

2015 年 5 月 18 日

## 宏觀經濟

### 策略：名正則“牛”順

①時勢造英雄，牛市中大牛股均來自當時的主導產業，本輪創業板中 TMT、高端製造、醫藥等新興行業占比顯著超出主機板，表現更優本質上源于順應中國夢的轉型趨勢。②牛市就是水漲船高的過程，機構增配創業板類似 05-07 年追逐地產鏈，創業板自由流通市值中基金占 23%，遠低 07 年地產的 33%。③牛市都有機會，創業板為主戰場，主機板為輔戰場，其機會以政策催化的主題展開，重點看好大上海。

#### 主要邏輯：

創業板走強是時勢造英雄。（1）時勢造英雄，牛市中大牛股均來自當時的主導產業，本輪創業板中 TMT、高端製造、醫藥等新興行業占比顯著超出主機板，表現更優本質上源于順應中國夢的轉型趨勢。（2）創業板牛市為資金市場化選擇的結果，不僅反映了未來方向，同時也能夠反哺實體創造未來。統計 12 年以來 IPO 新上市企業，創業板累計上市 176 家，占所有 IPO 企業家數的 44%。在創造就業層面，2011 年至今，創業板公司員工人數平均增幅均在 10% 以上，而主機板 2014 年尚不足 3%。除了創業板外，新三板目前掛牌企業也已經達到了 2411 家，掛牌企業家數相對於 13 年 5 月增加了 5.2 倍。資本市場繁榮後，新三板、創業板已經起到了創造未來的過程。

牛市就是水漲船高的過程。（1）牛市就是資金湧入估值水漲船高的過程。對於當前創業板高漲幅和高估值，如果換一個角度看更多是似是而非。從股價漲幅看，年初以來創業板指漲 114%，上證綜指漲 33%，差距甚大，但如果看板塊中個股漲幅中位數，創業板、上證綜指分別為 99%、56%，差距沒那麼明顯。絕對估值水準上，最新 PE（TTM）顯示，創業板指 108 倍，遠高於主機板的 18 倍，但是，如果看板塊個股 PE 中位數，創業板 112 倍，主機板 53 倍，差距明顯縮小。（2）本輪牛市機構配路創業板類似 05-07 年追逐地產鏈。當下基金追逐新興成長的行為與 07 年偏好金融地產藍籌如出一轍，本質上是對主導產業未來前景的看好。針對媒體過分關注的倉位集中度，基金 15 年 1 季報前十大重倉股創業板市值占該板塊自由流通市值的 22.5%，而 07 年四季度基金持有地產公司市值占行業自由流通市值的比例為 33.3%，當前基金對創業板的集中配路遠不及 07 年的地產。

名正則“牛”順。（1）二戰後海內外牛市指數均漲 10-20 倍，高峰市值/GDP 1.5-2，本輪上證、創業板指才漲 1、3.4 倍，市值/GDP 才 0.97，牛市終結源於主導產業發展動力耗竭。中國轉型才開始，

資產配路搬家才開始，牛途還很長。牛市的中期調整多由管理層調控股市、宏觀政策調整、海外金融風險導致，目前管理層微調下市場可能會有階段性波折，但當前調控更多是點剎車而非急剎車，影響市場斜率但不改趨勢。（2）本輪創業板類似 05-07 年牛市的地產鏈，是本輪牛市的主戰場。但在牛市中，其他行業同樣有輪漲機會，當前主機板藍籌作為輔戰場機會將主要來自政策催化，如國企改革相關的國企股、金融改革相關的金融股、區域主題中的大上海，當前階段大上海更具潛力。（3）主題繼續推薦大上海。

風險提示：政策推進不及預期。

## 大市導航

### 環保：春末始見暖，寒意仍在

全國用電量春末始見暖，寒意仍在。4 月份資料比起 3 月有所好轉，一方面為 3 月份基數太差（同比下滑 2.2%），第二方面為 4 月下半旬多地調工商業電價，利於用電量數據反轉。往後看，經濟資料暫時未見起色，電力資料迅速回到過去高增長的概率不大，後續期待全國範圍下調工商業電價、股市融資繁榮反補實體經濟對電力需求面的拉動。

1. 全社會用電量：2015 年 4 月，全社會用電量 4415 億度，同比增長 1.3%，較 3 月-2.2% 的下滑速度回升 3.5 個百分點。環比 3 月單月增速為-0.74%，比 13 年 4 月的環比增速（-1.79%）有所增加。2015 年 1~4 月，全國全社會用電量累計 17316 億度，同比增長 0.9%，比 1~3 月的同比增速 0.8% 略有好轉。

2. 分產業用電量：分產業看，2015 年 4 月，第一產業用電量 77 億度，同比降低 4.2%（3 月同比下降 0.90%）；第二產業用電量 3226 億度，同比降低 1.3%，降速趨緩，（3 月同比下降 4.33%）；第三產業用電量 538 億度，同比增長 11.2%，表現搶眼（3 月同比上升 4.64%）；城鄉居民生活用電 575 億度，同比增長 8.9%（3 月同比上升 3.24%）。2015 年 1-4 月，第一產業累計用電量 248 億千瓦時，同比減少 2.6%（3 月同比下降 1.9%）；第二產業累計用電量 12305 億千瓦時，同比減少 0.8%（3 月同比下降 0.6%）；第三產業累計用電量 2287 億千瓦時，同比增長 7.9%，（3 月同比增長 7.0%）；城鄉居民生活累計用電量 2477 億千瓦時，同比增長 4%，（3 月同比增長 2.6%）。

3. 火、水電機組負荷情況：1-4 月，火電設備平均利用小時為 1462 小時，同比減少 158 小時；水電設備平均利用小時為 866 小時，增加 57 小時。

風險提示：大盤系統性風險。

## 石化：農藥與化肥：農資電商加快發展

商務部於 5 月 15 日對外公佈《“互聯網+流通”行動計畫》，《行動計畫》指出，重點在電子商務進農村、電子商務進中小城市、電子商務進社區、線上線下互動、跨境電子商務等領域打造安全高效、統一開放、競爭有序的流通產業升級版，爭取在 1 到 2 年內，實現以下具體目標：

- 1) 在全國創建培育 200 個電子商務進農村綜合示範縣，示範縣電子商務交易額在現有基礎上上年均增長不低於 30%；
- 2) 創建 60 個國家級電子商務示範基地，培育 150 家國家級電子商務示範企業，打造 50 個傳統流通及服務企業轉型典型企業，培育 100 個網路服務品牌。
- 3) 推動建設 100 個電子商務海外倉。
- 4) 指導地方建設 50 個電子商務培訓基地，完成 50 萬人次電子商務知識和技能培訓。

《行動計畫》把電子商務進農村擺在了十分突出的位罝，重點在農村電商、電商進中小城市、進社區以及跨境電商等方面創新流通方式，解決電商“最後一公里”和“最後一百米”的問題。未來農資電商將進一步快速發展。目前已有或計畫參與農資電商業務的公司包括金正大、史坦萊、諾普信、司爾特、冠農股份、四川美豐等，以上公司建議關注。

風險提示：農資電商發展進程，政策風險。

## 上海醫藥（601607）：與京東簽署戰略合作協定

公司與京東簽署戰略合作協定，共同發力醫藥電商市場。我們認為，上海醫藥作為全國醫藥流通領域的龍頭企業，與京東的線上資源形成優勢互補。向電商等領域的拓展，有望使公司的業務附加值大幅提升，我們建議增持。

風險提示：醫保控費可能對公司主業構成一定的衝擊。

## 吉祥航空（603885）全服務和低成本兩種運營模式的有效融合

公司為國內全服務民營航空龍頭。全服務領域四大航空集團已形成多寡頭壟斷，低成本領域春秋航空一枝獨秀。吉祥航空的核心競爭力在於將全服務和低成本兩種看似矛盾的運營模式有效融合，從而形成獨特的差異化定位。預計公司盈利處於高增長期。基於公司介於全服務和低成本之間的差異化定位，我們認為公司估值水準應高於傳統三大航，但略低於春秋航空。

依託上海空港樞紐，定位商務+休閒。吉祥航空以上海兩大機場為主運營基地和樞紐機場，以中高端商務、旅行及休閒客戶為目標客戶。公司雖然在航線覆蓋和目標客戶上的主要競爭對手是國有三大航空公司，但是仍然通過差異化的競爭策略實現業績和市場份額的高速增長。公司不以價格策略作為核心競爭力，而是以最優成本結構支撐略低於市場競爭對手的價格水準給予客戶超預期的性價比體驗。在成本控制上，公司通過多種手段降低成本、提高的經營效率，在實現了高客座率和飛機日利用率的同時，保證了較高的客公里收益。

雙品牌，雙樞紐，低高端全覆蓋。公司於 2014 年上半年控股設立九元航空，子公司以廣州為戰略中心，立足於低成本航空市場。公司通過吉祥航空與九元航空實現錯位競爭、雙品牌及雙樞紐運行，使公司的航空產業實現高、中、低端旅客市場全覆蓋，在航空市場上均衡投放運力，為旅客提供差異化的特色服務。

盈利預測和投資建議。1) 公司國際市場開拓預計將大幅提速，預計今明兩年國際線 ASK 增速將超過 30%；此外，公司立足上海兩場，預計浦東機場新跑題投放後也將獲得部分新增時刻資源，同時明年迪士尼開園公司圍繞長三角的運力投放也將加密；2) 類似春秋，公司採取單一機型、年輕化機隊以及嚴格成本管控，因此，運營效率不會受運力加速投放而下滑，相反規模效應將有望得到進一步釋放。預計 2015-16 年公司國內線客座率將分別為 86%和 88%，國際線為 78.5%和 79.5%，同比均繼續提升；3) 預計公司裸票價格將伴隨國內外市場復蘇開始轉正，考慮今年燃油採購價格預計 30%下滑，今年客公里收益水準預計同比下降 6%。4) 基於以上核心假設，預計公司盈利處於高增長期。5) 基於公司介於全服務和低成本之間的差異化定位，我們認為公司估值水準應高於傳統三大航，但略低於春秋航空。

風險提示。新成立的九元航空運營低於預期；燃油成本大幅波動。

## 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。