

2015 年 4 月 29 日

宏觀經濟

實體經濟觀察 2015

3 月工業企業主營收入增速跌至零值附近，並創歷史新低，印證需求不佳，工業增速下滑。然而，4 月以來經濟仍未見好轉跡象：滙豐 PMI 仍是跌跌不休，中觀行業中僅地產、化工需求向好，而發電耗煤增速卻依然偏低。梅雨季節未至，經濟走勢卻已烏雲密布。此前政策刺激如綿綿細雨，落實程度恐未達預期，也未能有效降低利率。傳聞中國版“QE”或將推出，有望成為烏雲之後的傾盆暴雨，增加對實體經濟的融資支援，托底經濟下滑。

需求：下游地產企穩、乘用車、家電、紡織仍偏弱。中游鋼鐵、化工弱改善，水泥、機械仍弱。上游煤炭仍弱，貨運弱。

價格：3 月 70 城房價同比續跌環比改善。上周生產資料價格漲少跌多。

庫存：下游地產、乘用車改善。中游鋼鐵、化工持續去化，水泥仍高。上游煤炭、有色仍高。

分行業觀察：

下游：地產：4 月下旬新房銷量增勢延續，一二線庫存繼續弱改善。乘用車：3 月主營收入增速續降，4 月第三周銷量延續低增。家電：3 月白電出口大幅回落，4 月第三周零售增速小幅回升。紡織服裝：3 月收入增速大幅回落，內需弱改善外需仍疲弱。

中游：鋼鐵：上周鋼價回落毛利續升，庫存繼續去化，開工率反彈。水泥：上周水泥價格繼續回落，庫存狀況仍不樂觀。化工：上周化纖原料價格平中有漲，PTA 供貨不足拉升價格。機械：3 月各子行業收入增速全線下滑，印證工業增速新低。電力：4 月下旬耗煤增速弱改善，預示工業增勢仍較疲弱。

上游：煤炭：上周煤價下跌為主，港口和產地庫存均下滑。有色：上周銅鋁價格大幅回升，LME 銅庫存回升鋁庫存回落。大宗商品：上周 Brent、WTI 繼續回升，CRB 小幅回升，美元指數回落。交通運輸：3 月貨運量增速暴跌創新低，上周 BDI 走平 CCFI 回落。

大市導航

石化行業：油品升級提前完成，推動大氣污染治理和企業技術升級

國務院常務會議要求加快清潔油品生產供應，力爭提前完成成品油品質升級任務。（1）2016年1月起，國五汽柴油將在東部11個省市推動；（2）全國供應國五汽柴油的時間由2018年1月提前至2017年1月；（3）從2017年7月和2018年1月起，在全國全面供應國四、國五標準普通柴油（4）煉油企業將增加技改投入680億元。

投資機會分析。建議關注：（1）高品質汽柴油供應商中石化、中石油、上海石化、華錦股份；（2）提升汽油油品質的異辛烷、MTBE供應商，齊翔騰達、海越股份、岳陽興長、茂化實華；（3）改善柴油車尾氣排放的車用尿素溶液生產商，四川美豐；（4）其他公司三聚環保（脫硫催化劑淨化劑生產商）、德美化工、煙臺萬潤。

風險提示：原油價格下降、油品升級執行力度弱。

招商銀行（600036）：一季報業績超預期，零售貢獻提升

（1）招行1季度淨利潤172億，同比15%，收入端增速較快，息收入、費收入和營業收入同比22%、49%、24%。（2）把握資本市場活躍機會，零售業績貢獻提升。公司口徑零售稅前利潤102億，同比增30%，占比48%，同比提升6個百分點，零售營收216億，同比增長35%，占比45%。（3）負債方壓力緩解，息差逆勢上行，淨息差淨利差同比環比上行。（4）1季報業績超預期，處行業較高水準，受益於資本市場活躍，零售貢獻明顯提升，短期積極關注。

風險提示：資產品質壓力超預期。

隧道股份（600820）：Q1業績符合預期，PPP項目發力+國企改革，繼續推薦

自12月初本輪推薦以來，已上漲104%，過程非常穩健。1）Q1淨利潤同增10.66%，三費率和所得稅了上升導致淨利率持平；2）經營現金流-9.03億元，較去年同期正的6.05億大幅淨流出；3）重申推薦邏輯：國盛持股的老牌上海國企，未來激勵、混改都在情理之中；累計投資BOT、BT等PPP類項目超過500億，存續量也在400億以上，成為公司穩定的利潤增長點。預計15-16年EPS分別為0.53和0.61元。

風險提示：經濟下滑風險；訂單推遲風險；回款風險。

銀座股份（600858）：定增注入資產並引戰投和員工持股，將提升競爭力和經營效率

公司 4 月 29 日發佈發行股份購買資產並募集配套資金暨關聯交易預案：擬以 8.73 元/股發行 4.81 億股購買資產，並發行 1.8 億股募集配套資金，鎖定 36 個月；募資總額不超 15.7 億元，不超擬購買資產價格（預估 42.02 億元）的 38%。公司股票將於 4 月 29 日復牌。本次定增和募資方案注入大股東優質資產做強上市公司，同時引入戰投和員工激勵，有望實質改善治理激勵機制，提升運營效率和釋放業績；公司停牌（1 月 9 日）至今，SW 商貿指數累計漲 57%，上證綜指上漲 36%。

本次發行價較公司停牌前 9.83 元的股價折價 11%。

1.購買大股東優質零售資產，增強控股比例和區域競爭力，15 倍 PE、0.4 倍 PS 收購對價便宜。公司本次擬發行 48133 萬股，購買資產淨資產帳面價值 26.28 億元，預估值 42.02 億元，增值率 59.89%，包括：（A）股東銀座商城持有的銀座商城總部零售業務資產，銀座商城、山東世貿中心以及魯商集團持有的銀座商城 18 家子公司 100%股權，及銀座商城子公司臨沂居易銘業 98%股權。（B）山東世貿中心持有的位於濟南市濼源大街 66 號房屋及坐落土地的使用權、全部物業設備。（1）重組後，商業集團及一致行動人合計持股比例由 33.99%增至 62.19%，其中員工持股 6.79%。（2）購買大股東零售資產，公司擁有門店數由 107 家增至 145 家，新進省內 3 個城市。（3）測算本次資產收購 PE 15 倍、PS0.4 倍、PB1.6 倍，較便宜。

2.募集配套資金，引入戰略投資者和員工激勵，改善公司治理。擬發行 17984 萬股，募資總額不超 15.7 億元，不超擬購買資產價格的 38%，發行對象包括員工持股計畫、山東聚贏產業基金合夥企業、山東省經濟開發投資公司、北京嘉潤金成投資中心，各以現金認購 7 億元、6.69 億元、1.75 億元、2619 萬元。募集的配套資金扣除發行費用後，擬用於銀座商城棗莊店項目（2.3 億元）、臨沂魯商中心建設項目（5.61 億元）、支付本次重組的仲介機構費用（3000 萬元），以及補充標的資產營運資金（7.49 億元），提高本次重組績效。

3.以全年並表計，測算重組方案完成後增厚公司 2015 年 EPS 約 21%。我們按 2015 年全年並表測算：（A）只考慮發行 4.81 億股收購資產，且假設擬購買資產 2015 年淨利潤增長 10%，公司整體淨利潤有望達 5.04 億元，合 EPS 約 0.5 元，相比我們之前預測的 0.37 元大幅增厚 35%；（B）進一步考慮發行 1.8 億股份配套募資，假設補流資金以 1 年期存款利率 2.5%貢獻利息收入，其他 3 個募資項目按半年計貢獻利息收入，公司整體淨利潤有望達 5.33 億元，合 EPS 約 0.45 元，增厚幅度 21%。

暫不考慮本次重組方案，我們之前預計 2015-2017 年 EPS 為 0.37 元、0.41 元和 0.46 元，同比增長 7%、10%和 12%；其中 2015-2017 年地產各貢獻 EPS 約 0.07 元、0.05 元和 0.05 元。剔除地產業績後，2015-2017 年商業 EPS 各為 0.3 元、0.36 元和 0.41 元，分別同比增長-11%、18%和 16%。整體業績對應停牌前 9.83 元股價的 PE 為 26.3 倍、24 倍和 21.4 倍，對應 2015 年 PS 0.33 倍。但考慮到公司在本次大股東優質資產注入之後，將進一步提升在山東省內的強大競爭力，同時治理和激勵機制的改善有望提升公司淨利率，加快業績釋放進程，公司未來業績增長有望超預期。買入評級。

風險與不確定性。未來如果繼續實施重資產擴張戰略將給業績增速帶來不確定性；資產整合進程具有較多不確定性。

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。