

2015 年 5 月 14 日

## 宏觀經濟

### 投資全面滑坡，降息週期遠未結束——4 月工業、投資資料點評

工業增速仍低，生產勢頭仍弱。4 月工業同比增速雖小幅反彈至 5.9%，但仍處低位。4 月製造業 PMI 走勢偏弱，發電量和粗鋼產量增速仍偏低，印證生產勢頭仍較疲弱。而 PPI 同比持續負增，預示工業領域通縮仍將延續，抑制工業增加值改善。我們預測 5 月工業增加值增速下滑至 5.2%，2 季度 GDP 增速或降至 6.9%。

投資全面滑坡，地產增速趨零。4 月固定資產投資增速繼續下滑至 9.4%，創 04 年 12 月以來新低，三大類投資增速全面滑坡，而投資的資金來源增速也繼續下滑。產能過剩和企業去杠杆令製造業投資增速下滑至 9.0%，仍在探底。庫存高企和人口結構轉型令地產投資難有起色，增速大幅下滑至 0.5%，接近零增長。基建投資增速回落主要緣於資金來源受限，表現為城投債淨融資額增速暴跌和 4 月企業中長貸同比轉負增。

地產銷售反彈，新開工仍負增。4 月地產投資同比增速 7.0%，較 3 月回升並由負轉正。但新開工面積增速 -14.9%，依然為負且降幅較大。銷量增速反彈主要緣於房貸利率持續回落和低基數效應，持續性存疑。而高庫存壓力之下，開發商拿地意願較弱，制約地產投資企穩，未來地產投資依然堪憂，或將繼續拖累經濟。

利率非降不可，降息遠未結束。統計局稱“4 月份國民經濟運行仍處於合理區間”，並稱下階段要“加大定向調控力度，確保經濟運行在合理區間”。意味著當前經濟仍處在“合理區間”的低位甚至接近增長底線，而寬鬆政策仍將陸續出台。

財政刺激受制於資金來源，缺乏持續性且存在後遺症，因而寬鬆仍需依靠貨幣。當前高利率仍是經濟的主要風險，貸款利率非降不可。我們認為降息週期遠未結束，未來或仍有 4 次以上降息。

## 大市導航

### 石油化工：關注化工行業國企改革

在 2015 年石化行業年度策略中，我們認為改革將是 2015 年石化行業重要投資主線。

2014 年以來，一些經營困難的國企通過整合重組的方式，實現了扭虧為盈，在完成公司蛻變的同時，也保住了上市公司地位。我們認為，在國有企業混合所有制改革的大背景下，虧損企業的整合重組將是我們在 2015 年關注的重點。國有企業通過混合所有制改革，實現企業效益與效率提升、盈利增長。因而，國有企業大股東一般都會想方設法對下屬虧損企業進行整合重組，以幫助其實現效益提升、盈利增長，從而會帶來許多投資機會。

我們統計了化工行業上市公司基本情況，在所統計的 255 家化工行業上市公司中，有 98 家屬於國有企業。在這 98 家國有上市公司中，2014 年出現虧損的上市公司有 24 家。在 24 家虧損國企中，興化股份、ST 海龍、ST 金路處於停牌狀態；湘潭電化、ST 川化、ST 天化、赤天化等已公告了相應的改革舉措；上海石化、四川美豐 1Q15 實現扭虧；我們期待其餘虧損企業在 2015 年有相應的改革措施，幫助企業渡過難關。

期待地方國企的扭虧舉措。地方國企可能是當地國資系統下唯一的資本運作平臺，在混合所有制改革、資產證券化的背景下，國有上市公司是進行改革的重要平臺，因而如何幫助這些企業扭虧為盈、提升效率、展現改革成果，將是上市公司、地方國資所要重點考慮的問題。

我們建議關注湘潭電化、六國化工、天利高新、天原集團等公司。

風險提示：國企改革進度，政策風險

### **隧道股份（600820）：連續大漲，改革有望超預期，繼續推薦；重申推薦建築行業 3 條主線**

1、對於隧道股份：我們分別在 13 年 8 月初，14 年 7 月初，和 14 年 12 月初進行了 3 輪推薦，最近一輪漲幅也已經達到 140%，近兩個交易日連續大漲，重申推薦邏輯：1) 傳統主業平穩，“盾構設備製造+設計施工”能力突出，毛利率、淨利率改善空間仍然可觀，經營面有望持續改善。2) 作為上海國盛持股的老牌國企，尚未有任何改革措施，我們認為改革不僅不會缺席，反而力度有望超預期，激勵、混改等改革措施也在情理之中；3) BT、BOT 類 PPP 項目總額達到 524 億，存續量也在 400 億左右，對於融資模式，此前就已經成立過上海基礎設施投資產業基金，未來將通過合夥基金注入項目公司股權，有望成為未來利潤的新增長點。並且考慮到國家大力推行 PPP 模式，投融資能力強+政府關係好的國有企業最有可能受益；4) 預計 15-16 年 EPS 分別為 0.53 和 0.61 元，國企改革+PPP 類投資業務發力，繼續推薦。

#### **2、重申建築行業 3 條推薦主線：**

a、國企改革組合，國企改革 1+N 方案有望近期出臺，上海國企改革迅速推進，迪士尼漸進，概念股升溫，繼續推薦：1) 隧道股份，激勵、混改情理之中，PPP 專案總投資 524 億，有望成為利潤新增長點；2) 上海建工，29%股權由建工集團劃轉給上海國盛，存在改革空間，此外還具有迪士尼主題、券商影子股等概念；3) 中國海誠，公司 2 次激勵正在實施，動力強勁，有外延擴張可能，

涉及國企改革+迪士尼+環保等多重概念；4) 安徽水利，公司增發在即訴求加強，安徽國企改革持續深入，若注入預計 eps 增厚 40%-100%。

b、求組合，往往有轉型動力：1) 中鋼國際，15 年承諾利潤 4.8 億，目前估值較為安全；公司積極尋求轉型增材製造+PPP 等，未來有望做大市值；向上期權邏輯；2) 江河創建，傳統幕牆+裝飾業務逐步觸底，未來有望逐步轉型醫療健康等新興領域；3) 東南網架，4.73 元面向集團、高管定增，訴求強勁；涉及軍工等業務；從定期報告披露看，大股東擁有蕭山醫院股權，具備運作空間。

c、推薦持有金螳螂等家裝電商個股：1) 互聯網家裝符合未來發展方向，龍頭公司轉型決心大，考慮到互聯網風口，從配路角度值得繼續持有；(2) 從傳統邏輯看，地產政策持續放鬆+降准降息，地產銷售邊際資料有望改善；3) 可重點關注金螳螂的流水資料，短期建議配路亞廈股份、廣田股份、全築股份。

主要風險：經濟下滑風險；訂單推遲風險；回款風險。

合規提示：根據公司 2015 年一季報資訊披露，海通證券股份有限公司自營（約定購回式證券交易專用證券帳戶）持有安徽水利占總股本 1.89%。

## 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。