

2015 年 8 月 13 日

## 宏觀經濟

### 經濟再次滑落，財政仍需加碼——7 月資料點評

#### 一、7 月工業、投資資料點評

工業增速回落，生產勢頭疲弱。7 月工業同比增速回落至 6.0%，低於市場預期的 6.6%，並創 3 個月新低，季調環比增速下滑至 0.32%，創歷年同期新低。而 7 月發電量增速再度轉負，財新 PMI 創 15 個月新低，全國 PMI 全面下滑，PPI 同比、環比跌幅均擴大，也都指向工業生產勢頭依然偏弱。8 月以來發電耗煤增速降幅明顯收窄，而當前財政穩增長也由守轉攻，我們預測 8 月工業增加值增速或小幅回升至 6.4%。

投資再次滑落，穩增長效果未現。7 月固定資產投資增速滑落至 10.3%，三大類投資中，製造業、基建和房地產投資增速全面下滑。其中，製造業投資增速 6.9%，創歷史新低，主因高耗能行業去產能力度加大；基建投資增速大幅回落至 16.2%，主因資金來源受限，反映穩增長效果仍未顯現；地產投資增速回落至 2.8%，主因地產庫存依然偏高。未來產能過剩和融資成本高企仍將約束製造業投資擴張，庫存偏高和人口紅利消失將制約地產投資改善，但穩增長或能令基建投資增速在短期內激增、帶動投資增速改善，我們預測 8 月固定資產投資增速或微升至 10.5%。

地產銷售續升，拿地開工負增。受益于房貸利率持續回落，地產銷量增速由 6 月的 16.0% 繼續上升至 18.9%。但商品房待售面積增速仍高達 20%，意味著當前地產庫存依然偏高，對拿地和新開工形成制約，因而土地購置和新開工依然大幅負增長。雖然占地產投資比重高達 2/3 的住宅投資增速初現回升，但因地產銷量改善到投資回暖時滯拉長，地產投資改善或仍需時日。我們預測 8 月地產投資增速或小幅下滑至 1.0%。

下行壓力仍大，寬財政需加碼。7 月外需再度走弱，內需中投資全面下滑，消費穩中趨降。而 7 月底政治局會議也指出，下行壓力依然較大，經濟增長新動力不足和舊動力減弱的結構性矛盾依然突出。上半年寬鬆貨幣政策的效果正在顯現、下半年或暫收鋒芒。而積極財政政策年中乏力，政策效果尚未顯現，未來仍需加碼。

#### 二、消費穩中趨降——7 月零售資料點評

第一，7月社消零售名義增速 10.5%，扣除價格因素後實際增速 10.4%，限額以上增速 7.3%，均較 6 月小幅回落。7 月社消零售名義增速、實際增速和限額以上增速分別較 6 月回落 0.1、0.2 和 0.5 個百分點。

第二，鄉村增速繼續快於城鎮，餐飲增速繼續快於商品零售，網上零售繼續高增。按經營所在地分，7 月份城鎮消費品零售同比增速為 10.3%，較上月微幅回落，鄉村消費品零售同比增速微幅上升至 11.9%，農村消費增速繼續快於城市。按消費類型分，餐飲收入同比增長 12.2%，較 6 月提高 0.6 個百分點；商品零售增長 10.3%，較上月下降 0.2 個百分點。1-7 月份，全國網上零售額 19363 億元，同比繼續高速增長 37.7%，但增長率較上月較上半年回落了 1.4 個百分點。

第三，通訊器材增速 29.8%繼續領跑，石油及製品增速-7.2%依然為負並殿后。7 月，通訊器材類商品零售增速 29.8%，較 6 月下月滑 4.6 個百分點，雖然增速連續兩個月下滑，但仍繼續領跑各行業。石油及製品增速擴大至-7.2%，依然在各行業中殿后。

第四，必需品增速普遍回升，可選品中家電、汽車回落，地產相關商品平中有跌。必需消費品增速較 6 月均出現明顯回升，糧油食品飲料煙酒類由 6 月的 14.4%小幅回升至 16.6%，服裝鞋帽針紡織品類由 9.4%回升至 10.2%；日用品類一改前 4 個月連續回落態勢，增速上升至 11.8%。可選品中家電、汽車回落，家用電器從 10.2%回落至 8%，汽車自 4.8%回落至 2.5%。地產相關商品平中有跌，傢俱類從 18.5%小幅回落至 16%，建材類從 18%回落至 17.9%。

第五，7 月經濟再度走弱，消費穩中趨降，仍是中流砥柱。其中必需品消費有所改善，可選品消費整體偏弱，新興消費和網上消費繼續高增長。7 月工業同比回落至 6.0%，工業品通縮惡化，生產勢頭疲弱，固定資產投資增速滑落至 10.3%，外貿出口同比大幅下降 8.3%，穩增長壓力進一步加大。三駕馬車中唯有消費走勢平穩，必需品消費增速回升，新興消費和網上消費持續高增長，成為經濟增長的中流砥柱。上周國務院辦公廳印發《關於進一步促進旅遊投資和消費的若干意見》，提出六點意見刺激消費。預測未來消費增速平穩，8 月消費增速或在 10.6%左右。

### 三、寬財政由守轉攻——7 月財政資料點評

7 月財政收入同比增速小幅回落至 12.5%，其中中央降至 11.4%，地方本級升至 13.6%。7 月份，全國一般公共預算收入 14249 億元，同比增長 12.5%，較 6 月降低 1.4 個百分點，主要緣於工業低迷、外需疲弱。其中，中央一般預算收入 7060 億元，同比增速降至 11.4%，地方本級一般公共預算收入 7189 億元，同比增速升至 13.6%，連續兩個月回升。

主要收入項目中，個人所得稅和消費稅繼續高增，金融和房地產企業所得稅高增，工業企業所得稅負增，內需走弱拉低進口增值稅和消費稅，外貿穩增長令出口退稅高增。增值稅增速依然偏低，證券交易印花稅增長 5.5 倍。

7月財政支出同比增速繼續大幅上升至**24.1%**，其中中央增速**48.6%**，地方本級**19.7%**。7月全國一般公共預算支出**12732億元**，同比增長了**24.1%**，較6月份上升**10.2**個百分點。其中中央一般公共預算支出**2364億元**，同比增長**48.6%**，較6月激增**37**個百分點；地方一般公共預算支出**10368億元**，增長**19.7%**，較6月份**14.2%**的同比增速僅小幅上升。截至7月，今年財政支出完成預算的**52.5%**，快於去年同期，主因是加快部分重點支出預算執行進度以及落實調整工資標準。

從財政支出分項資料看，1-7月社保就業、節能環保、城鄉社區等領域支出增速較快，分別為**21.4%**、**19.3%**和**19.2%**。

1-7月全國政府性基金收入同比下滑**33.9%**，主要是受到國有土地使用權出讓收入大跌的拖累。而基金支出增速也依然為負。前7月全國政府性基金收入**20396億元**，同比下降**33.9%**，跌幅較前6月基本持平。其中，地方本級政府性基金預算收入**18145億元**，同比下降**36.6%**，主要緣於國有土地使用權出讓收入**15425億元**，同比下降**38.2%**。1-7月份全國商品房銷售面積累計增速再度回升，有望改善政府性基金收入增速。

財政已成為穩增長主力，並由守轉攻。7月在財政收入增速小幅回落情況下，財政支出增速卻繼續大幅上升至**24.1%**。也印證了“下半年將堅持積極的財政政策不變調”。7月底政治局會議強調經濟下行壓力依然較大，8月初發改委發佈六大高端製造業工程包，意味著其穩增長手法已由守轉攻，不僅局限於基建托底。而未來國開行、農發行或將向郵儲銀行定向發行專項建設債券，主要採用股權方式投入，有望撬動萬億基建投資，對沖經濟下滑。

## 大市導航

### 石化：中海油煉化業務整合，繼續關注石化行業改革

中海油審議通過《總公司煉化產業優化整合方案》，集團公司煉化業務整合。繼中石化、中石油公佈混改計畫之後，中海油的油氣改革也開始推進。

民營企業原油進口權進一步擴大。商務部對山東東明石化集團有限公司和盤錦北方瀝青燃料有限公司關於原油進口非國營貿易進口資質的申報材料進行了審核，認為上述公司符合進口原油非國營貿易資質條件有關規定，以上兩家民企將獲得原油進口權。原油進口權對民企進一步開放，未來石化行業的整體改革也將進一步推進。

石化行業改革推進。隨著中海油煉化業務整合的開始，以及民營企業原油進口權進一步擴大，我們認為石化行業的整體改革仍將繼續推進。重點關注三方面的改革動作：（1）上游區塊放開；（2）原油進口權進一步放開；（3）油氣價格改革。

重點關注公司：山東海化（中海油集團下屬上市公司，整合預期）；上海石化（盈利大幅改善，改革預期）；洲際油氣（海外油氣資產運營，積極參與國內上游業務）；勝利股份（發展天然氣業務，氣價改革下游應用企業受益）。

風險提示：油氣價格大幅波動、政策進度。

### 鋼鐵：匯率貶值對鋼鐵弊大於利但基本持平

2015 年上半年，我國進口礦石、鐵合金及廢鋼等鋼鐵原料價值 352 億美元，其中礦石 289 億美元占 82%，鐵合金 56 億美元占 16%。同期我國出口鋼材鋼坯生鐵等共 335 億美元，即使把焦炭出口量的一半計入鋼企出口的也不到 340 億美元。

就鋼鐵企業物料平衡來說，基本持平，但除此之外，我國鋼企每年都需要進口部分設備配件和技術服務，這一部分雖然難以估計，但預計仍在 30 億美元以上。因此總體上，貶值不太利於鋼鐵行業，但基本上可以仍未利弊持平。如果動態看，其他國家匯率也跟著貶值，可能事情更為複雜。

風險提示：鋼企盈利繼續低迷。

### 恒瑞醫藥（600276）：創新龍頭，製劑出口啟動元年。

1、公司基本面：公司今年預計銷售額將突破 100 億元，我們預計今年公司淨利潤增速在 40%左右，明年預計 30%，3-5 年後公司有望維持 20-25%左右的穩定利潤增速。

2、公司製劑出口情況：（1）製劑出口業務今年環磷醯胺貢獻較大，預計全年利潤貢獻 4 億元，整個製劑出口領域貢獻淨利潤預計超過 4.5 億元。公司自從 2006 年申報伊立替康起，申報海外製劑過程中積累了充分的經驗，伊立替康當時申請 ANDA 由於與 FDA 經驗不充分、FDA 的怠慢等原因認證花了 6 年的時間，現在公司通過與外方積極和合作以及多年積累下來的豐富經驗使得每個品種申報的時間大約 2 年左右，與海外公司積極合作來做大公司產品無論是從申報速度和銷售格局來看都將使公司 ANDA 品種更快的放量。今後預計每年申報的 ANDA 將穩定在 4-5 個品種。公司製劑出口主打針劑，選擇的品種大多具有良好的競爭格局。（2）我們可以看到公司眾多創新藥品種都在國內外同時做臨床，長期來看公司海外戰略將從現階段的仿製藥走向國際創新藥的領域。

3、公司新藥研發進展：

（1）創新藥今年逐步進入爆發期，阿帕替尼預計全年銷售額 2.5-3 個億。19K 預計下半年通過現場檢查，後續瑞格列汀、法咪替尼、抗體偶聯 TM-1 等品種會逐步推出。從在研品種比例來看，公司

臨床和臨床前的 pipeline 生物藥和小分子藥物數量比大約是 6：4，以後生物創新藥將是公司創新藥的主要方向，具體治療領域來看，公司部分在研 pipeline 如下：

抗腫瘤領域：小分子藥物方面，阿帕替尼已上市，法米替尼進入二期臨床，吡咯替尼中美同期一期臨床，Hedgehog 抑制劑國內 I 期臨床，AR 抑制劑、CDK4/6 抑制劑、MEK 抑制劑已報臨床，BTK 抑制劑將申報臨床；生物大分子方面，第一個抗體偶聯 ADC 品種 T-DM1 已報臨床，後續 ADC 品種儲備豐富，19K 迎接現場檢查，PD-1 國內首家報臨床，PD-L1 處在臨床前研究階段；糖尿病領域：三個大品種，瑞格列汀三期臨床、恒格列淨二期臨床、德穀胰島素申報臨床，GPR40 激動劑呋格列泛仍在一期臨床；心血管領域：心衰藥物 Relaxin 已報臨床，後續降脂藥 PCSK9 抑制劑等品種臨床前研究中；其他產品：公司第一個 1.1 類新藥艾瑞昔布今年預計銷售額 1 億元，TPO 抑制劑 1 期臨床，JAK-1、Urat1、IL-17 已報臨床。

(2) 創新藥對外合作，我們已經看到了公司引進 Tesaro 公司用於腫瘤輔助治療的止吐專利藥 Rolapitant，這是我們看到的公司研發對外合作的第一次嘗試，公司已經從完全自主研發逐步走向與外部充分合作的新軌道上來，未來，我們預計公司引進國外有潛力的品種的國內權益將成為常態，同時，公司具有比較優勢的 me-better、me-best 或今後的 first-in-class 品種也會對國外授權，公司將從內向型研發企業發展成為外向研發合作型企業。

(3) 藥審改革將強烈利好公司現有創新藥產品線，更快的審批速度也意味著公司新藥能夠更快的上市和放量，同時也為臨床上的患者提供更多的選擇。

4、仿製藥產品線情況：預計公司腫瘤線總體保持穩中有增；造影劑領域快速增長，總體增速超過 30%，釐特酸葡胺 9 月份正式開始銷售；手術麻醉類藥物穩健快速增長，預計增速 20%；仿製藥品種整體增速在 17-18% 左右。目前的招標進度來看，7 號和 70 號檔精神希望各地在 11 月前能完成招標工作，但預計實際各省招標 5 類招標藥物中只要有一類完成招標即可，本輪招標預計明年才會陸續落地，對今年業績的負面影響會比預期中的影響更小；仿製藥 pipeline 方面，申報專利期的限制預計會對 pipeline 造成一定影響，但公司本身研發管線中獨家品種較多，影響較其他企業更小。

5、產能情況：公司產能控制比較緊湊而高效，各車間現有產能也已基本利用到了極限，現在產能情況能夠滿足現有的市場需求，公司也正在積極擴大產能，恒瑞豪森產業園、成都盛迪和新月的新基地有望陸續投產，生物藥蘇州基地也已經奠基，今後公司產能佈局主要如下：15 年以前上臨床的生物藥品種會在連雲港生產，之後的新品將在蘇州生產，海外製劑主要在連雲港生產，大輸液、抗生素等品種將在成都基地生產。公司現有生產基地的建設和預留空間完全能夠滿足恒瑞未來發展產能的規劃。

6、其他佈局：關注公司在精準醫療和醫療服務領域的佈局。

風險提示：新的佈局可能有變數。

## 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。