

2015 年 4 月 20 日

宏觀經濟

(1) 經濟仍在尋底，通縮已成現實。1 季度 GDP 增速 7.0%，創 6 年新低。內外需全面下滑，二三產業全面回落，工業增速下滑最為顯著。1 季度代表物價綜合走勢的 GDP 平減指數大幅跌至 -1.1%，說明通縮已經成為經濟現實。領先指標預示短期經濟仍難見底，我們預測 15 年 2 季度 GDP 增速將降至 6.9%。

(2) 貨幣融資跳水。3 月社會融資總量同比大幅下降，其中表外融資大幅跳水。貸款疲弱及外占下降拖累 M2 增速大降至 11.6%。貨幣寬鬆加劇。上周流動性繼續顯著改善，貨幣利率 R007 首次降至 3% 以內，一方面源於央行繼續下調 7 天逆回購招標利率至 3.35%，另一方面源於央行持續貨幣投放，估算超儲率已經升至 2.6% 高位，資金極大充裕。

(3) 降准力度超預期。央行決定自 15 年 4 月 20 日起下調金融機構存款準備金率 1 個百分點，並對符合條件的金融機構額外降准，核心原因是貸款利率居高不下，導致經濟下行通縮加劇。降准有助於增加銀行可用資金，全面降低市場利率。

(4) 降息仍有空間，擁抱金融時代。總理在座談會以及調研兩大銀行時指出，當前利率下行幅度太小，6% 以上的貸款利率遠高於 5% 左右的企業平均利潤率，也意味著降息仍有巨大空間。我們認為未來仍有 5 次以上貸款降息，再次降息或隨時啟動。當前居民財富正從存款、房產轉向金融資產，而持續降准降息將強化利率下行趨勢，金融大時代已經來臨，而股債雙牛依然可期。

(5) 深化改革要動力。李克強總理主持召開國務院常務會議，稱要向深化改革要動力，以改革的新成效、新紅利支撐穩增長、保就業、增效益。證監會發言人接受記者採訪時表示，7 方面規範兩融是對現有規定的重申和提醒，旨在促進融資融券業務規範發展，市場不宜過度解讀。

(6) 歐央行維持利率。儘管近期歐元區經濟資料短期改善，歐央行也將今年經濟增速從 1% 上調到 1.5%，但其依然承諾繼續推行 QE，直到達到目標。

大市導航

(1) 借力政策暖調，市場繼續走高。① 上周上證綜指再創新高，3 月以來《邁向新高》、《大資料告訴你牛市在途》、《牛市新階段》、《牛不停蹄》等提出政策暖調使得增量資金入市第二次加速，市場將不斷新高，已得到驗證。二戰後主要經濟體牛市指數漲幅在 10-20 倍，結束於產業發展動力耗竭，本輪牛市是管理層借助資本市場實現改革轉型，牛途還很長。② 17 日證監會兩融新政，我們第一時間點評指出“尚不能定性為高層欲調控股市”。18 日證監會澄清此舉“並非打壓股市”，

19日央行降准，超預期的利好再出現。《相信未來—20150202》中我們指出，政治角度理解降息和降准都是在落實11月19日國務院的“金融十條”，實現經濟穩中求進、防止金融風險。歷史上央行降准後理財收益率下行，強化大類資產向股市轉移的趨勢。目前換手率（周度年化）為817%，07、09年高峰為1657.5%、1137.5%，交易活躍度18%，高峰為19.7%。隨著市場熱度上升，波動會加大，密切跟蹤股市政策。

（2）增量資金邊際力量強大，望填金融地產窪地。①4月來最受市場關注的股票當數中國南車、中國北車。前五大買入中券商營業部是絕對主力，專業機構投資者踏空者眾，個人投資者最大的買入理由是新聞聯播對一帶一路、中國高鐵的報導。

A股交易量中個人占比84%，本輪增量資金中個人資金非常明顯，3月以來銀證轉帳累計增加額9175億，占比15年以來的68.8%。②增量資金填平窪地，金融地產優勢明顯。3月第二次加速已經蔓延到大戶（500萬-1億）+中戶（50-500萬），新增開戶中專/高中及以下占比27.2%。低估值、低漲幅、低股價的個股容易受到這類投資者親睞，特別是加上如一帶一路、央企改革等政策利好刺激。央行此次降准力度超預期，初步計算釋放資金總量1.2萬億以上。銀行、地產本來就低估值、低漲幅，超預期利好刺激下望引來增量資金的追逐。

（3）策略：繼續做多。①證監會兩融新政暫不代表全面調控股市，央行降准力度超預期，借力政策暖調，牛市望繼續上行。中期調整多由管理層調控股市、宏觀政策調整、海外金融風險導致，目前市場熱度大幅上升，密切跟蹤政策。②維持3月中以來觀點，創業板代表的新興成長是長牛主角，現階段上證50代表的金融更優。萬一出現530類似的政策調控，金融地產也有相對收益。個股如興業、光大、平安、萬科、保利、泰禾、錦龍、華泰、光大、平安。③3月4日來推薦大上海主題，強調三大核心驅動力，國企改革+科創中心+迪士尼，個股如隧道股份、申達股份、申能股份、自儀股份、華昌達、上海機電、新時達、華東電腦、張江高科、市北高新、美盛文化、春秋航空。《大環保專題1-2》力推大環保，“穹頂之下”後“水十條”再接力，疊加近期PPP熱度提升，繼續看好此主題。公司如碧水源、三川股份、高能環境、博世科、燃控科技、理工監測、天華院、興源環境、南方匯通等。

風險提示：政策推進不及預期。

航民股份（600987）：水污染防治行動計畫有利於印染行業集中度提高

事件：

國務院印發《水污染防治行動計畫》。日前，國務院印發《水污染防治行動計畫》。這是當前和今後一個時期全國水污染防治工作的行動指南。行動計畫提出，到2020年，全國水環境品質得到階

段性改善，污染嚴重水體較大幅度減少，飲用水安全保障水準持續提升，地下水超采得到嚴格控制，地下水污染加劇趨勢得到初步遏制，近岸海域環境品質穩中趨好，京津冀、長三角、珠三角等區域水生環境狀況有所好轉。到 2030 年，力爭全國水環境品質總體改善，水生系統功能初步恢復。全國七大重點流域水質優良比例總體達到 75%以上，城市建成區黑臭水體總體得到消除，城市集中式飲用水水源水質達到或優於Ⅲ類比例總體為 95%左右。

點評：

印染廢水水量較大。每印染加工 1 噸紡織品耗水 100~200 噸，其中 80~90%成為廢水。紡織印染廢水具有水量大、有機污染物含量高、鹼性大、水質變化大等特點，屬難處理的工業廢水之一，廢水中含有染料、漿料、助劑、油劑、酸堿、纖維雜質、砂類物質、無機鹽等。

印染行業將加速整合。我國印染行業高度分散，目前印染企業 2000 餘家，在環保日趨變嚴的情況下，行業將加速整合。

積極推薦航民股份。公司是國內最大的服裝面料印染企業，其成本控制能力以及產品單耗都要好於行業整體水準。公司同時有織布、熱電、汙水處理等配套設施，所以公司整體毛利率要高於同業。公司份額僅 2%，提升空間巨大。而且我們認為航民股份是可以至少持續 2-3 年的成長股。公司目前帳面資金 9.2 億元，或有較強的外延收購預期，公司在近期公告上也強調未來收購將是一個常態化的工作。

風險提示。收購事項進展不順利；經濟形勢惡化，燃料價格大幅波動。

長城汽車（601633）：業績符合預期，彈性如期顯現

事件：

公司發佈 2015 年 1 季報。Q1 實現營收 193 億元（同比+31.2%，環比-3.4%），歸屬於上市公司股東淨利潤 25 億元（同比+26.5%，環比+3.3%），對應 EPS 為 0.83 元。

點評：

SUV 銷量保持高增長。Q1 銷售整車 22.1 萬輛（同比+17.6%，環比-0.6%），SUV 銷售 17.6 萬輛（同比+53.9%，環比+1.4%），皮卡銷售 2.8 萬輛（同比-12.0%，環比+6.1%），轎車銷售 1.7 萬輛（同比-59.1%，環比-24.2%）。2015 年公司全年銷量目標為 85 萬輛，Q1 已完成全年銷量目標 26%。

盈利能力環比繼續提升。Q1 毛利率為 26.6%（同比-1.4 百分點，環比+0.1 百分點），三項費用率為 7.1%（同比-1.1 百分點，環比-2.7 百分點），淨利率為 13.1%（同比-0.5 百分點，環比+0.8 百分點）。

隨著 H2、H9、H8 等新車型銷售上量，零部件集采成本將進一步下降，同時規模效應將攤低單車折舊成本，推動毛利率繼續提升。

H8 銷量有望逐月攀升。戰略新車 H8 將於 2015 年 4 月 20 日上海車展重新上市，並面向全國發售。H8 已開始接受預訂，哈弗品牌口碑傳遞良好，新產品市場熱度高，預計未來銷量有望快速攀升至 5000 輛。

紅標/藍標分網深挖消費潛力。哈弗 SUV 車型（含未投產）包括 H1、H2、H3、H5、H6、Coupe C、H7、H8、H9 等，完成覆蓋 6-20 萬元區間無縫覆蓋。未來公司將推行紅標/藍標的“雙品牌”戰略，通過不同品牌形成一車兩款，在外形和功能突出差異化，全面深挖消費潛力，推動市場份額提升。

盈利預測與投資建議。繼續高呼買入！我們維持公司 SUV 銷量超百萬輛的長遠目標，看好公司未來成長為中國汽車產業的“華為”、“豐田”。H8 已重新登場，公司長期成長更為確定。維持 2015 年、2016 年 EPS 分別為 4.90 元、5.80 元，對應 2015 年 4 月 17 日收盤價 PE 分別為 12 倍和 10 倍。目標價 66 元，對應目標市值 2000 億元，強烈建議買入。

風險提示。SUV 市場景氣回落。新品銷售不達預期。

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。