

2016年08月26日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

實體經濟觀察：短期經濟依然穩定

中觀行業資料表明，8月經濟或依然穩定。從終端需求看，地產銷量增速短期築底，而乘用車銷售依然火爆。從工業生產看，雖然化工、水泥等行業受G20影響較為慘澹，但粗鋼產量增速和高爐開工率均小幅回升，且電力耗煤也在“末伏”高溫帶動下持續高增。

然而，在鋼鐵、煤炭行業去產能進度遠不及預期的背景下，4季度工業經濟依然面臨較大壓力。習主席在青海考察時表示，推進供給側結構性改革是今後一個時期的經濟工作主線。而李總理也在上周國務院常務會議上也表示要加強督查。這意味後續各地停產力度料將加大，工業生產或難有起色。

需求：下游地產或企穩，乘用車仍旺，家電外弱內穩，文體娛樂尚可。中游鋼鐵、化工弱，水泥改善。上游煤炭改善，有色仍弱，交運弱改善。

價格：7月70城房價繼續上升，上周國內生產資料價格漲多平少。

庫存：下游地產尚可，乘用車大幅改善，家電弱改善。中游鋼鐵回補，水泥去化，化工走平。上游煤炭、有色回補。

分行業觀察：

下游：地產：8月地產銷量有望低位企穩，上周庫存仍低、購地回升。乘用車：8月乘用車批發銷量走勢較強，經銷商信心指數上升。家電：7月三大白電出口均下滑，產業線上空調銷量增速走高。文體娛樂：上周電影票房和觀影人次同比增速均回落並轉負。

中游：鋼鐵：上周鋼價續升，高爐開工率仍高，社會庫存繼續回補。水泥：上周全國高標水泥價格走平，企業庫容比繼續回落。化工：上周滌綸長絲POY價格回升，庫存走平，負荷率仍低。電力：8月中下旬電力耗煤同比增速持續回升，環比增速微升。

上游和交運：煤炭：上周煤炭價格繼續漲多平少，港口煤炭庫存低位回補。有色：上周LME銅價震盪、鋁先升後降，LME銅、鋁庫存升。大宗商品：上周國際油價上漲，CRB指數上升，美元指數下降。交通運輸：7月港口貨物輸送量增速續降，上周BDI、CCFI均升。

產業資本剖析：金主在買啥

金主有多少錢？在宏觀流動性充裕的背景下，產業資本成為越來越重要的市場力量。從 15 年下半年開始 M1 和 M2 增速差值不斷上升，大量的資金不能在實體經濟進行有效投資，必然會在金融市場上尋找出路，產業資本頻繁舉牌上市公司就是在此宏觀背景下的產物。根據 15 年年報對所有 A 股的流通股東進行統計，A 股自由流通市值占比中，一般法人占 18.9%、保險和社保 6.4%，這些資金有產業資本屬性。地產商是實業中的“大金主”，截止到 16 年 1 季度 151 家上市地產公司財務報表上現金及活期存款金額高達 6329 億，而去年同期只有 3573 億，同比增速高達 77%。保險和銀行理財是金融領域的“大金主”截止今年 3 月銀行理財產品資金餘額為 24.6 萬億，截止到今年 6 月保險資金運用餘額為 12.6 萬億，資金絕對量巨大，且每年都在以 20% 以上的速度高速增長。

有錢的金主在買啥？（1）地產公司在二級市場舉牌為了更便宜的地。今年上半年房地產銷售火爆，帶動了一級市場土地價格一路走高，地產商拿地成本不斷高企，所以在二級市場舉牌地產公司從而變相低價拿地成為了切實可行的選擇，而選擇舉牌標的時主要基於以下幾點考慮：估值較低、土地儲備豐富、大股東持股比例較低（或大股東願意轉讓股權）。（2）險資舉牌藍籌股為了應對利率下行、提高帳面收益和減少資本消耗。保險資金作為中長期的價值投資者，偏愛高股息率藍籌股，銀行是其第一重倉行業，占比為 49.3%，此外險資持有非銀、房地產等大盤藍籌股較多，占比分別為 9.1%、12.4%。

被舉牌公司有啥特徵？（1）估值水準較低。被舉牌上市公司標的整體估值較低，PE、PB 中位數分別為 30.5、3，大幅低於全部 A 股的 PE、PB 中位數 55.8、4.4。（2）分紅水準較高。金地集團、金融街、萬科等多家上市公司標的的股息率在 2% 以上，高分紅公司可以為保險公司帶來產期穩定的股息現金流，容易成為險資舉牌的標的。（3）盈利能力較高，半數 ROE 在 10% 以上。被舉牌公司整體盈利能力較高，ROE（15 年財報）中位數為 9.9%，而全部 A 股的 ROE 中位數僅為 7.3%，其中承德露露、萬科、歐亞集團等公司 ROE 都在 15% 以上。（4）大股東持股比例較低。被舉牌標的大股東持股占比中位數為 21.8%，大股東持股比例較低的公司相對容易增持，且容易獲得控制權。

（5）行業特徵：主要集中在房地產、銀行、商貿零售等行業。在 34 家被舉牌的上市公司標的中，房地產、銀行和商貿零售三個行業占比 50% 以上，主要是因為這幾個行業估值低分紅率高，代表公司如商貿零售的大商股份、地產行業的萬科等。

風險提示。經濟增長超預期下滑，政策效果不達預期，海外市場大幅波動。

大市導航

房地產：獨家永續現金板塊繼續跑贏市場，重點個股中國國貿、新城控股

兩大消息造成板塊大跌：1) 上海新一輪調控來襲（暫時並未兌現，也未見澄清）；2) 監管部門要求萬能險資金全部退出 A 股（監管部門已闢謠）。

對調控的看法。不能排除熱點城市繼續加大需求抑制政策，但強調更多非熱點城市將繼續加大去庫存。“因城施策”屬於長期國策。部分熱點城市調控不改變更多城市繼續支持去庫存的現實。

事件影響。短期或造成集中搶購。如果靴子能落地會短期壓制需求，但歷史經驗看需求壓制政策更多是延遲中長期購買力釋放時間。

對板塊看法。4Q 投資增速下行將帶來更大穩增長需求。考慮基數，16 年 4Q 和 17 年 1Q 行業投資、新開工、銷售增速均將出現下行。經濟壓力倒逼政策將成後期邏輯。情緒宣洩後，地產板塊配股價值仍將提升。看好獨家永續現金板塊。重點個股中國國貿、新城控股超額收益明顯。提示高分紅板塊股息 4% 左右將重新進入投資區間。

風險提示：系統性風險。

基礎化工材料製品：半導體材料迎來黃金髮展期

1、半導體製造與封裝每個環節都離不開化工品。近年來，按照摩爾定律，晶片集成度不斷提高，制程節點不斷縮小。晶片製造工藝複雜程度的提升對化工新材料提出了更高的要求。目前我國半導體產業的結構在不斷優化，且全球產業正在向中國大陸轉移，大陸半導體材料增速明顯高於全球增速。

2、半導體材料是國內晶片生產的最薄弱環節。國內技術薄弱，高端產品市場主要被美、日、歐、韓、臺灣等少數國際大公司壟斷，國內大部分產品自給率較低，基本不足 30%，主要依賴於進口。

3、半導體材料迎來黃金髮展期。近年來我國對半導體產業的支援已轉變為政策和資金層面的共同支援。近年來，晶片行業快速發展，帶動了對半導體材料的需求。國內晶片製造和封裝測試企業技術不斷創新，開始有能力幫助上游廠商突破。上游半導體材料企業也開始發力，逐步向高端產品邁進。

4、主要化學品光刻膠、大矽片、CMP、電子氣體高端產品被國外壟斷，隨著下游需求的提升，市場空間廣闊，進口替代是必然趨勢。

5、重點關注公司：飛凱材料、強力新材、上海新陽、鼎龍股份、光華科技。

風險提示：專案推進不及預期，產品國產化替代速度下降。

恒生電子（600570）：1.0 業務增長強勁，2.0 業務持續創新

業績符合預期。2016 年上半年，營收 8.21 億元，同比減少 9.67%，歸母淨利潤 1.64 億元，同比減少 22.27%。主要因為去年同期資本市場經紀業務行情火爆，子公司 2.0 業務收入劇增，而今年同期金融市場監管趨嚴，相關子公司產品業務收入大幅下降。本期母公司營業總收入同比增長 16.63%。關於深港通業務，公司將配合深圳證券交易所對深港通相關的系統和模組落地，主要是券商經紀業務端和資產管理機構投資業務端的介面和模組。我們認為，該業務對恒生來說是純增量業務，有望對公司全年業績產生積極影響。

1.0 業務增長強勁，2.0 業務持續創新。1.0 業務中，除經紀業務受政策影響外，資管業務、財富業務、交易所業務仍繼續保持高速增長；2.0 業務發展受到一定影響，但 2.0 業務創新不斷。（1）雲紀（基於 iFS 的互聯網金融服務平臺）：PBOX、領投寶、工作室等產品陸續發佈，已與恒泰、開源、申萬宏源形成了一定的使用者規模和交易量。（2）投資贏家（炒股 APP）：強化行情資訊、便捷的投資策略等場景化服務，使用者增長明顯。（3）雲毅（大資管創新類 IT 平臺）：以 SaaS 服務為主，簽約客戶達 54 家，比年初增長 54%。（4）證投（私募 IT 產品服務）：Oplus 研發結束，第一家用戶正在落地。（5）雲英（財富管理創新領域 IT 服務）：協力廠商理財新拿牌照需求旺盛，上半年線上資產比年初增長 30%。（5）雲永（場外市場的資料和 IT 服務）：機構通、米寶等 3.0 業務線上使用者規模突破 47 萬，機構簽約超過 54 家。（6）恒生網路：完成基礎業務介面開發、打通各類服務的對接。提供融資借貸資訊服務的 SBL 平臺研發結束，第一家用戶正在落地中。

盈利預測與估值。我們認為，作為中國“全牌照”的金融 IT 企業，恒生在技術創新、產品化以及高管執行力方面都是國內的佼佼者。以技術為核心的 1.0 業務有望繼續為公司提供強勁盈利驅動，2.0 業務有望在監管政策放鬆及資本市場熱情提升後迎來快速增長。我們預計公司 2016-2018 年 EPS 分別為 0.96/1.34/1.78 元，給予公司 2017 年動態 PE60 倍，6 個月目標價 80.40 元。“買入”評級。

風險提示：2.0 業務進度低於預期，系統性風險。

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。