

2015 年 10 月 20 日

## 宏觀經濟

### 投資拖累經濟破 7，貨幣寬鬆仍需加碼——3 季度 GDP 及工業投資資料點評

經濟通脹：經濟增速首次破 7，短期通縮風險升溫：3 季度 GDP 同比增速 6.9%，為 09 年 1 季度以來首次低於 7%，未達政府年度目標，而環比增速也僅 1.8%，較 2 季度明顯下滑。3 季度 GDP 平減指數同比-0.66%，較 2 季度下滑並再度轉負，印證 3 季度 CPI 微升但 PPI 跌幅擴大，表明短期通縮風險升溫。

結構分析：需求結構繼續改善，產業結構繼續優化：從支出法角度看，外需羸弱內需托底。3 季度三駕馬車中投資仍在下滑、出口跌幅擴大、僅消費微幅回升、成為中流砥柱。且消費對經濟增長貢獻率高達 58.4%。從生產法角度看，二產回落三產微升。第二產業對 GDP 同比的拉動降至 2.5%，增速降至 5.8%，其中占比最大的工業，增速降至 5.9%，成為主要拖累。而第三產業對 GDP 同比的拉動升至 4.1%，增速微升至 8.6%，創 13 年 1 季度以來新高。

固定資產投資：投資增速整體滑坡，製造業地產創新低：15 年 3 季度固定資產投資同比增速 8.7%，再下臺階，其中 9 月增速創新低至 6.8%。受困於產能過剩仍待去化，以及實際融資利率依然偏高，製造業投資增速繼續下滑，9 月創新低至 4.5%。而 8 月底依法啟動對地方政府債務的限額管理後，基建投資資金來源更顯捉襟見肘，基建投資增速小幅回落。3 季度地產投資增速由正轉負至-0.5%，且 9 月跌幅仍在擴大。房貸利率回落的邊際效果正在減弱，3 季度各月地產銷量增速拾級而下，9 月降至 9.0%。而低基數效應和前期銷量持續高增帶動庫存去化令 9 月新開工面積增速短期回升。展望未來，穩增長或令投資增速短期改善，但長期依然堪憂。預測 10 月投資增速回升至 9.6%，地產投資增速回升至 0.4%。

工業增加值：3 季度增速回落，4 季度或低位徘徊。15 年 3 季度工業增加值同比增速較 2 季度繼續小幅下滑，其中 9 月增速明顯回落。3 季度各行業增加值中，下游漲跌互現、中游漲多跌少、上游小幅回升。10 月以來，發電耗煤增速跌幅仍在 10%左右，高爐開工率也仍處低位，我們預計 10 月工業增速仍處 6.2%的低位。

經濟展望：經濟物價壓力仍大，貨幣寬鬆仍需加碼。服務業擠泡沫、工業投資去產能，意味著經濟仍在尋底。經濟刺激措施僅能部分抵消、但不能完全逆轉經濟下行的壓力。而統計局 9 月先是“低調”下調 14 年 GDP 增速，而後又稱 GDP 不低於 6.5%就是接近 7%，這說明政府或已逐漸接受低於 7%的 GDP 增長新常態。我們預測 4 季度 GDP 增速低位穩定在 6.6%，下調全年 GDP 增速至 6.8%，

下調 16 年 GDP 增速至 6.5%。而 9 月社融信貸小幅改善，但貨幣增速回落卻增加通縮壓力。經濟物價壓力仍大，預示降息空間再度打開。而外占大幅下滑也要求及時降准補充流動性。

## 積極財政仍待加碼

9 月財政收入同比增速小幅回升至 9.4%，其中中央回升至 8.1%，地方本級回升至 10.6%。9 月份，全國一般公共預算收入 10892 億元，同比增長 9.4%，較 8 月回升 3.2 個百分點。其中，中央一般預算收入 4844 億元，同比增速回升至 8.1%，地方本級一般公共預算收入 6048 億元，同比增速回升至 10.6%。

主要收入項目中，增值稅、關稅降幅收窄，消費稅、營業稅和個人所得稅增速仍高，企業所得稅增速因特殊收入劃轉而大升並轉正。9 月財政收入中，稅收收入 8299 億元，同比增長 3.6%，增速較 8 月微升 0.1 個百分點；非稅收收入 2593 億元，同比增長 33.3%，較 8 月上升 16.3 個百分點。其中中央非稅收入 796 億元，增長 88.2%，主要是有關機構集中上繳收入增加；地方非稅收入 1797 億元，增長 18%。

9 月財政支出同比繼續上升至 26.9%，其中中央由正轉負，為-2.5%，地方本級增速 31.7%。9 月全國一般公共預算支出 17799 億元，同比增長了 26.9%，較 8 月份上升 1 個百分點。其中中央一般公共預算支出 1901 億元，同比增長-2.5%，較 8 月回落 33.2 個百分點，主因是前幾個月加快重點支出預算執行進度，部分資金已提前撥付；地方一般公共預算支出 15898 億元，增長 31.7%，較 8 月份上升 6.7 個百分點。截至 9 月，今年財政支出完成預算的 70.4%，快於去年同期，主因是加強預算執行管理。

1-9 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。從財政支出分項資料看，1-9 月節能環保、交通運輸、社保就業同比增長分別為 29.3%、22.3%和 22.4%。

積極財政仍需加碼。雖然 9 月財政支出增速繼續走高、支出進度繼續加快，但基建投資仍大幅下滑。三季度 GDP 增速 6.9%，繼 09 年一季度以來首次低於 7%，預示 4 季度積極財政政策仍需加碼，托底經濟下滑。

## 大市導航

**汽車：堅定推薦新能源汽車：短有基本面，長有十三五，催化未結束**

近期新能源汽車主題持續發酵。習主席本周訪英，期間比亞迪將在倫敦展示全球首台純電雙層公交大巴，同時與英國最大客車生產商 ADL 簽署合作協定和倫敦 51 台 12 米單層電動大巴訂單。雙方未

來將共同生產純電大巴，由比亞迪提供電池、底盤和電動系統，ADL 製造車身，比亞迪的電動化路線有望走向國際。公司計畫 2020 年前在歐洲建立至少一個大巴工廠，並積極尋求本地化合作，切入歐洲電動公交領域並逐步進入歐洲新能源乘用車市場。這將進一步強化龍頭實力，並帶動國內新能源汽車加大出口，預計將成為高鐵後的又一亮點。我們一直強調新能源汽車未到賣點，繼續堅定持有，短有基本面，長有十三五，催化未結束。9 月產量先行、10 月強勢已成，電動客車高彈性正發酵，依然推薦下游整車+核心上游，首選比亞迪、多氟多、中通客車、滄州明珠、松芝股份、天齊鋰業，建議關注萬向錢潮、金龍汽車。

風險提示：1) 政策執行力度；2) 企業產學研的進度；3) 客戶的認可程度。

### 非銀：券商股觸底反彈,重申市場回暖下的投資機會

近期券商股連續表現較好，我們重申市場回暖下券商股的投資機會。行業目前主要有三大投資邏輯：

1、估值低，目前股價已充分反映券商下半年業績增速放緩預期：從券商公告的月度數據來看，7-9 月單月淨利潤環比雖有所下滑，但 1-9 月累計淨利潤仍同比高增長，綜合全年，業績同比增速仍預計將達到 80-100%，快於其它行業。從估值上來看，目前股價對應 2015E P/E15.4 倍，對應 2015E P/B 2.1 倍，估值已回到 2014 年 7 月券商股啟動之前的水準。我們認為當前價格已充分反映下半年業績下滑的預期，股價安全邊際非常高，估值具備長期提升空間。

2、市場負面因素正逐步消化，業績彈性更大：隨著配資清理大限已過，多家違規上市公司及金融機構也已收到處罰單，利空基本出盡。我們認為去杠杆帶來的負面效應正逐步消化，市場重拾熱度，最近兩個交易日股基金交易額均突破萬億元；投資者信心有所恢復，增量資金逐步進場，上周交易結算資金連續 5 周以來首次資金淨流入；兩融餘額觸底開始緩慢回升。我們認為券商作為資本市場改革的中心，市場回暖的背景下，業績提升彈性更大。

3、關注行業轉型，期待證券行業政策紅利釋放：2012 年創新大會以來，券商資本仲介類業務迎來爆發型增長，在本輪牛市行情的助推下，兩融最高規模曾一度達到 2 萬億元的水準，但隨著去杠杆以及市場波動加劇，兩融規模快速下滑，最新兩融餘額已不到萬億。同時，IPO 暫停、經紀業務面臨量價雙殺的尷尬局面，使得券商亟需尋找新的業績增長點。我們認為，隨著公司債新政以及企業債發行的放寬，券商短期內投行業務的重點將轉至債券承銷；經紀業務將擺脫“靠天吃飯”的模式，以互聯網作為引流的入口，向財富管理轉型；券商因資本仲介需求下滑產生的冗餘帳面資金將更多的投向直投專案、資管產品發行等。

選股邏輯上，我們建議關注兩類：

1、主題投資性較強，彈性較大：國元證券（公司具有國企改概念，已推出員工持股計畫，目前估值低，彈性較大）、國金證券（互聯網金融具先發優勢、與互聯網公司深度合作；民營體制靈活）。

2、綜合實力較強，佈局全面的大型券商：華泰證券（公司管理層前瞻性較強，提前主動降傭，目前傭金率行業最低，下滑空間有限；經紀份額最大，未來財富管理轉型具優勢）、廣發證券（業務佈局均衡，積極佈局業務轉型）。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

## 新能源：能源互聯網能否再度點燃市場

我們 3 月 12 日率先在市場推出能源互聯網主題，發佈《閉環共振，跨界革命》，之後整個版塊迅速啟動，一系列的股票脫穎而出，漲幅一到兩倍不等。6 月中旬，隨著市場的調整，整個版塊股價大幅調整。能源互聯網主題是否能夠再度回歸市場？我們認為當前時點，能源互聯網板塊值得重視。主要的變化在於：

### 1、市場重歸活躍，風險偏好提升

在流動性寬鬆的背景下，市場開始活躍，上證和創業板都完成了築底反彈，主題投資已經開始活躍，上半年的龍頭互聯網金融已經大幅反彈，東方財富、同花順底部上漲已經超過 100%，上周漲幅超過 50%。我們判斷在風險偏好提升的情況下，空間大的版塊會得到市場關注，而電力設備新能源行業，想像力最大的就是能源互聯網主題。

### 2、能源互聯網調整幅度較大，當前已經完成築底

從時間維度上來看，市場開始聚焦這一版塊是從 3 月份開始的，6 月份隨市場回檔，目前調整和震盪的時間已經超過了 4 個月。從空間維度上來看，版塊自頂部調整都超過 60%，龍頭股票積成電子、智光電氣、中恒電氣等的調整幅度更大，而當前已經完成築底，估值已經不貴，市值基本在 50-100 億左右。

### 3、電改和能源互聯網行動有加速跡象

過去的兩周，發改委接連批復雲南和貴州電改試點方案，中國第一個省級輸配電價體系也在內蒙古建立；上周，國務院發佈《國務院發佈推進價格機制改革若干意見》提出，推進電力價格改革，放開競爭性環節價格，充分發揮市場決定價格作用；近日，國家能源局專門就能源互聯網開會，討論國家能源互聯網行動計畫，這是官方層面的頂層設計，初稿正在制定過程中；六大核心電改配套檔已經完成部委會簽，或有望近期出臺。

4、當前時點看好能源互聯網主題，商業模式逐步清晰今年是國內能源互聯網的元年，商業模式還在探索的過程中。目前，概念已經逐步清晰，地方和企業都在嘗試，我們認為商業模式的核心還是使用者側，通過儲能、分散式發電、智慧家居或者電力電子等各種工具先給用戶節能，實現需求側的用能彈性，進而向用電側、發電側或者政府實現價值變現。

當前時點，我們認為積成電子、智光電氣、中恒電氣、新聯電子、四方股份、科陸電子等標的值得重點關注。

風險提示。電改推進受阻；大盤系統性風險。

## 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。