

2016年09月26日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀經濟

### 經濟依然穩定，貨幣中性偏緊

全球股市反彈，黃金商品回升。上周美日歐等發達市場和韓日等新興市場股市普遍反彈，黃金石油和金屬價格也普遍回升，國內股債均小幅上漲。

美日寬鬆延長，防範年末加息。上周美日寬鬆貨幣政策再度延長。日本央行寬鬆再出新招，引入收益率曲線目標，稱將繼續購買日本國債直至 10 年期國債收益率保持在 0 附近，意在刺激經濟和通脹回升。而美國決定 9 月暫不加息，但耶倫隨後表示“如果勞動力市場增長且沒有新風險，2016 年將會加息一次”，從期貨市場看美國年末加息概率仍高於 50%。

經濟依然穩定，通脹年末反彈。9 月以來的經濟依然穩定，其中終端需求的地產和汽車銷售增速保持相對高位，而生產端的發電耗煤增速也與 8 月基本持平，鋼鐵產量增速創出 15 年以來新高。而 9 月食品價格漲幅明顯，預測 9 月 CPI 或大幅反彈至 1.9%，PPI 也轉正在即，4 季度通脹有小幅回升的壓力。

貨幣中性偏緊，價格調控再現。上周央行淨投放 5800 億貨幣，周度投放規模創 2 月以來新高，從數量看貨幣政策依然穩健，但貨幣利率仍在繼續回升，源於央行逆回購操作期限不斷拉長，使得市場融資成本緩慢抬升，這也意味著貨幣政策有偏緊的傾向。而上周發改委啟動一級煤價回應機制，擬日增加產能規模 50 萬噸，後續視情況科學加大先進產能投放量，確保煤炭穩定供應。

市場暫獲喘息，風險警報未除。美日兩大經濟體同時延長寬鬆貨幣政策，意味著全球寬鬆貨幣政策再度延長，對各類資產均短期有利，因而上周全球從股市到商品幾乎全部出現了反彈。但是仔細研讀美日最新的貨幣政策表態，美國 12 月加息的概率依然很高，而日本新框架下 10 年期國債利率將由負轉零，其實均意味著未來寬鬆的空間將日趨狹小。而中國央行近期持續拉長逆回購操作期限，使得銀行間貨幣利率持續上行，種種跡象表明流動性趨緊的警報並未真正解除。

### 策略週報-等待期，重業績

等待期的觀望。（1）行情步入窄幅震盪的等待期。上周市場繼續窄幅震盪，9 月 20 日上證綜指上下波動 12 個點，創下 02 年以來單日歷史最小振幅。05 年至今上證綜指月度振幅均值為 12.7%，周振幅歷史均值為 5.2%，而今年 4 月以來月度振幅均值 5.7%，已經在收窄，最近幾周特徵更明顯。

市場振幅收窄通常源於宏觀背景進入觀測等待期。此外，監管從嚴也使得市場波幅收窄，最近陽光保險持有伊利超過 5%後的“兩不”承諾，折射出監管層對產業資本舉牌的監管仍很嚴。

(2) 震盪區間擴大需要等待外力出現。13 年經歷了 5 個月的窄幅波動後，13 年 6 月的錢荒使得月度振幅極具擴大至 20%；13 年 10 月-14 年 6 月經歷了 9 個月的窄幅波動後，14 年 7 月市場對改革的預期增強，波動開始加劇，7 月的月度振幅增大到 8.3%。未來國內外政策變數增多，如美聯儲加息節奏、美國大選、義大利憲改公投、人民幣匯率、十八屆六中全會和中央政治局會議對改革的討論等。

重回業績主導。(1) 市場有三種掙錢方式：利率、業績、風口。回顧過去幾年可見，風水輪流轉，不同的掙錢方式輪流表現。12-13 年震盪市中，業績成為結構性行情分化的試金石，歌爾代表的蘋果產業鏈、大華代表的安防產業鏈、碧水源代表的環保、掌趣代表的手游持續跑贏市場，均因為業績靚麗。14 年利率出現拐點，最受益的高股息率股票表現明顯占優，上證 50 全年漲幅在 64%，高股息率個股如長江電力、上汽集團漲幅也大幅跑贏上證綜指。15 年市場風險偏好不斷走高，投資者傾向於炒作各種主題概念股，在此階段創業板指和中證 1000 指數表現最優，而互聯網、智慧醫療等主題指數的走勢大幅超越上證綜指。(2) 市場重回業績主導。16 年至今的震盪市中，估值適中 (PE20-50 倍)，淨利潤增速較好 (大於 20%)，估值與業績匹配度 (PEG 0-2) 較佳的股票漲幅更好，可見市場又重新回到了以業績為主要驅動力的投資風格。

應對策略：精選績優股。(1) 長期看股市仍是很好的大類資產選項，短期穩健操作。比較各大類資產 00 年至 15 年的年化漲幅，全國商品房房價為 5.1%，上海房價為 12%，十年期國債為 3.5%，上證綜指為 6.1%，每年初等金額買入所有交易個股為 24.9%。整體上，A 股等額和等量投資年化漲幅均跑贏房價和債市年化漲幅。9 月 12 日《穩字當先》短期由樂觀轉為中性，提出行情從大膽向前路段演變到小心駕駛路段，目前維持此判斷，操作上穩健為上，業績為王。(2) 業績為王，精選行業和公司。我們根據指標精選出了一些業績穩定增長的績優行業，如牧業 (養殖)、景區和旅行社、食品、化學製藥。

風險提示。海外金融市場波動，政策調控市場超預期，國改不及預期。

## 大市導航

### 房地產：成渝樓市能不能買？

#### 1. 如何看成都、重慶的房價

兩個市場具有一定相似性，在客戶群體，房地產發展階段等方面比較一致。

從資料看，在百城房價資料裡，成都和重慶同比漲幅只有 1.7%和 0.08%，均落後與全國房地產市場平均表現。近一個月開始看房人群明顯增多，但是暫時並未反映在成交資料上，是否有效轉化為成交後續需要驗證。

成都各區之間存在明顯分化。成都在城南板塊漲幅比較領先，部分條件較好專案有達到 30%-50%，其餘絕大多數板塊和項目漲幅在 10%-20%，有的甚至不到 10%；重慶相對一致，基本上都只有 10% 的漲幅。目前，兩地區價格都是近期啟動。

從兩城市房價歷史表現來看，一直比較平穩。究其原因，較大的供應量是壓制房價表現的核心原因。兩個城市目前去化週期都在 9 個月左右，但潛在未開發土地全部去化需要 3-4 年，未來依舊面臨一定庫存壓力。

## 2. 如何看待成都、重慶的成交量

兩個城市除在房價上表現一致以外，成交量表現也基本一致。2016 年至今，成交同比增長分別是 17.32%和 11.17%，以上成交量增幅均落後於全國市場平均，顯示出在本輪各種寬鬆刺激效果下兩城市依靠自身需求對成交刺激相對有限。後續樓市走火，需要更多外來需求支撐。

短期內市場成交確實出現一定放大，以上現象與外地客戶占比提升基本同步。此外，目前新一批開工還沒有形成產品，因此去化週期確實處於下降階段。

## 3. 如何看待成都、重慶未來的市場表現

未來看，在本輪漲價至目前為止，兩城市房價相確仍較低。成都均價大約 10000 元每平左右，重慶均價則只有 8000 元每平左右。考慮目前兩城市不限購、不限貸，寬鬆政策跌價低房價，可能會刺激更多外來投資需求。

另一方面，重慶開始表態要縮減土地供應。今年已經有縮減超過 30%，如果能繼續堅持下去，有望達到加速去庫存的效果。

此外市場上面有關於這兩個市場後期土地開發思路存在眾多猜想。是否能夠兌現預計將對市場未來基本面產生實質影響。

## 4. 結合前面的綜述，我們認為：

- 1) 兩城市過去 3 年土地絕對庫存累計較多。短期漲價來自階段性去化上升和外來需求增大。
- 2) 新增人口來看，兩城市目前每年新增人口有限，分別為 10 萬和 20 萬（重慶處於每年人口淨流出）。政策支援和外來需求短期決定價格彈性。
- 3) 市場最大特點來自沒有太多價格泡沫！

## 5. 成都、重慶貸款政策

整體寬鬆。首套 20%，利率 85 折。二套 30%。對外來購房審查不算嚴格。

風險提示：宏觀經濟下行、系統性風險等。

### 有色金屬：逐漸聚焦年底加息窗口

寬鬆政策刺激金屬的金融屬性，但影響力在弱化，投資邏輯長期化：若加息，利空兌現，利好基本金屬和貴金屬。下游需求景氣增長的鈷將受益。

供給側改革：鋁、鎳、鋅及環保成本增加而不斷優化的冶煉環節。國企改革：五礦集團（小市值標的主要是株冶集團）是最可能執行有突破的平臺型標的。績優股低估值股：建議關注雲海金屬、鴻達興業、亞太科技、利源精製、明泰鋁業和海亮股份。

風險提示：宏觀經濟下滑、系統性風險等。

### 汽車與零配件：汽車智慧硬體-政策護航市場驅動，萬億市場進入爆發期

1、政策護航，擁抱 2020 年萬億大市場。23 日工信部發文《智慧硬體產業創新發展專項行動》的通知，明確提出到 18 年，我國智慧硬體全球市占率超過 30%，產業規模超過 5000 億元。提升智慧車載設備有效供給：①發展智慧車載雷達、智慧後視鏡、智慧記錄儀、智慧車載導航等設備；②推進智慧作業系統、北斗導航、寬頻移動通信、大資料等新一代資訊技術在車載設備中的集成應用。下一步，靜候中國智慧網聯汽車路線圖出臺。

2、市場驅動，行業競爭進入新階段，供需共振推動市場爆發。2016 年相比 2014 年，自主品牌市場份額提升 6%，車系結構的突變是短期供給結構（SUV）突變引起的。2016 年開始，市場出現新變化，部分 SUV 單車銷量出現下滑、前幾年供給加速導致細分市場幾乎填滿，簡單切入空白細分市場享受增長紅利成為過去，市場重回產品力競爭。對於自主品牌，提升智慧車載設備比率是提升產品力的重要路徑。市場一觸即發，將從線性發展實現跨越發展。

3、經歷一輪調整，部分個股估值可看，同時靠近產業成本，定增價格+激勵價格。關注【歐菲光、亞太股份、中鼎股份、雙林股份、德國普瑞】。另外，建議關注智慧車機龍頭【索菱股份】。

風險提示：宏觀經濟下滑、系統性風險等。

## 石油化工：石化央企專業化重組、平臺化整合

中石油對旗下天利高新、石油濟柴的資產重組基本告一段落。天利高新將成為中石油旗下工程建設板塊平臺、石油濟柴將成為中石油旗下金融板塊平臺。三桶油對旗下資產的專業化重組、平臺化整合穩步推進中。

專業化重組、平臺化整合是石化央企對旗下資產的改革方向。一方面，通過整合上市，實現資產證券化、實現企業價值最大化；另一方面，單一業務板塊整合上市後，減少了集團內部同業競爭，有助於企業經營效率的提升。

三桶油旗下上市公司。除了此前完成資產重組的公司外（中石化此前完成了石化油服、石化機械的整合上市；中海油旗下中海油服、海油工程基本也由相對獨立的業務板塊構成、中石油今年則對天利高新、石油濟柴啟動整合重組），三桶油旗下還有多家上市公司，包括中石油旗下大慶華科；中石化旗下泰山石油、四川美豐、茂化實華、嶽陽興長、上海石化；中海油旗下山東海化。

投資機會分析。關注大慶華科（中石油旗下唯一尚未被整合的 A 股上市公司）；泰山石油（中石化旗下加油站上市公司、期待同業競爭問題的解決）；四川美豐（車用尿素溶液受益於年底油品升級、LNG 業務穩步推進）；山東海化（期待中海油煉化業務的整合）。

風險提示：國企改革不及預期；宏觀經濟下滑的影響。

## 資訊服務：電腦低估值和業績白馬的春天

看好符合產業方向的估值適宜個股

電腦公司轉型路上，雲化、資料資產等使得電腦公司不再是當年的吳下阿蒙，再回到 11-12 年歷史最低的平均 30 多倍 PE 是概率極低的事情。目前行業平均市盈率（TTM）約 58 倍，2 月底點最低點約 50 倍出頭，整體估值接近歷史平均，同時電子板塊整體估值超過電腦，軟體估值優勢逐漸顯現。我們看好行業中低估值個股，一些對應今年 50 倍不到、17 年 30-40 倍 PE，符合產業大方向的個股可以逐漸配股起來。

業績高增長的白馬是選股的主力方向

我們一直強調，今年，白馬成長將重新贏得市場青睞，帶來穩定收益。3 月初我們就把網宿科技、綠盟科技、華宇軟體等優質白馬納入類比組合，這些在去年看來“不性感”的標的卻在今年有了穩定的超額收益。近期我們推薦的浪潮資訊，也是這一類個股的典型代表，低估值和有變化，就帶來了投資機會。

策略：突出雲計算、人工智慧和金融科技 Fintech

(1) 雲計算，IaaS 層國產化運營已成定局，看好浪潮資訊、雲賽智聯和網宿科技，神州數碼，移動端看好通鼎互聯，關注創意資訊。(2) 金融科技 Fintech 繼續圍繞 IT 與金融創新展開，關注奧馬電器和同花順。(3) 虛擬的網路戰爭已經開始，IT 安全有更大的彈性。推薦綠盟科技和中科曙光。(4) 無人駕駛看好四維圖新和中海達。(5) 人工智慧建議關注佳都科技、遠方光電和景嘉微。

風險提示：系統性風險。

### 江淮汽車（600418）：江淮大眾：未來純電動汽車龍頭

大眾發佈 2025 戰略，搶佔全球新能源汽車市場。新能源汽車是全球公認的未來發展方向，我們估計 2020 年全球銷量達 600 萬輛，整車廠新一輪競賽已經開始。中國將實施碳配額政策，強制推廣新能源汽車，目標成為全球最大市場，合資龍頭銷量基數高，指標完成壓力大。大眾集團尾氣門之後提出 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，以保持傳統汽車市場，尤其中國市場的地位。

江淮小型車市場領先，電動車上升勢頭明顯。近 5 年，江淮乘用車銷量節節攀升，瑞風 S3 暢銷，2016 上半年小型 SUV 市場份額 13%，行業排名第一，品牌形象佳，用戶基數大。江淮電動汽車積澱深厚，掌握電池、電機、電控、整車核心產業鏈資源，銷量增速好於行業，2016 上半年電動車銷量 1.0 萬輛，行業排名第 3，較 2015 年上升勢頭明顯，產業升級進展順利。同時，公司體制開放，符合汽車多產業融合的發展趨勢。

江淮+大眾可媲美福特“1515”計畫。2011 年，福特實施“1515”計畫，造就未來 5 年長安福特和長安自主的騰飛。江淮與大眾合資合作新能源汽車存在多個契合點，有望複製長安汽車的輝煌。1、小型純電動是重點合作領域，合資公司不僅有助於大眾緩解國內碳配額壓力，同時將貢獻豐厚投資收益；2、江淮自主將通過合資公司升級產品開發、品質管制、供應鏈管理體系，提升產品品質，向全球一流新能源企業靠攏；3、大眾新能源核心零部件將全面國產化，江淮上游核心企業有望進入江淮大眾配套體系，進而向特斯拉和其他外資品牌供貨，逐步培育成為行業龍頭。

盈利預測與投資建議。我們認為江淮有望成為大眾純電平臺合資企業，成為最純的新能源汽車標的，公司股權激勵價格 12.42 元/股，安全邊際高。預計 16-18 年 EPS 為 0.80 元/1.00 元/1.30 元，對應 2016 年 9 月 22 日收盤價，PE 分別為 17.0 倍、13.6 倍、10.4 倍。參考同行業公司估值水準，以及大眾合資公司帶來的高成長性，給予 2017 年 20 倍 PE，目標價 20 元，給予“買入”評級。

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，雇員或代理人在法律上均不負責任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。