

2015 年 9 月 16 日

宏觀經濟

積極財政仍在加碼——8 月財政資料點評

8 月財政收入同比增速大幅下跌至 6.2%，主要收入項目中，個人所得稅、營業稅和消費稅繼續高增，增值稅由正轉負，工業和房地產企業所得稅負增，進口相關稅收負增。

8 月財政支出同比繼續上升至 25.9%，節能環保、交通運輸、社保就業等領域支出增速較快。

8 月財政收入同比增速大幅下跌至 6.2%，其中中央回落至 5.0%，地方本級回落至 7.3%，主因是增值稅、進口環節稅、基金和地方行政事業性收費下降。

主要收入項目中，個人所得稅、營業稅和消費稅繼續高增，增值稅由正轉負，工業和房地產企業所得稅負增，進口相關稅收負增。

8 月財政支出同比繼續上升至 25.9%，其中中央增速 30.7%，地方本級 25.0%。前 8 月已完成今年預算支出的 60%，快於去年同期，主因是加快了重點支出預算執行進度。

前 8 月財政支出分項中，教育、社保就業、城鄉社區等領域支出占比較高，而節能環保、交通運輸、社保就業等領域支出增速較快。

前 8 月全國政府性基金收入同比下降 33.8%，主要是受到國有土地使用權出讓收入大跌的拖累，基金支出增速也依然為負。

8 月在財政收入增速大幅回落情況下，財政支出增速卻繼續上升，印證了“下半年將堅持積極的財政政策不變調”。財政部 9 月初發佈《財政支持穩增長的政策措施》，預示積極財政政策仍將加碼。

實體經濟觀察：地產仍難指望

8 月經濟依然疲弱。即便去年同期基數偏低，工業增速也僅微幅反彈。而 8 月全國地產銷量增速也如期下滑。但始料未及的是，地產投資當月增速由正轉負，緣于庫存仍居高位，改善遲遲未從銷售傳導至投資。而這也意味著基建成為下半年投資的唯一支點。上周財政部發佈政策措施，提出未來

將實施更有力度的財政政策，包括統籌資金推動重大建設項目加快實施。而 8 月財政支出增速也進一步走高，預示穩增長資金加速到位。積極財政料將繼續加碼，但能否有效托底經濟仍需觀望。

需求：下游地產走弱，乘用車、家電、紡織、商貿弱改善。中游鋼鐵、水泥、化工弱改善。上游煤炭仍弱，貨運仍弱。

價格：8 月百城房價同比轉正環比續升。上周生產資料價格漲少跌多。

庫存：下游地產仍高，乘用車去庫存。中游鋼鐵、水泥去庫存，化工尚可。上游煤炭、有色仍高。

分行業觀察：

下游：地產：9 月上旬新房銷量增速下滑，上周土地成交低位反彈。乘用車：8 月銷量增速小幅回升，成交價格和優惠力度續升。家電：8 月家電類零售增速大幅回升，低基數疊加內需轉暖。紡織服裝：8 月服裝類零售普遍回落，內需疲弱疊加高基數。商貿零售：8 月零售增速微幅回升，必需品偏弱可選品回暖。

中游：鋼鐵：上周鋼價毛利螺紋降熱板升，8 月產量回升庫存回落。水泥：上周水泥價格繼續走高，庫容回落並低於 12 年同期。化工：上周化纖原料價格平中有跌，PTA 負荷率創同期新低。機械：8 月挖掘機銷量增速同比跌幅擴大，環比創同期新低。重卡：8 月重卡銷量增速低位走平，環比仍處歷史同期低位。電力：8 月發電量增速因低基數反彈，工業生產勢頭仍偏弱。

上游：煤炭：上周煤價平中有跌，秦皇島港口庫存繼續回落。有色：上周銅鋁價格均繼續回升，LME 銅鋁庫存均繼續回落。大宗商品：上周 Brent、WTI 震盪回落，CRB 微幅回升，美指小幅回落。交通運輸：上周航空客運增速大幅回升，BDI 續降 CCFI 低位走平。

大市導航

銀行：看好銀行防禦性

1. 流動性環境緩和，穩增長加力。準備金平均法考核，減少超短期流動性衝擊壓力，有利於銀行間利率平穩。經濟資料仍偏弱，預期充分，穩增長加力。
2. 低估值高股息凸顯防禦性。行業估值 PB 15 年 1.06X,16 年 0.95X，仍處各行業最低水準，大行 15 年 PB 平均 0.94X，另外中信銀行、光大銀行和華夏銀行亦破淨。大行股息率 15 年平均 5.16%，招商銀行、中信銀行等亦超過 4%。
3. 市場風險偏好下降，短期關注低估值高股息的標的，並持續推薦招商銀行、建議關注北京銀行。

風險提示：匯率波動超預期。

石油化工：油價與改革，石化行業下一階段關注重點

原油價格：底部區域，趨勢向上。我們認為目前 50 美元/桶以下的油價應該是底部預期，隨著美國葉岩油可能出現的實質性減產、OPEC 財政壓力的加劇，原油價格有望在未來一段時間企穩回升。石化行業盈利與油價正相關，在油價向上過程中，石化行業整體盈利會提升、行業景氣度會向上。油價上漲帶來的投資機會包括：油氣開採公司（中石油、中石化、洲際油氣等）、業績彈性大的公司（上海石化、恒逸石化、桐昆股份等）、油服公司（傑瑞股份、恒泰艾普、吉艾科技、通源石油等），建議關注。

行業改革：期待石化行業體制改革方案儘快出臺。在國企改革頂層設計方案出臺後，石化行業的改革方案受到的關注度在提升。我們認為石化行業體制改革分為壟斷放鬆及央企改革兩方面。其中壟斷放鬆主要包括：油氣區塊放開（相關公司包括廣匯能源、洲際油氣）、油氣進口權放開（相關公司包括風範股份、恒逸石化）、油氣價格市場化（我們預計近期國內天然氣價格有望下調，可關注天然氣下游應用企業，如勝利股份、長百集團）。對於央企改革，我們認為在行業壟斷放鬆，民企進來後，現有石化企業會感受到壓力，因而其自身也會進行專業化分工、專業化整合等方面的改革，可關注中石化旗下上海石化、泰山石油、四川美豐；中石油旗下大慶華科、石油濟柴、天利高新；中海油旗下山東海化等公司的投資機會。

另外，三桶油之間進行資產或業務方面的整合也將推進，可以繼續關注三大石化公司的改革進展。

我們建議關注：中國石化（估值低，PB0.87 倍、PE12 倍；改革預期）、上海石化（業績彈性大）、金正大（業績年增速 28%、目前 PE 估值 20 倍、外延式擴張預期）、中化國際（盈利穩定、國企改革預期）。

風險提示：三季度業績環比可能大幅下降、原油價格繼續回落、改革進度低於預期。

旅遊服務業：細數跌出價值的旅遊股

伴隨著市場投降式的下跌，部分旅遊股已跌出投資價值，雖然還有很多標的仍在空中飄。我們結合目前的估值情況及未來的發展機遇，梳理出若干個已回到理性估值的投資標的：（1）抗消費降級的高鐵游標的——黃山旅遊、三特索道；（2）估值便宜得讓人心動的麗江旅遊；（3）國企改革最明確的標的——中國國旅、桂林旅遊。

黃山旅遊：京福高鐵 6 月底通車，對黃山遊客拉動顯著；年內南京-安慶高鐵也將通車；因此，2015-16 年業績增長十分明確，往後看 1 年，月度遊客增速均靚麗。目前 16PE 20 倍。

三特索道：隨著高鐵陸續通車，旗下的十餘處景區價值逐漸顯現，業績進入上升通道；擬收購的楓彩生態，將大力發展大城市周邊遊——在大城市周邊建設以秋紅楓為主打的四季彩色觀光園，符合民眾的生活需求；大股東以收購楓彩生態為契機，合計斥資 14.3 億元，將持股比例從 15% 提升至 32%，價格 18.58 元/股，與目前股價相差無幾。

麗江旅遊：47 億總市值，帳面冗余現金約 10 億元，預計 2015 年權益利潤 2.25 億元，扣除冗余現金，15PE 僅 18 倍；地處大西南旅遊的核心入口，區域旅遊資源豐富，發展空間很大；接近民營化的股權結構。

中國國旅：490 億市值，帳面約 80 億現金，2015 年淨利約 19 億元，現有業務足以支撐目前市值；未來幾個看點：（1）央企的改革；（2）國內免稅市場的整合，如接納首都/浦東機場免稅店等；（3）跨境電商業務的進展。

桂林旅遊：業績拐點已現；擁有桂林絕大多數核心旅遊資源，市值僅 28 億；期待海航成為間接的大股東。

風險提示：系統性風險、突發事件、失業率攀升影響旅遊需求、國企改革進程無限延後。

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。