

2015 年 11 月 09 日

宏觀經濟

進出口持續低迷，順差加速擴大——10 月外貿資料點評

出口依舊低迷。10 月我國外貿出口同比下降 6.9%，降幅擴大。素有“煤礦中的金絲雀”之稱的韓國出口，10 月也同比大降 15.8%，反映全球經濟依然難見起色。

外需仍在放緩。10 月對美出口同比增速為-0.9%，對歐盟-2.9%，日本-7.7%，東盟-10.9%，香港-17.4%，韓國 10.6%，對日、東盟跌幅擴大，而對港跌幅收窄。

各類出口都處低位。10 月我國一般貿易出口增速由正轉負為-4.2%，加工貿易出口增速-10.8%。10 月勞動密集型產品出口增速為-8.5%，高新技術產品出口增速為-1.6%，均有所下滑。

進口降幅仍高。10 月進口同比為-18.8%，較上月微收窄，但已連續三月保持兩位數跌幅，內需低迷可見一斑，從 10 月高頻進口價格看，主要進口商品價格總體趨降，其中鐵礦石價格跌勢較為明顯，而大豆和玉米價格則是平穩略降。

順差激增，但降准仍有空間。10 月順差繼續攀升至 616.4 億美元，創歷史新高，應是 10 月外儲略改善主因。但國內持續降息後匯率不貶反升，也使得未來承受美國加息的壓力更大，熱錢流出壓力仍在，為保持流動性寬鬆，降准仍有空間。

IPO 新規吸引資金回流

IPO 重啟不改變市場原有運行趨勢。證監會 11 月 6 日宣佈 IPO 重啟，並提出了進一步改革完善新股發行制度的政策措施，取消預繳款制度。歷史上，IPO 曾八次暫停重啟，本次為第九次，整體上 IPO 重啟不改變市場原有運行趨勢。IPO 雖然增加股票供給，但也會帶來資金流入，尤其是打新、炒新資金。市場上漲階段，IPO 重啟後打新收益率很高所以能吸引更多資金入市，而市場下跌階段，打新收益率低自然難以帶來更多增量資金。以 2000 年後五次 IPO 重啟為例，比較 01 年 11 月 2 日、06 年 6 月 2 日、09 年 6 月 29 日、13 年 12 月 30 日四次新股 IPO 重啟之後打新收益率（05 年 1 月 IPO 重啟時間較短，對比意義不強），01 年熊市氛圍中只有 3.3%，低於企業債收益率的 4.5%，IPO 重啟後市場繼續下跌，另外 3 次都在 8% 以上，遠超同期的企業債發行利率，IPO 重啟吸引資金回流股市，市場上漲趨勢不變。

新股發行新規，有助資金回流股市。相比 IPO 重啟，更重要的是新股發行制度修改，取消預繳款制度，預計新規將採用市值配售新股。市值配售制度將消滅大部分專門打新的資金，將利潤留給二級市場投資者。根據基金類型和投資方向統計，上半年“打新基金”至少 83 只，二季度末規模達 5484 億，7 月份 IPO 暫停之後，三季度末縮減至 1375 億，萎縮 75%，而同期股票型、混合型基金規模萎縮 43%，與上證綜指最大跌幅 45% 接近。而且大類資產配路上，83 家打新基金二季度末在股票、債券、銀行存款和現金等的比例為 2.5%，9.5%，88%，三季度末為 2%、73%、25%。由此可見，615 股災後 IPO 暫停，大量打新基金從股市流入債市。隨著 IPO 重啟和市值配路制度推出，這些資金未來必將回流股市。此為，今年上半年打新收益率平均 9%，推高了無風險利率，取消預繳款制度和市值配售制度下，這個堰塞湖將不存在，有助於全社會利率下行的創導機制更順暢。

風險提示：經濟增長超預期下滑，政策效果不達預期。

歷次 IPO 宣佈重啟後的市場表現

11 月 6 日，證監會宣佈重啟 IPO，關於歷史上 8 次 IPO 暫停重啟的統計也是鋪天蓋地。但我們發現，大多數的統計都是側重於重啟後第一隻新股上市後的市場表現，例如 2014 年出的 IPO 重啟，最早可追溯的證監會公告為 2013 年 11 月 30 日發佈的《關於進一步推進新股發行體制改革的意見》，而多數新聞稿件統計均是以 2014 年 1 月 17 日紐威股份上市為節點，統計 2014 年 1 月 17 日後的市場表現。

而事實上，不少投資者也會關心當證監會宣佈 IPO 重啟後市場的表現，我們從這個角度出發，力圖還原歷次證監會宣佈 IPO 重啟後市場的表現。下圖統計了歷次 IPO 重啟的重要時點，我們重點關注宣佈 IPO 重啟的這個時點。

我們發現，宣佈 IPO 重啟的次日，開盤基本有低開的特徵，平均低開 0.68%，然而統計次日的收盤相對開盤則是漲跌各半，平均微漲 0.17%。拉長考察週期，宣佈 IPO 後的 5 日、10 日及 20 日上證綜指亦是漲跌各半，平均來看分別上漲 1.94%、2.42% 和 5.77%。

10 月份以來，市場情緒逐步回暖，海通量化團隊的擇時體系中多項指標也相繼發出做多信號。從技術面指標來看，高點比例 CHR 已達 62.36%，遠高於閾值 56.16%（滬深 300 指數）；而偏右側的均線突破模型在 11 月 6 日收盤時也上穿閾值，確認上漲趨勢。雖然流動性水準尚未達到閾值水準 1，但近 1 個月呈現穩步增長態勢，反映市場流動性轉好。在投資者行為上，上月 A 股市場反轉效應為 3.37%，較 9 月份大幅縮小，表明投資者信心正逐步恢復。

綜上分析，我們認為上週五重啟 IPO 的消息不會對市場造成特別大的影響，如果週一盤中走低，或許是不錯的建倉時點。

大市導航

券商：經紀業務轉型大爆炸：互聯網金融+財富管理

轉型與創新將是未來券商發展最重要的主題。由於中國資本市場起步較晚，券商業務結構較為單一，經紀業務收入占比非常高。從券商歷史業績表現來看，在這種業務模式下，券商對市場環境更為敏感，形成“靠天吃飯”的局面。由於中國券商業務模式缺乏亮點，同質化較為嚴重，隨著金融牌照放開、行業壁壘逐漸縮小、業內競爭加劇等因素，券商通道業務的利潤率將逐漸被擠壓，倒逼券商業務轉型，尤其是經紀業務的轉型已成為券商的內在需求。

O2O 展業模式：從“通道”到“入口”。隨著互聯網金融的大力發展，我們認為券商經紀業務的競爭模式將從原有的線下網點擴張向“線上+線下”競爭模式轉變，通過設立輕型營業部（C型）擴展客戶資源，引導至網上完成交易，並提供差異化服務（如財富管理、投資諮詢、融資解決方案等）增強客戶粘性。傳統經紀業務將從“通道”轉變為大零售業務的“入口”。我們通過借鑒美國及日本的傭金自由化以及互聯網金融蓬勃發展後券商經紀業務的轉型經驗，來看看未來中國證券行業互聯網化的發展路徑。

從“通道服務商”到“財富管理服務”。改革開放以來，伴隨著中國宏觀經濟連續幾年的高增長，中國居民逐漸積累起財富。尤其是早期從事實業、房地產投資等的人群快速積累大量的財富，同時隨著互聯網快速發展，一群年輕企業家們迅速發展壯大。我們認為居民財富的快速累積和高淨值人群規模的擴大為財富管理業務的發展提供了市場保證。隨著金融產品的豐富以及理財需求的擴大，客戶原有以股票為主的單一投資模式也將轉變為以產品配給為主的優化型服務模式。券商通過提供差異化投資諮詢及增值服務增強客戶粘性，向投資銀行本質回歸，從“通道服務提供者”轉變為“綜合性財富管理”。

看好券商經紀業務轉型。我們認為券商經紀業務的轉型將是互聯網與傳統業務相結合，同時催生財富管理等高附加值業務的模式。互聯網金融將為券商打開業務入口，對券商創新業務的開展（如資本仲介業務等）、投行專案的獲取、完善財富管理功能等具有積極意義，也將驅動券商的產品創新，為客戶提供差異化服務。建議關注 1) 經紀業務佈局上頗有前瞻性視野的華泰證券；2) 互聯網具先發優勢的國金證券；3) 業務均衡，財富管理轉型準備充分的廣發證券。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

券商：IPO 重啟盛宴，券商當之無愧的主角

IPO 重啟，利好？利空？週五，證監會發言人表示將在完善新股發行制度之後重啟 IPO，相關 IPO 管理辦法修訂草案將公開徵求意見。同時，推進股票發行註冊制改革的各項準備工作正在有序推進。改革後的 IPO 與此前的有何不同？主要有以下幾個看點：

1) 取消現行新股申購預先繳款制度，改為定配售數量後再繳款。我們認為監管機構在堅持市值配售的同時，取消預繳款，將大幅減少投資者在打新時需要動用的資金規模，改變每逢打新市場便大抽血的局面，有利於穩定市場環境。

2) 公開發行 2000 萬股以下的，取消詢價環節，由發行人、主承銷商協商定價，簡化程式，提高發行效率，降低中小企業發行成本。突出發行審核重點，調整發行監管方式，嚴格執行證券法規定的發行條件，將審慎監管條件改為資訊披露要求。

我們認為監管機構關於簡化審批流程，加快發行效率的修訂可以理解為註冊制的實驗版，註冊制推出的預期加強。

我們認為此次 IPO 重啟對券商來說是大利好。首先，IPO 重啟將直接增加券商投行收入。其次，此次取消了預繳款，IPO 打新對市場的影響將大幅減少，A 股或將迎來“慢牛”，券商自營、經紀業務也將間接受益。此外，IPO 的恢復加強了市場對註冊制推行的預期，未來券商的投行模式將向好發展。

註冊制預期加強，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。

我們認為隨著註冊制推行的預期加強，券商行業創新有望恢復，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、深港通等方面值得期待。

推薦兩條投資主線：

1) 大投行主線：廣發證券（IPO 儲備項目數行業領先，股票承銷實力較強，直接受益於投行收入恢復）、招商證券（業務佈局全面，IPO 儲備專案居前）。

2) 財富管理+互聯網：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）。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

機械工業：製造業景氣弱改善，“中國智造”值得長期佈局

製造業景氣弱改善，經濟下行壓力仍在。10 月財新製造業 PMI 終值低位反彈至 48.3，在歷年同期中偏低，製造業景氣弱改善，前期政策刺激效果顯現。新訂單低位元反彈，新出口訂單回升至榮枯線上，內外需同步改善。上周央行繼續下調 7 天逆回購利率，寬鬆週期仍在持續。海通宏觀認為，經濟尋底未果，雖然需求、生產、價格均有所回升，但去庫存仍在繼續，經濟下行的壓力依舊存在。

15 年三季報披露完成，機械行業景氣待振。15 年前三季度機械行業收入和淨利潤延續下滑趨勢，行業景氣待振。紡織服裝設備、環境監測儀器是 15 年前三季度經營狀況相對較好的板塊，紡織服裝設備上市公司 15 年積極佈局並購和轉型，環境監測儀器受益於國家政策導向，經濟轉型需求上升。15 年機械行業上市公司並購積極，印刷包裝機械、紡織服裝設備、鐵路設備並購案例居多。我們預計 15Q4-16 年，受困於經濟下行，原有主業承壓，機械行業內並購潮還會延續。機械行業 15Q3 經營性現金流在收入、利潤和應收賬款周轉率同比下滑的情況下出現同比回升，或預示著個別子行業正在底部企穩。

“中國智造”值得長期佈局。中國智造是 3 個 10 年期的規劃，具有長期佈局的意義。2015 中國國際工業博覽會上周在上海開幕，本屆工博會聚焦新一代資訊技術、“互聯網+”、大資料等新興技術突出工業互聯網等解決方案，超過 2200 家參展商（折合展位數 11226 個），比上屆增長 38.55%。我們認為 2015 年是智慧工廠元年，隨著自動化解決方案提供商技術和服務的進步，智慧工廠的價值空間將不斷增加。建議關注：黃河旋風。

工博會工業 4.0 跟蹤資訊匯總。機器人本體本土和日韓企業份額在上升，歐美企業市場份額基本持平。3C 行業自動化率低，推廣仍處基礎階段，若帶帶內路式力矩感測器的智慧型機器人能推廣及後續價格逐步回歸，可促進 3C 行業更高的自動化率，同時可提高大量組裝生產線的自動化率。機器人行業中，正在爆發和未來將爆發的領域按時間前後分別是：1) 機器人應用集成；2) 敏感性機器人/7 軸智慧型機器人；3) 消費機器人。我們認為，中國的服務機器人中，養老服務機器人早晚會爆發，其它服務機器人仍偏向技術儲備。

固定資產投資走低，關注租賃方式興起。在固定資產投資放緩的大背景下，大量的下游使用者對工程機械設備的使用需求由購買轉為租賃，這為工程機械設備租賃商提供了前所未有的發展機遇。建議關注：*ST 建機。公司已完成了對龐源租賃和天成機械的收購，產業鏈整合和協同效應有利於打開快速擴張的空間。

風險提示：經濟下行壓力，十三五規劃及工業 4.0 實施進度或不達預期。

交通運輸：淡季中內外航線運營維持前期穩定態勢

目前航空市場已步入傳統淡季。整體看，無論內外航線運營態勢均保持穩定勢頭。11 月第一周，國內市場需求增長 10% 左右，裸票價格同比提升 1.9%，同時客座率上升 1.2 個百分點。航空公司繼續堅持“控量保價”的策略，減少運力投放，同時維持客座率和票價水準的較好增長。國際線運力大幅傾斜的慣性依舊，上周供給增速大於需求接近 15%，客座率下滑幅度接近 8 個百分點，但航空公司“以量補價”的策略使得國際線客票收入仍有 15% 左右的增加。往後看，我們仍然相信油價處於較低區間在未來較長一段時間內仍是大概率，低油價環境下的低端需求持續增長（淡季中、短途國內外遊）以及中期供需繼續向好將繼續驅動這個行業的景氣度向上。目前，航空股估值中樞已經

下降至 15 倍左右，前期匯兌因素影響也逐步退潮，同時，IPO 重啟也為前期低估值藍籌股提供補漲的契機。我們認為板塊中期仍具備發動較大級別的行​​情。

持續看好成長型標的春秋航空，以及傳統彈性標的東方航空。

風險提示：需求增速不達預期。

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。