

2015 年 10 月 23 日

宏觀經濟

想說加息不容易——影響美國加息的外部因素分析

從 2014 年起，市場就開始 YY 美國加息，然而美聯儲議息會議一次又一次讓市場“失望”。聯儲究竟在猶豫什麼？各國經濟依舊低迷、央行大佬們都在為一個 2% 的通脹目標而奮鬥的時候，美聯儲真能痛痛快快的加息？外部因素又如何影響美國經濟和美聯儲加息決策？本報告將對這些問題進行分析。

美元升值拖累出口，就業通脹均受牽制。加息預期推動，美元升值明顯。全球經濟仍舊低迷之時，美國經濟緩慢復蘇，14 年退出 QE，市場對美聯儲加息預期隨之產生。加息預期推動美元對主要貨幣大幅度升值，主要貨幣在過去一年裡對美元貶值幅度都在 10% 以上。升值壓制出口，利於進口。14 年 10 月之前，美國出口增速高於進口增速，但之後隨著美元走強，形勢出現反轉，出口增速低於進口。從貿易差額/貿易總額的角度，也說明美國出口形勢相比進口在惡化。出口壓制就業，進口拖累通脹。從歷史資料看，製造業新增就業和出口強弱高度相關。製造業出口減弱，對就業是有一定壓制作用的。美元升值意味著美元國際購買力上升，增大了對其它國家商品的需求，向其它國家輸出通脹，輸入通縮，因此美元升值對通脹是有一定壓制作用的。

全球經濟休戚與共，美國難以獨善其身。全球經濟低迷，美國出口乏力。美國主要出口目的國中，加拿大、墨西哥 PMI 較高，英國、德國、歐元區次之，日本、中國、韓國、巴西最差，和金融危機前的水準不可同日而語。15 年前 5 個月，美國前五大出口目的國中，只有對歐盟的出口增速為正，對巴西出口降幅接近 -20%，對中國 -6%，對墨西哥 -1.5%。各國對抗通縮，美國物價難升。各國央行都在為了 2% 的通脹目標而努力。美國要想擺脫其它國家實現通脹反彈，也絕對沒那麼容易。從美國進口價格看，9 月份進口價格指數同比下跌 10.7%，石油及石油製品進口價格同比下跌 46.1%。將油價因素剔除後，進口價格指數依然下跌 3.3%。美國在從全球輸入通縮！

升值和外需低迷，低收入工種受損。低收入工種對外需更敏感。美國出口金額中，商品出口占比將近 70%，其中製造業占商品出口的比重高達 62%。低收入工種更多集中在製造業等領域，對出口更敏感。低收入工種福利受損，拖累通脹回升。

美元升值和全球低迷導致的外需不足，使美國出口受到限制，集中在出口部門就業的低收入工種福利損失較大。未來美國高收入就業會更快接近飽和並帶來通脹壓力，而低收入就業則會在相當長時間內仍處於不飽和狀態並壓制通脹。美元加息剪羊毛？沒有那麼簡單！內外環境決定本輪將是美聯

儲最弱加息週期。未來美國能否加息以及加息的節奏，依然要受到外部因素的影響。一方面，國際大宗商品市場的動盪會影響美國加息決策。例如美國 CPI 受能源類商品拖累較大，而礦產和金屬商品低迷也限制了美國採礦業的就業增長。另一方面，各國的經濟低迷，導致美國出口不景氣，各國央行都在努力抗通縮的情況下，美元強勁意味著輸出通脹、輸入通縮，拖累美國通脹回升。一旦美聯儲加息，美國貨幣條件將趨緊，如果主要貿易國家仍舊通縮，美國經濟面臨的壓力將會更大，等於是為全球衰退買單。美聯儲加息絕沒有那麼簡單！

大市導航

貴州茅臺（600519）：季報表現符合預期，全年業績已有保障

公司披露三季報：前三季度實現營業收入 231.49 億元/+6.59%；歸屬於上市公司股東的淨利潤 114.25 億元/+6.84%；EPS 為 9.09 元。單三季度實現收入 73.70 億元/-0.36%；歸屬於上市公司股東的淨利潤 35.36 億元/+2.11%。

三季報業績符合預期，預收貨款表明全年增長無憂。公司前三季度預收貨款 56.06 億元，環比增加 139.88%，剔除預收貨款影響後的營業收入 264.18 億元，同比增加 19.88%。經營活動產生的現金流量淨額 114.23 億元，同比增加 48.75%，經營活動現金流增加主要來自於銷售商品收到的現金增加。毛利率方面，前三季度綜合毛利率為 92.45%/-0.21pct；前三個季度公司毛利率分別為 93.21%/91.90%/92.11%，基本保持穩定。

費用率保持穩定，強大品牌力凸顯價值。費用方面，雖然行業競爭較為激烈，但是公司前三季度費用率保持穩定，整體費用率為 15.02%/+0.2pct。其中銷售費用率為 4.04%/-0.46pct（單三季度為 4.66%/+0.2pct），在白酒行業進入擠壓式增長階段，公司以較低的費用投入實現較快的業績增長，彰顯強大品牌實力；管理費用率為 11.2%/+0.44pct；財務費用率為-0.23%，去年同期為-0.44%。中秋國慶市場表現略超預期，預示元旦春節不必悲觀。我們認為公司堅持控量穩價，因為漲價預期較低，經銷商補庫存的意願暫不強烈，維持較低庫存狀態；消費者也不再擔憂節前漲價，提前購買與囤貨現象較往年少，經銷商銷售資料較為真實的反映消費需求的增長，表明經濟減速和股市低迷的負面影響並不顯著。

體制機制問題困擾公司未來發展，借助國企改革有望改善。與眾多國有上市公司一樣，公司也存在國有股東一家獨大與管理團隊缺乏激勵的弊病。進一步考慮到白酒行業由過去的“需求式增長”變為“擠壓式增長”，對經營能力的要求日益提高，我們認為這可能形成抑制公司未來發展潛力的重大風險。好在近期五糧液已經率先改革產生示範效應，公司控股股東茅臺集團也承諾，將於 2017 年 12 月底前推進制定對公司管理層和核心技術團隊的股權激勵辦法。

盈利預測與投資建議。我們預計公司 2015-2017 年 EPS13.40/14.34/16.06 元，目標價 268 元，對應 2015 年 20 倍 PE，現價 202.53 元，對應 2015 年 15 倍 PE，考慮到公司主業穩定性，給予“買入”評級。

主要不確定因素。經濟大幅減速，食品安全問題。

精工鋼構（600496）：傳統主業承壓，單季現金流大幅改善，光伏業務+建築工業化將是主要看點

事件：精工鋼構公告 2015 年 3 季報，1-3 季度營業收入 50.64 億元，同比上升 7.99%；歸屬上市公司淨利潤 2.42 億元，同比上升 13.84%；扣非後淨利潤 2.24 億元，同比增長 25.48%；攤薄後每股收益 0.16 元。

簡要評述：

1. 前三季度淨利潤同比上升 13.84%，扣非後淨利潤同比增長 25.48%，主要原因是去年同期非流動資產處置損益約 3000 萬元（15 年前三季度僅 900 萬）。前三季度三項費用率為 10.32%，同比下降 0.12 個百分點，其中財務費用率大幅改善，同比下降 0.66 個百分點至 2.05%，管理費用率為 6.47%，同比提高 0.47 個百分點。毛利率為 16.80%，同比提高 0.54 個百分點，歸屬淨利率同比提高 0.25 個百分點至 4.78%。
2. 回款略有改善：1) 前三季度經營現金流淨流入 1.10 億元，基本持平，3 季度單季為 1.06 億元，較去年同期 0.61 億元，大幅好轉；2) 收現比為 97.61%，同比提高 3.37 個百分點；
3. 傳統主業新簽乏力，受固定資產增速放緩的影響前三季度新簽訂單 52.19 億，同比下降 34.98%，其中鋼結構業務承接 37.38 億，同比下降 38.82%，公共建築鋼結構業務同比下滑 71.63%，此外前三季度海外鋼結構業務承接 2.84 億，綠色建築業務承接 3.96 億。此前公司公告以 8325.05 萬元收購精工裝備持有的安徽美建鋼結構 100% 股權（2015 年 6 月註冊成立），PB 為 1 倍，收購完成後將提升公司業務承接能力，帶來業績提升。
4. 公司累計承接光伏電站項目 95MV，截止 9 月 30 日，在手現金 11 億元，並通過發行可轉債募集資金 7 億元用於光伏業務，考慮到降准降息後，資金成本大幅降低，未來光伏業務推進有望加快。光伏業務+建築工業化將是公司業務發展的重點，關注光伏業務進展。

主要風險：經濟下滑風險；訂單推遲風險；回款風險。

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。