

2014 年 10 月 27 日

市場回顧與後市研判

滬深兩市上周延續調整態勢，成交量開始萎縮。全周上證綜指、深證成指、中小板指和創業板指分別下跌 1.66%、2.83%、1.25%和 2.21%。指數跌幅不大，但個股份化比較嚴重。行業上來看，所有板塊收綠。跌幅居前的板塊包括鋼鐵、煤炭和輕工製造，跌幅分別為 5.36%、3.73%和 3.69%；跌幅較小的板塊包括電腦、銀行和通信，跌幅分別為 0.39%、0.48%和 0.73%。市場除了新股與次新股，以及有利好催化的鐵路設備板塊外，整體比較低迷。

鑒於經濟資料依然疲軟，而流動性依然寬鬆的結構難以改變，我們預計市場深跌的概率不大，但指數亦無上漲空間，未來大指數的彈性將會變小，但個股機依然會存在。

基本上，經濟低位徘徊，下行風險未消：3 季度 GDP 增速從 7.5% 小幅回落至 7.3%，增速明顯有技術性調整，實際增速或在 7% 左右。3 季度外需是主要增長貢獻，內需中消費小幅回落，而投資增速出現全面下滑。其中地產市場量價齊跌、PPI 負增產能過剩加劇，地產和製造業投資增速均降至 10% 左右，僅基建投資增速維持在 15% 以上。短期美國經濟復蘇對中國出口仍有支撐，預測未來出口增速仍是主要亮點。而此前公佈的融資總量餘額增速仍在持續下滑，加之地產銷量的持續負增，均預示內需在未來半年內仍趨回落。10 月滙豐 PMI 仍在 50.4 的低位元，其中生產、訂單和價格指數均有下滑，僅就業和產成品庫存回升，意味著短期去庫存壓力再現。海通研究所預測 4 季度 GDP 增速降至 7.1%，14 年全年 GDP 增速為 7.3%，預測 15 年 GDP 增速降至 7%。

流動性方面，SLF 保駕護航，年前寬鬆無虞：上周 IPO 重啟發行，凍結資金約 9000 億，交易所 GC001 週五升至 11%，但銀行間 R007 穩定在 3%。媒體報導上周央行 SLF 給 11 家股份制銀行提供 2500-3000 億資金，期限 3 個月，利率約在 3.5%。央行上周公開市場繼續 400 億正回購操作，連續兩周淨回籠 500 億，但考慮到 SLF 巨額資金投放，意味著貨幣市場流動性依然充足。9 月財政收入低迷而支出超增，預示 11、12 月財政放款或超預期，以往規模通常在 1 萬億以上，這意味著年底之前貨幣寬鬆應無虞。經濟通脹低迷，支持貨幣寬鬆，預計未來正回購利率會繼續下調，而 SLF 或隨時再啟。

政策方面，財政繼續發力，創新吸引民資：經濟低迷拖累 9 月財政收入，但 9 月財政支出增速回升至 9.1%，其中中央支出增速激增至 14.4% 超預期，主要用於交運和文體傳媒，反映穩增長力度加大。上周發改委再度批復 8 個重大工程項目，一周之內累計批復投資額超 2000 億。媒體報導天津自貿區已獲國務院各部委通過，而福建和廣東自貿區或均在第二批自貿區批復之列。24 日總理主持國務院常務會議，決定創新重點領域投融資機制、為社會有效投資拓展更大空間。大力推廣 PPP，即政府與社會資本合作，政府通過投資補助、基金注資、貸款貼息等方式參與。其核心目的在於引入社會資本參與水電、核電、電網、電信、衛星導航、環境交運、服務業等領域。

市場層面，上證指數 9 月初突破 2009 年以來的下降通道後，還沒有像樣的調整。10 月中旬開始，在海外市場持續下跌，以及國內滬港通及四中全會利好逐步兌現的情況下，市場開始調整。不過鑒於市場對經濟逐步下臺階的趨勢已經有預期，而流動性寬鬆及改革紅利逐步釋放的大邏輯並沒有改變，目前尚可將本輪調整視作技術性回抽。我們預計指數的調整空間有限，未來市場機會主要還是在於新興產業及改革紅利釋放的領域。

基於以上分析，我們認為在調整中，客戶可逐步調整持倉結構。對於前期受到熱捧的殼概念小市值股票，建議進行區分對待，僅保留確實有資產重組預期的個股。同時對基於經濟復蘇邏輯的強週期板塊，也建議規避。投資機會方面，建議重點關注三季報優秀的個股，板塊上可以關注業績優秀，利好不斷的券商和鐵路設備板塊；業績優秀，今年以來滯漲的醫藥和環保龍頭個股；同時建議積極參與新股的申購。

重要新聞

◆【國資改革統籌機構正在醞釀或受中央直接領導】

據接近官方人士上週末證實，隨著高層的推動，統籌國資改革的領導機構已在醞釀之中。新機構可能受中央和國務院的直接領導，發改委、財政部和國資委等相關部委都會參與其中，新機構還將下設辦公室負責日常事務。上述接近官方人士表示，中央的頻繁調研已暗示國資改革在近期將得到更高層面的統籌。他還稱，未來該機構有望加快推進國資改革進程，優化國資改革的頂層設計。

◆【港交所：尚未取得滬港通啟動相關批准】

港交所 10 月 26 日公告稱，至今各方已就實施滬港通作好技術準備。然而，香港交易所尚未取得啟動滬港通的相關批准，因此並無實施滬港通的確實日期。當有關滬港通啟動的時間表有任何重大進展時，香港交易所將適時刊發進一步的公告。據香港證監會與中國證監會於 2014 年 4 月 10 日的聯合公告所述，從聯合公告日期起至滬港通正式啟動，需要約六個月時間準備。因此，市場預期滬港通會於 2014 年 10 月開始運作。

◆【證監會：上市公司並購重組實行並聯審批】

為貫徹落實《國務院關於進一步優化企業兼併重組市場環境的意見》（國發[2014]14 號文）“優化企業兼併重組相關審批流程，推行並聯式審批，避免互為前置條件”要求，按照統一論證、分步實施原則，依託企業兼併重組部際協調小組，工信部牽頭，會同發改委、商務部及證監會等部門，共同研究制定了上市公司並聯審批方案。經過充分準備，實施條件已經成熟，定於 2014 年 10 月 24 日起正式施行。

◆【長江經濟帶通關一體化 12 月全面啟動 擴至 12 個海關】

近日，據重慶海關消息，長江經濟帶海關區域通關一體化改革第二階段將於 12 月 1 日啟動，將全面覆蓋長江經濟帶 12 個海關。今年 9 月，海關總署決定啟動長江經濟帶海關區域通關一體化改革。9 月 22 日，第一階段改革在長三角地區和上海、南京、杭州、寧波、合肥 5 個海關率先啟動。據介紹，長江經濟帶海關區域通關一體化改革第二階段試點啟動後，將為長江經濟帶 12 省市相關企業帶來極大利好。今後，企業在 12 省市各口岸海關進出口的貨物，可自主選擇向經營單位註冊地、貨物實際進出境地海關或其直屬海關集中報關點辦理申報、納稅和查驗放行手續，並可自主選擇口岸清關、轉關、“屬地申報、口岸驗放”、“屬地申報、

屬地放行”、區域通關一體化等任何一種通關方式。同時，長江經濟帶的報關企業還可以跨關區從事報關服務，企業在長江經濟帶內任一海關備案的分支機構，均可以在長江經濟帶各海關從事報關服務。

◆【國家電網密集籌備專案特高壓未來 4 年投資 3600 億】

近日，國家電網蒙西-天津南、榆橫—濰坊特高壓交流工程（以下簡稱“兩橫工程”）建設準備協調會和淮南—南京—上海 1000 千伏特高壓交流工程和平圩三期擴建送出工程現場建設協調會分別在北京和江蘇召開，國家電網開始全面出擊，籌畫多條特高壓線路落地工作。有機構分析認為，未來 4 年總計約 3600 億元的特高壓投資。國家環保部 10 月 20 日擬批准蒙西-天津南交流、酒泉-湖南直流特高壓輸電工程建設專案環境影響評價並公示，意味著上述兩項特高壓輸電工程環評將獲通過；此後，按照程式申請將進入國家發改委的正式核准階段，據此推算，上述兩條交流線路有望於明年年初獲批。事實上，近期國家電網正全面展開多個特高壓建設籌備工作，2015-2016 年將成為特高壓線路建設的高峰期。

萬科（000002）：安邦增持成亮點，估值切換能力優異

公司前三季度業績釋放平穩。1-9 月公司實現營業收入 631.39 億元，淨利潤 76.05 億元，同比分別增長 0.43%和 1.71%。

前三季度實現每股收益 0.59 元，較去年同期增長 5.36%。公司實現預收賬款 19927.19 億，同比增 14%。報告期內，公司繼續積極探索“輕資產、重運營”的經營模式，前三季度實現投資收益人民幣 16.3 億元，相比去年同期上升 216.1%。截止 9 月底，公司各類存貨中，已完工開發產品（現房）人民幣 249.5 億元，占比 7.1%。

估值切換重點品種，全年銷售增長明顯跑贏大市。1-9 月，公司累計實現銷售面積 1263.8 萬平方米，銷售金額人民幣 1490.6 億元，同比分別增長 15.0%和 16.0%。目前公司前 3 季度基本完成市場全年 2000 億銷售預期的 70%。銷售跑贏大市將帶來後期更強估值切換能力。截至報告期末，公司合併報表範圍內尚有 1903.1 萬平方米已售資源未竣工結算，合同金額合計約人民幣 2193.7 億元，較年初分別增長 32.4%和 35.1%。

略微下調新開工預期，竣工量保持年初計畫。前三季度，公司實現新開工面積 1367.2 萬平方米，占全年計畫開工面積的比例為 61.1%。受市場環境影響，公司預計全年新開工面積略低於年初計畫。前三季度，公司實現竣工面積 661.6 萬平方米，占全年計畫竣工面積的比例為 44.7%。竣工面積占全年計畫的比例較去年同期下降 5.8 個百分點。隨著未來幾個月竣工交付高峰的到來，公司預計全年竣工量將與年初計畫基本持平。

保險公司大幅增持成本季亮點，股東結構變化有利估值國際化：報告期內，公司事業部合夥人持續增持公司股票，體現企業上下對公司中長期發展信心。截至三季度末，盈安合夥購買的券商集合計畫持有的公司 A 股股票占公司總股份數的 3.3%。

除此之外，本季度安邦人壽保險對萬科連續增持。截至 3 季度末，安邦對萬科持股比例已達到 2.13%。考慮安邦此前多次舉牌地產企業，不排除未來安邦繼續增持萬科。

引入國際資本促進商業發展，運作模式符合國際慣例：公司 2014 年 8 月 28 日公告與凱雷投資集團有限公司簽署《萬科凱雷商業地產戰略合作平臺之意向書》。雙方合作方式包括萬科萬科與凱雷擬成立資產平臺公司收購萬科所擁有的 9 個商業物業；設立商業運營管理公司，負責資產平臺公司持有的各境內商業物業的招租和運營管理。我們認為萬科和凱雷投資集團的合作旨在實現未來將其商業物業以資產證券化形式退出，並進一步幫助公司實現輕資產化發展，減少潛在風險。

投資建議：“買入”評級。我們在 2013 年行業深度報告《打破地產估值柏林牆》中指出 A 股地產龍頭公司估值溢價將成為未來趨勢。目前華潤、公司事業部合夥人、安邦保險和外資已成公司前三大股東。股東結構轉變體現出中長線資金和萬科員工對企業發展的認可。與此同時，公司“小股操盤”、商業運行模式也開始與國際一流公司接軌，公司正在逐步實現業務模式國際化過程。目前萬科 A、萬科企業和中國海外 2014 年 PE 分別是 5.3 倍、7.3 倍和 6.8 倍。預計公司 2014、2015 年 EPS 分別是 1.71 和 2.05 元，RNAV 在 15.2 元。按照公司 10 月 24 日 9.12 元股價計算，對應 2014 和 2015 年 PE 為 5.3 倍和 4.4 倍。考慮龍頭企業市場集中度提高、優質公司治理、股東結構和國際化程度的不斷改善，我們認為給予萬科 H 股龍頭估值水準，即 7.5 倍市盈率，對應股價 12.83 元，“買入”評級。

風險提示：行業基本面向下行風險。

歐亞集團（600697）：三季度收入增 10%淨利增 21%，優於同業

公司前三季度業績符合預期，收入和淨利潤各增 11.26%和 19.48%，其中 1-3 季度收入增速均超 10%，歸屬淨利潤增速逐季提升至 20%以上，整體業績優於同業且經營穩定。從三季度來看，公司實現收入 26.12 億元，同比增長 10.43%；因確認地產銷售，毛利率延續上半年大幅提升趨勢，同比增加 2.6 個百分點至 20.25%；銷售管理費用率同比增加 1.08 個百分點，財務費用增加近 1800 萬元，主要來自銀行貸款和短融券利息支出，期間費用率增加 1.64 個百分點至 14.32%。毛利率大幅提升抵消了費用率增加，三季度營業利潤同比增長 34.55%；營業外收入增加及有效稅率減少，淨利潤增長 44.39%至 1.02 億元，淨利率增加 0.92 個百分點至 3.89%；少數股東損益（銀華資本）增加 1941 萬元，最終三季度歸屬淨利潤增長 20.82%至 6874 萬元。

公司董事長與高管 09 年以來增持約 296 萬股，占比 1.9%，均價約 20 元/股，其中截至 2014 年 9 月末，董事長曹和平先生首次進入前十大股東（第十），持有 247.78 萬股，占比 1.56%。各項估值指標處於行業低位，從二級市場和產業資本角度，均具有較高的投資吸引力。目前 31 億元對應預計的 2014 年收入 115 億元和淨利潤 3 億元，PE 為 10.5 倍、PS 為 0.28 倍，PEG0.46 倍，NAV/市值：6 倍。預計公司 2014-2016 年淨利潤分別為 2.99、3.66 和 4.55 億元，同比增長 21.73%、22.57%和 24.22%，合 EPS 各為 1.88 元、2.30 元和 2.86 元，買入評級。

風險提示：東北地區經濟波動風險；外延擴張（尤其是外地擴張專案）的培育期問題。

中國太保（601601）：三季度業績符合預期

淨資產增速較快，浮虧繼續大幅下降：公司前三季度實現淨利潤 89.6 億元，同比增速 11%；實現保險業務收入 1514.86 億元，同比增長 9.4%。其中壽險、財險收入占比分別為 53.3%、46.7%。公司淨資產較年初大幅增長 13%（分紅後），14Q3 單季環比增加 4.8%。此外，公司浮虧繼續大幅下降，已由年初的 52 億下降至三季末的 4.8 億，利好公司未來的利潤表現。

個險管道持續發力，帶動產能、價值提升：壽險業務上半年實現收入 808 億元，其中個險管道收入 545 億，同比大幅增長 19.5%。公司近幾年著重發展利潤率較高的個險管道，今年開始已見成效，聚焦行銷的策略促進代理人數和人均產能的雙重提升。因此個險管道收入占比不斷提升，截至三季末個險、銀保管道收入占比分別為 67.45%、24.64%，較去年同期分別上升 8%、下降 9%，效果顯著。考慮四季度保費基數較低，預期全年公司 NBV 增速將保持在 20%左右的較高水平。

財險業務保持平穩增長：太保財險前三季度實現保費收入 706.64 億元，同比增長 14.8%，其中車險業務收入 544.10 億元，同比增長 16.2%。我們估計公司綜合成本率或已接近 100%，但較 14 年上半年有所改善。考慮到財險行業仍處於下降周期，預計車險市場激烈競爭的情況短期內將繼續。公司已成功購入安信農業股份，補全自身業務上的短板，未來或將受益於承保利潤率較高、市場空間巨大的農險業務。

公司將最受益於遞延稅和國企改革等政策利好：一方面：此前保險“國十條”正式發佈，預計“上海遞延養老試點”將於明年上半年正式實施，上市險企中總部位於上海且旗下有長江養老的太保最為受益；另一方面，國企改革如火如荼，太保背靠上海國資委，未來或將受益。政策面的諸多利好，太保均在行業中最為受益。

風險提示：權益市場下跌導致業績估值雙重壓力。

信質電機（002664）：利潤增速持續提升，新能源汽車戰略佈局

2014 年 1-9 月，公司實現營業總收入 11.62 億元，同比上升 21.08%；綜合毛利率 23.40%，同比上升 1.96 個百分點；實現歸屬於母公司所有者淨利潤 1.36 億元，同比上升 31.61%；每股收益 0.68 元。

其中，第三季度公司營業總收入同比上升 20.51%，歸屬於母公司所有者淨利潤同比上升 36.64%，每股收益為 0.28 元。公司同時公告 2014 年淨利潤增速區間：25%-40%。公司淨利潤增速逐季提升，主要原因在於銷售收入逐季好轉以及毛利率不斷提升。

（1）公司傳統產品—電機定轉子產品性價比優勢明顯，預計未來兩年收入增速在 30%左右。（2）新能源汽車佈局不斷完善。公司收購富田電機上海子公司 75%股權，擁有新能源汽車驅動電機製造工藝；同時，公司也在為富田電機、寶馬 I 系列、上海電驅動、比亞迪等公司驅動電機製造定轉子模具，預計 15 年可現實銷售。我們認為公司新能源汽車佈局為戰略佈局，未來將不斷完善。

公司市值小、空間大、盈利穩定、拓展力強，“買入”評級。

風險提示：市場拓展低於預期的風險，大宗商品價格提升導致公司毛利率下降的風險。

鐵漢生態（300197）：業績符合預期，關注板塊估值簡單修復機會

鐵漢生態公告 2014 年 3 季度業績，報告期內公司實現主營收入 11.96 億元，同比上升 34.91%；實現歸屬淨利潤 13.89 億元，同比上升 0.93%；攤薄後每股收益 0.84 元。三季度公司累計新簽數量分散的工程施工及養護合同金額 2.08 億元。

公司此前預計前 3 季度增-15%—15%，此次實際增長 0.93%，基本符合預期；公司 3 季度並未體現出更高的增速，主要原因在於 3 季度收入增長緩慢，單季度僅增 6.4%，反映了行業整體偏弱的趨勢。

考慮到無法完成今年的股權激勵目標，公司沖回了第二個行權期的激勵費用，但之後的行權期激勵費用仍然計提，考慮此沖回因素後，14 年 1-9 月計提費用 2088 萬元，上年同期為 1950 萬元，因此，不同於中報（彼時第二期的激勵費用仍然計算在業績之內），在 3 季報中，激勵費用因素對業績的影響並不大；0.93% 的增長基本反映了實際的經營情況。

回款改善。經營現金流-2.18 億，好於去年同期的-3.67 億，收現比為 68.2%，顯著好於去年同期的 43.18%。

我們的看法，並不認為園林的大邏輯損害（地方債務）徹底修復，但在貨幣放鬆+機構倉位較低的條件下，有估值簡單修復的機會。

風險提示：經濟下滑風險；訂單推遲風險；回款風險。

長海股份（300196）三季度業績繼續高增長，期待收購事項後續進展

三季報 EPS0.56 元，符合預期。公司 2014 年 1-9 月實現營業收入 8.32 億元，同比增長 23.74%；實現歸屬母公司淨利潤 1.07 億元，同比大幅增長 47.33%；EPS0.56 元，符合預期。

公司傳統產品量價齊升，2014-2015 年業績高增長無憂，電子氫等創新產品有望多點開花，收購天馬事項將繼續推進。目前股價對應 2015 年 PE15 倍。“買入”評級。

風險提示：收購天馬事項繼續推進受阻，新產品市場推廣不達預期。

免責聲明

本文件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。

本文件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，謹請閣下注意本文件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。