

2015 年 12 月 09 日

宏觀經濟

宏觀：11 月外貿資料點評——外需依舊低迷，內需有所改善

一、11 月我國外貿出口同比下降 6.8%，跌幅雖收窄，但考慮到去年同期低基數，表現遠低於預期，15 年以來全球貿易整體萎縮，中國難以獨善其身。

從對主要經濟體出口情況看，對美國增速由-0.9%下降到-5.3%，日本由-7.7%下降到-10.5%，歐盟由-2.9%下降到-9.0%，跌幅均擴大，對韓國、印度增速也回落至 1.3%和 0，對香港、東盟的出口跌幅因低基數效應而收窄。

二、11 月我國一般貿易出口跌幅擴大至-4.4%，加工貿易出口增速由-10.8%下滑至-15.4%。11 月勞動密集型產品出口增速由-8.5%轉為-7.2%，高新技術產品出口增速微降至-2.0%。我們認為外需低迷仍然制約我國出口，中國人口紅利的消失令產業升級和貿易轉型成為未來發展方向。

三、11 月進口同比由-18.8%回升至-8.7%，跌幅收窄，個別大宗商品進口量確有反彈，但低基數是主要原因。11 月大宗商品價格延續跌跌不休的態勢，而內需萎靡，短期內進口難見起色。

雖然進口額資料表現仍差，但部分商品進口量有所好轉。11 月鐵礦石進口同比從 10 月的-4.9%回升至 21.9%，銅進口增速從 6.7%上升至 10.4%，這一方面與去年同期低基數有關，另一方面國內部分高成本大宗生產企業倒閉，原有需求轉向了進口。大豆雖下降 12.3 個百分點至 22.6%，但仍連續 6 個月保持 20%以上高增長，或受我國大豆種植面積縮減影響。

四、11 月順差大幅回落至 541 億美元，外儲驟降 872 億美元，人民幣加入 SDR 後貶值壓力存階段性釋放風險，資本流出壓力仍大。未來美國加息制約我國降息空間，但降准概率上升。

五、預測 15 年 12 月出口增速-9.6%，進口增速為-13.5%，順差 628 億美元，短期看外貿或延續弱勢格局。

明年究竟該在 20 倍以下還是 200 倍市盈率之上選股？

從金融熱看經濟下行：傳統中國衰落與新興中國崛起。當前金融對中國 GDP 增量貢獻的比重越來越大。這不是短期現象，而是由於長期的工業通縮和產能過剩，導致製造業在 GDP 中的占比下降、

金融占比上升。2016 年是中國經濟最困難的一年，但 2017 年可能更加困難。但這未必不是好事，因為結構調整在下行中展開，傳統產業的衰退伴隨著新興產業開始崛起。在股市上，體現為中小板、創業板的長期牛市和上證 50、180 板塊的走弱。與各類企業家交流，傳統行業的企業家們愁眉苦臉，但新興行業的企業家們卻意氣風發。

2016 年資產配路荒將延續：資金多餘籌碼。就居民的資產配路而言，2000 年之前，銀行存款是主要理財管道；2000~2013 年進入房地產時代，居民資產配路主要是房地產，同時大家還配不少實物資產；2014 年之後，居民的資產配路步入金融產品時代，因為經濟下行，利率也下調了，對金融業或資本市場來講，正處在非常大的發展機遇期。金融產品的繁榮緣於低利率時代，企業債務率依然高企，但未來一定要從間接融資為主變為直接融資為主，為此會出現巨大的金融產品供給。

而居民債務水準較低，仍有加杠杆空間，於是出現了資產配路荒，在這方面供給與需求就可以對接。2016 年，註冊制、資本項目開放將對供給形成衝擊，但養老金入市將是大概率事件，總體來看，資金的供給還是遠大於需求，而投資機會將主要在新興產業。2016 年 A 股市場可能是一個波動幅度收窄，結構性機會大於趨勢性機會的市場。

股市六義：資本市場不會超越中國經濟率先走向成熟。中國傳統哲學的“道”，它有六義，我把它引申到我們的股市中來：一是“道體”，股市作為經濟，是反映經濟好壞的晴雨錶；二是“道原”，股市的本質是什麼，股市的本質就是估值；三是“道理”，即股市作為投資理念和監管理念；四是“道用”，即股市的功能，它有融資功能和投資功能；五是“道術”，就是股市作為博弈工具；六是“道德”，即股市作為公司治理水準的體現，通過上市來提升公司治理水準，提高公司的透明度和業績，給投資者更多的回報，這才是股市的正道。

明年能推出註冊制嗎：對 A 股的五大誤判。一是認為 A 股市場熊長牛短。實際上，從 1996 年算起，A 股牛市平均持續時間是 20 月，熊市是 10 個月，震盪是 25 個月。二是認為個人投資者虧錢是管理層對其保護不到位。其實 A 股市場是一個過度保護的市場，交易過度頻繁才是個人投資者虧錢的主因。三是藍籌股具有罕見的投資價值。從中國有股市至今，如果買垃圾股且長期持有，收益率就很高。垃圾股在 A 股市場裡之所以有長期持有價值，是因為每個 A 股都有隱含權證，有被資產注入的可能。四是 A 股市場的投資理念會與成熟市場接軌，A 股會與 H 股接軌。回顧歷史，2001 年就推出 B 股對境內投資者的開放，但 14 年過去，A 股和 B 股的差並沒有縮小，反而擴大了。真正要讓價值投資理念深入人心，要讓 A 股價格與 H 股、B 股同價，就一定要打破管制，改革和開放。五是認為股指期貨是導致股災的一大原因。股災發生主要還是因為股市的總體估值水準太高，泡沫明顯。截止今日，所有 A 股的市盈率中位數為 99 倍，其中主機板的市盈率中位數是 85 倍，中小板為 96 倍，創業板為 121 倍。如果扣除非經常性損益後，主機板市盈率達到 143 倍左右，與創業板一樣奇高，且虧損面又在擴大。如果在這麼高的估值水準上又加杠杆，場外配資過多，暴跌就難以避免。

綜上所述，中國股市所面臨的問題，與中國經濟所面臨的問題一樣，都非常嚴峻，都處在兩難之中。面對著眾多泡沫，只有小心翼翼，反復推敲。這對於投資者利用衍生品市場進行避險倒是產生了需求。衍生品市場產品豐富和發展對資本市場的長期繁榮，對我們的金融業的健康發展都是有利的。

大市導航

批零：珠寶供應鏈金融——啟動資源，蘊發新機

珠寶行業供應鏈金融需求巨大，測算 2018 年傳統管道外的資金需求可達 517 億元，利潤超 30 億元，空間廣闊。珠寶上市公司具備上下游資源、低成本融資管道、資本規模和專業風控能力等優勢，發展潛力巨大。珠寶供應鏈金融主要通過 P2P 網貸、小額貸款、融資租賃、黃金租賃、委託貸款等方式為產業鏈各環節提供資金支援，各模式各具特點，均快速發展。

建議關注兩大主線標的：（1）業績貢獻較大以及風控能力較強的：金葉珠寶、金一文化；（2）供應鏈金融作為互聯網+全產業鏈平臺的一部分，將為運營帶來增益的：潮宏基等。

風險提示：珠寶行業競爭激烈。

非銀：2016 年投資策略——財富管理的三次方

保險方面，2016 年仍為行業景氣高點：市場對於利差收窄和利差損風險已經充分反應，悲觀預期或將改善，而低息環境下，保險產品吸引力顯著增強，保單銷售持續好轉，個險新單保費和新業務價值增速仍會較快。公司推薦：中國平安（基本面質地良好、互聯網佈局領先的綜合金融平臺）；新華保險（深耕壽險產業鏈，養老和健康產業佈局領先同業；投資杠杆高，業績與股價彈性最高）。

券商方面，兩大投資主線：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：華泰證券（前瞻性强、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。

傳媒：體育行業加快落實發展

國新辦於 2015 年 12 月 8 日 10 時舉行發佈會，國家體育總局副局長馮建仲介紹《關於加快發展體育產業促進體育消費的若干意見》落實情況。馮建中表示“按照目前的發展形勢，預計 2015 年，

體育產業將基本實現增加值 4000 億元，占國內生產總值的比重 0.7%的“十二五”發展目標；預計到 2020 年，體育產業總規模將超過 3 萬億，體育產業增加值在國內生產總值中的比重將達 1.0%。

政策目標逐步實現，萬億市場近在眼前。政策紅利加速落實，開啟體育產業資本化新紀元。政府為體育產業營造了良好的發展環境，萬達、阿裡巴巴等知名企業紛紛加大對體育產業的投資力度，加快了整個產業改革升級的進程。形成了“政府推動”+“資本投入”+“業界聯動”的發展勢頭。看好體育產業，重點推薦“體育 IP+體育行銷+體育媒體”，關注道博股份、奧拓電子、華錄百納、互動娛樂、東方明珠。

風險提示：中國 A 股回檔風險導致估值下降。

有色：有色“航母”終下水，五礦、中冶戰略重組

從國務院國資委獲悉，經報國務院批准，中國冶金科工集團有限公司整體併入中國五礦集團公司，成為其全資子企業。中國冶金科工集團有限公司不再作為國資委直接監管企業。投資點在於央企巨頭合作的協同效應：建議關注株冶集團（市場對同業競爭背景下的轉型預期強），金瑞科技（小市值）。

風險提示：重組不達預期。

鋼鐵：中冶整體併入五礦拉開鋼鐵央企整合大幕

國資委下共有 9 家與鋼鐵相關央企，5 家服務類 4 家生產類數量太多。鋼鐵行業積重難返須大刀闊斧。服務性以規模及協同為主，生產性以區域劃分減少競爭為主。中國冶金科工集團整體併入中國五礦集團成為其全資子企業將顯著提升其服務類規模效應及協同效應，同時拉開鋼鐵央企整合大幕，利好五礦發展及中國中冶。生產類鋼企情況複雜得多，但央企整合是行業整合的第一步。

風險提示。行業可能連續虧損很多年，鋼價進一步下跌。

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。