

2016年07月13日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

順勢而上

股市漲、債市漲、匯率跌為何同時發生？英國脫歐公投之後，國內出現股債同漲、匯率下跌的現象，到底是什麼因素導致了這個現象的發生呢？我們首先從每類資產漲跌的邏輯來推演一下。只有貨幣寬鬆才能導致股市漲、債市漲、匯率跌同時發生。股市上漲的邏輯不外乎三個方面，一是企業盈利的改善，二是貨幣寬鬆導致無風險利率的下降，三是改革預期提高等因素導致的風險偏好的提升。債市上漲可以從兩方面解釋：實體經濟變差和貨幣政策寬鬆，而匯率貶值短期可以用貨幣超發來解釋，長期可以用經濟增速下滑、國際收支惡化解釋。由此可以看出，股市債市上漲、匯率下跌同時發生，唯一的合理解釋就是貨幣政策寬鬆了。

政策環境在發生微妙變化。（1）海外貨幣寬鬆預期升溫。英國脫歐公投之後，多國央行表示將採取進一步貨幣寬鬆政策，海外貨幣寬鬆預期升溫。（2）國內政策已經在微妙變化。6月製造業PMI下降至榮枯線的50%，CPI環比下降0.1%，同比上漲1.9%，PPI環比下降0.2%，同比下降2.6%。這個增長和通脹的組合，加上英國脫歐後海外經濟受影響，預示著國內階段性政策將再次走向寬鬆。央行在6月份淨投放了5350億基礎貨幣，為年內第二大貨幣淨投放月，已經顯出端倪。

此外，對中國很有利的是，由於英國脫歐，海外金融市場受到衝擊，雖然人民幣5月來再次貶值，6月份我國外匯儲備增加134億美元，大超市場預期，這為國內政策階段性偏松營造了較好的外部環境。除此之外財政穩增長作用也在加大，基建投資累計同比從2月的15.71%增至5月的19.75%，五六月份發改委批復的基建項目數量環比明顯增多。

順勢而上，保持樂觀。（1）今年宏觀調控是“區間調控、定性調控、相機調控”，因此經濟不好時政策松、股市漲，經濟好時政策緊、股市跌。1月底-4月中市場漲源于經濟差時政策松，4月中-5月底市場跌源于經濟好後政策收，現在又到經濟資料不好、政策松的階段了。（2）順勢而上，保持樂觀。6-12個月的中期而言，維持震盪市格局判斷。短期2個月，維持《天平傾向多方—20160626》、《多頭市場-20160703》、《勢已起，勿懷疑—20160710》中的樂觀判斷，震盪市裡面短期市場的波動，取決於經濟和政策的動態變化，經濟不好時政策松、股市漲，經濟好時政策緊、股市跌，目前再次步入政策走向偏松的情況，且改革仍在推進中。從市場形態看，利空階段性出盡，多方力量已經占上風，均線系統成多頭排列。

融資餘額不斷增加，最近兩日滬股通也有34億的大幅流入。此外，成交量和換手率逐步加大，風險偏好已經在回升中。

短期行情已經走在多頭市場的路上，目前應順勢而上、保持樂觀。中期半年中性。以醫藥、農業、食品飲料、家電等穩定增長類股為底倉，短期彈性品種如券商、軍工。

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。

風暴眼中的義大利銀行業：這次歐盟會怎麼做

經濟復蘇緩慢，基礎仍然薄弱。義大利是歐盟第三大國，GDP 占歐元區 15.7%，經濟地位舉足輕重，但主權債務等潛在結構性風險也在不斷挑戰歐盟對義大利的監管和約束能力。主權債務危機之後，義大利於 2011-14 年陷入持續衰退，2015 年起初現緩慢復蘇跡象，但增速仍低於德、法和歐元區整體，16 年 1 季度 GDP 同比僅增長 1%。而自 15 年 8 月以來，義大利失業率徘徊於 11.5%-11.7%之間的高位；同時今年以來義大利通脹掉頭向下，再次落入通縮區間，均顯示經濟復蘇基礎非常薄弱。其中投資對 GDP 的拉動作用較小，持續脆弱的銀行業是主要原因。

銀行壞賬高企，救助方案懸而未決。不良貸款極高，銀行經營困難：義大利銀行業不良貸款率高達 18%，處路不良貸款帶來直接損失，加之經濟低迷、負利率衝擊，銀行業盈利大幅下降，前兩大銀行 1 季度盈利分別下滑 21%和 24%，銀行業債務違約風險陡增。自救力不從心：英國脫歐令歐洲經濟復蘇前景面臨更大風險，義大利銀行業問題凸顯，急需資本增援。

但股價大跌、市值縮水進一步限制了義大利銀行業的外部融資能力，同時已經採取的禁止賣空銀行股、通過政府擔保為銀行提供流動性支持等救助措施效果有限。他救方案難產：義大利政府近期提出 400 億歐元的政府直接注資計畫，但因與歐盟統一監管規定產生衝突，又遭到德國和歐盟的反對。

刺激援助政策受限，義大利與歐盟矛盾激化。歐元區的一體化政策令義大利難以有效刺激國內經濟，意歐之間存在矛盾：

統一使用歐元，喪失匯率靈活性：義大利曾在 90 年代初通過里拉貶值成功改善外貿形勢，但在統一使用歐元後，實際匯率維持高位，難以進行靈活調整，經歷了 03 年-11 年的外貿持續惡化。財政契約約束，壓縮擴張空間：主權債務危機後義大利被迫在歐盟“財政契約”框架內實施財政緊縮，仍在攀升的政府債務率也對未來財政擴張空間形成約束。BRRD 監管，銀行陷入困境：2015 年以來實施的 BRRD 銀行業統一監管措施，則令持有逾 30%義大利銀行債券的家庭部門直接曝露於違約風險之下；同時政府直接提供援助的難度極大，加之英國脫歐之後疑歐情緒高漲，義大利與歐盟矛盾激化。

國內政局陡增變數，歐洲經濟潛在風險上升。推行憲法改革公投，意在簡化立法程式：意現任總理倫齊上任伊始即大力推動憲法改革，以促進多項結構性改革立法儘快推出。現總理政策主張接近歐盟框架，反對黨捆綁公投與脫歐議題：由於倫齊的結構性改革等主張較為接近歐盟的貨幣和財政政策框架，因此儘管憲法公投與脫歐議題並無直接聯繫，反對黨仍成功將此公投與支持倫齊政府和脫

歐議題捆綁炒作，民調支持率已經逆轉。一旦公投失敗，“五星運動”崛起，將助長疑歐情緒：倫齊已明確表示，若公投失敗將會辭職，疑歐情緒濃厚的反對黨五星運動黨或將崛起，義大利或與歐盟漸行漸遠，歐洲經濟或陷入更大不確定性。

總結：妥協才有出路。義大利自歐債危機以來陷入長期衰退，歐盟現有政策框架短期難以見效。疑歐情緒蔓延背景下，義大利政府為紓解內政外交之困，必須試圖突破現有限制。為避免一系列不利於歐盟一體化的政治後果，歐盟或將基於現有監管規定的特殊情形條款，與義大利現政府就銀行業救助提出折中方案。歐盟和義大利在處理此次銀行業救助和憲法公投問題中的靈活性，將對歐洲一體化進程的前景產生重要影響。

大市導航

家電：美的集團市值創歷史新高，業績為王，建議配銘優質白馬

年初以來，家電板塊整體漲幅為-1.7%，相對於滬深 300 的收益為 10.6%。由於風險偏好下行，兼具業績估值優勢的龍頭受到青睞，龍頭的相對收益更為明顯。其中，美的集團、青島海爾、華帝股份、老闆電器的相對收益分別為 42.5%、16.6%、63.0%和 51.35%，目前家電估值（PE 約為 20 倍）處於歷史合理區間，橫向相對於其他板塊估值仍舊偏低。從業績增速、成長的確定性和持續性的角度，我們依次看好短期高增長確定性強的大廚電板塊，中長期可持續保持較快增長的小家電板塊，以及穩健優質成長的白電板塊。首推白電、廚電龍頭。

風險提示：需求疲弱。

格力地產（600185）：大股東增持，員工持股！上下同心攜手發展

大股東增持展現信心。6.597 元/股價格增持 200 萬股，占總股本 0.12%。未來 6 個月擬增持不超過總股本 2%。股東增持體現對企業健康發展支援，有利提升投資者信心！

員工持股，攜手同心、共用發展。總規模 1500 萬元，涵蓋企業主要管理層。員工持股有利保障企業價值與員工利益一致，有效激員工主動性，共同分享企業成長。

企業佔據珠海多項核心資源，立足“大海洋、大金融、大健康”產業集群。有望充分利用珠海獨特區位優勢，形成全新發展格局。

風險提示：公司轉型不達預期。

中化國際（600500）：整合資源，打造國際化產業集團

推薦邏輯：2016年中化國際加速推進資源整合，通過收購新加坡上市公司 Halcyon、收購 Emerald 旗下橡膠化學品及丁腈膠乳等業務以及整合中化集團下屬農藥業務等一系列資本運作，聚焦發展橡膠及精細化工兩大核心業務。此外，隨著國企改革進入關鍵時期，公司將迎來新的發展機遇。加上天然橡膠行業因供需均衡有望得到改善，天膠價格有望逐步上行，未來公司業績將有較大提升空間。

收購 Halcyon，打造全球最大天然橡膠產業平臺。中化國際與 Halcyon 公司簽署收購協定，所有交易完成後，中化國際占 Halcyon 公司的股比不少於 60%。通過本次收購和整合，中化國際將成為全球最大的天然橡膠供應商。

天然橡膠行業有望復蘇。天然橡膠行業受將受出口噸位計畫、季節性減產以及超強厄爾尼諾事件三大因素影響，供給將持續縮減，天膠價格有望逐步上行；同時下游需求將保持緩慢增長趨勢，天膠行業有望迎來復蘇，公司天膠業務業績將有較大增長空間。

發展橡膠化學品業務。中化國際下屬控股子公司江蘇聖奧通過收購 Emerald 旗下橡膠化學品及丁腈膠乳等業務資產，邁出國際化發展重要一步。

完成集團農藥業務整合。為集中中化集團旗下農藥業務相關資產，推進公司農藥業務的一體化、專業化發展，2015 年公司完成了原中化作物與原中化集團的農藥業務中化農化的業務整合。本次交易完成之後，中化集團下屬農藥業務相關資產，除研發相關的沈化院農藥研究所之外，全部集中整合至中化國際，目標是打造中國市場領先、具有全球影響力的精細化工產業集團。

國企改革進入關鍵時期。隨著國企改革的逐步推進，中化國際作為中化集團核心的業務平臺以及 A 股市場最重要的資本運作平臺，將迎來重大發展機遇。

盈利預測與投資評級：我們預計中化國際對 Halcyon 公司的收購將在 2016 年內完成，收購完成後公司將成為全球最大的天然橡膠生產商，公司業績彈性大增。我們預計中化國際 2016~2018 年 EPS 分別為 0.28、0.40、0.54 元。按照 2017 年 EPS 以及 30 倍 PE，我們給予公司 12.00 元的目標價，給予“增持”投資評級。

風險提示：收購進展不達預期；產品價格大幅下跌；業務開拓低於預期。

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。