

2015 年 5 月 27 日

宏觀經濟

時隔 5 年，國際貨幣基金組織（IMF）將在 15 年下半年審議特別提款權（SDR）貨幣籃子的構成，中國已申請人民幣納入 SDR 貨幣籃子。金融危機過後，國內對人民幣成為國際儲備貨幣呼聲高漲，09 年我國曾爭取過人民幣加入 SDR 的一籃子貨幣，但被 IMF 以人民幣未達到自由使用或兌換的標準為由拒絕。IMF 為什麼創設 SDR？人民幣為什麼希望加入 SDR？如果成功加入 SDR，又會帶來什麼影響？

第一、追本溯源：SDR 與國際貨幣體系改革

08 年金融危機之後國際社會希望推進國際貨幣體系改革，直接原因是金融危機的爆發和蔓延反映了目前國際貨幣體系的內在缺陷和系統性風險。60 年代以美元為中心的佈雷頓森林貨幣體系暴露出重大缺陷，即反映了上述問題。伴隨全世界對國際儲備需求增長，美元大量外流，而外國銀行對官方美元儲備的積累，是對美國黃金儲備的潛在美元債權，因而黃金匯兌本位制面臨崩潰。69 年 IMF 創設特別提款權（SDR），旨在支援固定匯率的佈雷頓森林體系，改善國際流動性，彌補官方儲備不足。SDR 具有超主權儲備貨幣的特徵和潛力，同時它的擴大發行有利於 IMF 克服在經費、話語權和代表權改革方面所面臨的困難，所以主觀上 IMF 有激勵拓寬 SDR 的使用範圍，以及進一步擴大 SDR 的發行。將人民幣加入 SDR 籃子有助於全面反映世界經濟格局，對 SDR 的穩定、保值做出重要貢獻，也是國際貨幣體系改革的重要步驟。

第二、人民幣加入 SDR 勢不可擋

加入 SDR 一籃子貨幣對我國人民幣國際化具有重大戰略意義。我們將加入 SDR 放諸在人民幣國際化的大框架裡討論，從更高的角度看，人民幣國際化、自由浮動匯率、利率市場化和人民幣資本項目可兌換“四位一體”，是互為充要條件，缺一不可的。

人民幣國際化包含兩方面含義，一是人民幣自由使用性，二是人民幣加入國際儲備貨幣成員。中國爭取人民幣加入 SDR，正是努力成為國際儲備貨幣的必要步驟，也必須出臺配套政策措施，促進資本專案自由化等領域的改革。IMF 對一國貨幣加入 SDR 規定了兩個條件：一是該國出口貨物和服務總量位居所有成員國前列，二是貨幣應“可自由使用”。人民幣早已滿足第一個條件。人民幣在某些金融交易方面發展的還不夠充分，但在貿易和投資等實體經濟活動中的使用發展較快，人民幣距離可自由使用的目標並不遙遠。當人民幣實現了資本項目可兌換，不論別人再定什麼條件、再提什麼苛刻要求，也不能阻擋人民幣進入 SDR。

第三、人民幣加入 SDR 的影響

首先將深化國內債券市場。一個經濟體的貨幣若想成為國際儲備貨幣，其債券市場需要具有較大的規模和充足的流動性。目前各國外匯儲備經營管理的重要投資市場即是美國國債市場，因其具有相對較大的市場容量、

較強的流動性和較好的風險收益特性。假設到 2030 年人民幣已成為主要儲備貨幣之一，則中國債券市值占 GDP 的比例將達到 OECD 國家的平均水準。

其次將加速推進金融改革。我國當前需要進一步推進利率市場化、匯率形成機制改革等各項金融改革，漸進審慎開放資本帳戶，提升人民幣廣泛使用和交易的程度，助力人民幣國際化。利率市場化改革方面，我們推斷年內存款利率調整有可能完全打開浮動區間，完成利率市場化最後一躍。匯率形成機制改革方面，中國央行將進一步退出外匯市場干預，並可能將人民幣匯率的浮動區間從目前上下 2%擴大至上下 3%。資本帳戶開放方面，我國採取審慎而積極的態度，即“統籌規劃、循序漸進、先易後難、分步推進”，資本項目開放的各種舉措將從跨境直接投資（FDI 和 ODI）、跨境證券類投資（QFII、QDII、RQFII）以及外債（貿易與項目融資）等三個方面逐漸開展。

大市導航

醫藥與健康護理：醫療互聯網化系列研究之四：互聯網醫療時代，醫療器械龍頭價值全面重估

- 1、醫藥行業從春秋時代走向戰國時代：一批龍頭企業會脫穎而出。
- 2、互聯網醫療對醫藥行業 3 個比較大的影響：1) 醫療開環->閉環；2) O2O；3) 醫療路徑和醫療費用更加合理和精細化。
- 3、行業經過前 3 個階段（創業型中小公司->BAT 等巨頭->傳統醫藥上市企業強勢回歸），目前進入第 4 個階段：行業大整合階段。
- 4、每一個垂直細分領域的龍頭都值得重點關注。眼光超前&執行力強&資源整合能力和戰略卡位能力強的公司最有可能勝出。
- 5、醫療器械公司面臨產業重構的歷史性機遇：1) 龍頭公司從平臺型企業往生態系統建造商轉變；2) 全產業鏈整合致業務範圍擴大數倍；3) 器械檢測和服務的入口價值凸顯，向下粘住用戶，向上上升為大資料。
- 6、關注龍頭公司魚躍醫療、和佳股份等。關注中小公司（見正文）在細分領域的機會。

風險提示：估值較高和市場風格轉換有可能帶來股價大幅波動；移動醫療業務收入和盈利時點；市場競爭加劇；政策監管存在一定不確定性；移動醫療子公司股權比例。

保險：大浪淘沙 各顯神通——互聯網保險的顛覆&融合

我國保險行銷處於艱難轉型期，互聯網管道大有可為。1) 隨著人力成本的上升以及監管政策的嚴格，傳統管道對保費增長的貢獻呈下降趨勢。2) 互聯網普及度不斷提高，保險業有望繼零售、銀行之後，成為融合互聯網技術的創新管道。

互聯網保險的國際經驗：車險網銷如火如荼，壽險滲透率低。1) 專業線上保險公司發展迅速，但總量較小。壽險如日本 LIFENET，08 年開業以來業務量複合增長率 85%；產險如美國 ALLSTATE，50%以上保費來自網上銷售。2) 比價公司-Money Super Market，通過大量的為客戶提供金融產品資訊和比價，促進客戶對金融產品的快速購買，收入來源是客戶通過公司的網站點擊並且申請購買金融機構的金融產品後，金融機構支付給 Money Super Market 的費用。

互聯網保險的前景：小而精，著力平臺建設+管道拓展+客戶資源+大資料/精準行銷。11 年至 14 年國內經營互聯網保險業務的公司從 28 家上升到 90 家，規模保費從 32 億元增長到 870 億元，年均增長率達 200%。1) 互聯網保險具有明顯局限性，適合銷售標準化的理財險、車險、意外險等簡單產品，規模難以做大。2) 互聯網和社交媒體的出現，潛在客戶對於各類保險產品有更多的瞭解，有利於保險產品銷售。3) 線上與移動技術的傳播及相關的多點接觸為保險業務提供豐富的客戶資料。4) 大資料，即解讀複雜資訊的新方法和技術，使得保險機構能夠改進分銷、風險評估和定價，改進產品和服務，更好地滿足客戶需求。

投資建議：看好互聯網保險未來的發展。1) 保險行業基本面持續改善。2) 互聯網從產品和管道兩方面利好缺乏物理管道的保險行業。3) 隨著保險公司/產業資本逐漸重視互聯網保險，有望在與傳統保險公司的不斷融合中取得較快發展。

風險提示：大盤下跌導致淨資產和估值同時下降，網銷管道的發展不達預期。

中安消（600654）：大“集團”，小公司，構建全球性大安防產業鏈

大“集團”，小公司，實際控制人旗下資產眾多。本次借殼上市注入上市公司的資產中，只有 2.2%來自公司實際控制人塗國身控制下的美國上市公司 CSST（2011 年 9 月私有化退市）。而 CSST（中國安防技術有限公司）旗下資產眾多，囊括了智慧中國、物聯網、互聯網金融等與智慧、安全產業相關的業務。對於上市公司來說，屬於大“集團”，小公司，其在 4 月初已公告以現金收購 CSST 旗下香港金融押運資產，公司後續動作值得期待。

關注大安防產業鏈，安防運營服務空間廣闊。相較于安防產品市場，系統集成市場地域性明顯，行業集中度低，有較大的整合、並購空間。隨著行業發展，我國安防行業產業鏈重心逐步從產品製造領域向系統集成和運營服務領域轉移。在《中國安防行業“十二五”發展規劃》中也明確提出，到“十二五”末期（2015 年），安防運營及各類服務業所占比重達到 20%以上。相較于中國安防運營服務只占安防市場 10%的現狀，歐美安防運營服務市場規模是安防產品市場的 10 倍，這就意味著安防運營服務仍有很大的市場空間。

收購衛安 1，切入金融押運市場。安防運營服務業務，具體包括安防系統維護，人力保安服務，現金押運及貴重品押運、聯網報警運營服務。衛安 1 是香港領先的 CIT（現金押運服務）服務供應商，公司通過收購衛安 1 成功切入金融押運市場。

公司將依託衛安 1 豐富的運營經驗切入國內即將放開的金融押運市場，為中安消戰略發展平臺提供更強勁的驅動力。收購衛安 1 只是佈局的開端，有望一帶一路全球佈局。公司收購衛安 1 更重要的是公司將通過並購國外安防運營服務企業、一方面在境內安防運營服務市場中取得管理及服務優勢，另一方面通過並購切入國

外尤其是亞太安防市場，佈局全球產業鏈。衛安集團以香港為中心，在澳門、泰國的安防市場中也佔據領先地位，未來有望進一步擴大亞太區安防服務市場佔有率，公司沿著一帶一路全球性佈局安防運營服務業務的雛形已形成。

全球化產業佈局剛剛開始，首次給予“買入”評級。暫不考慮後續可能的佈局，我們預測公司2015/2016/2017年實現淨利潤分別為3.72/5.86/9.15億元人民幣，對應EPS分別為0.29/0.46/0.71元。公司實際控制人旗下資產眾多，全球化產業鏈佈局剛剛開始，國內的安防運營服務市場也正進入快速發展階段，公司在二級市場上可以享受一定的估值溢價，市值成長空間主要取決於公司未來的產業佈局。短期目標價為41.40元（16年90X，目前的盈利預測未考慮未來有可能的產業佈局）。

風險提示：產業整合的不確定性，商業模式探索的可行性。

免責聲明

本文件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。

本文件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，謹請閣下注意本文件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(不包括負責本檔內容的分析員)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。