

2015 年 5 月 28 日

宏觀經濟

這輪牛市泡泡將創紀錄——“中國夢”牛市系列（2）

牛市就是泡沫化的過程。人性的貪婪和恐懼與風險投資如影隨形。在牛市時，貪婪使人們無視風險，不斷買入推高價格，價格泡沫化則是必然結果；而熊市時，恐懼又使人們忽略內在價值，不斷賣出壓低價格，使財富大幅縮水。荷蘭鬱金香泡沫，鬱金香球莖價格在 2 年內上漲 59 倍，又在六周內下跌 90%；法國密西西比泡沫，股價 13 個月上漲 35 倍，在隨後的 13 個月內下跌 95%；英國南海泡沫，股價 6 個月上漲 8 倍，隨後 3 個月下跌 80%；美國科網泡沫，納指 2 年上漲 2.5 倍，接下來 2 年下跌 80%。歷史告訴我們，在人性貪婪驅使下，牛市就是泡沫化的過程。

A 股走在牛途中。美國 1942-68 年和 1982-2000 年、日本 1950-61 年與 1967-89 年、臺灣 1985-90 年、香港 84-97 年，一輪牛市股指漲幅分別為 13.6 倍、14.2 倍、11.7 倍、27.6 倍、17.9 倍、19.5 倍，核心區域是 10-20 倍，本輪上證、創業板指才漲 1、3.4 倍。美國 2000 年、日本 1989 年、臺灣 1990 年、香港 1997 年股市高峰期市值/GDP 為 121%、172%、146%、176%、281%，核心區間在 1.5-2 倍，目前 A 股市值/GDP 才 0.97。且牛市終結源於主導產業發展動力耗竭，A 股 01 年、07 年牛市結束分別源於家電保留量、地產銷售增速頂峰。中國轉型才開始，資產配路搬家才開始，牛途還很長，而且當前主導產業更偏輕資產，房地產投資屬性下降下，本輪牛市路途仍長。

本輪牛市泡泡會創紀錄。首先，本輪牛市是社會變遷、技術進步、政策導向、資產配路等多重因素共振的結果，是轉型牛，改革牛。產業結構從資金密集型向技術密集型過渡，最終導致資金大量富餘，儲蓄率高於投資率驅動資金入市。其次，我國居民資產配路中股權資產占比過低，而儲蓄和地產投資占比又過高，利率市場化驅動利率下行，人口紅利消失導致房地產投資屬性趨弱，大類資產配路向股市轉移。最後，互聯網普及加速資訊傳播，股價將更快、更充分地反映市場預期，而杠杆交易成為主要交易方式之一，會加劇市場漲跌。在多重因素共同作用下，本輪牛市泡沫化程度將創歷史。牛市最後終結，源於主導產業發展動力耗竭，新一輪商業週期結束，如 96-01 年的家電飽和、05-07 年的地產銷售瘋狂、2000 年科網泡沫化等。參考海外，我們可以跟蹤企業盈利、貨幣政策、融資規模三個指標尋找泡沫破滅的徵兆。

泡沫破滅有三大先兆。參考海外，我們可以從企業盈利、貨幣政策、融資規模三個角度跟蹤尋找牛市泡沫破滅的徵兆。首先，企業盈利惡化，利潤增速和 ROE 等指標在泡沫破滅前已經開始轉壞。其次，貨幣政策收緊，三輪牛市泡沫破滅前都經歷央行連續升息，貨幣增速下滑等過程。最後，

IPO 大幅增加，融資規模大幅提升及貨幣供給下降使股市資金供需的平衡被打破，加快了市場泡沫的破滅。

風險提示。政府改革、創新力度不及預期。

大市導航

旅遊服務業：繼續重點推薦獨家品種——麗江旅遊、桂林旅遊、長白山、西安旅遊

近期旅遊板塊表現搶眼，我們認為，主要有以下幾個原因：（1）旅遊板塊前期不少個股處估值窪地，最典型的莫過於傳統景區；（2）旅遊板塊普遍市值較小，尤其是流通市值小，更容易得到資金的青睞；（3）個股熱點頻出不窮，如互聯網+、出境旅遊服務大熱、佛教名山受到追捧、小市值標的的輪番炒作等；（4）逐漸進入旅遊旺季，而且旅遊業是少有的未受到經濟波動影響的領域。

往後看，旅遊板塊的投資機會如何，我們認為，可重點把握住三條主線：

（1）“+互聯網”。我們認為：互聯網對於旅遊業的改造進入下半場——以互聯網為手段、以資源整合為核心，根本性提升遊客體驗、培育多樣性的旅遊生態。傳統景區公司的價值將逐步被挖掘，有望進入新的價值提升階段，當然，優中選優，我們最看好麗江旅遊和桂林旅遊。

（2）國企改革。該主線仍大有潛力可挖掘，理論上講，處於競爭性領域的國企，都可能受益；結合現實情況，該主線我們重點推薦：桂林旅遊和華僑城 A。（中國國旅、首旅酒店停牌中）。

（3）小市值公司。如若市場不出現逆轉，小市值公司或將繼續有機會。剔除停牌公司，目前旅遊股中市值小於 50 億：大連聖亞、西安旅遊、張家界。西安旅遊要轉變，最為確定；張家界擁有核心資源，質地最好；大連聖亞市值最小。

綜合來看，我們繼續偏愛我們的獨家推薦品種：麗江旅遊（拓展大茶馬古道旅遊圈，空間巨大，方式性感）、桂林旅遊（國企改革+賽馬遐想+業績反轉）、西安旅遊（鳳凰涅槃的遐想）、長白山（冬奧概念+冰雪運動+次新股）。此外，華僑城作為低估值的大市值公司，國企改革方向明確、且受益深港通，也值得積極配籌。

風險提示。失業率大幅攀升將影響旅遊需求、突發事件、市場系統性風險。

醫療保健設備與用品：互聯網醫療系列第 4 篇--醫療器械篇

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。關注中小公司在細分領域的機會。

市場風險：1、估值較高和市場風格轉換有可能帶來股價大幅波動；2、移動醫療業務收入和盈利時點；3、市場競爭加劇；4、政策監管存在一定不確定性；5、移動醫療子公司股權比例。

彩虹精化（002256）：打造能源互聯網金融平臺

（1）光伏項目儲備豐富：截止目前，公司光伏電站在建項目已經超過 160MW，其中有超過 30MW 正在辦理並網手續，公司在建和正在辦理相關備案手續的光伏發電項目合計裝機容量超過 600MW。隨著在建項目的逐步落成並網，將保障公司的業績快速增長。

（2）具備二次加杠桿的能力。公司增發不超過 20.60 億元，其中實際控制人+合夥企業的認購比例超過 80%，顯示了公司對於業務的信心與決心。公司增發完之後資產負債率僅為 20%，具備通過發債二次加杠桿的能力，資本與產業有望共振。

（3）打造“金融創新+能源互聯網”平臺。公司運用專案融資、股權融資、融資租賃、並購基金、眾籌融資、資產證券化等融資方式，充分發揮財務杠桿；同時借助現代數位通信、互聯網、移動通信及物聯網技術，通過雲計算、大資料將新能源電站與互聯網有機融為一體，著力打造金融創新+能源互聯網平臺。建議積極關注！

風險提示。增發未通過審核；互聯網進度緩慢；政策發生重大不利變動；專案建設進度不達預期；資金短缺。

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。