



每周經濟視點

2016年10月31日

研究部聯席主管

陳宋恩

電話: 852-21478805

電郵: philipchan@abci.com.hk

分析員

潘泓興

電話: 852-21478829

電郵: paulpan@abci.com.hk

以往報告

中國四季度經濟仍面臨不確定性

2016年10月24日

<http://sec.abci.com.hk/medias/TC%20ABCI%20Economics%20Weekly%20-%20China%E2%80%99s%20economy%20still%20faces%20uncertainty%20in%204Q16.pdf?1477905798.6759>

中國房地產市場進入新一輪下行周期

2016年10月13日

<http://sec.abci.com.hk/medias/TC%20ABCI%20Economics%20Weekly%20-%20China%E2%80%99s%20resident%20property%20market%E2%80%99s%20new%20down-cycle%20ensues.pdf>

2017年美國利率展望

2016年9月29日

<http://sec.abci.com.hk/medias/-%202017%E5%B9%B4%E7%BE%8E%E5%9C%8B%E5%88%A9%E7%8E%87%E5%B1%95%E6%9C%9B.pdf>

持續增長的醫療開支成爲新常態

2016年9月26日

<http://sec.abci.com.hk/medias/-%20%E6%8C%81%E7%BA%8C%E5%A2%9E%E9%95%B7%E7%9A%84%E9%86%AB%E7%99%82%E9%96%8B%E6%94%AF%E6%88%90%E7%88%B2%E6%96%B0%E5%B8%B8%E6%85%B.pdf>

宏觀政策利好中國醫藥行業

2016年9月14日

<http://sec.abci.com.hk/medias/-%20%E5%AE%8F%E8%A7%80%E6%94%BF%E7%AD%96%E5%88%A9%E5%A5%BD%E4%B8%AD%E5%9C%8B%E9%86%AB%E8%97%A5%E8%A1%8C%E6%A5%AD.pdf>

供給側改革已見成效

- 供給側改革已經成功地降低了煤炭、鋼鐵和水泥的供應量，導致能源和原材料的價格和相關行業企業的盈利在最近有所上升
- 恒生綜合指數中的能源業指數和原材料指數表現都優于恒生綜合指數
- 中國通縮壓力的減少將會縮小近期降息的政策空間
- 製造業的盈利復蘇將會加強該類企業的償債能力以及提高銀行系統中貸款的質量

恒生綜合指數中的能源業指數和原材料指數表現都優于恒生綜合指數。截至10月26日，恒生綜合指數年初至今累計上漲3.8%；而恒生綜合能源指數和恒生綜合原材料指數則累計上漲18%和16%。恒生綜合能源指數的上漲主要是受到煤炭股價格回升的推動。而黑色金屬和有色金屬業的股價上漲則是恒生綜合原材料指數表現優異的主要原因。我們相信，供給側改革使能源和原材料價格上漲，相關的企業將是受惠者。

煤炭產出的急速下降導致煤炭價格上漲，提高煤炭開采企業利潤。根據國家統計局的數據，今年首9個月的全國規模以上工業原煤產量同比下降10.5%。9月，原煤產量同比下降12.3%到2.8億噸。同時，環渤海動力煤價格指數持續上漲，發熱量5500大卡/千克動力煤和發熱量5000大卡/千克動力煤的價格在年初至今分別累漲55.4%和55.2%，達到575元/噸和520元/噸。可見原煤產出下降10%帶來了50%的價格上漲。煤炭業的供給側改革導致煤炭供給的下降，但是需求却沒有明顯的增加——火電、水泥和鋼鐵產業對煤炭的需求只有輕微的增長。1-9月，火電、水泥和鋼鐵產業的產出僅同比增長0.8%、2.6%、0.4%。因此，煤炭企業在擴大產出方面將會較為謹慎。1-9月，煤炭產業的固定資產投資同比下降26%。根據國家統計局的數據，1-9月，規模以上煤炭開采企業的收入同比下降8.2%，而利潤則同比上升65.1%。就三季度而言，煤炭開采企業的利潤環比增長181%，同比增長192%。供應收緊和競爭有限使市場環境對煤炭開采企業變得更加有利。

水泥行業的供給略低于需求。根據國家統計局的數據，1-9月，水泥的產量累計同比上升2.6%；同期，全國房屋施工面積同比增長3.2%。水泥的需求增長略快于供給，導致了水泥價格的上漲。根據國家統計局的統計，水泥（325袋裝）和水泥（425袋裝）價格在1-9月分別累計上漲21.7%和19.9%。在10月份，水泥價格比9月下旬進一步上漲4.7%-5.7%，反映第三季度的價格上漲趨勢很有可能會在四季度持續。1-9月，水泥生產企業的收入和利潤分別增長4.5%和9.3%。僅在今年三季度，水泥企業的利潤環比上漲3.1%，同比上漲17.4%。因此，水泥產業是供給側改革的受益者之一。



下游需求增長推動鋼鐵價格上升。1-9 月，汽車產量同比增長 12.3%，而鋼材產量僅同比增長 2.3%。在 9 月，汽車產量同比增長 31.5%，而鋼材產量僅同比增長 4.3%。1-9 月，全國房屋施工面積同比增長 3.2%；粗鋼產量則同比增長 0.4%。可見鋼鐵的需求增長超過了供給。根據統計局的數據，普通中板和熱軋普通薄板價格在 1-9 月分別累計上漲 39%和 43.2%。在 10 月份，鋼板價格比 9 月下旬進一步上漲 3.9-4.9%。供給側改革已經成功地減少了鋼鐵的供應量，并使鋼鐵行業的盈利能力上升。根據統計局的數據，1-9 月，鋼鐵產業的收入同比下降 4.1%，但是行業的利潤則同比飆升 272.4%。

雖然製造業的盈利能力在改善，但是製造企業在固定資產投資方面仍較為謹慎。根據統計局的數據，製造業的利潤增速從 2016 年上半年的 12.1%上升到 2016 年頭三季度的 13.5%。同時，製造業行業的收入增速從 2016 年上半年的 4.2%上升到 2016 年頭三季度的 4.6%。就三季度而言，製造業的收入和利潤分別同比上升 4.9%和 16.4%。相對較快的利潤增速暗示製造企業的平均利潤率正在改善。雖然收入和利潤的增速都在加快，但是製造企業在擴大產能方面仍保持謹慎的態度。製造業的固定資產投資在今年頭三季度僅同比增長 3.1%。私營部門在製造業方面的投資在同期僅同比增長 2.5%。然而，我們認為製造業盈利能力的改善將會提高行業內企業的償債能力，並提高銀行系統中貸款的質量。

四季度通縮壓力的下降將會降低人民銀行在 2017 年初降息的政策空間。PPI 在 9 月同比上升 0.1%，自 2012 年 1 月以來出現的首次同比增長。我們認為，煤炭和原材料價格在過去幾周表現，將會帶動 PPI 在 10 月繼續上升。通縮壓力因此也會下降。在 2016 年末和 2017 年初，成本推動的通脹壓力將會增加。



圖表 1: 恒生綜合指數和行業指數表現

截至 2016 年 10 月 26 日	指數水平	年初至今表現
恒生綜合指數	3,136.08	3.79%
分項指數		
恒生綜合行業指數-資訊科技業	8,021.18	28.36%
恒生綜合行業指數-能源業	8,012.22	17.98%
恒生綜合行業指數-原材料業	5,121.95	15.90%
恒生綜合行業指數-地產建築業	3,125.51	8.01%
恒生綜合行業指數-服務業	3,193.09	6.00%
恒生綜合行業指數-電訊業	1,838.21	1.79%
恒生綜合行業指數-公用事業	6,924.35	0.30%
恒生綜合行業指數-金融業	3,284.71	-1.59%
恒生綜合行業指數-消費品製造業	4,115.47	-1.64%
恒生綜合行業指數-工業製造品業	1,140.10	-4.17%
恒生綜合行業指數-綜合企業	2,587.76	-9.00%

來源：彭博、農銀國際證券

圖表 2: 規模以上工業企業主要財務指標 (2016 年首 9 個月)

行業/時間區間	2016 年 1-9 月 主營業務收入 (人民幣億元)	增長 (同比%)	2016 年 1-9 月 利潤總額 (人民幣億元)	增長 (同比%)
總計	818,560.8	3.7	46,380.6	8.4
其中：采礦業	34,690.1	(8.5)	761.4	(62.1)
製造業	738,333.3	4.6	41,743.8	13.5
電力、熱力、燃氣及水生產和供應業	45,537.4	0.2	3,875.4	(3.6)
采礦業：				
其中：煤炭開采和洗選業	15,950.7	(8.2)	351.8	65.1
製造業：				
黑色金屬冶煉和壓延加工業	45,545.5	(4.1)	1,166.4	272.4
石油加工、煉焦和核燃料加工業	24,394.4	(4.9)	1,206.1	263.8
非金屬礦物製品業	43,933.7	4.5	2,668.9	9.3

來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 3: 規模以上工業企業主要財務指標 (2016 年第三季度)

行業/時間區間	2016 年 7-9 月 主營業務收入 (人民幣億元)	增長 (同比%)	2016 年 7-9 月 利潤總額 (人民幣億元)	增長 (同比%)
總計	290,148.5	4.0	16,382.4	12.3
其中：采礦業	12,451.5	(6.6)	540.6	(21.2)
製造業	261,614.7	4.9	14,543.4	16.4
電力、熱力、燃氣及水生產和供應業	16,082.3	0.2	1,298.4	(7.7)
采礦業：				
其中：煤炭開采和洗選業	5,728.6	(3.2)	253.9	192.5
製造業：				
黑色金屬冶煉和壓延加工業	15,747.4	(0.0)	476.1	注 1
石油加工、煉焦和核燃料加工業	8,448.0	(0.5)	368.1	665.3
非金屬礦物製品業	16,178.6	4.1	1,009.4	17.4

注 1：2015 年第三季錄得虧損 63.4 億元人民幣

來源：國家統計局、農銀國際證券

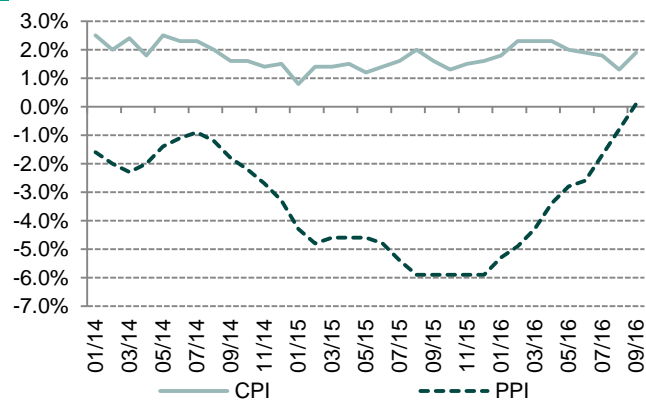


圖表 4: 流通領域重要生產資料市場價格變動情況

產品 / 時間區間	16年10月中 相對於 16年9月末	16年9月末 相對於 16年6月末	16年9月末 相對於 15年12月末	16年10月中 相對於 15年12月末
一、黑色金屬				
螺紋鋼 (Φ16-25mm,HRB400)	4.86%	10.06%	31.84%	38.25%
錢材 (Φ6.5mm,HPB300)	3.94%	8.45%	33.43%	38.69%
普通中板 (20mm,Q235)	3.36%	9.56%	39.00%	43.67%
熱軋普通薄板 (3mm,Q235)	3.12%	10.51%	43.20%	47.66%
無縫鋼管 (219*6)	5.60%	15.39%	25.88%	32.93%
角鋼	1.47%	8.94%	26.92%	28.79%
二、有色金屬				
電解銅	-0.08%	3.15%	4.11%	4.03%
鋁錠	2.40%	3.11%	20.23%	23.11%
鉛錠	6.45%	14.71%	11.04%	18.20%
鋅錠	0.48%	14.14%	39.37%	40.04%
三、化工產品				
硫酸 (98%)	10.77%	-8.45%	-42.48%	-36.28%
燒鹼 (液碱, 32%)	8.34%	23.23%	38.23%	49.75%
甲醇 (優等品)	15.27%	7.32%	18.67%	36.79%
純苯 (石油苯, 工業級)	2.58%	7.32%	21.40%	24.53%
苯乙烯 (一級品)	-0.96%	3.82%	16.44%	15.32%
聚乙烯 (LLDPE, 7042)	3.49%	3.40%	4.50%	8.15%
聚丙烯 (T30S)	4.26%	6.66%	19.10%	24.17%
聚氯乙稀 (SG5)	2.76%	26.92%	42.36%	46.29%
順丁膠 (BR9000)	27.38%	30.79%	72.16%	119.31%
滌綸長絲 (FDY150D/96F)	3.07%	4.23%	16.96%	20.56%
四、石油天然氣				
液化天然氣 (LNG)	1.80%	3.45%	-14.43%	-12.89%
液化石油氣 (LPG)	10.42%	5.33%	-15.14%	-6.30%
汽油 (97#)	1.43%	0.15%	1.97%	3.43%
汽油 (93#)	2.90%	2.28%	-3.65%	-0.86%
柴油 (0#)	9.69%	3.76%	-4.66%	4.57%
石蠟 (58#半)	0.82%	-3.09%	-6.25%	-5.48%
五、煤炭				
無烟煤 (2 號洗中塊)	4.18%	1.29%	-2.91%	1.15%
普通混煤 (4500 大卡)	5.93%	35.97%	47.30%	56.03%
山西大混 (5000 大卡)	4.41%	37.53%	50.58%	57.21%
山西優混 (5500 大卡)	2.11%	39.70%	51.03%	54.22%
大同混煤 (5800 大卡)	5.92%	35.43%	37.06%	45.18%
焦煤 (1/3 焦煤)	11.73%	33.33%	55.34%	73.55%
焦炭 (二級冶金焦)	12.93%	56.83%	125.06%	154.16%
六、非金屬建材				
複合矽酸鹽水泥 (P.C 32.5R 袋裝)	5.73%	12.39%	21.73%	28.71%
普通矽酸鹽水泥 (P.O 42.5 散裝)	4.77%	12.83%	19.91%	25.63%
浮法平板玻璃 (4.8-5mm)	-2.47%	24.44%	28.04%	24.88%

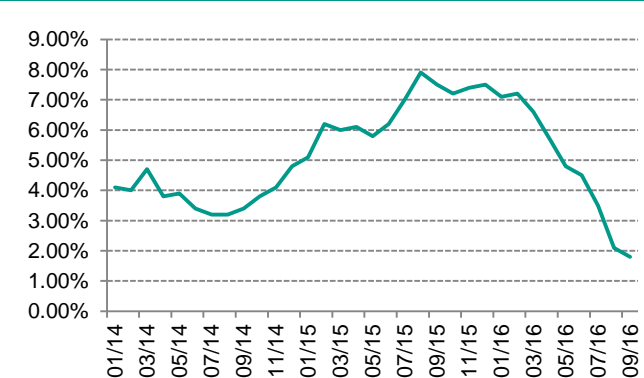
來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 5: 中國 CPI 和 PPI



來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 6: 中國 CPI 減 PPI



來源: 國家統計局、農銀國際證券



中國經濟數據

	2015					2016								
	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
實際國民生產總值 (同比%)	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.7
出口增長 (同比%)	(5.5)	(3.7)	(6.9)	(6.8)	(1.4)	(11.2)	(25.4)	11.5	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)	(2.8)	(10.0)
進口增長 (同比%)	(13.8)	(20.4)	(18.8)	(8.7)	(7.6)	(18.8)	(13.8)	(7.6)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)	1.5	(1.9)
貿易餘額 (美元/十億)	60.2	60.3	61.6	54.1	60.1	63.3	32.6	29.9	45.56	49.98	48.11	52.31	52.05	41.99
零售額 (同比%)	10.8	10.9	11.0	11.2	11.1	10.2		10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6	10.7
工業增加值 (同比%)	6.1	5.7	5.6	6.2	5.9	5.4		6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3	6.1
製造業 PMI (%)	49.7	49.8	49.8	49.6	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4	50.4
非製造業 PMI (%)	53.4	53.4	53.1	53.6	54.4	53.5	52.7	53.8	53.5	53.1	53.7	53.9	53.5	53.7
固定資產投資(累計同比%)	10.9	10.3	10.2	10.2	10.0	10.2		10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1	8.2
消費物價指數 (同比%)	2.0	1.6	1.3	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.3	1.9
生產者物價指數 (同比%)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.3)	(4.9)	(4.3)	(3.4)	(2.8)	(2.6)	(1.7)	(0.8)	0.1
廣義貨幣供應量 (同比%)	13.3	13.1	13.5	13.7	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2	11.4	11.5
新增貸款 (人民幣/十億)	809.6	1,050	513.6	708.9	597.8	2,510	726.6	1,370	555.6	985.5	1,380	463.6	948.7	1,220
總社會融資 (人民幣/十億)	1,082	1,300	476.7	1,020	1,815.1	3,425.3	824.5	2,404.0	751.0	659.9	1,629.3	487.9	1,470.0	1,720

世界經濟/金融數據

股指			大宗商品				債券收益率及主要利率						
收市價	周變化 (%)	市盈率	計價單位/貨幣	價格	周變化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周變化 (基點)					
美國			能源				美國聯邦基金目標利率						
道瓊斯工業平均指數	18,161.19	0.00	17.30	美元/桶	48.67	(0.06)	589,950	0.50	0.00				
標準普爾 500 指數	2,126.41	0.00	19.94	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	49.63	(0.16)	210,484	美國基準借貸利率	3.50	0.00		
納斯達克綜合指數	5,190.10	0.00	30.64	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	3.12	0.45	103,199	美國聯邦儲備銀行貼現窗口借款率	1.00	0.00		
MSCI 美國指數	2,025.89	0.00	20.51	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 ²	美元/公噸	672.00	4.67	N/A	美國 1 年期國債	0.1622	0.50		
歐洲			普通金屬				美國 5 年期國債			1.3197	(0.48)		
富時 100 指數	6,976.04	(0.29)	60.05	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,718.75	0.00	10,938	美國 10 年期國債	1.8397	(0.71)		
德國 DAX30 指數	10,662.32	(0.32)	19.89	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,719.00	0.00	48,779	日本 10 年期國債	(0.048)	(0.60)		
法國 CAC 40 指數	4,526.25	(0.49)	23.02	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	4,835.00	0.00	9,110	中國 10 年期國債	2.7440	3.20		
西班牙 IBEX 35 指數	9,140.20	(0.66)	21.83	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	4,843.00	0.00	46,628	歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00		
意大利 FTSE MIB 指數	17,237.31	(0.50)	49.91	貴金屬				美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	0.5327	(0.13)			
Stoxx 600 指數	339.61	(0.35)	26.07	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,274.10	(0.21)	161,398	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	0.8859	0.42		
MSCI 英國指數	2,034.87	0.00	63.78	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	17.84	0.25	55,675	隔夜上海同業拆借利率	2.2530	(0.10)		
MSCI 法國指數	129.39	0.00	21.32	紐約商品交易所鈀金期貨合約	美元/金衡盎司	982.00	0.06	15,106	1 月期上海同業拆借利率	2.7453	0.26		
MSCI 德國指數	136.21	0.00	20.41	農產品				香港 3 年期銀行同業拆借固定利率	0.6228	(0.59)			
MSCI 意大利指數	49.04	0.00	47.83	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	353.75	(0.35)	154,295	公司債券 (穆迪)	Aaa	3.59	14.00	
亞洲			11 號糖期貨合約				美元/蒲式耳	22.01	(0.68)	45,958	Baa	4.44	10.00
日經 225 指數	17,425.02	(0.12)	22.04	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	1,013.00	0.10	146,652	附注:				
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,317.73	0.64	23.82	1. 數據來源: 彭博·中國國家統計局, 農銀國際證券 (數據更新于報告發布日期)									
恒生指數	22,934.54	(0.09)	12.43	2. 為發熱量 5500 大卡/千克動力煤的價格									
恒生中國企業指數	9,559.39	0.46	8.18										
滬深 300 指數	3,336.28	(0.12)	14.93										
上證綜合指數	3,100.49	(0.12)	17.59										
深證綜合指數	10,704.30	(0.06)	30.71										
MSCI 中國指數	62.13	0.00	13.86										
MSCI 香港指數	13,077.52	0.00	15.06										
MSCI 中國指數	835.71	0.00	17.85										

外匯

	歐元/美元	英鎊/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民幣	美元/港幣	美元/人民幣-12 個月無本金交割遠期
匯率	1.0953	1.2184	0.7607	104.93	0.9888	6.7720	7.7550	6.9548
周變化 (%)	(0.29)	(0.01)	0.11	(0.18)	(0.07)	0.10	0.00	0.03



權益披露

分析員，陳宋恩以及潘泓興，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員并無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士并没有持有研究報告內所推介股份的任何權益，并且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/ 180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/ 180 天基準指數波動率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/ 180 天基準指數波動率 < 1.5
低	180 天波動率/ 180 天基準指數波動率 < 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數恒生指數波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準偏差計算所得。 180 天的價格波動率等于最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準偏差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并不牽涉具體用戶的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等并不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由于使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息采集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決于投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2016 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發；

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司
電話：(852) 2868 2183