

2015 年 11 月 06 日

宏觀經濟

人民幣加入 SDR 影響分析

5 年前，許多外國人預言人民幣國際化不可能實現。5 年後，人民幣已成為全球第二大貿易融資貨幣，及全球第四大支付貨幣，而近期 SDR 懸念也即將解開。人民幣加入 SDR 到底會產生哪些影響？在 SDR 之後，又還有幾步棋要走？

人民幣加入 SDR，金融改革必備項目。我們認為人民幣有相當的可能性，在不久之後加入 SDR。表面上看，SDR 僅是各國央行所持有的一種名義上的儲備貨幣，但我國將加入 SDR 視為，其在國際金融體系中的重要性獲得正式認可，是人民幣國際化、推進金融領域改革的必備項目。

- (1) 對資金流向的影響：雙向流動均可能增加。
- (2) 對自身匯率的影響：不會長期貶值，但波動將加劇。
- (3) 對美元地位的影響：衝擊微乎其微。
- (4) 對股市債市影響：債市吸引力增強，深港通凸顯決心。

SDR 之後，還有幾步棋要走？

- (1) 匯率浮動區間，或許進一步擴大至 3% 甚至更大。
- (2) 國際資本流動管理，放鬆擴大“Q 系列”。
- (3) 人民幣高息貨幣，開放國內債券市場。

大市導航

新能源板塊：10 月新能源汽車資料即將發佈，全年產銷量有望上調

(1) 10 月資料即將發佈：工信部一般在月初公佈上月產量資料，當前時間點已經臨近，9 月資料為 3.3 萬輛，10 月有望突破 4 萬輛，全年或將超出我們 24 萬輛的預期。

(2) 2025 年新能源汽車產業路線圖發佈，10 年 10 倍：據《中國製造 2025》路線圖顯示，到 2025 年，中國新能源汽車年銷量將達到汽車市場需求總量的 20%，自主新能源汽車市場份額達到 80% 以上。意味著 2025 年產量將超過 300 萬輛，10 年有十倍的增長。

(3) 整車放量，鋰礦、材料漲價，板塊仍值得重點關注：產業長期來看都是微笑曲線，享受超額利潤的是最上游和最下游，因此整車和礦是最能看長的，電池、設備甚至材料當前景氣度都很高，依然值得重視。整車：多氟多的邏輯已經得到市場認可，三大業務反轉；杉杉股份也涉足整車，具備資金和政府資源的優勢，並且已經獲得整車資質，收編了臺灣八達（特斯拉技術來源）等優秀的團隊，建議關注；動力電池及設備：動力電池供不應求的局面將持續，國軒高科及欣旺達享受高景氣，設備企業贏合科技、先導股份業績有望繼續超預期；材料：六氟磷酸鋰已經開始提價，還有漲價空間，帶動材料漲價，多氟多、杉杉股份、天賜材料、新宙邦受益，建議關注；鋰礦：礦中長期邏輯最完善，最大的優勢是供給瓶頸，天齊鋰業，*St 融捷值得關注。

風險提示：政策低於預期，行業競爭加劇。

食品：預計原奶價格維持低位至明年一季度

1-9 月全球主要出口國原料奶產量+1.2%，其中前三大國家歐盟同比增 1.4%，美國同比增 1.4%，紐西蘭同比降 0.9%。中國方面，由於奶農退出奶牛未退、新牧場投產、進口奶牛投產等因素，2015 年 1-9 月國內原奶產量在 2014 年增加 10% 的基礎上增加 3-4%，預計明年原料奶產量增長率為 1-3%。

2015 年 1-9 月，國內奶粉進口大幅下降 44.3%，價格同比降 44.4%；液態奶進口 30.55 萬噸，同比增 28%，全年預計進口達 45 萬噸。

我們認為國際原奶供給存在下降趨勢，預計奶價將在 2016 年 2 季度回升。2016 年國內原奶產量增長 1-3%，無法滿足需求增長，2016 年 2 季度受國際國內市場影響原奶價格將再次上升。在此之前，較低的價格將利好乳製品生產企業，如伊利股份。

風險提示：經濟減速拖累乳製品需求、食品安全問題。

建築：年底排名期：從博弈角度重視一帶一路主題機會

1、與券商股持股結構類似，建築大票機構倉位低，從今年一季度開始，機構明顯降低建築股的持倉比例，2015Q1 建築行業機構持倉比例為 2.60%，到 2015H1 則為 1.84%，而根據 15 年 Q3 基金季報數據，建築行業機構持倉比例進一步下降到 1.31%，配路比例又回到去年 2、3 月份水準。

2、今年以來，雖然經歷了 615 股災，但電腦、通信和餐飲旅遊等年初至今仍有 101.5%、87.1% 和 82.8% 的漲幅，建築整體板塊漲幅 19%，處於各行業末尾，其中建築大盤票則處於滯漲，中國建築、中工國際和中材國際年初至今累計下跌 11.77%、10.33% 和 7.47%，中國鐵建和中國電建漲幅也均在個位數。

3、建築大盤票雖市值比較大，但考慮到央企集團持股以及部分 AH 股，實際 A 股流通盤很小。中國交建 2300 億市值，自由流通市值僅 217 億，20 億成交即可漲停。

4、因博弈性較強，歷史經驗表明，A 股彈性好於港股，大盤票建議關注中國交建、中國建築、中國中鐵、中國鐵建、中國電建等，中盤票重點推薦中工國際（有安全邊際）、中鋼國際（基本面向上）、中材國際，關注北方國際等。優配 A 股，港股可關注央企對應 H 股及中國機械工程（1829.HK）。

5、繼續推薦基本面驅動個股，推薦標的：中工國際（4 季度業績拐點，估值較低）、蘇交科（持續增長能力強）以及中鋼國際（基本面向上），關注隧道股份（國改、管廊相關概念股）以及進入價值區間的金螳螂（雖然短期無催化，但市值 237 億也進入價值區間）。

風險提示：經濟下滑風險，訂單減少風險。

銀行：適當加倉，看好低估值彈性品種

1、流動性寬鬆環境下，未來經濟兜底明確，階段性壓力緩解可期，繼續看好銀行年底估值切換行情，仍有絕對收益空間。

2、目前 15 年 PB1.09X，16 年 PB0.93X，年底行情仍可能 10%-15%空間，建議有倉位繼續持有、無倉位小幅增倉。

3、推薦組合：首推：南京銀行+中信銀行，關注平安銀行、寧波銀行和光大銀行。如北京銀行復牌，亦關注。

風險提示：匯率波動超預期。

券商：十月業績觸底回升，看好券商板塊

（1）目前股價仍具有安全邊際：儘管經過幾輪上漲，券商估值大幅提升，但目前股價相對歷史水準仍處於較低位路，對應 2015E P/E 為 16.4 倍，對應 2015E P/B 為 2.1 倍，股價安全邊際仍較高，估值具備長期提升空間。

（2）從業績上來看，四季度業績大概率觸底回升：券商四季度以來開門紅，10 月受益於市場交易量快速回升，投資環境大幅改善，券商 10 月業績觸底回升，環比大幅增長。與我們此前三季度將是券商業績最低點的觀點一致。在市場回暖的背景下，券商業績提升彈性更大。綜合全年來看，考慮到券商上半年業績大增，四季度業績或將好轉，我們認為全年業績同比增速將超過 100%，快於其它行業。

（3）行業創新有望恢復：6 月股災以來，證券行業創新基本停滯，但隨著市場負面因素的消化，證券行業創新有望恢復。“十三五”規劃中也提到了鼓勵金融企業金融創新、發展多層次資本市場等改革內容，為券商創新發展定調。我們認為註冊制推行、單一通道服務商向資本仲介、財富管理轉型、創新業務多元化發展、深港通等方面仍可以期待。

4) 建議關注國元證券（國企改以及員工持股計畫概念）、國金證券（互聯網金融具先發優勢、民營體制靈活）、華泰證券（前瞻性強、經紀份額最大，未來財富管理轉型具優勢）、廣發證券（業務較均衡、積極佈局業務轉型）、東方證券（自營彈性非常大）。

風險提示：資本市場大幅下跌帶來業績和估值的雙重壓力。

鋼鐵：三季報總結：巨虧損之路漫漫

三季度板塊收入和盈利大幅下降，虧損面 71%。三季度板塊實現收入總計 2135 億元，同比下降 29.4%，環比下降 7.7%；實現淨利潤-164 億元，同比下降 652.0%，環比下降 423.5%。34 家上市鋼企中，盈利家數 10 家，虧損家數 24 家，虧損面近 71%。按照產量和虧損額度計算（沒有剔除其他業務利潤），噸鋼虧損 275 元。如果考慮到折舊延長和調劑利潤，則噸鋼虧損應該在 360 元左右。

首次出現淨資產為負的公司。三季度利潤居前五的企業分別是河北鋼鐵、常寶股份、大冶特鋼、永興特鋼、撫順特鋼，分別實現淨利潤 1.51 億元、0.69 億元、0.67 億元、0.67 億元、0.53 億元；三季度虧損最嚴重的是酒鋼宏興、武鋼股份、馬鋼股份，分別虧損 19.92 億元、15.23 億元、13.39 億元。其中八一鋼鐵過去一年半的時間裡，淨資產從 4.53 元/股虧到-0.16 元/股，板塊首次出現淨資產為負的情況，而韶鋼松山淨資產則只有 0.48 元/股。其中過去多年一直盈利最好的寶鋼因為匯兌等原因使得三季度虧損 9 億元。

未來數年鋼鐵盈利都不會好轉。今年是我國鋼鐵工業三十年來第一個負增長，我國粗鋼產量已經見頂，根據發達國家經驗，一旦見頂，未來十年都基本逐年負增。這也意味著我國鋼鐵工業未來好多年都不會轉，從現在看四季度仍將是一個巨虧的季度，然後是全年消費最淡的一季度，料也不會有輕微的好轉。

風險提示。繼續巨虧。

上汽集團（600104）：白馬回歸，迎風揚帆

公司 5 日公告定增 150 億元預案，底價 15.56 元，其中大股東認購 30 億、員工持股認購 12 億鎖三年，機構鎖一年。募集資金將全面投向新能源汽車、商用車大規模智慧化定制、前瞻技術、後市場和金融服務等，加碼藍海戰略，並向市場傳達了轉型、改革兩個重要願景。新能車計畫 16 年整合全產業鏈，20 年前達到 30 款車型和 20 萬輛年銷量目標。互聯網汽車計畫 16 年與阿裡合作發佈首款產品。後市場計畫整合線下 6000 家經銷商和未來預計 1 萬家車享網店，並到 2020 年開拓 3000 億產值市場。目前業績穩健且具備產業鏈優勢，高股息、低估值，藍籌白馬、配路回歸。建議增持。

風險提示：系統性風險，項目推進低於預期。

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(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。