

2015 年 8 月 31 日

宏觀經濟

寬鬆週期重啟，債務置換落地

經濟改善存疑，通脹繼續反彈。8 月工業增速或因低基數反彈，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。8 月豬價大漲後企穩，生產資料價格普遍下跌，預示物價分化格局仍將持續，但近期油價大幅反彈，加之貶值提升進口價格，預示著短期通脹仍將繼續回升。

寬鬆週期重啟，貨幣利率趨降。上周央行超預期雙降，其中降准、逆回購、SLO 等單周淨投放貨幣超萬億，而降息和逆回購招標利率下調引導二級市場回購利率小幅下行。此前人民幣匯率形成機制的變化打開了貨幣政策調節空間，而超預期降息意味著新一輪寬鬆週期或已重啟。美聯儲加息、人民幣貶值使得資金面持續承壓，未來降准依然值得期待。

維護金融穩定，債務置換落地。李克強主持召開國務院專題會，稱金融穩定事關經濟全域，人民幣匯率沒有持續貶值的基礎，可以保持在合理均衡水準上基本穩定，要維護金融市場穩定運行。地方政府債務資料出爐，截止 15 年底地方債務限額 16 萬億，15 年新批 6000 億新增債，債務置換額度 3.2 萬億，置換額度和限額管理助於約束地方債務擴張，降低無風險利率。

美國經濟強勁，油價大幅反彈。美國二季度 GDP 增速為 3.7%，較上月底公佈的 2.3% 的初值大幅上修，也高於市場預期，增長勢頭強勁仍可能允許美國在年內開始加息。國際油價上週四、五大漲超 16%，漲幅創 2009 年以來最高，投資者風險偏好提升，美國經濟向好，促使原油價格強勁反彈。

大市導航

汽車：依然看好汽車後市場

我們觀點堅持不變，中國汽車的增量時代結束（銷量增速 5%），進入存量服務消費時代，汽車保有量將翻三倍（2013 年 1.3 億輛，2020 年 3 億輛），同時車齡老化加劇，因為大部分新車都是 09 年以後賣到消費者手中，2013 年平均車齡 4 年，2020 年預計為 8 年；老車開始陸續出現問題，同時脫離保修年限，未來幾年汽車保養維修將會成為中國消費者的心頭大“患”；中國汽車消費者的維修，面對“4S 店被宰，街邊店被騙”的消費痛點。

汽車後市場的商業模式正在慢慢清晰，關注的交點集中在：平臺之爭、模式之爭、公司之爭；短期較快形成的是汽車服務導流平臺 O2O，接下來是配件供應的物流和管理平臺 B2B，再往後是基於大資料採擷的消費服務平臺。要想實現平臺的流水擴大和交易頻次，必須擴大品類和服務內容，不單解決修車，業務範圍外延至生活服務、金融服務等等，買車（汽車電商）、換車（二手車）、修車、租車、停車、用車、玩車等等，圍

繞汽車生活，實現高頻使用。未來相關公司必然通過參股控股，整合平臺和資源，打造汽車生活生態圈為核心思路。

汽車後市場電商化趨勢已形成，從各電商平臺（新車、後市場、二手車）流水以超高速發展。以金固股份為例，去年 2400 萬今年 6 億，而 2018 年規劃接近 200 億；新車交易平臺的團車網和車風網都在快速增長；交易便捷、資訊對稱、公平公開、資訊服務等成為汽車領域實現 O2O 的核心推動力；而汽車反壟斷打破原有整車企業和銷售管道壟斷，也增強資本進入的信心，加快汽車服務電商化發展。

投資建議：市場快速下跌，去杠杆去泡沫，高股息率和成長龍頭或將提前見底，互聯網板塊龍頭普遍跌幅 70%，選股時代開啟，汽車行業除了高股息率的上汽集團、宇通客車等，未來穿越週期成長的包括新能源汽車、汽車後市場、互聯網汽車等；此次，劍指汽車反壟斷的《意見》發佈，將推動市場認識汽車服務電商化不是講故事的炒作，而是產業趨勢的前瞻投資。推薦金固股份、隆基機械、德聯集團、青島雙星、先鋒新材等的汽車後市場反彈配臻。

風險提示：反壟斷進度力度低於預期，市場風險偏好嚴重降低。

農業：把握價值投資區間

再次強調養豬股在當前股價下極具配臻價值。1) 以測算最簡單的牧原為例，按照 16.5 元/公斤的均價假設，當前股價對應的 16PE 為 18x，2011 年雛鷹農牧的估值在 23 倍。2) 展望未來的三個月，豬價明顯下跌的概率很小，豬價運行的模式是小幅慢漲。重點推薦牧原股份和正邦科技，關注天邦股份。

經過股價大幅下跌有些個股已經進入了價值投資區間，這些公司增長預期明確，估值已具備投資吸引力，除非大盤再出現大幅下挫，否則只輸時間，不輸空間。推薦通威股份、海大集團、隆平高科、登海種業。

風險提示：可能的熱點糖和農墾改革。

免責聲明

本文件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。

本文件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，謹請閣下注意本文件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(不包括負責本檔內容的分析員)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。