

宏觀經濟

宏觀：經濟增速新低，改革供給破局——4季度經濟及12月工業、投資、消費資料點評

經濟增長：經濟再創新低，通縮風險未消。4季度GDP同比增速6.8%，創09年1季度以來新低，15年GDP增速6.9%，創90年以來新低，勉強完成“7%左右”年度增速目標。4季度GDP平減指數同比跌幅擴大至-0.79%，反映通縮風險依然未消。從生產看，4季度第二產業對GDP累計同比的拉動為2.6%，而第三產業為4.0%，15年兩者差距保持在1.5個百分點左右。4季度第二產業增速微幅回升至6.1%，但依然偏低，第三產業增速回落至8.2%，年中以來股市成交萎縮的影響正在顯現。從支出看，15年消費對GDP增長的貢獻率高達66.4%，4季度三家馬車中，出口降幅收窄，投資依然低迷，消費領跑，並成為主要支撐。

固定資產投資：投資整體低迷，基建地產拖累。15年固定資產投資增速再下臺階至10.0%，4季度增速低位反彈至9.3%，單月增速在10、11兩月持續回升之後，於12月回落至8.2%。4季度三大類投資中，製造業投資小幅回升，基建投資繼續下滑，房地產投資跌幅擴大。受地產銷量增速下滑、庫存持續偏高影響，地產新開工和拿地依然低迷。展望未來，傳統行業產能過剩和盈利持續下滑令製造業投資增速難有起色，人口紅利時代結束和庫存偏高令地產投資持續下滑，基建投資成為唯一抓手，但在地方債務規範的背景下，仍需大幅提升財政赤字率，緩解資金約束。

工業增加值：工業低位徘徊，汽車一枝獨秀。15年工業增加值增速6.1%，創99年以來新低。4季度工業增速低位走平為5.9%，其中12月增速回落至5.9%，印證發電量增速下滑並轉負。4季度主要工業品日均產量增速漲跌互現，其中汽車產量增速大幅回升並轉正，成為主要拉動。展望未來，傳統行業產能過剩仍待化解，而新一屆政府不搞強刺激，這意味著在產能出清之前工業增速仍將下滑。

消費：消費整體平穩，仍是中流砥柱。12月社消名義增速11.1%，限額以上增速8.6%，均較11月小幅回落，仍是經濟中流砥柱。其中鄉村增速繼續快於城鎮，餐飲增速繼續快於商品零售，網上零售繼續高增。4季度，此前持續領跑的通訊器材類零售因高基數效應增速大幅下滑，而汽車類零售則因稅收優惠政策持續高增，前期地產銷量回暖也帶動家電、傢俱、建材零售回暖。

經濟展望：經濟仍在尋底，供給改革破局。展望未來，15年2、3季度服務業持續高增長的景象或難重現，而工業投資仍將繼續下滑、拖累經濟，這意味著經濟下行壓力仍大、仍在尋底。經濟持續走弱緣於工業化步入後期，亟需轉型升級、革故鼎新。15年底中央經濟工作會議提出五大任務，其中積極穩妥化解產能過剩首當其衝，並提出兼併收購、破產再就業等政策措施，彰顯決心。16

年應降低對寬鬆貨幣政策的預期，通過供給側結構性改革推動傳統行業技術升級，在去產能、僵屍企業淘汰的過程中，逐漸激發新的增長活力。

香港聯匯保衛戰——號角再吹響？

19年前喬治·索羅斯說：“機會來了”，以“量子基金”為代表的國際投機資本買賣東南亞各國貨幣，並將泰銖列為首個攻擊對象，97年7月2日泰國被迫宣佈放棄固定匯率制，當天泰銖兌美元匯率下跌17%，席捲東南亞的金融風暴正式爆發。隨即這場沒有硝煙的戰爭暗潮搶灘香港島，香港開始了近一年的港幣保衛戰，最終成功守住了聯繫匯率制度。近期港幣暴跌，香港聯繫匯率制度承壓，當年銷煙早已淡去，如今號角是否再次吹響？

搶灘香港：國際炒家靶場。亞洲金融危機爆發的97年，香港實際GDP增速為5.1%，財政盈餘占GDP的6.3%，香港的聯繫匯率制度自83年實施以來運行穩定，將港幣與美元掛鉤，匯率固定在7.8：1，利於香港小型開放經濟體的金融穩定。

香港當時外儲超過1000億美元，位居全球第三。

國際炒家將香港選作了靶場，原因有三：香港存在明顯的房地產和股票市場泡沫；聯繫匯率存在缺陷，外儲雖高但畢竟有限，港幣存款沒有美元保證；而此前東南亞國家實行固定匯率的經濟體接連受到攻擊敗下陣來，其他亞洲貨幣大多已經貶值，外部形勢惡化，香港情形急轉直下。國際炒家賣出股票現貨和股指期貨，同時賣出大量遠期港幣，押注港幣貶值和港股下跌。

鏖戰香港：港府絕地反擊。1998年8月14日，在中央政府支持下，特區政府攜巨額外匯基金進入股票市場和期貨市場，發起了絕地反擊。8月28日，港府與國際炒家的較量迎來決戰，恒生指數最終站穩。

重建香港：保衛勝利果實。98年9月港府出臺了完善聯繫匯率制度的7項技術性措施和維護證券市場穩定的30點措施，使炒家的投機大受限制，進一步鞏固了戰果。國際炒家的虧損進一步加劇，最終不得不從香港敗退而去。

美國重啟加息週期，亞洲貨幣競相貶值。15年，“亞洲四小龍”經濟體中，新臺幣貶逾4%，韓元、新加坡元貶值超6%，“亞洲四小虎”貨幣貶值更為顯著，馬來西亞林吉特貶超18%，唯港幣全年保持穩定，聯匯制再度承壓。

經濟疲軟貿易走弱，貶值壓力捲土重來。12年以來，香港經濟增速在2%-3%之間徘徊，同時中國大陸經濟放緩，香港前景亦受到波及。而固定匯率令香港實際有效匯率被動升值，外貿競爭力受損。15年前10個月香港貿易逆差達469億美元，外貿走弱對經常項下國際收支產生壓力，港幣貶值壓力增強。

股價房價同時下跌，資金外流匯率波動。美國加息後，香港與美國之間的負利差由 30bp 擴大至 60bp，資產整體收益率下降；15 年港股遭遇 08 年以來最大幅度震盪，12 月下旬至今暴跌逾 10%，引發市場恐慌；4Q14-3Q15 香港證券市場連續 4 季度資金淨流出，合計規模超 400 億美元，創 08 年以來紀錄。而 4 季度房價高位急跌，11 月單月環比跌幅達 3%，令香港資本流出雪上加霜。

外儲規模龐大，短期仍可支撐。經濟金融層面不利因素疊加，導致近日港幣貶值壓力迅速累計，港幣兌美元匯率貶至接近 7.80 的 5 年新低。但與 97-98 年不同，當前香港外儲接近 3500 億美元，外儲與 GDP 之比達到 114%，同時 15 年 11 月外儲同比大幅增長 9.9%。短期內，即使國際收支急速逆轉為總體流出，充裕的外儲仍可對聯匯制形成支持。而一旦上述經濟、金融不利因素持續惡化，大陸方面可能需進行相應的支持和干預。

大市導航

通訊服務：部分子行業及個股具配股吸引力，重點聚焦國防資訊化及雲計算

通信行業給予“增持”投資評級；但年初以來的系統性急跌，部分子行業及個股已具擇優配股吸引力，重點可聚焦國防資訊化及雲計算方向。國防資訊化繼續首推信威集團，其次長期推薦海蘭信、關注華訊方舟（定增如過會，預期成為重要催化劑）；雲計算&IDC 推薦紫光股份、關注高升控股（收購螢悅網路、互補性高，大幅提升 CDN&IDC 潛在競爭力）、科華恒盛（定增已過會，待詢價）、網宿科技；大資料方向個股，億陽信通再次定增價大幅倒掛、定增上會臨近，其次關注天源迪科（近期超跌，轉型大資料&SaaS）、東方國信；流量經營關注榮信股份、高鴻股份；光通信受益寬頻投資高景氣持續，積極關注烽火通信（收購烽火星空、投資發力核心晶片的突破，有利長期估值及成長空間提升）、光迅科技。

主要風險因素：相關板塊估值波動。

煤炭：兗礦集團打響供給側改革的真正第一槍

兗礦集團 1 月 19 日晚打響了供給側改革的真正第一槍。

我們認為：這不是兗礦第一次減員，但力度卻是最大的一次，持續時間也最長，歷史上看減員和增效在兗礦而言是有相關性的。供給側改革第一個突破口，看好兗州煤業，我們應該對未來供給側改革的速度有更多的信心。

我們認為可以考慮從難易程度看，優選一些“負擔輕，容易轉崗和省裡的支持力度大”的公司，從這個角度看，我們建議關注幾個可能速度較快的標的：兗州煤業，昊華能源，盤江股份，冀中能源。

我們建議關注的有核心競爭力的公司：盤江股份、西山煤電、山煤國際、潞安環能、陽泉煤業、冀中能源、華西能源、海德股份。

風險提示：供給側改革慢於預期。

黃山旅遊（600054）：領導班子調整，改革和銳意進取精神進一步強化

公司公告：公司總裁葉正軍先生升任為董事長，聘任章德輝先生為公司總裁。

章德輝先生 1968 年出生，歷任黃山市財政局辦公室主任、外事財務科（金融科）科長，黃山市旅遊局副局長，黃山市旅遊委員會副主任，黃山市黟縣縣委常委、副縣長，黃山市市政府副秘書長，黃山市徽文化產業投資有限公司總經理。

點評：

葉正軍先生銳意進取，近兩年在內部積極推進改革，並提拔和重用一批年輕的團隊，公司進取的面貌已逐漸顯現，而內部的成本控制也非常到位。葉正軍先生升任為董事長，公司改革和銳意進取的勢頭將進一步推進。

章德輝先生年富力強，且經歷豐富，不僅在文化旅遊領域經驗豐富，在金融方面也是行家，這對於公司而言非常重要。尤其是在金融領域的經驗，是以往公司所欠缺的。

公司 2015 年底與祥源集團正式戰略合作，開啟了外延拓展的新階段；我們認為領導班子到位後，公司在外延拓展方面，有可能會提速。

由於京福高鐵 2015 年 6 月底通車，皖贛複綫預計 2016 年通車；在高鐵的帶動下，公司 2016-17 年遊客增長確定。由於公司經營成本相對剛性，業績彈性大。我們預計 2015-17 年淨利潤 3.1、4.6、5.3 億元，對應 EPS0.62、0.92、1.07 元。

給予“買入”評級，目標價 27.5 元（2016PE 30 倍）。

風險提示：突發事件、經濟大幅波動影響旅遊需求、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。