

2015 年 8 月 24 日

## 宏觀經濟

### 宏觀：財新 PMI 再創新低，全球避險情緒升溫

1. 財新 PMI 創新低，豬價首現下跌。8 月財新製造業 PMI 初值創 09 年 3 月以來新低，指向製造業下行壓力仍大。8 月以來發電耗煤同比增速由負轉正，但環比依然負增，指向當前工業經濟仍在反復築底中。各項需求和生產指標全面下滑，而產成品庫存上升去化壓力增大。上周豬價首現下跌，菜價繼續上漲，食品價格整體仍在上漲，預測 8 月 CPI 同比上漲 1.9%。
2. 寬鬆陷入兩難，貨幣利率上升。7 月份以來降准降息一再落空，而上周貨幣利率持續上升，也體現出央行的政策兩難困境。一方面，8 月財新 PMI 創下 6 年新低，人民幣貶值加劇資金流出，經濟下行、資金流出需要降息降准；另一方面，物價上升和貨幣超增使得短期全面寬鬆受限。
3. 集中推出改革方案，鼓勵銀行支持基建。習近平主持召開深改組會議，要求在國企、財稅、金融、司法、民生、黨建等領域集中推出一批力度大、措施實、接地氣的改革方案。銀監會和發改委聯合下發了《關於銀行業支援重點領域重大工程建設的指導意見》，鼓勵銀行業通過金融創新方式，加大對重點領域重大工程項目建設的支援力度。
4. 全球避險情緒升溫。全球市場遭遇黑色一周，新興市場動盪，美國股市也創下 3 年來最差的單周表現。中國經濟進一步疲軟的信號讓上週五油價跌至多年新低。美聯儲加息預期疊加人民幣貶值，引發全球避險情緒升溫，因此風險資產如股票、
5. 大宗商品均普遍下挫；而避險資產如美國國債和黃金則受追捧。

## 大市導航

### 有色金屬：黃金股仍可追

我們堅持中期策略觀點：金價底部位路已然形成，美國加息後金價可望大幅反彈。三大利好支撐金價：（1）全球各國爭相加碼寬鬆政策，流動性持續寬鬆推升金價；（2）全球股市、匯市大幅波動提升黃金的避險保值功能；（3）金價已處於 90% 的邊際成本線之下，下跌空間有限。（4）全球貨幣儲備多元化加速。

以中國為例，之前央行公佈黃金儲備規模，604 噸的增量占之前儲備的 50%以上，表明央行近年來增儲力度較高。雖然離市場預期仍有一定距離，但現階段中國黃金儲備的價值僅占外匯總持有量的 1.6%，與全球 10%的平均水準相差較遠。中國未來繼續大幅增持黃金或是大概率事件。未來中國大幅增儲黃金將對金價起到重要的提振作用。

中長期而言，美聯儲加息仍是黃金的最大利空。微妙之處在於，加息的頻率和加息的週期長度。若未來僅有一至兩次加息，則金價會有一波強勢反彈。我們認為美聯儲加息次數可能較少，主要基於兩點原因：（1）美國通脹較低，離美聯既定目標仍有一段距離。低通脹風險或阻礙美聯儲連續加息；（2）8 月以來，美國所公佈的經濟資料均較為平淡，就業資料不及預期。加息後美經濟增長勢頭或進一步放緩，持續加息可能性較低。其次，需要關注美元走勢。我們認為就技術面而言，100 整數點位元將是美元指數的近期頂點。就基本面而言，由於 2 季度美國經濟走勢強勁，美 3、4 季度在基數較大的情況下較難延續大幅環比增長。大概率為溫和上升或走平。因此，美元短期內較難以突破 100 點。

投資策略方面，假設美國仍在 9 月加息（目前概率仍較大），我們認為黃金股可以繼續參與，但倉位不宜過重。待美聯儲加息利空出盡後，黃金股可以重點參與。假設美國 9 月加息預期低，那麼短期可以重倉黃金股。黃金股重點標的：山東黃金（國企改革，彈性大）、西部黃金（股性強）、中金黃金（國企改革）、剛泰控股（互聯網外延）。

風險提示：中國 A 股回檔風險導致估值下降。

## 交通運輸：航空板塊整體運營強勢格局未變，新增小長假有望提振 8 月末端需求

航空需求分析：內線增速有所回落，國際繼續高增長。我們對 8 月 15 日至 8 月 21 日的航空資料進行跟蹤。行業整體、國內、國際航線旅客總周轉量（RPK）同比增長 16.1%、11.8%和 33.2%，與前一周資料相比國內線增速有所下降，主要是因為 2014 年軍演拉低 14 年基數，造成上上周增速較高。結合上周國際航線增速維持高位（30%+），短期內線增速回落總體上並不影響我們對今年 8 月運營強勁的判斷。今年 9 月 3 日-5 日為慶祝抗戰勝利的來小長假，預計 8 月最後一周航空需求將受益於今年新增的小長假帶來的出行需求。

航空供需分析：運力投放穩定上升，國際線客座率水準同比微降。行業整體、國內、國際的 ASK 與去年同期相比分別增長 15.2%、9.2%和 40.2%，資料同比均略有上升。上周行業、國內、國際客座率同比分別上升 0.6、上升 2.0 和下降 4.4 個百分點，分別達到 85.1%、85.6%和 83.6%。進入旺季以來，運力投放的蹺蹺板效應仍比較明顯，各家公司運力投放向景氣度更旺的國際線傾斜，導致國際線客座率同比下滑而國內線同比上升。從上周表現來看，需求增速下降，而供給增速略有上升，其中國際線供給增速增長明顯，超過 40%，使得客座率增速略有下滑。訂座情況上，國內線訂座率總體上看高於去年同期水準 2-3 個百分點，而國際線的訂座率基本與去年同期水準持平。航空供給投

放隨著旺季到來而實現穩定上升的佈局，結合國內線未來訂座率仍顯著高於去年，我們認為客座率微調不會影響旺季需求升溫的總趨勢，供需差正在改善。

航空效益分析：行業整體、國內和國際航線剔除燃油影響的客公里收益同比分別上升 4.6%、上升 9.4%，和下降 8.6%（前一周為分別上升 5.3%、上升 9.9%，和下降 8.0%）。上周行業整體、國內、國際航線總客票收入分別同比上升 10.8%，9.4%和 20.2%。從資料看，航空效益仍在改善，客票收入增速下滑原因主要是量的增速回落，但幅度並不大，不會影響旺季之下盈利的高增長趨勢。

風險提示：需求增速不達預期。

### 中航重機（600765）：3D 列印大風又起

國務院專題強調對 3D 列印重視，公司是 3D 列印龍頭標的。3D 列印是製造業有代表性的顛覆性技術，實現了製造從等材、減材到增材的重大轉變，改變了傳統製造的理念和模式，具有重大價值。2013 年我國 3D 列印產值 20 億元，2015 年則有望達到 80-100 億。公司下屬天地鐳射為國內 3D 列印龍頭，與北航王華明團隊（曾獲國家技術發明一等獎）合作，主營飛機及發動機零部件的增材製造，2015 年上半年主營業務收入 574 萬元，強烈建議關注。

公司三大主業全面好轉趨勢不變。鍛造板塊新上 2 萬噸恒溫鍛設備將有望為公司帶來大量新增訂單及毛利率回升，且公司擬通過定增加快老舊鍛鑄設備改造升級，預計鍛造板塊將迎來巨大業績彈性。此外，液壓板塊募投項目即將達產，分享數百億進口替代市場。新能源板塊受益風電回暖，持續減虧。

盈利預測與投資建議。預計 2015-17 年 EPS 為 0.50 元、0.82、1.05 元。公司三大主營業務全面好轉，我們尤其看好核心鍛造業務板塊的巨大業績彈性，目標價 45.00 元，對應 2015 年約 90 倍 PE 估值，“買入”評級。

風險提示。募投專案達產進度低於預期。軍品訂單的大幅波動。相關扶持政策公佈晚於預期。

### 中材國際（600970）：國內業務承壓，海外業務尚可，積極轉型環保，建議關注轉型進展

1) 15H1 收入同比下降 13.88%，淨利同比下降 9.04%；2) 經營現金流為-1.5 億元，較 14 年同期正的 0.35 億元，大幅淨流出，其中 2 單季度現金流同降 55%；3) 海外新簽同比上升 14.19%，國內新簽同比下降 41.74%；4) 公司積極推進轉型環保，收購安徽節源 100%股權，未來環保業務將成為公司重點發展方向。總體來看，雖然鋼貿業務風險充分釋放，但行業整體疲軟，主業新簽訂單和盈利水準承壓，建議關注轉型進展。

主要風險：經濟下滑風險；訂單推遲風險；回款風險；匯率風險。

## 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。