

2015 年 11 月 19 日

宏觀經濟

實體經濟觀察：需求慘澹，供給破釜

10 月工業經濟如期走弱。而 11 月以來也未見好轉跡象：下游乘用車需求仍旺，但地產跌跌不休；中游高爐開工仍處低位，電力耗煤跌幅仍大；而煤價、銅價、BDI 和 CCFI 也都在探底中。需求端僅乘用車一枝獨秀，整體已黯淡無光。而近期中央財經領導小組頻頻表態強調供給側結構性改革，其核心在於降低制度性交易成本，通過改革消除體制性障礙，從而改善企業盈利、促進企業發展，最終提高效率。然而刺激需求易，改革供給難，仍需破釜沉舟。

需求：下游地產、家電、批零走弱，乘用車、紡織服裝回升。中游鋼鐵、水泥偏弱，化工尚可。上游煤炭弱，貨運走弱。

價格：10 月 70 城房價繼續弱回升。上周生產資料價格平中有跌。

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

分行業觀察：

下游：地產：10 月 70 城房價弱回升，11 月中旬新房銷量增速回落。乘用車：11 月經銷商信心仍處高位，前 2 周廠家銷量高增長。家電：10 月限額以上家電零售增速下滑，百家零售降幅收窄。紡織服裝：10 月紡織服裝零售增速回升，指向內需小幅改善。商貿零售：10 月各口徑下零售增速回升，汽車消費增速大升。

中游：鋼鐵：上周鋼價螺紋熱板均降，10 月粗鋼產量消費量均負增。水泥：上周水泥價格走平，庫容比微幅回升、仍處高位。化工：上周化纖原料價格平中有跌，PTA 工廠負荷率再下滑。機械：10 月挖掘機銷量同比略下滑，環比微升，需求仍羸弱。電力：10 月發電量增速跌幅擴大，11 月中旬發電耗煤仍負增。

上游：煤炭：上周煤價繼續探底，港口庫存大幅下滑並創 3 個月新低。有色：上周銅價續降，鋁價震盪，LME 銅、鋁庫存繼續去化。大宗商品：上周 Brent、WTI 繼續下滑，CRB 微幅回落，美指小幅走高。交通運輸：上周航空客運增速回落，BDI 再下滑，CCFI 小幅回升。

關注滬深 300 指數成分股 12 月調整帶來的投資機會

隨著機構投資者隊伍的不斷壯大，指數基金在近幾年得到了飛速發展，資產規模更是節節攀升。截至 2015 年三季報，指數基金的規模達到了 4129 億元，滬深 300 指數作為 A 股市場最重要的指數，跟蹤的指數基金規模更是高達 819 億。

滬深 300 指數在每年的 6 月和 12 月會進行定期調整，由於樣本股調整是被動的操作，因此若調入調出樣本股的調整規模較大，則可能帶來交易性的投資機會。

我們根據中證指數公司公佈指數編制細則，對於 12 月份的即將進行的滬深 300 指數成分股調整名單進行了預測。根據我們的預測，渤海租賃、二三四五、萬達院線、宋城演義、張江高科、掌趣科技、綠地控股、隧道股份、吉祥航空等 22 檔股票或將被調入滬深 300 指數，而冀中能源、錫業股份、貝因美、海思科、洪都航空、陽泉煤業、馳宏鋅鋇、山西汾酒等 22 檔股票或將被調出滬深 300 指數。具體可參見我們 11 月 4 日發佈的研究報告《2015 年 12 月滬深重點指數樣本股調整預測》。

大市導航

有色金屬：3D 列印金銀雙雄再展英姿

傳統製造技術是“減材製造技術”，3D 列印則是“增材製造技術”，具有製造成本低、生產週期短等明顯優勢，被譽為“第三次工業革命最具標誌性的生產技術”。3D 列印將多維製造變成簡單的由下而上的二維疊加，從而大大降低了設計與製造的複雜度。同時，3D 列印還可以製造傳統方式無法加工的奇異結構，尤其適合動力設備、航空航天、汽車等高端產品上的關鍵零部件的製造。

3D 鐳射掃描處於成本下降、應用民用化的井噴前夕。銀邦股份：3D 列印龍頭，軍工、3D 列印積極拓展。金運鐳射：卡位精準，思路明晰，意造網改版打造設計師、設備、材料、資料開源共用平臺，提高客戶體驗。

不確定性。市場風險；匯率風險；新建項目達產風險。

公用事業：氣價下調，強烈看好應用端——分散式天然氣，建議關注派思股份

①天然氣非居民氣價每立方米下調 7 毛，我們認為最高彈性不是賣氣的，而是用氣的，強烈建議關注分散式天然氣，一個資本市場從沒關注但處於爆發前夜的行業。分散式天然氣在歐美成熟且應用廣泛，國內過往受並網難與氣價高原因基數很低。目前並網問題已解決，終端氣價若順價每立方米

下調 7 毛，可以使典型項目回收期從 14 年降至 5 年，經濟性大幅提高，若推廣開即是幾千億市場，爆發指日可待！

建議關注分散式天然氣行業稀缺標的，派思股份（集團海外並購稀缺性技術燃氣輪機，國內首家掌握分散式天然氣最核心技術）。

分散式天然氣其他沾邊標的：關注金鴻能源和迪森股份。

②價改利好其次為天然氣中游管輸和下游分銷商，講價差不變數起色的故事；關注如大通燃氣、國新能源、陝天然氣、南京中北、深圳燃氣等。

風險提示：系統性風險。

建材：關注水泥潛在板塊輪動機會

水泥四季度旺季量價表現低於預期，展望明年供給過剩格局難以改善，產能去化任重道遠。但年初以來板塊漲幅墊底，機構持倉亦處於低位，券商地產大漲後或存在板塊輪動機會，建議關注金隅股份、寧夏建材、亞泰集團、天山股份、祁連山、冀東水泥等。

風險提示：系統性風險。

房地產：地產藍籌——為什麼漲？能不能追？買什麼？

（1）為什麼漲？①政策放鬆預期再起：包括降首付比例、提高公積金貸款額度和稅費等。考慮最高層已表態加速地產降庫存，市場預期並非空穴來風。②排名博弈配股需求：考慮非銀、有色、銀行等前期已輪動，大週期剩餘板塊中地產藍籌估值低、現金流好、政策利多明顯，屬於較優配股選擇。

（2）能不能追？地產藍籌復蘇三大條件：1）政策力度持續超預期；2）外部因素帶來藍籌輪動（如投資恢復帶來經濟觸底，人民幣加入 SDR 等）；3）銷售增速持續超預期。

（3）買什麼？大藍籌組合——保利地產、萬科 A、華夏幸福、世聯行、首開股份等；定增組合：榮盛發展、華髮股份，關注順發恒業；成長組合：濱江集團、萊茵體育，關注嘉寶集團。

風險提示：漲價風險。

航空航太與國防：繼續關注航空發動機板塊的投資繼續

航空發動機飛發分立體系改革持續發酵。10月中旬航空發動機板塊三家公司（中航動力、中航動控、成發科技）公告進行股權劃轉，我國航空工業飛、發分開體系改革正式啟動。世界主要航空大國如美國、歐洲、俄羅斯均採取飛、發分開體系，即航空發動機獨立於飛機的發展方案。我國航空發動機產業改革啟動至今已一月有餘，預期將持續推進，後續成立新的國家發動機公司的預期將繼續發酵，成為板塊的重要催化劑。

航空發動機專項正式出臺時點逐漸臨近。航空發動機是一國工業基礎、科技水準、經濟國防實力重要標誌，我國落後現狀亟待改進，未來發展空間巨大。發達國家無不斥鉅資投入航空發動機產業。我們認為兩機專項遲遲未落地的原因在於承接主體不夠明確，飛發分立體系確立後，推測兩機專項將正式推出，投資規模有望超預期達 2000 甚至 3000 億元，將強力推動產業大發展。

重點推薦：成發科技、中航動力、中航動控、中航重機。尤其看好市值最小的成發科技的股價彈性。

風險提示。改革的不確定性。軍品訂單大幅波動。系統性風險。

石油天然氣：非居民用氣價格下調，天然氣市場化是方向

國家發改委決定降低非居民用天然氣門站價格，並進一步推進價格市場化改革。自 2015 年 11 月 20 日起，非居民用氣最高門站價格每千立方米降低 700 元。將非居民用氣由最高門站價格管理改為基準門站價格管理。降低後的最高門站價格水準作為基準門站價格，供需雙方可以基準門站價格為基礎，在上浮 20%、下浮不限的範圍內協商確定具體門站價格。

氣價下調有助於拉動天然氣消費。我們認為在天然氣門站價格下調後，終端用氣價格（如工業用氣、車用氣等）也有望下調，從而帶動天然氣消費量的增加。本次天然氣價格下調有利於降低下游企業的生產成本，利好下游用氣企業。

未來天然氣公開交易，關注上游放開及管網改革。

上游放開：隨著天然氣價格的市場化改革，未來上游油氣開採行業也將逐步放開，從而引入更多的供應主體，可關注兩類公司：從事海外油氣資產收購的公司，以及油服類公司。此外與 LNG 進口相關的公司也可關注。

管網改革：過去幾年，我國的天然氣管網設施已經就引入民營及社會資本進行了嘗試。油氣行業整體改革方案有望在年內出臺，隨著行業改革的逐步推進，天然氣管道資產有可能獨立運作，從而推動天然氣行業及價格向市場化的方向發展。可關注相關管道類公司。

投資建議：天然氣價格市場化改革是方向，氣價下調有望帶動用氣量提升及下游企業發展，建議關注以下幾類公司：下游天然氣運營企業（勝利股份、長百集團）；天然氣設備企業（富瑞特裝、厚普股份）；油氣上游開採企業（廣匯能源、洲際油氣、新潮實業）及油服公司（通源石油）；LNG進口相關企業（廣匯能源、新奧股份、廣州發展）；天然氣管道公司（中國石油、陝天然氣、金鴻能源、國新能源）。

風險提示：原油等替代能源價格波動，天然氣產業相關政策。

北京銀行（601169）：非公終止無礙投資價值

①復牌公告非公終止。

因主要股東及意向投資者未能在預期時間方案條款達成一致終止非公開發行。

②方案終止無礙公司業務發展。

中期公司核心一級資本充足率 8.6%，一級資本充足率 8.6%，資本充足率 11.51%，按中報測算，優先股獲批 150 億，提升一級資本充足率 1.25 個百分點，資本雖行業偏後，足以有效支撐業務發展，且隨著高級法的實施，公司資產品質優勢大概率會降低資本需求。

③我們看好公司的投資價值。

投資價值源於其行業最優的資產品質和積極的創新業務及優秀的管理層，而非規模的高增。

④建議關注。

公司停牌至今銀行板塊整體漲幅 9%，南京銀行上行 25%，寧波銀行上行 33%，板塊平均估值 15pb1.1x，南京銀行 1.33x，寧波銀行 1.48x，而公司僅 0.99x，建議關注。

風險提示：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。