

2015 年 11 月 24 日

## 宏觀經濟

### 利率走廊，通向何方？

1. 調控貨幣利率的自動穩定器。“利率走廊”中的“走廊”是一個利率操作區間，其上限為央行對商行的貸款便利利率，當流動性不足時，商行可以此利率向央行申請抵押貸款；其下限是超額存款準備金利率，商行可將清算餘額或超額儲備以此利率存在央行，貨幣市場利率從而控制在“走廊”以內。
2. 利率走廊成形，13 年錢荒難再現。利率市場化完成後，正逆回購招標利率將成為基準利率，加上 SLF、SLO、MLF 和 PSL 利率，構成了從短期到長期的利率走廊。13 年曾出現錢荒，同年 12 月央行推出常備借貸便利 SLF，探索 SLF 發揮貨幣市場利率走廊上限的功能。15 年 11 月，央行宣佈下調隔夜、7 天 SLF 利率至 2.75%、3.25%，順應低利率環境，為利率走廊封頂。
3. 利率走廊的國際經驗借鑒。自上世紀 90 年代起，加拿大、歐元區等國家和經濟體率先採用“利率走廊”調控模式以來，在實踐中逐步形成了對稱“利率走廊”和非對稱“利率走廊”（如歐洲央行）兩種不同的操作模式。同時，還有一些央行的“利率走廊”調控，如美聯儲的準備金利率與聯邦基金利率倒掛的“畸形”利率下限模式，在傳導方式、基準和目標利率、走廊區間設定等方面提供了更多選項。
4. 打造利率走廊，還需要做什麼？完善利率走廊下限設定，疏通政策利率傳導，推進價格型貨幣政策的配套改革。

## 大市導航

### 紡織與服裝：棉價上漲預期下的紡織子行業、轉型升級帶來的個股行情

推薦華孚色紡、奧康國際、美盛文化等個股。（1）棉紡織龍頭企業因國內外棉價差的縮小，2015 年將受益於行業恢復性增長。短期內這一投資邏輯將被強化：10 月份新棉進入採摘期，供給端持續收縮、儲備棉較高的收儲價格有望對棉價波動起到一定支撐作用，棉價上漲的概率將隨著時間的推移而提高，從而將有望提升棉紡織龍頭企業的毛利率水準。越南與美國簽署 TPP 協議，原產地原則下，主要製造工序紡紗、編織和印染在成員國內進行，可享受出口關稅減免，在越南有

產能的百隆東方、華孚色紡、魯泰 A 將受益，訂單量有望進一步提升。(2) 興業科技隨著高價原料消耗，16 年業績增速預計將大幅反轉。奧康國際代理 SKECHERS，進入體育、運動板塊，未來重點佈局店內的多品牌、多品類，伴隨外延、內生的同步增長，基本面持續向好。美盛文化通過打造動漫產業鏈，以投資基金打造園區孵化模式，未來將通過廣告、泛娛樂平臺等開放形式變現。

不確定性因素：轉型結果不達預期。

## 石油化工：中石油或出售天然氣管道資產，天然氣行業改革加快

中國石油或出售管道及煉油資產。據華爾街見聞消息，中國石油及中石油集團公司計畫於年底前出售管道及煉油等資產，從而提振今年利潤。中國石油正準備方案將旗下天然氣管道業務整合再獨立上市，並大幅降低相關持股，讓其他企業進入天然氣管道領域。近期天然氣價格下調可能會加快中國石油的計畫進程。

天然氣行業市場化改革加快。目前我國的天然氣市場屬於一體化經營的壟斷性市場，上中下游市場被三桶油所壟斷，其中中國石油擁有天然氣管道長度占全國的 70%。在一體化經營模式下，終端使用者只能成為價格的被動接受者，同時壟斷者容易產生上下游交叉補貼的現象。因此，打破行業壟斷、引入競爭機制是市場化改革的必經之路。從西方國家天然氣行業市場化進程來看，管道分離是改革的關鍵。隨著中石油管道資產剝離，未來我國的天然氣管網有望獨立運營，從而帶動天然氣行業市場化改革進程的加快。

投資建議。隨著天然氣價格下調以及未來中石油管道資產剝離，天然氣定價將更加市場化，同時油氣上游放開及管網改革政策有望配套推進。建議關注以下幾類標的：(1) 下游天然氣運營企業（勝利股份、長百集團）；(2) 天然氣設備企業（富瑞特裝、厚普股份）；(3) 上游開採企業及油服公司（廣匯能源、洲際油氣、新潮實業、通源石油等）；(4) 進口 LNG 相關公司（廣匯能源、新奧股份、廣州發展）；(5) 管道公司（中國石油、陝天然氣、金鴻能源、國新能源）。

風險提示：改革進度低於預期，天然氣下游需求增速低於預期，政策風險等。

## 航空航太與國防：軍改預期持續發酵，關注遠程力量建設及航太系公司

軍隊改革正式推出時點臨近。近期新華社、解放軍報、國防部網站等官方媒體及軍委領導連續發表關於軍隊改革文章，具體內容涉及部隊軍政、軍令分立，軍兵種編制體制調整，建設海洋強國、航太強國、網路強國等內容，預期軍隊改革推出時點臨近。

軍改對軍隊建設與軍工產業利好深遠。軍隊層面，軍隊改革將優化軍隊結構，建立更為合理體制，提升戰鬥力，有利於打贏現代資訊化戰爭。軍工產業層面，軍隊結構中海、空、航太、資訊化等重要性提升將對相應的軍工細分行業帶來長遠深刻利好。

重點推薦遠程投送力量相關標的如成發科技、中直股份，航太系板塊如航太晨光、航太發展、航太電子；關注中國衛星、航太動力。

風險提示：改革的不確定性，系統性風險。

### 食品：盈利不喜不悲，價值股更有價值。

盈利不喜不悲，價值股更有價值。最新資料顯示 24 個食品飲料子行業中收入增速加速的有 5 個，持平 11 個，減速 8 個；利潤加速的 8 個，持平 6 個，減速 10 個。收入絕對增速全部集中於-10%至 20%之間，負增長的僅有 3 個，利潤增速在 0 至 20%之間有 17 個，大於 20%的有 5 個，負增長的僅有 2 個。在宏觀經濟增速持續放緩的大環境下，行業盈利仍將保持低速增長，不存在大幅波動風險。各子行業內部分化加劇，強者恒強，弱者轉型。對低風險偏好的投資者建議加大優質龍頭股配額，繼續推薦洋河股份、貴州茅臺、雙匯發展、伊利股份、五糧液。

不確定性因素：系統性風險。

### 黃河旋風（600172）：工業 4.0 拓展正當時

11 月 23 日，公司公告黃河旋風全資子公司明匠智慧獲得 2015 上海市高端裝備首台突破和示範應用專項資金 200 萬元，據上海市資訊化委公告，同期獲得該專項資金的企業共 20 家。我們認為明匠智慧在工業 4.0 領域的拓展已經獲得了市場請務必閱讀正文之後的資訊披露和法律聲明和官方的雙重認可。

明匠智慧—“最接地氣”的中國工業 4.0 企業。公司自主研發的資訊採集板卡較好的解決了國內低端（電氣化）生產設備與先進工業 4.0 技術之間的資訊對接問題；公司自主研發的 MES 系統可以確實準確地實現設備的監控和控制。相比於國內其他工業 4.0 智慧解決方案提供商，明匠智慧在智慧資訊板卡和 MES 系統的研發和推廣領域目前大約具備 1-2 的年先發優勢。黃河旋風公司公告顯示明匠智慧 15 年預計訂單超過 4 億元，且 16 年訂單預測較為樂觀。

通過合資鎖定目標市場，明匠智慧拓展工業 4.0 業務啟動新模式。11 月 18 日，公司公告明匠智慧與索菲亞共同投資成立一家合資公司。這標誌著明匠智慧已經開始嘗試通過與目標客戶合資鎖定特定市場。通過與家居行業國內巨頭索菲亞的合資，有利於幫助明匠智慧確立在相關領域的壁壘優勢，有望快速並長期佔領部分領域的智慧工廠改造及新建業務。索菲亞業務的 BtoC 特徵明顯，是各行

業中最有需求改造成為工業 4.0 運作模式的行業，對明匠智慧 BtoC 行業業務拓展能力具有宣示意義。

2015 年智慧工廠元年，家電集團們正在上各類主要基地智慧工廠的首台套。以美的為例，美的中國 6 個生產基地，僅空調就要在自動化方面投入 50 億元。美的還有其他家用電器，絕大部分招標都是首標。中國家電數家巨頭，十幾類產品，細分品種更多，市場空間以千億計。明匠智慧與美的、海爾、格力的合作正在逐步推進，合資公司模式有望在家電行業的拓展中獲得更多機會的應用。

盈利預測與投資建議。我們預計公司 15-17 年 EPS 分別為 0.39、0.61、0.71 元，給予公司總市值 200-225 億元，買入評級。

不確定性因素：自動化行業拓展不達預期。

## 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。