

2016年02月17日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

短期興奮劑，長期麻醉劑

社融總量大增。1月新增融資總量 3.42 萬億，環比多增 1.61 萬億，同比多增 1.37 萬億，源於對實體貸款超增 2.54 萬億，而表外融資中的委託信託貸款同比多增超 1800 億，直接融資尤其債券融資也高增，除外幣貸款萎靡外，社融全面增長。

信貸大幅上升。1月金融機構貸款增加 2.51 萬億，同比多增 1.04 萬億。非居民中長貸結束下降趨勢，新增 1.06 萬億，同比多增超 4400 億，與銀行在年初信貸衝量有關，或反映基建投資加碼；居民中長貸新增 4783 億創新高，同比多增超 1400 億，反映房貸需求較大。

M2 增速回升，遠超年度目標。1月 M2 由上月 13.3% 回升至 14%，遠超去年 12% 目標。當月人民幣存款增加 2.04 萬億，其中居民和企業部門存款同比均多增超 4000 億，臨近春節企業存款仍多增，也導致 M1 繼續上升，非銀存款繼續大幅萎縮，同比少增超 4000 億。

短期刺激再現。1月社融信貸均遠超市場預期，或預示著需求刺激再現，社會資金總量依舊充裕，短期內對疲弱的市場是一劑興奮劑，但也會考驗供給側改革的決心。

貶值壓力累積，貨幣寬鬆延後。與貨幣超增形成鮮明反差的是，1月外貿大幅萎縮表明經濟依舊低迷，反映貨幣繼續超發，積累長期貶值風險。央行 4 季度貨幣政策報告明確指出降准或導致資本外流、加大匯率貶值壓力，因而我們認為降准等寬鬆貨幣政策或繼續延後。

大市導航

汽車：自動駕駛再發力，新能車業績為王、結構性特徵依然明顯

1、1月新能源汽車產銷：1月新能車生產 1.61 萬輛，同比+144%。其中，純電乘用車 7952 輛，同比增長 3 倍，插電式混動乘用車 4887 輛，同比+115%；純電商用車 2422 輛，同比+80%，插電式混動商用車 834 輛，同比-4%。

2、乘用車需求仍旺盛，北京市 16 年第 1 期小客車指標搖號，新能源申請數為個人 1.37 萬個、占全年指標 5.1 萬的 27%，將依申請時序直接配路；單位 2358 個，占全年指標 3000 個的近 80%。商

用車騙補核查、等待政策落地，但同比仍正增長；雖下游收緊，上游仍存補裝行情，景氣延續，未來商業運營和汽車共用將成為下游市場化更快的領域。

3、傳統汽車：1月狹義、廣義乘用車批發銷量同比+11.6%、+9.5%，美日系較強、德系平穩、韓系較差。

4、看好新技術轉型個股。堅持新能源汽車趨勢不改，上游補裝行情、下游市場化，關注天齊鋰業、納川股份、多氟多、比亞迪、滄州明珠；美國國家高速公路交通安全管理局認可穀歌自動駕駛系統為駕駛員，法規逐步放開，關注亞太股份、得潤電子、金固股份；低估值關注轉型松芝股份、中鼎股份。

風險提示：系統性風險。

房地產：尋找潛在預期差

1) 3月小陽春能否再現將決定反彈持續能力。考慮15年2Q銷售逐步復蘇，16年高基數期同比資料能否持續走好決定發商新開工意願和經濟復蘇力度。若銷售持續走強，經濟觸底預期帶來板塊絕對收益；若銷售疲軟下行，板塊無絕對收益但政策救市預期帶來更強相對收益。

2) 年度策略觀點——16年行業景氣度高位盤整，行業估值多元分化。個股二線藍籌彈性更佳，進可攻（多元主業投資能力強）、退可守（資金充裕、房價恢復邊際改善最高）。

3) 建議關注濱江集團、泰禾集團、嘉寶集團、福星股份、世聯行、華髮股份、北辰實業、華聯控股；主題關注定增（萬通地產等）、科創（張江高科、萬業企業）、超跌（萊茵體育）。

風險提示：政策漲價風險，系統性風險。

飲料：從精釀啤酒興起看啤酒消費升級

精釀啤酒在美國快速興起已占兩成份額。過去5年精釀啤酒在美國蓬勃發展。2014年美國精釀啤酒銷量266.4萬噸，同比增長18%，銷售額196億美金，同比增長22%，按銷量計算市占率11%，按銷售額計算市占率19%。與此形成鮮明對比的是美國整體啤酒市場卻日漸低迷，2014年啤酒總銷量僅增長0.47%，過去5年CAGR為-0.30%。2014年美國啤酒市場CR3為80%，比2010年降低了3.5個百分點，反映出傳統啤酒公司面對來自精釀啤酒的激烈競爭。

精釀啤酒來勢洶洶，大公司並購應對。大啤酒公司一般會通過成立獨立子公司或者收購精釀啤酒廠的方式進入精釀啤酒市場。20世紀90年代，美國各大啤酒公司就開始嘗試自己興建精釀啤酒廠，

不過效果並不理想。近年來，除自建精釀酒廠外，美國大啤酒公司開始大規模收購精釀酒廠，然後利用自己的管道進行銷售。國內啤酒大公司中珠江啤酒率先發力精釀啤酒製造。

精釀啤酒產品與傳統大公司管道結合盈利有望顯著提升。不論是百威英博、南非米勒還是其他啤酒公司，現階段收購的精釀啤酒廠對其財務報表影響均不明顯，但其驚人的增長速度以及對現有產品線的有效補充，卻又令大啤酒公司棄之不得。

從近年來不斷的並購案例來看，這些巨頭無疑對精釀啤酒的未來充滿期待。百威英博等大肆並購精釀啤酒廠，利用自身管道優勢銷售精釀啤酒產品，這一戰略除了能快速推廣旗下精釀啤酒，未來更是能直接提高公司的淨利率。

國產啤酒錯過消費黃金十年，進口啤酒是插曲精釀啤酒是趨勢。2000-2015 年國內社會消費品零售總額增長 6.7 倍，而啤酒銷售額同期增長 3.3 倍，啤酒噸酒價格增長不到 1 倍。進口啤酒均價下行與國內酒企均價提升，表明中國消費者對進口啤酒的理性程度提高，國內啤酒企業也在轉變經營策略，注重產品升級。國內啤酒巨頭們大規模涉足精釀啤酒尚需時間，但精釀啤酒的自身優勢以及國內啤酒消費的管道特點，或將使精釀啤酒成為產品結構升級的重要方向。

給予行業“增持”評級。我們認為啤酒行業盈利狀況將出現拐點式變化。主要原因：一是啤酒消費進入成熟期，龍頭企業低價爭搶份額已不合時宜，“求份額”轉向“求利潤”將成為趨勢；二是啤酒行業 CR5 接近 80%，競爭格局初步穩定；三是因為股權激勵、股東更換等原因，多數啤酒上市公司改善業績動力提升。基於此啤酒板塊整體都將迎來投資機遇，優先推薦率先發力精釀的珠江啤酒、主業改善明顯的重慶啤酒以及淨利率提升空間較大的華潤啤酒，同時推薦區域優勢明顯且有國企改革預期的燕京啤酒和青島啤酒。

風險提示。個別企業改革進程緩慢、啤酒消費繼續明顯下降（超過 5%）、精釀拓展未達預期。

石油化工：關注石化行業供給側改革的投資機會

重點關注化解過剩產能和降低企業成本兩方面。供給側改革主要從勞動、資本、土地和創新四個要素入手，旨在通過促進過剩產能有效化解、降低企業成本、化解房地產庫存、防範化解金融風險等方式來創造中國新的經濟增長點，實現中國經濟的可持續發展。我們認為石化行業供給側改革應重點關注化解產能和降低企業成本兩方面。

石化行業產能過剩嚴重。隨著石化行業技術的迅猛發展，地方政府對石化行業的投資快速增長，然而下游產品需求已經基本飽和，過度投資已成為石化行業產能過剩的重要原因。此外，自 2008 年金融危機以來，全球經濟增速放緩，導致我國對石化產品的需求增速放緩，這加劇了石化行業的產能過剩。據中國行業研究網報導，我國石化行業約有 60%~70% 的產品領域存在產能過剩問題，這些領域過剩程度從 30%~50% 不等。

細分行業產能利用率下滑嚴重，急需供給側改革。在目前經濟下行和低油價的雙重壓力下，石化行業下游需求疲軟，部分細分領域近幾年來產能急速膨脹導致了產能利用率下滑嚴重。目前我國煉油、合成橡膠、PTA、丙烯酸等細分領域產能利用率均不足 70%，急需供給側改革以化解過剩產能，減輕企業負擔，增強企業的競爭力。

放開油氣上游，降低企業成本。我國目前的油氣市場屬於一體化經營的壟斷性市場，上游遊市場被三桶油所壟斷。打破行業壟斷、引入競爭機制是市場化改革的必經之路，特別是針對上游油氣開採和進口權的放開。我們認為放開上游有利於推動油氣行業技術進步，在市場化環境下可以降低油氣的生產成本，從而有效降低下游油氣企業的原材料成本。

油氣開採權放開。我國正在對油氣開採權進行逐步放開。海上油氣開採權方面已有採用產品分成合同方式的引入民營資本實例，目前陸上油氣勘探區塊也正在試點放開。建議關注新潮實業、洲際油氣、潛能恒信、廣匯能源（海外油氣資產收購公司）、通源石油（油服類公司）。

油氣進口權放開。我國原油非國營貿易進口配額逐年增加，2016 年達到 8760 萬噸，同比增幅達 133%，未來原油進口對民企放開力度將進一步擴大。天然氣方面民營企業的 LNG 接收站陸續建成，協力廠商准入 LNG 接收站將有助於企業降低用氣成本。建議關注天然氣進口權放開帶來的投資機會，包括廣匯能源、新奧股份、中天能源、廣州發展等。

重點關注上市公司。我們認為石化行業供給側改革應重點關注化解產能和降低企業成本兩方面。建議關注中國石化、上海石化（成本低、效率高的煉油企業）、恒逸石化、榮盛石化、桐昆股份（PTA、滌綸行業龍頭）、華魯恒升、雲天化（單質化肥行業龍頭）、新潮實業、洲際油氣、中天能源、新奧股份（受益於油氣上游對民企放開）等。

風險提示：改革進度不達預期、原油價格持續低迷、化工產品價格波動風險等。

航太晨光（600501）：受益軍工國企改革、持續推薦

公司是航太科工集團下屬裝備製造上市平臺，近年來由於行業景氣度的下滑，原有業務壓力容器、工程機械等領域一定程度拖累了公司業績。鑒此，公司積極清理低效負效資產，做減法優化公司資源配路，持續剝離不盈利的業務板塊，並取得一定成效，累計減虧逾 2600 萬元。2015 年 7 月公司完成 9.6 億元定增，共配售 3200 萬股，價格為 30 元/股，其中大股東認購 1440 萬股，鎖定 3 年，機構投資者認購 1760 萬股，鎖定一年。用於發展油料儲運及 LNG 運輸車專案、城市垃圾收運環保車輛項目、航太特種壓力容器及重型化工裝備專案等核心專案。這些項目經濟效益良好，未來有望成為公司的核心業務和關鍵利潤增長點。目前公司股價仍明顯低於定增發行價，存在一定錯配。此外，公司是航太科工四院下屬唯一上市公司。在軍工國企改革和事業單位改制不斷推進背景下，公司做為科工集團和四院共同控股的上市公司，存在一定資產整合預期。

風險提示。改革的不確定性。軍品訂單大幅波動。系統性風險。

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。