

2016年02月24日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

2016年可能反復的三大預期

美聯儲加息幾次？年初普遍預期16年4次加息。在1月公佈的美聯儲12月會議紀要中，美聯儲委員們對經濟形勢的看法整體偏樂觀，對通脹的上升也抱有信心。年初對美國經濟的樂觀情緒，在經歷了1月全球股市調整之後出現了明顯變化。

2月10日美聯儲主席耶倫在眾議院金融委員會上表示，“儘管美國經濟有望保持增長，但美國的金融環境有所收緊，經濟前景的不確定性增加”，在耶倫講話公佈之後，市場對美聯儲加息預期大幅放緩。從2月18日的芝加哥商業交易所（CME）聯邦基金利率期貨行情反映的加息預期來看，市場對於3月美聯儲加息的預期已經降至6%，對於12月聯儲加息的預期也僅有28%，上半年美聯儲加息的可能性已經大幅降低。

人民幣貶值多少？年初普遍預期人民幣貶值將預期至7。認為人民幣將進一步貶值理由包括：美聯儲進入加息週期之後美請務必閱讀正文之後的資訊披露和法律聲明元持續強勢，政府有可能通過貶值助力穩增長和防通縮等方面。對匯率貶值的擔憂，在1月中旬央行開始干預離岸人民幣匯率之後開始有所減緩。隨後2月10日耶倫發表講話釋放美聯儲加息進程放緩的信號，對美聯儲加息擔憂明顯減弱。2月13日周小川在《財新週刊》採訪中釋放了央行維護匯率穩定的態度，人民幣短期貶值壓力大幅減輕。1年期NDF隱含的未來12月貶值空間最高峰曾經達到6%，現在已經下滑至3.3%，顯示貶值壓力同樣在縮小。

增長下行壓力多大？除了美聯儲加息、人民幣貶值預期發生了很大轉變以外，市場對於國內經濟去產能、穩增長的政策預期也出現了一些變化。1月20日李克強總理在國務院專題會中表示“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”，引發資本市場普遍擔憂去產能將引發經濟增長破位下行。2月之後一系列變化，又反映出政策的天平開始向穩增長一側傾斜。首先是在2月14日李克強總理在國務院常務會議上提出“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”。其次地產行業利好政策不斷出臺以及1月2.5萬億的天量新增信貸資料，都體現出政策的穩增長傾向。

16年注意預期的反復，保持靈活心態。15年是趨勢行情，買入並持有是一個有效策略。16年形勢更加複雜，過去2個月來三大預期已經在來回搖擺，這是因為經濟金融環境不確定性大，宏觀政策可能搖擺。2月22日中央政治局會議提出“創新宏觀調控方式，加強區間調控、定向調控、相機調控”，相機調控本身就說明政策可能反復。正是由於16年很多影響股市的國內外變數複雜，市

場預期會反復，全年角度操作上要更靈活，在預期波動中折返跑。我們 1 月 28 日《A 股見底了嗎？》提出，市場階段性左側底出現，處在構造圓弧底過程中，之後隨著觀察到國內外形勢不斷好轉，《困局到變局》、《做多視窗已打開》、《沐浴春風》等報告不斷提醒市場正在發生積極的變化，尤其強調相對收益投資者保持高倉位，倉位低的可以加倉。目前市場處於做多視窗期，策略上保持樂觀，看好轉型方向的新興行業，“兩會”即將召開，“十三五”規劃是重點，如資訊技術、新型消費、智慧製造，及高送轉主題。

風險提示：經濟持續低迷，系統性風險等。

大市導航

有色金屬：市場波動，黃金股再受追捧，流動性寬鬆背景下黃金價值上升

短期催化劑：1) 美國經濟 1 季度環比回落，美聯儲推遲加息預期較強；2) 市場巨震，黃金再顯避險英雄本色；3) 地緣政治風險再起波瀾。推薦山東黃金（彈性大，國企改革）、金一文化（可穿戴、涉及金融、互聯網珠寶）、剛泰控股（互聯網+珠寶、互聯網+金融），關注金葉珠寶（佈局融資租賃，黃金租賃市場廣闊）。

風險提示：經濟持續低迷，系統風險等。

石油化工：石化行業供給側改革正在推進

我們認為石化行業供給側改革主要需要關注化解過剩產能和降低企業成本兩方面，目前行業供給側改革正在推進。

(1) PTA 產能擴張增速放緩：

2015 年 PTA 生產及下游聚酯企業 PTA 庫存較低，產能擴張增速放緩，行業整合正在路上：建議關注 PTA、滌綸行業龍頭：恒逸石化、榮盛石化、桐昆股份。

(2) 協力廠商准入 LNG 接收站有利於企業降低用氣成本：

據中國燃氣網報導，對於 LNG 接收站向協力廠商開放國家能源局已有方向，預計相關細則有望在 2016 年上半年出臺。如果 LNG 協力廠商准入細則出臺，有利於民營企業利用現有 LNG 接收站進口 LNG，有利於降低整體的然氣供應成本。建議關注在建 LNG 接收站從事 LNG 進口或有相應規劃的公司：廣匯能源、新奧股份、中天能源、廣州發展。

風險提示：改革不及預期，油價波動等風險。

交通運輸：行業仍具空間，野蠻增長後期瓶頸突圍

行業仍具備持續增長空間。隨著電商企業迅速成長，民營快遞企業迅速擴張。2007-2014 年我國電商網購的市場規模年均複合增速約為 75%。快遞業務收入年化複合增速接近 30%。每年“雙十一”網購市場持續火爆，顯示出國內消費者強有力的購買需求；跨境電商是快遞行業持續增長的又一催化劑；農村電商管道下沉仍有空間；中美快遞業發展存在較大差距。

野蠻增長後期瓶頸凸顯。我國快遞企業同質化競爭嚴重，激烈競爭導致面單單價下滑。國內的協力廠商物流快遞企業發展速度跟不上電商企業的成長速度，難以滿足其需求，電商企業的痛點無法通過協力廠商物流、快遞企業解決。電商平臺相繼建立自己的物流網路加劇競爭。

資本助力兼併收購佔據先發優勢，集中度提升後有望實現量價齊升。目前 FedEx 和 UPS 兩家快遞企業在美國國內形成穩定雙寡頭。在穩定的寡頭壟斷格局下，橫向並購成為快遞企業進一步提升市占率的有效手段。市場集中度提升後，量價齊升進而提高企業盈利。

電商集體擠佔效應有限，傳統快遞亦可向電商滲透。業務量是公司盈利的關鍵，自建物流較難吸引更多的外部客戶。電商和物流由於行業的不同，存在一定的經驗壁壘。快遞企業對物流市場比較熟悉，也在積極探索電商模式。

資訊系統實效性整體不強，效率成本管控箭在弦上。我國快遞資訊化建設整體處於較低水準，主要體現在人工成本上升、分揀中心效率不高等。國內順豐速運走在智慧分揀系統改進的前列。預期申通、圓通等其他快遞企業亦或加速佈局智慧分揀線。

風險提示：經濟持續低迷，系統性風險等。

中國國旅（601888）：國旅集團與港中旅集團正在籌畫戰略重組事宜

- 1.國旅集團與港中旅集團戰略重組：央企中有 4 家旅遊企業，戰略重組符合央企的發展思路。
- 2.此次重組僅涉及集團層面，暫不涉及上市公司層面；但從長遠來看，對上市公司仍有積極的影響：
 - （1）兩家集團公司旗下均有旅行社業務，分屬於兩個不同上市公司——中國國旅（601888）和香港中旅（0308.hk）；若兩集團公司重組，業務上的重新梳理應是大概率事件。
 - （2）港中旅集團有市內店國人購物的免稅牌照（出境的歸國人員，180 天之內可以到免稅店裡購物，額度 5000 元），如若重組，該牌照給中免集團，符合消除同業競爭的邏輯，也符合央企做強做大的思路。

(3) 中國國旅 (601888) 做股權激勵的概率更大，因為，香港中旅 (0308.hk) 已經實施股權激勵，而且隨著免稅業牌照有限制的放開，免稅業更加接近完全競爭的業態，採取更為市場化的激勵手段，合情合理。

3. 上週末國家五部委正式發文，增設 13 個機場進境免稅店及深圳/珠海/黑河口岸進境店，額度由 5000 元調整至 8000 元（從國外購買仍維持 5000 限額），對這個免稅業構成實質利好；想像空間最大的是深圳和珠海的口岸進境免稅店。

4. 我們認為中國國旅顯然受益：雖然以後免稅店需要招標，但 13 個機場，除了深圳機場之外，另 12 個機場很難有競爭對手跟中免競爭；而深圳和珠海的口岸免稅店，中免集團也存在拿下的可能；既然進境免稅店需要公開招標，那即將到期的首都機場免稅店和 2 年後到期的浦東機場免稅店（目前均由日上運營），到期後也應當招標，中免同樣存在機會；未來中國免稅業會有以下幾個競爭對手：中免集團、日上免稅、深圳免稅、珠海免稅、海南免稅，後三家均純國企，且不管是運營能力上還是資本金實力上，均很難與前兩者相比，因此，實質競爭對手是中免集團和日上免稅，日上免稅股東背景特殊（外資），且習慣於運營大的免稅店，面對與中國目前大多數免稅網店規模較小的實情，也不見得能得心應手。當然，如果中國國旅能在激勵上做出科學的安排，競爭力將會更強。

5. 因此，我們認為，中國國旅之前的投資邏輯沒有變，更確切的說：正在一步一步的印證之前的投資邏輯。目前中國國旅 444 億的市值，按照公司 2016 年的經營目標，權益利潤約 17.5 億元（不含新拓展的專案帶來的投資受益，如海外零售業務的拓展）；且帳面上近 100 億現金，幾乎沒有有息負債，而且這些冗余現金隨時可能變成盈利資產。再加上央企的整合以及整合之後的可能的變化、免稅店後續的拓展、海外零售業務的拓展等投資亮點，給予買入評級。

風險提示：系統性風險、免稅店拓展低於預期、央企重組進程及方向仍存在不確定性、突發事件。

長江電力（600900）：高分紅的稀缺性大水電

重組方案概述。擬向三峽集團、川能投、雲能投以 12.08 元/股發行股份 35 億股並支付現金 374.55 億元，購買其合計持有的川雲公司 100% 股權，鎖定三年，對價合計 797.35 億元，同時募集配套資金 241.60 億元；收購對應 2014 年 PE10.87 倍，PB2.16 倍。

重組後 EPS 增幅約 21%。重組前，長江電力主要運營三峽電站和葛洲壩電站，可控裝機容量為 2528 萬千瓦，重組後注入川雲公司持股的溪洛渡電站、向家壩電站共計 1860 萬千瓦，合計裝機容量 4388 萬千瓦。公司 EPS（2014）從重組前的 0.72 元/股，上升到 0.87 元/股，增厚幅度約 21%。

川雲公司概況。川雲公司是目前我國僅次於長江電力的第二大水電公司，總裝機容量 1860 萬千瓦，占我國截至 2014 年末的水電裝機容量的比例 6.16%；其中溪洛渡電站總裝機容量 1260 萬千瓦，是我國已投產的第二大水電站；向家壩電站總裝機容量 600 萬千瓦，是我國已投產的第三大水電站。

川雲公司下屬溪洛渡和向家壩電站處於我國十三大水電基地之首的金沙江流域下游河段，是我國十三大水電基地之首，水裡資源豐沛，將確保公司發電量穩定。

分紅情況。本次交易成功實施後，公司擬修改《公司章程》，約定對 2016 年至 2020 年每年度的利潤分配按每股不低於 0.65 元進行現金分紅；對 2021 年至 2025 年每年度的利潤分配按不低於當年實現淨利潤的 70%進行現金分紅。以 16 年 2 月 15 日 12.05 元的股價計算，股息率為 5.39%，比起目前 2.84%的 10 年期國債收益率有較大吸引力。

集團其他資產。三峽集團旗下的控股上市公司為湖北能源和長江電力。湖北能源湖北能源主要從事電力、煤炭、油氣、新能源和金融等業務，截至 2014 年底，已投產可控裝機容量為 581.32 萬千瓦，其中水電 368.83 萬千瓦，火電 196.00 萬千瓦，風電 16.19 萬千瓦，光伏發電 0.30 萬千瓦。除了上市公司資產外，截至 14 年底，三峽集團還擁有可控發電裝機容量總計 471.59 萬千瓦，其中中小水電 92.40 萬千瓦，風電 262.80 萬千瓦，光伏發電 114.69 萬千瓦，其它裝機（熱電廠）1.70 萬千瓦。

盈利預測與估值。不考慮資產注入 16 年和 17 年的 EPS 預計為 0.72 元和 0.73 元，考慮資產注入 16 年和 17 年的 EPS 預計為 0.87 元和 0.88 元，參考大水電高分紅稀缺性給予 2016 年合理 15 倍 PE，給予目標價 13.07 元，買入評級。

風險提示：來水情況低於預期。

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。