

2015 年 1 月 30 日

市場回顧與後市分析

昨日滬深兩市指繼續低開低走，上證綜指報收於 3262.31 點。終盤，上證綜指、深證成指、中小板指數和創業板分別下跌了 43.46 點(或 1.31%)、105.1 點(或 0.93%)、28.12 點(或 0.46%)、20.04 點(或 1.16%)。板塊方面，鋼鐵、電力及公用事業和綜合板塊分別上漲 0.73%、0.69%和 0.25%；非銀、銀行、石化板塊下跌，分別下跌了 2.35%、2.07% 和 1.57%。全市場共有 49 只個股漲停，沒有票跌停。

昨日，受再查兩融消息的影響，金融股領跌兩市，並拖累股指走低。首先，資金面接連遭遇利空，證監會、銀監會連袂降杠杆。其次，經濟基本面信號不佳，去年 12 月規模以上工業企業利潤驟降 8 個百分點，創下歷史最大跌幅，今年 1 月滙豐 PMI 初值仍在榮枯線下方，顯示實體經濟仍然疲軟。第三，人民幣匯率接連大跌。第四，政策面也出現利空，對於違反常態的“高送轉”行為，監管層表示要每單必查。除此之外，分析人士認為，還有一大利空靴子未落地，有消息稱，兩天內新股批文將。

對於後市，我們認為短期可以關注一帶一路、體育、迪士尼和農業板塊，進行主題投資。

重要新聞

◆【核電央企重組啟幕：中電投國家核電合併獲批】

繼南北車開始合併之後，與高鐵同屬“出海”重點領域的核電也將誕生新的“巨無霸”。進入 2015 年，我國核電領域動作不斷。1 月 29 日從多個管道獲悉，今年 1 月初，國家核電技術公司（以下簡稱國家核電）和中國電力投資集團（以下簡稱中電投）的合併事宜獲得了國務院常務會議通過；1 月 28 日，國務院常務會議部署加快核電等中國裝備“走出去”；昨日下午，中國廣核集團（以下簡稱中廣核）還和法國電力公司在京簽署了核電站設計領域的有關合作協定。一系列動作表明，我國核電“走出去”的戰略步伐進一步加快。

針對國家核電和中電投的合併，業內認為其最大的意義在於國產三代核電的研發技術與核電牌照資質的融合。未來，國家核電更有望借助中電投的平臺，將核電資產整體上市。廈門大學能源協同創新中心主任林伯強表示，目前國家核電的 CAP1400 由於技術方面還需要完善，因而遲遲未能落地，兩者合併將有望加速技術成熟並落地開工。屆時，國產核電技術“走出去”將產生華龍一號和 CAP1400 兩件利器。

◆【發改委半月批復投資超千億省級地方兩會佈局穩增長】

穩增長成為 2015 年中國經濟工作的首要任務。今年剛開始，中央地方雙雙發力穩增長，國家發改委半個月內批復了 11 個基建專案，總投資逾 1100 億元。而地方層面，各省在近期召開的地方兩會上對當地經濟穩增長進行佈局，謀求擴大有效投資，並確定將推出一批重大基建項目。

1 月 29 日，國家發改委批復了湖北省武漢市青山長江公路大橋項目，該項目總投資為 53.6 億元。1 月 28 日，國家發改委批復了湖南省邵陽武岡民用機場、甘肅隴南民用機場、民航通信網工程三大專案，總投資約 35.54 億元。

1 月 26 日，國家發改委一口氣批復了 5 大項目：杭州至南京高速公路浙江段改擴建工程、雲南省香格里拉至麗江公路、江西贛江新幹航電樞紐工程、遼寧省鐵嶺至本溪公路、貴州省遵義至貴陽公路擴容工程，總投資達 571.25 億元。

1 月 16 日，國家發改委批復了新建彌勒至蒙自鐵路專案、濟南市城市軌道交通近期建設規劃，這兩大專案總投資為 531.4 億元。至此，從 1 月 16 日至 1 月 29 日，國家發改委先後分四批次共批復了 11 個基建項目，總投資達到 1192.79 億元。

◆【部分銀行將傘形信託配資起點提高 3 倍至 2000 萬】

近日，部分銀行已將傘形信託配資劣後資金起點由此前的 500 萬元大幅提高至 2000 萬元，甚至有銀行將單獨開戶的自有資金起點提高至 1 億元。

據華南某股份制銀行人士介紹，目前該行傘形信託配資最低門檻為 2000 萬元，杠杆倍數一般情況下為 1:2.5，客戶最多可以獲配 5000 萬元。在此之前，該行傘形信託配資起點為 500 萬元，金額大幅提高 3 倍。該人士說，除了配資起點大幅提高，杠杆倍數、警戒線和平倉線也有所提高。該人士稱，該行目前的預警線、平倉線分別為客戶帳戶總資產的 95%、90%。目前，出現類似情形的並非上述銀行一家。個別銀行雖未對小額融資進行調整，但卻提高了傘形信託大額融資單獨開戶的標準。

華南某券商人士表示，雖然近期股市大幅波動，但仍比理財產品具有吸引力，也增加了銀行吸收資金的難度，加上風控考慮，對傘形信託進行調整也在情理之中，無須過於擔憂。

◆【30 億資金最後半小時借道滬股通搶籌 A 股】

外資借道滬股通逢低搶籌 A 股跡象愈發明顯，1 月 29 日 14 點 30 分過後，超過 30 億的買盤突然湧入，一舉扭轉滬股通當日淨賣出的態勢，可用餘額快速減少，截至收盤，滬股通餘額為 101.14 億元，意味著當日滬股通交易通道獲外資淨買入 28.86 億，額度使用率 23%。

當日 A 股上午收市時，滬股通每日 130 億元額度還剩下 133.52 億元，顯示滬股通處於淨賣出狀態。而且這種淨賣出狀態持續到下午 14:30 分左右，滬股通餘額占比仍達 102% 以上，但是，在距 A 股收市還剩不到半

個小時時間裡，買盤突然湧入，滬股通由淨賣出逾 3 億元變為淨買入 28.86 億元。每日 130 億元限額還剩 101.14 億元，使用率為 23%。

事實上，近期海外投資者持續借 A 股盤整搶搭 A 股投資“班車”。港交所的資料顯示，1 月 20 日至 28 日 7 個交易日裡，滬股通累計淨買入額達 87.89 億元，較此前七個交易日累計淨買入 21.92 億元增長了 3 倍。截至 15:時 39 分，港股通每日 105 億元限額共使用 5.66 億元，餘額 99.34 億元，使用率為 5%。

◆【上海正籌建“四新板”最快 4 月啟動試點】

上海金融服務辦主任鄭楊 29 日表示，為配合上海科技創新中心建設，上海股交中心將籌建“四新板”，以解決中小科技企業融資難問題。股交中心新推出的“四新板”（又稱 N 板），最快在今年 4 月左右啟動試點，並率先在浦東“四新”（新技術、新產業、新模式、新業態）企業中試點。

上海股交中心總經理張雲峰介紹說，針對全新規劃的四新企業板塊，股交中心也在板塊設計上做了一些創新。比如，在掛牌條件上，首先企業一定要符合“四新”的要求，其可以是股份公司，也可以是有限公司，只要符合條件，該企業就可以選擇在這個板塊掛牌；在審核方式上，股交中心遵循國外很多市場的經驗，引進 OTCBB 的註冊制模式，採用以資訊披露為主導的掛牌上市條件。

與股交中心目前運營中的“E 板”相比，即將推出的“N 板”重在科技創新，它們各具特色、旗鼓相當。據瞭解，上海股交中心 N 板啟動之後，將首先面對“四新類”企業聚集的上海浦東，然後推向全上海及長三角，最後輻射到全國的四新類企業。

天邦股份（002124）：圍繞生豬養殖做文章

我們近期借公司 18 周年年會之際，就公司未來發展方向與公司管理層進行了交流。我們認為未來天邦股份將更接近於一個養殖服務商的角色。未來公司業務基本包含：

（1）生豬養殖業務，更多地是提供父母代二元豬，通過家庭農場的輕資產模式擴大商品豬的養殖規模。收購全球領先育種企業法國 CG，使公司在種豬業務上具備較強發展潛力。

（2）疫苗業務逐步進入收穫期，豬瘟穩定增長，圓環快速放量，2014 年收入預計 1.6 億元，利潤 3500 萬左右。

（3）水產飼料業務平穩增長。我們預計 2015-16 年公司業務結構中收入增長較快的是生豬養殖和疫苗業務，利潤的彈性變數是生豬養殖，公司在育種上的潛在優勢可以提升估值。我們預計 2014-2016 年每股收益 0.16、0.64 和 1.02 元。給予公司“買入”評級，目標價 13.69 元，對應 2015 年 21 倍的 PE 估值。

不確定因素：豬價表現，新疫苗產品的審批進程。

海螺型材（000619）：“國企改革+油價下跌”雙重受益標的

（1）海螺型材前期公告國有股東改革持股後，將成為安徽省投資集團旗下唯一上市公司平臺。安徽省投資集團 160 億淨資產，旗下除金融、汽車、地產等資產外，已與安徽出版集團戰略合作進軍文化傳媒及醫藥等產業，後續整體上市預期較強！目前海螺型材市值僅 35 億；

（2）海螺型材主要生產成本 PVC 價格近期大幅下挫（同比大跌 20%），公司 2015 年業績反轉；

（3）2015 年 PE16 倍，PB1.4 倍，PB 值建材板塊最低，“買入”評級，重點推薦。

主要不確定因素。安徽國企改革推進不達預期，油價大幅回升。

風範股份（601700）：特高壓鐵塔龍頭企業，一帶一路隱性受益者

公司是國網中標率排名前三的鐵塔企業，市場佔有率 10%左右。

特高壓拉動鐵塔需求：兩電網鐵塔年需求 190 萬噸左右，預計 2015-2018 年我國將新建 26 條特高壓線路，新增鐵塔需求 520-780 萬噸，年均 130-195 萬噸。公司鐵塔業務將隨行業穩定增長。

一帶一路間接受益：2013 年公司國內訂單與海外訂單已經各占 50%。公司與特變電工、東方電氣、哈電集團等電力工程承包商建立了多年的合作關係，承攬了特變電工總包業務大部分鐵塔訂單，間接受益於基建輸出。

轉型油氣未來業績翻數倍：公司擬投資阿莫爾-黑河邊境油品儲運與煉化綜合體項目，預計 2017 年底建成，達產後淨利潤達 21.03 億元。我們根據國際油價進行敏感性分析，預計該專案淨利潤有望達到 34 億元以上。

預計公司 2014-2016 年每股收益分別達到 0.45 元、0.60 元、0.80 元。鐵塔業務穩定在 2.5 億元以上，給予 25 倍估值，對應 62.5 億元市值；油氣專案獲取的投資收益 9.62-15.59 億元，給予 8 倍估值，對應 77-125 億元市值。公司合理市值 139-187 億元，對應增發攤薄後價格 21.26-28.54 元。

風險因素：非公開發行尚需取得證監會批准，俄羅斯能源政策風險。

春秋航空（601021）：供給端，運力加速擴張

目前擁有 47 架飛機，57 條航線，運力投放和航線開拓規劃如下：

華南地區：去年深圳投放了 6 架飛機，將會建設成華南地區的基地，逐漸開設由深圳始發航班。

西南地區：昆明、重慶、成都中會挑兩個機場作為基地，昆明的作用是覆蓋南亞市場，重慶、成都都是覆蓋西南地區等。

境外市場：目標還是東北亞（含臺灣），東北亞目前沒有 LCC 龍頭出現，中日韓三角經濟狀況好，購買力充足，和中國文化背景相近。接下來兩年，國際航線增長率還會超過 20%。戰略的時間跨度上，要看取得運力的時間，以及和當地管理局的溝通，航權的審批情況，及其他地區的運力需求。

運力規劃：2015 年末將達到 60 架，2018 年達到 100 架。運力規劃已通過發改委和民航局審批，納入十三五滾動規劃中。

屆時，自購飛機和融資租賃飛機大約各占一半。新增運力將先加密已有的最好的航線，然後放到現有和新開的國際航線上，放到新開的基地深圳、大阪，然後再與地區政府合作，開闢新的航線。公司認為，這些年運力增長和收益增長完全匹配。

需求端：客座率高企將保持。運力投放後，還能維持 94% 以上的客座率。中國 2014 年民航客運量不超過 4 億人次，還有很多地區都沒有被航空服務覆蓋掉，但其實是有足夠購買力的，只是因為航空公司投放成本太高而沒有覆蓋。例如石家莊，航線網路結構豐富後，客座率並不低，中國類似石家莊的地方還有很多。

毛利率水準：維持高水準且具備抗週期性。低成本不等於薄利，票價降低不是以犧牲毛利率為代價的，讓利旅客保持高流量是一個良性迴圈。春秋航空的毛利率水準其實不低於行業平均，因為歷史原因，東航和南航的補貼是放在經常性損益的，而春秋不得不放在非經常性損益，還原後我們的毛利率是不低於四大航的。

整體看，由於公司需求旺盛，客座率高，票價水準競爭優勢突出，因此這兩年高運力投放（20% 以上）將有望有效轉化為收入增長，中期建議繼續關注。

風險提示：新股短期股價被大幅炒高後的回落風險；需求增速不達預期。

奧康國際（603001）：業績反轉支撐下的投資機會

我們推薦奧康國際，首先是基於對行業 2015 年大體判斷：服裝子行業尚未出現清晰的投資邏輯，龍頭企業作為標杆，其整合資源的能力、探索未來成長方向的動力預計將走出獨立的個股行情；展望 2015 年服裝子行業，我們認為國內服裝零售增速下了一個臺階至 10% 的增速水準，但呈現出結構性差異，傳統強勢的品牌/管道增速明顯放緩，新興的網路品牌、區域實體品牌/模式快速崛起；較國外百年零售歷史，中國囿於服裝零售歷史短（1990 年至今 25 年）、零售能力較弱，在互聯網零售的強勢衝擊下，消費者要求更加苛刻，企業的行銷目的，由搶空間直接跨入搶客戶階段，根據近期行業跟蹤，我們預計 2015 年國內消費需求至少不會進一步惡化，電商衝擊也已常態化，預計

企業的分化將更加明顯，龍頭企業的品牌號召力，加之相應的戰略及資源的匹配，有望進一步通過產業內並購來明顯提高市占率；具體來看，我們預計 2015 年優勢品牌企業的業績增長，除終端門店的自然增長外，並購式的外延式擴張將成為主流。

其次，我們認為奧康國際 2015 年的業績反轉概率較大：消費平淡、電商衝擊、逆勢擴張，公司 2012 年以來業績開始放緩、下滑，2014 年 1 季度收入、淨利潤增速分別達到週期性底部，2014 年 2、3 季度以來收入端下滑幅度開始收窄。

我們選取了 A 股市場上以加盟為主的可比龍頭公司七匹狼、羅萊家紡、森馬服飾，企業面臨相似的衝擊，調整步驟大致相似，但考慮到不同公司的戰略選擇不同，業績的波動節奏略有不同。公司因大力扶持加盟商、加大促銷力度，2011 年以來，應收賬款周轉率明顯下降、毛利率水準明顯下降。根據調研回饋，目前消費雖然平淡，但已過了最低迷的時期，電商對線下實體的衝擊也已趨於常態化，預計 2015 年公司收入水準將呈現輕裝上陣後的自然增長；公司利潤在 2013、2014 年連續兩年下滑後，隨著 2015 年毛利率水準的逐步提升，大概率將出現業績反轉。

再次，公司過去三年專注於終端門店的逆勢擴張，投入力度最大，我們認為公司未來將定位於管道商（奧康的產品競爭力突出，較之於男裝，受同等定位的國際品牌衝擊極小），未來的“築巢引鳳”在提升估值的同時，預計也將增厚公司業績。

強烈推薦，目標價 22.64 元。

不確定因素：終端需求持續惡化、新品牌建設不達預期、大店建設不達預期。

齊翔騰達（002408）：油價下跌影響短期業績，未來有望受益油價反彈

齊翔騰達發佈業績預告修正公告，全年淨利潤同比變動由-10%~+20%，調整至-15%~+15%。主要原因在於 4Q14 國際油價大幅下跌影響了公司產品價格及毛利率，同時公司對部分存貨計提跌價準備。

我們認為由於國際油價下跌的影響，4Q14 以及 1Q15 可能是公司業績的低點，但隨著國際油價反彈，公司業績彈性大，未來業績有望逐步回升。

我們認為公司以下幾點值得關注：

（1）**甲乙酮裝置進一步擴建**，新增 4 萬噸產能，預計於 2015 年中期建成投產，進一步增強公司在甲乙酮行業的領軍地位。

（2）**在建低碳烷烴綜合利用項目**預計將於 2015 年下半年投產，公司原料將被充分利用。

（3）**以上專案投產後公司外銷產品總量**將由 14 年約 50 萬噸增加到 16 年的 100 萬噸以上，業績有望大幅增長。

(4) 關注油價反彈時公司業績彈性，按照 100 萬噸的產品外銷量測算，靜態情況下產品售價上漲 5%，公司業績有望增厚 0.4 元以上

給以公司“增持”評級。

風險提示：原油價格持續下滑，產品價格大幅波動，在建專案進度不達預期。

三六五網 (300295)：安家貸規模產品上線，房產 O2O 快步推進

三六五網公告，安家貸公司正式投入商業化運營，首次推出規模化金融新產品“房開貸”，首期項目目標的 2000 萬元，半年期，年化收益約 12%。

三六五網安居貸產品充分利用原先線上流量大、客戶資源多的優勢，積極切入房產交易環節，打破了原先以廣告為核心的單一商業模式。前期安居貸實驗產品市場認可度極高，所有產品均在三分鐘內認購完畢。

三六五網於去年施行了業務的橫向延伸，充分利用線上流量優勢及客戶資源，涉足互聯網金融、家裝平臺和社區電商等業務。我們看好公司以房產 O2O、家居 O2O、社區 O2O 以及金融服務平臺為核心打造“3+1”的業務模式，以及公司整合線上線下資源，打造房地產產業鏈的閉環服務結構，塑造全新的房產交易平臺。

三六五推出的裝修寶對行業痛點針對性強，推廣進程快於預期。家裝行業市場集中度低，在約三萬億的市場規模中，前十家公司合計才 1000 億左右的規模。此外，家裝行業環節較多、資訊不對稱問題非常突出。三六五於去年開展裝修寶業務，對行業痛點針對性強，推廣進程快於預期。裝修寶向客戶提供家裝、金融等增值服務，其推出的家居 O2O 產品“365 裝修寶”已經在合肥等 6 個城市成功運行，預計今年公司可以在 10 個核心的城市完成佈局。

員工持股計畫彰顯對未來信心。公司於去年 11 月公佈了員工持股計畫。計畫分三期向員工授予共計 540 萬股股票，其中 180 萬股由員工從二級市場買入，其餘 360 萬股將由公司實際控制人無償贈與。“買 1 送 2”的員工持股計畫表明了實際控制人對市場和公司的未來前景具有堅定的信心。

此次安家貸規模產品上線，表明房產 O2O 快步推進，看好公司整體 3+1 戰略的佈局，以及強大的執行力保證戰略實現。

基於公司巨大的發展空間，並參照其他互聯網平臺的估值，我們給予買入評級。

風險提示：裝修寶業務開展不及預期；傳統業務市場份額下滑。

免責聲明

本檔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。

本檔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，謹請閣下注意本檔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。過去的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。