

2016年09月12日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀經濟

### 穩字當先

核心結論：①今年市場波幅收窄源于投資者結構變化。2005年來上證綜指月振幅均值 12.7%，今年2月來僅 8.1%。相比去年底，機構投資者持股占比升 2.4 個百分點至 25%，散戶降 2.7 個百分點至 48%。②6月底來的行情源於國內外政策偏暖，邊際上挑戰正變多，行情從大膽向前到小心駕駛，跟蹤政策動向。③穩字當先，業績為王、適當參與主題，如家電、食品、消費電子、上海國改、PPP、雲計算。

今年市場新特徵：波幅收窄和政策搖擺。①今年市場波幅收窄，源于投資者結構變化。為衡量市場波動率，我們將根據指數最高點/最低點-1 計算振幅。2005 年至今上證綜指每月振幅均值為 12.7%，而今年2月以來月度振幅均值 8.1%，周振幅歷史均值為 5.2%，2月至今均值為 3.8%，最近兩周下滑至 1.3%和 1.7%，過去四周上證綜指在 3100 點附近窄幅震盪，最高 3140 點，最低 3042 點。今年來市場波幅收窄，與投資者結構變化有關，機構投資者占比上升，使得市場波動率下降，相比散戶他們的換手率更低。②政策環境變化引起市場上下起伏。1月底以來，我們一直強調中期市場進入震盪市階段，短期觀點有幾次調整。短期觀點變化的核心邏輯就是評判經濟與政策的動態變化，今年宏觀調控是“區間調控、定性調控、相機調控”，因此經濟不好時政策松、股市漲，經濟好時政策緊、股市跌。6月24日英國脫歐公投後，美股創歷史新高，英國股指逼近歷史新高，上證綜指從 2800 點漲至 3140 點，核心驅動力就是國內外政策環境階段性偏暖。

短期行情新階段：大膽向前到小心駕駛。①國內外政策偏暖的格局，將面臨挑戰。近期我們一直強調6月底以來的行情源於國內外政策環境偏暖，密切跟蹤政策動向。9月9日偏鴿派的波士頓聯儲主席羅森葛蘭意外發佈偏鷹派言論，道指、標普 500、納指分別大跌 2.1%、2.5%、2.5%，為英國脫歐公投後最大單日跌幅。從目前市場預期來看，不加息符合預期，加息超預期（負面）。此外，國內的政策環境挑戰也會變多，今年來國內宏觀政策一直在穩增長、調結構間搖擺，增長資料低時策略松，物價資料高時策略緊。此外，我們可以根據債券市場跟蹤政策預期，今年以來股市和債市聯動性更強，債市領先股市，而非蹺蹺板，說明對股債而言，流動性和政策環境是更主要的影響變數，而非基本面。②大膽向前到小心駕駛。目前分析國內外政策背景，進一步寬鬆的跡象不明朗，邊際上走平甚至略微偏緊的可能性仍存在、促發因素還未出現，因此定向而言，短期行情從大膽向前進入小心駕駛階段。也無需擔憂大跌，回顧 2015 年 6 月來的 4 次下跌可見，跌的深都源於前期漲的高，且有明確的自上而下利空出現。

應對策略：穩字當先。①一步一腳印，短期穩字當先。我們中期觀點一直沒變：5178 點到 2638 點，單邊下跌已結束，1 月底開始已經步入震盪市，通過時間消化估值。目前判斷 6 月 24 日以來的行情主邏輯還沒逆轉，不過邊際上挑戰正變多，行情從大膽向前路段演變到小心駕駛路段，因此操作上，穩字當先，繼續密切跟蹤政策面動向。②業績為王，適當參與主題。股價長期上漲主要靠盈利驅動，主題方面可繼續關注國改、PPP、雲計算。

風險提示：系統性風險。

### 三月前預判精準兌現 20 日線下重回謹慎

站在當下，我們定義的上行趨勢仍在延續，Wind 全 A 指數短期均線和長期均線的距離仍在閾值水準之上(5.50%)，屬於向上趨勢信號；且指數價格處於 20 日均線之上（0.22%）。根據我們的擇時體系，wind 全 A 指數 20 日線未跌破前不離場，一旦跌破 20 日線就會觸發風控指標建議謹慎，目前只有 0.22%的幅度就會跌破，我們判斷本周開盤跌破 20 日線的概率較大，系統也將發出謹慎信號。主要的判斷依據有：

1、我們之前判斷這波行情的三大要素均已兌現。

2、宏觀事件上，全球市場的風險偏好重回謹慎，週五美股的大跌已經說明。國內的週末各類事件突襲，首先是 IPO 對貧困地區開闢綠色通道，不願排隊的企業可以選擇變更註冊地並繳納稅收的方式獲得綠色通道，企業獲得上市的時間可能縮短，對殼資源的公司可能形成打擊，最近的一波行情實際上小市值殼資源的公司漲幅不少，一旦形成壓制對市場也會帶來壓力。第二、分級基金的設路門檻，本周有可能引發分級 b 類市場價格的回檔壓力，可能導致分級基金整體折價，從而引發套利贖回，對市場也會帶來壓力。

3、從技術走勢上看，上周上證受年線壓制明顯，多次嘗試突破未果，週五尾盤跳水連破 5 日、10 日、20 日三條均線，K 線幾乎收在最低點，本周慣性低開可能較大，很有可能直接跌破 3070 的平臺，繼續向下至 3020-3030 一線尋找支撐。從走勢結構上看，1 分鐘級別上向下走勢延續且沒有底背馳的跡象，5 分鐘級別上中樞延續，需要關注後續的方向選擇，30 分鐘級別向上突破受阻後重回中樞震盪，日線級別上存在頂背馳的潛在可能。同時 MACD、KDJ 等技術指標也向下開口，市場選擇調整的可能較大。

風險提示：系統性風險。

## 大市導航

### 食品飲料：乳品行業 8 月月報：恒天然價格跳升，乳品進口量增價漲

國內原奶價格趨穩，恒天然價格跳升。8 月 24 日主產區生鮮乳價格為 3.39 元/kg，8 月生鮮乳均價為 3.39 元/kg，同比降 0.59%。7 月國內主要原料奶產區價格相比 6 月小幅下降 0.55%。北京、華中、西北地方跌幅較大，分別環比下降 2.86%、2.87%和 2.67%，華東地區小幅度增長，其餘地區價格穩定。國際上，9 月 6 日恒天然全脂奶粉拍賣價同比增 34.43%，環比增 3.64%；7 月份，美國 A 級脫脂奶粉平均價格為 1904 美元/噸，同比上漲 13.3%；7 月 8 日-22 日，大洋洲脫脂奶粉平均價格 1925 美元/噸，同比增 11.59%，全脂奶粉平均價格 2212.5 美元/噸，同比增 17.22%；同期，歐盟脫脂奶粉平均價格 1962.5 美元/噸，同比增 4.67%，全脂奶粉平均價格 2425 美元/噸，同比增 3.19%。

國內乳品進口量價齊升，國際奶粉出口同比減少。國內原奶供給方面，6 月種牛進口量同比增 7239.18%。進口方面，1-6 月工業奶粉共進口 40.78 萬噸，同比增 18.6%；嬰幼兒配方奶粉 9.45 萬噸，同比增 26.1%；液態奶 32.48 萬噸，同比增 80%。2016 年 1-5 月，主要出口國原奶產量 12319 萬噸，同比增長 2.4%。飼料原料價格方面，6 月份國內玉米價格環比上漲 3.2%；豆粕價格環比上漲 8.8%；苜蓿草進口量環比上升 6.46%；燕麥乾草進口量環比上漲 0.76%。

乳製品產量恢復快速增長，主要產品價格相對穩定。7 月，國內乳製品產量同比上升 10.80%；1H16 乳製品 7 家上市公司共實現收入 449.4 億元，同比增長 0.17%；歸母淨利潤 35.0 億元，同比增長 20.0%。9 月 2 日，優酪乳零售價 13.94 元/公斤，同比增 0.87%，牛奶 11.23 元/公斤，同比增 2.28%。主要奶產品價格相對穩定。

市場表現。1-8 月乳製品板塊下跌 4.52%，上證綜指下跌 13.33%，乳製品板塊跑贏大盤 8.91 個百分點。板塊中漲幅前兩名為三元股份、伊利股份，漲幅分別為 12.21%、3.26%，跌幅前三名為皇氏集團、燕塘乳業、貝因美，跌幅分別為 31.11%、21.59%、13.60%。

投資建議。1H2017 之前國內奶價維持低位利好行業毛利率全年維持高水準，產品結構升級對毛利率的拉動作用仍將持續。

原奶價格大幅波動、下游需求不足以及行業近兩年競爭激烈推動市場集中度持續提升，伊利、蒙牛雙寡頭格局得以鞏固，有利於後期行業銷售費用率的降低。

風險提示。市場季節性波動；食品安全問題；經濟下滑對需求影響，消費低迷。

### 傳媒：關注傳統媒體整合

板塊整體震盪，建議自下而上選股。推薦傳統媒體：現金流充裕、估值低、政治地位高。皖新傳媒、華媒控股、中文傳媒、吉視傳媒均創出近期新高。關注中報業績漲幅最大、市值最小、管理層具有

較強執行力的出版傳媒。泛娛樂行業增速仍高，但估值並無相對優勢，推薦中報利空出盡的當代東方和業績增速較高的凱撒股份。行銷推薦白馬龍頭利歐股份和小市值的華誼嘉信。

風險提示：A 股系統性風險。

## 有色金屬：加息預期反復，捋清核心邏輯

近期 FED 鷹派風重新占了上風，表現在金屬市場則是美元反彈壓制金屬屬性。FED 議息會議（最近一次時間為 9 月 22 日）之前方向糾結情景屢屢發生，海通有色在 8 月 28 日發表的《如果真加息，有色板塊會如何？》中明確分析了其中的關係：如果加息，短期利空，長期靴子落地利好；如果不加息，有反彈行情。

個股配路方面，選擇長期有下游需求支撐、金屬價格在底部的品種。鈷：堅定看好後市價格表現：關注華友鈷業、盛屯礦業和洛陽鉬業。稀土：近期收儲招標有望刺激金屬價格反彈：關注銀河磁體和中科三環。此外，長期看好貴金屬和工業金屬的表現，貴金屬有流動性支撐，工業金屬受益於全球化供給端改革改變供需邊際，目前品種看好排序為鎳、鋁、鋅。此外提示，9 月之後三季報行情即將啟動，從當前估值和業績增速篩選，雲海金屬屬於長期優質投資品種。

風險提示：美聯儲加息風險；下游金屬需求低迷。

合規提醒：海通證券自營（約定購回式證券交易專用證券帳戶）持有【600711 盛屯礦業】超過總股本 1%，特此披露。

## 電子元器件：Home 鍵再革新，壓感觸控迎來黃金機遇

告別物理式按壓，壓感 Home 鍵一箭三雕。此次 iPhone 7 在操作體驗上的最大不同將來自 Home 鍵。蘋果使用了一枚配備了 Force Touch 技術與 Taptic Engine 振動模擬的新型 Home 鍵，通過震動觸覺回饋為用戶提供觸感操作。這種設計除了將徹底克服 Home 鍵返修率高的痛點，大大提高防水性能以外，也將培養用戶的新習慣，同時進一步檢驗 Force Touch 及 Taptic Engine 技術在 iPhone 的使用情況，為明年 Home 鍵的虛擬化做準備；Force Touch 是一種實現多樣化操作要求的壓力傳感技術。Force Touch 可以感知輕壓以及重壓的力度，調出不同的對應功能。目前該技術已在 MacBook、Apple Watch 以及 iPhone 6s 等多款設備中運用，效果體驗好，並可以根據不同的設備可以採用不同的技術路線。從原理上說，想要在 Home 鍵當中使用這項技術，實現難度並不大，交互體驗與螢幕的 3D Touch 應該基本一致，還可以與 Retina 顯示幕共用 Taptic Engine。通過引入 Force Touch Home 鍵，蘋果手機的機身正面都可以完成類似於 3D 觸控的效果，人機交互模式將更為人性化；

Taptic Engine 將提供真實觸控回饋。蘋果這款全新的振動模組能在短時間內達到振動的最佳狀態，準確再現點擊、觸碰以及其他觸覺效果，是提供觸覺回饋體驗必不可少的零部件。對比傳統的旋轉離心式馬達，這種觸覺回饋線性馬達具有回應速度快、壽命長及功耗低等優點。Taptic Engine 只需振動一個來回就能達到輸出峰值，要停止振動也同樣迅速，從而形成更短促、更層次分明的回饋組合，將其運用於壓感 Home 鍵中是屬於既可行又實用的技術升級；虛擬 Home 鍵才是蘋果的終極目標。Force Touch 與 Taptic Engine 組合的優異回饋體驗已經讓人看到了取消實體 Home 鍵的可行性。我們相信，虛擬 Home 鍵才是蘋果的終極目標。而其公開的 Touch ID 感測器整合於螢幕的專利也在驗證這一猜想，掃清了實現虛擬 Home 鍵的關鍵障礙。從這個角度來看，壓感 Home 鍵設計承載的更多的將是進一步測試技術以及培養用戶新習慣的任務。儘管如此，它對壓感觸控市場的帶動也將是顯而易見的；人機交互新時代，具有先發優勢的公司將持續受益。Force Touch 與 Taptic Engine 的組合使得人機對話模式更貼近 3D 觸控，如今推廣至 Home 鍵當中有望使得這項技術全面鋪開，成為產業成長的新拐點。因此，具有先發優勢，特別是已經率先進入蘋果產業鏈的公司將持續受益。目前蘋果 Force Touch 感測器的主要供應商為臺灣的宸鴻科技（3673.TW）以及業成光電（6456.TW）。在 iPhone 7 使用壓感 Home 鍵的前提下，單台設備對壓力感測器的需求必然增加，設備單價也將水漲船高。因此，在下半年 iPhone 7 上市後，兩家公司的業績有望迎來突破。而金龍機電（300032.SZ）及瑞聲科技（2018.HK）是業內除了日本 Nidec 以外僅有的兩家生產 Taptic Engine 觸覺回饋線性馬達的公司。這種觸覺回饋極佳的線性馬達有望成為人機交互新時代的香餈餈，未來將不斷探入中低端手機及其它可穿戴設備，市場需求將迎拐點。在高技術門檻的情況下，兩家公司將率先受益於觸覺回饋的黃金髮展期。

風險提示。蘋果手機銷量不及預期；觸覺回饋技術推廣不及預期。

### 江淮汽車（600418）：電動汽車“富士康”，新篇章如約開啟

1、我們預判公司在新能源汽車資質稟異，在電動技術、產業鏈、企業機制方面有特色優勢。公司將與大眾集團成立新能源汽車合資公司（雙方將各繳納 50% 初始註冊資本），業務涉及整車及零部件的研發、生產、銷售以及出行服務，雙方力爭 5 個月內簽署正式協定，敲定投資規模、商業模型等細節，並計畫基於現有成熟平臺，構建具有競爭力的產品組合。

2、根據搜狐汽車的報導，2016 年 5 月，大眾提出 2025 戰略，到 2020 年新能源車型將增至 20 款，其中 15 款引進中國，2025 年目標銷量 100 萬，並計畫投資 100 億歐元海外新建電池工廠。2016 年下半年，大眾將在中國進行插電混本土化研發，2017 年推出全新 C 級車插電版，2020 年引入純電動 MEB 平臺。我們認為，江淮有望成為大眾純電平臺合資企業之一，成為最純的新能源汽車標的。

3、4 月公司與蔚來汽車在電動汽車領域達成戰略合作，規模達到百億元。樂視、蔚來、威馬、奇點等互聯網造車主體專注產品創新，製造由傳統 OEM 整合，江淮汽車將充分受益這一產業變革。

4、公司近期推出股權激勵，行權價格 12.42 元/股，目標 2018-2020 年淨利潤年均增速不低於 10%。作為安徽國企改標杆，公司機制和決策靈活，與大眾和蔚來汽車快速合作，明後年將成新能源汽車革新的核心企業，重大拐點出現，長期價值開始凸顯。

5、預計 2016-2018 年 EPS 為 0.80 元/1.00 元/1.30 元，目前 PE 不到 16 倍。基於中國 2020 年新能源乘用車 150 萬輛，江淮有望成為市場龍頭，目標價 20 元，“買入”評級，長期看大眾江淮的合作細節決定未來高度。

風險提示：1、系統性風險；2、合作進展低於預期。

## 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，僱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。