

2016年04月11日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

貨幣的陷阱

1. 美元繼續貶值。上周美聯儲公佈了3月議息會議紀要，暗示4月不宜加息，並推動美元指數再創新低。其主要理由有三，一是經濟增長依舊溫和、投資相對偏弱；二是通脹仍低於2%目標、通脹預期仍低；三是出口下滑，海外經濟和金融市場風險增加。
2. 日元大幅升值。近期歐洲和日本股市明顯弱於美股，美股已經反彈至去年11月的短期高點，而日本、德國股市比去年11月下落了10-20%。一個重要的原因在於匯率分化，美元超預期貶值，而日元、歐元大幅升值。上周日股再創新低，源于日元兌美元大幅升值3%，創14年10月以來新高。
3. 中國外儲回升。受益于美元貶值，人民幣兌美元在今年2月以來持續升值，也使得資本外流短期改善，3月外匯儲備出現5個月以來的首次正增長。上周貨幣利率明顯回落，應與外儲改善有關。
4. 貨幣轉向穩健。上周央行大幅回籠2750億貨幣，將過去3周淨投放貨幣全部回收，貨幣政策轉向穩健，主要或有兩大原因：一是通脹持續回升，我們預測3月CPI回升至2.5%，4月繼續回升至2.7%；二是貨幣持續高增，債務風險加大。
5. 經濟改善減弱。雖然PMI、地產銷量回升等印證3月經濟明顯改善，但在3月主要城市地產調控政策出臺之後，4月上旬地產銷量增速明顯回落，4月上旬6大集團發電耗煤增速明顯下降，也從側面印證經濟改善力度正在減弱。
6. 風險只是延後。2月以來國內資本市場明顯改善，與國內外兩方面環境的改善有關，從海外看美元大幅貶值、推動人民幣短期升值，改善了資本外流的預期。從國內看經濟短期改善，而通脹依然溫和。但美國加息是遲到而非缺席，美元貶值或是美麗陷阱。對於人民幣而言，匯率升值短期固然令人歡樂，但由於貨幣超發的實質未改，通脹持續回升、經濟改善難持續的惡果正在逐漸體現，其實禁不起風吹雨打。

反彈在猶豫中前行

本輪反彈核心邏輯是國內外政策暖推動風險偏好上升，行情走勢需跟蹤政策動向和情緒高低。4月中旬經濟資料和一季報密集公佈，創業板預告顯示盈利向好，相比15年Q4，情緒回升一半，真正考驗是下旬的國內外政策期。反彈在猶豫中仍將繼續，清醒地參與，全年仍是震盪市、運動戰，短期維持高彈性品種，如新能源汽車、娛樂體育、券商、軍工。未來穩健時選消費品，如養殖鏈、白酒、中藥。

風險提示。創新、改革不及預期，美聯儲加息、國內通脹水準超預期，海外金融市場波動。

大宗商品二季度面臨需求端與技術面雙重考驗

一季度，在聯儲加息延遲與國內供給側改革以及進入基建旺季等因素影響下，大宗商品走出了強勁的反彈行情，由於加息進程的不確定性，尤其是供給側改革效果短期內難以漸顯，特別是儘管進入傳統旺季，但需求端的改善不明顯，導致大宗商品行情回落。

商品的金融屬性在此次行情中扮演了重要角色。由於股市低迷，房地產價格急劇攀升後的風險顯現，導致資產荒，投資資金尋找新的風口，而期貨的T+0、高杠杆以及5-6年的熊市回落後築底跡象顯現，逐漸成為場外增量資金追逐的風口。

3月商品期貨交易活躍程度可以從中期協統計資料得到驗證。3月全國期貨市場交易規模較4月大幅上升，以單邊計算，當月全國期貨市場成交量為5.4億手，成交額為23萬億元，環比分別增長169%和143%，但由於期指的限倉，儘管期貨市場同比成交量增長56%，但成交金額還是下降了52%。

進入二季度商品面臨基本面與技術面雙重考驗。技術上看，由於5到6年價格的觸底，技術上存在對前期低點的再度考驗。

基本面由於缺位，二季度存在著基本面回暖的證偽。

以銅為例，3月7日滬銅創下年內新高之後，3月22日大幅反彈無法突破前期高點。由於需求端沒有明顯改善，使得銅價向下尋找支撐。從基本面看，上游複產是大概率事件。加上需求端乏力，銅價下行壓力較大。

雖然產出環比溫和下降，但是精煉銅進口量持續增加。資料顯示，2016年1—2月中國進口精煉銅較2015年同期大幅增長27.5%。特別是，上期所在3月18日創下39.5萬噸的歷史最高紀錄。

從原材料來看，一季度全球銅礦產出下降並不明顯。從下游消費行業來看，1—2月電力設備如發電設備較2015年同期大幅下降17.9%。儘管1—2月全國電網工程完成投資449億元，同比增長35.8%，但是目前電網建設主要是特高壓，主要輸送電纜是架空電纜，原材料主要是鋼鋁絞線。

地產方面，有色金屬在地產中的消費主要是竣工的後期階段。1—2月房屋竣工面積同比增長28.9%，可能帶來部分銅線需求回暖，但持續性存在不確定性。

一季度大宗商品的反彈、樓市的火爆以及一二月份CPI的回升都離不開M2增速的上升。而豬週期引發的通脹抬頭，將對流動性擴張產生潛在的威脅。當然，在穩增長的基調下，貨幣不大可能從寬鬆快速逆轉為收緊，但很難對銅價提供金融屬性的持續支援。

可以說，流動性外溢，資金尋找投資風口是一季度銅價反彈的主要原因。二季度產出的恢復增長、潛在的高庫存以及需求不振，都可能給銅價帶來潛在的下行壓力。

此外，農產品方面，國內農產品大多面臨高庫存問題。農產品取消臨儲制度轉為直接補貼的市場化機制為大勢所趨。2016年在庫存高企和補貼政策改革驅動下，國內玉米、棉花價格傾向於向下調整，逐步接軌國際價格；油料油粕因需求下滑也將面臨一定回檔；白糖新榨季因產量下滑造成供需趨緊，有望出現向上修正的走勢。

風險提示：聯儲加息進程再度變化與基本面回暖的不確定。

大市導航

有色金屬：鴿派聯儲能否拯救金屬？

近期鴿派言論後，基本金屬表現疲弱：不加息體現全球經濟悲觀預期。3月中國經濟好轉與刺激空間減弱兩者對沖，板塊預計震盪行情。貴金屬全年配額推薦；但單就二季度而言，3月不加息利好兌現以震盪為主。行業關注點：債轉股凸顯供給側改革勢在必行。鎢和稀土收儲，看好鎢價反彈。近期新增低估值標的推薦：橫店東磁，業績高增長；寧波韻升，股權投資實力強。

風險提示：美聯儲加息，系統性風險。

紡織與服裝：錨定增底價，尋找安全邊際

非公開發行方案的提出意味著公司戰略的進一步推進，未來成長可期。其定增底價也往往被投資者視作價格錨，作為投資決策的依據之一。我們通過對紡服板塊35家左右已發佈定增預案的公司進行梳理和跟蹤，按照三條篩選標準試圖挖掘定增主題中具有相對安全邊際的投資標的。

首先，現價與定增底價倒掛被視作強有力的支撐。前一波市場反彈已使得部分標的走出了倒掛的境況，但仍有以下標的存在倒掛現象，建議關注：華紡股份（倒掛 25.9%）、華孚色紡（22.9%）、美邦服飾（20.5%）、新野紡織（5.42%）、申達股份（4.9%）、雅戈爾（1.9%）。

其次，已經通過發審委，以及證監會核准發行的，目前溢價（現價高於定增底價）10%左右及以內的標的，對此投資者會有較強的公司維穩預期，尤其是臨近發行。此類標的建議關注：雅戈爾（證監會批准、倒掛 1.9%）、搜於特（發審通過、溢價 3.4%）、美盛文化（發審通過，4.0%）、探路者（證監會批准、10.7%）。

最後，小市值（我們選取 40 億市值為標準）標的具有較強的轉型或重組預期，因此相對安全，尤其是其定增過審、臨近發行的，預期會更強烈。此類標的建議關注：潯興股份（定增已實施、43.6 億市值）、美欣達（證監會批准、32 億市值）山東如意（發審通過，27.3 億市值）。

綜上，結合公司戰略和基本面，我們從以上標的中選出華孚色紡、新野紡織、美盛文化、探路者、潯興股份、美欣達，建議投資者積極關注。

風險提示：非公開發行終止、發行價格調整的風險。

傳媒：自下而上尋找 Alpha 小市值、低估值。

行業增速好，但估值較高，短期建議自下而上尋找低估值、小市值個股。教育：2016 年政策改革預期強，關注立思辰、威創股份、拓維資訊、保齡寶、和晶科技；影視：短期無催化劑，關注暑期檔，華策影視、華誼兄弟、光線傳媒；行銷：

行業增速穩定、優選個股：關注利歐股份、省廣股份、思美傳媒、引力傳媒；遊戲動漫：VR 內容與電競：關注奧飛娛樂、深賽格、掌趣科技、順網科技。體育：中長期看好產業，短期業績為主，關注雷曼股份、道博股份、雙象股份。其他：關注轉型升級的中文傳媒、浙報傳媒、華媒控股、博瑞傳媒、視覺中國。

風險提示：大盤系統性風險。

醫藥與健康護理：關注處方外流趨勢，以及藥品零售板塊機會，重點關注嘉事堂、國藥一致等

進入 2016 年，我們認為，處方外流將帶動零售終端量質齊升，是醫藥行業中少有的趨勢明確向上的子領域。藥占比、兩

票制、招標降價等因素，都在使處方藥從醫院流向醫療機構終端。未來幾年，零售終端的市場規模和業務附加值有望翻倍上升。

我們認為，處方外流將是 2016 年醫藥板塊可以持續的投資主線，全年來看各家領先企業在行動上、業績上都會有明顯體現。重點關注兩類標的：

- 1、擁有良好零售業務基礎的大型流通企業，嘉事堂、國藥一致、上海醫藥、九州通等；
- 2、品牌化連鎖藥店，老百姓、益豐藥房、一心堂等。

風險提示：大盤繼續下跌的系統性風險。

鋼鐵：不會等您太久！

前三個月螺紋日均資源供應減少 11%左右。扣除含硼螺紋出口後，前兩個月日均螺紋資源投放同比下降 15%，前 3 個月同比下降約 11%。

2014 年底突擊出口影響 300 萬噸。鋼企提前得知 2015 年 1 月 1 日取消含硼鋼出口退稅，而提前突擊把約 300 多萬噸鋼材運到保稅區，使 2016 年前 3 個月表觀消費下降到約 8.56%。

唐山世界園藝博覽會實際影響可能不大。一般估計約 100 萬噸，但有心理衝擊。

關注債轉股可能標的。*st 八鋼、西寧特鋼、酒鋼宏興柳鋼股份具有較大可能，而撫順特鋼、包鋼股份、太原鋼鐵則高鐵軍工等核心材料的重要供應者，是國家安全戰略的一部分。

行情不會等待太久。週末鋼價繼續猛漲，盈利改善非常明顯。高點過後螺紋庫存下降幅度明顯比往年大，顯示需求起來明顯，料供需矛盾很快觸發，預計鋼價仍會上漲，股價也會反映。

看漲鋼鐵指數 30%以上。需求側好轉、供給欠帳、鋼價續漲、盈利繼續改善、鋼鐵指數前期跌幅較多是推薦邏輯。看漲鋼鐵指數 30%以上幅度。

建議關注彈性大（噸鋼市值小或市銷比小）、絕對流通市值小、前期漲幅小、不會 st、淘汰受益品種。建議關注大冶特鋼、柳鋼股份、新鋼股份、永興特鋼、三鋼閩光。礦業公司關注金嶺礦業。實際上鋼鐵股趨同性很強，不必追高。債轉股概念

關注：西寧特鋼、酒鋼宏興、撫順特鋼、柳鋼股份。

風險提示。資料可能仍有雜音。

重慶啤酒（600132）：預計 2016 年歷史包袱卸盡 盈利或大幅提升

近日公司披露年報：2015 年實現啤酒收入 32.37 億元，同比增加 4.99%，主要受益於啤酒單價上升。歸屬於上市公司股東的淨利潤-6567.84 萬元，同比下降 189%；基本 EPS 為-0.14 元。公司擬派發紅利 0.2 元/股。

剔除資產減值影響主業實際盈利超過 2 億元，預計 2016 年資產減值較少和關停工廠減虧合計 3.5 億元左右。15 年公司資產減值損失 3.45 億元，2015 年同期 1.91 億元，正常年份僅 4000 多萬元。包括固定資產減值損失 1.89 億元（2015 年同期 2535 萬元）、存貨跌價損失 7867.63 萬元（2015 年同期 1.58 億元）、山城商標減值 5120.06 萬元。隨著公司產能結構和品牌組合梳理完成，資產減值損失將低於正常年份，同時考慮到關閉綦江、柳州、九華山、永川、黔江和六盤水等虧損工廠，2016 年公司業績有望大幅提升。

整體銷量隨行業下滑，但升級產品大幅增長。公司啤酒銷量 98.95 萬噸，同比下降 5.55%，其中重慶和樂堡品牌銷量同比分別增長 363%和 65%。噸酒價格上漲至 3272 元/噸，同比增加 12.08%。國際品牌方面，嘉士伯和樂堡品牌銷量占比已經達到 15%（2015 年同期略超 10%）。15 年 12 月，嘉士伯授權許可重慶啤酒繼續使用嘉士伯及樂堡商標，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。預計 2016 年噸酒價格仍將保持快速增長。

嘉士伯在全球推廣 Funding the Journey 和 SAIL'22 項目，重慶啤酒費用率有望逐年下降。隨著嘉士伯兩大專案（包括公司產品結構梳理、減員節流等計畫）在全球的推廣，重慶啤酒在 15 年對管理架構進行了調整，在公司本部設立管理總部的同時，對執行生產職能的各分公司實行車間化管理，削減了其自身綜合管理職能，將原計入管理費用的部分計入製造費用。公司 2015 年啤酒類毛利率 37.17%，同比減少 7.68pct；管理費用率 7%，同比減少 7.52pct；銷售費用率 14.74%，同比增加 1.48pct。公司還與巴黎銀行合作開發了資金池業務，財務費用率減少 0.88pct，降至 1.31%。公司經營性現金流 4.48 億元，同比增加 8.24%。

嘉士伯在華資產注入公司視窗期臨近。嘉士伯在 2013 年 10 月收購重慶啤酒時曾做出避免潛在同業競爭的承諾，將在 2013 年起 4 至 7 年並爭取在更短時間內，按照符合國際慣例的合理估值水準，將其與重慶啤酒存在潛在競爭的國內啤酒資產和業務注入重慶啤酒。目前嘉士伯在華資產除重慶啤酒外，還有嘉士伯（廣東）、大理啤酒、烏蘇啤酒、華獅啤酒、金山啤酒等，估算與公司體量接近。主要不確定因素。行業競爭持續激烈，啤酒消費繼續下滑。

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。