

2016年10月18日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

CPI 大幅回升，PPI 首度轉正——9 月物價資料點評

國家統計局公佈 9 月通脹資料，CPI 同比回升至 1.9%，PPI 同比回升至 0.1%。我們的觀點是：CPI 大幅回升，PPI 首度轉正。

9 月 CPI 大幅回升。9 月 CPI 同比 1.9%，繼 8 月跳水後大幅反彈，環比上漲 0.7%。雖然 9 月豬價繼續回落，但鮮菜、鮮果、蛋類價格大幅上漲，食品價格環比回升：鮮菜價格環比上漲 10.7%，同比由負轉正至 7.5%；鮮果價格環比上漲 5.2%，同比由負轉正至 6.7%；蛋類價格環比從 3.5% 升至 5.9%，同比跌幅收窄至 4.6%。非食品同比上升至 1.6%，汽柴油、教育服務和衣著推升非食品走高。

10 月通脹或再升。10 月以來豬價續降、菜價回落，食品價格整體走弱，但由於去年同期基數走低，預測 10 月 CPI 仍將繼續反彈至 2%。

9 月 PPI 首次轉正。9 月 PPI 同比回升至 0.1%，終結近 5 年負增首度轉正，環比升 0.5%。穩增長、去產能、去庫存的組合政策下，9 月工業品價格全面反彈。根據調查，25 個行業產品價格上漲，比上月增加 8 個；部分重要工業行業價格漲幅明顯擴大，其中煤炭開採和洗選、化學原料和化學製品製造業價格環比較上月分別擴大 3.9 和 0.4 個百分點；部分工業行業價格由降轉升，石油和天然氣開採、石油加工業價格環比由上月下降轉為本月分別上漲 4.0% 和 3.2%。

10 月 PPI 繼續回升。10 月以來煤價繼續大漲、鋼價回升，國內油價有望再度上調，預測 10 月 PPI 環漲 0.2%，疊加低基數因素後，同比漲幅有望回升至 0.7%。

物價短升長降。9 月 CPI 明顯回升，PPI 轉正對未來通脹亦有推動，疊加去年基數走低，4 季度通脹有望短期反彈。但長期看，地產上漲大週期已經結束，而地產調控政策加劇經濟下行壓力，再加上今年年初通脹基數走高，明年通縮壓力將會再起。

貨幣短緊長松。考慮到通脹短期回升、控制地產泡沫、應對聯儲加息等因素，央行行長周小川也提到要對信貸增長有所控制，降准或繼續延後，而逆回購期限的拉長意味著短期資金成本的上升。但地產調控加碼加劇經濟下行風險，也意味著資金需求長期趨降，流動性長期趨松。

策略

B 股大跌無需恐慌

週一上證 B 指、深圳 B 指分別下跌 6.2%、2.4%，市場討論的誘因包括：第一，10 月 14 日國稅總局出臺《非居民金融帳戶涉稅資訊盡職調查管理辦法（徵求意見稿）》新規，旨在打擊利用海外帳戶逃避稅，引發違規資金出逃。第二，在岸人民幣兌美元跌破 6.74，人民幣貶值擔憂加劇。第三，傳言 MSCI 指數換倉，A 股入 MSCI 指數預期增加，B 股將減少配置。

2015 年以來上證 B 指共有 20 個交易日跌幅超 5%，其中 8 次發生在 615 股災時期，其餘發生在 2015 年 8 月以及 2015/12-2016/1 的人民幣快速貶值時期。2016 年以來 B 股成交額進一步萎縮，日均成交額從 2015 年的 15.4 億降至目前約 5 億，流動性缺乏加劇市場波動。

股災後上證 B 指 12 次單日跌幅超過 5%，同期上證綜指平均跌幅 5.8%，創業板指平均跌幅 6.8%。這次上證指數僅跌 0.7%，創業板指跌 1.2%，說明 A 股的韌性變強。我們判斷中期大震盪格局，短期市場仍可為，持有業績穩定的消費股、業績確定的真成長及國企改革。

風險提示：海外金融市場波動，國內經濟超預期下行。

大市導航

食品：恒天然拍賣價回落，內穩外升趨勢延續

恒天然拍賣全部產品價格下跌，脫脂奶粉跌幅最大。10 月 4 日全球乳製品第 173 次拍賣中全脂奶粉價格 2681 美元/噸，較上次拍賣價下跌 3.8%；脫脂奶粉跌幅最大，均價為 2209 美元/噸，下跌 3.9%；無水脂肪均價為 4954 美元/噸，下跌 1.0%；黃油均價 3891 美元/噸，下跌 0.3%；乳酪 3430 美元/噸，下跌 2.3%。

大洋洲奶粉價格全線上漲。2016 年 8 月 20 日-9 月 4 日，大洋洲平均價格 2100 美元/噸，環比增 5.00%，同比增 17.48%；全脂奶粉平均價格 2750 美元/噸，環比增 3.29%，同比增 35.80%。1) 澳大利亞 7 月份產量較低。雨季使得一些地區過分潮濕，奶產量持續降低的原因是奶農在減少存欄規模，另外一部分奶農不堪持續低迷奶價的打壓而選擇退出。2) 紐西蘭 7 月奶產量 23.10 萬噸，相比 5 月份 14.70 萬噸有所提高。

歐盟奶價普漲，美國脫脂奶粉價格下跌。2016 年 8 月 20 日-9 月 4 日，歐盟脫脂奶粉平均價格 2100 美元/噸，環比增 1.82%，同比增 20.00%；全脂奶粉平均價格 2725 美元/噸，環比增 1.87%，同比增 31.33%。8 月，美國 A 級脫脂奶粉平均價格是 1864 美元/噸，環比下跌 2.13%，同比上漲 15.35%。歐盟地區大部分乳製品的價格延續之前穩步回升的勢頭，脫脂奶粉需求呈現上升的趨勢。東歐地區部分國家收奶價有所降低。

中國原奶價格相對穩定，養殖形勢好轉。10 月 5 日主產區生鮮乳價格為 3.44 元/kg，環比降 0.29%，同比降 0.58%。今年 7、8 月份全國大部分地區連續降雨，持續高溫，濕度大，嚴重影響牛奶產量，節日備貨時間略顯緊張，乳企加大馬力生產，蒙牛、伊利等擴大“北奶南運”數量，加劇北方牛奶短缺。7 月份奶牛存欄同比減少 10.27%，加上今夏熱應激嚴重，原奶產量出現短期的供不應求現象。豆粕、玉米等飼料價環比降幅分別為 1.4%和 2.5%，養殖形勢好轉。

奶價預測。國際奶價 7、8 月份開始回升，全球供給雖仍然過剩，但產量增速開始下降，供需預期發生變化。全國原奶產量零增長，但進口量增加，預計 2016 年原奶實際供給增加 5.5%。此外，考慮到國內奶價仍比國際奶粉到岸價格高 0.48 元/kg，價格差對國內奶價上漲形成抑制，國內原奶價格沒有大幅上漲基礎。綜合分析，我們判斷 1H17 前恒天然全脂奶粉價格有望持續溫和回升，國內奶價仍將在 3.5 元/kg 左右低位徘徊。

投資建議。乳製品行業告別高增長之後，內部分化逐漸凸顯。擁有全產業鏈競爭優勢和全球資源整合能力的龍頭企業未來增長趨勢更為明確，重點推薦伊利股份：1) 四季度國內外宏觀環境複雜，市場風格偏向穩健，低估值白馬龍頭值得重視。與白酒龍頭相比，公司當前股價對應 16 年 PE 僅 18 倍，從長期成長性角度判斷未來仍有估值修復預期；2) 公司在行業增長放緩背景下，競爭優勢突出，中高端產品保持較快增長，產品結構持續升級；3) 公司 15 年銷售費用超 130 億元，歸母淨利潤 46 億元，未來如果行業競爭環境改善，公司利潤端彈性大確定性強。

風險提示：季節性波動，食品安全問題，消費需求因促銷減少而下降。

有色金屬：錫業股份債轉股的啟發

建設銀行擬對子公司華聯鋅銻（持股 75.74%）注資以認購其新增註冊資本。增資後，建行將持有不高於 15% 華聯鋅銻股份，具體比例和增資金額根據華聯鋅銻評估值確定。

根據國務院出臺了《關於市場化銀行債權轉股權的指導意見》，錫業股份作為有色板塊第一個債轉股實施主體，應該給整個板塊都會帶來很大的啟示。而從當前的資產負債率和市值比對看，株冶集團（98% 資產負債率，一直強調已經處於行業底部、關注度底部）、豫光金鉛、*ST 神火、中孚實業四個公司財務改善迫切性最強。

風險提示：政策不及預期風險。

建築：精選 PPP 標的，適當提高國際工程配置

上周建築工程板塊在 PPP 與大建築帶動明顯跑贏市場，我們對市場關心問題的主要看法：1) PPP 第三批示範專案出臺，規模符合市場預期，落地時間表限制及鼓勵社會資本是亮點，政策對 PPP 落地速度與品質更為重視；三季報對 PPP 催化進入實質階段，預披露公司中業績大幅超市場預期的不多，與 PPP 落地週期有關，預計年報改善更為顯著些，目前位置可重點配置新增 PPP 預期的標的。2) 大建築股補漲需求較高，配置“性價比”高，但市場大盤走勢是影響其空間的關鍵因素；3) 國際工程可以樂觀些，一是美元加息預期帶動下，人民幣存在貶值預期，二是“一帶一路”戰略逐步落地，進入訂單釋放期。

投資策略：PPP 繼續樂觀，配置重點開始傾向新增 PPP 預期標的，適當提高國際工程板塊配置。我們建議關注中鋼國際、隧道股份、中工國際、金螳螂、鐵漢生態、中國建築。

風險提示：訂單推遲風險、回款風險、經濟下滑風險。

資訊科技服務：從 GPU 到生物識別，人工智慧投資的演進和節奏

我們抓住了今年人工智慧的兩波機會：上半年的 GPU 和下半年的生物識別。分別在今年 5 月和 9 月發佈了兩篇標誌性的深度報告《GPU——下一代高速計算的王者》、《生物識別，人工智慧產業爆發的前哨戰》，並成功推薦了景嘉微和遠方光電。

上半年主推 GPU，推薦了景嘉微。GPU 將是未來下一代基石性的 IT 架構基礎。其快速的平行計算能力，將快速取代 CPU 的計算功能。人工智慧時代，深度學習帶來的大規模本地資料訓練和應用需求都需要快速計算能力的支撐，CPU+GPU 將廣泛應用。

下半年主推生物識別，挖掘並率先推薦了遠方光電。資料收集打響了人工智慧產業的前哨站。今年下半年，我們認為，行業投資邏輯逐漸向行業應用過渡，而任何行業的興起，資料收集是第一步，正如攝像頭之與安防產業。而生物識別，作為生物特徵收集和感知的重要終端載體，將成為人工智慧產業爆發的前哨戰。遠方光電收購的維爾科技從指紋、指靜脈、到人臉識別等都有佈局，9 月過會，並表在即，看好生物識別市場前景。

人工智慧領域相關標的：（1）能基礎設施：景嘉微（國產 GPU）、中科曙光（與英偉達合作深度學習平臺）、浪潮資訊（GPU 伺服器）。（2）生物識別：遠方光電（指紋識別，行業應用拓展加速）、佳都科技（人臉識別，安防、軌交高增長）、東方網力（人臉識別，公安行業應用拓展和機器人）、新國都（公安部指紋演算法供應商）、科大訊飛（語音和語義識別、自然語言處理、人工智慧平臺）。

風險提示：人工智慧行業應用拓展低於預期，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。