

2015 年 5 月 26 日

宏觀經濟

中國經濟要靠民間加油——迎接大眾創業的股權時代

從前 4 月的宏觀資料看，中國經濟下行明顯。以往經濟下行是經濟過熱引起的週期性下行，往往受外部經濟影響，而這一次是由於經濟結構的調整引起的。拉動經濟上漲的三駕馬車，投資增速下滑、消費與出口均在下行，尤其是出口連續兩個月的負增長。第二季度的 GDP 增速或許會跌破 7%。

現階段，人口結構變化帶來的房地產業走弱。從長期看，房地產難以成為支撐中國經濟增長的最大支柱，因為住宅消費實際上還是跟人口結構變化有關。中國 2015 年資料表明，25 歲到 44 歲年齡段的總人數下降，這意味著住宅的剛需下降。即便放開計劃生育，人口增長率也會繼續減少，因此未來房地產對於中國經濟增長的貢獻就會越來越小。

目前，我國的環境承載能力已經接近上限。空氣污染一直比較嚴重。中國每公頃耕地化肥的使用量從 02 年的 380 公斤提高到 12 年的 650 公斤，是全世界使用量最大的，付出的環境代價巨大。

央行多次實施了以降息、降准為手段的貨幣寬鬆政策和以利率市場化為標誌的金融改革政策，但僅靠這些 GDP 增長仍難保七。央行認為即便是現階段的交替降准降息，貨幣政策仍屬於中性，因此預計本月底或下月初應該還有一次降准。政府試圖通過利率和匯率改革，以提升人民幣在國內和全球的市場化配額資源的能力。

受以個稅改革遲緩為代表的財稅改革滯後影響，政府的財力逐漸下降，這意味著增幅購買也難提供經濟增長動力。今年一季度全國一般公共預算收入 36407 億元，扣除部分政府性基金轉列一般公共預算影響，同口徑只增長 2.4%，遠低於名義 GDP 的增速。中國的財稅改革當務之急是個稅改革，所得稅的稅率檔次過多、最高邊際稅率過高，不僅為納稅人避稅提供了天然的制度漏洞，而且會導致納稅人通過各種避稅手段逃避納稅。此外，廣義財政收入的增速同樣在下降、國企的利潤增速也繼續下降，都影響到經濟增速。

經濟增長需要靠民間的兩股力量：一是給民企企業加杠杆，二是給居民加杠杆。民營企業總體的債務率遠低於國企；二是因為它們要從傳統的競爭性行業中逐步退出，要從導致它虧損的產能過剩行業中退出，這樣它們的目前杠杆率又降低了。

來自民間的非體制性因素對經濟增長的拉動作用也不容忽視。比如勤奮，居民的生存危機感和勤奮勞動的天性對經濟活力有較強的激發作用。此外，還有人口流、貨物流、貨幣流、資訊流等因素，也有很重要的作用，應充分發揮它們。拉動經濟增長的非體制性因素更具優勢。

大市導航

房地產行業：繼續看好高彈組合（泰禾集團、世聯行、濱江集團、金科股份、華夏幸福、萊茵路業）和冬奧會、大金控、國企改

1) 冬奧會—北辰實業。公司亞奧核心區擁有 120 萬平已建成自持物業，重估價值超 400 億，但前股價市值僅 165 億。考慮冬奧屬本屆政府任期內唯一可舉辦國際級重大賽事，政治地位和潛在重要性不言而喻。考慮公司在亞運會、奧運會中重要優秀表現，一旦賽事落定後期重任不言而喻。

2) 大金控—大名城。公司投資 30 億註冊名城金融控股（集團）有限公司，擬投資總額 100 億。投資股權、證券市場、金融業三大方向。公司資金實力雄厚，發展戰略清晰，執行力強。

3) 國企改革—張江高科（科創中心龍頭，後期股權和眾籌模式帶來業務新空間）、格力地產（珠海國資新貴，未來海洋、健康、金融三大產業聚焦發展）、合肥城建（合肥國資有且唯一金控上市平臺）、天健集團（混改先鋒）。

合規提示：海通證券自營（約定購回式證券交易專用證券帳戶）持有【泰禾集團 000732】超過總股本 1%。

風險提示：行業基本面復蘇不達預期。

有色金屬：3d 列印，休整後再摸高

最具工業 4.0 製造業精髓：互聯+共用，首推兩大龍頭：

金運鐳射，員工持股落地提高員工凝聚力。透過互聯網、智慧型機器打造的金運模式最符合產業發展趨勢；

銀邦股份：嘗試進入軍工領域都將打開公司估值空間。

雙雙買入評級。

不確定性分析：系統性風險。

航民股份（600987）：繼續強烈推薦

近期由於環保問題，分散紅價格上調 2000 元/噸；H 酸則下降 1 萬元/噸。對於航民股份利好（活性染料為航民股份成本，收購的宇田科技有分散染料產品），由於環保日趨嚴厲，印染行業仍在去產能過程之中，行業整合是大勢所趨，公司印染產品訂單旺盛。目前份額僅 2%，未來提升空間巨大，買入評級。

風險因素：價格波動

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。