

2015 年 4 月 17 日

## 宏觀經濟

3 月財政收入同比增速回升至 5.8%，其中中央收入同比由負轉正至 3.2%，地方本級收入同比持平為 7.4%，主因增值稅、進口環節稅及地產相關稅收下降。

主要收入項目中，受春節因素干擾，個人所得稅增速激增至 72.4%，消費稅增速大升至 33.5%；而增值稅和營業稅增速仍然低迷；企業所得稅同比負增，主因月度間不均衡入庫。

3 月財政支出增速回落至 4.4%，其中中央支出增速大跌至 -6.3%，主要緣於部分支出提前撥付，地方支出增速小幅回落至 6%。

分項支出中，交通運輸、節能環保和醫療衛生等領域增長較快，累計增速分別為 43.3%、26.4%和 13.3%。

1-3 月全國政府性基金收入同比下滑 33.3%，其中地方收入下滑 35.6%，主因國有土地使用權出讓收入同比下滑。

3 月財政收入增速依然偏低，支出增速大幅放緩。1 季度 GDP 創 6 年新低，而刺激政策力度仍顯不足，放鬆節奏過慢。未來寬鬆財政和貨幣政策有待加碼，托底經濟下滑。

## 大市導航

### 金融工程：新期指上市首日運行平穩

昨日，上證 50、中證 500 股指期貨合約在中金所掛牌上市交易。兩大期貨的推出極大地豐富了期指家族，為更多樣的策略開發、更精確的風險規避提供了可能。

新合約的交易規則和結算方式與滬深 300 股指期貨一致，因此投資者對兩個新品種的期貨合約並不陌生，上市首日運作平穩，上證 50 股指期貨成交 15.7 萬手，持倉 3.35 萬手，中證 500 股指期貨成交 12.3 萬手，持倉 7940 手。唯一有點波瀾的是，兩個品種的合約在上市首日出現了截然不同的升貼水情況，上證 50 股指期貨開盤便大幅升水 51.2 個點，全天平均升水幅度為 40.7 個點，15:00 收盤升水 63.6 個點。相反的中證 500 股指期貨開盤便大幅貼水 95 個點，全天平均貼水幅度為 187 個點，15:00 收盤貼水 257 個點。

綜合來看，我們認為由於存在對沖盤從做空 300 合約轉向做空 500 合約的壓力，中證 500 期貨仍將維持較大幅度的貼水。

而上證 50 期貨的升貼水情況或更多將由市場情緒所決定，今年以來上證 50 指數的漲幅明顯落後於其他指數，藍籌股的補漲預期或將維持 50 期指的大幅升水。

### **保險行業：一季度業績超預期，最受益于牛市的高貝塔品種**

(1) 受益於股票市場大幅上揚，一季度保險公司業績超市場預期，預計中國平安淨利潤同比增長 90% 左右，中國太保增 50% 左右。

(2) 保險股是牛市中後期品種，將維持強勢。保險是唯一能加杠杆投資股票的標的，牛市中後期權益倉位元提升後業績彈性巨大，資產端負債端雙雙受益，提升股價彈性和業績彈性。

(3) “投資+保費+政策”三輪驅動，保險行業景氣度顯著回升。2015 年期待養老險、健康險和稅收優惠政策出臺，保費增長將重回快車道。建議買入估值最低、業績最好的中國平安和底部向上的中國太保。

風險提示：權益市場下跌導致業績與估值雙重壓力。

### **廈門鎢業（600549）：新老換屆，期待大浪潮下的輝煌依舊**

(1) 鎢價處於底部，上漲預期強烈。

(2) 新能源汽車銷量不斷超預期，並獲政策大力支持，使得能源新材料需求加強，盈利能力提升。

(3) 新能源汽車產業鏈的發展明顯提升公司估值。

(4) 稀土和鎢行業均有明顯的稀貴金屬資源稟賦屬性。

風險提示：產學進展低於預期。

### **片仔癀（600436）：2014 年年報點評——悟已往之不諫，知來者之可追**

事件：公司公告實現營業收入 14.54 億元，同比增長 4.16%，實現歸屬於上市公司股東淨利潤 4.39 億元，同比增長 2.11%，扣非後實現歸屬於上市公司股東的淨利潤 3.82 億元，同比下降 5.51%，實現 EPS2.73 元。

公積金轉增股本預案：以公司 2014 年度末總股本 1.6 億股為基數，以資本公積金向全體股東每 10 股轉增 15 股。

現金分紅：每 10 股派發現金股利 9 元（含稅）。

點評：

報告期內公司實現營業收入 14.54 億元，同比上期增長 4.16%。主要系日用品、化妝品行業收入增加所致。其中藥品銷售實現 12.69 億元，同比下降 0.62%，毛利率減少 5.12 個百分點，主要原因在於報告期內公司主導產品片仔癯及系列產品受國內外經濟的影響；日用品、化妝品銷售實現 1.76 億元，同比增長 66.44%，毛利率減少 3.95 個百分點，主要原因在於公司深挖品牌資源，合理組建行銷團隊，強化責任意識，完善考核機制，同時加強與經銷商之間的合作，較好的完成年度經營計畫；食品銷售實現收入 3738 萬元，同比下降 12.06%，毛利率增加 15.45 個百分點。報告期內實現主營業務成本 7.17 億元，同比上期增長 13.88%，主系日用品、化妝品產品成本配比其銷售收入大幅增長。分地區看，境內銷售 12.49 億元，同比增長 11.57%，境外銷售 2 億元，同比下降 25.92%。

2015 年，公司將繼續聚焦“一核兩翼”，以現有核心平臺進行產業鏈整合，同時擴大產業平臺，尋找標的物，合理佈局投資。公司將全面鎖定“一核兩翼”的發展戰略，突出創新活動，著力打造“傳統中醫藥+現代健康生活+現代流通方式”發展模式，努力構建以傳統中藥生產為龍頭，以保健藥品、保健食品、功能飲料和特色功效化妝品、日化產品為兩翼，以藥品流通為補充的健康產業集團，把片仔癯打造成擁有厚重中醫藥文化價值、國內一流的健康養生品牌。2015 年經營預期目標：力爭實現銷售收入 17.2 億元（同比增長 18%），實現淨利潤 4.6 億元（以 2014 年扣非後淨利潤計算，則同比增長 20%）。

投資觀點：我們認為片仔癯和銀之傑合作，意在未來管道重構，精準行銷，一季度國內市場銷售情況或有望反轉；新管理層欲展宏圖，藥業及大健康齊頭並進。我們在一月份連續發佈兩份老樹發新枝系列報告，四月份我們繼續保持這個觀點。

風險提示：市場競爭激烈，新產品推廣不達預期。

## 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。