

2015 年 11 月 30 日

宏觀經濟

小心駛得萬年船

1. 連續三周，我們的每週觀點都在提示風險，上上周的題目是“壞消息不斷，防風險為先”，上周的題目是“哪裡有希望，哪裡就有風險”，本周的題目是“小心使得萬年船”，只有心存敬畏，在風險來臨時才不會驚慌失措！
2. 好消息不多。上周央行投放 1000 億 MLF，並且下調 6 個月 MLF 利率 10bp 至 3.25%，意味著 6 個月以內貨幣利率封頂在 3.25%，有助於降低本周 IPO 巨額打新的衝擊。而證監會加快 IPO 審核週期，意味著註冊制正在加快。
3. 風險因素增加。首先，上周美元指數破百，意味著 12 月美國加息的風險繼續上升。其次，上周人民幣匯率貶至新低，而且本周加入 SDR 在即，短期貶值壓力增加。從經濟看，10 月份工業利潤惡化，企業經營遭遇收入惡化和成本上升雙殺。而監管層暫停券商衍生品配資業務，嚴查私募配資，再次警示加杠杆風險。
4. 美元指數破百，關注歐元寬鬆。貼現利率會議顯示美加息臨近，市場對歐美政策分化的預期變得更加積極，市場普遍認為歐洲央行下周將會下調存款利率，同時也認為美聯儲下月將會實施 10 年來首次升息，美元指數在此支撐下繼續攀升，站上 100 大關，在強勢美元的打壓下，金價上週五重挫 1.3%，連續六周下跌，跌至五年新低。

休整蓄勢

1. 短期進入休整期。（1）本輪個股最大漲幅中位數 76%，市場需要休整蓄勢。8 月底至今，多數個股漲幅已經不小，所有個股最大漲幅中位數是 76%。27 日週五的突然暴跌，並非單一重大利空，而是在最近一段時間多個小利空不斷累積下的集中爆發，這與年底排名壓力下機構投資者偏好右側交易有關。（2）壞消息頻出，開啟風險偏好回落的休整。監管和流動性方面負面資訊影響風險偏好，致使市場進入休整期。11 月 13 日滬深交易所將新開倉融資保證金比例由 50% 上調至 100%，23 日起開始實施；上周證券業協會停止新增融資類收益互換；證監會下發了《關於規範證券期貨經營機構涉嫌配資的私募資管產品相關工作的通知》；證監會發佈《關於取消證券公司自營股票每天淨買入要求的通知》；此外，人民幣即將加入 SDR，疊加

12月美聯儲大概率加息，人民幣短期貶值壓力增大，加上IPO重啟的短期衝擊，流動性短期壓力也出現。

2. 中期向上趨勢不變。(1) 股權時代未變，錢多為王。15年下半年開始的“資產荒”在16年有望延續，核心在於低利率環境未變。利率下行使得各種固收類產品的收益率都出現趨勢性下降，股市新引力顯現。低利率時代大類資產配額轉向股市的趨勢未變，估算未來入市的增量資金在3萬億左右。(2) 創新改變未來，擁抱夢想。08年次貸危機以來，全球經濟依託勞動力和資本投入的傳統模式走向盡頭，新產業、新技術、新業態層出不窮。新一輪的技術和產業革命中，美國仍是最重要的創新發源地，但中國已具備彎道超車可能：一是互聯網為本輪創新主背景，中國具備人口基數大、政策支持、人力資本紅利的天然基因；二是技術應用方面，中國市場效率更優；三是“十三五”規劃建議明確“創新是引領發展的第一動力”，中國有望借力政策實現飛躍。
3. 戰術性波段操作。(1) 戰略樂觀不變，戰術波段操作。中期，利率下行推動大類資產配額轉向股市的趨勢不變，創新引領新一輪技術和產業革命趨勢不變。監管政策、流動性方面負面資訊不斷累積下，短期市場步入休整蓄勢期。定性判斷，此次調整不是615去杠杆的暴跌，也不是811匯率貶值後的暴跌，更類似於15年1月的階段性休整蓄勢，戰略上保持樂觀，戰術上可利用急跌後的反抽，參與波動性操作。(2) 中期持有成長，短期關注環保。中期，“十三五”規劃勾勒中國發展新藍圖，主戰場仍然在先進製造（智慧裝備、新能源汽車）、資訊經濟（大資料雲計算、視頻）、現代服務（體育娛樂、醫療健康）。短期關注具備事件和季節性催化劑的環保，巴黎氣候峰會召開在即，加上國內冬季供暖期北方霧霾嚴重再成媒體聚焦。著眼16年春季，可關注迪士尼主題，年底望試運營，預計16年4-5月正式開園。

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。

大市導航

非銀金融：反映過度，中長期看好不變

市場對券商“立案調查”一事反映過度，中長期看好不變。重點推薦招商證券、廣發證券、華泰證券。

上週五券商大跌源自市場過度反應：上週五，證監會發佈一系列新政，包括取消證券公司自營股票每天淨買入要求、清理配資私募資管產品以及叫停場外衍生品融資等，從消息面上來看對市場影響偏負面。此外，3家券商先後公告被立案調查，一時引起市場恐慌。但隨後周日3家券商不約而同發佈公告，立案調查原因仍為“兩融未按照規定與客戶簽訂業務合同”所致。考慮到兩融事件此前

市場已經有所預期，同時立案調查原因並非涉及更加廣的違法違紀事件，因此我們認為市場對此反應過於激烈。建議短期關注本輪被錯殺股。

從中長期來看，仍看好行業轉型：儘管今年 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。證監會已明確表示註冊制將於明年推出，同時已對 IPO 相關政策作了部分調整。科創板、新興板及新三板轉板的變化也將打開券商轉型的想像空間。此外，我們認為監管加強有利於肅清行業整體風氣，對長期創新發展有益。

我們認為明年註冊制的推行、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等方面值得期待。

繼續推薦兩條投資主線：

- 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。

房地產：關注三類擇股思路

打新因素帶來市場震盪，年底藍籌估值切換漸行漸近，關注定增折價、重組和估值切換三類擇股思路。12 月關注滬深成分指數更新和科創板，張江高科、上海自貿區藝術品交易中心成立，外高橋成 A 股唯一藝術品交易概念股。綠地申花獲 2015 中國足協杯亞軍。

銷售環比止跌為升。11 月第四周重點十大和重點三十大城市成交面積同比去年增速為 14%和 15%；11 月單月銷售同比去年增速為-0.22%和 3%；11 月累計同比增速為 22%和 17%。

關注滬深 300 指數成分股 12 月調整帶來的投資機會。地產板塊中預期將調入的包括張江高科、綠地控股。

12 月排名博弈加劇，關注定增折價、重組和估值切換三大類機遇。

- 1) 已過會且定增溢價度較低企業，包括榮盛發展（折價 1%）、順發恒業（溢價 4%）、南國路業（6%）和寶安地產；
- 2) 重組類公司，包括嘉寶集團、城投控股（地產、環保業務分拆）；
- 3) 估值切換，包括華夏幸福、保利地產、萬科 A。

推薦地產成長組合一世聯行、萊茵體育、濱江集團，建議關注嘉寶集團、中航地產。

風險提示：系統性風險。

食品飲料：啤酒行業---最值得低風險偏好配路的子行業

1. 行業環境已經悄然發生變化

我們認為國內啤酒行業未來銷量難有較大增幅，盈利改善將主要依賴於產品結構升級和費用率降低，要實現這一目標的核心前提是國內競爭格局相對穩定。儘管投資者對此早有預期又屢屢失望，但是百威英博收購南非米勒之後，情況有望出現轉機。從中國啤酒行業現時情況看，行業集中度已經有了顯著提高。根據企業中報的資料，中國啤酒行業 CR5 已經達到了 75% 左右，而 2014 年 CR5 還不到 71%。另外，經過多年啤酒企業激進的收購後（例如華潤收購金威，青島啤酒收購綠蘭莎啤酒，百威收購大富豪等），現時剩餘的優質啤酒企業標的已經不多了，企業將從對市場份額的競爭中轉變方向。

2. 整合對國內市場帶來的影響

百威英博收購南非米勒之後，新百威英博在全球啤酒市場的市占率超過 30%，進一步拉開與跟隨者喜力（市占率約 9%）的差距。在中國市場，新百威英博如果得以保留或者部分保留雪花啤酒的股權，將囊括雪花、百威、哈爾濱和珠江等品牌，市占率接近 40%，在 13 個省市具有明顯領先的市占率水準，大幅拉開與另兩家巨頭青島啤酒和燕京啤酒的差距，行業龍頭地位難以撼動，徹底改變中國啤酒行業版圖。企業或能在自身的壟斷市場中，進一步快速提升利潤率。如燕京啤酒在壟斷地區北京和廣西，其淨利率都超過 15 個點，而整體淨利率不足 6 個點。

3. 整合後盈利帶來的提升

首先是前期惡性競爭導致的高費用率將下降。如青島啤酒 4 年間將市占率從 13.8% 提升到 18.4%，在市占率提升將近 5 個百分點的同時，“企業擴張費用率”也下降了將近 2 個百分點。類似規律在地方性酒企身上也可以看到。另外大麥價格回落也是行業一大利好。過去一年國際市場大麥價格回落接近 30USD，而每 20USD 大麥價格的變化對毛利率的影響在 1% 左右。

推薦珠江啤酒、燕京啤酒和重慶啤酒。

風險提示：競爭風險加劇。

有色金屬：已進入供給收縮週期

11 月組合收益近 30%。若美 12 月加息，金價可望迎來較大反彈，推薦山東黃金、金一文化、剛泰控股。供給收縮與流動性提升基本金屬估值，推薦中金嶺南、雲鋁股份、馳宏鋅鋇。堅定看好碳酸鋰行業，推薦天齊鋰業、贛鋒鋰業。軍工品種推薦雲南鎳業和楚江新材。

不確定性分析：下游需求疲弱壓制金屬價格。

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。