



每周经济视点

2016年10月31日

研究部联席主管

陈宋恩

电话: 852-21478805

电邮: philipchan@abci.com.hk

分析员

潘泓兴

电话: 852-21478829

电邮: paulpan@abci.com.hk

近期报告

中国四季度经济仍面临不确定性

2016年10月24日

<http://sec.abci.com.hk/medias/-/%20%4%B8%AD%E5%9B%BD%E5%9B%9B%E5%AD%A3%E5%BA%A6%E7%B%8F%E6%B5%8E%E4%BB%8D%E9%9D%A2%E4%B8%B4%E4%B8%8D%E7%A1%AE%E5%AE%9A%E6%80%A7.pdf?1477903193.8681>

中国房地产市场进入新一轮下行周期

2016年10月13日

<http://sec.abci.com.hk/medias/-/%20%4%B8%AD%E5%9B%BD%E6%88%B%F%E5%9C%B0%E4%BA%A7%E5%B%8%82%E5%9C%BA%E8%BF%9B%E5%85%A5%E6%96%B0%E4%B8%80%E8%BD%AE%E4%B8%8B%E8%A1%8C%E5%91%A8%E6%9C%9F.pdf>

2017年美国利率展望

2016年9月29日

<http://sec.abci.com.hk/medias/-/%20%17%E5%B9%B4%E7%BE%8E%E5%9B%BD%E5%88%A9%E7%8E%87%E5%B1%95%E6%9C%9B.pdf>

持续增长的医疗开支成为新常态

2016年9月26日

<http://sec.abci.com.hk/medias/-/%20%6%8C%81%E7%BB%AD%E5%A2%9E%E9%95%BF%E7%9A%84%E5%8C%BB%E7%96%97%E5%BC%80%E6%94%AF%E6%88%90%E4%B8%BA%E6%96%B0%E5%B8%B8%E6%80%81.pdf>

宏观政策利好中国医药行业

2016年9月14日

<http://sec.abci.com.hk/medias/-/%20%5%AE%8F%E8%A7%82%E6%94%BF%E7%AD%96%E5%88%A9%E5%A5%BD%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E5%8C%BB%E8%8D%AF%E8%A1%8C%E4%B8%9A.pdf>

供给侧改革已见成效

- 供给侧改革已经成功地降低了煤炭、钢铁和水泥的供应量，导致能源和原材料的价格和相关行业企业的盈利在最近有所上升
- 恒生综合指数中的能源业指数和原材料指数表现都优于恒生综合指数
- 中国通缩压力的减少将会缩小近期降息的政策空间
- 制造业的盈利复苏将会加强该类企业的偿债能力以及提高银行系统中贷款的质量

恒生综合指数中的能源业指数和原材料指数表现都优于恒生综合指数。截至10月26日，恒生综合指数年初至今累计上涨3.8%；而恒生综合能源指数和恒生综合原材料指数则累计上涨18%和16%。恒生综合能源指数的上涨主要是受到煤炭股价格回升的推动。而黑色金属和有色金属业的股价上涨则是恒生综合原材料指数表现优异的主要原因。我们相信，供给侧改革使能源和原材料价格上涨，相关的企业将是受惠者。

煤炭产出的急速下降导致煤炭价格上涨，提高煤炭开采企业利润。根据国家统计局的数据，今年首9个月的全国规模以上工业原煤产量同比下降10.5%。9月，原煤产量同比下降12.3%到2.8亿吨。同时，环渤海动力煤价格指数持续上涨，发热量5500大卡/千克动力煤和发热量5000大卡/千克动力煤的价格在年初至今分别累涨55.4%和55.2%，达到575元/吨和520元/吨。可见原煤产出下降10%带来了50%的价格上涨。煤炭业的供给侧改革导致煤炭供给的下降，但是需求却没有明显的增加——火电、水泥和钢铁产业对煤炭的需求只有轻微的增长。1-9月，火电、水泥和钢铁产业的产出仅同比增长0.8%、2.6%、0.4%。因此，煤炭企业在扩大产出方面将会较为谨慎。1-9月，煤炭产业的固定资产投资同比下降26%。根据国家统计局的数据，1-9月，规模以上煤炭开采企业的收入同比下降8.2%，而利润则同比上升65.1%。就三季度而言，煤炭开采企业的利润环比增长181%，同比增长192%。供应收紧和竞争有限使市场环境对煤炭开采企业变得更加有利。

水泥行业的供给略低于需求。根据国家统计局的数据，1-9月，水泥的产量累计同比上升2.6%；同期，全国房屋施工面积同比增长3.2%。水泥的需求增长略快于供给，导致了水泥价格的上涨。根据国家统计局的统计，水泥（325袋装）和水泥（425袋装）价格在1-9月分别累计上涨21.7%和19.9%。在10月份，水泥价格比9月下旬进一步上涨4.7%-5.7%，反映第三季度的价格上涨趋势很有可能会在四季度持续。1-9月，水泥生产企业的收入和利润分别增长4.5%和9.3%。仅在今年三季度，水泥企业的利润环比上涨3.1%，同比上涨17.4%。因此，水泥产业是供给侧改革的受益者之一。



下游需求增长推动钢铁价格上升。1-9月，汽车产量同比增长12.3%，而钢材产量仅同比增长2.3%。在9月，汽车产量同比增长31.5%，而钢材产量仅同比增长4.3%。1-9月，全国房屋施工面积同比增长3.2%；粗钢产量则同比增长0.4%。可见钢铁的需求增长超过了供给。根据统计局的数据，普通中板和热轧普通薄板价格在1-9月分别累计上涨39%和43.2%。在10月份，钢版价格比9月下旬进一步上涨3.9-4.9%。供给侧改革已经成功地减少了钢铁的供应量，并使钢铁行业的盈利能力上升。根据统计局的数据，1-9月，钢铁产业的收入同比下降4.1%，但是行业的利润则同比飙升272.4%。

虽然制造业的盈利能力在改善，但是制造企业在固定资产投资方面仍较为谨慎。根据统计局的数据，制造业的利润增速从2016年上半年的12.1%上升到2016年头第三季度的13.5%。同时，制造业行业的收入增速从2016年上半年的4.2%上升到2016年头第三季度的4.6%。就三季度而言，制造业的收入和利润分别同比上升4.9%和16.4%。相对较快的利润增速暗示制造企业的平均利润率正在改善。虽然收入和利润的增速都在加快，但是制造企业在扩大产能方面仍保持谨慎的态度。制造业的固定资产投资在今年头三季度仅同比增长3.1%。私营部门在制造业方面的投资在同期仅同比增长2.5%。然而，我们认为制造业盈利能力的改善将会提高行业内企业的偿债能力，并提高银行系统中贷款的质量。

四季度通缩压力的下降将会降低人民银行在2017年初降息的政策空间。PPI在9月同比上升0.1%，自2012年1月以来出现的首次同比增长。我们认为，煤炭和原材料价格在过去几周的表现，将会带动PPI在10月继续上升。通缩压力因此也会下降。在2016年末和2017年初，成本推动的通胀压力将会增加。



图表 1: 恒生综合指数和行业指数表现

截至 2016 年 10 月 26 日	指数水平	年初至今表现
恒生综合指数	3,136.08	3.79%
分项指数		
恒生综合行业指数-资讯科技业	8,021.18	28.36%
恒生综合行业指数-能源业	8,012.22	17.98%
恒生综合行业指数-原材料业	5,121.95	15.90%
恒生综合行业指数-地产建筑业	3,125.51	8.01%
恒生综合行业指数-服务业	3,193.09	6.00%
恒生综合行业指数-电讯业	1,838.21	1.79%
恒生综合行业指数-公用事业	6,924.35	0.30%
恒生综合行业指数-金融业	3,284.71	-1.59%
恒生综合行业指数-消费品制造业	4,115.47	-1.64%
恒生综合行业指数-工业制造业	1,140.10	-4.17%
恒生综合行业指数-综合企业	2,587.76	-9.00%

来源: 彭博、农银国际证券

图表 2: 规模以上工业企业主要财务指标 (2016 年首 9 个月)

行业/时间区间	2016 年 1-9 月 主营业务收入 (人民币亿元)	增长 (同比%)	2016 年 1-9 月 利润总额 (人民币亿元)	增长 (同比%)
总计	818,560.8	3.7	46,380.6	8.4
其中: 采矿业	34,690.1	(8.5)	761.4	(62.1)
制造业	738,333.3	4.6	41,743.8	13.5
电力、热力、燃气及水生产和供应业	45,537.4	0.2	3,875.4	(3.6)
采矿业:				
其中: 煤炭开采和洗选业	15,950.7	(8.2)	351.8	65.1
制造业:				
黑色金属冶炼和压延加工业	45,545.5	(4.1)	1,166.4	272.4
石油加工、炼焦和核燃料加工业	24,394.4	(4.9)	1,206.1	263.8
非金属矿物制品业	43,933.7	4.5	2,668.9	9.3

来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 3: 规模以上工业企业主要财务指标 (2016 年第三季度)

行业/时间区间	2016 年 7-9 月 主营业务收入 (人民币亿元)	增长 (同比%)	2016 年 7-9 月 利润总额 (人民币亿元)	增长 (同比%)
总计	290,148.5	4.0	16,382.4	12.3
其中: 采矿业	12,451.5	(6.6)	540.6	(21.2)
制造业	261,614.7	4.9	14,543.4	16.4
电力、热力、燃气及水生产和供应业	16,082.3	0.2	1,298.4	(7.7)
采矿业:				
其中: 煤炭开采和洗选业	5,728.6	(3.2)	253.9	192.5
制造业:				
黑色金属冶炼和压延加工业	15,747.4	(0.0)	476.1	注 1
石油加工、炼焦和核燃料加工业	8,448.0	(0.5)	368.1	665.3
非金属矿物制品业	16,178.6	4.1	1,009.4	17.4

注 1: 2015 年第三季度录得亏损 63.4 亿元人民币

来源: 国家统计局、农银国际证券

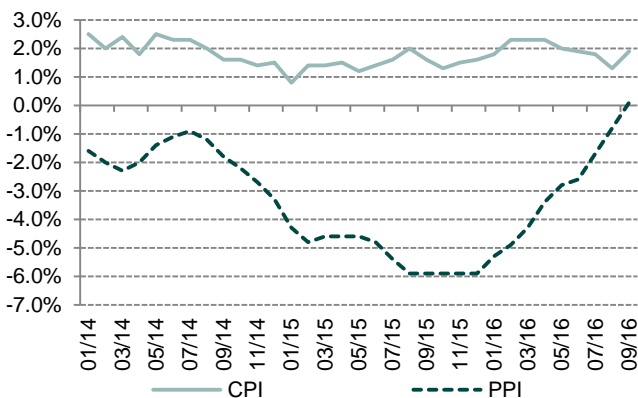


图表 4: 流通领域重要生产资料市场价格变动情况

产品 / 期间	16年10月中 相对于 16年9月末	16年9月末 相对于 16年6月末	16年9月末 相对于 15年12月末	16年10月中 相对于 15年12月末
一、黑色金属				
螺纹钢 (Φ16-25mm,HRB400)	4.86%	10.06%	31.84%	38.25%
线材 (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%
热轧普通薄板 (3mm,Q235)	3.12%	10.51%	43.20%	47.66%
无缝钢管 (219*6)	5.60%	15.39%	25.88%	32.93%
角钢	1.47%	8.94%	26.92%	28.79%
二、有色金属				
电解铜	-0.08%	3.15%	4.11%	4.03%
铝锭	2.40%	3.11%	20.23%	23.11%
铅锭	6.45%	14.71%	11.04%	18.20%
锌锭	0.48%	14.14%	39.37%	40.04%
三、化工产品				
硫酸 (98%)	10.77%	-8.45%	-42.48%	-36.28%
烧碱 (液碱, 32%)	8.34%	23.23%	38.23%	49.75%
甲醇 (优等品)	15.27%	7.32%	18.67%	36.79%
纯苯 (石油苯, 工业级)	2.58%	7.32%	21.40%	24.53%
苯乙烯 (一级品)	-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%
聚氯乙烯 (SG5)	2.76%	26.92%	42.36%	46.29%
顺丁胶 (BR9000)	27.38%	30.79%	72.16%	119.31%
涤纶长丝 (FDY150D/96F)	3.07%	4.23%	16.96%	20.56%
四、石油天然气				
液化天然气 (LNG)	1.80%	3.45%	-14.43%	-12.89%
液化石油气 (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%
石蜡 (58#半)	0.82%	-3.09%	-6.25%	-5.48%
五、煤炭				
无烟煤 (2号洗中块)	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%
山西优混 (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 (二级冶金焦)	12.93%	56.83%	125.06%	154.16%
六、非金属建材				
复合硅酸盐水泥 (P.C 32.5R 袋装)	5.73%	12.39%	21.73%	28.71%
普通硅酸盐水泥 (P.O 42.5 散装)	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%

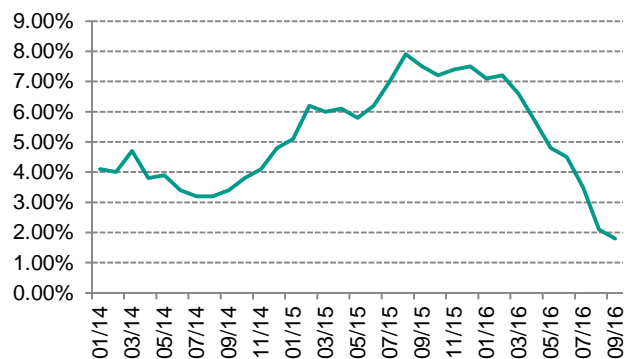
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 5: 中国 CPI 和 PPI



来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 6: 中国 CPI 减 PPI



来源: 国家统计局、农银国际证券



中国经济数据

	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
实际国民生产总值 (同比%)	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.7
出口增长 (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)
进口增长 (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)
贸易余额 (美元/十亿)	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
零售额 (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
工业增加值 (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
制造业 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
非制造业 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
固定资产投资(累计同比%)	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
消费物价指数 (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
生产者物价指数 (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
广义货币供应量 (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
新增贷款 (人民币/十亿)	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
总社会融资 (人民币/十亿)	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

世界经济/金融数据

股指			大宗商品				债券收益率及主要利率				
收市价	周变化 (%)	市盈率	计价单位/货币	价格	周变化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周变化 (基点)			
美国			能源				美国联邦基金目标利率				
道琼斯工业平均指数	18,161.19	0.00	17.30	美元/桶	48.67	(0.06)	589,950	0.50	0.00		
标准普尔 500 指数	2,126.41	0.00	19.94	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	49.63	(0.16)	210,484	3.50	0.00	
纳斯达克综合指数	5,190.10	0.00	30.64	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	3.12	0.45	103,199	1.00	0.00	
MSCI 美国指数	2,025.89	0.00	20.51	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 ²	美元/公吨	672.00	4.67	N/A	美国 1 年期国债	0.1622	0.50
欧洲			普通金属				美国 5 年期国债				
富时 100 指数	6,976.04	(0.29)	60.05	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,718.75	0.00	10,938	1.3197	(0.48)	
德国 DAX30 指数	10,662.32	(0.32)	19.89	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,719.00	0.00	48,779	1.8397	(0.71)	
法国 CAC 40 指数	4,526.25	(0.49)	23.02	COMEX 铜期货合约	美元/磅	4,835.00	0.00	9,110	美国 10 年期国债	(0.048)	(0.60)
西班牙 IBEX 35 指数	9,140.20	(0.66)	21.83	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	4,843.00	0.00	46,628	日本 10 年期国债	2.7440	3.20
意大利 FTSE MIB 指数	17,237.31	(0.50)	49.91	贵金属				欧洲央行基准利率 (再融资利率)	0.00	0.00	
Stoxx 600 指数	339.61	(0.35)	26.07	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,274.10	(0.21)	161,398	美国 1 月期银行同业拆借固定利率	0.5327	(0.13)
MSCI 英国指数	2,034.87	0.00	63.78	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	17.84	0.25	55,675	美国 3 月期银行同业拆借固定利率	0.8859	0.42
MSCI 法国指数	129.39	0.00	21.32	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	982.00	0.06	15,106	隔夜上海同业拆借利率	2.2530	(0.10)
MSCI 德国指数	136.21	0.00	20.41	农产品				1 月期上海同业拆借利率	2.7453	0.26	
MSCI 意大利指数	49.04	0.00	47.83	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	353.75	(0.35)	154,295	香港 3 月期银行同业拆借固定利率	0.6228	(0.59)
亚洲							公司债券 (穆迪)				
日经 225 指数	17,425.02	(0.12)	22.04	小麦期货合约	美元/蒲式耳	410.75	0.55	64,682	Aaa	3.59	14.00
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,317.73	0.64	23.82	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	22.01	(0.68)	45,958	Baa	4.44	10.00
恒生指数	22,934.54	(0.09)	12.43	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	1,013.00	0.10	146,652			
恒生中国企业指数	9,559.39	0.46	8.18								
沪深 300 指数	3,336.28	(0.12)	14.93								
上证综合指数	3,100.49	(0.12)	17.59								
深证综合指数	10,704.30	(0.06)	30.71								
MSCI 中国指数	62.13	0.00	13.86								
MSCI 香港指数	13,077.52	0.00	15.06								
MSCI 中国指数	835.71	0.00	17.85								

附注:

- 数据来源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (数据更新于报告发布日日期)
- 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格

外汇

	欧元/美元	英镑/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民币	美元/港币	美元/人民币-12 个月无本金交割远期
汇率	1.0953	1.2184	0.7607	104.93	0.9888	6.7720	7.7550	6.9548
周变化 (%)	(0.29)	(0.01)	0.11	(0.18)	(0.07)	0.10	0.00	0.03



权益披露

分析员, 陈宋恩以及潘泓兴, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险; 基准指数指恒生指数波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准偏差。

免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2016 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183