

2016年01月18日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

窮則思變

1. 寬鬆貨幣生變！從全球來看，美聯儲於 15 年 12 月啟動加息，標誌著持續了 8 年的全球寬鬆週期的終結。而從國內來看，央行自 15 年 11 月以來已經連續兩月未再降准降息，標誌著國內寬鬆預期生變。而此前全球金融市場一片欣欣向榮，其實主要賺得是央行放水的錢，所以一旦央行不再放水，大家就很難賺錢、甚至容易虧錢！
2. 經濟也會變差！但如果沒有寬鬆貨幣保駕護航，會使得本就脆弱的全球經濟雪上加霜。股市大跌意味著財富大幅縮水，肯定會對消費有不利影響，美國 12 月零售資料已經出現下降，甚至不排除會對就業產生影響。從國內來看，12 月鋼鐵煤炭、水泥化工等多個行業均現下滑，經濟再次走弱幾成定局。而油價跌破歷史新低，則是對全球經濟悲觀前景的反應。
3. 會不會變轉機？古希臘哲學家有一句名言，世界上唯一不變的就是變。金融和實體唇齒相依，股市的大跌給全球經濟蒙上陰影，也必然會對央行的貨幣政策產生影響。上周美國 10 年期國債利率大幅下降至 2% 的低位，期貨市場隱含的 16 年加息次數已經下降至不到兩次，而且下一次加息的時點也從 4 月大幅延後到了 6 月。如果美國上半年都不再加息，那麼全球金融市場或會迎來難得的喘息視窗。
4. 對中國而言，匯率貶值推倒了多米諾骨牌，只有美國延後加息，人民幣匯率才有階段性企穩的可能，央行儲備的貨幣政策彈藥才有短期釋放的空間。但從長期來看，我們並不懷疑美聯儲利率正常化的意願、和中國政府改革供給側的決心，因此指望美聯儲再來一輪 QE4、或者中國央行再度大水漫灌並不現實。

2016 政策走向仍將對市場產生重大影響

週末尚鋼在證監會的總結會上全面反思股市異常波動，萬字發言中透露的政策走向，尤其是註冊制以及創新業務的發展思路，對 2016 年市場穩定發展將產生積極作用。儘管市場信心再度受到打擊，但系統性風險已被市場逐漸消化，為此，風物長宜放眼量，機構佈局全年的時機逐漸到來。

尚鋼在發言中指出，股市過快上漲是多種因素綜合作用的結果，既有市場估值修復的內在要求，也有改革紅利預期、流動性充裕、居民資產配額調整等合理因素，還有杠杆資金、程式化交易、輿論集中唱多等造成市場過熱的非理性因素。

尚鋼在對市場異常波動的反思中提到，這次股市異常波動充分反映了我國股市不成熟，不成熟的交易者、不完備的交易制度、不完善的市場體系、不適應的監管制度等，也充分暴露了證監會監管有漏洞、監管不適應、監管不得力等問題，必須深刻汲取教訓。

針對 2016 年監管政策，尚鋼重點指出了幾方面，一是註冊制改革循序漸進，不會造成新股大規模擴容。二是啟動深港通，推動 A 股納入國際知名指數。三是發展資本市場要遏制過度投機，決不能脫實向虛。四是股災期間系統內幹部壓力大，離職情況多發。五是加強對舉牌、私募掛牌新三板等監管。六是強化期貨市場交易管理：規範發展股指期貨市場交易，合理控制交易持倉比例和期現成交比例，有效抑制過度投機。

尚鋼萬字發言中透露的監管政策走向，尤其是關於註冊制以及對創新業務的發展思路，對 2016 年市場穩定發展將產生積極作用。

截至上周，今年 10 個交易日，7 個交易日下跌，3 次千股跌停，3000 點大關擊穿，去年漲幅居前的電腦、通信、傳媒板塊跌幅居前，均超過 26%，而煤炭、銀行與鋼鐵等傳統金融行業跌幅最小，市場信心再度受到打擊，儘管前期低點 2850 被擊穿的可能性加大，但經濟下行，轉型困難，人民幣貶值，註冊制提速等利空已逐漸被市場消化，市場進入階段性的底部區域，為此，風物長宜放眼量，機構佈局全年的時機逐漸到來。

風險提示：政策推進不及預期。

大市導航

有色金屬：為什麼我們看好金屬實物投資

多年價格疲弱導致供需弱平衡，一旦供給增速下降轉變成絕對值下降，邊際改變的力量可想而知，而強有力的促發因數是國內供給端改革。為什麼說了幾十年話題此次共鳴不斷，核心點在於生存艱巨，環境臨界值，經濟倒逼。因此短期考慮系統性風險進行倉位控制，而全年的配路重頭少不了週期股，底部不配踏空風險很大。品種選擇上是鎳、鋁、鋅以及逆週期的鋰。

風險提示：中國 A 股回檔風險導致估值下降。

醫藥與健康護理：弱市中尋找優質管理層及確定高成長

上周市場再度震盪下行，藍籌白馬股估值持續調整，同時受到資金面博弈的影響，高彈性主題性股票在下探過程中成為資金焦點，精準醫療等領域仍存在反復活躍的可能性；白馬公司方面，愛爾眼科等業績成長確定性高，並代表未來發展趨勢的攻守兼備的標的成為市場資金抱團的聚焦點。

行業層面來看，板塊估值高企和行業增速下滑的矛盾將貫穿 2016 年全年，新時代與新經濟是未來成長股的主線。而在市場情緒不明朗的情況下估值安全邊際較高、業績有確定性成長的標的值得下一階段配股重點。我們認為接下來的投資機會

主要包括四個方面：

- 1) 技術創新，包括創新藥、製劑出口、精準醫療等；
- 2) 泛醫療服務產業的確定成長的投資機會；
- 3) 國企改革的相關催化，如目前估值具備較強安全邊際、短期存在較明顯催化劑的國藥系等。

市場下跌，正是尋找金子的良機。管理層質地在 2016 年的選股中非常重要。本周此價位我們重點推薦：愛爾眼科、信邦製藥、我武生物、恒瑞醫藥、長春高新，迪安診斷、泰格醫藥等優質公司在下跌中逐步迎來投資機會，建議投資者保持密切關注。

風險提示。政策多變期，板塊估值波動和內部分化仍將繼續；市場風格轉換的可能風險。

石油化工：油價接近底部，期待反彈，關注油價反彈投資機會

油價反彈的有利因素：（1）美國鑽機數量減少超過 50%，上游企業投資下降及裁員，減少的產能恢復需要相當長的時間。（2）長期低油價下產油國難以為繼，最先退出的產油國可能是拉美國家。（3）2016 年中期油公司套期保值結束，可能出現大規模重組和洗牌。

油價反彈的不利因素：（1）低油價下 OPEC 成員國矛盾加大，都不會減產，甚至有擴產趨勢。（2）伊朗被制裁多年，國家發展需要資金。雖然其產能可能不會馬上投放，但浮動儲備可能快速釋放，帶來供給增加。（3）巴黎峰會達成的 CO2 濃度上限目標如果要實現，全球原油消費量將下降。（4）可替代能源技術的發展對原油價格的反彈施加了較大的阻力。

油價接近底部，但可能在底部持續比較長的時間，難以出現 V 型反轉。期待未來原油供給端出現積極變化，期待油價向上。

如果油價反彈，可以關注三類公司的投資機會：（1）純油氣開採公司，包括新潮實業、洲際油氣等；（2）業績彈性大的化工公司，如上海石化、恒逸石化、齊翔騰達等；（3）油服公司，如中海油服、吉艾科技、通源石油、恒泰艾普等。

風險提示：油價持續低位維持。

重慶啤酒（600132）：揮出組合拳專注提升盈利能力

公司輕裝減負，提升長期盈利能力。重慶啤酒分別於 2015 年 11 月和 2016 年 1 月宣佈關閉旗下永川分公司和黔江分公司，兩地區市場需求由附近工廠供應。加之此前停止啤酒生產業務的九華山分公司，這已是停產的第三家分公司。分公司的關閉解決了公司在地區生產佈局上覆蓋範圍重疊、生產供應冗餘的問題，並且提高了公司的產能利用率，也解決了老化設備運營成本高而生產效率低的問題。短期內由於要支付員工安謐費用和計提相關減值準備，對報表或將有一定程度的影響，但中長期來看，將有效提升公司的盈利能力。

母公司大裁員，映射全球策略轉變。嘉士伯在發佈巨虧的第三季度報告後，宣佈進行裁員計畫。因其俄羅斯與中國市場不景氣，為降低成本，嘉士伯預計將裁員 2000 人。雖然裁員未涉及重慶啤酒，但是凸顯了嘉士伯對於未來全球戰略方向的重大轉變。從通過全球擴張的方式來對抗百威米勒，轉變為深耕主要市場，通過成本節約的方式提升淨利率。巨虧的嘉士伯隨後在業績說明會上表示，無意出手華潤雪花啤酒股權，並表示其在華業務也將從全國佈局相應調整為深耕西部市場。

重慶啤酒未來勢必將專注於公司品牌力和淨利率的提升。

核心品牌授權，利好產品升級。15 年 12 月，嘉士伯授權許可重慶啤酒繼續使用嘉士伯(Carlsberg)及樂堡(Tuborg)商標，同時將凱旋 1664 白啤酒（Kronenbourg 1664 Blanc）及怡樂仙地（Jolly Shandy）商標授權許可公司使用。上述四個品牌商標均為嘉士伯的優質品牌資產。公司在中國西部的市場佔有率為 55%，排名第一，擁有“西部啤酒王”的稱號。重慶啤酒 2015 年在重慶的市場佔有率約為 85%，具有較大的本地市場優勢。局部市場的高市占率加上公司國際知名的優質啤酒品牌，我們預計公司的噸酒價有望繼續快速提升。

重慶啤酒先行一步，應對行業產能過剩。根據國家統計局的統計，我國啤酒行業產量已經連續 14 個月同比下滑。應對行業產能過剩，重慶啤酒先行一步做出了重大改變。本次分支機構生產調整是重慶啤酒在行業不景氣的大背景下做出的決策，也側面印證我們之前關於啤酒行業格局變化的猜想，行業跑馬圈地似的兼併將趨緩，企業將轉向產品升級與利潤率的提升。我們預計整個啤酒行業未來都將從“瘋狂”兼併走向深耕市場，從而大幅降低費用率，中長期看啤酒公司的淨利率有望得到大幅提升。

盈利預測與投資建議。預計公司 15-17EPS 分別為 0.20 元、0.35 元、0.44 元。因公司 2015 年資產減值損失較高，造成 16 年業績增幅較快。可比公司 2016 年平均 PE41X，綜合考慮到我們以上提出的幾項關鍵性因素，給予 2016 年 PE50X，目標價 17.50 元，給予“增持”評級。

主要不確定因素。人力及原材料成本上升、重慶地區市場競爭加劇。

青島海爾（600690）：收購 GE 家電資產，奠定全球白電霸主地位

公司 15 日發佈公告，公司於 2016 年 1 月 14 日（美國東部時間）與通用電氣簽署了《股權與資產購買協議》，擬通過現金方式購買通用電氣及其子公司所持有的家電業務資產，交易金額為 54 億美元。本次交易方案已經董事會審議通過，尚需股東大會、中國政府審批及境外反壟斷審核通過。

收購 GE 家電業務資產有利於快速切入北美、拉美市場，完善全球化戰略佈局。此次收購對象 GE 為全球知名的百年企業，是美國第二大被用戶認可的家電品牌，公司藉此得以快速切入北美、拉美市場，尤其是獲得寶貴的美國銷售管道資源、零售商關係和配送能力（通用家電在全美共擁有 8 個分銷中心，可覆蓋全美 85% 的郵政區域，並約有 90% 的配送服務可在一天內遞送至 140 個區域性貨運中心，為客戶提供 24 小時緊急訂購服務和 48 小時普通訂購服務），一舉成為美國份額前三的家電企業。

GE 家電業務具有穩定的增長前景，交易價格合理，預計將增厚業績，提升盈利水準。標的資產截至 2015 年 9 月 30 日的帳面淨資產為 18.92 億美元，1-9 月實現營業收入 46.58 億美元（其中約 90% 來自於美國市場），EBIT 2.23 億美元，54 億美元收購價格對應 24.22 倍 EBIT。雖然公司的報價較此前伊萊克斯 2014 年 9 月的出價 33 億美元高出 21 億美元，但標的公司 EBITA 值同比當時增長了 47%。另外，若扣除某些特定預期收益，此次收購的 P/EBIT 為 8.2 倍，與市場上可比公司估值水準相當。

雖然此項交易會產生一定的利息費用，但從目前 GE 家電業務的盈利情況看，預計財務費用的提升小於 GE 家電盈利的貢獻，預計將增厚合併當期 EPS。從中長期看，美國家電市場格局相對穩定，GE 家電業務具有穩固的市場地位及穩定的增長前景；同時，公司可憑藉 GE 家電在美國的銷售管道擴大其在美國家電市場的銷售份額，亦可在海爾全球銷售網路中拓展 GE 品牌產品實現長期的可持續增長；另外，通用家電資產的注入將進一步優化公司產品結構，考慮到潛在的成本、研發方面的協同效應，盈利能力有望進一步提升。

風險提示。交易失敗風險；整合效果低於預期；經濟下行需求萎靡。

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。