

宏觀經濟

短期或釀轉機，長期風險未除

1. 央媽及時關懷，全球難得喘息！年初以來，全球股市普遍哀鴻遍野，一個很大的原因在於全球寬鬆貨幣政策的轉向，美國正式啟動加息週期，歐央行未擴大QE購債規模，而中國央行連續三月降准落空。但上周歐央行率先做出改變的姿態，日本央行表態“認真考慮”其他貨幣寬鬆舉措，美國加息預期也顯著延後，中國央行上周投放1.5萬億巨額資金馳援市場，均意味著央行態度短期生變，全球金融市場也迎來難得的喘息。
2. 加息預期仍在，長期風險未除。但從長期看隱憂仍在，首先美國加息預期僅是延後，而非終結，美國失業率已經接近充分就業水準，不能低估美聯儲利率正常化的決心，指望美聯儲再來一輪QE4並不現實。而歐洲經濟過去1年持續向好，因而寬鬆的延後應屬短期之舉而非常態。
3. 穩定匯率優先，貨幣寬鬆退位。上周香港聯繫匯率受到巨大衝擊，港股也再度大幅下挫，與此同時索羅斯稱“我已做空了美股和亞洲貨幣”，手法與17年前的亞洲金融危機如出一轍。隨後新華社發表強硬文章，稱央行已採取措施穩定人民幣，惡意做空者將面臨巨大損失和嚴重法律後果。如果穩匯率成為首要目標，那麼利率政策將受約束，而近期降息降准的政策一再落空，意味著寬鬆貨幣政策或面臨退位。
4. 防範風險為主，等待燦爛明天。15年中國經濟增速降至6.9%，為90年以來新低，產能過剩下投資低迷仍是主要拖累。展望未來，中國政府改革供給側的決心明確，因而需降低對降准降息等刺激需求的寬鬆貨幣政策預期。未來將經歷去產能陣痛，短期會面臨風險釋放，經濟將繼續尋底，但去產能是華山一條路，堅持下去必然會贏來燦爛明天。

反彈窗口仍開著

海外：否極泰來，風險偏好修復中。（1）1月14日到21日美元兌港幣從7.76貶值至7.82，一時間香港97年危機重現的論調再次甚囂塵上。不過從背後決定因素看，投資者擔心的香港匯率和股市下跌恰由人民幣匯率波動引起，本質上大陸決定香港而非反過來，只要香港市場不出現危機，對A股影響無需過慮。而且當前外部形勢並沒有97年那麼嚴峻，內部因素看，雖然香港經濟基本面趨弱，但股市、樓市已率先調整，而且當前香港外匯儲備充足，香港金管局近期也表示將維持聯繫匯率制度，匯率風險整體可控。（2）年初以來，原油價格呈現崩盤式下跌，並誘發全球風險資產

拋售狂潮。不過從上週四開始，釋放進一步寬鬆信號，原油價格迎來報復性反彈，歐美股市也同樣應聲上漲，有恐慌指數之稱的 VIX 指數從前期高位快速回落，反應投資者風險偏好正在不斷改善中。

國內：蛇打七寸，匯率穩則市場穩。（1）1月8日之後，隨著熔斷暫停和減持新規的出臺，匯率波動引發的風險偏好衝擊無疑是影響短期市場的關鍵，因此，穩定匯率才能穩住市場的真正要害。從近日央行組織的流動性管理座談會內容看，關於匯率預期，央行明確指出，“要保持合理均衡水準上的基本穩定”，並且在“管理流動性的時候，要高度關注人民幣匯率的穩定”。短期匯率趨穩有望提振風險偏好，對市場形成正面支撐。（2）雖然匯率穩定優先意味著央行利率政策將受約束，降准降息等強寬鬆政策將階段性退位，但對於流動性的控制來看，央行仍有多重工具來維持穩定。對於春節前季節性現金投放需求，央行將通過公開市場逆回購操作給予滿足，對於中期的流動性需求，央行打算開展 MLF、SLF、PSL 操作來提供 6000-8000 億元的資金支援。而且 6 個月 SHIBOR 和 10 年國債收益率近期仍在不斷下行，反應中長期利率下行趨勢未變。

應對策略：珍惜反彈窗口期。（1）自 1 月 15 日《珍惜蹲後彈行情》以來我們連續提示反彈行情，邏輯在於年初下跌的三大利空因素漸退、積極信號漸現。上周市場雖有波折，但上證綜指、中小板指、創業板指全周仍上漲 0.54%、1.04%、1.74%，印證我們此前判斷。而且 1 月來各指數已接近歷史最大月跌幅，當前風險收益比上升，反彈視窗仍開著，風格上偏中小創。

行業方面看好新興消費領域的傳媒、體育、醫療、教育，資訊技術領域的大資料、雲計算，智慧製造領域的機器人、智慧汽車等。主題關注迪士尼和軍工。（2）中期角度看，未來市場仍需關注 3 月美聯儲加息、國內去產能去杠杆帶來的風險。

全年市場前難後易，上半年多波折，策略上學習鱷魚撲食，機會是等出來的，機會到來時要堅決抓住，當下就是一次反彈機會。

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。

2850 跌破後市場何去何從？

上周滬指擊穿股災低點 2850 點，儘管兩度觸及 2850 附近，但都沒有砸下去。三大期指相比現貨跌幅趨窄，遠期合約跌幅更小，一定程度上說明做空動能大幅減弱，引發部分抄底資金進場，2850 點可初步看成是一個階段性低點，但從技術上看，市場沒有擺脫下降通道，究竟這是下跌途中的反抽，還是做多動能主動引發的反彈？

而低位入市的杠杆資金，再度拉響逼近強平警報，在市場擴容預期未減、匯率波動加大、週邊股市紛紛跳水背景下，香港聯繫匯率承受較大壓力，不排除國際遊資將港股作為空頭阻擊對象，從而進一步加大了對國內股市傳導的壓力。

2016 年元旦的大幅調整，本質仍是 615 股災行情的延續。近期市場跌幅擴大，各類救市資金悉數被套，場內資金總體是淨流出。此外，離春節僅剩兩周交易時間，長假效應顯現。資金入市積極性不高，而打新免交預繳款，減輕了場內資金壓力，但也難以吸引更多場外增量資金參與。

我們認為，總體看 2016 行情是不破不立，空間是跌出來的。週五兩市成交量 4464 億，打破了週一 4725 億的低量，規律上看，上漲期間是先見天量後見天價，而下跌期間先見低價後見地量。下周觀察成交量能否有效放大，是檢驗反彈還是反抽的關鍵。

冰凍山尺，非一日之寒。左側交易可以關注抄底機會，右側交易還需等待。目前看 30 分鐘線築底，而日線企穩並不明顯。2850 下方進入底部區域，但市場熱點散亂，缺乏持續性，2844 未必是調整浪的最低點，建議輕倉博弈節前行情。

風險提示：系統性風險，交易量萎縮風險。

港幣創 07 年來新低，真的步入危機模式了麼？

核心結論：①人民幣貶值和美聯儲加息是引發近期香港匯率貶值的重要原因。對比 97 年，15 年港股、樓市已經率先調整，匯率風險可控。②回顧歷史三次危機，大國危機下全球風險資產無一倖免，如 08 年美國次貸危機。而小國危機主要是階段性衝擊，不改變市場整體趨勢，影響幅度有限，如 97 年東南亞金融危機，10 年歐債危機等。③現在大國危機重現概率較小，未來警惕新興市場潛在風險，如烏克蘭、哈薩克斯坦等。

香港 97 危機重現？沒那麼嚴重。人民幣貶值和美聯儲加息是引發近期香港匯率貶值的重要原因。聯繫匯率制度之下，美元升值引發香港貨幣政策被動緊縮，給地產、股市等資產帶來調整壓力。97 年東南亞金融危機衝擊香港時期，香港經濟基本面表現相對較好，風險主要在於當時已經存在泡沫的證券和地產市場。從 1995 年至 1997 年 7 月，香港中原城市價格指數從 53 漲至 100，恒生指數累計漲幅 120%，資產泡沫的存在使得 97 年香港成為國際投機者的攻擊對象。97 年金融危機爆發之後，恒生指數調整幅度累計 63%，反映地產價格的香港中原城市指數調整幅度超過 50%。對比當前，香港股市、樓市已經率先調整，匯率風險可控。恒生指數從 2015 年 4 月已經開始趨勢性向下調整，累計調整幅度已達 35%。

同時香港地產價格也從 2015 年 8 月份開始出現下行拐點。匯率方面，目前香港外匯儲備充足，並且外部形勢並沒有 97 年那麼嚴峻，香港金管局近期表示將維持聯繫匯率制度，匯率風險整體可控。

歷史回顧一：大國危機之下，全球風險資產無一倖免。對於 08 年次貸危機，我們在前期報告《近三次危機中資產眾相－20140303》中有過詳細分析。2000-2003 年美國低利率背景刺激了地產市場繁榮和金融杠杆，04 年之後為對抗通脹和杠杆率雙升美聯儲連續 17 次加息，地產價格 06 年 3 月

見頂回落，07 年金融機構按揭業務陸續虧損，壞賬在金融機構之間蔓延，08 年 7 月“兩房”倒閉和雷曼事件是金融危機爆發的高潮，從而引發了全球風險資產的系統性風險。

歷史回顧二：小國危機影響主要為短期衝擊。回顧東南亞金融危機，與 08 年次貸危機的不同之處在於，97 年亞洲金融危機對全球風險資產的影響主要為短期階段性衝擊，並未引發全球外匯、證券市場的長期系統性風險，主要是東南亞地區和韓國的金融市場調整幅度較大。歐債危機時期，對股市主要是階段性衝擊，如 2010 年 4 月至 2010 年 7 月，以及 2011 年 7 月至 2011 年 10 月，在這些時期全球市場出現集體調整。但整體來看，全球市場並未改變原有趨勢，大宗商品以及全球匯率市場也未出現趨勢性調整。

今年警惕新興市場國家潛在風險。從主要經濟體的情況來看，德國、日本經濟處於非常緩慢復蘇的階段，美國進入加息周期，我國在財政部信用路換計畫之下信用風險降低。未來更值得警惕是爆發局部危機的風險。外債/外匯儲備、外債/GDP 比例是衡量潛在危機大小的重要指標，未來需要警惕烏克蘭、哈薩克斯坦、澳大利亞、加拿大等國風險。

風險提示：經濟增長超預期下滑，政策效果不達預期，海外市場大幅波動。

大市導航

有色金屬：風險收益比已經在提升

目前板塊內有約 15% 公司的股價最低值已跌破 15 年股災期間最低值，約 10% 的個股 PE 值（TTM）回落至 30 倍以內（大多為加工股）。中期來看，16 年主線是供給端改革促發的邊際影響，核心邏輯是供需弱平衡狀態下的供給收縮預期引起價格上漲，首選品種是價格跌幅透徹的鎳、鋁、鋅。此外，低估值的成長股（碳酸鋰和加工股）與轉型個股將成為大盤下挫的價值窪地。

風險提示：中國 A 股回檔風險導致估值下降。

建材：供給側改革主題水泥有望跟漲，個股強推長海股份、秀強股份

主線一（轉型及預期轉型個股）：秀強股份、旗濱集團

秀強股份：傳統家電玻璃製造企業，實際控制人決心二次創業，已公告收購杭州全人教育集團有限公司，後續有望在幼教領域持續外延擴張。目前市值與教育板塊平均市值相比仍有估值優勢，強烈推薦。旗濱集團：浮法玻璃產能規模行業第 1，受益於供給側改革邏輯。已公告涉足醫療器械，後續大健康領域持續外延可期。近期剛完成員工持股計畫購買，市值訴求較強。

主線二（主題性機會）：“供給側”改革、國企改革

若煤炭鋼鐵板塊大漲，則繼續博弈水泥板塊“供給側”改革機會。無論從政策力度或是行業屬性來看，水泥去產能進程均將慢於煤炭鋼鐵，僅就“供給側”改革主題屬性，水泥板塊彈性弱於煤炭鋼鐵。目前水泥板塊機構持倉及估值均處於歷史低位，建議在煤炭鋼鐵大漲後可跟進博弈水泥板塊“供給側”改革主題。

國企改革重點關注“中材”及“中建材”央企整合預期。基於自上而下邏輯，我們判斷建材行業兩大央企中材集團及中國建材集團整合預期強烈。集團整合預期下，機會較大的是兩邊重疊業務相應整合帶來的投資機會。中材及中建材主要重疊業務在水泥、玻纖（及複材）、國際工程。建議關注寧夏建材、祁連山、中國巨石、中材科技等。

主線三（成長股）：長海股份、再升科技

長海股份：玻纖龍頭，高增長低估值，40%複合增速估值不到 20 倍，增發在即，訴求強，有望新興產業領域外延擴張。再升科技：微玻璃纖維棉龍頭企業，依靠持續的技術研發合作及資本平臺，推進以“空氣污染控制+高效節能”為導向的纖維多元化應用，增發在即；冰箱節能保溫 VIP 芯材放量可期。

風險因素：供給側改革進度不達預期等。

信威集團（600485）：再塑 McWiLL 標準到中國版“鉅星計畫”，大佈局卡位中國轉型大戰略

投資要點：

我們看好信威集團圍繞國家戰略轉型背景下，上市公司自主 McWiLL 標準配合“一帶一路”戰略輸出和國內涉及資訊安全的重點行業及軍網領域應用的空間，低軌衛星星座系統未來在國內衛星通信領域的發展地位及空間。同時，信威集團體外類似“天驕航空”的發動機大佈局等，也有望大幅拓展信威集團上市公司未來的發展邊際和市值空間。

估值分析：

我們預計信威集團 2015~2017 年收入分別為 36.93 億元（+17.00%）、51.86 億元(+40.40%)、70.01 億元（+35.00%）；歸屬上市公司股東的淨利潤分別為 20.97 億元、28.75 億元、38.35 億元，每股 EPS 分別為 0.72 元、0.98 元、1.31 元，對應 PE 分別為 30、22、16 倍。我們看好公司軍民綜合體的市場戰略佈局，參考對標公司 2016 年估值水準，給予信威集團 2016 年動態 PE 50 倍的合理估值，6 個月目標價為 48.56 元，給予“買入”評級。

支持我們建議的幾項關鍵因素：

信威集團整合國內空天領域技術、產業資源，打造中國版“鉅星計畫”，規劃通過 60 顆低軌衛星構建覆蓋全球的低軌衛星通信星座系統，各項進展順利。《國家民用空間基礎設施中長期發展規劃（2015—2025 年）》中突出衛星通信系統的建設，無論資訊化戰爭的必需，還是面向“一帶一路”戰略、遠洋運輸、中國駐外機構、本土行業專網應用及偏遠地區通信保障需求等，衛星通信均將發揮關鍵的資訊基礎設施保障作用，對標美國等市場及同類企業發展，未來空間大。

信威集團前身北京信威在 2010 年的民營化改制，推動國產自主通信標準 McWiLL 的起死回生。此後信威集團配合國家“一帶一路”戰略，穩步推動柬埔寨、俄羅斯、烏克蘭、尼加拉瓜、坦桑尼亞、尼日尼亞等海外 McWiLL 網路專案的落地，輸出國產自主標準同時、公司業務也獲得巨大提升。同時，針對資訊安全門檻較高的國內鐵路、電力、石油、公安及軍隊專網等領域持續突破，面對國內每年數百億行業專網市場，設備銷售、政企專網運營雙模式推進，2016 年有望取得顯著業務提升。

信威集團目前旗下三個業務主體：北京信威、信威亞辰、中創信測。但從信威集團及此前“烏克蘭之家”的成立、實際控制人上市公司體外業務看，未來大信威的佈局將涵蓋從自主通信標準、衛星通信到發動機等國家薄弱的尖端裝備環節；資本運作是信威集團未來發展的重要關注點。

催化劑：重大資本運作、上市公司衛星通信等重要項目取得新進展等。

主要風險因素：市場的系統性波動、重點專案進度低於預期。

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。