

2015 年 11 月 16 日

宏觀經濟

壞消息不斷，防風險為先

①經濟下行未止：4 季度經濟開局不佳，10 月工業增速再下臺階，三駕馬車中出口跌幅擴大，投資依然低迷，僅消費穩步回升。物價下行後企業實際融資成本居高不下。10 月工業增加值同比增速繼續下滑至 5.6%，低於市場預期的 5.8%，下滑主要緣于採礦和高耗能等傳統行業增速減緩。傳統行業仍處在深度調整過程中，而新產業快速發展的支撐力尚顯不足，未來工業經濟仍面臨下行壓力。11 月以來發電耗煤增速依然低迷，跌幅仍在 10% 以上，預測 11 月工業增加值同比增速或繼續下滑至 5.3%。

②通縮風險加大：10 月 CPI 同比大跌至 1.3%，主因豬價同比漲幅回落，菜價超季節下跌，非食品價格漲幅顯著低於季節性。10 月衣食住行價格全面疲弱。11 月以來蔬菜價格指數低位企穩，豬價繼續下跌，考慮到去年低基數，預測 11 月 CPI 環比下跌 0.2%，同比維持在 1.3%。10 月 PPI 同比下降 5.9%，預測 11 月 PPI 環比下降 -0.3%，同比降幅為 -5.8%。PPI 已連續 44 個月處於負值區間，且沒有看到明顯的改善趨勢。近期成本端的糧價、油價等重要生產要素成本下跌，帶動 CPI 持續下行，總體通縮已成現實風險。

③錢說多不多，說少不少：10 月社會融資總量大幅縮水，新增貸款 5136 億，環比也大幅下降，代表房地產銷售和基建投資的居民、企業中長期貸款全面萎縮。10 月 M2 增速繼續反彈至 13.5%，M1 增速也反彈至 14% 的 4 年新高，前者得益於持續降准推高貨幣乘數、以及外占短期好轉，後者反映企業投資意願低迷，資金堆積在銀行體系。CPI 度量的實際利率不降反升，未來依然要加大降息等寬鬆貨幣政策力度。但由於美國加息在即，且存款利率已離 0 不遠，寬鬆貨幣政策空間受制約。央行也表示不能過度放水，妨礙市場有效出清。而近期高層放風突破 3% 財政赤字率約束，未來財政政策或成主角。

④恐怖襲擊重創歐洲，大宗商品再遭拋售：11 月 13 日，法國遭遇數十年來最重大的恐怖襲擊，而 IS 發表聲明稱對巴黎襲擊案負責。我們願逝者安息、傷者早日康復。歐洲的旅遊業未來可能受到重創，本土消費也會受到影響。短期內避險情緒升溫，今後地緣政治如何演變值得關注，這也為歐元區一體化的前景和明年美國的總統大選等增添了不小的變數。歐元區三季度 GDP 增速 0.3%，不及預期，市場普遍認為德拉吉在 12 月議息會議上會有所作為。作為國際經濟增長晴雨錶的銅價格週四跌至六年新低；金價跌至五年低點；在上個月短暫反轉的原油價格，也跌至不到 45 美元/桶。儘管今年 8 月市場已經歷過大宗商品拋售潮，但本次下滑的因素已經不是過去的供給過剩，而是加息預期的增強，以及中國等市場需求的下滑。

大市導航

券商：融資保證金比例調整對券商業績影響不大，繼續關注年內 28 家 IPO 發行

兩融規則修改對券商影響不大：11 月 13 日，上交所、深交所聯合公告修改兩融交易細則，投資者融資買入證券時，融資保證金比例不得低於 100%，此前為不低於 50%。本次修改只針對增量，不影響存量合約及其展期。我們認為此次調整主要是由於近期兩融餘額快速上漲，而監管層希望加杠杆速度不要過快，市場實現“慢牛”。截至 11 月 12 日，兩融餘額 1.17 萬億元，較 9 月末快速增長 29%。考慮到目前券商給出的保證金率約為 70%，部分券商保證金率高達 90%，遠遠高於此前不低於 50% 的標準，因此此次調高保證金比率下限對市場杠杆率的影響並非直接砍半；同時本次修改不涉及存量合約，而兩融利息收入主要受平均兩融餘額影響，因此我們認為此次修改對市場情緒的影響比較大，對市場及券商整體業績的影響並不大。經測算，我們選取具有代表性的幾家券商作為樣本，行業兩融餘額每減少 1000 億元，券商淨利潤僅下滑 1% 左右，我們認為無須對市場及券商業績過度悲觀。

繼續關注年內 28 家 IPO 發行：證監會 6 日宣佈重啟暫停了 4 個月的 IPO，此前暫緩發行的 28 家公司將按現行制度年內發行。我們整理了年內恢復 IPO 發行的 28 家企業的資訊，19 家券商今年將直接受益，預計將實現 9.67 億元的承銷收入。繼續推薦兩條投資主線：

(1) 大投行主線：廣發證券（IPO 儲備項目數行業領先，股票承銷實力較強，直接受益於投行收入恢復）、招商證券（業務佈局全面，IPO 儲備專案居前）。

(2) 財富管理+互聯網：國金證券（互聯網金融具先發優勢、民營體制靈活）、華泰證券（前瞻性強、經紀份額最大，未來財富管理轉型具優勢）。

風險提示：政策調控超預期。

公用事業：入冬霧霾季，巴黎氣候峰會在即，環保關注度繼續提升

關於入冬霧霾季：歷史資料表明，冬季環保股通常會有超額收益。參考 11-14 年，環保指數第四季度相對創業板漲幅分別為 1.83%、0.85%、6.25%、13.60%。四季度機構對環保板塊關注度顯著提高。

關於碳交易：全國性碳市場目前正處於萌芽期，預計到十三五末會建立相對成熟的碳排放權交易市場，交易規模有望達到千億元。短期催化劑為 11 月 30 日-12 月 11 日將在法國巴黎召開的第 21 屆聯合國氣候變化大會(COP21)。該大會意圖解決 5 年前哥本哈根會議遺留問題，並達成一份 2020 年後溫室氣體減排的國際協議。

短期交易，建議關注大氣治理及碳減排相關高彈性龍頭：中電遠達（碳捕集）、深圳能源（參股深圳碳交易所）、迪森股份（碳減排量收入）、雪迪龍（線上環境監測龍頭）。中長線投資機會，建議關注新晉紅領巾的平臺型公司：桑德環境、碧水源、華西能源；建議關注強資本運作能力的輕資產 PE 化公司：神霧環保；建議關注燃氣價改最高彈性標的：派思股份。

風險提示：市場波動風險。

房地產：科創板，終於把你等來了

制度成熟，即將推出。上海股交中心總經理表示，科創板已準備就緒，將於年內推出，上市制度引入註冊制。掛牌企業將貫穿初創型到成熟型各階段科技企業。四大層次，尋找創業創新標的。根據利好程度分別為：孵化器、產學研機構、國家實驗室和金融、產權交易所。龍頭張江高科，中國創業創新橋頭堡。張江孵化器已成國內標杆，後期坐享雙自聯動、科創中心等多重利好。管理層變更為企業直接注入活力，有望打造產業地產新三商，改革開放政策新高地。

市北高新，坐享兩區合併，打造聚龍灣孵化器。閘北區轉型抓手，有望直接坐享多項改革紅利。創新孵化有序推進，共建上海股權託管交易中心。南京高科，公司現有“上市公司、高科新創、高科科貸”三大運作平臺已成熟，新產業基金確保利益一致、到位，後期發展值得期待。華夏幸福，大股東已經成太庫孵化器，尤其有望於上市公司產業聯動，打造全產業鏈新盈利模式。

風險提示：科創板推出時間的不確定性。

電氣設備：充電樁“十三五”補貼進入加速推進期

(1) 上周，充電樁“十三五”補貼制定進入快速推進期，由財政部、工信部、能源局協同多部門展開工作。預計細則在 2016 年初公佈。

(2) 目前各示範城市已出臺補貼規劃，比例在 15-30%不等。“十三五”補貼政策的出臺，將加速補貼的落實，補貼比例最高或達 40%。

(3) 充電設施為電動車大規模推廣前提，十三五期末前投資空間約 1500 億元。持續推薦充電設備、運營核心標的：萬馬股份；關注特銳德、奧特迅等。

風險因素：推進速度不達預期。

有色金屬：地緣政治風險提示，關注黃金

雖然美 12 月加息大概率事件打壓金價，但金價已處於低位，全球已有黃金企業停產。短期內地緣政治風險（恐怖襲擊事件）可望刺激金價需求，同時中國等發展中國家持續購金也推升黃金需求。中長期而言，金價已然處於底部位路，美加息後金價可望反彈。A 股方面，推薦山東黃金、金一文化、剛泰控股，關注西部黃金。

基本金屬價持續下跌，部分金屬價格已經處於 2008 年低位或者已經跌破低位。我們認為格長期底部已至，但大幅反彈仍需等待需求邊際改善：利好（1）全球主要經濟體降息週期下，流動性提升商品估值；（2）中國三季度末、四季度初已經出臺溫和刺激下游需求政策包括地產、汽車；（3）基本金屬價格已至成本線附近，供給收縮預期下，供需狀況有望得到再平衡。最大利空仍是終端需求同比回落。A 股方面目前基本金屬

資源股股價相對較低，推薦中金嶺南、雲鋁股份、關注馳宏鋅銻。中長期仍推薦加工股楚江新材（新材料）、銀邦股份（3D 列印）。

小金屬：稀土板塊屬於攻擊性品種，若大盤情緒好，稀土板塊仍可追，金屬價格仍將上升：減產刺激價格回暖以及稀土收儲預期，關注五礦稀土，包鋼股份；推薦低估值的寧波韻升、橫店東磁。中長期看好新能源、新材料。堅定看好新能源汽車行業，下游需求大增疊加上游廠商提價，碳酸鋰價格處於上升通道，碳酸鋰行業景氣有望持續，推薦天齊鋰業、贛鋒鋰業。關注 3D 列印的金運鐳射、銀邦股份。同時推薦紅宇新材以及金剛石產業鏈的豫金剛石。

風險提示：中國 A 股回檔風險導致估值下降。

農業：避險情緒可能提升，預期本周行業表現平淡，養豬板塊或有相對收益

最近兩周農業行業表現散亂，未有主線。週末發生的“巴黎恐怖事件”可能會提升市場的避險情緒，養豬板塊由於業績的確定性和估值優勢可能會受到資金的青睞，同時，最近豬價跌勢趨緩，生豬均價為 16.06 元/公斤，仔豬均價為 27.29 元/公斤，隨著南方臘肉即將開始製作，豬價有望恢復上漲，核心標的是牧原股份，關注溫氏股份。

此外，我們仍繼續推薦通威股份和南寧糖業。

我們預計通威股份的傳統飼料業務穩定，增量需看新能源產業，我們預期盈利情況不錯，預計江蘇的電站項目也有望年底並網發電，我們認為公司經營的實際狀況與市場判斷存在預期差。

推薦南寧糖業的核心邏輯是國有糖企在中國制糖產業本輪產業升級中面臨著良好的歷史機遇，作為上市國企的南寧糖業將獲得更多的機會。前期收購永豐糖廠以及成功拍賣獲得永凱大橋糖廠已經印證了我們的投資邏輯。糖價經過四年的下跌，現在已經逐步擺脫低迷。而最近不斷增強的厄爾尼諾現象，成為糖價上漲的催化劑。

風險提示：豬價上漲不達預期。

免責聲明

本文件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。

本文件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，謹請閣下注意本文件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(不包括負責本檔內容的分析員)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。