

2016年02月22日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

A股有過半公司不看估值

縱向橫向比較，A股估值不便宜。對比過去十年，目前A股估值處於中等水準。用整體法測算（把整個A股市場看成一個上市公司），2005年以來A股PE平均值為23倍，目前為18倍，最低值是14年5-7月的12倍。考察所有A股PE的中位數（負值PE設為無窮大），2005年來中位數平均指為54倍，目前為84倍，最低值是08年10月的22倍。反映證券化率的總市值/GDP，2005年來平均值為63%，目前為68%，自由流通市值/M2分別為10%、12%。對比海外市場，目前A股估值處於中間水準。選取全球十個代表性股票市場，PE從低到高排列分別為：香港恒生指數9倍、俄羅斯MICEX指數10倍、臺灣加權指數14倍、韓國KOSPI指數14倍、美國標普500指數17倍、中國A股18倍、日經225指數19倍、巴西聖保羅指數21倍、德國DAX30指數22倍、英國富時100指數27倍，A股估值水準處於中游。

考慮利率環境，A股估值不算貴。利率處於過去十年的低位。判斷資本市場估值需要放在利率環境下考慮，從大類資產比價的視角來探究A股的估值高低。目前10年期國債收益率、1年期AA企業債收益率、1年期定期存款利率基本都處於過去十年來的底部。在流動性如此充裕的環境中，按理來說股票也應該處於歷史估值的高位，而目前處於均值上下，不算貴。

當然這與盈利增速和盈利能力變化也有關，2005年A股的淨利潤同比增速均值為16.9%，15年前三季回落至-0.1%，ROE分別為14.7%、12.6%。對比14年2000點，估值漲幅基本對應利率降幅。2014年年開始利率不斷下行，利率水準整體下降了40%-50%。相對應的是，估值整體上漲了40%-50%，二者正好對應。2014年至今中長期的基本面變化不大，因此靜態看，考慮利率水準，當前估值水準與2014年2000點差不多。

A股有一半以上公司不看估值。目前50倍以上高PE個股占比高達65%，即便市場整體估值底部的2014年2000點時該比例也高達45%。50倍以上的PE預示著靠盈利回本需要50年以上，很明顯這類公司的投資邏輯早就脫離估值，通常都是靠主題、概念，講故事。由此可見，A股有一半以上公司不看估值，雖然他們市值占比僅20-30%。投資中真正需衡量估值的是50倍PE以下的公司，可以分為兩大類，30-50倍主要是成長股，30倍以下主要是價值股，而這兩類公司中代表性的分別是白馬成長股、高股息率股，他們分別是成長股、價值股的定海神針、中流砥柱。高股息率股有類債券特徵，因此估值有參照系，我們選取股息率排名前15的公司，如格力電器、大秦鐵路、上汽集團、建行等，平均股息率高達6.1%，遠高於1年期AA企業債收益率的3.7%、理財產品收益率的4.1%，從大類資產對比看，高股息率股估值不高。30倍以上PE（TTM）的成長股主要看白馬成長

股，這些公司的盈利可測性和穩定性更強。根據過去幾年盈利增長、基金持倉情況，從成長性較好的 TMT、高端裝備、醫藥、新能源、環保中精選出 30 只白馬成長股，目前整體動態 PE 為 24.8 倍，與 2014 年上證 2000 點、創業板 1200 點時接近，仍高於歷史最低水準，即 12 年年初和年底的 19 倍左右。

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。

貨幣超發怕什麼？滯脹！

全球市場普遍反彈。上周發達和新興市場股市普遍回升，油價和金屬價格大幅反彈，而黃金則先跌後漲。

貨幣信貸超增！上周初總理表態“一旦經濟真的出現滑出合理區間的苗頭，該出手時我們會果斷出手”，隨後央行公佈 1 月信貸創出 2.5 萬億的歷史天量，超過 09 年 4 萬億時期的 1.6 萬億，而央行等八部委發文要求加大金融對工業經濟的支持力度，均指向短期刺激或再現。而信貸的增長也主要集中在居民和企業的中長期貸款，或反映地產和基建刺激的加碼。

經濟好壞參半。但從經濟本身來看，並未體現出需求回升的跡象。無論是地產還是汽車銷量增速均在下滑，發電耗煤增速同比也大幅下降，而 1 月進口跳水也反映內需低迷。僅春節期間消費相關資料保持平穩。

滯脹風險上升。回顧 09 年 4 萬億的教訓，雖然在信貸超增的 09 年經濟迅速復蘇，但是也埋下了產能過剩的禍根，而且由於貨幣超發，中國經濟在 10/11 年陷入滯脹。而今 14% 的廣義貨幣 M2 增速遠超經濟增長需要，加上狹義貨幣 M1 增速已接近 20%，均預示通脹或持續回升，滯脹風險加大。

降准再次延後。貨幣超發短期內對疲弱的市場是一劑興奮劑，但從長期看會增加貶值和滯脹風險，也會考驗供給側改革的決心。周小川在經濟 50 人論壇上強調金融危機以來全球過度依賴貨幣政策，易綱則表示貨幣政策要避免過度寬鬆，否則容易引起匯率貶值壓力，因而降息降准或繼續延後。

美國加息糾結。美聯儲 1 月 FOMC 聲明令人驚訝，因為官員們決定不在官方聲明中評估經濟中的“風險平衡 (balance of risks)”，美聯儲不表態，意味著他們對加息仍在糾結。上周公佈的美國 1 月核心 CPI 創出 2.2% 的新高，也意味著美國也出現了滯脹的苗頭，而市場加息預期也再度上升。

沐浴春風

目前環境：春風拂面，內外變數在好轉。好轉的變數一：美聯儲加息概率下降。12 月美聯儲首次加息後，美聯儲官員對 2016 年底的利率一致預期為 1.375%，意味著 2016 年美聯儲或有 4 次加息

的可能性。但美聯儲主席耶倫在 2 月 10 日的眾議院金融委員會上證詞表述含糊，市場對美聯儲加息節奏的預期大幅放緩。此外，上周德拉吉表示歐洲央行將長期保持寬鬆，預示著歐洲將繼續量寬，美國加息可能性在下降。好轉的變數二：人民幣貶值預期下降。自從 15 年 11 月人民幣加入 SDR、12 月美聯儲加息後人民幣面臨持續的貶值壓力。在美聯儲加息進程放緩，以及央行表態之後，人民幣短期貶值壓力大幅降低。好轉的變數三：增長下行擔憂緩解。1 月初政府表態要大力推進供給側改革，市場擔心去產能會造成經濟增長破位下行。1 月 20 日李克強總理在會議中提出“用好供給側和需求側管理的基本手段，多出新招實招硬招，以壯士斷腕的精神予以推進”。2 月以來地產政策的密集出臺、總理講話、以及 1 月 2.5 萬億的天量新增信貸資料，都體現出政策的天平開始向穩增長一側傾斜。

展望未來：心懷希望，情緒逐步修復中。目前類似 15 年 8 月底後 9 月底前。市場見底情緒修復是個逐漸的過程，節奏上，目前類似 15 年 8 月底後 9 月底前，市場情緒不穩定，反彈有反復，相對收益投資者有自救加倉行為，絕對收益投資者謹慎行事。15 年國慶假期美國非農就業資料和外盤大漲成為市場構築圓弧底走出右側的最後推動力，這次可能是 3 月中美議息會議和國內兩會。

應對策略：沐浴春風，珍惜做多視窗期。當下往後看，市場仍處於做多視窗期，雖然經歷 2 周多上漲後可能會有小波折，策略上繼續保持樂觀。放眼 2016 年全年，和 2015 年最大的不同是影響股市的變數本身不穩定、會反復。因此，2016 年要更靈活，在預期波動中折返跑，目前處於較好的做多視窗期，未來仍要跟蹤國內外環境和預期變化。看好新興成長、高送轉主題。產業角度，仍聚焦轉型方向的新興行業，“兩會”即將召開，“十三五”規劃是重點，資訊技術、新型消費、智慧製造是主要方向。此外財報臨近，2-3 月是高送轉投資佈局時，詳見《困局到變局，佈局高送轉-20160217》。

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

傳媒：政策溫床推動互聯網+職業教育，經濟轉型促進產教結合

職業教育作為剛需型領域，在中國起步較早，整體發展速度較快。職業教育主要以公務員考試、會計考試、IT 技能等為主，目前，動漫、設計等新興領域也在不斷涉及。線上職業教育佔據教育市場 29.8% 的份額，僅次於高等教育，市場潛力巨大。

關注：立思辰、威創股份、拓維資訊、全通教育、中國高科。

不確定因素：市場競爭風險

建築：1月信貸超增，地產政策再次放鬆，建議關注裝飾個股與中國建築，推薦中工國際、蘇交科和中鋼國際

(1) 上周建築工程指數上漲 6.20%，跑贏同期上證指數 3.49%的周漲幅；(2) 1月信貸超增，社會融資總量 3.42 萬億，比去年同期多 1.37 萬億；(3) 2月3日央行聯合銀監會下調不實施限購城市首套房和二套房首付款比例。19日財政部、國稅總局、住建部聯合發文，調低個人購買住房的契稅稅率，樓市政策再次鬆綁，利好地產銷售。產業聯動：利好裝飾行業，建議關注金螳螂、全築股份、廣田股份，亞廈股份。利好：中國建築（中海地產、中建地產+房建業務），15年全年地產銷售額同比增長 28.5%；(4) 看好基本面驅動個股：中工國際（4季度業績拐點，估值安全）、蘇交科（持續增長能力強，並購戰略持續）以及中鋼國際（基本面向上，國際工程業務爆發），關注隧道股份（國改、管廊相關概念股）以及金螳螂；(5) 自上而下選股主要是考慮政策催化下的主題性投資機會，包括：迪士尼主題、海綿城市、穩增長以及國企改革。

主要風險：經濟下滑風險，訂單推遲風險。

農業：推薦禽鏈投資機會，同時關注基本面扎實個股

1) 伴隨著節後雞苗價格的快速上漲，禽鏈行情表現亮眼，我們的觀點是：2016年較2015年明顯好轉，2017年將更好。我們也繼《量化視角下的禽產業鏈——正在開啟的牛市之路》深度報告之後，上周發佈了《繼續推薦禽養殖股投資機會》跟蹤報告，主要從2011年禽板塊的走勢回顧以及2015年和2011年豬板塊的對比展望了禽產業鏈未來的表現。此外我們上周發佈了聖農發展深度報告《禽鏈牛市路漸行漸近，多重利好深度驅動，行業龍頭騰飛在即》，在禽鏈反轉的大背景下，公司產能穩步擴張、當前估值不貴，是最佳的投資標的。

2) 最近階段，投資者最關心的還是能看多高？持續多久？即使今年6月複關，因為父母代的持續減少要持續至17年5月，即價格上漲至少持續至明年的5月，時間還很長。估值上看，2011年聖農發展、民和股份、益生股份的PE（對應盈利高點）分別為36倍、19倍和20倍，PB分別為4.7倍、2.2倍和4.3倍。若2017年單只盈利達到2011年水準，並以此估算17年利潤，幾家公司當前市值對應PE分別為13倍、20倍和24倍。

3) 不要再糾結配股的時點，從現在的行情看，我們認為益生股份和民和股份一季度盈利已經非常確定，聖農發展也很可能盈利，禽鏈上市公司業績大幅好轉已經近在眼前，二、三季度繼續好轉是大概率事件，所以禽產業鏈是必須配股的子行業，股價仍會繼續表現。整個產業鏈（益生股份、民和股份、聖農發展等）都存在投資機會，我們按照上輪景氣高點2011年的單位盈利測算，現在的聖農發展更便宜。

4) 此外我們從基本面的角度，選擇了一些管理層優秀、基本面扎實、估值逐步進入到價值投資區間的個股給予更多的關注：包括海大集團、通威股份、生物股份、中牧股份、登海種業。

不確定因素：雞價大幅下滑。

石油天然氣：原油減產需關注伊朗、伊拉克態度

近期 OPEC 等國家持續有減產或凍結產量的消息出現，帶來國際原油價格大幅波動。1 月底俄新社消息稱 OPEC 和其他產油國將於 2 月舉行部長級會議，沙特提議各產油國最多削減產量的 5%；2 月 11 日阿聯酋能源部長稱 OPEC 各國已做好聯合減產的準備；此後沙特、委內瑞拉、卡塔爾、俄羅斯同意將產量凍結在 1 月 11 日水準；但伊朗未承諾凍結產量，僅表態支持，伊拉克表示若其他產油國凍結產量，伊拉克願意跟進。

從 OPEC 國家原油產量來看，2015 年 1 月以來 OPEC 原油日產增加了 190 萬桶，產量增加最多的是伊拉克（114 萬桶）、沙特（55 萬桶）、伊朗（35 萬桶）。但是自 2015 年 6 月以來（布倫特原油自高點 64 美元開始下滑），沙特產量出現下降（-33 萬桶），但伊拉克（+59 萬桶）、尼日利亞（+38 萬桶）、伊朗（+26 萬桶）仍在增產。如果 OPEC 在 1 月的產量基礎上凍結產量，伊拉克、伊朗將樂見其成，但對總供給的下降並無實際幫助。

我們認為後續 OPEC 等產油國能否有實質性減產動作出現，需要關注伊拉克、伊朗兩國態度。如果實質性凍結產量或減產協定達成，對於油價穩定及反彈將有比較好的幫助，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、榮盛石化、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：原油價格波動、政治風險等。

房地產：對財政部降低房地產交易費用的點評——經濟失速風險下，板塊配銘價值明顯

財政部 2 月 19 日發佈通知，地產交易環節政策再度寬鬆。

1) 本次新政在契稅徵收方向改變如下：A) 新政策對首套普通住房契稅徵收標準未做修改，但首套非普通住房契稅徵收從此前 3% 下降為 90 平以下首套非普通住宅 1%，90 平以上首套非普通住宅 1.5% 徵收；B) 二套住房方面北上廣深四城市不做調整，其他城市從此前 3% 下降為 90 平以下二套住宅 1%，90 平以上二套住宅 2% 徵收。

2) 本次新政在交易稅徵收上主要改動體現在：規定北上廣深以外城市滿 2 年非普通住房可以免征。此前政策要求差額徵收交易稅費。

要看到政府穩定地產健康發展的決心。新年以來，政府連續從差異化信貸政策（降低首付比例、提高公積金存款利率）、交易費用等環節連續放鬆。我們認為單獨看政策改動幅度不大，但累計作用不可忽視。考慮二季度將進入正常推盤期，預計屆時政策效果將在交易量層面有所體現。且我們認為政府仍存在大量政策後手可供選擇（包括繼續差別化信貸、降低資本金要求、行政干預、財稅政策、土地和戶籍政策、網路管理和保障房制度等）。

經濟失速風險下，板塊配籌價值明顯。未來一段時間，政府政策效果（地產銷售和新開工增速）好壞與否將是決定 A 股和地產板塊走勢的核心因素。我們認為近期政府連續出臺刺激政策，有利合理激發市場需求，對於保持房價溫和穩定上漲，從而促發投資和新開工增速觸底回升具備積極意義。我們認為 2016 年 2Q 新開工增速有望觸底，行業後期將具備較好的投資機遇。

風險提示：行業基本面復蘇不達預期。

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。