

2017年04月18日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀經濟

### 經濟迎開門紅，短期高點已現

經濟迎開門紅。1季度GDP同比增速6.9%，創16年以來新高，而1季度GDP平減指數也創12年以來新高至4.6%。

從支出看，1季度消費對GDP增長貢獻率達到77.2%，仍是中流砥柱，而投資、出口增速也都出現回升。從生產看，第三產業對GDP增速的拉動為4.3%，第二產業同比增速回升至6.4%。

工業增速新高。1季度工業增加值同比增速6.8%，其中3月同比增速7.3%，創15年以來新高，主因前期內需改善、工業品價格上漲，疊加近期外需改善，引致工業生產回暖。3月各工業行業增加值增速漲多跌少，主要工業品產量增速漲跌互現，尤其汽車產量增速大跌。4月以來發電耗煤增速高開低走，預測4月工業增速降至6.6%。

投資增速回升。1季度固定資產投資同比增速9.2%，較16年4季度回升，其中3月投資增速9.4%。較1-2月回升。3月份三大類投資中，製造業投資小幅回升至6.9%，基建投資回落至16.8%，仍處高位，房地產投資小幅回升至9.3%。而3月民間投資增速也繼續回升至8.5%。預測4月投資增速回升至10.3%，地產投資增速回升至11.8%。

地產需求回落。3月全國商品房銷售面積同比增速14.7%，較1-2月大幅回落。我們跟蹤的64城商品房銷售面積同比增速也大幅回落，其中48個三四線城市銷量增速從1-2月的7.8%回落至-4.5%。庫存去化順暢令新開工面積增速小幅回升。

但受地產融資持續收緊影響，土地購置面積增速回落。

消費增速反彈。3月社消零售同比增速10.9%，限額以上零售同比增速10.0%，均較1-2月回升。其中限額以上零售增速創下14年7月以來新高。其中必需消費漲多跌少，可選消費普遍回升，占比最高的汽車類增速回升。預測4月社消零售名義增速回落至10.4%。

經濟高點已現。1季度經濟迎來開門紅，但3月地產、乘用車銷量增速已明顯回落，粗鋼產量、重卡銷量、鐵路貨運量增速均下滑，PPI增速也首現回落。而4月以來地產銷量依然低迷、發電耗煤見頂回落，意味著補庫存週期已進入尾聲，1季度或是全年經濟高點，預測2季度GDP增速或回落至6.7%。

## 股市的季節效應——從"Sell in May"說起

海外市場普遍存在"Sell in May"效應。①"Sell in May"效應在主要海外市場長期存在。2002年 Bouman 和 Jacobsen 在《美國經濟評論》(The American Economic Review)發表文章，對 37 個成熟與新興市場 1970-1998 年的 MSCI 再投資指數進行研究，發現其中 36 個市場存在"Sell in May"效應。②海外專業研究認為季節、假期等對情緒的影響是主因。Bouman and Jacobsen (2002)發現夏季假期更長的國家"Sell in May"現象更為明顯，認為假期因素可能對投資者風險偏好或流動性產生影響。Kamstra, Kramer and Levi (2003)研究發現"Sell in May"效應與季節性情緒擾亂有關，白晝時間的縮短使得投資者情緒低，增加風險厭惡情緒，因而夏季與秋季股票收益率更低。Cao and Wei (2005)研究認為溫度的變化使得投資者情緒發生變化，進而影響股票收益率表現。

A 股也存在"Sell in May"效應。①A 股市場也長期存在"Sell in May"效應。借鑒海外研究，我們測算自開市以來上證綜指當年 5-10 月漲幅均值為 4.62%，而當年 11 月-次年 4 月漲幅均值為 20.17%，"Sell in May"效應在 A 股市場也確實存在。從行業上看，製造業的"Sell in May"效應更顯著。②回顧歷史：震盪市中"Sell in May"效應較顯著。牛熊市大幅的單邊漲跌更多源于業績、流動性和政策等驅動力變化，而非季節性因素。震盪市持續時間更長但行情波動小，此時市場行情對季節性因素更加敏感。統計得到震盪市中當年 11 月-次年 4 月收益率均值為 2.6%，而在當年 5-10 月為-6.0%，可見震盪市中"Sell in May"效應較顯著。

"Sell in May"效應源於政策淡季和基本面變化。①A 股"Sell in May"效應源於政策淡季和基本面變化。5-10 月處於基本面驗證期，市場面臨的考驗變大。每年年初，政策亮點多、資金整體充裕、經濟資料空窗，易出現春季躁動行情。5-10 月處中國政策週期的淡季，對市場情緒刺激不如其他月份。此外，臨近年底機構排名博弈激烈，排名靠後的機構都欲短期內實現彎道超額，這也利於提振市場風險偏好。②回到當下：中樞抬升的震盪市，中間仍然或有波折。16 年 1 月底以來的震盪是中樞抬升的進二退一式的良性震盪，16 年上半年上證綜指 2638-3100-2800，下半年 2800-3300-3000。既然是進二退一，有進就會有退，春天也會有倒春寒，二季度後半段關注政策面和資金面的干擾。一是國內因素，關注去杠杆政策。

二是國外因素，特朗普邊境稅推行進度。此外，朝鮮和敘利亞等地緣政治局勢動盪，市場避險情緒進一步升溫，這也或成為一個擾動因素。

風險提示：業績不及預期、政策風險。

## 大市導航

### 傳媒：海外優質影片推升票房

《速度與激情 8》上映破多項票房紀錄預示 2017 年海外大片品質增長，另一方面未來海外大片引入的數量也將上升，所以海外大片可望推動國內票房，關注基本面相關性最強的中國電影，院線板塊彈性較大的上海電影以及萬達院線。自下而上選股，關注：第一，行業龍頭或進入壁壘較高的個股，如分眾傳媒、視覺中國、中國電影；第二，低估值，低 PEG，同時存在催化劑的個股，如長江傳媒（2017 年 15PE，國企改革預期與教育外延），世紀鼎利等。

風險提示：傳媒板塊系統性風險；中國 A 股回檔風險導致估值下降。

### 新能源板塊：關注新能源汽車四條投資主線

投資主線一：戰略意義重大，推薦供需矛盾最為確定的鋰、鈷環節。對於傳統汽車，石油主導了近百年的內燃機時代；而對於新能源汽車，在可預見的未來鋰&鈷將成為新時代的戰略性資源，誰擁有鈷&鋰礦，誰就可能成為新的“歐佩克”。另高鎳三元材料的使用對氫氧化鋰及鈷產業需求的拉動明顯，尤其是 18 年特斯拉放量情況下的彈性尤為明顯（如果按照 50 萬輛的銷量預期計算，35Gwh 的高鎳電池約需 2 萬多噸氫氧化鋰以及近 6000 噸鈷金屬），建議關注贛鋒鋰業、雅化集團、華友鈷業、格林美、寒銳鈷業。

投資主線二：特斯拉引領技術方向，把握高鎳&矽碳負極的投資機會。特斯拉電池的發展路徑對國內有很強的指導作用，即通過提升能量密度最大限度的降低成本。Model3 最大的變化在於用 21700 電芯替代 18650 電芯，單體容量由 12.2wh 提高到了 16.6wh，而使用 NCA 和矽碳負極配套後容量提升到了 25.6wh，電芯能量密度由 200wh/kg 提升到了 385wh/kg，革命性的技術突破，也是靠著這種突破來降低四大材料用量，拉低成本實現 Model3 的量產。因此重點是 NCA 或是高鎳的正極以及矽碳負極的研發，推薦格林美（15 年公司和韓國的 ECOPRO 合作研發 NCA，規劃 17 年有成品出來）、杉杉股份（矽碳負極已有 1 噸/月出貨量，供應 CATL 等，預計年底實現 4000 噸產能，同時 811 亦有望在年底前投產）、再有道氏技術收購的青島昊鑫的矽碳負極有可能實現量產。

投資主線三：中游環節需緊盯爆款車型。15-16 年中游環節屬於“賣方”市場，供不應求，投資重點關注各公司有效產能情況。由於產能的大量投放，17 年中游演變為“買方”市場，價格戰即將打響，由企業產能線性推算業績的不確定較高，投資側重點在於關注爆款車型的核心供應鏈。建議關注國軒高科、方正電機、東方精工、億緯鋰能、先導智慧、長信科技。

投資主線四：成本下降，關注終端的整車及儲能。電池價格的下降利好下游終端，整車仍然關注同環比增速最快的物流車，中通客車物流車型進入第三批推廣目錄，與沃特瑪產業聯盟簽訂 1.5 萬輛

物流車訂單，預計從 4 月開始放量，此外，A00 級乘用車關注金馬股份。另儲能補貼政策積極落實，產業層面已發生重大變化。

風險提示：特斯拉銷量不及預期；新能源電池發展低於預期；市場競爭風險。

### **有色金屬：供給側改革不斷深化，環保影響不斷蔓延，去產能力度愈加嚴苛**

無論是雄安京津冀的新型經濟模式建設還是採暖季的錯位生產方案，都顯示去產能的大勢。中國電解鋁產能大概 4200 萬噸/年，此前三批電解鋁獲批產能近 3000 萬噸/年，減去 2013 年以前本來就合規的產能，當前大概沒有批文的產能約 400 萬噸/年。按照 2017 年 495 萬噸/年新增的產能，如果淘汰落後產能執行嚴苛，產能幾乎沒增長，對於鋁價刺激大。

2017 年 2 月，環保部發佈《京津冀及周邊地區 2017 年大氣污染防治工作方案》，方案要求冬季採暖期，電解鋁廠限產 30%以上，氧化鋁企業限產 50%左右，達不到特別排放限值的炭素企業全部停止，達到特定排放限值的限產 50%以上。方案涉及北京、天津、河北、河南、山東和山西共計 28 個城市，簡稱“26+2”城市。據百川資訊統計，目前“26+2”城市涉及電解鋁產能企業 22 家，共計 1196 萬噸，占全國總產能 28.1%；涉及氧化鋁產能企業 11 家，共計 3150 萬噸，占全國總產能的 40.8%；涉及到預焙陽極的產能企業 60 家，總涉及產能 1016 萬噸，占全國總產能的 43.96%。該方案的落實將加劇氧化鋁供不應求的局面，預計將推動預焙陽極價格繼續上漲，進一步對電解鋁成本形成支撐，推動鋁價上漲。此外，4 月 14 日新疆下令關停三家企業違規在建 200 萬噸電解鋁產能，環保政策執行力度嚴苛。

風險提示：下游需求不及預期，中國 A 股回檔風險導致估值下降。

### **資訊服務：來看看阿裡雲 CDN 在幹什麼**

#### **CDN 產業的誕生和發展**

CDN（Content Delivery Network）即內容分發網路，是指通過在現有的 Internet 中增加一層新的網路架構，將網站的內容發佈到最接近使用者的網路“邊緣”，使使用者可以就近取得所需內容，提高使用者訪問網站的回應速度的服務形式。1995 年，麻省理工學院的教授 Tim Berners-Lee 發起課題對其研究，最終催生出 CDN，也誕生了全球第一家 CDN 網路運營商公司 Akamai。1998 年，國內第一家專業 CDN 服務公司，藍汛公司成立。在 1999-2001 年全球互聯網的發展浪潮中，CDN 迎來第一次大發展。2000 年 1 月，網宿公司成立。2001 年 10 月，新浪成為我國第一個 CDN 服務商業使用者，中國的 CDN 商用市場初具規模。2004 年以來，隨著流媒體服務的發展和 Web 2.0 的興起，

CDN 迎來了第二次大發展。2009 年 10 月，網宿科技在深交所上市。2010 年 10 月，藍汛通信成功在納斯達克上市。2010 年以來至今的雲計算給 CDN 行業又帶來了新的機遇與挑戰。

## CDN 需求不斷增長

Marketsand Markets 資料顯示全球 2010 年至 2014 年間的 CDN 市場複合年增長率為 26.3%，達到 37.1 億美元，預計全球 CDN 市場規模 2020 年會達到 157.3 億美元，年複合增長率達 26.01%。國內 CDN 市場快速發展，年複合增長率幾乎達到國際 CDN 市場的 2 倍。2014 年國內專業 CDN 服務市場同比增長約 50.6%，過去四年複合增長率約 49%。預計 2016 年我國專業 CDN 市場超過 70 億元人民幣，到 2018 年或接近 150 億規模。市場空間不斷擴大的同時，市場參與者將逐步增多，競爭將趨於激烈。

## 雲計算 CDN 企業給原有行業格局帶來新變化

專業 CDN 服務市場形成“雙龍頭”的局面，網宿、藍汛佔據絕大部分份額。隨著視頻以及直播行業的爆發，雲 CDN 提供商迅速發展，其採用線上自助式的商業模式，為所有客戶開放全網全部節點，背靠互聯網巨頭，資源優勢明顯。雲計算 CDN 企業給原有行業格局帶來了新的變化。

## 阿裡雲 CDN

雲 CDN 領域，以阿裡雲為代表。運營商世界網發表了《2016 年中國雲服務及雲存儲市場分析報告》，阿裡雲排名中國 CDN 企業第一名。2016 年，工信部正式發放內容分發網路（CDN）業務經營許可證，阿裡雲、網宿科技成為首批獲得 CDN 牌照企業，阿裡雲和網宿科技可以作為雲計算 CDN 和傳統 CDN 的典型代表企業。阿裡雲國內網路節點達 700+，海外網路節點達 300+；2017 年 3 月，阿裡雲攜手優酷 CDN 業務，價格降幅最高可達 35%，流量單價最低只需 0.17 元/GB；當前阿裡雲 CDN 用戶已經突破 20 萬；依託互聯網巨頭，阿裡雲研發能力也相當出眾。阿裡雲 CDN 給行業帶來了新變化，讓利於用戶，使行業透明化，建立生態體系。阿裡雲 CDN 在技術、價格、市場前景、研發等方面優勢明顯，未來成長可期。

風險提示：行業推進低於預期

## 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。