

2015 年 11 月 05 日

宏觀經濟

實體經濟觀察：雙管齊下

10 月全國製造業 PMI 低位走平，製造業景氣依然羸弱。這在中觀行業中也得到印證：地產銷量增速下行印證內需仍偏弱，BDI 回落 CCFI 創新低印證外需堪憂，電力耗煤增速下行印證生產依然偏低，國內生產資料和國際大宗價格漲少跌多印證工業品通縮仍在延續，而各工業行業也普遍處在去庫存階段。國務院常務會議一是強調穩定工業增長、優化產業結構，以提高企業績效，二是部署推進利率市場化，以著力解決融資難、融資貴問題。政策雙管齊下，旨在改善企業經營狀況。

需求：下游地產、家電走弱，乘用車弱回升。中游鋼鐵、化工仍弱，水泥尚可。上游煤炭弱，貨運走弱。

價格：10 月百城房價繼續弱回升。上周生產資料價格漲少跌多。

庫存：下游地產弱改善，乘用車仍偏高，家電尚可。中游鋼鐵去庫存，水泥偏高，化工尚可。上游煤炭、有色仍高。

分行業觀察：

下游：地產：10 月首套房貸款利率創新低，但新房銷量增速下臺階。乘用車：10 月經銷商庫存壓力仍大，第 3 周銷量仍較快增長。家電：9 月冰箱廠家銷量降幅收窄，洗衣機廠家銷量增速下滑。紡織服裝：10 月柯橋景氣指數繼續回升，需求有望弱改善。

中游：鋼鐵：上周鋼價螺紋升、熱板降，高爐開工回升，庫存去化。水泥：上周水泥價格漲幅收窄，企業庫容微幅回升仍處高位。化工：上周化纖原料價格平中有升，PTA 工廠負荷率續升。電力：10 月電力耗煤同比增速再下臺階，工業經濟難言樂觀。

上游：煤炭：上周煤價繼續探底，港口庫存繼續回落。有色：上周銅、鋁價格均繼續，LME 銅、鋁庫存均繼續去化。大宗商品：上周 Brent、WTI 小幅回升，CRB 震盪下滑，美指小幅回升。交通運輸：上周航空客運增速回升，BDI 回落、CCFI 再創新低。

國資管理體制改革，重在優化佈局

1. 國務院發佈《關於改革和完善國有資產管理體制的若干意見》，重點強調推進國有資本優化重組，優化佈局結構，加快推動國有資本向重要行業、關鍵領域、重點基礎設施集中，向前瞻性戰略性產業集中，向產業鏈關鍵環節和價值鏈高端領域集中，向具有核心競爭力的優勢企業集中。
2. 在優化國資戰略佈局方面，2015 年央企整合動作持續不斷，如高鐵方面的南北車、核電方面的中廣核與中核、航運方面的中遠與中海集團、鐵路基建方面的中鐵二局與中國中鐵，航空發動機板塊的中航工業拆分。地方國企改革也在積極向重點產業靠攏，如科創中心模式的張江高科、核心資產上市的華建集團等。
3. 國企改革的“N”在陸續落地，混改、薪酬改革、國資管理體制改革等已出臺，地方國改將加快，重視上海和廣東。繼續看好國企改革、迪士尼、科創中心、金改多重催化的大上海，個股如上海建工、張江高科、陸家嘴、上海機電、春秋航空、龍頭股份以及本地商業股。

風險提示：週邊經濟波動風險。

誰知盤中餐，也沒那麼簡單——從糧價大跌看通縮風險

金秋十月剛過，秋糧收穫正當時。但今年入秋以來，糧食主產區的三大主糧收購價格均出現不同程度的下跌。從供需看糧價下行趨勢短期難以逆轉，將從成本下降角度制約豬肉消費價格上漲，也意味著此前 CPI 中唯一上漲因素已經消失，而未來通縮風險將顯著升溫。

糧食價格大跌，供需短期失衡

三大主糧全線下跌，首現收購價下調。國慶日後大米、小麥價格均出現跳水，玉米價格也創出 11 年以來新低。今年臨時存儲玉米收購價為每斤一元，為 08 年來首次下調最低收購價，但目前玉米市場價已遠低於最低收購價。

“三量齊升”怪像，改變糧價政策預期。糧食價格大跌，主要受國際糧價低迷和國內糧食庫存高企影響。我國糧食產量連年增長，但國家收購臨儲的行政干預，導致糧食庫存儲備增加。同時由於我國糧食價格高於國際價格，導致進口量增速迅猛。生產量、進口量、庫存量“三量齊增”，加劇了國內糧食供大於求的失衡。而今年糧價下調，代表糧價政策預期生變，

從保護糧價轉向促進糧食去庫存、並刺激市場需求。

國際糧價料持續低迷。美國農業部預測 2015-16 年度全球小麥和大豆供大於需的局面將持續，16 年玉米、小麥、大豆價格較 15 年均繼續下跌，水稻價格僅微幅增長。

飼養成本下降，限制豬價上漲

飼料成本下降，支撐養殖利潤。玉米、大豆等糧食作物是養殖業的重要飼料原料，近期豬糧比再創 8.41 的 4 年新高，遠高於盈虧平衡線，支撐養殖利潤恢復，增強養豬戶的補欄信心，生豬存欄量自 6 月見底後緩慢回升，增速持續擴大。

利於恢復供給，壓制終端豬價。飼料成本下降增強了生豬供給恢復能力，同時養殖戶利潤處於高位，對豬價接受度較高，出欄積極性也較高，近期豬價出現全線回檔。長期看，由於能繁母豬持續去產能，生豬供求將呈現短缺局面，豬價頂點也因而延後，拉長豬週期。但由於短期供應增加，疊加需求回暖緩慢，四季度豬價缺乏大幅上漲的動力。

PPI 持續惡化，拖累整體物價

9 月 PPI 同比下降 5.9%，持續惡化的頹勢短難扭轉。工業的持續通縮與實體經濟不景氣高度相關。一方面，產能過剩仍在逐漸消化，工業投資增速大幅下滑，增大經濟下滑壓力，另一方面，實體經濟需求不足導致工業持續通縮，工業品價格持續走低，拖累整體物價。

通縮風險升溫，寬鬆仍有空間

糧價下跌超預期，而且從供需看糧價下行趨勢短期難以逆轉，將從成本下降角度制約豬肉消費價格上漲，也意味著此前 CPI 中唯一上漲因素已經消失，而未來通縮風險將顯著升溫。

當前 CPI 重新下行，我們下調 10 月 CPI 預測從 1.3% 至 1.2%，意味著從消費物價看年內仍存在降息可能。在可以預見的未來，GDP 平減指數難以轉正，意味著若央行決心扭轉實際利率上升的局面，當前 1.5% 的存款基準利率仍存在繼續下調空間。儘管降息空間有約束，但物價下行後企業實際融資成本居高不下，寬鬆週期仍遠未結束。

大市導航

非銀金融：目前均處於估值底部，股價具有充分安全邊際

非銀金融目前均處於估值底部，股價具有充分安全邊際。三季度為證券和保險業績低點，未來業績和股價向上彈性高，均強烈推薦，首推券商。

證券：高彈性，短期市場回暖提振券商業績，長期看創新持續推進。1) 券商股目前估值處於底部，對應 2015P/E 僅為 15 倍，股價具有充分的安全邊際。2) 從業績上來看，三季度或是 2015 年券商業績的最低點，隨著市場負面因素逐漸消化，市場重拾熱度，券商四季度業績有望觸底反升。綜合全年，券商同比增速仍將超過 100%。3) 長期來看，證券行業創新持續推進，由單一通道服務商向

資本服務、財富管理轉型，我們認為未來券商盈利模式將更為豐富，收入品質也將有較大的提升。預計未來註冊制、深港通等政策紅利將逐步釋放，對券商長期發展具有積極意義。

保險：行業景氣度維持高位，利差損風險已過度反應。1) 壽險銷售環境改善，國壽、平安、太保、新華前三季度累計個險新單增速預計分別增長 45%、55%、66.5%和 45%。低息環境下，保險產品吸引力大幅提升，行銷員增員難度亦顯著下降，保險產品銷售進入良性迴圈週期，高價值增長和人力提升可以維持。2) 利差損出現的前提是中國進入長期低利率，資本市場長期低迷，且僅影響 14、15 年的少部分新增保單，我們認為這種情況出現的可能性極小。3) 估值處於歷史低位，具有較高安全邊際；股市上漲帶動投資收益提升，行業景氣度持續提升。

推薦公司：國元證券、華泰證券、國金證券、廣發證券等。

風險提示：權益市場下跌導致業績估值雙重壓力。

汽車：新能源汽車 10 月預喜，基本面+政策面成長機遇；中國上游電池產業鏈未來更大的成長空間需要關注三星和 LG 的核心供應鏈條。

板塊個股（滄州明珠、多氟多、天齊鋰業）陸續創歷史新高，最近板塊上游較強，首選比亞迪、多氟多、滄州明珠、松芝股份、天齊鋰業，關注萬向錢潮。

風險提示：銷量低於預期，市場風險偏好下降。

預計 10 月新能源車繼續產銷兩旺，銷量 3.2 萬+，產量超 4 萬。從終端看深圳、北京在限購放開後的確有明顯放量，推升年底業績預期，並打開 2016 年業績空間，全產業鏈高景氣度原未結束。政策面“習主席海外推銷出口，李克強國內鼓勵購買”，十三五必將繼續推升新能源車的戰略地位。

中國電池產業鏈，短週期爆發之後，還有長週期成長。合資企業 2016 年下半年將陸續發力，寶馬、大眾、通用等加大中國技術投資，特別是大眾“尾氣門”事件，徹底摧毀車企節能路線幻想，中上游企業將迎來長週期產能擴張和技術投入的石油化工：關注天然氣價格調整自 2015 年 4 月天然氣門站價格調整後，目前國內天然氣門站價格平均在 2.51 元/方，按照近期進口替代能源價格計算，國內天然氣門站價格需下調至 2 元/方以下。

我們認為天然氣門站價格年內仍將有一次下調，調整幅度 0.5 元/方以上，同時定價政策可能做出調整，比如擴大門站價格浮動範圍等，天然氣價格市場化改革是方向。

如果天然氣價格下調，則天然氣應用企業受益，其供氣量以及盈利能力都有望獲得提升。建議關注公司包括：中游管輸企業，如陝天然氣、金鴻能源；下游天然氣運營企業，如勝利股份、國新能源；天然氣設備企業，如富瑞特裝、厚普股份。

風險提示：能源價格大幅波動；天然氣價格調整進度；政策風險。

石油化工：關注天然氣價格調整

自 2015 年 4 月天然氣門站價格調整後，目前國內天然氣門站價格平均在 2.51 元/方，按照近期進口替代能源價格計算，國內天然氣門站價格需下調至 2 元/方以下。

我們認為天然氣門站價格年內仍將有一次下調，調整幅度 0.5 元/方以上，同時定價政策可能做出調整，比如擴大門站價格浮動範圍等，天然氣價格市場化改革是方向。

如果天然氣價格下調，則天然氣應用企業受益，其供氣量以及盈利能力都有望獲得提升。建議關注公司包括：中游管輸企業，如陝天然氣、金鴻能源；下游天然氣運營企業，如勝利股份、國新能源；天然氣設備企業，如富瑞特裝、厚普股份。

風險提示：能源價格大幅波動；天然氣價格調整進度；政策風險。

紡織與服裝：中長線推薦百隆東方、華孚色紡、奧康國際、美盛文化、興業科技

紡織服裝行業中，我們看好棉價上漲的中長線邏輯：

1. 10 月份新棉進入採摘期，國際棉花期貨價格近期有所反彈。根據歷史經驗，龍頭企業棉花的採購量從半年到一年半不等；若後期棉價看漲，棉花庫存的低成本優勢將明顯推高企業的毛利率水準，在訂單量增長的同時，放大企業的利潤彈性。
2. 2015 年全球範圍內棉花種植面積下降，或助推棉價上行。根據美國農業部最新預測資料，中國棉花收穫面積、產量分別同比下降 19%、16%，美國收穫面積、產量分別同比下降 23%、18%；預計 2016 年供給端將持續收縮，在畝產不變的假設下，新一年度的棉花產量將繼續明顯下降；面積、產量明顯下降，優質棉花將更加稀缺，從供需的角度來推高價格，此外也將激發市場炒作的心理，即資金的作用。
3. 以棉紡織龍頭企業的歷史毛利率波動情況來看，基本隨著棉價的上行而明顯提升。棉花播種面積明顯下降，棉價或將迎來小幅上漲，有望進一步推升龍頭企業的盈利能力。隨著國內外棉價差縮小至合理範圍內，10 月份新棉開始採摘，棉價表現迎來視窗期，以及在全球供給端收縮、棉價低位運行的背景下，棉價上漲的概率將隨著時間的推移而提高。棉紡織產業補庫存需求有望帶動訂單量的增長、毛利率的提升，從而利好棉紡織龍頭企業的業績表現。重點推薦百隆東方、華孚色紡。

服裝子行業我們看好佈局運動體育領域的奧康國際，未來 2 年的業績有望持續增長；我們認可美盛文化對於 IP 泛娛樂的佈局，未來的看點核心在於衍生品的變現，16 年利潤有望超預期；我們看好興業科技 16 年的業績反轉帶來的確定性投資機會。

風險提示：海外復蘇不達預期；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。