

2016年01月13日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

宏觀：人民幣突圍之戰。

1. 貶值原因各有千秋。歐元區、日本、英國等發達地區貨幣市場化、國際化程度高，主要受貨幣供求影響，因經濟復蘇慢於美國、且仍在“放水”而貶值。新興匯率還受央行干預能力影響，外匯儲備是重要指標，中國、俄羅斯等國的外匯儲備和匯率走勢正相關。經常項目、資本與金融項目、外匯儲備往往相互作用，惡性循環，甚至爆發危機，俄羅斯、巴西等國的遭遇即是典型。
2. 貶值助於國際收支正常化。貶值是匯率向市場均衡回歸的過程，緩解貿易壓力。巴西、印度等貨幣貶值後，貿易壓力均有所緩解，且貶值也可提高出口企業的本幣收入和利潤。但在全球經濟不景氣、各國貨幣都貶值的情況下，貶值對一國出口的改善作用相對有限。從資料上看，各國貨幣貶值後出口增速仍在下滑，且貶值前後各國出口占世界的份額也沒有太大變化。

貶值到位緩解資本流出。俄羅斯盧布貶值以後，金融市場出現大反轉，15年以來盧布貶值幅度僅6%，遠低於其它新興經濟體；14年4季度俄羅斯流出834億美元，而15年1季度降至578億美元，2季度繼續降至118億美元；俄羅斯股市2015年全球表現最佳。

3. 但貶值伴隨物價波動，央行面臨挑戰。新興經濟體貨幣貶值較為劇烈，容易導致物價水準快速上漲。巴西雷亞爾貶值後，CPI同比也自6.3%升至11.3%。俄羅斯盧布急貶40%後，CPI同比由8.3%攀升至16.7%。嚴重的通貨膨脹成為央行被迫加息的一個重要原因，巴西和俄羅斯都一度大幅上調利率。為了維持高利率環境，央行不得不控制貨幣投放速度，難以實施貨幣寬鬆。對於經濟增速下臺階的新興國家來說，貨幣被動緊縮加大經濟壓力。
4. 匯率成功企穩，市場回歸正常。如果匯率在新的均衡水準企穩，則通脹回落，利率相應下降。13年中盧比大幅貶值時期，央行加息應對通脹，印度國債收益率驟升，1年期國債利率接近10%，和10年期國債利率倒掛。14年以來，盧比貶值速度減緩，CPI同比也大幅下滑，政策利率也由8%降至6.75%。匯率和利率的企穩，結束了印度債券市場的動盪。
5. 央行突圍戰：外儲和匯率的選擇。市場匯率走勢受央行態度影響。一方面近期人民幣貶值速度加快，而本週一離岸人民幣大幅升值，顯示央行或再次出手干預匯率。說明央行有意釋放貶值壓力，但又不希望貶值速度過快引發動盪。然而干預消耗外匯儲備。2016年勢必將是央行異常“糾結”的一年，資本專案甚至經常專案管制的加強或是折中之法，為贏得突圍戰贏得時間。

6. 貶值釋放風險，並非世界末日。首先，我們觀察到諸多新興市場貶值引發通脹，導致了央行的被動緊縮。但中國是全產業鏈國家，加之產能過剩，應無需擔心通脹及央行緊縮。其次，雖然貶值會引發巨大動盪，但在貶值到位以後往往醞釀著轉機，包括俄羅斯這樣嚴重依賴油價、負增長的經濟體。這也意味著未來我們需要睜大眼睛，耐心觀察和等待匯率企穩的信號以及風險釋放以後的機會。

大市導航

石油化工：PTA 利潤底部漸近

PTA 利潤底部漸近，關注相關上市公司。昨日國內期貨品種 PTA 出現了大幅下跌，盤中幾乎跌停，其原因主要在於 PTA 行業開工率近期首次超過聚酯開工率，動態供應嚴重過剩，而同時石腦油和 PX 又有較原油走弱跡象，成本支撐塌陷，因此 PTA 出現了大幅下跌。但是，我們認為這並不是市場恐慌的表現，期現價差、PTA 動態利潤、PX-石腦油價差仍在振盪區間內，目前價格仍屬合理，而同時行情本質上也未脫離振盪市的走法。我們認為，PX-石腦油、石腦油-原油價差未必能夠快速縮窄，以 15 年經驗看，此價差可能相對較為穩定，而期貨 PTA 動態利潤目前已經偏低，料短期存一定反彈可能。

對於國內有 PTA 產能的上市公司而言，包括榮盛石化、恒逸石化、桐昆集團等，由於價格戰已經進行了一年以上，PTA 老舊產能已經在不斷退出市場，這些公司面臨的確是黎明前的黑暗，一旦再有較大的 PTA 工廠破產，他們的利潤就能有實質性好轉。可以關注恒逸石化的做多機會。

風險提示：原材料價格波動，下游需求不景氣風險。

券商：證券行業 12 月月報：環比業績+19%

12 月母公司口徑淨利潤環比大增 19%。截至 2016 年 1 月 12 日，23 家上市券商均公佈 12 月份業績。23 家券商實現母公司口徑營業收入 361.46 億元，同比增長 23%，環比增長 44%；母公司口徑淨利潤實現 118.46 億元，同比微降 7%，環比大增 19%。考慮到 12 月交易量、兩融規模均環比大幅度萎縮，我們認為 12 月業績環比大增或由於：1) 股債承銷規模大增，投行收入環比增長；2) 部分券商自營業務浮盈；3) 年末結息等因素。12 月利潤率為 33%，環比下滑 8pct，同比下滑 4pct。

1-12 月上市券商業績同比增長 139%。1-12 月 23 家上市券商實現母公司口徑營業收入 3753.42 億元，同比增長 121%，實現母公司口徑淨利潤 1568.83 億元，同比增長 139%。

12 月經營環境：交易量環比下滑 25%，股債承銷大增。日均股基交易額為 8337 億元，環比大幅下滑 25%，同比增長 1%，市場交易量萎縮；2015 年累計大盤日均交易額為 10891 億元，同比增長

245%。12月完成IPO項目29家，募集資金107億元，定增募集資金2398億元，較上月大幅增長41%。債券承銷方面，公司債承銷規模繼續保持高位，企業債及公司債合計承銷2526億元，環比升23%，同比升710%。12月滬深300本月上漲4.62%，上月漲0.91%，14年同期漲25.81%；中債總全價值數漲1.57%，上月跌0.13%，14年同期跌0.64%。截至12月31日，兩融餘額11743億元，同比增長14%。

股票質押業務規模平穩增長。

投資策略：

(1) 券商2015年收官戰以業績環比大增19%收尾：我們認為12月業績環比大增，主要是由於一方面交易量、兩融環比均大幅下滑，另一方面由於年末為費用計提期，月度業績可能會反映該項費用。我們認為券商短期內缺乏強有力催化劑，且金融反腐可能會繼續，因此短期內較難取得超額收益。

(2) 預計2016年券商業績同比小幅下滑20-30%，市場已充分預期：考慮到2016年業績同比基數非常高，我們認為2016年券商業績同比增長的可能性並不大，我們預計2016年券商業績將小幅下滑20-30%，主要體現在經紀傭金率仍處於下滑通道，日均股基交易額維持萬億高位的可能性不大；自營不確定性大，趨勢性牛市概率較低。即便如此，券商業績仍處於歷史較高水準，考慮到目前估值仍在歷史底部，安全邊際相當高，且市場對2016年券商業績下滑已有充分預期，看好券商中長期的投資機會。

(3) 從中長期來看，仍看好行業轉型：隨著市場負面因素的消化，證券行業創新有望恢復。此外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2016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。

推薦廣發證券（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）、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：資本市場大幅下跌帶來業績和估值的雙重壓力。

金融：非銀觀點：更看好保險，關注不良資產管理行業

目前行業推薦排序：多元金融>保險>券商。1) 券商：預計2016年券商業績同比小幅下滑20-30%，主要體現在經紀傭金率仍處於下滑通道，日均股基交易額維持萬億高位的可能性不大；自營不確定性大，趨勢性牛市概率較低。券商行業短期缺乏股價向上的催化劑，但仍看好中長期投資機會。2) 保險：2016年仍為行業景氣高點。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。壽險 2016“開門紅”已經開始，一季度個險新單保費有望大幅增長。估值具有安全邊際，向上修復空間巨大，給予“增持”評級，首推平安保險和新華保險。

多元金融領域，看好創投和不良資產管理。1) 創投：未來隨著註冊制的實施，創投企業實現投資收益加速，顯著受益。關注九鼎投資。2) 不良資產管理：經濟下行期間，銀行和非銀行金融不良資產均迅速增加，業務空間巨大。但仍需關注經濟下行風險和資產定價風險。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

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。