

2015 年 10 月 14 日

宏觀經濟

出口改善進口大跌，順差仍近歷史新高——9 月外貿資料點評

資料表現：2015 年 9 月中國出口同比下降 3.7%，進口同比降幅擴大至 20.4%，貿易順差達 603.4 億美元。

我們的觀點：

一、9 月我國外貿出口同比下降 3.7%，降幅在 8 月-5.5%的基礎上進一步收窄，顯示外需有所改善，與統計局 PMI 的新出口訂單指數反彈相一致。同時，匯改後人民幣小幅貶值，對出口也具有一定的積極影響。

二、9 月對美國出口同比增速為 6.8%，對東盟 6.0%、印度 16.3%，均大幅反彈並轉正；對日本、歐盟出口同比跌幅收窄，分別為-4.6%和-0.2%。而受去年同期高基數影響，對香港出口同比大幅下降 23.0%，但環比仍增長 2.1%。總體來看，外需有所改善。

三、9 月我國一般貿易出口增速為 2.1%，較上月的-4.1%大幅反彈，加工貿易出口同比下降 11.8%，降幅較上月有所擴大。9 月勞動密集型產品出口下滑 4.9%，降幅小幅收窄；高新技術產品出口增速為 4.3%，較上月大幅提升。

四、9 月進口同比下降達 20.4%，跌幅較上月大幅擴大，大宗商品價格有漲有跌，而內需依然萎靡，短期內難以見底。具體來看，9 月鐵礦石進口同比增長 1.7%，相比 8 月有所回升；原油 1.4%，較 8 月下降，大豆進口受低基數影響同比增長 44.4%，但環比下降 8%。受前期銅價下跌刺激需求影響，未鍛造銅及銅材進口同比大增 17.9%，環比增速達 32.7%。

五、9 月順差較上月增至 603.4 億美元，疊加近期人民幣貶值預期明顯改善，熱錢流出放緩，短期降准必要性下降；但 9 月以來經濟通脹再度回落，降息空間打開，寬鬆仍將繼續。

壓制中國？想多了吧！——還原 TPP 六大真相

TPP 是什麼？TPP 是在 2002 年就開始醞釀的一組多邊自由貿易協定，旨在促進亞太區貿易自由化進程。12 成員國 GDP 總和占全球的 40%，成員國家之間在人口、人均收入、外貿依存度、貿易差額等方面差異也較大。

TPP 主要內容有哪些？TPP 包括 30 個章節，追求更高層次的貨物和服务貿易自由化。貨物貿易方面，追求零關稅目標，高於當前 WTO 框架的要求。服務貿易方面，重點開放金融、法律服務、教育、電信、快遞、電子商務和資料等領域，成員國須接受負面清單義務，開放程度遠高於 WTO 框架下的 GATS。跨國投資方面，規定允許投資資金自由轉移，引入負面清單機制，設立中立、透明的國際投資爭端解決機制。TPP 還就環境、勞工、國企等特殊問題做了統一規定。

TPP 意在壓制中國？美國推進 TPP 的最大目的是解決貿易失衡問題、促進自身經濟增長。失衡原因不在中國，“壓制中國”純屬陰謀論！從 80 年代至今，美國一直是貿易逆差，日本、中國相繼是逆差主要來源國。若美國壓制中國進口，還會有其它國家“接棒”。WTO 規則不合理和美國的技術出口限制，是美國逆差產生的外部主因。WTO 對服務貿易自由化推動不夠；WTO 條款令發展中國家的環境、勞工權益保護成本較低；美國對中國設了多種技術出口障礙。美國炮製 TPP，意在繞開 WTO，倒逼貿易規則改革。事實上，只要中國符合條件，美國隨時歡迎中國這樣一個大國加入 TPP。

TPP 對成員國家有何影響？促進區域貿易，作用大小各異。例如北美自貿區協議生效後，美國出口到自貿區份額從 32% 上升到 37%，加拿大從 83% 到 88%，墨西哥從 88% 到 90%。但墨西哥、加拿大已有 80% 以上的出口在 TPP 區域內，再提升空間有限。緩解貿易失衡，但短期作用有限。TPP 有助於美國服務出口，減少進口依賴，有望緩解美國貿易逆差。但馬來西亞、越南、墨西哥等經濟規模小，對解決失衡作用有限。衝擊部分領域，降低經濟效率。貿易開放是雙刃劍，有領域受益，就有領域受傷。TPP 中的部分條款具有貿易保護主義的特點，可能會帶來經濟效率損失。

TPP 對中國有何影響？比較優勢降低，貨物貿易衝擊。如果中國不加入 TPP，中國仍將面臨美國、日本 3.5% 和 3.1% 的平均關稅，而越南等國面臨零關稅，中國產品處於劣勢。TPP 條款中的原產地原則也可能限制中國的出口。投資轉移效應，衝擊 FDI。由於限制多，過去中國服務業 FDI 較少。TPP 大大降低了成員國服務業的投資門檻，未來外資將可能轉向 TPP 成員國家。不必悲觀的三個理由：TPP 尚未達成最終協議，中國還有喘息之機；沒有中國，TPP 的“蛋糕”難以做大；中國也有自己的自貿協定，對沖 TPP 的影響。

中國如何應對 TPP 挑戰？擁抱 TPP，倒逼國內改革。TPP 條款中看似針對中國的問題，恰恰是中國經濟改革需要解決的。

美國炮製 TPP 是在解決自己的問題，而中國符合了 TPP 條件何嘗不是解決了自己的問題呢？加入 WTO 的經驗也表明，長期利益遠比短期衝擊重要。積極備戰，推動開放進程。一方面，積極推進

國內自貿區建設，在自貿區進行壓力測試，逐步推廣試驗成果。另一方面，積極進行自貿談判，建立自己的“朋友圈”。

大市導航

傳媒：互聯網撬動萬億教育市場

教育市場持續高速發展，政策+互聯網將打開教育增量市場。近 20 年來，我國教育市場持續高速發展。具體來看，教育經費增速始終保持在 15% 以上，且國家財政性教育經費占 GDP 的比重也穩步提高。然而，政策上掣肘以及線下教育的天然不足限制了教育行業的更快發展。好在目前政策破冰已有端倪，且線上教育的快速發展也解決了線下教育的種種不足，我們相信這些良性趨勢將打開教育行業的巨大增量市場。

線上教育方興未艾，未來發展空間巨大。在 BAT、網易、新浪、360 等互聯網巨頭紛紛推出各自的線上教育產品的背景下，中國線上教育於 2013 年正式拉開帷幕。隨後，資本開始大批湧入，並使得線上教育市場進入高速發展期。目前行業：仍處於早期的發展階段（大量投資集中于早期（天使、A 輪））；參與者處在跑馬圈地狀態（市場集中度低）；資產證券化程度較低。我們認為“內生+外延”的齊頭並進將是線上教育公司未來發展的主旋律，因此我們看好在細分領域處於領先地位的公司，以及擁有資本優勢的上市公司。

早教市場：朝陽產業，市場無限。隨著第四次嬰兒潮的到來以及中國家長一直以來對孩子早教的高度重視，我國的早教行業來到了黃金的發展階段。建議關注通過收購優質資產進入早教市場的威創股份。

K12 市場：需求旺盛+政府支持+互聯網顛覆傳統。K12 行業規模巨大，且仍處於藍海市場。我們看好從體制內切入市場（有一定壁壘），並能建立線上教育生態系統的公司。建議重點關注已在 K12 領域深度佈局的的龍頭公司拓維資訊、全通教育、天喻資訊和中泰橋樑。

職業教育市場：付費意願高，線上接受度高。由於職業教育可以為用戶帶來直接的職場投資回報，是一種較為剛性的需求，因此我們看好線上職業教育對傳統線下職業教育的替代。A 股中建議關注以線上建築行業培訓起家，志在打造全主流品類線上職業教育服務的洪濤股份。

語言培訓市場：看好未來收購整合。目前語言行業參與者眾多且進入的壁壘並不高。我們認為在行業在經過前期大規模的無序增長之後，後面更多的兼併收購案例或將開啟，行業集中度有望逐步得到提升。建議關注該領域擁有資本優勢的 A 股上市公司新南洋。

風險提示。教育政策改革力度不及預期；線上教育市場規模增長不及預期；中國經濟持續疲軟。

汽車：9月新能源汽車產銷衝擊3萬輛，推動板塊持續上揚

中汽協13日發佈9月新能源汽車產銷資料。9月新能車產銷分別達2.83和2.81萬輛，同比增長2.1和2.2倍。其中，純電動產銷量2.0和1.9萬輛，同比增長2.7和2.9倍；插電式混動產銷量7959和8864輛，同比增長1.1倍和1.3倍。9月表現略超預期，10月放量預計還將持續。銷量的持續上升表明了需求仍非常強勁，符合我們早期的判斷，同時預計將帶動相關企業三季報表現突出、基本面超預期。短期，看好公交滲透+一線城市牌照紅利，中期增長動力首先是商業化運營，長期關注核心是技術升級、成本下降、以及產業鏈龍頭的形。關注整車【比亞迪、萬向錢潮、多氟多】，核心材料【滄州明珠】、碳酸鋰【天齊鋰業】、電池【東源電器】。

風險提示：大盤系統性風險

航空航太與國防：產業地位進一步提升，專項有望落地強力扶持

事件：

中航動力、成發科技、中航動控10月13日晚發佈公告：實控人中航工業告知，按照國家有關部門的安排，目前正制定中航工業下屬航空發動機相關企(事)業單位業務的重組整合方案，中航工業預計不再成為公司的實控人。上述事項近期不會涉及公司重大資產重組相關事項，14日起復牌。

點評：

航空發動機產業改革落地，我國航空製造業飛發分開體系將有望確立，符合我們預期。世界主要航空大國如美國、歐洲、俄羅斯均採取飛、發分開體系，即航空發動機獨立於飛機的發展方案。近年來國家關於發展發動機產業也逐步產生類似爭論，2015年政府工作報告首次將航空發動機寫入政府工作報告。此次股權劃轉意味我國航空製造業飛發分開體系將正式確立，航空發動機產業地位進一步提升，將對發動機產業形成重大利好。

航空發動機與燃氣輪機重大專項有望隨後出臺，極大提振產業。航空發動機是一國工業基礎、科技水準、經濟國防實力重要標誌，我國落後現狀亟待改進，未來發展空間巨大。發達國家無不斥鉅資投入航空發動機產業。我們推測飛發分立體系確立後，兩級專項有望隨後落地，投資規模有望超預期達2000甚至3000億元，將強力推動產業大發展。

給予行業“增持”評級，重點推薦：成發科技、中航動力、中航動控。此外，做為航空發動機高溫合金材料的重要供應商，鋼研高納、撫順特鋼也將受益，建議關注。

風險提示：改革的不確定性。軍品訂單大幅波動。系統性風險。

百隆東方（601339）：15 倍 PE 估值的棉紡織龍頭，受益於棉價上漲、TPP 的強烈預期

未來兩年棉花價格上漲的概率極高：（1）棉花現貨價格 1.3 萬/噸，國內種植成本 1.8 萬/噸，目前的價格是國家直補政策下的極端價格，相當於 2003 年的歷史水準；（2）目前全球範圍內供給端在收縮，今年美國、中國的棉花種植面積分別下降 15%、25%；（3）壓制棉花價格的因素是國內 1000 萬噸的棉花庫存，隨著時間推移而勢弱，且中儲棉拋儲，也存在對棉花價格上漲的客觀需求；（4）百隆目前 30%產能在越南，後續增發越南擴產可期。

風險提示：主要不確定因素：越南產能開工不達預期。

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。