

2015 年 6 月 30 日

宏觀經濟

降准降息利好債市

15 年 6 月 28 日，央行超預期定向降准並再度降息，我們的主要觀點是：降准降息雙管齊下，呵護實體經濟與金融市場，利好債市，下調未來 3 個月 10 年國開利率區間 3.6%-4%。

- 1) 定向降准延續定向寬鬆。央行自 6 月 28 日起對符合三農或小微企業貸款要求的相關銀行定向降准 50bp，對財務公司降准 3 個百分點，預計釋放 4100 億流動性，鼓勵企業提高資金運用效率。定向降准與此前加量續作 6 個月 MLF 一脈相承，延續定向寬鬆，助於為三農和小微企業提供貸款資金，降低社融成本。
- 2) 再度降息降低融資成本。同時央行自 6 月 28 日起下調存貸款基準利率各 25bp，一年期貸款利率降至 4.85%，一年期存款利率降至 2%，維持存款上浮區間 1.5 倍，同樣旨在降低社融成本。
- 3) 降准降息超預期，“央媽期權”呵護實體經濟與金融市場。14 年 11 月啟動降息以來，每次寬鬆都是單邊降息或降准，而本次定向降准和降息同時啟用。此前降准降息預期一再落空，本次 6 月末啟動降息降准維持了每月一降的頻率，超出市場悲觀預期。近期對杠杆配資的監管導致股市大跌，而地方債密集發行導致債市震盪下跌，短期金融風險上升，與我國去杠杆、降低負債率的大環境相悖，本次“央媽期權”及時啟動有助於穩定寬鬆預期，呵護實體經濟和金融市場。
- 4) 年內仍有降准可能，降息或待來年。美聯儲可能於 9 月起啟動加息，屆時我國將面臨資本外流壓力，因而 3 季度仍有降准可能，對沖資金流出。而當前實際貸款利率高達 8% 左右，遠高於 7% 的 GDP 實際增速，表明潛在降息空間仍大。但持續降息後地產銷售大幅回暖，加之寬財政推動基建投資，經濟有望於 4 季度逐漸見底企穩，預計年內繼續降息的空間有限，更多的降息或留待來年再開啟。
- 5) 寬貨幣配合寬財政，短期有助於長債打開下行空間。6 月以來地方債大量發行、城投債放鬆，寬財政政策頻出，而本次定向降准著力於三農與小微貸款，寬貨幣為寬財政保駕護航，增加銀行可用資金，促進貸款發放，進一步改善銀行間流動性。而本次降息並未擴大存款利率上浮倍數，可有效降低銀行負債端成本和貸款利率，從比價角度打開長債利率的下行空間。

6) 貨幣寬鬆利好債市，但下行空間取決於政策面與經濟面的博弈。近期股債下跌源于貨幣寬鬆預期落空，本次定向降准+降息有助於穩定貨幣寬鬆預期，利好債市。雖有地方債衝擊和經濟企穩預期，但短期內發電耗煤和地產投資仍弱。

政策底漸晰，市場底波折

1. 繼週六央行降息降准雙拳出擊後，週一《基本養老保險基金投資管理辦法》徵求意見稿出臺，根據投資股市比例不高於基金資產淨值的 30% 估算，未來入市規模或達萬億。雖然養老金入市遠水難解近渴，但穩定市場信心意圖明顯，結合此前央行雙降舉措，政策底已經出現。參考 87 年美國股災和 88 年臺灣股市大幅調整經驗，政策出手後市場後均 W 築底。本輪市場調整在近期政策累積效應下，急跌或將過去，市場將震盪築底。
2. 中期牛市趨勢不變，但去杠杆和急跌教訓將使居民資金入市平緩，政策引導資金入實體擠出部分企業資金，未來瘋牛難現。
3. 急跌後超跌優質股望先表現，震盪期更重基本面，如旺季績優的航空、旅遊，成長股份化但仍是中期主力，如互聯網+、中國智造、醫療健康，國企改革注重資產注入類，如軍工。

風險提示。經濟增長失速，政策調控市場超預期。

大市導航

石油化工：預計 2Q15 盈利大幅增長

油價環比上漲。2Q15 布倫特原油均價為 63.41 美元/桶，環比一季度提高 8.03 美元/桶 (+12.7%)。油價上漲有助於上游業務盈利逐步恢復。

石化產品價差擴大。2Q15 乙烯-石腦油價差達 780 美元/噸，環比一季度大幅提高 329 美元/噸 (+42.2%)，同比提高 370 美元/噸 (+47.4%)。產品價差的擴大有助化工業務盈利繼續快速增長。

我們預計石化行業二季度盈利快速增長。上游及煉油化工業務盈利的改善將推動石化公司第二季度盈利環比大幅增長，關注上海石化、中國石化等公司。

上海石化：1) 2015 年為股權激勵行權第一年，考核業績 21 億元；2) 業績與油價彈性大 (2Q09 油價反彈時，公司當季實現利潤近 10 億元)，預計二季度業績環比大幅提升；3) 改革預期。

中國石化：1) 二季度油價反彈，預計單季度盈利環比大幅提升；2) 銷售公司混改繼續穩步推進，有助於公司經營改善和估值提升。

風險提示。油價下跌、業績低於預期。

房地產：堅定重申牛市下半場看好地產，錯殺藍籌最佳避風港

6月銷售繼續放量，考慮3季度迎接年內資料低點，後期基本面有望迎接更大利好。新開工、投資探底現實保障政策持續

偏暖。看好行業資金面恢復帶來絕對和相對收益能力，龍頭公司僅 8XPE，進可攻，退可守。

風險提示：行業基本面下行風險。

交通運輸：傳統交運股為什麼強勢？

最近大盤持續暴跌，小盤股更是成為重災區。交運板塊中同樣分化明顯，代表新興產業的物流股重挫，而傳統行業的航空、機場、航運和鐵路股不但多數沒跌，有的反而逆勢創了新高。傳統交運股為什麼強勢？是具備明顯防禦特徵嗎？從幾個強勢子板塊的特徵來看，除了機場由於盈利相對穩定，過去具備一定程度的防禦屬性外，其餘均是強週期行業。因此，近期的風格轉換應該是這些代表大盤藍籌的個股表現強勢的原因。然而，鑒別其中，是否這些行業都值得重點推薦？我們從高到低的排序是航空、機場、鐵路和航運。我們認為風格切換是一回事，若有更好基本面配合將會走的更遠。

1、航空板塊的跨年行情自去年三季度以來相當完整。所謂估值低，股價低，事件驅動（如油價）只適合過去的某一段時期。我們把航空股一路走來的投資週期劃分為三段，即“估值驅動”（去年7月至9月）、“成本驅動”（去年10月至今年1月）以及從2月開始“盈利驅動”週期。從目前的微觀運營情況看，今年旺季的客公里收益將在較大供需差（客座率水準明顯走高）的帶動下表現出較春運有過之無不及的景象。因此，我們有理由相信這個週期將至少持續到三季度末，即旺季結束。我們6月初就提出，這波航空股向上先看50%空間，主要還是基於盈利有望繼續超預期的判斷。

2、機場投資大邏輯仍要從其產能週期出發。上市標的中，深圳機場率先完成新航站樓投放使用，產能進入新一輪向上週期，因此，未來業績增速有望行業領跑。（其他幾家明年起將陸續進入改擴建週期，資本開支激增）。公司市值對比上海機場仍偏小，深港通有望帶來新的資本催化劑。

3 鐵路和航運行業更多基於整合預期。相比之下，鐵路改革空間更大，相關個股累計漲幅較小，因此排序為大秦鐵路、中運航運、中海集運。

風險提示：需求增速低於預期；改革推進低於預期。

華夏幸福（600340）：與中國衛通集團有限公司簽署戰略合作框架協定

華夏幸福基業股份有限公司與中國衛通集團有限公司為開展衛星地面站建設、衛星通信服務、衛星通信應用服務等方面的合作，本著優勢互補、互利互惠、共贏發展的原則，就建立戰略合作夥伴關係，達成《戰略合作框架協議》。

本協定的簽署有助於雙方共同推進科技平臺、產業園區和產業化基地建設，為中國衛通落地懷來沙城經濟開發區奠定了基礎，為公司在懷來園區建設航太產業集群創造有利條件。

預計公司 2015 和 2016 年每股收益分別是 1.93 和 2.25 元。考慮“創新中國”相關概念公司估值在 30XPE，公司一旦模式成功後期股價極具空間。給予公司 2015 年 25 倍市盈率，對應股價 48.25 元，“買入”評級。

風險提示：行業基本面復蘇不達預期風險。

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。