

2016年04月07日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀經濟

### 策略之期貨：油價震盪上漲是大概率事件

邏輯：①短期商品整體維持寬幅震盪或繼續上漲的概率較大。如果進入負利率時代，全球經濟金融又進入了新的環境之中，對油價產生新影響，未來2個月任何一個經濟資料的改善都可以被多頭利用進行炒作，短期商品整體維持寬幅震盪或繼續上漲的概率較大。

②目前油價到40美元還有20%上升空間。2016年兩會上，國務院總理李克強指出，去年中國從俄羅斯的石油進口又增加了800多萬噸，但是貿易額下降。美國原油庫存繼續錄得歷史高位，直到原油庫存開始大幅削減，否則原油價格在40美元/桶的阻力區間將面臨重重阻力，目前油價到40美元還有20%上升空間。

③當原油價格升至40美元/桶及以上時，葉岩鑽井就會“複出”。美國北達科他州一些地區的保本價格位於20-25美元左右。當原油價格漲至足以誘人的地步，將會有一波規模未明的產能巨浪迎面而來；短期看油價仍處於25-40美元區域盤整。

風險提示：美元風險，大宗商品市場價格波動風險。

## 大市導航

### 非銀金融：NBV 增速創新高，防禦價值凸顯——保險行業 2015 年報回顧暨二季度投資策略

2015年保險公司業績超出預期：新業務價值增長37.6%，創近年新高。1) 四大上市保險公司淨利潤較2014年增長29.6%，其中壽險利潤總體同比增長15%，產險同比增長59%。2) 由於投資收益率提升，上市公司淨資產和內含價值較年初大幅增長15%以上。

加倉權益投資，投資收益率達7.2%，2016年或面臨較大投資壓力。2015年總投資收益率達到近年來最高水準。2015年保險公司普遍降低債券投資和定期存款配路，加大權益類投資和非標投資，淨投資收益率、總投資收益率、綜合投資收益率持續提升。2016年保險公司面臨資產配路壓力，預計將持續增加非標和海外投資，但新增投資收益率將顯著下滑。

壽險價值經營成果顯著，個險保費和價值實現雙重高增長，新業務價值增速創歷史新高；產險保費增速回落，但盈利水準顯著提升。1) 2015年壽險公司堅持管道結構、產品結構和期限結構改善目

標，國壽、平安、太保、新華 2015 年個險管道保費占比分別達到 62.1%、89.8%、84.1%和 45.9%，NBV 增速分別為 35.6%、40.4%、37.8%和 34.8%，行銷管道重要性進一步提升，有助於價值長期增長。預計 2016 年行銷員管道保費和價值穩定增長，新業務價值仍保持較高增長。2) 車險保費增速回落明顯，綜合成本率穩中有降。人保財險和平安產險依靠其管道、產品、成本、資料等優勢，通過發展強勢非車險險種，仍將維持較高的承保盈利；太保產險實現承保盈利，業務未來改善空間較大。

2016 新業務價值保持較快增速，估值處於歷史低位，攻守兼備，推薦中國平安和新華保險。2016 年保險開門紅業績快速增長，為全年打下良好基礎。2016 利差收窄的可能性較大，但是市場對於利差收窄和利差損風險已經充分反應，悲觀預期或將改善，而低息環境下，保險產品吸引力顯著增強，保單銷售持續好轉，個險新單保費和新業務價值增速仍會較快。

風險提示：權益市場下跌導致業績與估值雙重壓力。

### 醫藥與健康護理：管中窺豹——從國務院推廣三明醫改模式看中國醫藥產業之變遷未來

2016 年 3 月 31 日，國發„2016“21 號文提出：“在部分綜合醫改試點省推廣福建省三明市醫改做法和經驗”，正式從國家層面對三明醫改給與了肯定，三明醫改模式有望推開。

三明市醫改從 2012 年開始進行，在醫藥、醫療、醫保三方面進行了系列改革，其改革要點為：

- 1) 一把手掛帥、三醫聯動。改革將三明市 24 個醫保相關部門整合成為醫療保障基金管理中心，醫保經費直接由醫保中心支付給代理商，不經過醫院環節。
- 2) 工業、流通、醫院三管齊下控藥價。藥品招標限價採購，唯低價錄取，壓低工業企業藥價；流通環節“兩票制”，暨從藥廠到醫院僅經過 1 層代理，壓低流通環節加價；醫院“零差率”，消除終端加價。
- 3) 提升醫療服務價格，提升醫生陽光薪酬。改革後，2015 年醫務收入較 2011 年增 126.75%，掛號費、手術費、護理費有不同程度的上漲，大檢查費用下降。2015 年醫務人員人均年工資 8.90 萬元較 2011 年增 110.90%。

對二級市場影響：

- 1) 仿製藥企和非創新型器械企業盈利能力將持續下滑。藥占品和耗材比顯著下降，三明市 22 家公立醫院藥品和耗材占比從 2011 年的 60.08%降至 2015 年的 35.22%。
- 2) 醫務收入占比顯著提升，利好服務占比較高的康復、眼科等專科醫院，相關標的關注：愛爾眼科、澳洋科技、湖南發展等標的。

3) 處方藥外流是大勢所趨，利好具有零售基礎的流通企業和具有處方藥承接能力的藥店，相關標的關注：嘉事堂、上海醫藥、國藥一致、益豐藥房、老百姓、一心堂。

4) 推行“兩票制”，從藥廠到醫院僅經過一個代理商，流通行業集中度大幅提升，利好全國性或區域性的大型流通企業，相關標的關注：上海醫藥、嘉事堂、瑞康醫藥等。

風險提示：政策推廣進度和力度較慢。

### 商業貿易：多省市國企改革細化方案出臺

目前已有上海、廣東、山東、江西、四川、重慶等多個省市制定並出臺了國企改革相關細化方案和試點計畫，其中地方國資證券化是重要內容。隨著改革不斷深化，以混合所有制為導向的國有企業市場化兼併重組將加速，整體上市以及整合重組等將是地方國企改革的主要方向。

零售處於競爭領域且多具充沛現金和優質物業，估值和盈利均處於歷史低位，而監管者和管理層等對行業格局和前景的認知更為明朗，國企改革有加速推進機會，破除機制障礙，迎來價值兌現和轉型創新。

國企改革升溫，提示關注相關標的：老鳳祥等上海本地商業股（疊加迪士尼概念）、重慶百貨、小商品城、中百集團、鄂武商 A、歐亞集團、王府井、北京城鄉、銀座股份、合肥百貨等。

風險因素：國企改革進度慢於預期。

### 旅遊服務業：挖掘後續有亮點的底部品種

從個股角度，近期影響股價的因素主要有：年報和一季報情況、國企改革預期升溫對於個股的影響、其他個股性機會。

我們綜合上述三個方面，結合估值及前期的市場表現，重點推薦仍處於底部的三特索道、中國國旅。看好前期重點推薦的黃山旅遊和大連聖亞！

三特索道：（1）旅遊主業業績反轉確定，尤其是高鐵通車後，梵淨山業績將維持快速增長，我們預計一季報將靚麗；（2）公司目前總市值不足 32 億元，僅貴州梵淨山+華山索道便可支撐現有的市值（2017 年合計利潤超 1 億），而旗下 16 個自然景區 2019 年以前將全部通高鐵，未來 5 年將是價值實現的黃金期；（3）武漢當代通過二級市場購買股票成為第一大股東，我們估算持股成本約 18 元，算上 3 年來的時間成本，並不比現股價低（22.87 元）。主要風險是：市盈率仍較高，旅遊業的突發事件風險。

中國國旅：（1）首都機場免稅店招標事宜，我們預計二季度應該有結果，且中免中標的概率最大；如若中標首都機場，預期 2018 年中標浦東機場順理成章，那就等同於再造一個中免；（2）國旅集團與港中旅集團合併正推進中，我們預計下半年有望完成，港中旅集團有市內免稅店牌照，屆時注進來順理成章，該牌照與公司有很強的協同效應；（3）公司聯手其他 3 家領先出境旅行社，共同拓展海外零售（免稅）業務，我們預計年內有望實現項目落地；（4）公司屬完全競爭領域，將受益國企改革的推進。

風險提示：能否中標首都機場免稅店，存在不確定性。

### 食品：白酒行業基本面最佳，啤酒板塊預期差最大

白酒：長期看白酒消費需求從小幅上升到小幅下降，統計資料失真誤導投資者預期，價格升級是歷史繁榮的主因，也是未來行業發展的核心驅動力。高端需求觸底回暖，公務消費繼續下滑概率很小，商務與大眾消費升級長期持續。中、低價位或區域市場龍頭企業市場份額將提升，龍頭企業更具競爭實力，在中、低價位或區域市場仍有望實現量價齊升。我們 2016 年策略報告提出“節流優於開源，可選優於必需”，認為白酒穩字當頭，確定性最好。近期上漲是對耐心者的獎勵，年內可能依然如此。後續仍有利好，包括通貨膨脹、基建開工、深港通和滬倫通等。短期空間要看市場風格變化。

啤酒：我們認為啤酒行業的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。基於上述分析我們認為啤酒板塊整體都將迎來投資機遇，優先推薦區域優勢明顯且有國企改革預期的燕京啤酒、主業改善明顯的重慶啤酒、率先改革併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（港股）。

投資建議：穩健組合推薦洋河股份（體制機制優勢明顯，業績超預期）、貴州茅臺（消費需求回暖，高端地位穩固）、五糧液（改革增強市值管理動力，利好逐步顯現）、雙匯發展（美式新品開始上市，成本控制優勢顯著）、伊利股份（全產業鏈競爭優勢和全球資源整合能力突出）。轉型組合推薦雙塔食品（打造全球最強高端豆類蛋白產業鏈）、金禾實業（技術領先的甜味劑龍頭，設立新興產業並購基金）、保齡寶（收購留學教育資產 A 股最佳）。國改主題推薦燕京啤酒（改革籌備已久，股權變化可能帶來業務協同）、珠江啤酒（管理層參與定增，業績超預期）、\*ST 酒鬼（中糧管理團隊進駐，旗下唯一白酒上市平臺）。

風險提示：系統性風險等。

## 電氣設備：三部委聯合印發《機器人產業發展規劃》，推薦核心標的

(1) 工信部、發改委、財政部聯合印發《機器人產業發展規劃（2016-2020年）》，引導我國機器人產業快速健康可持續發展。

(2) 產業規劃方面，提出五年目標，形成較為完善的機器人產業體系，關鍵零部件取得重大突破，集成應用取得顯著成效。同時提出細化的“五項任務”：突破弧焊、手術、智慧護理機器人等十大標誌性產品。突破高精密減速器、高性能伺服電機和驅動器、感測器等五大關鍵零部件。

(3) 政府扶持方面，提出“六項政策”：加大財稅支持力度，支持機器人及其關鍵零部件研發、產業化。同時拓寬投融資管道，進一步提供資金支持。

(4) 我們看好在“標誌性產品”“關鍵零部件”佈局，具備持續成長力的公司：新時達、匯川技術、科大智慧、科遠股份、長園集團、宏發股份等。

新時達：“核心部件-本體-系統集成”全產業鏈佈局；攜手國投創新，持續謀求自動化產業外延。2016年起，白電等自動化業務迅猛拓展。

匯川技術：通用伺服基於對標松下，進口替代，及消費類電子需求旺盛。同時通過並購基金，在現有“核心部件+電氣”解決方案基礎上，夯實核心機械、軟體平臺解決方案。

科大智能：智慧裝備新秀，實現“智慧移載機械臂（手）-智慧物流輸送機器人（腳）-柔性生產線（身）”佈局，將繼續通過並購、孵化，向服務、特種機器人拓展。

科遠股份：聚焦非標機器人，凝汽器清洗機器人和鍋爐 CT 拉動 2016 業績近翻倍增長。攜手東南大學機器人研究所、無錫漢神電氣，強勢拓展康復機器人、焊割領域智慧製造解決方案。

長園集團：收購精密測試領軍企業-運泰利，具測試針、複合糾偏等核心技術，供貨全球 IT 及電子龍頭企業。未來在核心客戶，仍具業務拓展空間。

宏發股份：汽車用感測器完成首款晶片試製，該產品為感測器中頂級產品，公司有望打破外資品牌壟斷，預計 2016 年進入汽車後裝市場。

風險提示：市場競爭風險等。

## 農業：農業二季度投資策略

二季度依然建議投資者超配農業，核心理由：1) 從盈利表現看，養殖類個股，無論是豬股的業績兌現，還是禽股的業績實質性逆轉都將推動整個農業股的一季報/半年報表現，必然極其優異，預計在全市場中也將名列前茅。2) 從投資的情緒看，對於通脹依然會有深深的擔憂，農業是典型的

通脹受益板塊。但同時，我們也看到整體農業股已經存在較為明顯的絕對和相對收益，所以相對於一季度不用多加考慮的加配動作，二季度我們需要更仔細的推敲，踏准節奏。養殖及相關產業依然是投資的主線，禽鏈因為祖代雞進口受阻將出現顯著的供不應求，不同於過去的短週期行情，**2016-2017** 將是整個行業景氣度持續提升的年份，禽鏈上所有公司均有投資機會，回檔是較好的加倉機會，首選業績彈性大、估值不貴的白羽雞龍頭聖農發展。豬價高位震盪，仍有較大的配股價值，首選牧原股份和溫氏股份。另外，關注盈利有增長，估值不貴的個股，比如海大集團、登海種業、中牧股份等。

風險提示：系統性風險等。

## 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。