

宏觀經濟

非理性的繁榮？——從中國一線城市可買半個美國說起！

自去年股市異常波動以來，中國一線城市房價就開始飆漲，買房比買“春運”的火車票都難！看似一片繁榮，有何理性因素推動？有無非理性因素？未來房價走勢的變數在哪裡？政策在日本和俄羅斯模式間將如何抉擇？

理性因素：人口結構與人口流動。從日、美等國經驗看，房地產週期與人口結構密切相關。中國從2011年起勞動年齡人口占比就在下降，老齡化程度加劇，這決定了房地產市場也將趨勢性下行。人口的內部流動決定了地產的結構分化。美、日、韓、澳、加等國城鎮化過程中，超過100萬人口的城市的人口占比都是上升的，所以人口向大城市集中是大勢所趨。

中國的資源分佈更加集中，人口更會向一線城市流入，推升房價。

非理性因素：貨幣超發和風險偏好。第一，中國貨幣超發導致一線房價暴漲的同時，人民幣匯率卻保持了相對穩定，這使得一線城市房地產資產的美元價值急劇飆升，根據我們的測算已可買下半個美國，資產存在被高估的風險。第二，08年以來中國一線城市售租比巨幅攀升，而美、日、英等國售租比出現大幅飆升後最終都跌回了原點。第三，我國人口流入多、住房需求旺盛的一線城市空路率達到20%，說明居民購房動機存在投資甚至投機成分。

未來房價走勢的變數：風險偏好的變化。非理性繁榮一詞是指基於心理基礎的投機泡沫：新的投資者入場不是為了資產本身的價值，而是預期價格進一步上漲，從而使泡沫變大。中國一線城市人口流入速度已經大幅放緩，而一旦像之前的創業板一樣，加杠杆成為房價上漲的“故事”，地產市場就危險了。

貨幣政策的選擇：日本 VS 俄羅斯模式。如果一個國家的房價永遠暴漲，理論上最終可以把全世界買下來，但這顯然是荒謬的。貨幣超發導致房價暴漲後有兩種結果，一種是日本模式，房價跌回去；另一種是俄羅斯模式，房價永遠漲，但匯率一直貶。而中國1月份以來放出天量信貸，房價再度上漲，意味著俄羅斯模式的概率也在上升。未來到底怎麼走，還需要拭目以待！

誰會成為下一個風口？

1、投資環境驟變，資金尋找新的風口。市場熱點正由大眾創新萬眾創業轉向週期行業的供給側改革，大宗商品的“黃金時代”逐漸來臨。投資期貨恰逢其時，上有政策暖風頻吹，中有資金尋找風口，下有企業風險對沖需求，此外，選擇期貨投資還具有資金利用率高、T+0 流動性好、定價權國際化以及內幕交易少等優勢。

2、錢太多，大宗商品重回金融屬性。期貨市場是小眾市場，2015 年期貨市場保證金 3800 億，對目前 40 萬億總市值、每天成交額 5000 億左右的股票市場，在“穩健略偏寬鬆”貨幣政策背景下，10%的資金流入期貨市場，便可催生期貨的普漲行情。

3、技術觸底，是投資期貨的最好理由。供給側改革讓市場再度聚焦期貨市場。2016 經濟軟著陸關鍵看供給側改革，吸引資金不斷進入商品市場，消滅僵屍企業，房地產去庫存，裝修建材與家電汽車等的需求提升，以進一步觸發了期貨行情。儘管基本面還有待回暖，但經過 5 年多的回檔，技術築底跡象明確。

4、股市異常波動引發風險對沖需求。2016 年市場愈發關注避險工具的使用，具有對實體經濟防範風險的工具越來越受到重視，一方面是實體企業對風險對沖工具的重視，另一方面是期貨市場的金融屬性顯現。

5、期貨法立法，櫥窗效應顯現。給予期貨市場法律地位，期貨法的出臺大力支持和鼓勵各類經濟實體參與期貨市場，吸引全社會的沉澱資本通過期貨、期權與金融衍生品工具，實現對社會資源進行優化配路和重組，滿足實體經濟發展需要，提高實體經濟的運作效率。此外，維護開放型經濟體制。重視健全交易者保護制度，維護金融消費者權益成為立法的重點領域。

6、期貨投資機遇在哪裡？重點推薦化工橡膠、有色鎳、貴金屬黃金等品種，這些品種已逐步從底部走出，形成了一輪中級反彈行情，扭轉了多數商品期貨下跌態勢。

風險提示。品種分化，順勢而為，控制好持倉風險。

大市導航

建材：需求側供給側“魚與熊掌兼得”，建議配路水泥玻璃

週末兩個事件在需求側進一步強化了週期品邏輯：一是大宗商品價格暴漲，二是兩會對寬鬆政策繼續加碼（財政赤字率以及 M2 增速目標上調）。

儘管我們深信需求側復蘇與供給側改革兩者本身是邏輯不相容的。產能未去，盈利先升，必然加大後續產能出清難度。但我們認為供給側改革政策短期內難以證偽，且政策陸續出臺（煤炭鋼鐵各區

域相應配套政策，水泥或在爭取頂層政策檔）將使得主題持續發酵；需求側寬鬆政策加碼以及部分週期品漲價強化基建及地產復蘇預期。短期需求側及供給側邏輯疊加共振有望推動週期板塊行情繼續前行。邏輯證偽前，週期品將呈現“魚與熊掌兼得”的蜜月期。

因此繼前期第一次建議配銜水泥後，我們建議配銜水泥及玻璃股。水泥玻璃較之其他前期強勢週期品種特點：一是前期漲幅落後，估值偏低（多數水泥股僅較淨資產小幅溢價），機構持倉水準亦較低；二是短週期基本面趨勢更為配合，與煤炭行業淡旺季節奏不同，氣溫升高後，水泥及玻璃行業逐步進入全年第一個小旺季，需求及價格有望環比回升（近期水泥企業出貨量回升較為明顯，3月1日沿長江熟料首次提價20元/噸）。

標的選擇方面，水泥股我們建議從低PB估值、漲價區域、重組預期三個維度篩選，推薦海螺水泥（低PB、漲價區域）、華新水泥（低PB、漲價區域、重組預期）、冀東水泥（低PB、重組預期）、祁連山（低PB、重組預期）、天山股份（低PB、重組預期）、萬年青（漲價區域）等。玻璃股我們推薦浮法玻璃業務占比最高，成本優勢顯著的玻璃龍頭公司旗濱集團。

除了建議關注自上而下的供給側改革主題機會外，我們基於自下而上邏輯推薦成長股再升科技、長海股份、東方雨虹，關注偉星新材。

風險提示：供給側改革政策不達預期，水泥旺季跌價等。

資訊服務：個股價值逐漸顯現，看准細分領域大方向

政府重視網路空間經濟和“互聯網+”戰略

從“十三五”規劃的草案中，我們看到政府對網路空間經濟和互聯網+戰略的重視，戰略性新興產業增加值占國內生產總值比重達到15%。其中提到了“形成萬物互聯、人機交互、天地一體的網路空間，發展現代互聯網產業體系”；強化資訊安全保障，特別提出了實施國家大資料戰略，把大資料作為基礎性戰略資源；以及在政府大資料共用方面的開放。所以，“十三五”規劃指明了對政府大資料、政務雲、人機交互、網路安全的重點支援。

個股價值漸顯，找准大方向

目前機構對電腦的持倉比例預計在10個點左右，持倉比重已經較低。11-12年的傳統賣License模式已經在逐漸變化，板塊再跌到那時20多倍的估值水準的可能性較低。目前個股價值逐漸顯現，看准大方向。建議關注人工智慧（川大智勝、長高集團、東方網力、佳都科技）、雲計算（中科曙光、太極股份）、IT安全（綠盟科技、啟明星辰）等方向及個股，以及內生高增長PEG<1的個股，如華宇軟體和網宿科技。

不確定性因素：系統性風險。

家用電器：家電行業近期觀點

我們重點推薦美的集團，主要還是看好這個時點空調龍頭的投資機會。目前時點推薦空調的邏輯：1) 上游地產復蘇，15 年的成交量明顯回升，全年銷售面積 12.8 億平米，僅略低於最好的 13 年的 13.1 億平米。16 年樓市持續火爆，各類刺激地產去庫存的政策頻出；2) 庫存問題市場已經有充分預期，去年庫存之所以成為壓力一方面是需求差，另一方面是上游原材料處於跌勢，在跌價趨勢中大家都不願意囤積庫存，但目前上游原料價格已觸底回升；3) 空調銷量增速拐點已經出現，4 季度觸底，1 季度起持續改善，而歷史上空調銷量增速的拐點與估值拐點基本同步出現；4) 業績角度，2015 年業績已經觸底，2016 年增速將明顯回升。綜上，無論是從上游景氣度、下游經銷商對庫存的态度、行業銷量增速，還是業績角度，我們認為空調拐點已到，加上空調龍頭估值有明顯安全邊際，分紅率高，是現階段不錯的配額品種。推薦美的集團。另外，從業績角度看，小家電/廚房大家電受益集中度提升逆市保持了 20% 以上的高增長。由於具有較好的延展性，並受益口紅效應，預計未來仍將保持 20% 左右的穩健增長，推薦蘇泊爾、老闆電器與哈爾斯。小天鵝 A 業績快速增長、在手現金豐沛、估值很低，給予推薦。

風險提示：需求不振，去庫存進度低於預期。

通信設備：確定性成長下的高景氣--光通信全產業鏈再迎春天

兩會公告的十三五規劃綱要中，對通信行業提出“構建泛在高效的資訊網路，加快構建高速、移動、安全、泛在的新一代資訊基礎設施”等利好政策，尤其強調了“完善新一代高速光纖網路”，實現“5 萬個行政村通光纖”“2020 年城鄉寬頻網路全覆蓋”。

我們認為，從去年光纖光纜量價齊升和中國移動 1.1 億芯公里光纖光纜的全球第一採購量（占全球需求的 30%）就已標誌著國內光纖網路再次迎來春天。

從需求端來看，互聯網、尤其是移動互聯網流量每年翻番增長速度將保持下去，對視頻 4K/8K、虛擬實境 VR 的內容消費將有效拉動資訊基礎設施的建設規模，光通信產業的景氣週期也將拉長到 3~5 年。預計 2016 年國內光纖光纜市場總需求將達到 2 億芯公里，在全球占比超過 55%，而國內光通信設備市場規模也將占到全球的 35%，超過 60 億美金。

從供給端來看，三大運營商從去年就已開始加速光纖網路基礎設施的建設節奏，100G 的應用規模屢創新高，下一代矽光技術快速突破（已部分應用於資料中心 DC 互聯場景）。尤其是中國移動強勢啟動全光寬頻的全國性網路建設，更加刺激了行業供給預期。僅從光模組來看，2015 年全球超過 50 億美金出貨量，預計 2020 年整個光模組空間將超過 70 億美金，其中，10G/40G/100G 將近 45 億美元，而 100G 光模組的年複合增長率將近 25%。

我們認為，光通信作為 TMT 領域為數不多的持續高景氣子行業，十三五規劃光通信再獲政策加碼、未來幾年成長性確定，在上半年防禦價值凸現，建議關注光通信產業鏈：烽火通信/中興通訊（設備）、光迅科技/新易盛/天孚通信（光器件&模組）、亨通光電/中天科技/永鼎股份等（光纖光纜）。

主要風險因素：相關板塊估值波動。

重慶啤酒（600132）：啤酒行情悄悄展開，重啤珠啤率先發力

重慶啤酒 2015 年業績欠佳源于關停分廠，一次性計提資產減值損失和員工遣散費用。長期看，解決了公司在地區生產佈局上覆蓋範圍重疊、生產供應冗餘的問題，並且提高了公司的產能利用率，也解決了老化設備運營成本高而生產效率低的問題。

嘉士伯全球範圍裁員，映射核心策略轉變。西部啤酒王專注於提升效率而不是搶佔份額，優先行業其他公司開啟“節流”舉措，有望通過減少費用支出提升公司淨利率。

核心品牌授權，利好產品升級。嘉士伯授權許可重慶啤酒繼續使用嘉士伯（Carlsberg）及樂堡（Tuborg）商標，同時將凱旋 1664 白啤酒（Kronenbourg 1664 Blanc）及怡樂仙地（Jolly Shandy）商標授權許可公司使用。上述四個品牌商標均為嘉士伯的優質品牌資產。公司高端占比提升較快，1H15 樂堡同比增 148%。

我們率先看多啤酒行業，並給予行業“增持”評級。優先推薦主業改善明顯的重慶啤酒、率先發力精釀的珠江啤酒、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。經濟增速放緩拖累消費。

中儲股份（600787）：中儲股份點評

- 1.中儲股份發佈公告，其實際控制人中國誠通成為國有資本運營公司試點，後續發展值得期待。
- 2.與巨頭普洛斯的合作進行標準化倉儲改造，空間巨大。地產是物流倉儲基礎，是貨物短期中轉的設施保障。目前中國物流設施總供給不足，2014 年人均物流面積僅為美國的 1/12，同時現代物流設施稀缺，占比僅 18.2%。公司具備強有力的資源背景，擁有倉儲客戶 5000 余家，客戶資源穩定，出租率高。並在全國 114 座城市設立了分支機構，擁有 40 餘家倉庫，未來在現代物流設施的標準化改造上有巨大空間。倉儲收入穩定也為後續物流設施資產證券化做出鋪墊。

3.公司公告收購 Partners Limited (摩科瑞)所持 Henry Bath & Son Limited (HB 集團) 51%股權，承擔境內外金屬交割庫角色，進一步拓寬倉儲收入來源。

風險提示：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。