

2015 年 7 月 06 日

宏觀經濟

政府全力救市，防範金融風險

1. 製造業仍弱、通脹仍低位。6 月全國 PMI 走平為 50.2，低於市場預期的 50.4，在歷年同期中也屬於中等偏低水準，指向製造業景氣依然偏弱。六大電廠發電耗煤增速由 5 月的-0.8%大幅下滑至-9.9%，預示工業增長依然乏力。6 月 PMI 購進價格指數由 5 月的 49.4 回落至 47.3，預示工業品價格環比仍在走低，加之食品價格的再度回落，意味著整體通脹壓力仍低，我們預測 6 月 CPI 和 PPI 或均與 5 月相當。
2. IPO 暫停，改善流動性。媒體報導國務院決定暫停 IPO，意味著打新對貨幣利率的衝擊將消失，疊加持續降准、逆回購、MLF 等貨幣投放，未來流動性有望繼續改善，回購利率有望重新降至 2.5% 以下。
3. 穩健貨幣政策，防範金融風險。上周央行延續 7 天逆回購操作，且招標利率下降 20bp 至 2.5%，助於引導二級市場貨幣利率下行。上周周小川稱，實施穩健的貨幣政策，促進經濟持續健康發展，牢牢守住不發生系統性區域性金融風險的底線。
4. 政府全力救市。《財經》報導，7 月 4 日下午，國務院召集一行三會、財政部、國資委及主要央企負責人開會，商討金融市場應對之策。在會上對於救市並無太多分歧，但如何救分歧不小。而證監會召集 21 家證券公司負責人召開緊急會議，決定 21 家證券公司合計出資不低於 1200 億元，用於投資藍籌股 ETF。央行稱將給予證金公司流動性支援，意味著央行正式介入救市，中國式平准基金火線出爐。近期央行雙降政策、支持證金公司，IPO 暫停等均意味著對流動性的呵護，因而資金牛或有望逐步回歸，但未來政府對引發風險的杠杆牛或加倍謹慎。
5. 關注希臘公投風險。上週二，希臘未能於當天償還 15.5 億歐元 IMF 貸款，希臘成為 IMF 史上首個違約的發達國家。7 月 5 日希臘將舉行公投，認為如果公投贊成滿足國際債權方的要求換來救助，市場預計會有正面反應，但希臘國內政局會有很大不確定性，可能未來 30 天內重新選舉組建新政府；而如果公投反對，希臘退出歐元區的風險明顯增加。

“政”式由危轉機

救市保衛戰全面拉響，股市由危轉機。(1) 6月15日以來A股經歷著急速暴跌，上證綜指、創業板指最大跌幅分別達29.9%、37.3%，14個交易日中6天出現1000只以上個股跌停，這種暴跌已經超出一般意義的股市回檔。目前券商+銀行+信託場內外融資、股權質押等與股市相關的資產達5萬億，市場持續下跌有可能引發系統性金融風險。(2) 毫無疑問，週末救市組合拳已經表明保衛戰拉響，多空力量將發生質的變化。第一，證監會公告“央行將協助通過多種形式給予證金公司流動性支持”最鮮明地標誌著，救市是跨部委的國務院層面的統籌安排。第二，資金上，券商集資雖1200億，但背後有央行背書流動性，想像力無限。第三，暫停IPO意味著打新對貨幣利率的衝擊將消失，有助無風險利率下行。第四，匯金公司公告入市，為市場注入流動性。

牛市繼續，有個整固消化期。(1) 杠杆交易使得這次調整非常劇烈，但終究是一次中期調整，通常牛市中期調整指數跌幅在20-30%之間，但特殊情況也會跌過頭，如87年美國股災標普500下跌33.5%，88年臺灣股災臺灣加權指數跌44.6%，再如96年A股在十二道金牌打壓下上證綜指半個月下跌32%。A股急跌後，政策維穩將遏制恐慌情緒，牛市邏輯仍在。

但股災已經深刻教育了投資者，未來杠杆資金入市將更趨謹慎，管理層也將對杠杆資金的管理更加規範。此外，連續三周的大跌對人氣的殺傷大，未來資金入市速度將趨緩，告別瘋牛。(2) 救市組合拳再度強勢出擊，市場短期望強反彈。但從1987年美國、1988年臺灣股災經驗看，政策救市短期反彈後，市場均進入W型築底階段，而非強勢V型反轉。我們預計本次市場強反彈後仍有個震盪築底階段，原因在於本輪下跌源於去杠杆，目前上證綜指3700點附近，與3月26日接近，但場內融資餘額比當時高4600億，這些都是套牢盤，占比24%，以此比例推出場外杠杆資金套牢盤2000多億，杠杆資金套牢盤合計近7000億，市場需時間盤整消化。

策略：由危轉機，積極面對。有央行背書的救市組合拳，標誌著多空力量將發生質的變化，市場信心將迅速恢復，短期反彈一觸即發。市場進入股災後時代，短期政策刺激帶來的快速反彈後，市場仍將在博弈中震盪築底。牛市格局未變，但去年下半年到今年上半年的散戶牛市，大概率將進入去偽存真、精選個股的分化階段。參考07年經驗，530暴跌後市場風格明顯向績優股傾斜，本輪調整後將迎來7、8月中報密集披露期，業績確定性大概率將成市場聚焦核心。短期優選已止跌的優質成長股、金融藍籌、穩定增長類股三條主線。中期佈局，主戰場仍是轉向方向的成長股，如互聯網+、中國智造、醫療健康。主題繼續看好國企改革（軍工）、大上海。

風險提示：政策推進不及預期。

大市導航

建材：建材行業周觀點

由於人口拐點帶來地產投資長週期下行，行業長期需求彈性不足，而供給端儘管新增產能節奏明顯放緩，但存量產能尚未去化。與鋼鐵、煤炭等行業不同，建材（水泥）行業過去幾年盈利及現金流尚可，尚未經歷長期虧損，因此儘管年初以來水泥價格暴跌至成本線，但除非目前價格水準維持至少半年以上時間，否則存量產能仍難以大規模退出，行業產能利用率將長期維持低位，週期趨勢性拐點難現。而估值方面，受市場整體估值中樞上移帶動，A 股水泥板塊平均 PB1.5 倍以上，不管是橫向還是縱向比較均偏高。因此年內建材行業難現週期拐點驅動的整體性行情，而僅具有板塊輪動或補漲價值（年初以來水泥板塊累計漲幅在所有板塊中僅高於銀行、非銀及煤炭）。

板塊不具備自上而下的週期邏輯，因此我們仍然繼續自下而上的選股邏輯：主線 1，我們中長期持續看好公司所在細分市場仍有潛力、且可憑藉品牌、管道、技術優勢不斷提升市占率，在地產長週期下行背景下的建材行業“沙漠之花”：友邦吊頂、偉星新材、東方雨虹、長海股份；主線 2，中央國企改革細則出臺在即，國企改革主題有望再迎風口，我們繼續建議關注國企改革組合（中國巨石、北新建材、瑞泰科技）；主線 3，註冊制未出臺前，A 股上市公司仍至少具備平臺價值，實際控制人市值管理及轉型動力強的公司，具有較強博弈價值，我們基於此邏輯篩選轉型組合（旗濱集團、開爾新材、建研集團）。

週末出臺重磅救市政策，大盤反彈動力強勁，短期搶反彈推薦重點關注股價跌破三年期定增底價、實際控制人公告增持計畫之開爾新材，以及股價跌破增發底價之友邦吊頂、中國巨石。

風險提示：房地產投資大幅下跌，國企改革不達預期等。

醫藥與健康護理：調增後部分公司回歸合理位銜

我們認為，目前醫藥股的核心邏輯為買龍頭、買落地、買成長。經過大幅調整，部分公司股價已經回到了相對合理的位銜。結合公司基本面、中報、PEG 等情況，我們重點推薦愛爾眼科、東富龍、長春高新、和佳股份、嘉事堂、華海藥業、昆藥集團、迪安診斷等個股。

風險提示。提防反彈後的回檔。

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。