

2015 年 5 月 19 日

## 宏觀經濟

### 地方債，你還在擔心啥？——江蘇債發行點評

事件：5 月 18 日下午，江蘇省一般債券招標發行落下帷幕：3 年、5 年、7 年、10 年期中標利率分別為 2.94%、3.12%、3.41%、3.41%，全場倍數分別為 1.72、1.68、1.82、1.93，邊際倍數分別為 1.46、1.45、1.15、1.11。

對此，我們點評如下：

- ①發行結果遠超預期。各期限發行利率與前 5 日國債利率均值的利差均只有 2BP，遠低於“國債利率上浮 15%”的招標利率上限。
- ②江蘇債發行結果較好主因：1) 定向發行政策出臺緩解公開發行部分配額壓力；2) 通過地方債獲取低成本資金；3) 維持與地方政府關係；4) 降息後貸款配額價值下降，地方債吸引力提升；5) 央行此前寬鬆致銀行低成本資金大增；6) 回購利率低位，地方債加杠杆吸引力提升。
- ③供給擔憂再度緩解，未來亦應無憂。江蘇債定價將對後續地方債發行起到引導作用，預計其他省份發行利率也將維持低位。市場對於其發行利率偏高從而衝擊存量利率債的擔憂基本消除，之前還擔心供給量太大從而對傳統利率債造成擠壓，而定向發行政策的出臺則緩解了這種擔憂。制約長債利率下行的供給擔憂進一步緩解，未來則需關注央行針對地方債投放流動性的進度和力度，而央行此前已積極化解地方債供給衝擊，未來地方債發行亦應無憂。
- ④基本面支撐牛陡行情擴散。供給擔憂逐步消除，債市對基本面關注將逐漸提升，而 4 月投資全面滑坡，消費穩中趨降，出口延續低迷，經濟跌至低谷，通縮風險未消，基本面對長債有支撐。利率下行將從短至長，牛陡行情將逐步擴散至牛平。
- ⑤低利率時代城投仍是配額首選。據傳發改委有意大幅放寬企業債發行門檻，加上地方政府路換債券發行提速、專案收益債等新品種加速均有助於緩解城投再融資壓力，降低城投債系統性風險。低利率時代追逐高收益，城投債收益率仍有相對優勢，而且城投板塊整體信用資質仍優於產業債，優質城投仍是信用債配額首選。

## 大市導航

### 醫藥：全面看好醫藥商業板塊

我們於 3 月 18 日和 4 月 8 日相繼發佈醫藥流通和連鎖藥店行業深度報告，全面看多醫藥商業板塊。5 月 18 日老百姓、益豐藥房再次漲停。我們認為，在新醫改和互聯網+的衝擊下，醫藥商業企業的業務形態和公司價值均在發生顛覆性變化。

這將為醫藥商業板塊帶來一波強主題、可持續、最終能兌現為業績的歷史性投資機會。建議投資者對相關標的堅定持有，並擇機增持。

連鎖藥店企業中，我們重點推薦一心堂、老百姓、益豐藥房三家企業。我們認為：1) 一心堂停牌以來的一系列舉措，已開始初步反映出上述三家企業向全國性連鎖藥店龍頭邁進的趨勢。而對於一家全國性連鎖藥店龍頭企業而言，200 億市值遠未到天花板；2) 借助慢病管理、遠端診療、藥事服務等各種創新服務，領先連鎖藥店企業對患者的服務功能和使用粘性有望大幅提高。我們認為連鎖藥店將成為未來醫療互聯網閉環中無可替代的超級 C 端，業務價值也存在巨大的溢價空間。

醫藥流通企業中，我們重點推薦瑞康醫藥、嘉事堂、上海醫藥三家企業。美國 CVS 等企業的發展案例使我們認識到，“讓患者獲得更多，付費方支付更少”，是醫藥商業企業實現價值提升的兩條終極路徑。通過向 PBM、遠端診療、醫藥電商等業務拓展，醫藥流通企業已開始觸碰到國內付費方和患者群體的痛點。我們預計，領先流通企業在上述領域的佈局將在年內逐步落地，相關標的的股價仍具備充足的向上空間。

風險提示：醫保控費可能對現有業務構成一定的壓力。

### 新海宜（002089）：轉型軍工通訊+雲計算，打開新成長空間

轉型初顯成效，業績快速增長。公司成立於 1997 年，傳統業務主營通信網路配線。2007 年起，公司通過增資方式收購易軟技術，進軍軟體行業；2011 年與蘇州中科院納米所合作，開拓 LED 業務。近年來，通過資源整合及產品升級，公司產業進一步擴展到專網通信、IDC；軟體業務也從外包服務轉型到 O2O 平臺、手游及電商平臺。公司目前已形成軍工專網通信、IDC、新能源 LED、軟體相關電商四大業務板塊。公司 2014 年營收 11.42 億元（YOY38.72%），歸母淨利潤 1.34 億元（YOY57.16%），業績快速增長，主要原因是 LED 與通信業務高速增長，轉型已初顯成效。

受益軍民融合，通信專網業務將進入高速增長通道。2014 年通信產品收入 5.63 億元（YOY46.61%），主要原因是 2014 年初公司成立孫公司新海宜電子技術，進軍專網通信領域，成立僅 3 個月即獲得 2.6 億元訂單，全年貢獻收入 2.25 億元，彰顯在技術及客戶資源方面優勢。未來

隨著我國國防資訊化的全面鋪開，對軍用專網的需求高速增長，其國產化勢在必行，我們預計公司該類產品訂單將持續高增長，將成為拉動公司業績增長的主要貢獻點。

進軍 IDC，打造業務新增長點。2014 年公司與蘇州電信合作開展 IDC 業務，公司負責 IDC 建設及運維，蘇州電信提供頻寬以及客戶資源（蘇州電信擁有百度、阿裡、360、小米等豐富客戶資源）。根據公司 4 月份定增預案，公司擬以 4.3 億元用於增加機架數量，從目前 1500 台增加到 6000 台；4.6 億元用於雲平臺建設。此外，公司通過陸續參股廣和慧雲和無限動力公司，拓展分散式雲專案和大資料分析。其中，廣和慧雲已完成 43 個城市的分散式雲建設，持續在全國三、四線城市拓展雲服務平臺；無限動力覆蓋超過 1 億的移動互聯網使用者，每日資料量超過 1TB，積累了豐富的客戶資源。我們認為，公司正逐步從機房出租服務商向深層次的整體解決方案供應商轉變（構建硬體設備-IDC-雲平臺-資料分析-智慧推送的完整生產鏈）。未來隨著互聯網相關客戶業務快速發展，公司 IDC 產業將全面受益。

LED 業務進入高速增長期。2014 年公司 LED 業務開始發力，營收 1.43 億元，同比大幅增長 403.30%。子公司新納晶擴產一期已穩定量產，其所生產的新一代外延片和晶片在 LED 產業鏈中技術難度最大，利潤水準較高。新納晶一期已投資 6.9 億元購買 20 台 MOCVD 及配套設備，第二期擴產計畫於 2014 年啟動，投資 4.66 億元再次購買 20 台 MOCVD 及配套設備，進一步擴大 LED 晶片產能。根據 Ofweek 網資料，2014 年全球 LED 市場規模為 469.8 億美元，按中國 20% 的市占率計算，我國市場規模約 100 億美元級別。公司 LED 相關業務已進入高速增長通道，成為公司業績高增長的重要支撐。

擁抱互聯網+，打造教育、美業 O2O 平臺。（1）增資軟酷網路進入教育 O2O。2014 年，子公司易軟技術對軟酷網路進行增資，進軍 O2O 教育行業。軟酷網路擁有考拉網和軟酷網兩大學習平臺，主要業務為基於互聯網的混合式教育。（2）定增進軍健康美業 O2O。2015 年 4 月定增 1.56 億元投入社區健康美業 O2O 服務平臺，美業是我國第三產業中僅次於餐飲的大行業，整體規模近萬億元，市場極為廣闊。（3）手遊孵化平臺已開始收穫。公司 2014 年初手遊孵化平臺正式上線，公司所投資的約 10 款手遊項目 2014 年已貢獻 4000 萬元收入。我們預計，隨著手遊業務快速發展及新業務穩步拓展，公司軟體互聯網業務將呈現加速發展態勢。

大股東參與定增及員工持股，彰顯對公司長遠發展信心。2014 年，公司推出員工持股計畫，員工通過認購興證證券資管公司設立的鑫眾 2 號集合計畫中的次級份額參與，籌集資金總額 1.1 億元。2015 年 4 月，公司公告定增預案，實際控制人出資 8.6 億元認購 5800 萬股，占非公開發行股份數量的 52.7%，鎖定期 3 年。我們認為，實際控制人認購、員工持股一方面有利於激發管理層及員工積極性，另一方面體現管理層對公司未來發展信心。

盈利預測與投資建議。預計公司 2015-2017 年 EPS 分別為 0.48、0.77、1.11 元。軍工通訊業務將成為公司轉型後拉動業績增長的最主要動力。軍工通訊相關上市公司的 2015 年平均估值水準約 100 倍，考慮公司轉型進入軍工，以及進軍 IDC、互聯網+帶來的估值溢價，我們認為公司 2015 年合理估值區間應在 60-70 倍之間，取中值 65 倍 PE，對應 6 個月內目標價 31.20 元，給予“買入”評級。

風險提示。軍品訂單及交付的大幅波動，IDC 建設進度晚於預期。

## 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。