

2014年11月03日

## 市場回顧與後市研判

上周市場大幅上漲，上證綜指、深圳成指、中小板和創業板指數分別上漲 5.12%、3.84%、2.71%和 2.41%。板塊方面，一級行業全部上漲，漲幅靠前的分別是交通運輸、鋼鐵、建築裝飾，分別上漲 9.33%、9.11%和 7.31%，漲幅較小的板塊分別是農林牧漁、傳媒、食品飲料，分別上漲 3.00%、1.86%和 1.70%。

宏觀政策方面，（1）10月中采PMI指數回落。受產出和新訂單指數回落影響，10月中采PMI指數從9月的51.1下降至50.8，製造業生產經營活動略有放緩。分項指數顯示，新出口訂單指數從9月的50.2下降至49.9，新訂單指數從9月的52.2下降至51.6，產出指數從9月的53.6下降至53.1。整體上顯示內需相對外需更為疲弱。（2）貨幣政策仍然寬鬆。10月份央行MLF投放2500-3000億元，同時對三農和小微貸款有所傾斜，並推進降低資金成本政策落實，房地產政策放鬆，貨幣政策處於寬鬆格局。經濟雖然仍處緩慢下行趨勢，但無失速風險，宏觀經濟對市場影響明顯下降。

近期證監會發佈了修訂後的《上市公司重大資產重組管理辦法》，修訂的主要內容包括：大幅取消上市公司重大購買、出售、資產置換等審批、對發行股份的定價也給了更多彈性、鼓勵並購基金等機構參與並購重組。簡單來講，辦法大大降低了並購重組的難度，特別是手持大量現金、急於轉型的上市公司。在IPO排隊仍然較為擁擠背景下，並購重組仍將是PE等機構退出的主要途徑，上市公司並購重組將是未來幾年永恆的主題，只不過並購重組機會可能從殼資源向中大型公司轉移，特別是傳統產業轉型的機會。

政策引導社會融資成本下降，改革轉型提升企業效率使得股市吸引力上升，引致居民財富向股市轉移，由此產生了中期上升行情，這是本輪行情的長期邏輯，雖然短期仍將有所波動，但上升趨勢明顯，投資者應抓住此次財富重新分配的機會。短期來看，市場對短期行情分歧已經不大，市場已經提前結束調整進入新的上升空間，後續的問題是四季度或者更長的一段時間應該買什麼。從之前行情來看，主題投資盛行，軍工、自貿區、國企改革等持續受到追逐，中大型藍籌股除高鐵板塊外，其他漲幅並不明顯，符合中級行情初期炒概念炒主題的思路。上周開始，隨著市場調整結束，新入市資金及前期觀望資金開始增倉，而增倉物件為中大盤藍籌，小盤、題材明顯滯漲。市場風格逐步向大盤股轉變。根據以往中級行情經驗，初期以主題概念為主，中期以業績股、價值股為主，後期以沒落行業補漲為主，當前行情正向中期邁進，投資者可根據此思路做出一些調整，不過最終投資還是取決於自身的操作風格和盈利模式。

綜上，我們認為雖然經濟增速下滑趨勢進一步明確，但政策對沖措施出臺，同時經濟資料非現在市場關注的主要矛盾，在增量資金不斷入市背景下，市場仍將維持強勢上漲趨勢，市場上升空間可能遠未結束。操作上，建議積極參與本輪行情。考慮到漲幅、估值及歷史規律，我們認為後續如下板塊存在機會：近期來看，券商、保險、家電、地產等漲幅較小板塊可能成為資金加倉的主要對象，此類板塊可儘早參與，特別是券商板塊。中長期來看，穩健型投資者可關注藍籌和大白馬如醫藥、消費、家電、券商、保險等板塊的投資機會，滬港通推遲不會對其造成太大影響，滬港通開通只是時間問題。積極型投資者可繼續關注並購重組（從殼資源公

司過渡到大市值的並購重組標的)、國企改革、轉型(傳統產業如地產、紡織等向新興產業轉型)等的投資機會。減持無業績支持的小市值題材股。

## 重要新聞

### ◆【中國 10 月官方製造業 PMI 為 50.8 創 5 個月新低】

11 月 1 日,中國物流與採購聯合會、國家統計局服務業調查中心公佈,2014 年 10 月,中國製造業採購經理指數(PMI)為 50.8%,工廠擴張活動以外放緩至 2014 年 5 月水準,創五個月新低。國家統計局認為,雖比上月回落 0.3 個百分點,但仍高於臨界點,表明我國製造業總體上繼續保持平穩增長態勢。分企業規模看,大型企業 PMI 為 51.9%,比上月微落 0.1 個百分點,仍位於臨界點以上,是製造業 PMI 保持擴張狀態的主要因素;中型企業 PMI 為 49.1%,比上月下降 0.9 個百分點,跌至臨界點下方;小型企業 PMI 為 48.5%,比上月下降 0.1 個百分點,繼續處於收縮區間。

### ◆【中指院:10 月百城房價同比環比首次“雙跌”救市不及預期】

10 月 31 日,中國指數研究院公佈最新資料顯示,10 月份全國監測的 100 個城市的住宅均價首次出現了環比、同比雙雙下跌,顯示了由於銀行松貸程度一般,政策對房價的刺激作用不及預期。中國指數研究院發佈報告顯示,2014 年 10 月,全國 100 個城市(新建)住宅平均價格為 10629 元/平方米,環比上月下跌 0.4%,連續第 6 個月下跌,跌幅縮小 0.52 個百分點。同比來看,全國 100 個城市住宅均價與去年同月相比下跌 0.52%,同比在經歷連續 22 個月上漲後首次下跌。按中位數計算,全國 100 個城市(新建)住宅價格中位數為 7001 元/平方米,環比下跌 1.13%。另外,北京、上海等十大城市(新建)住宅均價為 18932 元/平方米,環比下跌 0.31%,跌幅較上月縮小 0.92 個百分點,同比上漲 2.15%,漲幅較上月縮小 2.31 個百分點。10 月,全國 100 個城市住宅均價連續第 6 個月環比下跌,但跌幅收窄;十大城市中 4 個城市環比上漲,上漲城市數量較上月增加 3 個。整體來看,全國主要城市住宅價格仍處於下行區間,但本月跌幅縮小。

### ◆【交通部推出 60 項措施促進海運業健康發展】

10 月 31 日,交通部發佈《貫徹落實〈國務院關於促進海運業健康發展的若干意見〉的實施方案》,提出從加快海運結構調整、加快航運服務業轉型升級、積極推進港口升級和現代物流發展等 9 個方面提出了 60 項任務措施,著力促進海運發展提質增效,切實把國家海運發展戰略部署落到實處。交通部表示,我國將加快海運結構調整,著力建設現代化海運船隊。大力發展現代航運服務業,加快建設國際航運中心,推進口岸便利化。研究制定航運服務業發展意見,鼓勵開展航運發展政策、航運金融保險創新等。根據方案,今明兩年,交通運輸部將陸續出臺航運服務業發展意見、評估完善老舊運輸船舶提前報廢更新政策、建立海運市場信用體系等,並進一步加大協調力度,會同其他部門制定相關制度辦法,推動海運企業兼併重組、提升重點物資運輸保障能力、實施“走出去”戰略,加快建設安全、便捷、高效、綠色和具有國際競爭力的現代海運體系。

### ◆【上海發佈“陸九條”扶持互聯網新興金融產業】

10 月 31 日,上海市發佈“陸九條”扶持互聯網新興金融產業,如控制租金水準,“草根金融”企業“拎包入住”;給予績效性落戶補貼、經濟貢獻度補貼,提供“一攬子”政策扶持;成立互聯網金融和新興金融協

會，探索行業自律等。上述檔全名為《陸家嘴互聯網新興金融產業園暨創新孵化基地配套措施》。上海市浦東新區副區長、陸家嘴管委會主任簡大年說，浦東作為上海國際金融中心的核心理功區，始終把發展互聯網新興金融作為建設金融中心的重要抓手。將以負面清單、業界自治和底線監管等新理念、新思維，大力促進金融模式創新，不斷強化風險控制。

#### ◆【中國首次啟動稀土商業收儲 3000 萬產品遭秒殺】

2014 年 10 月 31 日上午 9 點 15 分，泛亞有色金屬交易所正式上市稀土品種氧化鎳和氧化鈹，貨值 834 萬的氧化鈹和貨值 2235 萬的氧化鎳，共計 3000 余萬元稀土產品，一經掛牌發售便於短短的 5 秒和 24 秒內宣告售罄，這是中國投資者首次以商業收儲模式進入稀土產業。中國有色金屬工業協會主管稀有稀土產業的副會長王琴華表示，在稀土行業健康發展的過程中，既需要國家政策的引導，行業的自律和監管部門的管理，也需要市場的作用來共同促進稀土行業的發展。

#### 批零行業：零售 A 股三季度基本面繼續偏弱，期待四季度及 2015 年企穩回升；關注改革、轉型和主題概念機會

宏觀行業資料依舊底部。1-9 月社零總額增 12%，同比回落 0.9 個百分點，三季度增長 11.89%，同比回落 1.49 個百分點，9 月增速為 11.6%，同比回落 1.7 個百分點；前三季度百家企業零售額降 0.1%，同比大幅回落 10 個百分點，與上半年增速相比，降幅收窄 0.1 個百分點。宏觀和行業角度的資料並未好轉。

零售 A 股 1-10 月跑贏滬深 300 約 6.7 個百分點，剔除蘇甯雲商的重點公司 2014 年 PE 為 17.6 倍，PS 為 0.68 倍。1-10 月，海通零售指數累計上漲 14.4%，跑贏滬深 300 約 6.7 個百分點，6 月 20 日低點以來累計上漲 30%，跑贏滬深 300 約 11.7 個百分點；剔除蘇寧後重點公司 2014 年動態 17.6 倍 PE、0.68 倍 PS，均低於歷史平均，且有一批具有業績穩定增長預期的個股估值仍不超 13 倍，具有較高安全邊際。

41 家零售 A 股 Q3 收入增速環比略好轉，毛利率同比繼續提升、費用率增幅較大，扣非淨利仍與 Q3 下降幅度類似。（1）41 家零售公司 1-3Q14 收入降 1.39%，3Q14 降 0.5%，環比較二季度好轉，預計 4Q 在低基數上增速回升；（2）1-3Q14 毛利率同比增 0.87 個百分點，一、二、三季度各同比提升 0.95、1.18 和 0.5 個百分點，反映實體零售依然有較強議價能力；（3）1-3Q14 銷管費用率增 1.21 個百分點，各季均有增加，主因主要費用項剛性上漲而收入下降，預計 4Q 隨收入增速回升，費用壓力緩解；（4）1-3Q14 扣非淨利降 5.34%，僅一季度增長 3.53%，二、三季度各降 12.73%和 13%，行業經營壓力繼續加大。

對 20 家樣本公司 1Q09-3Q14 的財務分析。1-3Q 收入降 1.89%，3Q 降 0.54%，較 2013 年同期回落 6.57 個百分點，但環比二季度回升 4.49 個百分點；毛利率同比提升 0.42 個百分點，其中 3Q 提升 0.1 個百分點；期間費用率增加 1.15 個百分點；歸屬淨利增 0.08%，但扣非歸屬淨利降 13.46%，體現非經常損益影響較大，其中 3Q 扣非淨利降 29.27%為各季度最差；1-3Q2.46%的扣非淨利率同比減少 0.33 個百分點。

綜上分析：2014 年以來，雖越來越多傳統零售商實踐 O2O（因處於起步階段，相關收入規模較小，尚無法體現在銷售上），但嚴控三公消費和黃金珠寶銷售回落均進一步不利於零售商銷售增長，因此行業整體前三



季度基本面仍較弱，且從扣非淨利潤增速來看逐季趨弱，我們判斷零售行業基本面在本次三季度見底，並有望在四季度以及 2015 年迎來企穩回升。

重點公司 2014 前三季度業績概況：個股業績繼續分化。收入和扣非淨利潤增速均排名靠前的有永輝超市（21.59%，2.06%）、開元投資（20.35%、78.49%）、歐亞集團（10.43%，15.27%）、文峰股份（8.81%，21.56%）、步步高（6.72%，8.42%）、鄂武商 A（2.76%，56.38%）、徐家匯（1.42%、15.41%）等，仍以白馬類（如永輝、歐亞、步步高和鄂武商）或業績具備釋放彈性（如開元投資和文峰股份）的公司為主。

【行業觀點及推薦】（1）基本面：三季度仍然較弱，預計四季度及 2015 年小幅反彈，雖邊際改善幅度不大但可提供行業投資基礎支撐；（2）估值與持倉：行業動態 PE 估值穩定在 10-15 倍之間，估值在歷史底部，主流機構配置少，再考慮到年底估值切換，投資下行風險有限；（3）價值：具有充沛現金、重估價值顯著的自有物業和產業鏈衍生價值（參股小貸、消費金融、支付、銀行等），成為價值重估&兌現的重要來源；（4）主題與趨勢：國資改革、轉型創新和並購重組等概念和預期升溫，成為個股上漲催化劑和行業性估值修復契機，建議把握趨勢，組合買入。

國資改革角度，重點推薦合肥百貨、百聯股份；轉型創新角度，關注蘇甯雲商、步步高、王府井；並購重組&主題概念角度，推薦南京新百和大東方；另外，建議持續關注小市值組合，代表性公司如昆百大 A、華聯綜超、東百集團、ST 商城、武漢中商、江蘇舜天等。

另外，在雙 11 臨近和阿裡股價上漲背景下，短期關注電商概念個股的可能機會。其中，與阿裡巴巴有合作的傳統零售商主要有：王府井、紅旗連鎖、新華都、銀泰；與騰訊合作的主要傳統零售商有王府井、天虹商場、紅旗連鎖、友阿股份、永輝超市、中央商場。

風險與不確定性。零售商在改革與轉型進程及效果不確定，及對板塊估值提升壓力。

## 家電行業 2014 年三季報總結：板塊收入、業績增長 10%、25%，看好業績、估值優勢；推薦積極轉型佈局長遠的細分市場龍頭企業

（1）2014 年前三季度，家電行業收入增長 9.56%，較去年同期的 16.54%有所放緩，其中白電、黑電、廚電、上游配件和照明板塊的營收增速分別為 11.36%、5.26%、13.42%、9.02%和 11.32%。歸屬母公司淨利潤同比增長 25.04%，其中白電、黑電、廚電、上游配件和照明板塊的淨利潤增速分別為 28.16%、10.87%、22.82%、16.24%和 16.70%；

（2）2014 年前三季度，家電行業毛利率同比提升 1.83 個百分點至 24.99%，期間費用率上升 0.55 個百分點至 17.10%，淨利潤率提升 0.74 個百分點至 6.02%。其中白電、黑電、廚電、上游配件和照明的毛利率分別同比提升 2.81、-0.56、1.31、1.06、1.13 個百分點，期間費用率同比上升 0.53、0.35、0.70、0.31、0.30 個百分點，淨利潤率同比提升 1.00、0.22、0.69、0.26 和 0.46 個百分點；

（3）家電行業連續 7 個季度業績增速保持在 25%以上，龍頭企業股息率高達 5%，但動態估值不足 10 倍。我們看好家電板塊業績、估值優勢，板塊“增持”評級。在投資策略上，我們建議配置積極轉型佈局長遠的

細分市場龍頭企業，如積極佈局智慧家居的青島海爾、美的集團，深化管道改革的老闆電器，受益國企改革的合肥三洋、格力電器，積極推動“雙+”戰略轉型的TCL集團，以及向品牌、研發企業轉型的哈爾斯等。

風險提示：行業增速放緩、價格戰影響利潤水準。

**地產行業：季報風險解除，板塊看高一線，10月銷售成功逆襲，看好年末銷售翹尾。強推品種格力（自貿+軍工）、世聯（受益銷售復蘇）、金科（地產+新能源）近期表現搶眼，繼續推薦。市場強勢，關注資源類地產嘉凱城、新湖。**

10月銷售暖人心。上週三十大城市成交面積較10月第三周環比增22.6%，較去年增1.7%，十大城市環比增33.6%，同比去年增13%。10月整體銷售面積三十大城市較9月環比增16.3%，同比降6.45%；十大重點城市環比增27%，同比降4.3%。考慮網簽滯後等因素，我們認為11月銷售仍有望繼續保持平臺上行趨勢。

高層表態支持，地方放鬆更歡。總理上周明確表態“穩定住房消費”後，杭州再次出臺救市政策。考慮高層維穩意願明顯，各地方政府後期有望在住房補貼、稅費減免、公積金和信貸支持等方面給予更大力度支持。重申“看好基本面見底回升”

觀點。

繼續重申看好板塊4Q跑贏大市觀點。認為政策、銷售雙底到來，流動性釋放和降息週期下，基本面將有序上升。後期加倉優選：1）估值切換龍頭萬科、保利、招商、華夏；2）銷售彈性陽光城（大股東增持方案）；3）國企改革（張江、南京）和Reits預期（金融街、陸家嘴）。

風險提示：基本面向下行風險。

## 有色金屬行業：推薦鋁板塊與加工股

金價上周大幅下跌，源於美國QE退出確認的利空以及對加息預期的擔憂。基本面而言，金價短期下行空間有限，畢竟美國年內難以加息，而全球流動性依舊充裕，當金價也難以大幅反彈，因為無實質利好刺激金價。但從技術面而言，金價跌破1180美元支撐位，本周是要確認是否有效跌破。A股方面推薦外延式擴張的銀泰資源，以及霧霾概念的貴研鉑業。

基本金屬方面，價格仍可反彈：第一，中國需求下行的利空消化；第二，歐元去QE以及中國地產放鬆；第三，中國地產放鬆。然而A股中的資源品板塊難以上漲，堅持自下而上推薦，一方面選擇業績反轉或者外延擴張預期強的加工股，另一方面鋁價持續上升，優選鋁板塊：新疆眾和，羅普斯金、銀邦股份，關注中國鋁業。

小金屬關注稀土整合。稀土價格處於底部，但金屬價格彈性不大，穩步上升，所以我們偏向於推薦磁材股，如寧波韻升、中科三環、正海磁材。中長期看好新能源汽車產業與軍工產業，關注天齊鋰業與西部材料。

風險提示：金屬價格大幅下跌。

## 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。