

2015 年 9 月 2 日

## 宏觀經濟

約束資本流動，改善貶值預期

媒體報導央行或對遠期售匯業務徵收外匯風險準備金，準備金率 20%，利率為零，折算美元上繳。在利率平價下高息貨幣遠期貼水，目前 1 年期美元 LIBOR 報價約為 0.84%，國內 1 年期 SHIBOR 約為 3.4%，因而對應人民幣一年貶值預期高達 2.5%，而如果銀行需被迫保留 20% 頭寸，則 1 年套息收益下降 0.5%，與之相應今天離岸人民幣出現 0.5% 左右升幅。

遠期售匯在聯儲加息預期下逐月上升，由 4 月的 217 億美元增至 7 月的 319 億美元，一次性貶值後料增幅擴大，按 7 月規模月度繳存約 64 億美元，央行此舉有望遏制遠期售匯增加勢頭。所以從三元不可能理論出發，完全資本流動會約束利率和匯率政策，目前政策對資本流動的約束加強，也意味著利率和匯率的靈活性增強，有助於解放利率下行空間，穩定匯率預期。

## 大市導航

**機械工業：15 年中報點評：唯有“智”造前行，方可撥雲見日**

15 年中報機械行業上市公司收入、利潤下滑居多，行業景氣待振。環境監測儀器、鐵路電氣設備、製冷設備是 15 年上半年經營狀況相對較好的板塊。（1）工業 4.0，未來十年穿越週期。我國目前尚無階段四屬性（工業 4.0 集成）的智慧製造供應商，判斷是否能提供到自動化+資訊化的服務要看是否能解決數控系統的通信——目前明匠智慧（號稱萬能板卡）、瑞博多（僅限 CNC box）具備一定能力。（2）高鐵零部件企業有望成為未來高鐵格局整合的受益者。建議關注南車時代電氣（H 股）、和利時自動化（美股），神州高鐵、\*ST 春暉。

風險提示：宏觀經濟下行；鐵路投資存在不確定性；工業 4.0 推進低於預期。

**紡織與服裝：2015 年中報點評：下游補庫存帶動產業鏈增長，龍頭企業業績增速顯著上行。**

損益表顯示紡織子行業原材料價格趨穩背景下，2015 年下游集中補庫存需求帶動產業鏈的恢復性增長，龍頭企業業績增速同比實現顯著增長。上半年訂單量仍在恢復過程中，毛利率則相較上年同期顯著回升。服裝子行業 2014 下半年起盈利能力逐季恢復，收入自 4 季度起已連續 3 個季度正增長。值得注意的是，伴隨前期折扣清理庫存的持續推進，行業整體毛利率水準逐漸恢復常態，15 年 2 季度毛利率相較去年同期有所回

升，表明服裝消費市場經過品牌洗牌及結構升級，需求端改善趨勢顯現。重點消費個股的業績變動趨勢與服裝子行業基本一致，但幅度更深，13年下半年起雖表現不及服裝行業整體，但14年下半年起業績恢復已強於行業。

資產負債表反映出紡織子行業在原材料價格回穩影響下，存貨增速同比顯著提升；而服裝子行業上半年存貨、應收周轉均大幅加快，企業供應鏈調整已初顯成效，盈利品質有所改善。2015年上半年，重點消費個股周轉率改善程度已顯著超越行業平均，且逐季回升。店鋪數平均降幅超10%，而收入已實現11.41%正增長，反映出重點品牌企業歷經前期終端規模收縮、結構調整，整體運營效益伴隨內生指標等的改善已明顯提升。

三季報業績預告情況：紡織子行業盈利延續增長，服裝子行業業績持續改善。目前80家A股紡織服裝上市公司中超過半數公佈了2015年三季報業績預告，其中紡織製造子行業內業績預增為10家，服裝家紡子行業內預增13家。總體來看，我們預計紡服行業三季報業績將延續中報表現，其中，紡織子行業受益於行業整合推進、海外需求恢復性增長持續，以及2015年原材料價格趨穩背景下，下游集中補庫存需求釋放、企業額外原料採購，預計業績增速將同比實現顯著增長。服裝子行業伴隨管道減負後，終端內生性指標提升帶來的自然恢復性增長，以及龍頭企業利用資源優勢，積極佈局轉型，業績增速同比持續改善。

年初至今大幅跑贏大盤，相對估值較低。截止8月31日，紡織服裝板塊累計跑贏深成指約54.87個百分點；15年動態PE約30倍，相對於全部A股（剔除銀行）的溢價率目前約在1.2倍，其中，紡織製造1.25倍，服裝家紡1.17倍。

風險提示。海外復蘇不達預期，國內零售市場持續低迷，終端需求不振；行業運營成本持續攀升；行業競爭加劇；棉花市場需求不達預期，政策變動風險。

## 醫藥與健康護理：趨勢未變，創新為王

醫藥行業10-15%的中長期增速未改變。雖然短期內受醫保控費和藥占比下降影響，2015年上半年醫藥製造業整體收入增速僅為8.91%，為十五年來收入增速首次降至10%以下（上次收入增速在10%以下是2000年），但是一方面，醫藥行業的整體需求正在增加，中國人口老齡化的趨勢未改變；另一方面，醫藥行業的資金供給在持續增加，2014年醫保收入增長17.4%，衛計委明確新農合2015年的人均參保金額380元，同比增長18.75%，醫保整體增長15%以上沒有問題，同時商業健康險的擴張將為醫療行業提供更多的資金供給。我們認為，醫藥行業在中長期將維持10-15%的行業增速。

醫藥企業分化加劇，創新藥企有望脫穎而出。8月國務院發佈了《關於改革藥品醫療器械審評審批制度的意見》。《意見》一方面，支持藥企創新，從審批速度、開展上市許可人制度等多角度支持藥品創新，推動創新藥研發和生產分開，有利於創新型藥企和研髮型CRO企業的發展；另一方面，遏制劣質藥生存空間，通過推進仿製藥品質一致性評價、嚴肅查處弄虛作假行為等手段遏制了劣質仿製藥的生存空間，有利於阻止劣幣驅逐良幣的情況發生。我們認為，創新能力將在製藥企業發展中扮演越來越重要的角色，未來幾年將有一批創新能力優秀的企業脫穎而出。

建議關注行業景氣度向上、產業龍頭、主業快速增長、PEG合理的個股：華東醫藥、華蘭生物、魚躍醫療、眾生藥業、一心堂、愛爾眼科、恒瑞醫藥、國藥股份（排名不分先後）。

風險提示。政策多變期，板塊估值波動和內部分化仍將繼續；市場風格轉換的風險。

### 食品：行業中報分析：白酒成長性優於食品，龍頭公司強者恆強

(1) 收入：2015 年上半年，62 家食品飲料公司收入同比增長 4.40%，增速較 2014 年上半年提升 3.79 個百分點。其中 34 家 A 股飲料製造業公司 2015 年上半年收入同比增長 2.75%，28 家食品加工業公司同比增長 6.01%，飲料行業增速較 2014 年上半年提升 10.94 個百分點，食品行業下降 4.99 個百分點。飲料行業資料向好，特別是白酒行業在銷量復蘇的帶動下，景氣度逐漸回升；食品行業受整體經濟低迷影響，增速出現下降。

(2) 淨利潤：食品飲料行業 15 年上半年歸母淨利潤同比增加 4.06%，增速增加 16.17 個百分點。飲料行業上半年歸母淨利潤同比上漲 2.74%，增速增加了 10.94 個百分點；食品行業上半年歸母淨利潤同比上漲 8.07%，增速降低了 14.95 個百分點。

(3) 毛利率：食品飲料行業毛利率 44.75%，同比提升 0.57 個百分點。飲料行業毛利率為 60%，同比下降 0.34 個百分點；食品行業毛利率 31%，同比提升 1.89 個百分點。一季度飲料和食品行業毛利率分別為 60% 和 30%。食品飲料行業已經較為成熟，故整個行業毛利率可提升空間較小。

(4) 費用率：食品飲料行業費用率 21.78%，同比增加 0.6 個百分點；銷售費用率 15.49%，同比增加 0.38 個百分點，管理費用率 6.19%，同比減少 0.04 個百分點，財務費用率 0.11%，同比增加 0.26 個百分點。飲料行業費用率 19.31%，同比減少 0.29 個百分點；食品行業費用率 21.68%，同比增加 1.18 個百分點。

(5) 總結：從行業層面看，必需消費品（如乳製品、肉製品、調味品、啤酒、黃酒）受宏觀經濟形勢影響，景氣度回落。可選消費品（如白酒、葡萄酒）從 2012 年底打擊“三公”消費開始調整，至今已近三年時間，需求端呈現企穩回升態勢，供給端劣勢企業逐步退出競爭，市場份額向優質企業集中。從公司層面看，呈現強者恆強趨勢，優質龍頭企業競爭優勢和市場份額穩步提升，經營穩定性、持續性向好。我們繼續推薦以下組合：洋河股份（主業增長確定性持續性好，管道價值有望重估）、貴州茅臺（高端市場地位穩固，今年銷量預計超預期）、伊利股份（龍頭地位繼續強化，原奶低價至少持續至明年上半年）、雙匯發展（逆向思維投資，今年利空出盡）。

風險因素：股市下跌影響可選消費、食品安全問題。

## 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。