

2015 年 8 月 28 日

宏觀經濟

宏觀：實體經濟觀察：莫為浮雲遮望眼

8 月財新 PMI 初值創 09 年 3 月以來新低，需求和生產指標均下滑。從中觀行業看，也仍不樂觀：下游終端需求普遍走弱；中游工業生產仍受困於產能去化，工業品價格也仍在下滑；在美聯儲加息預期下，上游大宗商品價格也普遍走弱。但電力耗煤增速卻因低基數效應而持續回升。莫為浮雲遮望眼，8 月工業增速或因低技術反彈，但財新 PMI 和中觀行業資料已充分說明實體經濟仍無實質改善。本周國務院常務會議已向全國人大常委會提交 15 年地方政府債務限額議案，加上央行超預期降准，或意味著新一輪貨幣寬鬆週期或已開啟。

需求：下游地產、家電走弱，乘用車仍弱。中游鋼鐵、水泥再度轉弱，化工尚可。上游煤炭弱，貨運弱。

價格：7 月百城房價同比回升環比走平。上周生產資料價格普遍下滑。

庫存：下游地產回升，乘用車仍偏高。中游鋼鐵、水泥仍高，化工去庫存。上游煤炭、有色仍高。

分行業觀察：

下游：地產：8 月下旬新房銷量增速續跌，上周土地成交依然低迷。乘用車：7 月經銷商庫存依然偏高，8 月批發銷量起步仍較弱。家電：7 月白電出口全面負增，空調廠家銷量增速跌幅擴大。

中游：鋼鐵：上周鋼價毛利續跌，8 月上旬粗鋼產量增速低位回升。水泥：上周水泥價格震盪下行，庫容比繼續高位回落。化工：上周化纖原料價格平中有跌，PTA 產業鏈庫存回落。電力：8 月下旬電力耗煤同比繼續走高，工業增速有望反彈。

上游：煤炭：上周煤價整體繼續下滑，秦皇島港口庫存繼續回落。有色：上周銅鋁價格均繼續下滑創新低，銅庫存升鋁庫存降。大宗商品：上周 Brent、WTI 再創新低，CRB 小幅震盪，美指大幅下滑。交通運輸：上周航空客運繼續高增長，上周 BDI 續降、CCFI 續升。

大市導航

房地產：行業限外令放寬，防範貶值衝擊，保障行業穩定

事件：六部委下發《關於調整房地產市場外資准入和管理有關政策的通知》，對 06 年【171 號】限外令做出放鬆。主要變化：

- 1) 外商投資房地產企業需要外資的註冊資本從投資總額的 50%降為 40%，投資總額在 3000 萬美元，註冊資本占投資總額的要求降低至 1/3。（解讀：降低進入門檻）
- 2) 取消外商投資房地產企業辦理境內貸款、境外貸款、外匯借款結匯必須全部繳付註冊資本金的要求。（解讀：此前要求必須繳付滿資本金，取得《土地使用證》，資本金要求達到專案總投資 35%。新政有利吸引外資）
- 3) 取消外國人國內購房，需要在中國境內工作、學習超過一年的限制，沒有在提及“外國人限購一套房”規定，同時未明文強調“不得購買非自用、非自住商品房”。（解讀：老外也可買二套房且條件放鬆）

意義：主要防範貶值帶來的潛在外資流出風險，降低外資進入房地產領域門檻。對保障行業健康穩定發展具備實質利好。

繼續推薦超跌大藍籌，保利地產；關注地產金融標杆，嘉寶集團。

風險提示：房地產投資仍然低迷；政策推進效果不及預期。

貴州茅臺（600519）：高端市場地位穩固，長期投資價值凸顯

近日公司披露半年報，2015 年上半年實現營業收入 157.79 億元，同比增加 10.17%；歸屬於上市公司股東的淨利潤 78.88 億元，同比增加 9.11%，基本每股收益 6.91 元。

高端產品盈利穩定，系列酒尚需時日。2015 年上半年，公司酒類毛利率 92.61%，同比下降 0.49 個百分點。茅臺酒毛利率 93.80%，同比下降 0.52 個百分點；系列酒毛利率 51.63%，同比下降 12.08 個百分點。銷售費用率 3.66%，同比下降 0.77 個百分點；管理費用率 11.29%，同比增加 1.08 個百分點；財務費用率-0.12%，同比增加 0.25 個百分點。

銷售網路逆勢增強保障主業持續穩定發展。2012 年底白酒行業開始調整，至今公司業績穩定性在同類企業中名列前茅，核心在於公司維護經銷商利益，維持下游管道健康。在行業持續調整的大背景下，不少酒企的經銷商隊伍大幅變動，而公司下游銷售網路不但沒有受到重創，反而逆勢吸引更多優質經銷商資源加盟，僅去年就新增 300 多家資質較好的經銷商，國內外經銷商與專賣店總數達到 2000 多家。今年公司又提出“三不一確保”，進一步鞏固廠商關係，即 2015 年絕不增加茅臺酒

的投放量，不增加新經銷商（特殊情況需要增加的，需經茅臺經銷商聯誼會同意），不降低茅臺酒出廠價格，穩定增長，確保經銷商合理利潤。

治理結構與能力是影響公司投資價值的重要因素，目前看借助國企改革有望實現突破。與眾多國有上市公司一樣，公司也存在國有股一家獨大與管理團隊缺乏激勵的弊病。進一步考慮到白酒行業由過去的“需求式增長”變為“擠壓式增長”，對經營能力的要求日益提高，我們認為這可能形成抑制公司未來發展潛力的重大風險。好在近期五糧液已經率先改革產生示範效應，公司控股股東茅臺集團也承諾，將於 2017 年 12 月底前推進制定對公司管理層和核心技術團隊的股權激勵辦法。

主要不確定因素：經濟大幅減速、食品安全問題。

華魯恒升（600426）：尿素價格上漲，公司業績穩定增長

1H2015 華魯恒升實現營業收入 46.73 億元，同比-0.62%；實現歸屬母公司淨利潤 5.26 億元，同比+27.75%；毛利率 20.76%，同比提高 4.08 個百分點；淨利潤率 11.26%，同比提高 2.50 個百分點；實現 EPS 0.55 元。

尿素為盈利主要來源。2015 年上半年公司主要產品尿素均價達 1683 元/噸，同比上漲 4.8%，而公司主要原料無煙末煤均價則達到 475 元/噸，同比下降 20.6%。今年上半年公司尿素產品毛利率達到 27.24%，同比提高 11.13 個百分點，實現毛利 4.08 億元，同比增長 98.90%，在公司毛利中的占比達到 42.17%。

煤頭尿素體現優勢。根據國家發改委的通知，自今年 4 月 1 日起，天然氣存量氣及增量氣價格正式並軌，其中化肥用氣價格在現行存量氣價格基礎上適當提高，提價幅度最高不超過每千立方米 200 元。化肥用氣價格提高將帶來氣頭尿素企業成本上升，公司作為煤頭尿素龍頭企業有望間接受益。

盈利保持穩定增長。公司在建傳統產業升級及清潔生產綜合利用項目以及硝酸項目。依託低成本合成氣以及尿素、醋酸、DMF、硝酸等多樣化產品結構，公司業績將有穩定增長。

我們預計公司 2015~2016 年 EPS 分別為 0.96、1.10 元，“增持”投資評級。

風險提示：產品價格大幅波動的風險；宏觀經濟下滑的影響。

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。