

2015 年 4 月 16 日

## 宏觀經濟

### 宏觀 1：經濟尋底路漫漫，再次降息或已不遠——1 季度 GDP 及工業投資資料點評

**經濟增長：GDP 增速創新低，完成目標難度加大。**2015 年 1 季度 GDP 增速 7.0%，創 6 年新低，降至政府目標值附近。經濟尋底之路依然漫漫，完成全年 7% 增長目標難度加大。而 GDP 平減指數大幅跌至 -1.1%，為 09 年 6 月以來首次出現負值，說明通縮魅影再次顯現。從生產法看，服務業仍是中流砥柱。從支出法看，一季度由於進出口商品價格的變化，順差增加，所以今年一季度出口對經濟增長的貢獻比去年有提升。

**固定資產投資：製造業弱，地產落，基建反彈托底經濟。**15 年 1 季度固定資產投資同比增速小幅回落，3 月單月投資增速 13.2%，較 1-2 月下降 0.7 個百分點，其中製造業弱、地產落，基建反彈托底經濟下滑；當前企業實際融資利率依然高企、盈利增速仍在滑落，製造業投資仍較疲弱；短期受益於降息刺激，3 月地產銷量銷售增速降幅縮窄，但仍為負值，且新開工面積增速大幅下降至 -19.5%。而 3 月底 5 部委聯合推出房貸新政，雖地產銷量有望邊際改善，但地產投資下行壓力仍大；而 1 季度基建投資反彈，1-2 月財政支出增速大增可以佐證。我們預測 15 年 4 月投資增速降至 12.9%，地產投資增速降至 5.9%。

**工業增加值：持續回落創新低。**15 年 1 季度工業增加值同比增速持續回落，3 月增速創新低至 5.6%，分行業考察，下游普遍回落、中游漲少跌多、上游繼續下滑。而 4 月以來發電耗煤增速持續改善，高爐開工率也止跌回升，但總體依然偏低。我們預計 15 年 4 月工業增速穩定在 5.6%。

**經濟展望：GDP 尋底之路漫漫，2 季度增速或破 7。**3 月貨幣融資跳水顯示信貸需求疲弱，實體經濟整體低迷。而社融是經濟的重要領先指標，3 月貨幣融資跳水意味著 2 季度經濟仍難見底。儘管 1 季度 GDP 增速守住 7%，但在以往當淨出口和投資對經濟拉動不足時，消費會表現的相對穩定，具有抗衝擊性，但近期消費增速也開始出現連續的回落。此前的刺激政策力度不足，政策放鬆節奏過慢，當下若不加快寬鬆刺激政策，預計 2 季度將大概率延續下滑趨勢，完成全年 7% 增長目標難度加大。我們預測 15 年 2 季度 GDP 增速將降至 6.9%。

**政策：實體經濟整體低迷，再次降息或已不遠。**堅持既定的緩步放鬆的節奏和定向刺激，或不足以對經濟形成托底，需要綜合運用貨幣、財政政策加大對經濟的刺激力度，否則經濟或有失速風險。目前經濟增速處於歷史低點，而 3 月企業貸款利率仍在 6.83%，遠高於 5.3% 的歷史低點，意味著潛在降息空間在 5 次以上，我們判斷再次降息或已不遠。

## 大市導航

### 石化行業：油價反彈帶動石化行業景氣向上

EIA 預計 5 月美國葉岩油產量將出現淨下降，同時近期美元走弱、美國原油庫存增加大幅低於市場預期，推動了近期油價持續反彈。

油價反彈有助於石化行業景氣復蘇。前期原油價格大幅回落使得石化行業開工率下滑，盈利能力下降；隨著油價企穩，化工企業的盈利趨於穩定。在目前低油價水準下，下游需求在逐步恢復，中石化 2014 年乙烯產量創歷史新高，也表明需求在穩步增長中。隨著油價的企穩回升，石化行業的景氣度也將逐步上行。

油價反彈帶來四類投資機會：

- (1) 原油開採企業直接受益，關注中石油、中石化、中海油、洲際油氣、美都能源等。
- (2) 業績彈性大的石化企業，關注齊翔騰達、桐昆股份、恒逸石化等。
- (3) 2014 年以來產品價格跌幅大的化工品，關注如丙烯酸及酯（衛星石化、萬華化學）、苯乙烯（雙良節能）、丁二烯（齊翔騰達）。
- (4) 油服企業（前期跌幅大），關注如安東油田服務、通源石油、准油股份等。

風險提示：原油價格持續回落；相關產品價格大幅波動。

### 電力設備行業：輸配電價改革持續推進，關注電網節能、運維標的

發改委印發《加快推進輸配電價改革的通知》，新增安徽、湖北、寧夏、雲南為試點區域，按“准許成本+合理收益”核定輸配電價。其他地區同步開展摸底測算。

- (1) 本次新增四省份區域特徵明顯，發改委持續推進“輸配”“發售”電價形成機制的分離。
- (2) 電網逐步告別價差盈利模式，利潤主要來自准許成本、收益，准許收益變動空間不大，利潤提高主要來自實際成本與准許成本的差額。因此電網具有降成本動力，主要途徑為節能改造、運維外包等。
- (3) 建議關注佈局配電變節能、電網運維標的：銘信電氣、平高電氣、國電南瑞、北京科銳等。

風險提示：電改進度不達預期。

## 上港集團（600018）：“一帶一路”和“自貿區深化”的風暴中心

（1）上海欲成為“一帶一路”國家戰略先行者：一是推動商協會構築沿線貿易網路；二是建設與沿線國家和地區特別是沿線亞太地區之間的“投資貿易標準”；三是集聚一批“一帶一路”的投資貿易機構。上港前期入主以色列海法港僅是“一帶一路”實體佈局的第一步，我們判斷公司未來仍會出臺重大舉措。

（2）自貿區擴容後配套政策出臺：兩會期間韓正表示上海自貿區今年還會有重大舉措，預計擴區配套政策有望在“兩會”後落地，港口、地產等行業直接獲益。

（3）“混改”空間大：公司國有股權比例仍在 88%， “混改”空間巨大，國際碼頭運營商和龍頭船公司有望介入混改。

（4）自貿區土地資源：2015 年擬收購的資產中包含大量自貿區土地。

我們再次強調上港“一帶一路”和“自貿區深化”的核心標的，公司估值便宜，繼續推薦。

風險提示：一帶一路、自貿區相關政策低於預期。

## 小商品城（600415）：公告澄清媒體報導及補充義烏購互聯網金融戰略，更清晰，更具體

因需澄清媒體報導，公司 4 月 15 日停牌一天；4 月 16 日澄清媒體報導及補充義烏購互聯網金融戰略。

（1）澄清媒體報導：公司與阿裡 2012 年 8 月簽訂戰略合作框架協議，雙方按照“優勢互補、功能提升、合作共贏、共同提高”原則，在電子商務領域建立長期、緊密的合作關係。4 月 12 日義烏世界電子商務大會期間，義烏市領導與阿裡及京東就跨境電商和大資料方面合作達成一定共識，但尚未就以上項目達成協議。根據戰略合作框架協定，未來公司會積極推動合作。若在具體專案達成協議，公司將及時披露。

（2）本次補充互聯網金融戰略，主要論述了各業務進展及規劃，我們梳理如下：①目前已開展：征信公司、惠商小貸、惠商紫荊股權投資公司；②未來無需牌照可開展：互聯網金融服務公司、向商戶發放信用貸款（包括商業銀行和政策性銀行貸款）、惠商小貸擬香港上市；③正在或未來需要申請牌照：設立或收購銀行、設立國際貿易銀行、協力廠商支付（已上報人總行）和跨境支付牌照、個人征信牌照。公司整體互聯網金融戰略清晰，內容全面且豐富，且均以現有業務為良好基礎，看好整體戰略的執行和推進力，相信公司將循序漸進、快速有力推進上述戰略的各項具體措施。

預計公司 2015-2017 年 EPS 分別 0.26 元、0.63 元和 0.97 元，各增 74%、140%和 55%，其中主業 EPS 各 0.19 元、0.36 元和 0.6 元；測算中期市值空間 2000 億；一年時間，考慮到平臺交易額爆發

增長，且流量價值變現機會大，我們納入線上業務價值，一年目標市值為 1005 億（電商平臺和實體分別 306 億和 699 億），對應 36.94 元目標價，買入評級。

風險提示。宏觀經濟波動風險；租金市場化進程的不確定性；外延擴張低於預期的風險；義烏購發展的不確定性；地產項目銷售及確認的不確定性。

### 江河創建（601886）：一季度業績符合預期，繼續推薦

（1）業績基本符合預期，收入同增 24.8%，淨利同增 16.7%，管理費用率大幅下降 1.45 個百分點，匯兌損益增加導致財務費用率增加 0.43 個百分點；

（2）經營現金流-8.26 億，較去年-2 億元，大幅淨流出，主要原因是公司支付勞務和工程備料款的增加；

（3）目前時點上我們認為公司最大的看點是醫療健康領域的拓展，以及傳統裝飾+幕牆見底，業績有望好轉。預計 15-16 年 EPS 為 0.4 和 0.5 元，繼續推薦。

風險提示：經濟下滑風險；訂單執行風險；回款風險。

### 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。