

2015 年 9 月 07 日

宏觀經濟

經濟不穩仍需降准，裁軍啟動軍隊改革

1. PMI 再創新低，通脹短期反彈。8 月中采 PMI 跌至榮枯線下，創 3 年以來新低，從 PMI 分項和中觀資料看，8 月需求依然疲弱，去庫存仍在延續，制約工業生產企穩。8 月食品價格大幅上漲，或推動 CPI 反彈至 2%，但 9 月油價繼續下調，主要生產資料繼續下跌，與此同時豬價漲幅也趨緩，預示著 9 月物價或有望止漲回穩。
2. 貨幣利率趨緊，仍需下調存准。上周央行減少了貨幣投放，公開市場淨回籠規模創新高，導致貨幣利率繼續回升。美國 8 月就業資料喜憂參半，9 月加息預期猶在，近期匯率貶值預期改善，資金流出規模放緩，但對國內流動性衝擊仍在，判斷未來準備金率將繼續下調，以維穩國內經濟和流動性。
3. 基建投資再度發力，裁軍啟動軍隊改革。上周國務院常務會議確定調整和完善固定資產投資項目資本金比例制度，促進投資結構優化，基建投資或再度發力。習近平 9 月 3 日在紀念中國抗戰勝利 70 周年閱兵式上宣佈，中國將裁減軍隊員額 30 萬。一方面，這意味著軍隊改革的正式啟動，標誌著改革步入深水區；另一方面，意味著領導人眼中“和平與發展”依然是世界主旋律，而穩定的國際環境也更有利於國內經濟的健康發展。
4. 美非農就業喜憂參半，歐央行暗示擴大 QE。美國 8 月新增就業人數增長放緩至 17.3 萬人，而失業率超預期下降至 7 年新低 5.1%，就業報告喜憂參半，它給本月美聯儲會議決策提出挑戰，讓聯儲更難以抉擇。

大市導航

航空航太與國防：裁軍大幅超預期，有望拉開軍隊軍工改革大幕

裁軍 30 萬大幅超過市場預期，精簡人員將有力提高裝備採購力度。此次裁軍市場無明確預期，30 萬規模相當於在原有 230 萬基礎上裁掉 13%，力度大幅超過市場預期。根據國防部發言：裁軍重點是壓減老舊裝備部隊，精簡機關和非戰鬥機構人員。我們認為大幅裁軍對軍工行業是重要利好，有利於節省費用，增加裝備採購和研發在軍費中的占比。

主戰裝備獲得大力發展，資訊化大勢所趨。裁軍從側面體現出我國武器裝備取得充分發展，此次閱兵展現裝備 84%以上都是首次亮相，彰顯主戰裝備取得長足進步。資訊化是現代戰爭的核心方向，此次閱兵資訊化裝備的數量和裝備資訊化程度顯著提高。削減非作戰人員和壓減老舊裝備，提升裝備資訊化程度，核心都是提升軍隊適應現代資訊化戰爭的能力。

裁軍有望拉開軍隊和軍工改革大幕。習近平多次談到軍隊改革“是一場回避不了的大考”，我們認為此次裁軍將拉開軍隊改革大幕，後續改革政策有望陸續出臺，並有望帶動軍工行業的改革，下半年軍隊編制體制改革、軍工國企改革、事業單位改制等值得預期。

風險提示：改革的不確定性。

交通運輸：閱兵因素導致國內線運營增速下滑，國際持續高增長

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 29 日至 9 月 4 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 12.6%、6.8%和 35.0%，國內線與前一周資料相比有所下降，主要受到閱兵因素和今年新增假期因素的影響；相比之下，國際線與前一周持平，外線出行影響很小。

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 14.3%、7.5%和 40.7%，國內線與國際線環比均略有下降。上周行業、國內、國際客座率同比分別下降 1.1、下降 0.5 和下降 3.2 個百分點，分別達到 77.1%、78.0%和 75.4%。

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下降 0.9%、上升 2.7%，和下降 10.1%（前一周為分別上升 2.2%、上升 6.4%，和下降 8.8%）。上周行業整體、國內、國際航線總客票收入分別同比上升 0.9%、下降 3.3%和上升 20.7%。

風險提示：經濟增長大幅放緩可能導致行業景氣下滑。

公用事業：環保行業 15 年中報總結

（1）利潤分析：15H1 歸屬淨利潤同比上升 33%，扣非淨利潤同比上升 42%；遠高於去年 28%和 30%的水準。各大子行業中，水、監測板塊利潤爆發式增長，行業增速在 50%以上，大氣、固廢也是穩步上升，行業增速在 20%以上。

7 家煙氣處理公司歸屬淨利潤同比上升 47%，扣非淨利潤增速 23%，比起 13 年的高峰有所回落，但仍處於高增長區間。

高峰回落因為電廠脫硫脫銷工程初裝進入掃尾階段，增長空間仍在是收益 14 年中頒發的《煤電節能減排升級與改造行動計畫（2014-2020 年）》大幅加嚴標準，滋生脫硫脫銷除塵改造市場，預計行業景氣度將至少延續至 2020 年。上市公司中，扣非業績增長最快的 3 個依次是龍頭企業：菲達環保（+63%）、清新環境（+56%）、龍淨環保（+23%）。

7 家水處理企業歸屬淨利潤同比上升 57%，扣非淨利潤增速 55%，顯著快於 10-14 年的增速區間。景氣上升一方面是受益於 PPP 政策和水十條刺激需求；第二方面是水務行業兼併收購密集，收購利潤並表貢獻；協力廠商面是因為水處理公司上半年融資需求旺盛，上市公司釋放業績動力足。預計行業未來近 2-3 年將進入快軌道。上市公司中，扣非業績增長最快的 3 個依次是龍頭企業：萬邦達（+189%）、巴安水務（+98%）、維爾利（+85%）。

6 家固廢處理企業歸屬淨利潤增速 24%，扣非淨利潤增速 21%，與往年基本保持平穩，與固廢處理企業運營為主、盈利相對平滑的經營模式有關。上市公司中，扣非業績增長最快的 3 個以此是：格林美（+74%）、東江環保（+22%）、桑德環境/瀚藍環境（+21%）。

3 家監測企業歸屬淨利潤增速 47%，扣非淨利潤增速 51%，行業需求爆發較快。上市公司中，扣非淨利潤增長排序分別：先河環保（+109%）、雪迪龍（+51%）、聚光科技（+23%）。

（2）盈利能力分析：板塊毛利率 27%，同比下降 1 個百分點。其中毛利率最高的子版塊是監測（46%）、處於上升軌道的是大氣板塊（上升 1 個百分點）。

大氣板塊綜合毛利率為 26%，同比上升 1 個百分點。毛利率同比上升的有龍淨環保（+4%）、永清環保（+4%）、清新環境（+1%）、菲達環保（+1%），毛利率下降的是科林環保（-1%）、三維絲（-9%）。

水處理行業毛利率 30%，同比下降 2 個百分點。毛利率同比上升的有萬邦大（+4%）、中電遠達（+5%）。

固廢行業毛利率為 30%，同比保持不變。同比上升的有 3 家，依次是桑德環境（+2%）、東江環保（+1%）、怡球資源（+2%）。

監測行業毛利率 46%，同比下降一個百分點。同比上升的為雪迪龍（+4%），下滑的為聚光科技（-1%）、先河環保（-6%）。

（3）費用控制：整體較為穩定，有息負債率 18%，財務費用率 1%，均保持平穩；管理費用率 9%，同比上升一個點，銷售費用率 3%，同比下降 1 個百分點。

（4）現金流情況：經營現金流入/營業收入平均在 92%，應收賬款/營業收入平均在 87%，總體來看，現金流情況變差。

23 家環保公司現金流情況好於去年的僅有 4 家（龍淨環保、中電遠達、先河環保）。

投資建議：

加配業績增長確定，估值合理的公司：華西能源（業績確定反轉，明年保守預計 6 億利潤，增發後對應 16 年 PE14 倍，開行入主創造小碧水源模式，預期差明顯），碧水源（15 年利潤增速 80%，15PE30 倍）。關注 15 年底或 16 年初有兼併收購預期的公司：桑德環境、南方匯通。

風險提示：系統性風險，行業景氣下滑。

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。