

2016年01月11日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

匯率貶值加速，寬鬆左右為難。

1. 全球開局不佳。新年伊始，全球股市遭遇多年來的最差開局、普遍暴跌，而油價也跌至 12 年低點，大宗商品普遍回落，唯有黃金出現明顯上漲。
2. 匯率貶值加速。上周 A 股再次向全球市場證明了自己的影響力，連續暴跌熔断，直接導致了熔断機制的暫停。A 股下跌背後有諸多可能導火索，諸如大非解禁、IPO 的開閘等等，但不可忽視的一個重要原因就是匯率貶值，上周在岸、離岸人民幣匯率均貶至新低。美國 12 月就業資料強勁，央行公佈 12 月外匯儲備創紀錄地下降了 1079 億美元，且 1 月以來外匯市場美元交易量飆升，均顯示匯率貶值壓力仍大。
3. 寬鬆左右為難。新年調研第一站，習李均強調去產能，顯示供給側改革的決心。人民日報發表文章“七問供給側改革”，權威人士用“讓僵屍企業入土為安”來表達去產能決心。與此同時，寬鬆貨幣政策已經兩月缺席，原因或在於貨幣寬鬆屬於典型的刺激需求，而非政府大力提倡的供給側改革。但 12 月國內工業通縮依然嚴重，加之資金持續流出，仍需央行寬鬆貨幣保駕護航。我們認為 16 年需降低對寬鬆貨幣政策的預期，未來降息概率不大，但降准仍可期待。
4. 非農數據亮眼，油價已無底線。12 月非農就業強勁。美國 12 月非農就業人口增長 29.2 萬，失業率持穩於 5%，遠超預期。平均小時工資同比增 2.5%，2016 年最重要的進展是工資增速邁向 3%。市場的關注點開始從新增就業人數轉移至了薪資增速上，如果工資增速上升，美聯儲加息步伐可能加快。油價已經沒有底線。新年伊始，沙特宣佈與伊朗斷交引發中東政局動盪，4 日油價短暫上漲 3%後，隔日繼續下行，之後更是大跌創新低，跌至 2003 年 12 月以來最低水準的 32 美元/桶。由此可見，沙伊“分手事件”並非一次理想的翻身機會，如果說美元是從金融屬性來壓低其價格，那麼，供需失衡則是從商品屬性來制約著反彈。雙重壓力下，期待後市能持續上漲不太現實。

堅守陣地

16年開年第一周股市大跌，1月4日和7日兩天4次熔斷、提前收市，A股再次創造歷史。隨著股市下跌，市場情緒變得悲觀，我們認為多空對壘角度，利空因素在消退中，而年初流動性寬鬆、政策亮點不斷的特徵不變，市場在急跌後有望步入修復上漲期，此時不易減倉，堅守陣地。

熔斷機制暫停，市場從岔路回歸正途。①1月4日市場大跌源于投資者擔憂1月8日大股東減持及人民幣貶值，1月7日市場大跌主要源於人民幣貶值加劇。下跌有原因，不過市場下跌方式和姿勢很凌亂。②熔斷機制加劇市場恐慌。從熔斷前的個股表現看，4日在觸發5%的熔斷閾值前，個股還存在一定分化，但7日觸發5%的熔斷前所有個股基本是一致性普跌。

可見在之前的學習效應下，為避免熔斷後陷入無法賣出的流動性危機，投資者恐慌情緒加劇助推市場下跌步伐。③熔斷暫停、大股東減持受限，從岔路回歸正途。1月7日晚證監會正式發佈通知，決定1月8日起暫停實施A股指數熔斷制度。隨著熔斷機制的暫停，市場有望回歸常態交易。

匯率與股指並非因果關係，情況漸變。①匯率和股市直接的關係不穩定，因為這二者都是因變數，引數是貨幣流動性、經濟增長。貨幣寬鬆、經濟增長穩定時，匯率貶值可稱為主動貶值，此時股市上漲。經濟受困、基本面惡化時，匯率貶值可稱為被動貶值，此時股市下跌；②人民幣貶值從14年初正式開啟，貶值的背景貨幣政策不斷寬鬆，尤其是14年11月開始不斷降息，而貨幣寬鬆及其他政策對沖了經濟增長下行壓力，因此十年期國債利率從4.6%不斷下降到2.8%。所以，整體上，匯率貶值的過程中，股市是上漲的。③怎麼解釋811匯率貶值後A股暴跌？背後的核心紐帶是全球金融風險。美聯儲如不斷加息可能引爆新興國家債務危機，類似10、11年歐債危機，屆時全球風險資產受衝擊，關注3月中美聯儲議息會議。

應對策略：堅守陣地。①利空消退中，情況望漸變，堅守陣地。從多空對壘角度，利空因素在消退中，而年初流動性寬鬆、政策亮點不斷的特徵不變，市場在急跌後有望步入修復上漲期。操作上，此時不易減倉，堅守陣地。下一步值得警惕的時間窗口期是3月兩會後，屆時美聯儲加息、去產能去杠杆、註冊制等各類不利影響可能集中出現。②供給側改革將激發服類潛在需求釋放，傳媒、體育、醫療、教育等領域已在悄然推進。此外，不要遺忘資訊技術相關的大資料、雲計算等，智慧製造相關的機器人、智慧汽車等，都是中期轉型的方向。改革方面關注軍工，隨著國企改革、事業單位改革、軍隊改革不斷兌現，16年資產注入有望密集落地。

風險提示：系統性風險，美聯儲加息。

大市導航

石油化工：油價下跌，石化公司盈利有望逆勢增長

2015 年 12 月，由於原油價格環比下跌 14.9%，國內成品油價格兩次累計應下調 270 元/噸，但為了進一步完善國內成品油定價機制，12 月國內成品油價格並未下調，由此將為煉油業務帶來利潤增厚。

在 1Q15 和 3Q15，當季原油價格回落、成品油價格正常調整，中石化單季度實現淨利潤 15 億元左右，我們估計如果第四季度成品油價格正常調整，公司在 4Q15 的淨利潤水準也在 15 億元左右。4Q15，國際原油均價 43 美元/桶，我們以 4Q15 為參照，來分析 1Q16 中石化盈利變化趨勢。

情形一：油價繼續下跌，從年初 36 美元/桶，下跌至 28 美元/桶，季度原油均價 32 美元/桶。由於原油均價回落，中石化原油開採業務在 1Q16 虧損將增加 63.98 億元。但在成品油價格仍不調整的情況下，第一季度煉油盈利有望增加 163.12 億元。公司單季度稅後淨利潤將增加 74.35 億元。

情形二：油價穩定，季度油價保持在 36 美元/桶。原油開採業務虧損將增加 40.72 億元，煉油業務盈利有望增加 84.70 億元。公司單季度稅後淨利潤將增加 32.99 億元。

情形三：油價反彈，假定 1Q16，原油價格從年初 36 美元/桶，反彈至 46 美元/桶，第一季度原油均價 41 美元/桶。上游開採業務虧損將擴大 11.63 億元，單季度一半時間成品油價格不調整，此後恢復正常，煉油業務有望獲得超過正常水準的盈利，即 42.35 億元。公司單季度稅後淨利潤將增加 23.04 億元。

由於國際原油價格下跌，但國內成品油調價暫緩，煉化公司業績有望增加。我們分析了不同油價波動情形下中國石化、中國石油、上海石化的業績變化，中國石化業績表現最好、上海石化次之。建議關注中國石化：油價下降，1Q16 業績有望環比提升；目前 PB 估值僅 0.9 倍；上海石化：油價波動，業績彈性大。

風險提示。油價大幅波動、成品油定價機制變動等。

交通運輸：航空股春運行情值得期待

1.航空需求分析：我們對 2016 年 1 月 2 日至 1 月 8 日的航空資料進行跟蹤。行業整體、國內、國際航線旅客總周轉量（RPK）同比增長 16.6%、10.2%、36.8%，增速分別比前一周下降 3.3、下降 5.8 和上升 2.5 個百分點。上周國內線的增速與上上周相比有所下降，主要是元旦假期過後客流回落所致。而國際線在經歷上周聖誕元旦“雙旦”的節日效應作用後，依然保持高增速，維持了近三周 35%以上的高增長趨勢。

2.航空供需分析：行業整體、國內、國際的 ASK 與去年同期相比分別增長 17.5%、8.6%、47.5%，增速環比下降 4.1、下降 5.3 和下降 0.6 個百分點。上周行業、國內、國際客座率同比分別下降 0.6、上升 1.1 和下降 5.8 個百分點，分別達到 76.8%、78.2%和 74.3%。上周元旦假期過後隨著出行需求的回落，航空公司也降低了對於國內線的運力投放，與此同時國際線的運力投放並沒有受到大的影響，增速僅略微有所下滑。

3.航空效益分析：行業整體、國內和國際航線剔除燃油影響的客公里收益同比分別上升 2.1%、7.4% 和下降 9.5%（前一周為分別上升 2.6%、7.7%和下降 9.9%）。上周行業整體、國內、國際航線總客票收入分別同比上升 14.4%、上升 12.7%和上升 22.6%。

總結：上周國內線增速回落至節前水準，國際線高增長常態化特徵依舊，訂座顯示，未來 7 天至 3 周行業訂座率高於去年同期 4-5 個百分點左右。由於去年春節時間較晚，因此目前短期運營資料抬升較快得益於基數因素。但鑒於去年以來供給增速很快，整體運營能保持穩中有升已屬不易，我們仍看好春運期間行業供需差有望進一步明顯拉大。而目前板塊整體估值和股價均較低，累計漲幅偏小，現階段低價藍籌股接力中小創趨勢並未結束，預計在匯兌貶值幅度收窄、市場預期漸漸一致後，航空股能賺取“風格輪動+旺季主營預期差增強”的超額收益。

風險提示：匯率風險，系統性風險。

有色金屬：1 季度金價大概率反彈

展望 1 季度，短期內利空已然出盡，疊加金價目前已處於成本線附近，再向下空間已經不大。

利多一：地緣政治及人民幣貶值推動黃金避險功能凸顯。利多二：1 季度美國經濟環比回落概率較大。利多三：加息利空有限，本輪加息週期較短力度較小。利多四：未來供給端收縮可期支撐金價。利多五：美元或現階段性頂部，支撐金價反彈。

利空：油價疲軟將是拖累金價的重要因素。1 季度大概率有反彈機會：我們認為 1 季度金價應保持在 1050-1200 美元/盎司區間內運行，且至 3 月初美聯儲議息之前金價都有望保持上行趨勢，之後或將受美聯儲再次啟動加息回落。

A 股投資：推薦山東黃金：資源稟賦強，國企改革預期強。剛泰控股：“互聯網+珠寶”和“互聯網+金融”戰略初步成型。金一文化：成立兩大基金整合產業，全產業鏈龍頭雛形初現。建議關注彈性較大西部黃金，業績明年有望回暖。

風險提示：黃金價格反彈不及預期。

鋼鐵：鋼鐵指數 8 日大漲 7.3%點評——可持續性不強

1 月 8 日鋼鐵指數（萬得 882417）大漲 7.3%，領先上證 5.3 個點，領先深成 6.1%個點。

鋼鐵大漲的原因是短期基本面有改善、去產能造勢升級、基金調倉。基本面上看，鋼價經過前期大跌後最近有所反彈，使得鋼企有所減虧，但離盈虧平衡還比較遠。但來自去產能的消息比較集中且層次較高，4 日人民日報發表《七問供給側結構性改革（權威訪談）》、4 日 5 日總理考察太鋼集團西山煤電考察是說“把去產能促升級作為緊迫任務”等。在這些利好的作用下，使得鋼鐵表現較強。

鋼鐵行業可持續性不強。鋼鐵產能過剩嚴重，淘汰任重道遠。看 3 年，至少還需要淘汰掉 1.5 億噸左右才能使得行業景氣恢復，看十年估計需要淘汰掉 4 億噸左右，未來十年會出現邊淘汰邊過剩的情況，這已經是發達國家走過的經驗。目前噸鋼負債 4000 億元，一旦淘汰資產基本清零，淘汰成本巨大，需要政府給予強力的政策和執行力度。過去五年，每年春節過後鋼價立即下跌，主因是處於經濟下行的階段，需求不好並低於預期，我們認為這次也不例外，特別是最近鋼價剛剛反彈一波。2016 年鋼材需求會比去年下降 6 個百分點，盈利也會明顯更差，而淘汰又緩不濟急，因此我們謹慎地認為這次鋼鐵行情的可持續性不強。

風險提示。鋼鐵明年繼續巨虧。

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。