

2016年08月19日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀經濟

## 國企員工持股試點意見公佈，國改再下一城

1. 8月18日國務院國資委下發《關於國有控股混合所有制企業開展員工持股試點的意見》，旨在建立激勵約束長效機制，激發國企活力。至此，國改1+N（1+22）檔體系已出臺1+16。
2. 持股要求：增資擴股、以崗定股、貨幣出資、入股價不低於每股淨資產評估值、持股總量不高於總股本的30%、實施後國有股東持股不低於總股本的34%。試點企業條件：充分競爭行業、非公有資本股東持股達一定比例、收入和利潤90%以上源自外部市場。
3. 海通策略6月下旬提出國改主題是看漲期權，7月下旬與行業分析師聯合推薦上海國改，8月初全面梳理各地國改。看好國改主題，尤其是上海國改。相關報告見《國改主題是看漲期權：資產注入+殼價值》、《掘金大上海——風口上的上海國改》、《上海引領的國改，遍地開花的精彩》。

風險提示：國企改革推進不及預期。

## 匯率貶值告一段落——還原人民幣暫穩的四個理由

6月底的英國脫歐事件推升美元指數，人民幣大幅貶值，但這一波貶值在央行干預較少的情況下竟然在7月份戛然而止，甚至出現了升值，原因何在？人民幣貶值週期結束了？長期匯率又將如何走？

匯率短期穩定，獨立性增強。6月底英國公投決定脫歐導致英鎊和歐元對美元大跌，美元指數走強對人民幣構成壓力，人民幣對美元在一周內貶值近1%。但7月份以來，人民幣雖然走勢震盪，但波動減弱，匯率水準還逐漸走強，CFETS匯率指數基本不變。而且7月份以來，人民幣指數和美元指數由高度正相關轉為高度負相關，說明人民幣不再僅僅盯住美元，獨立性增強。

理由一：歐洲風險上升，資金流出放緩。英國脫歐使得英國內部、歐盟內部的不穩定性都增加，而歐盟又是全球重要的發達經濟體，英國在全球金融服務業佔據重要地位，所以英國脫歐對全球經濟都會構成影響。而全球經濟低迷令投資者普遍面臨“資產荒”的困境，“遊戲”的規則不再是比誰更好，而是比誰更“爛”。中國經濟絕對增速仍在世界前列，資產回報率仍不低，再加上人民幣貶值壓力已得到一定程度釋放，資本流出動機減弱。

理由二：經常專案穩定，金融專案改善。從經常項目來看，儘管進出口貿易均在萎縮，但進口比出口惡化速度更快，貿易順差保持了基本穩定，3 月份以來從 274 億的低點連續 4 個月回升至 523 億以上。金融項目中，企業外債餘額從去年 3 季度的 5000 億美元下降至今年 1 季度的 3800 億，償債導致的資金流出壓力緩解。近期海外投資中國債市和股市的資金也增多，表明海外對中國市場的投資積極性在上升，對於緩解匯率貶值壓力也起到一定作用。

理由三：經濟穩貨幣降，超發程度降低。15 年以來的人民幣匯率貶值，與中國經濟增速下滑而貨幣依然高增有著必然聯繫。但上半年實際 GDP 增速穩定在 6.7%，而供給收縮帶來通脹回升，導致名義 GDP 增速從去年的 6.1% 回升至今年二季度的 7.3%。與此同時，M2 增速逐漸回落至 7 月份的 10.2%，貨幣超發的狀況相對改善，也使得貶值壓力相對改善。

理由四：聯儲加息難產，中美利差仍高。今年以來的美國經濟可謂喜憂參半，通脹回升但總體水準仍然偏低，非農資料時好時壞，消費增速從 15 年就開始不斷回落，私人投資增速一路下探至 -2.5%。所以去年底美聯儲曾預期今年至少加息 2 次，但截至目前一次加息也沒有實現，美元指數今年以來也整體走弱，對人民幣壓力減小。而今年英國公投脫歐導致的美元指數走強主要反映的是發達貨幣之間的相對變化，對新興市場的衝擊相對有限。所以人民幣 6 月底只是順勢貶值，本質異於去年匯改時的大貶。且考慮到當前中美十年期國債利差仍在 100BP 以上，即使美國加息一次，影響亦有限。

長期匯率貶值壓力仍存。短期來看，內外環境改善使得人民幣匯率得以短期穩定，貶值壓力緩解。但長期看，國內經濟下行壓力仍然較大，在通脹回落、匯率穩定的背景下，市場對於貨幣寬鬆的預期越來越強。央行雖然表態保持貨幣穩健中性，但能否經受住經濟下行壓力的考驗值得觀察。如果繼續貨幣刺激，利用外儲穩定匯率的壓力也會加大。而且過度貨幣刺激後，資產泡沫破滅的風險同樣會增大匯率貶值壓力，所以長期看匯率貶值的壓力依然存在。

## 大市導航

### 食品：全球乳品價格跟蹤報告：7 月中旬國內外奶價漲跌互現

恒天然全脂奶粉、無水脂肪拍賣價上升，黃油、乳酪、脫脂奶粉拍賣價小幅下跌。7 月 19 日全球乳製品第 168 次拍賣中全脂奶粉價格 2079 美元/噸，較前次拍賣價增 0.82%。本次拍賣中黃油、脫脂奶粉、乳酪價格呈下跌趨勢，黃油均價 2687 美元/噸，下跌 4.99%；脫脂奶粉 1927 美元/噸，下跌 0.57%；乳酪 2886 美元/噸，下跌 0.55%。無水脂肪價格微升 0.19% 至 3628 美元/噸。

大洋洲脫脂奶粉價格環比持平，全脂奶粉價格環比略降。16 年 6 月 11 日-24 日，大洋洲脫脂奶粉平均價格 1850 美元/噸，環比持平，同比降 9.76%；全脂奶粉 2100 美元/噸，環比降 1.75%，同比降 9.68%。1) 澳大利亞近期幾次降雨，旱情有所緩解使得飼料購買壓力有所減小。2) 新西蘭新的牛奶產季開始，目前一種比較主流的觀點認為新西蘭乳業的恢復與歐盟乳品生產的放緩更加有關。

美國脫脂奶粉、歐盟全脂奶粉價格環比上漲，歐盟脫脂奶粉價格環比下降。6月11日-24日，歐盟脫脂奶粉平均價格1925美元/噸，環比降0.65%，同比降3.75%；全脂奶粉2300美元/噸，環比增0.55%，同比降10.24%。6月，美國A級脫脂奶粉平均價格為1764美元/噸，環比增1.65%，同比降8.4%。歐盟4月份牛奶產量同比增加1.2%，這是進入2016年以來同比增長率最低的月份。東歐的俄羅斯1至4月嬰兒奶粉進口（此產品禁令沒有涉及）同比下降0.7%。

中國原奶價格相對穩定，上游養殖企業壓力較大。7月13日主產區生鮮乳價格為3.39元/kg，環比降0.29%，同比降0.6%。

2014年初開始，國內原奶供大於求，奶價持續大幅下跌，加之國際國內市場大宗飼料原料的價格大幅反彈，給原本很困難的奶牛養殖業，帶來了更大的壓力。目前，整個行業的危機已經從個體奶農發展到中小養殖企業進而蔓延到奶牛養殖集團，生存壓力之下，“殺牛倒奶”也成為了大型養殖企業的無奈選擇。

奶價預測。據USDA預測，2016年全球和中國原奶產量都有望實現1%左右的溫和增長。從需求端來看，2016年中國乳製品需求將有所恢復。USDA預測液體奶和奶粉消費量將分別增長2.23%和0.85%，相比前幾年穩定增長時期，需求增速仍顯低迷，反映了當前內生實際需求依然偏弱，國內消費量的增長可能更多是受到降價促銷的推動。同時，國際原奶價格僅為國內1/2。綜合分析，我們判斷未來一年恒天然全脂奶粉價格有望從當前2079美元/噸溫和回升至約2500美元/噸，國內奶價仍將在3.5元/kg左右低位徘徊。

投資建議。擁有全產業鏈競爭優勢和全球資源整合能力的龍頭企業未來增長趨勢更為明確，重點推薦伊利股份：1）公司在行業增長放緩背景下，競爭優勢突出，市占率持續提升，與第二名的收入差距已拉大至百億元以上；2）公司15年銷售費用超130億元，歸母淨利潤46億元，我們認為未來如果行業競爭環境改善，公司利潤端彈性大確定性強。

主要不確定因素。行業競爭加劇，食品安全問題，消費需求因促銷減少而下降。

### **聯明股份（603006）：歸母淨利同比增長39%，發展穩健空間廣闊**

事件：公司公告半年報，報告期內公司實現營業收入4.40億，實現歸屬上市公司股東淨利潤0.67億，在可比口徑下同比分別增長36.45%和39.43%，業績高速增長。

（1）零部件和模具銷量迅速增加是收入利潤增長主要原因，同時，VMI和入廠物流管理憑藉較強管理能力完成業務快速擴張。晨通物流供應鏈管理能力強，受益於自有廠房使用和運作效率提高，晨通物流盈利能力進一步增強，毛利率上升到55.14%，同比增加8.62個百分點，奠定業績增厚基礎。

(2) 汽車零部件新增產能逐漸釋放，並購資產晨通物流發展看好。公司新增生產基地產能迅速釋放，業績高速增長。晨通物流迴圈物流器具業務與通用合作多年，智慧化供應鏈管理體系發展成熟，走在國內行業前列，成效顯著，模式可複製性強。國內採用迴圈物流器具模式進行供應鏈管理只有通用，在汽車競爭加劇大背景下，整車廠通過成本優化提高競爭力動力強勁，迴圈物流器具空間廣闊。同時，晨通物流入場物流服務成為夏普電器供應商，較高管理水準得到驗證，有望向更多企業延伸。

風險提示。下游行業景氣度下降風險，競爭風險，客戶集中度過高風險，人才流失風險。

## 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。