

2017年7月4日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀

## 央行紛紛轉鷹，底氣誰最硬？

發達經濟回暖，央行普遍轉鷹。早在6月的議息會議上，美聯儲的鷹派態度已經十分明顯。根據目標利率預測點陣圖，未來一年半美聯儲還會加息4次，此外年內縮表計畫也將開啟。在隨後6月28日舉行的歐洲央行政策論壇上，歐洲、英國和加拿大央行行長也均表示寬鬆貨幣政策需要適當調整。但仍然有部分發達國家的央行選擇按兵不動，例如日本長期陷入通縮使其寬鬆的貨幣政策難以退出；澳大利亞央行預計未來經濟和通脹將進一步走高，但目前沒有調整貨幣政策的意圖。

主因在基本面，經濟升失業降。主要發達經濟體央行態度變化的根本原因在於經濟的改善。從GDP增速來看，歐元區的復蘇態勢最強，一季度歐元區GDP同比增速達到2.5%，其中德國和義大利分別達到了2.9%和2.1%。美國經濟也在復蘇，但短期有所走弱，主要是受到消費增速下滑的拖累，固定投資則接棒消費成為經濟增長的主要動力。從近期高頻資料來看，美國二季度消費相比一季度有所改善，但和歷史水準相比依然較弱。其它經濟體中，加拿大經濟持續好轉，英、日經濟回暖較弱。從就業情況來看，歐元區的失業率下降到9.3%，為09年以來的歷史最低水準，美國失業率也下降到08年金融危機之後的最低水準。此外，目前英國和日本的失業率均處於近20年來的最低值。從通脹的角度來看，油價下跌拖累總體通脹，大部分經濟體核心通脹率仍舊處於目標值以下。例如美國PCE價格指數同比從2月份的2.13%持續回落到5月份的1.44%，歐元區HICP指數同比也從2月份的2%回落到5月份的1.4%。儘管通脹偏低，但失業率已處低位，寬貨幣未來有誘發通脹的風險，這也是各央行陸續表態邊際調整寬鬆貨幣政策的重要原因。但當前各央行僅是表態變化，能否落實到行動上還要看通脹能否持續回升。

匯率牽制減弱，新興更加自由。相比于主要發達經濟體央行態度集體轉鷹，目前新興市場央行並沒有表現出步調的一致性：其中俄羅斯和南非央行表示後續的貨幣政策變化取決於未來通脹的情況；巴西和智利由於自身經濟惡化的問題採取了相對寬鬆的貨幣政策，短期轉向概率較低；墨西哥則因為比索的持續貶值而多次加息，未來貨幣政策的變化仍需重點觀察特朗普和美聯儲的行動。新興經濟體貨幣政策差異大，不僅是因為各國經濟狀況不同，還因為貨幣政策受匯率牽制的程度不同。例如俄羅斯、巴西、南非、墨西哥在經濟狀況惡化的時候，央行迫於匯率壓力加息，等到匯率和通脹壓力都下降後，才開始放鬆貨幣政策。而同樣是新興經濟體，印度、中國等受到匯率的衝擊要相對小一些。短期美元弱勢，新興市場貨幣政策更加關注國內自身情況，分化格局或將持續。今年以來美元指數走弱，新興市場匯率和資產價格普遍反彈，各新興經濟體的貨幣政策主要關注點在於國內。在美元短期弱勢的情況下，新興市場受到的衝擊較小，貨幣政策也更加自由。

中國：“發紅包”跨季，監管態度難松。6月份以來，中國央行貨幣投放明顯有所增加。央行主要操作投放餘額在6月20日達到7.7萬億，增量部分幾乎都來自逆回購操作。20日以後，央行開始回收貨幣，但由於財政存款季節性投放，市場資金面繼續緩解，金融機構平穩跨季。但金融監管態度難言放鬆。央行6月上中旬的投放恰在MPA考核等跨季期間，而真正考驗央行態度的是7月份的巨量到期是否續作。當前經濟穩中趨降，但穩增長壓力較小；金融去杠杆雖有一定成績，監管新框架和制度並未完全建立，此時監管放鬆後杠杆可能捲土重來。因此在我們看來，國內的貨幣政策短期還難言放鬆。

## 策略

### 三季度解禁規模回到一季度水平

6月產業資本二級市場淨增持65.3億元。在《增持是市場見底的信號嗎？-20170619》中，我們提到產業資本持續大規模增持均在市場大底，如05/08-06/09、08/08-08/10、13/12-14/07，小規模增持出現在階段性底部，如10/05、16/02。截止6月30日，6月產業資本在二級市場淨增持65.3億元，而5月淨減持5.4億元，14年以來產業資本本月均淨減持101.3億元。從板塊看，產業資本在主板、中小板、創業板淨增持39.9、24.5、1.0億元，淨增持額/解禁市值分別為9.12%、7.67%、0.42%，可見主板增持力度最大。從行業來看，產業資本在建築、電子元器件、紡織服裝行業增持力度最強，淨增持額分別為18.3、14.0、13.5億元，淨增持額/流通A股市值分別為0.11%、0.08%、0.28%；傳媒、非銀金融、醫藥的減持力度最強，淨減持額分別為10.7、7.8、3.9億元，淨減持額/流通A股市值分別為0.10%、0.03%、0.02%。從個股來看，6月華聞傳媒增持力度最強，增持額超11億元，增持金額/流通市值為5.5%，冀東水泥減持力度最強，減持額為31.4億元，減持金額/流通市值為14.9%。

7月A股解禁市值約為2252億元。截止2017/06/30，7月A股解禁市值約為2252億元，較6月的985億元大幅增加，17年三季度A股解禁市值約為7325億元，與今年一季度解禁規模相當。從解禁市值分佈看，17年上半年解禁規模低於下半年，近期解禁高峰將出現在18年1月。7月解禁市值/流通A股市值為0.54%，14年以來該比值均值為0.58%，解禁市值/成交金額為2.67%，14年以來該比值均值為1.97%，解禁相對規模略低於14年以來平均水平。17年全年6月解禁規模最小，僅為984億元，總體A股上半年解禁規模小於下半年，7月解禁規模遠遠高於6月，進入解禁高峰期。從板塊看，7月主板、中小板、創業板解禁金額分別為1305、488、459億元，解禁金額/流通A股市值分別為0.41%、0.76%、1.55%，解禁金額/成交金額分別為2.54%、2.37%、3.71%，從相對比值看創業板的解禁壓力更大。從行業看，7月電力與公用事業解禁壓力最大，解禁金額為354億元，解禁市值/流通A股市值為2.0%，非銀行金融、國防軍工、銀行無解禁。從個股來看，7月航發動力、比亞迪解禁規模最大，解禁金額分別為158、126億元，解禁市值/流通市值分別為29.8%、22.9%。

7月並購重組熱點。金馬股份：以116億元收購眾泰汽車。珠江控股：重大資產置換及發行股份購買資產收購京糧股份100%股權。巡遊科技：擬收購獅之吼100%股權，標的企業預估值為27億元。

風險提示：海外金融市場波動，經濟增長失速，政策調控市場超預期。

## 行業點評

### 電子元器件：NOR Flash行業趨勢深度解析：供需反轉，缺口有望逐年增加

這個時間點我們討論Nor Flash行業趨勢與全年景氣度，一方面是Nor廠商二季度業績即將公佈，而相關公司一季度業績沒有充分反映行業變化；另一方面是相關標的與行業基本面也出現了變化（如Switch超預期大賣以及兆易創新收到證監會回饋意見等），同時我們調高AMOLED與TDDI Nor的需求拉動預期，詳細測算供需缺口，以求對未來趨勢定性、定量研究；

汽車與工控拉動2016 趨勢反轉，TDDI+AMOLED進一步拉動需求增量。（1）功能機下滑趨勢趨緩，汽車與工控拉動行業增長。儘管由於功能機銷量下滑造成NOR市場過去幾年持續萎縮，但我們預計功能機仍有3億部左右的築底市場存在，預計未來幾年功能機下滑速度持續在10%以內。而工控與汽車作為新應用強勢崛起，旺宏NOR在汽車和工控領域09~16年營收複合增長率達39.08%。（2）調高TDDI+AMOLED需求拉動預期。由於

面積和成本，以及高低壓制程不相容等因素，我們進一步調低eFlash 18/19/20比率至0%/5%/15%，同時假設17/18/19/20年Nor的平均價格漲幅為30%/10%/-10%/-10%，對應17/18/19/20年市場規模2.98/4.50/5.09/5.42億美元。

(3) 市場未來預計維持二位數增長。在傳統應用下滑趨勢減緩，汽車、工控、AMOLED與TDDI等新應用強勢拉動的背景下，預計2017~2020年NOR Flash複合增長率15.74%，至2020年市場規模有望達到47.68億美元；

中性預期下未來幾年產能小幅穩健提升。從供給角度美光逐步退出市場，CYPRESS退出中低容量，台系與大陸廠商進行擴產。中性預期下我們預計17/18/19年全球NOR的產能折合8寸分別是20.16/22.20/24.78萬片/月，YOY分別為-5.81%/10.12%/11.64%，總體產能在17年小幅收縮的背景下穩健提升；

供不應求可能成為常態，缺口有望逐年增長。將2016年作為供求平衡年綜合供需兩方面因素，未來幾年NOR Flash供不應求可能是一種常態，17年缺口預計13.40%，且有逐年加大趨勢；

大陸存儲雄心勃勃，不容忽視的確定性。我們認為即使考慮新的進入者或大陸擴產，在此情況下預計產能缺口仍將有望延續至2019年（19年達到平衡條件是大陸總產能達到10萬片/月，預計對應17年~19年產能複合增長率78%）；

關注大陸與台系優質公司。(1) 兆易創新(603986.SH)：A股唯一記憶體標的，股價已跌至定增價。公司是A股唯一的存儲標的，在NOR Flash市場佔有7%的市占率，且MCU業務也保持快速增長。預計將深度受益漲價潮，且公司股價已跌至定增價。目前市場對公司疑慮有二：(1) 公司產能問題。公司下游主力代工廠中芯國際處於產能擴張期，我們預計公司深度受益。(2) 公司外延專案過會問題。我們預計過會概率相對較大，即使收購ISSI出現問題，我們預計公司PE(2017E)是37.61倍，具有安全邊際。(2) 旺宏(2337.TW)：12寸線爬坡價量齊升，SWTICH加持助ROM業績反轉。(a) 受益於公司12寸線產能爬坡，公司業績提升明顯，毛利率迅速恢復。(b) SWTICH掌機超預期大賣，公司是ROM和NOR獨家供應商，預計18年銷量1800萬套，截止2020年6000萬套，4.9億枚卡帶（一枚卡帶需要一枚ROM）。(c) NOR全球龍頭，且處於擴產期。(3) 華邦電(2344.TW)：受益記憶體漲價，業績釋放看新廠投產進度。台系NOR第二大龍頭，新廠17Q3投產，提升公司長期競爭實力。

風險提示。如果大陸廠商與新進入者超預期擴產，NOR Flash價格趨勢可能反轉。

### 建材：週期邏輯難現，繼續聚焦“確定性”

水泥：協同助盈利維持高位，但需求趨勢不樂觀。2017年上半年地產投資、基建投資仍維持高位，水泥需求表現尚可，加之協同限產力度較強壓制產能發揮，行業盈利表現維持強勢。但地產銷售增速持續下滑使得後續地產投資下行壓力凸顯，同時金融去杠杆、新一輪地方政府債務整肅將使得後續基建資金吃緊，水泥需求趨勢不樂觀，下半年行業盈利見頂的概率較大。

玻璃：產能恢復明顯，後續景氣上行空間有限。2015年底以來受益於地產需求回升以及庫存週期驅動，行業景氣明顯復蘇，盈利恢復至歷史相對高位。高盈利驅動冷修產能復產進程加快，目前在產產能同比增約7%，且擬新增/擬復產產能約占目前在產產能的12%，供給端反彈壓制後續景氣上行空間。

玻纖：高低端產品價格將繼續分化，龍頭盈利有望維持高位。2017年行業新增產能低於預期（原計劃投產生產線延遲投產），供需格局較好，景氣高位持續。普通低端紗在產能投放前價格展望穩定；合股紗、熱塑紗價格有提升空間；電子紗價格回檔概率大。2017年預計總體均價維持穩定，龍頭企業持續通過量的擴充及技術革新降低成本、通過產品結構調整降低自身週期性，盈利水準維持高位。

投資主線：週期邏輯難現，繼續聚焦“確定性”

水泥：自上而下邏輯不順，趨勢性行情難現。目前貨幣政策環境偏緊、地產銷售不斷走低加劇地產投資回落的隱憂，同時近期新一輪地方債務整肅亦是基建需求的潛在利空，水泥板塊自上而下邏輯不順，估值受壓制，趨勢性行情難現。但海螺水泥憑藉顯著成本優勢，在盈利能力、抗風險能力等方面明顯強於行業均值，有望獲得“確定性”溢價，建議基於價值股屬性配置行業龍頭海螺水泥。

玻璃：板塊中期盈利展望不樂觀，估值受制於地產投資回落預期。短期玻璃行業盈利維持高位，但供給增長明顯導致板塊中期盈利展望不樂觀，估值受地產投資回落預期壓制。

堅定看好裝飾建材龍頭。國內裝飾建材行業散亂無序，呈現明顯“大行業小龍頭”格局，在消費升級及下游地產集中度提升帶動下，市場份額將加速向客戶資源、管道及品牌塑造領先的龍頭集聚，堅定看好消費品建材龍頭（東方雨虹、偉星新材、兔寶寶、三棵樹等）穿越週期的持續成長能力。

非地產產業鏈重點推薦中國巨石，建議關注新材料標的。中國巨石為國內玻纖行業龍頭，憑藉出色的成本控制、前瞻的海外佈局、深厚的客戶資源及品牌效應積累，未來有望領軍全球玻纖行業；此外，建議從產業發展趨勢、主導產品份額提升、新產品開拓、資本運作能力等方面出發，關注新材料公司（如長海股份、再升科技）的長期成長。

風險提示：地產、基建投資增速超預期下滑；上游原材料價格超預期上漲。

### 傳媒：行業看遊戲、國改，個股看中報

預計Q2遊戲增速最高，影視次之，推薦龍頭：完美世界、遊族網路、慈文傳媒、中國電影。關注國改對傳統媒體外延、經營的促進：皖新傳媒、中文傳媒、南方傳媒。個股關注中報預期業績高增長低估值：中南文化、新文化、百洋股份、世紀鼎利。

風險提示：大盤系統性風險，轉型不及預期，業績不達預期等。

### 電子元器件：Model 3量產在即，關注Tesla產業鏈機遇

Model 3量產在即，有望帶動Tesla銷量達到新高度。Tesla Model 3被譽為“平民車神”，有望為普通消費群體圓上廉價版Tesla之夢、備受市場期待，當前Model 3全球訂單已經超過50萬輛，規劃2017年底開始量產交付。相對於2016年Tesla Model S、X合計7.6萬輛的銷量，定位經濟型的Model 3開賣後有望帶動Tesla銷量規模達到新的高度，Tesla公司預計2018年所有車型有望實現50萬輛的銷量，2020年有望實現100萬輛的銷量，屆時有望成為全球最大的電動汽車廠商，可以預判Model 3勢必成為Tesla銷量目標達成的主力。

Tesla熱銷將帶動零組件廠商新一輪高速成長週期。隨著新能源汽車行業的逐漸成熟，電池成本、清潔能源補充網路等瓶頸也會日益得到改善，零元件企業亦有望維持持續向上的增速。

Tesla伴隨生產基地轉移、供應鏈成熟，供應商經歷了數度調整。Tesla的供應商也伴隨生產基地轉移、產品成熟度提升經歷了數次變革。1) 早期Roadster時代，Tesla以臺灣為生產基地，其核心零部件來自臺灣廠商，包括富田電機（供應電機）、和大工業（供應減速齒輪組）、TPK（供應觸控面板）、齊菱科技（供應儀錶板



貼合)等,只有組裝環節放在美國。2) Model S時代, Tesla供應鏈逐漸走向成熟,同時配合美國能源部4.65億美元貸款要求,逐漸將生產基地由臺灣轉移至美國,供應商也更傾向於大型的全球性企業。3) 近期,彭博社等多家媒體報導Tesla或將於中國大陸上海臨港建立合資工廠,如若落地,大陸生產基地有望會帶動國內零組件廠商勢必會更大程度參與進Tesla的零元件配套。

國內切入最廣且最易突破的組件是自動駕駛與車聯網模組。從國內產業鏈參與情況來看:1) Tesla最核心的“三電”模組主要是自行研發、聯合研發或採購自全球巨頭,電機與臺灣富田聯合研發、控制器自行研發、電池採購自松下、減速器採購自臺灣和大。2) 傳統元件部分,包括車身及附件、車輪及懸架、轉向系統等, Tesla主要與博世、大陸、米其林等傳統汽車配件龍頭廠商合作,國內優秀的元件供應商也陸續通過相對非核心的結構件切入,如天汽模、廣東鴻圖等傳統組件供應商陸續供應Tesla傳統組件;3) 自動駕駛與車聯網相關組件。包括智慧駕駛系統、車載資訊娛樂系統等,設計晶片、感測器、攝像頭、雷達、顯示幕、地圖系統等,這部分元件供應商與手機供應鏈高度重合,國內手機供應鏈廠商實力強大,最有可能在這一領域突破。當前Tesla攝像頭、雷達、顯示幕、地圖等供應商為Mobileye、群創、TPK、長信科技、JDI、Google等,國內長信科技、滬電股份、聯創電子有望分別供應觸控屏組裝、感測器PCB板、攝像頭等部分,另外,國內安潔科技也已經成為Tesla供應商,有望供應多種功能性材料及配件。同時,長盈精密、科森科技等未來也有望成為Tesla金屬結構件重要的供應商。

A股電子版塊建議關注安潔科技、長信科技、聯創電子、長盈精密、科森科技、滬電股份等。

風險因素: Tesla量產進度大幅低於預期。

## 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。