

2015 年 8 月 17 日

宏觀經濟

救市灌水貨幣貶值，通脹回升寬鬆兩難

1. 經濟反復築底，通脹繼續回升。7 月工業經濟再度回落，外需走弱投資下滑，消費穩中趨降。但當前穩增長持續加碼，寬鬆貨幣政策和積極財政政策的效果正不斷釋放，8 月中上旬發電耗煤增速由負轉正，預示 8 月工業經濟仍有望反彈。7 月 CPI 由上月 1.4% 升至 1.6%，連續 3 個月回升，8 月以來食品價格漲幅擴大，上調 8 月 CPI 預測至 1.9%。
2. 救市貨幣灌水，貶值魔盒打開。上周央行公佈 7 月貨幣信貸超增，其中 M2 增速大幅反彈至 13.3%，主要源於救市貨幣灌水。而人民幣突然貶值引發資金流出擔憂，上周流動性穩中趨緊，回購利率創下 4 個月新高。7 月外占大降致基礎貨幣萎縮，需要降准對沖，但救市大放水使得廣義貨幣超增，M2 增速已超過 12% 的政策目標，加 CPI 和 PPI 的分化，使得貨幣政策鬆緊兩難，短期或難見降息降准。
3. 證金轉讓股票，銀行不良新高。上周證監會發佈公告稱，證金公司通過協定轉讓方式向匯金公司轉讓了部分股票。銀監會資料顯示，2 季度商業銀行不良貸款率創 1.50% 新高。
4. 美零售數據大幅反彈。7 月美國零售銷售增長如預期大幅反彈 0.6%，一掃 6 月的四個月內最大增速降幅頹勢，釋放了美國國內消費推動經濟的良好勢頭，為美聯儲下月啟動加息敞開大門。

大市導航

交通運輸：航空股跨年行情是否就此止步？

上周航空股遭遇“當頭一棒”，人民幣連續兩天兌美元大幅貶值導致航空股股價出現急跌，市場看空聲音驟起。最主要理由在於即使旺季運營超預期，4 季度也很難有更高的預期，全年水準似乎也就這樣，疊加突發性匯率貶值，未來不確定因素越來越多。

我們認為：

- 1) 貶值因素雖然影響負面，但從來不是股價中期走勢的決定性因素，供需才是。回顧以往，之前幾年人民幣兌美元每年持續升值，但由於供需關係惡劣，景氣度下滑，股價一路下跌。

- 2) 匯兌風險多為一次性釋放。從央行表態到後幾天匯率市場波動看，周初連續兩天的急跌多為年初以來積累的“匯兌風險”的一次性釋放，而主動貶值主要還是為提振出口。
- 3) 不要過於擔心人民幣貶值對旅遊需求的負面影響。2013 年以來國際線需求增速遠強于國內線，今年短途航線又開始崛起。這其中，消費升級（中東部城市出行差異化需求提升）、成本降低（低燃油費）、區域市場低基數（東北亞東南亞市場熱度低位反彈）以及相對購買力（人民幣兌非美貨幣升值）共同影響。人民幣因素並不是出境游高增長的決定性因素，匯率小幅波動影響將更加有限。
- 4) 基本面短期預期較高不代表中期沒有預期差。誠然，3 季度盈利為年內高點，4 季度為傳統淡季，週期因素會使短期投資者獲利了結。但預期差不是環比而是同比。往後看，若十一後淡季資料繼續強勁，是否將指引來年春運的更強勁表現？

我們自去年 7 月看多航空以來的重要推薦邏輯就是供需關係大格局的變化。今年行業供給在加速消化過去的過剩產能，但需求的持續復蘇仍使客座率仍同比開始提升，客票收入明顯增長。

從中期看，我們有理由相信明年行業供需關係的進一步向好從而帶動主營盈利的繼續向上提升。在這個過程中，新的基本面預期差會不斷產生。

風險提示：相關政策推進速度低於預期，供需關係不達預期。

石油化工：天然氣價格迎來下調預期

據中國證券網等媒體報導，8 月份國家發改委價格司已經研究天然氣價格的下調方案，調價有望在 10 月 1 日實施，但具體的調價幅度還在商討中。

自 4 月調整後目前國內天然氣門站價格平均在 2.51 元/方，按照 6 月進口替代能源價格計算，國內天然氣門站價格需下調至 2.10 元/方，較目前門站價格下調 0.41 元/方（降幅 16.3%）。

天然氣進口價格方面，管道氣進口價由 1 月的 2.15 元/方下降至 6 月的 1.73 元/方，降幅 19.4%；LNG 進口價由 1 月的 2.54 元/方下降至 6 月的 2.17 元/方，降幅 14.5%。進口氣價格遠低於目前天然氣門站價格，天然氣門站價格也有下調空間。

我們認為天然氣門站價格有望在目前基礎上下調 0.3~0.4 元/方，從而帶動下游需求的增加。在替代能源價格下降的情況下，期待天然氣價格作出調整。

如果天然氣價格下調，則下游應用企業受益，其供氣量以及單位盈利都有望獲得提升。建議關注公司包括：勝利股份（雙百加氣站、外延式並購預期）；長百集團（轉型天然氣業務）；安彩高科（轉型天然氣業務、增發、國企改革）；廣州發展（佈局天然氣上游、國企改革）；厚普股份（次新股、加氣站設備供應商）。

風險提示。能源價格大幅波動；天然氣價格調整進度；政策風險。

農業：震盪市中緊抓國改主題，基本上關注制糖和養殖

震盪市中國企改革仍是農業板塊重要的主題投資線索。重點提示關注五類上市公司機會：1) 大集團小公司。比如中糧屯河。近日公司發佈公告，中糧集團將旗下的中糖公司的有關制糖業務委託上市公司經營，預示著我們之前預測的將體外制糖資產逐步注入上市公司將逐步變為現實。2) 農墾改革類。我們猜測未來改革路徑將會集中在盤活國有資產、土地證券化、健全一體化經營體系、推進混合所有制改革。按照上市公司體外土地規模排序，我們依次推薦北大荒、亞盛集團、農發種業。3) 新疆兵團改革，比如新農開發、西部牧業等。4) 轉型類。比如*ST 中魯、吉林森工。5) 區域類。有些省份國改推進速度快，重點提示安徽地區的豐樂種業和甘肅地區的敦煌種業。詳細內容請參考行業專題及報告《農業上市國企，還有多少改革要發生？》。

從基本面出發，我們依然建議投資者關注制糖和養殖。國內連續減產，嚴控進口策略不變，國際糖價已創 7 年新低，重要產糖國巴西開始進入產能收縮週期，糖價向上的可能遠大於向下。養殖板塊在調整之後，再現階段性的投資機會，我們預計豬價在國慶日前仍有一波上漲。

風險提示：國企改革力度不達預期；公司業績低於預期等。

中國建築（601668）：地產銷售持續好轉，估值仍有望提升

1-7 月建築新開工面積累計同比下降 29.6%，新簽訂單累計同比下降 3.0%，創歷史新低，其中單月新簽同比下降 11.3%；海外新簽同比上升 12.9%，有所好轉，國內新簽同比下降 3.9%。前 7 月地產銷售額同比上升 20.1%（前 6 月增速為 12.8%），合約累計銷售面積同比上升 25.8%（前 6 月增速 23.2%），估計 7 月中海和中建地產合約銷售額為 673 億和 146 億。製造業低景氣度導致固定資產投資增速放緩，建築業務承壓；但 930、330 地產政策效果逐漸顯現，降准降息資金面持續寬鬆，地產銷售資料持續向好，估值仍有望提升。我們預計 15-16 年 EPS 分別為 0.86 元和 0.95 元，當前股價對應 15 年 PE 約為 8.88 倍，給予“買入”評級。

風險提示：經濟下滑風險，地產銷售低於預期，開工低於預期。

黃河旋風（600172）：進軍工業 4.0，“老樹新芽”齊煥發

黃河旋風收購上海明匠智慧，進軍工業 4.0。“明匠智慧—最接地氣”的中國工業 4.0 企業。明匠智慧是國內較早從事工業 4.0、智慧製造研發和實施的企業。公司自主研發的資訊採集板卡可以嵌

入現有設備的控制櫃，採集工業現場設備的開關量信號，類比量信號，無需更換任何製造設備，較好的解決國內低端（電氣化）生產設備與先進工業 4.0 技術之間的資訊對接問題；公司自主研發的 MES 系統可以確實準確地實現設備的監控和控制。與西門子、三星等國際廠商相比，明匠智慧的工業 4.0 改造方案更加適合中國國情。明匠智慧起步于汽車製造業智慧升級，目前正在大力拓展家電、3C、鋼構領域。目前公司產品研發已進入穩定期，具體模組較為成熟，整線佈局也已經積累了較為豐富的經驗。公司期望可以將現有的成功經驗在下游更多的製造業子行業中進行推廣，在製造業智慧改造領域打響自己的品牌，形成先發優勢，跑馬圈地，確定明匠智慧在行業內的領軍地位。15 年一季度公司銷售額接近 14 年全年，預計全年增長 200%以上。按照公司 13-14 業績的增長趨勢，我們預計，公司 15 年全年實現淨利潤有望突破 5000 萬元。16、17 年淨利潤預計可達到 1.4 億和 2.2 億。

黃河旋風主業穩定。14 年募投項目發行完成、15 年募投項目蓄勢待發；公司董事會 7 月 15 日審議通過 308 萬份股票期權，行權價格為 22.18 元/股，截止 8 月 14 日收盤，公司股價為 20.41 元/股，具有較高的安全邊際；公司 7 月中旬公佈兩筆重大合同，合計銷售額 5.746 億元，占 14 年全年營收的 34.57%，執行期均至 2016 年底，不排除 15 年內，公司有更大金額訂單落地的可能。公司股票未來 6 個月合理價值區間為 19.51-23.22 元，給予買入評級。

風險提示：新項目建設風險；市場開拓風險。

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。