分別為 67.5%、97.6%、92.5%、75.8%，累計歸普通股股東淨利增速分別為 408.1%、158.2%、9.4%、253.7%，牛市期間的漲幅均更多源于業績改善。（2）移動互聯網浪潮顛覆傳統商業模式，可選消費和資訊技術從中受益。09 年美國提出《創新新戰略 1.0》，隨後以智慧手機、移動互聯網為代表的新興產業席捲全球，一批海內外互聯網巨頭崛起，如唯品會等。（3）工業依託“再工業化”政策扶持和葉岩氣革命突圍高端製造業。奧巴馬政府啟動“再工業化”戰略，葉岩氣革命為再工業化提供能源基礎，期間航空等子行業表現不俗。（4）醫療保健受益于科技創新和人口老齡化加速而保持較好勢頭。過去 10 年中美國在醫療技術、生物技術和製藥領域的年均 PCT 專利申請量為 10613 件，遠超英國和日本，加之美國老齡化速度加快，加大對醫療保健服務的需求。

哪些個股市場表現領先？雖本輪牛市漲幅中樞高於 07 年牛市，但十倍股相對規模未提高。這是因為在牛市中業績對漲幅貢獻度最大，02 年至 07 年間美國實體經濟繁榮，基本面大幅改善對股價的提振力度更大。通過分析本輪牛市中的 231 家十倍股，發現其具有以下特徵：超半數十倍股屬於納斯達克板塊，美股經濟增長越來越依賴於技術驅動；十倍股的所屬行業更多是可選消費和金融，其大多有業績支撐；十倍股當前市盈率為 25.2 倍，低於啟動時的 29.4 倍，側面反映十倍股業績更優；十倍股在 09 年 3 月的市值中值是 5.6 億元，低於當時全部美股的市值中值 23.3 億美元。

風險提示。海外金融市場波動，匯率波動，美聯儲加息節奏加快。

## 大市導航

### 航空航太與國防：以史為鑒，歷史上的軍工股

長期看股價波動主要來自利潤的變化，應積極關注未來業績大幅增長的標的。從 2001 年 6 月至 2016 年 4 月，軍工指數年複合增速 12%；指數 EPS 從 16 增長至 63，年複合增速 10%，指數 PE 從 61 倍增長至 85 倍，年複合增速 2%。指數 EPS 貢獻了大部分成長空間，業績增長成為影響軍工行業指數長期變動的主要因素。

牛熊市股價波動主要來自估值變化，應積極關注可能發生資產注入、並購重組等熱點催化劑的標的。在三輪牛市中軍工指數年複合增速達 186%，指數 EPS 年複合增速 25%，指數 PE 年複合增速 135%；五輪熊市中軍工指數年複合增速-45%，指數 EPS 年複合增速-6%，指數 PE 年複合增速-40%。估值變化主導著軍工指數的漲跌幅變化。而震盪市期間業績為軍工指數變化的主要驅動力。

重組對於軍工股股價上漲具有積極推動作用，發生重大重組的股票在複牌後往往表現出強勁上漲態勢。牛市階段重組股票漲幅明顯優於非重組股票，平均漲幅超出未發生重組股票 47 個百分點。震盪市階段重組股票以微弱優勢強於非重組股票。

在熊市階段，重組軍工股與非重組軍工股無顯著差異。

小市值股票在牛市與震盪市中具有比大市值股票更高的彈性，重組預期更高，漲幅約為大市值組合的 3.5 倍。小市值股票參與重組事件的概率遠遠高於中大市值軍工股，在牛市與震盪市期間平均年化漲幅分別超出中大市值組合約 40 和 10 個百分點。關注牛市與震盪市期間的小市值軍工股。

投資建議：以史為鑒，我們發現軍工股具備長期投資價值。小市值和重組概念軍工標的收益在牛市、震盪市具有相對優勢。我們認為未來 5-10 年軍工行業仍然處於成長期，國家發展軍工最為明確，軍工股完全具備長期投資價值。關注長期受益於國防建設、未來業績增幅增長較為明確、軍工總裝類的龍頭標的，推薦中航飛機、中直股份和中航動力。對於重組概念標的，關注資產證券化率低和運作空間相對較大的航太系和電科系，推薦四創電子、衛士通和國睿科技。小市值股票在牛市與震盪市中，具有比大市值股票更高的彈性，推薦華意壓縮、達剛路機和凌雲股份。

風險提示。小市值股票波動較大，資產重組、國家政策具有不確定性。

### 建材：華東水泥價格上漲，關注季節性提價帶來的短期板塊博弈機會

7 月大雨洪水導致水泥需求短期抑制，雨過天晴後需求集中釋放，加之杭州 G20 環保限產將影響華東短期供給。本應於 9 月初到來的旺季有望提前，近日江浙滬主流區域水泥價格計畫提漲 20~30 元/噸，後續水泥價格有望回到上半年高位水準。重點關注基本面邊際改善較為確定的華新水泥、冀東水泥、海螺水泥。

風險提示：投資超預期下滑，房地產持續低迷。

### 煤炭：債轉股+供需持續好轉，建議均衡配股

前 7 月煤炭去產能近 1 億噸，完成全年目標 38%，7 月單月退出產能 2300 萬噸，較上半年月均 1200 萬噸退出量顯著提升。按發改委計畫，我們認為 8-11 月才是煤礦退出的高潮，未來 4 個月產能預計仍將有 4%的進一步收縮，去產能進入加速推進時期。

《關於鋼鐵煤炭行業化解過剩產能金融債權債務處置的若干意見》：政府將對資產負債率較高、在國民經濟中占主要地位的鋼鐵煤炭骨幹企業，支援 AMC 和地方 AMC，按照市場化、法治化的原則，開展債轉股工作。這印證了我們在 4 月初的報告《債轉股——煤炭盈利改善的又一催化劑》中認為債轉股更多針對煤鋼行業的觀點：債轉股將帶來企業盈利改善的積極性。

投資策略：供給收縮，需求配合，預計煤價上漲可持續。8、9 月鋼鐵產業鏈提價有望傳導推升焦煤價格，而 9、10 月份電廠冬季提前補庫存將帶動新一輪動力煤提價，疊加煤炭淘汰落後產能將帶來成本下行，基本面整體向好。目前板塊整體處於震盪調整時期，建議不分煤種逐步均衡配股。個股建議關注：冀中能源，西山煤電，盤江股份，潞安環能，陝西煤業，兗州煤業。

風險提示：去產能進度低於預期。

### 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮 閣

下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。