

2015 年 11 月 03 日

宏觀經濟

財新 PMI 低位反彈，寬鬆週期仍在持續

財新 PMI：顯示製造業景氣弱改善。10 月財新製造業 PMI 終值低位反彈至 48.3，在歷年同期中仍偏低，僅高於 08 年同期。製造業景氣弱改善，前期政策刺激效果顯現。10 月發電耗煤同比跌幅擴大，工業生產料難有起色。上周央行繼續下調 7 天逆回購利率，寬鬆週期仍在持續。主要分項指標中，需求、生產、價格均有所回升，去庫存仍在繼續。

內外需均有改善。10 月新訂單指數由 9 月的 46.4 回升至 48.0，但仍在榮枯線下，指向內需弱改善。10 月新訂單指數在歷年同期中處於偏低水準，僅高於 08 年同期，說明整體依然偏弱。10 月新出口訂單指標由 9 月的 44.6 大幅回升至 50.7，重回榮枯線上，指向外需回暖。但值得注意的是，10 月全國 PMI 新出口訂單創新低，兩者走勢背離，或緣於統計口徑差異。

生產、就業小幅反彈。10 月產出指數由 9 月的 45.8 回升至 48.1，在歷年同期中偏低水準，表明需求回暖帶動生產觸底反彈。但值得注意的是，10 月全國 PMI 生產指標微幅回落，兩者走勢背離。10 月就業指數由 9 月的 46.5 小幅反彈至 47.2，連續 24 個月位於榮枯線下，再創歷年同期新低。製造業企業招工意願持續低迷，未來新增就業或更多來自於服務業。

購進和產出價格低位回升。10 月產出價格指數從 9 月的 44.7 回升至 45.0，仍位於榮枯線下，歷年同期中僅高於 08 年水準，產出價格持續低迷主因是產能過剩和需求偏弱。10 月購進價格指數由 9 月的 44.5 微幅上升至 44.9。產出與購進價格均回升，但幅度較小。預計 10 月 PPI 環比-0.1%，同比-5.7%，降幅較 9 月有所收窄。

庫存狀況略有改善。10 月原材料庫存較上月走平為 48.6，產成品庫存由上月的 52.5 大幅回落至 50.2。原材料庫存走平、產成品庫存大降，說明庫存狀況有所改善。但產成品庫存仍高於原材料庫存，表明去庫存之路仍漫漫。

大市導航

通信設備：三季報總結

業績增速整體趨弱、分化加劇、現金流持續改善，優選大資料、雲計算、軍工通信和相對低估值運營商/光網路板塊。

通過對比通信板塊個股的估值及業績增速，四季度我們繼續重點看好大資料/雲計算、軍工通信等方向以及經歷此前估值大幅回落/近一個月滯漲、存在相對補漲動力的低估值成長白馬：

大資料、雲計算：互聯網流量高速增長，萬物互聯從理想到現實，圍繞資料浪潮的產業發展遞進層次（CDN->IDC->雲計算->大資料），成長潛力重點看好大資料、雲計算方向，推薦東方國信、億陽信通（轉型大資料+資訊安全，上市十餘年首次通過增持、回購、定增綁定集團、管理層、上市公司利益），其次關注二線大資料標的天源迪科、梅泰諾等；雲計算方向繼續重點推薦紫光股份（打造泛ICT龍頭，10月26日複牌），圍繞互聯網大資料，由智慧作業系統延伸智慧硬體、打造移動互聯網產業閉環生態圈（作業系統—智慧硬體—手遊/互聯網金融）的聯絡互動，繼續建議重點關注，看好管理層的戰略遠景和執行力（15年上半年各季業績均超預期）。

軍工通信：聚焦太空、網路、海洋三個方向，重點包括北斗、衛星通信、資訊安全、海底監聽等領域。北斗板塊重點關注軍工相關標的（海格通信、振芯科技，關注四季度慣常的訂單驅動行情），成長潛力重點推薦海蘭信（航海電子國產化替代空間大-80%以上可替代空間；海防資訊化，軍品新品進入，牽手中船、收購勞雷工業、切入南海等水下監聽網建設）。

十三五期間，我國大力促進海洋資訊產業發展、維護海疆權益是國家戰略訴求，海蘭信的核心業務航海電子、海防資訊化符合國家戰略投入方向。同時，重點關注信威集團，繼續看好其圍繞McWill集群的軍用/行業推廣、低軌衛星座系統以及依託“烏克蘭之家”的中烏軍事合作，向軍工綜合體方向的發展佈局。

估值步入較好配額區間的成長白馬：建議關注鵬博士（寬頻民資准入政策放寬、綜合地下管網的建設，均有利寬頻業務擴張；年內過千萬的寬頻實裝用戶為“雲、管、端”閉環的客廳互聯網生態平臺的打造提供很好基礎）、網宿科技（受益CDN/雲服務行業景氣度支持及CDN領域龍頭地位的鞏固）、烽火通信（受益2015年中移動寬頻投資超預期以及4G建設，目前股價與已完成的定增價嚴重倒掛）、中興通訊（依託智慧城市佈局帶動政企市場以及向雲計算、大資料方向轉型發展值得重點關注，估值處於歷史低位水準）。

關於國企改革潛力，建議關注中國聯通（業務層面繼續長期看好公司固網、無線在三家運營商中的綜合網路資源競爭優勢、對聯通從人口紅利向數字紅利發展的支援）。行業專網市場（政企、交通、軍工等領域），短期估值不低、長期成長空間巨大，繼續關注海能達、佳訊飛鴻等。

不確定性。政策風險；市場風險。

有色金屬：碳酸鋰需求旺盛，開啟加速上漲通道

在 FMC 提價帶動下，國慶日後電池級碳酸鋰價格加速上漲，10 月加工廠連續兩次大幅度提價，龍頭企業報價更達到 70000 元/噸。新能源汽車銷量持續超預期，需求旺盛加上低庫存，預計碳酸鋰仍有漲價空間，年底澳礦預計繼續上漲，推薦龍頭天齊鋰業、贛鋒鋰業，關注西藏城投、西藏礦業。不確定性。匯率風險；政策風險；新投產專案達產不確定性。

紡織與服裝：2015 三季報總結——紡織行業毛利率顯著回升，服裝行業存貨、應收周轉持續改善

損益表顯示紡織子行業原材料價格趨穩背景下，2015 年下游集中補庫存需求帶動產業鏈的恢復性增長，棉紡織行業訂單量仍在恢復過程中，毛利率則相較上年同期顯著回升。然而，受三季度匯率大幅波動影響，出口型紡企匯兌損失拖累淨利表現，預計業內企業隨著棉價歷史性底部的到來，存在額外採購原材料的動力，從而進一步放大業績增速。服裝子行業收入已連續 4 個季度正增長。伴隨前期折扣清理庫存的持續推進，行業整體毛利率水準逐漸恢復常態，但整體向上趨勢尚未明確，表明服裝消費市場經過品牌洗牌及結構升級，需求端改善趨勢顯現，但受制於庫存出清持續，店鋪調整週期拉長，拉低淨利率仍處於歷史低位。重點消費個股的業績變動趨勢與服裝子行業基本一致，但幅度更深，13 年下半年起雖表現不及服裝行業整體，但 14 年下半年起業績恢復已強於行業。

資產負債表反映出紡織子行業在原材料價格穩中有降趨勢下，存貨增速同比顯著下降；而服裝子行業年初至今存貨、應收周轉均有所改善，企業供應鏈調整初顯成效。2015 年前三季，重點消費個股周轉率改善程度已顯著超越行業平均，且逐季回升。上半年店鋪數平均降幅超 10%，而收入已實現 11.41% 正增長，反映出重點品牌企業歷經前期終端規模收縮、結構調整，整體運營效益伴隨內生指標等的改善已明顯提升。

年報業績預告情況：紡織子行業毛利率回升推動全年盈利恢復性增長，服裝子行業在低基數背景下業績持續改善。目前 80 家 A 股紡織服裝上市公司中超過半數公佈了年報預告，其中紡織製造子行業內業績預增 10 家，服裝家紡子行業內預增 16 家。總體來看，預計紡服行業年報業績將延續中報表現，其中，紡織子行業受益於行業整合推進、海外需求恢復性增長持續，以及 2015 年原材料價格趨穩背景下，下游集中補庫存需求釋放、企業額外原料採購，預計業績增速將同比實現顯著增長。而服裝子行業伴隨管道減負後，終端內生性指標提升帶來的自然恢復性增長；龍頭企業在市場集中度提升趨勢下，所占份額擴大帶來額外增量；以及先發企業利用資源優勢，積極佈局轉型，業績增速同比持續改善。

年初至今大幅跑贏大盤，相對估值較低。截止 10 月 30 日，紡織服裝板塊累計跑贏深成指約 61 個百分點；動態 PE 約 32 倍，相對於全部 A 股（剔除銀行）的溢價率在 1.14 倍左右，其中，紡織製造溢價率 1.29 倍，服裝家紡為 1.09 倍。

建議關注兩條邏輯線來篩選個股：（1）合理 PE 估值下的橫向/縱向的產業鏈深化邏輯：首先，產業邏輯本身較為清晰的紡織子行業，受益於產業鏈恢復、短期政策及供需環境對棉價起到較強支撐、越南 TPP 關稅協定簽署、新疆政策補貼，利好龍頭企業華孚色紡、百隆東方、孚日股份、聯發股份、魯泰 A 等，預計年報業績相對靚麗；其次，深耕細分子行業，借勢於外部力量，橫向/縱向深化產業鏈，如奧康國際、森馬服飾等借力於跨境電商，深耕休閒鞋服等細分子行業；報喜鳥等積極探索服裝定制產業化；興業科技專注於皮革產業鏈上下游的整合；孚日股份依託原有的熱電產能，佈局售電領域，受益於電力改革；（2）IPO 暫緩、註冊制放緩的預期下，部分小市值公司殼資源價值重新凸顯，我們認為非外延、真正具備被借殼的小市值公司值得關注，如 30 億市值以下、大股東持股比例 20% 以下的鳳竹紡織、凱瑞德等。

風險提示。海外復蘇不達預期，國內零售市場持續低迷，終端需求不振；行業運營成本持續攀升；行業競爭加劇；棉花市

場需求不達預期，政策變動風險。

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。