

2017年02月08日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀經濟

### 全球出口的改善與隱憂

2016年下半年全球商品出口同比跌幅迅速收窄，無論是發達經濟還是新興市場，出口都出現明顯改善。那麼，16年全球出口改善呈現怎樣的特徵？這又是否意味著全球出口已走出低迷？本文將進行分析。

16年全球出口整體改善。根據WTO的統計，2016年下半年全球商品出口同比跌幅迅速收窄，從低點的-13%左右逐漸轉正。出口改善的主要原因有以下幾方面：第一，中、美等經濟體的需求改善明顯，美國在經歷16年上半年的經濟低迷後，下半年明顯好轉，而中國受益於房地產、基建和汽車的增長，經濟短期趨於穩定；第二，原油、鐵礦石等大宗商品價格反彈，也對出口起到提振作用；第三，15年的全球出口表現最差，基數較低。

發達經濟：美國改善好於日歐。16年下半年美國出口大幅好轉。美國商品總出口同比從16年上半年的減少6.8%轉為增加0.8%，在美元走強的背景下，大豆出口的偶然因素和中國、巴西等新興經濟需求上升是重要原因。歐盟出口跌幅收窄。

歐盟商品出口同比跌幅從16年上半年的-4.1%小幅收窄至-2.1%。對中國、俄羅斯、墨西哥、印度等新興經濟的出口改善較為明顯，歐元大幅貶值、新興需求短期向好或是重要推動力。日本出口亦小幅好轉。日本商品出口同比增速從16年上半年的-8.7%小幅收窄至-6.1%。對中國、中國香港、泰國、新加坡、越南、澳大利亞出口均改善，但對歐盟出口由正轉負。

新興市場：整體顯著回升。16年下半年中國出口同比跌幅收窄。16年下半年中國出口同比跌幅6.1%，較上半年的9.6%小幅收窄，對發達經濟體的出口改善更明顯，其中尤以美國出口增速反彈最快。16年下半年來美國、歐盟經濟穩中回升，外需緩慢改善，是出口反彈的主要驅動，但人民幣貶值對出口的改善作用有限。韓國出口明顯改善。16年11-12月韓國出口增速轉正至2.3%和6.4%，主要出口商品均有改善，亞洲交易夥伴的需求帶動了韓國16年出口的回暖。越南、印尼、馬來西亞、印度和泰國等其他亞洲新興市場，出口增速也大幅反彈。越南增速加快到20.7%，其他經濟體的出口增速也在下半年轉正，並超過15年初的水準。印尼出口增速下半年轉正並走高，其中對中國的出口改善最多。

未來出口隱憂仍存。16年全球出口整體改善，反映出中美等主要經濟體16年下半年來的經濟短期企穩，但這種出口回升的持續性在17年或將面臨挑戰。一方面，雖然中美經濟短期企穩，但需求改善的可持續性並不強。16年下半年以來，中美等國經濟短期穩定，需求回升帶動了全球出口改

善。但當前中美經濟的短期企穩都是由庫存在驅動，存在著重新走弱的風險。4 季度美國經濟從 3 季度的 3.5%回落到 1.9%，並且私人消費需求增速繼續下滑到 2%以下，需求改善的持續性存疑。而中國 16 年地產支撐經濟的模式引發房價泡沫，在 17 年抑泡沫、去杠杆、防風險的背景下，地產投資也將降溫，加之工業庫存由去轉補，需求也將後繼乏力。另一方面，特朗普上臺、貿易保護主義再起，將對國際貿易的改善形成打壓。

特朗普一上臺就已宣佈美國退出 TPP，而其競選時還提出主張，向中國和墨西哥徵收高達 45%的關稅。雖然最終會採取何種措施目前尚未明確，但不可否認的是，如果未來對美出口的貿易摩擦加劇，墨西哥、中國的出口將難免受挫。而一旦美國提高關稅引發貿易戰，美國自身的出口也會受到影響。

## 1 月外儲略降，匯率短期穩定——1 月外儲資料點評

1 月外儲略降。外管局公佈 1 月外匯儲備餘額為 2.9982 萬億美元，跌破 3 萬億美元，環比下降 123.13 億美元，是近 6 個月最小降幅。

估值效應減弱。1 月美元指數回落 2.8%，歐元、英鎊和日元對美元分別上漲 2.7%、1.8%和 3.7%，對外儲估值正面影響。

1 月歐元區、英國和日本國債收益率上升 24、18 和 4 個 BP，而美國國債收益率穩定，對外儲估值影響偏負面，但幅度相對較小。綜合而言，估值效應對外儲餘額的影響偏正面，幅度減弱。

美元指數走弱，匯率短期穩定。特朗普上臺後表態無意于強美元，加之美國 4 季度經濟回落，進入 17 年美元開始走弱，1 月人民幣對美元升值 1.0%，人民幣匯率有望短期企穩，匯率維穩壓力有所減輕。

貨幣中性偏緊。央行春節前上調 MLF 利率、節後全面上調逆回購利率，核心指向金融去杠杆，17 年抑制資產泡沫、防範金融風險是政府的主要目標，貨幣政策轉向中性偏緊，而利率回升意味著人民幣的內在價值提升，也助於人民幣匯率穩定。

## 大市導航

**食品：推薦啤酒板塊年初以來上漲 5%，跑贏食品飲料板塊（+1%）**

昨日 H 股青啤、華潤分別上漲 3%和 5%；近期 A 股青島啤酒、重慶啤酒連創 16 年以來新高。

催化一：行業 12 月產量同比增 15%，結束 25 個月負增長後已連續 5 個月回升。全年產量同比僅下滑 0.1%。低基數效應下，我們預計 2017 年 1、2 月產量仍有望迎來開門紅。

催化二：華潤若接盤青啤股權，行業將迎大變天。近期彭博等境外媒體報導朝日集團可能轉讓持有的青啤 19.99% 的股份。

我們預計華潤接盤可能性較大。我們預計，新巨頭將在河北和天津等地超過 60% 的合計市占率；在廣東、上海、江西等激烈區域減少相互競爭；甚至可能徹底退出對方的絕對優勢區域。

重點推薦重慶啤酒，燕京啤酒，青島啤酒。

重慶啤酒近日公告 16 年歸母淨利潤 1.9 億元，扣非後利潤略超預期。公司未來的四大看點來自於產品結構的持續升級，關廠減虧後效率的繼續提升，行業競爭緩和後公司費用投放的下降，還有體外約 160 萬噸啤酒資產的注入預期。

青島啤酒作為國有企業，內部考核與激勵機制雖已現落後，但如若和華潤啤酒達成聯盟，公司淨利率水準有望進一步提升。

燕京啤酒安全邊際高，根據過往 10 年啤酒並購交易中值推算並購價值 300 億元以上（現在僅 200 億元）。公司看點來自於國企改革股權激勵和被並購的價值。

風險提示：啤酒銷量大幅下降。

## **傳媒：加息預期下看好新興消費，關注低估值高業績標的**

傳媒持倉比例持續下降，創 2013 年 Q2 以來新低

截止 2016 年 Q4，全基金傳媒股持倉比例約為 4.21%，較 2016 年 Q1 下降了 5.74ppt，持倉比例位於近 4 年來相對較低位路。

機構對於傳媒行業的持倉水準在 2015 年 Q4 的 10.24% 高點以後，連續下降至 2016 年 Q4 的 4.21%，超額配路比例也從 6.92% 下降至 1.37%，相對超配從 208.35% 下降至 48.32%，三個指標均創 2013 年 Q2 以來新低。到目前為止，傳媒行業的持倉比例仍將處於不斷下降或低位平衡階段。

看好新興消費，關注低估值高業績標的

市場加息預期強，看好新興消費。地產後週期背景下，院線受地產擴張放緩影響，其自身擴張速度也可能放緩，但好在過去幾年的擴張效應在 2017 年顯現。遊戲、電競的場地、推廣的成本可望下降。影視、遊戲、行銷板塊市值大但估值低，應以價值投資邏輯篩選個股，建議關注 PEG 較小的公司或者有外延預期的小市值公司：藍色游標、龍韻股份、華誼嘉信、慈文傳媒、中文傳媒、吉比特、星輝娛樂。

中長期看好教育、體育在消費轉型和升級中的作用，以及這些行業在新經濟和大健康中的作用，推薦廣弘控股、國旅聯合、開元儀器、勤上光電、立思辰、雷曼股份。關注傳統媒體的轉型升級：皖新傳媒、新華文軒、讀者傳媒。

風險提示：系統性風險。

## 資訊服務：深個股，景氣和持倉變化的再探究

從機構持倉變化看選股：高景氣子行業和低估值個股

目前來看，整體電腦的持倉比例仍處於下降或低位元平衡階段，基金電腦板塊持倉已是 13 年上半年水準。短期內沒有看到機構大幅提升電腦配額比例的動力。不過有意思的是，資料顯示從 15 年以來 QFII 對電腦個股的配額比例則逐步上升，截止 16 年 Q3 約為 5.9%，已接近基金對電腦板塊的配額比例。而進一步分析其配額的電腦個股可以發現，多為海康威視、啟明星辰等低估值、業績持續增長個股。而這一點也可以從基金 16 年四季度加倉較多的個股中得以佐證，如東軟集團、海康威視、同花順等等。

雲計算、視頻大資料、資訊安全等子行業高景氣

梳理電腦行業公司 16 年業績預告可以發現：基礎軟硬體/雲計算、智慧安防/智慧城市、資訊安全 2016 年業績增速顯著高於電腦行業平均，行業處於高景氣週期。展望 2017 年，我們認為主線依舊是基礎資訊技術發展、與之伴隨的資訊安全推進、互聯網創新應用，以及人工智慧的高端軟硬體和大資料應用的落地。

推薦標的：東軟集團、新北洋、啟明星辰、廣聯達、通鼎互聯、同花順、中國軟體、天源迪科

風險提示：市場波動風險。

## 建材：一帶一路主題催化，關注新疆水泥股

“一帶一路”國際高峰論壇將於 5 月在京召開，該論壇是“一帶一路”提出 3 年多來最高規格的論壇活動，有望形成上半年一帶一路主題重要催化劑。新疆地區定位於絲綢之路經濟帶核心區，新疆板塊基建個股有望受益。

以一帶一路戰略為依託，新疆十三五期間將推動“絲綢之路經濟帶北通道”、“絲綢之路經濟帶中通道”、“絲綢之路經濟帶南通道”、“中巴經濟走廊”、“沿邊開發開放戰略通道”5 大通道建

設。2017 年新疆地區固定資產投資規劃增長 50%（其中公路建設投資新增 5.7 倍），有望帶動區域水泥景氣走出低谷。

建議重點關注新疆板塊，推薦天山股份、青松建化。

風險提示：市場波動風險。

## 有色金屬：2017 年初鈷價繼續上漲

2017 年初國內金屬鈷價格延續自 16 年下半年起的上漲趨勢，繼續上行。截至 2 月 7 日，國內金屬鈷價已漲至 3.25 萬元/噸，較前一日上漲 7.97%，較上周上漲 7.97%，較上月上漲 17.75%。

2017 年，供給端，世界第一大鈷礦供應國剛果（占全球鈷總產量 60%）內亂給供給側帶來長期隱患。需求端，隨著三元材料正式解禁客車以及新能源汽車市場逐步擴大，新能源電池將再次迎接增長；與此同時，我國民航、軍工產業對硬質合金的需求有所提振，我國對鈷的需求將有望增加。我們看好鈷價上漲。

風險提示：系統性風險。

## 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。