

2016年11月8日

銷售部 - 投資策略

策略

深港通箭在弦上

核心結論：①深港通11月5-6日進行全網測試，開通步入讀秒階段。深港通開通利好券商、深市價值股，及白酒、醫藥等A股特有品種。②全球角度看，香港市場整體估值較低、股息率較高，恆指PE(TTM)11倍，近5年股息率均值3.5%。③港股通南下資金今年來占港股日成交額均值2.22%，恆指類QDII基金今年來平均收益率6.5%。

深港通箭在弦上，開通利好券商、深市價值股，及白酒、醫藥等A股特有品種。8月16日國務院批准《深港通實施方案》，9月30日，深交所發佈深港通相關八大業務規則，近日深交所聯合港交所、中國結算開展深港通全球路演，11月5-6日深港通進行全網測試，深港通開通步入讀秒階段。對比滬港通，深港通的港股通部分新增了市值在50億港元及以上的恆生綜合小型股指數成分股。深港通將增加券商在深港通下開展港股通業務交易的許可權，且券商較高的抗風險能力和目前較低的估值區間也成為吸引海外資本的兩大重要優勢。海外機構投資者以穩健的投資為主，往往會青睞估值較低、市值較大的價值股。總結滬港通，因海外市場缺乏相關標的，A股白酒、醫藥等公司也將受益於深港通開通。

香港市場：低估值、高股息。全球看，中國滬深兩市之外，香港是中資股第二大市場，中資股總市值23513萬億美元，占全球22%。考察不同市場中資GICS行業市值分佈，香港市場產業轉型特徵明顯，銀行、能源、軟體業市值占比最大。橫向比較，目前香港市場估值優勢明顯，恆生指數PE(TTM)僅11.10倍，且處於05年以來後30%的水準，估值窪地使得港股向下風險較小，向上則有想像空間。另一方面，高股息也使得港股具備長期投資價值，恆生指數近5年股息率均值3.5%，居全球主要市場前列。與A股市場不同，香港市場以機構投資者為主，個人投資者占全部成交金額的27%。滬港通開通後，內地資金投資港股管道得以拓寬，根據港交所資料，14/10-15/9期間外地投資者中中國內地投資者交易額較前值增加9個百分點至22%，兩地資金互通也使得A-H折溢價自15年6月以來不斷收斂。

滬港通從北熱南冷到北冷南熱、恆指類QDII基金今年來平均收益率6.5%。16年初港股觸底反彈，在人民幣貶值壓力與美元資產配置訴求下，內地資金加速南下，搶佔低估值的香港市場，港股通南下資金今年來占港股日成交額均值2.22%，最高時達8.85%。15年以來，南下資金銀行業股票配置比例持續升高，16年年初至今，南下資金銀行業配置比例高達78%。據161只QDII基金16年三季報，QDII基金區域配置中香港投資規模最大，總額達351.09億元，占比67.82%，QDII基金持有市值最大的前20檔股票中有19只均為港股。而業績表現看，106檔股票型和混合型QDII基金中，恆生指數類QDII今年來平均收益率達6.52%，僅次於新興市場類QDII基金。

風險提示：深港通及相關政策推進不及預期，相關公司收入和利潤不及預期。

大市導航

煤炭：供需或將超預期，又到佈局煤炭股時

1) 可預期的企業盈利已經大幅超過股價漲幅；2) 我們預計明年需求不會太差，供需關係持續改善；3) 未來 3 天北方冷空氣入場，需求超預期（冷冬提前+多地供暖提前+供給釋放不達預期）；4) 環保督查嚴格，焦化停產；5) 美國大選。

投資策略：焦化停產：建議關注開灤股份、山西焦化；央企整合：建議關注中煤能源、上海能源、*st 新集；低估值品種：建議關注中國神華。

風險提示：系統性風險。

券商：券商 10 月月報：業績環比下滑 9%，系節假日因素

10 月母公司口徑淨利潤環比下降 9%。截至 2016 年 11 月 6 日，有 24 家上市券商公佈 10 月份業績。24 家券商實現母公司口徑營業收入 134.04 億元，同比降低 39%，環比降低 11%；母公司口徑淨利潤實現 55.01 億元，同比下降 45%，環比降低 9%。10 月業績環比下滑主要是由於 10 月國慶節假日，交易日減少，且投行業務，尤其是股票承銷規模下滑，同比下降 65%，環比下降 7%，無 IPO 項目。

10 月經營環境：市場交易回暖，資本仲介穩步提升。10 月市場交易有所回暖，日均股基交易額 5263 億元，環比上升 20%，同比降低 48%。10 月完成 IPO 14 家，募集資金 89.9 億元；增發募集資金 318.1 億元，環比大幅下降 84%。債券承銷方面，企業債承銷 453.50 億元，環比下降 16%；公司債承銷 2049.81 億元，環比下滑 30%，同比增加 38%；企業債及公司債合計承銷 2503.31 億元，環比下滑 28%，同比增加 45%。滬深 300 指數 10 月上漲 2.55%，上月下跌 2.24%，去年同期漲 10.34%；中債總全價值數 10 月上漲 0.20%，上月漲 0.27%，去年同期漲 0.92%。

投資策略：

1) 2016 年業績預計同比下滑 47%，17 年預計同比增長 16%。就市場環境而言，2016 年整體明顯弱於 2015 年，但進入到四季度以後，券商業績已經迎來拐點，月度業績同比有所好轉。同時由於下半年同比基數較低，券商下半年業績壓力有所緩和，上市券商三季報已經印證了這一觀點，券商基本面最差的階段已經過去。我們預計全年業績同比下滑 47%。同時我們根據 2016 年經營情況以及未來可能的市場變化，估算在悲觀/中性/樂觀情形下，2017 年業績預計同比+3%/16%/23%。

2) 深港通預計 11 月開通，長期利好中國資本市場。目前中國大陸投資海外資產或海外資本投資大陸主要通過 QFII、RQFII、QDII、QDII-2、銀行間債券市場、滬港通等。在深港通《聯合公告》前，中國資本市場可流入額度約 4750 億美元，只占中國資本市場的 3%左右。中國資本市場可流出額度 1300 億美元，占全球資本市場僅為 0.1%。深港通的推出將進一步促進中國資本市場雙向開放。

3) 從中長期來看，仍看好行業轉型，尤其是看好大型券商及特色券商。我們認為隨著負面影響逐步消化，證券行業創新有望恢復。我們看好 2016 年券商業務轉型，單一通道服務商向資本仲介、財富管理轉型、創新業務多元化發展等方面值得期待。同時我們認為具有特色的、對傳統經紀業務依賴較小的券商，業績下滑的壓力較小或有小幅提升。

4) 重點推薦華泰證券（前瞻性強、經紀份額最大，未來財富管理轉型具優勢）、廣發證券（IPO 儲備項目數行業領先，股票承銷實力較強，直接受益於投行收入恢復）、招商證券（業務佈局全面，IPO 儲備專案居前）、光大證券（鳳凰涅槃、新三板具優勢）、寶碩股份（華創證券曲線上市，控股非標資產交易平臺，打造互聯網投行，市值小高彈性）、國金證券。

不確定因素。市場競爭性風險。

保險：以鄰為鑒，以史為鑒

日本壽險黃金時代（1960-1989）：壽險保費與利潤高速增長，但行業競爭導致預定利率升高，泡沫經濟導致高風險資產增多。1) 期間日本壽險行業高速擴張至趨於飽和的程度，壽險保費年同比增長 20% 以上，壽險淨利潤從 1949 年的 7 億日元迅猛增長至 1990 年的 3.56 萬億日元，達到歷史峰值。2) 80 年代，壽險公司紛紛提高預定利率，搶佔市場份額，預定利率從 70 年代的 4% 提高到了 6%。1985-1990 年的經濟泡沫期，日本保險業的股票配置從 15% 上升到 22%，貸款和債券的配置相應減少，海外投資從 1% 上升到 13%。

日本壽險危機紀元（1990-2013）：巨額利差損引發破產潮，壽險公司通過下調預定利率並提升死差益費差益，同時穩健投資並提升海外收益來應對危機。1) 90 年代初，日本經濟泡沫破滅，股價和房地產價格暴跌，日本國內利率持續下滑。日本壽險業既無法支撐負債端的高資金成本，又面臨保費負增長帶來的現金流問題，導致 1997-2000 年間 10 家壽險公司破產。2) “逝去的 20 年”中，日本壽險行業依靠死差益和費差益彌補利差損取得經營利潤，並通過下調新增保單預定利率和優化海外資產配置來逐漸縮減利差損。

日本壽險涅槃新生（2014 至今）：利差損化解，盈利穩定。1) 2014 年日本壽險行業利差損轉為利差益，目前平均負債成本大概已降至 2%-2.5%，新增保單的預定利率只有 0.5%-1%，2017 年還會繼續下調至 0.25%-0.5%。而近年投資收益率企穩在 2.5%-3%，高於平均預定利率。2) 在低利率市場環境下，日本壽險業通過多年的探索和實踐，已經形成了穩定的盈利模式：大量的死差益和少量的利差益。死差益占比穩定在 80%，利差益持續擴大，同時大型壽險公司擁有穩定的費差益。

日本壽險業帶來的啟示：加速轉型，推進資產負債匹配。1) 中國市場利率將階段性處於低位，由於投資收益率大幅下降和負債成本相對剛性，短期少量利差損或許不是杞人憂天，未來 3 年國內保險公司盈利壓力巨大。部分中小保險公司未來會面臨很大的虧損和現金流風險。2) 轉型方式上，壽險公司在負債端應當下調新單預定利率，推進保障型業務，控制經營費用和提升服務品質；在資產端應當堅持穩健投資風格，並優化海外資產配置。3) 中國平安、中國太保等上市險企長期堅持價值經營，負債端高價值率的個險管道業務、保障型業務、長期期交業務占比顯著高於同業，利源結構較優，投資穩健，受利率下行的衝擊相對較小。

中國平安、中國太保業務品質較優，未來的持續轉型將更加順暢，估值較低，存在配置價值。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。

不確定因素。市場競爭性風險。

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。