

2016年01月28日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

工業利潤跌幅擴大，亟需改革供給破局

15年工業企業利潤轉負，主因工業需求不足、工業品價格下滑、成本居高不下，12月利潤總額同比跌幅擴大至-4.7%。

2015年規模以上工業企業利潤總額增速-2.3%，為00年以來首次轉負，主營利潤增速-4.5%，為10年以來首次轉負。利潤增速下滑並轉負，主要緣於工業需求不足、工業品價格下滑、成本居高不下。其中12月利潤總額同比增速-4.7%，較11月跌幅擴大。

15年工業企業主營業務收入增速大幅下降至0.8%，創歷史新低。12月主營收入同比增速1.0%，低位持平。2015年規模以上工業企業主營業務收入增速0.8%，較14年回落6.2個百分點，創歷史新低。其中，12月主營收入同比增速1.0%，較11月低位持平，印證11月工業增加值增速回落至5.9%，反映需求未現改善。

12月主營活動利潤率季節性走高，但仍創11年以來同期新低。1-12月主營活動利潤率為5.76%，較11月季節性上升，但低於11年以來歷年同期水準。收入增速仍較低迷，成本依然偏高，制約利潤改善，盈利改善之路依然漫漫。

12月產成品庫存增速回落，庫銷比下滑但高於同期，庫存仍待去化。12月產成品存貨同比增速至3.3%，隨主營收入增速回落。12月庫存銷售比降至0.36，但仍創09年以來同期新高。而產成品存貨周轉天數14.2天也高於去年同期，均反映庫存仍待去化。

12月分行業利潤累計增速漲少跌多，上游普遍下滑。下游行業中汽車利潤增速繼續上升，食品、酒茶飲料、服裝、醫療利潤增速均下滑；中游行業中通用設備、專用設備利潤增速均回升，電氣機械、電力熱力利潤增速回落，電腦通信電子利潤增速繼續下滑；上游行業中煤炭開採、化學原料、化纖、有色金屬、非金屬礦物製品利潤增速均繼續下滑。

採礦和原材料行業利潤下降明顯，是主要拖累。值得注意的是，2015年，石油和天然氣開採（跌幅74.5%）、黑色金屬冶煉和壓延加工（跌幅67.9%）、煤炭開採和洗選（跌幅65%）、非金屬礦物製品（跌幅9.0%）、黑色金屬礦采選（跌幅43.9%）等五個行業合計減少利潤4991.2億元，而全部規模以上工業企業利潤僅減少1473.2億元。

改革供給破局。15 年社融成本已較 14 年大幅下行，但工業企業利潤仍在惡化。核心問題在於產能嚴重過剩，導致企業缺乏產品定價能力，節約的成本被迫轉嫁。16 年需改革供給側，對僵屍企業下狠刀子，破解產能過剩困局，改善企業經營。

A 股見底了嗎？

(1) 從靜態角度估量，以 2014 年年中上證綜指的 2000 點為市場自然底的基準，從估值和盈利的角度看，上證綜指因利率下降將帶來 30-40% 的估值提升，以 2000 點為基準的話，對應合理底部也應在 2700 點左右。而創業板受益於利率下降和淨利潤增長的雙重貢獻，底部將至少抬升 70%，以 14 年中 1200 點為自然底的話，當下合理的底部大概在 2000 點左右。

(2) 動態看，未來市場能否夯實底部，關鍵仍在於匯率能不能穩得住、經濟能不能穩得住，而這兩個因素都需要持續觀察和確認。現階段來看，在政策信號和市場預期都相對紊亂情況下，未來尚要到 3 月份才能看的清方向。3 月中美聯儲是否加息會影響人民幣匯率，兩會後去產能力度與穩增長如何平衡將更明朗。當下市場與 14 年上半年類似，市場需要時間慢慢確認基本面，在這個過程中磨出底部。

(3) 對於當前市場，無論從年度跌幅還是月度跌幅，均已是歷史次高，短期急跌後無需太過悲觀，市場更多是需要時間去磨。3 月國內外情況將更明朗，如美聯儲不加息，國內貨幣政策空間打開，平衡好穩增長和去產能，催化劑就逐漸出現。

磨底過程中，市場的波動更多是交易性機會。半年三次股災後，市場心態已發生根本性變化，未來更注重要業績的成長。因此，當下調結構，不失為退而結網。

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。

大市導航

旅遊服務業：這個時候，用什麼思路選股？

1. 我們回顧 2015 年 7 月 8 日以來板塊個股表現，我們發現：

(1) 2015 年 7 月 8 日以來，上證指數繼續下挫 16%，創業板指下跌 16%，而旅遊板塊在此期間分化很嚴重，剔除停牌因素的擾動，有 13 只漲幅超過 10%，占比約 50%，7 只下跌超過 15%。

(2) 基本面好的公司，漲幅大多超 10%，尤其是以景區股整體表現最為搶眼；此外，公司體制改善預期增強的公司，表現也不錯（如大連聖亞等）。

(3) 跌幅靠前的基本上都是沒有業績支撐、前期故事和預期透支較多的個股。

2.對於市場表現的思考，以及後續的投資思路

經過 2015 年 6 月份的大跌，瘋狂的牛市思維得到很大的修正，尤其是在屢創新低的打擊下，市場逐漸回歸理性——市場開始尋找有業績和估值支撐的個股。我們 2015 年 7 月 7 日的觀點得到很好的驗證（詳見報告《旅遊行業：危機過後，板塊的機會和陷阱》）。

站在目前的時點，我們更傾向於用更理性的思考來挑選標的！（1）首選：成長邏輯經得起推敲、2016-17 年業績較快增長、估值合適；（2）退而求其次：2016-17 年業績較快增長、估值合適；（3）無他！

按照上述的思路，我們建議關注重點股票組合：中國國旅、三特索道、黃山旅遊、麗江旅遊、大連聖亞。

風險提示：失業率若攀升將影響旅遊需求、系統性風險、個股風險。

農業：中央一號檔再次聚焦農業，板塊或有短暫性交易機會，推薦禽產業鏈

1 月 27 日晚間，中共中央國務院授權新華社全文發佈了《關於落實發展新理念加快農業現代化 實現全面小康目標的若干意見》的 2016 年一號文件。

一號文件再次無懸念的聚焦農業。全文約 15000 字，共分 6 個部分 30 條，包括：持續夯實現代農業基礎，提高農業品質效益和競爭力；加強資源保護和生態修復，推動農業綠色發展；推進農村產業融合，促進農民收入持續較快增長；推動城鄉協調發展，提高新農村建設水準；深入推進農村改革，增強農村發展內生動力；加強和改善黨對“三農”工作指導。

本次文件重點強調用發展新理念破解“三農”新難題，厚植農業農村發展優勢，加大創新驅動力度，推進農業供給側結構性改革，加快轉變農業發展方式，保持農業穩定發展和農民持續增收，走產出高效、產品安全、資源節約、環境友好的農業現代化道路。

檔涉及內容全面，但內容並不超出前期媒體報導。我們預計在市場反彈背景下，農業板塊或有 1-2 天的交易性機會，我們推薦禽產業鏈，重點是益生股份和聖農發展。

風險提示：系統性風險。

鋼鐵：黑色金屬冶煉及壓延加工利潤下降 68%

2015 年“黑色金屬冶煉及壓延加工業”一萬多家企業利潤總額 526 億元，同比下降 68%。其中 3660 家金屬鑄造企業利潤總額約 370 億元，同比下降 7%，1354 家鐵合金企業利潤總額約 40 億元，同比下降 55%，扣除這兩項以後總計 5000 家企業利潤總額 120 億元左右，同比下降約 90%。

根據鋼協和其他口徑看鋼鐵主業虧損嚴重，但對相近或緊密相關業務的影響也令人吃驚。我們預計 2016 年粗鋼產量下降 6%，行業盈利更差。

國家準備未來淘汰 1.0-1.5 億噸粗鋼產能，這是未來行業的一大看點。

風險提示。淘汰進度難把握。

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。