

策略

險資投資股票那些事兒

核心結論：①險資持有A股自由流通市值6.7%。險資中權益資產占比僅14%，遠低於美國的30%。資產和負債利差受窄壓力下，增配權益是趨勢。②2010年來險資投資股市年化收益7.1%，更偏愛大市值、低估值、高盈利能力的金融地產等藍籌股。③險資頻頻舉牌有三大原因：保費的快速增長且負債成本很高，權益法核算有益於增加公司業績，“償二代”體系下配置大盤藍籌有利於降低資本佔用、改善償付能力。

險資投資權益資產的空間大、迫切性強。（1）險資是重要的機構投資者，持有自由流通市值6.7%，雖然險資在A股整體中絕對占比並不算高，但已成為機構投資者中重要的力量。（2）保險資金投資分佈中，銀行存款占18%，債券占34%，股票和基金占14%，其他34%，股票占比並不高，遠低於保監會要求的30%權益投資比例上限（藍籌股投資比例上限可進一步提高至40%）。而美國壽險產品中股票投資比例近十幾年一直穩定在30%左右。低利率背景下，由於險資主要配置固收類產品，資產端收益率下行非常迅速，這倒逼了險資加大股票資產的配置比例，尤其是低估值高分紅的大盤藍籌股。

以史為鑒，險資偏愛藍籌股。（1）歷史資料顯示，保險更偏愛金融地產等藍籌股。險資作為中長期的價值投資者，偏好金融地產等藍籌股，根據上市公司三季報資料顯示，其重倉股持有市值排名前三的行業分別為銀行、房地產、非銀金融，占比分別為52.8%、12.5%、6.9%。（2）持股偏好：大市值、低估值、高盈利能力。首先，險資偏好大市值公司，100億以上公司占比52.4%，全部A股中100億以上公司占39%，且險資持股市值中值為105億，高於全部A股的80億。此外，險資也偏好低估值公司，持股PE在30以下的占比28.6%，而全部A股中30倍PE以下公司占比僅15.6%，PE中位數分別為52、77。另外險資偏好持有高盈利能力的公司，險資持有ROE10%以上公司占比46.6%，高於全部A股的36.8%。

險資為何頻頻舉牌？（1）險資舉牌多為低估值、高分紅、股權分散的股票。（2）險資頻頻舉牌上市公司主要有以下原因：保費的快速增長及高負債成本要求險資加大藍籌配置比例，權益法核算有益於增加保險公司業績，“償二代”體系下配置大盤藍籌有利於降低資本佔用、改善償付能力。

風險提示：監管調控力度超預期。

大市導航

煤炭：退出產能全部停產或再導致煤炭供不應求

1、安監局4日針對近日連發礦難，召開視訊會議，提出“停產所有將要對列入去產能關閉退出規劃的礦井，無論是今年關閉退出的還是明後年關閉退出的，要及時公告，採取有力措施令其立即停止生產，嚴禁設立過

渡期，防止出現最後的瘋狂”此舉可能對應著超過 2 億噸的在產產能停產，若沒有對沖政策，很可能再度導致煤炭供不應求。

2、上周調整源於淡季和地產開工擔憂：焦煤庫存已有上漲（四港口焦煤達 90 萬噸，周環比+9.8%，鋼廠和焦化廠焦煤庫存 782 萬噸，周環比+1.3%），疊加周中上海公佈地產首付貸調整，引發對未來煤炭需求下滑的擔憂，期貨產生較大波動，影響股價。

3、由於發改委釋放供給、運輸傾斜、視窗指導等一系列措施，近期秦港動力煤回落至 666 元/噸，電廠、港口庫存均較前期已有較大回升，短期動力煤供需較平穩，明年煤價或將平穩。

4、優質焦煤資產注入，焦化龍頭值得期待：山西焦化擬收購中煤華晉 49%的股權，作價 48.92 億元，此次收購將大幅提升公司的資產品質和盈利能力，目標市值 155 億。

5、週末的礦難導致國家安監局嚴禁所有退出礦井生產，如果沒有進一步的政策對沖本次效果，煤炭或將再度供不應求。建議關注：冀中能源，潞安環能，盤江股份，開灤股份，西山煤電，上海能源，平煤股份，中煤能源，中國神華，兗州煤業，陝西煤業，山西焦化，*ST 山煤，*ST 新集，*ST 煤氣。

風險提示：資產重組失敗，下游需求不達預期。

醫藥與健康護理：政策助力器械流通整合洗牌催生投資機會

時至今日，資本市場尚未對過去高值耗材流通整合進行總結分析，也不知道未來的空間有多大，更未認識到 IVD 試劑（耗材）流通整合漸成產業趨勢，其中蘊藏巨大的投資機會。在這種混沌的狀態下，我們判斷如下：

（一）耗材流通整合存在極大的利潤和股價彈性，高值耗材市場約 1250 億元，IVD 試劑市場近 1000 億元，耗材整合空間、業績彈性依舊巨大。

（二）政策催生新的投資機會：今年以來，隨著“兩票制”、“營改增”、醫療器械流通領域大整頓等推行，政策有利於行業整合，高值耗材及 IVD 流通整合處在歷史最佳時期，我們預計會複製藥品流通整合歷史。

（三）IVD 試劑（耗材）流通與高值耗材流通存在較大的相似性，集中度非常低，尚是藍海市場，隨著潤達醫療、瑞康醫藥募集資金到位，行業政策助力，將會產生巨大投資機會。

投資建議：

高值耗材流通整合——推薦瑞康醫藥、嘉事堂；

IVD 流通整合——推薦潤達醫療，建議關注美康生物、迪安診斷、邁克生物；

器械生產企業向下游延伸——關注凱利泰、魚躍醫療、寶萊特。

風險提示：耗材整合存在不達預期風險，政策風險，現有產品市場競爭風險。

券商：證券行業 11 月月報：11 月業績環比上升 9%，系市場回暖

11 月母公司口徑淨利潤環比上升 9%。截至 2016 年 12 月 6 日，有 23 家上市券商公佈 11 月份業績。23 家券商實現母公司口徑營業收入 154.84 億元，同比降低 28%，環比上升 22%；母公司口徑淨利潤實現 57.88 億元，同比下降 33%，環比上升 9%。11 月業績環比上升主要是由於 11 月市場交易有所回暖，日均股基交易額環比上升 30%；企業債承銷 503 億元，環比上升 11%。兩融、股票質押規模均有所上升，環比上漲 7%。

11 月經營環境：市場交易回暖，資本仲介業務穩步提升。11 月市場交易有所回暖，日均股基交易額 6694 億元，環比上升 30%，同比降低 40%。11 月完成 IPO 34 家，募集資金 306.5 億元；增發募集資金 230.5 億元，環比大幅下降 73%。債券承銷方面，企業債承銷 503 億元，環比上升 11%；公司債承銷 1566.10 億元，環比下滑 27%，同比下降 5%；企業債及公司債合計承銷 2069.1 億元，環比下滑 20%，與去年同期基本持平。滬深 300 指數 11 月上漲 6.05%，上月上漲 2.55%，去年同期漲 0.91%；中債總全價值數 11 月下跌 1.25%，上月漲 0.20%，去年同期跌 0.13%。11 月兩融、股票質押規模均有所回暖。

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，券商基本面最差的階段已經過去。我們仍維持全年業績同比下滑 47% 的預測。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) 機構業務、財富管理轉型仍是 2017 年重點。中國資本市場起步較晚，券商業務結構較為單一，這種業務模式下，券商業績對市場環境更為敏感，形成“靠天吃飯”的局面。隨著行業壁壘逐漸縮小、業內競爭加劇等因素，券商通道業務的利潤率將逐漸被擠壓，倒逼券商業務轉型。借鑒海外成熟市場，我們認為機構業務、財富管理轉型、並購重組仍是未來券商的轉型重點。

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。我們仍看好 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。

風險提示：資本市場大幅下跌帶來業績和估值的雙重壓力。

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。