

2014 年 11 月 04 日

市場回顧與後市研判

昨日滬深兩市指數震盪上行，上證綜指報收於 2430.03 點。終盤，上證綜指、深證成指、中小板指數和創業板上漲 9.85 點（或 0.41%）、14.54 點（或 0.18%）、17.89 點（或 0.32%）、16.62 點（或 1.10%）。板塊方面，交運、鋼鐵和有色板塊漲幅較大，分別上漲 4.05%、2.62%和 2.39%；銀行、非銀金融板塊下跌，分別下跌了 0.82 和 0.27 元，全市場共有 40 個股漲停，沒有股票跌停。

受習近平總書記考察福建平潭綜合實驗區消息提振，福建板塊大漲，福建南紡、平潭發展、廈門國貿漲停。交通運輸板塊再度走強，五洲交通、中海海盛、海南航空、中國遠洋、寧波港、連雲港 6 股漲停，北部灣港、日照港升逾 9%。10 月 31 日，交通運輸部發佈了《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》，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。

對於後市，四季度注意短期行情調整風險。再次推薦絲綢之路標的包括新疆城建、西部建設、中工國際、特變電工；鐵路板塊加速後續國外開拓有很大空推薦鼎漢技術、中國南車、中國北車。

重要新聞

◆【李克強：研究推進民生領域改革發展舉措】

11 月 3 日，中共中央政治局常委、國務院總理李克強主持召開座談會，就當前經濟形勢和下一步經濟工作，聽取專家學者和企業負責人的意見建議。李克強說，面對複雜嚴峻的經濟形勢，要善於從紛繁多變的經濟現象中把准運行的主脈、更要看清發展的大勢，尊重客觀規律，民主決策、科學決策。保持經濟運行處於合理區間的判斷，基於經濟增長能夠實現比較充分的就業和物價基本穩定，在發展中使居民收入增加、生態環境改善，品質和效益不斷提高。我們要更加注重用著眼長遠的辦法解決現實難題，更好發揮市場機制作用彙聚新的動能，更多把勁使在提質增效和民生改善上，推動科學發展、升級發展。

◆【金融企業貸款減免辦法將出臺銀行壞賬核銷迎利好】

3 日，據有關部門透露，金融企業貸款減免辦法正在起草，有望近期出臺。這項政策的重點是加強金融企業尤其是銀行的壞賬減免核銷力度，支援中小企業發展，打消銀行給中小企業貸款的顧慮。有關專家分析，壞賬核銷涉及銀行基本制度，影響深遠。不管怎樣設計，政策操作邏輯是短期撇賬和長期制度改造相結合。資料顯示，16 家上市銀行三季報和半年報相比，不良貸款比率上升的有 15 家，不良貸款餘額增加的有 13 家，不良貸款撥備覆蓋率下降的有 13 家，淨利潤同比增速放緩的有 9 家。專家分析，既要大力督促銀行為中小

企業放貸，根本改變銀行惜貸局面，又要防止銀行不良貸款攀升。修改銀行相關會計制度，放寬一直嚴格的不良貸款核銷制度就成為政策重要選擇。壞賬核銷的利好只是一個方面，量化寬鬆其實是最大的金融救援。銀行負債成本下去了，利差受益良多。

◆【央行部署金融 IC 卡應用下一步工作提出具體時間表】

為進一步貫徹落實黨中央、國務院關於推動金融普惠發展、促進資訊消費擴大內需、增強資訊技術安全可控能力有關精神，切實提升金融 IC 卡的普惠性、便捷性和使用品質，2014 年 11 月 3 日人民銀行印發了《關於進一步做好金融 IC 卡應用工作的通知》（簡稱《通知》）。《通知》明確了提高金融 IC 卡安全可控能力、實現金融 IC 卡“一卡多應用無障礙”、提升非現金結算覆蓋率的工作目標。《通知》就下一步金融 IC 卡應用工作提出了具體時間表。自 2015 年 4 月 1 日起，各發卡銀行新發行的金融 IC 卡應符合 PBOC3.0 規範；2015 年底，110 個金融 IC 卡公共服務領域應用城市 POS 終端非接受理比例同比至少增加 20 個百分點；自 2016 年 1 月 1 日起，發卡銀行、銀行卡清算機構等開展的移動金融服務應以基於金融 IC 卡晶片的有卡交易方式為主。

◆【工信部著手制訂機器人產業“十三五”規劃】

工業和資訊化部副部長蘇波 3 日在接受記者採訪時表示，工信部將組織制訂我國機器人技術路線圖及機器人產業“十三五”規劃。根據現有思路，“十三五”期間，為了解決製造業的“用工難”矛盾，工業機器人將是產業的發展重點。據業內人士透露，工信部已經組織了機器人產業“十三五規劃”的課題研究，相關協會和機構紛紛提交了研究申請。如果申請順利，“十三五規劃”的相關課題有望在明年拿出成果。

◆【15 萬億土地財政審計已收官明年初或公佈結果】

11 月 3 日，據地方財政工作人員透露，全國性的土地出讓金審計工作已經收官，審計署可能會儘快公佈審計結果。此前，一位地方審計局總審計師預測，審計結果或在明年初公佈。據統計，2008 年～2013 年間，地方政府土地出讓金收入約 15 萬億元。近些年，地方政府財政收入依靠賣地收入以及由此衍生而來的土地財政問題越來越為外界關注。本次重點審計的項目就包括：是否存在違規出讓土地的問題，包括出讓主體不合法、未落實招拍掛出讓制度、違反國家供地政策、低價或零地價甚至負地價出讓土地、違規發證、出讓後擅自改變規劃條件等；是否存在應徵未征、擅自減免、截留或變相返還土地出讓金等問題；是否存在人為加大土地開發成本支出而降低土地出讓實際收益，違規使用、擠佔、挪用土地出讓金等問題。

金科股份：銷售有序放量，新能源強勢進軍，重申看好

1) 主業精進，家底殷實。公司在建及擬建專案占地面積約 1282.97 萬平方米，規劃建築面積約 2890 萬平方米，其中未結算面積在 2000 萬平方米左右。預計前 10 月銷售超 190 億。考慮 4 季度備貨充分，政策趨勢向好，全年沖 280 億目標（含產業板塊）。

2) 轉型有力。20 億註冊新能源企業，立足風能、光伏、葉岩氣。新公司註冊資本大，且為公司全資企業，充分說明公司對新業務方向足夠重視且已有相對明確方向。我們認為公司本次切入新能源領域已經過充分慎重考慮。新能源產業未來有望成為公司第二大主業，且形成穩定、具規模新增利潤點。

考慮土地儲備、產品結構、產業發展和公司市場地位，給予公司 2015 年 12 倍市盈率，對應股價 16.2 元，“買入”評級。

風險提示：行業基本面向下行風險

易華錄：智慧城市簽約能力顯著，業績爆發視窗臨近

一、在手訂單充沛，營收同比提速顯著。在手框架協定及可執行訂單數量及金額規模大，短期有望在山東、貴州等地進一步取得顯著突破。

二、經營集約化程度顯著提升，業績爆發時點或已臨近。（1）在業務快速發展的過程中，易華錄保持相對穩定的毛利水準（35%左右波動），這顯示在其發展壯大的過程中保證了承接專案的盈利品質；（2）期間費用率相較 2013 年同期已經呈現下降態勢，這或體現出規模經濟特徵，對長期業績改善構成重要支撐；（3）財務費用率顯著上升 2-3% 的態勢將在非公開發行募集資金到位後得以迅速緩解。（4）支付給職工以及為職工支付的現金 2014 年 1-9 月較 2013 年 1-9 月增加 2803.06 萬元，增幅為 46.49%，這一增速顯著低於主營業務收入增速，單位人工的產出效應亦在積聚。考慮到時間性差異因素的影響通常在 1-2 個季度內得以恢復，四季度業績增速創新高將是大概率事件。

三、阿裡合作事宜對其智慧城市業務構成長期重大利好，模式創新及持續運營帶來的業績爆發是未來看點。2014 年 6 月 18 日，公司與阿裡雲計算有限公司簽署戰略合作協定，建立戰略合作夥伴關係。雙方將在雲計算、大資料、智慧城市等領域廣泛開展合作，以共同推進相關領域雲服務業務的發展。我們認為：（1）依託阿裡巴巴強大的資料運營、互聯網精神及充沛的資金及 IT 基礎設施資源和易華錄強大的智慧城市圈地能力，中國智慧城市建設正在由過往關注 IT 基礎設施建設的視野轉向基於資料運營的產業培育、公共服務培育視野，這種變化將帶來智慧城市領域運營模式的顯著變化。（2）市民卡等公共服務運營領域的模式創新或率先破局。考慮到水、電、氣、交通出行等於居民生活息息相關的公共服務領域構成城市居民日常生活的重要組成部分，在此領域開發互聯網金融產品抓手並與支付寶對接或在未來 3-6 個月內落地。（3）一旦實現市民端的用戶積聚和資金積聚，平臺價值將得以凸顯。以縣級城市 30 萬人口計算，在滲透率達到 20% 的情況下，單縣級城市的可達使用者規模高達 3 萬人，每人每月的價值貢獻假設只有 5 元錢，單個縣級城市來自市民服務運營的價值將達到 360 萬。考慮易華錄目前的業務佈局已經達到幾十個縣級以上區域，業績彈性不容低估。

四、控股股東及員工參與增發蘊藏深意，目前仍是長期價值低點。（1）控股股東將以現金認購非公開發行股份的 1935.45 萬股，占比 35.19%，與增發前股份占比保持一致。控股股東同比例參與非公開發行保證了其股份在增發過程中不被稀釋，這表明集團公司強烈看好公司長期發展前景，亦為後續潛在的股權合作事宜保留較大空間。（2）員工持股計畫方式參與 798.55 萬股，占非公開發行股份的 14.52%，占增發後總股本的 2.12%，考慮到員工持股計畫全員參與的特性，此次計畫的實施相當於進行一次普惠制且靈活執行（不用國資委審批）的類股權激勵。員工積極性釋放機制的建立、可預期的集團內產業整合支持驗證目前價格仍是長期價值低點。

五、盈利預測與投資建議。結合公司現有訂單及執行進度情況，我們測算 2014-2016 年易華錄主營業務收入分別為 168957 萬元、307109 萬元和 563391 萬元，歸母淨利潤分別為 21220 萬元、38710 萬元和 66876 萬元，對應每股收益分別為 0.66 元、1.20 元和 2.08 元。增持評級。

六、主要不確定性。河北項目進展低於預期、資金鏈斷裂或者資本成本上升引致盈利能力下降、與阿裡合作的深度和進展低於預期、公司業務拓展及專案執行進度低於預期、經濟系統性風險等。

金螳螂：業績符合預期，3 季度增速放緩，家裝 e 站訂單數量穩步增長

金螳螂公告 2014 年 3 季度業績，報告期內公司實現主營收入 145.77 億元，同比上升 25.37%；實現歸屬淨利潤 13.16 億元，同比上升 30.45%；攤薄後每股收益 0.75 元。公司預計 2014 年實現歸屬淨利潤在 18.76 億至 21.89 億之間，同比增長 20%-40%。

1、業績基本符合預期，與行業整體類似，3 季度繼續放緩，單季收入增 21%，營業利潤增 17.6%，歸屬淨利增 22.4%（營業外收入 1800 多萬產生於家裝 e 站作價股投資螳螂電商產生的資本公積，螳螂分享到的資本溢價）。淨利率達到高位後沒有再提升，基本維持在 8.5-9 個點之間。

2、回款不佳；經營現金流-6.96 億，為歷史新低，低於去年季末的-0.83 億，收現比為 77.22%，低於去年同期的 86.84%，相應的，由於應收增加，前 3 季度計提的資產減值損失同比增加 90%；

3、中報披露“金螳螂電商成立至今……線上線下累計承接訂單 2251 件，累計成交金額 9200 萬元，”，即 6 月 6 日至 8 月 26 日訂單為 9200 萬元，訂單 2251 件，3 季報披露“電商公司成立至本報告披露日，線上線下累計成交 4632 單，已發生資金流水 15869 萬元”，即 6 月 6 日至 10 月 29 日，訂單 4632 件，資金流水 1.58 億（由於包含部分定金，因此訂單金額應高於 1.58 億）。如果從訂單數量推斷，6.6-8.26 為 2251 件，9、10 月為 2381 件。即 6、7、8 月月均 800 件左右，9、10 月份達到 1200 件左右；店面數量相應擴張：8 月底簽約服務商 184 家，上線城市 44 家，體驗店 19 家，10 月底，簽約 250 家，施工包上線 68 家，主材包上線 22 家，體驗店 22 家；

4、總體來看，傳統業務在增長和現金流兩方面承壓，今明兩年業績預期下調；隨著加盟商數量的增加和 F2C 供應鏈整合，9、10 月份成交量穩步增加，新邏輯部分驗證，基本上，繼續關注供應鏈整合進展和市場反應，資料上，關注訂單規模增長；對於裝飾板塊，我們重申看法，估值初步修復已經告一段落，未來建議關注新邏輯驗證情況。

5、盈利預測及估值。公司作為裝飾板塊的龍頭，訂單飽滿，同時，公司電商家裝業務穩步推進。保守估計，14-15 年 eps 為 1.12 和 1.36 元，“買入”投資評級。

6、主要風險：經濟下滑風險；回款風險；訂單推遲風險。

藍色游標：擬兩地上市，有望迎來海外業務並購高潮

藍色游標擬發行 h 股並申請港股上市。此次佈局有利於境外並購項目，海外業務拓展。藍色游標 h 股上市是海外佈局的里程碑，在之前收購 fuse 等海外公司的基礎上，公司海外業務佈局加速。我們認為藍色游標作為一線龍頭公司積極進軍海外，有利於進入更加廣闊的海外市場，而海外公司先進的業務模式和工作經驗將反哺國內業務，提升國內業務的競爭水準。藍色游標國際業務佈局是有望使得公司的估值中樞長期維持在 30/35 倍，作為國內公司戰略最清晰、管理層眼光最好、執行力最強的公司（沒有之一），看好公司長效的發展潛力！

風險提示：海外並購存不確定性，兩地估值差加大股價波動。

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。