

2015 年 6 月 9 日

宏觀經濟

大眾消費曙光初現——探尋中國經濟的另一面

外需不濟依靠內需，工業疲軟消費托底。4 月外貿出口同比-6.4%，外需短期走弱幾成定局。內需中工業投資依舊疲軟，消費漸成中流砥柱。人口紅利消退後服務業將成為主角，年初總理在政府工作報告中也強調了消費的重要性。

城鄉居民消費：傳統消費式微，新興消費崛起。經濟結構變遷影響消費結構。工業化進入後期，消費支出中，代表“衣、食、住”的傳統消費占比不斷下滑，而新興消費（交通通訊、文教娛樂、醫療保健）占比則不斷提高。

旅遊休閒消費：出境游強勢崛起，出國游取代港澳遊。城鎮居民各類新興消費中，交通通信消費占比最高，其中又以出境旅遊消費最具代表性。2010-2014 年間，國內居民出境遊人數年均增速在 20% 左右，2014 年國內居民出境人次達到 1.17 億。而居民收入水準提高，同樣會影響居民出境游的目的地選擇。11 年以來出國遊人數持續高增，而港澳遊人數增速卻每況愈下。

教育類消費：學區房價格高企，民辦小學難入學。當前中國教育經費投入不足，公共教育資源稀缺，高品質民辦教育資源供不應求，具體表現在三個方面：一是優質民辦教師稀缺，民辦學校生師比上升；二是擇校權令學區房價格激增；三是優質民辦小學“高報考低錄取”現象盛行。

文化類消費：電影票房持續增長，國產進口分庭抗禮。電影被稱為“第七藝術”，其特殊性在於可重複消費。2013 年以來，中國電影票房收入持續增長，15 年春節黃金周票房收入達到 15 億元。從片源結構上看，國產品和進口片各占一半，但仍存較為嚴重的行政管制，競爭並不充分。

娛樂類消費：全民娛樂時代，審美雅俗共賞。截至 15 年 5 月，電視劇收視率前十中湖南衛視與央視綜合各占五個席位，可謂雅俗共賞。而就全天收視率來看，以娛樂性和時尚性為代表的湖南衛視、浙江衛視和江蘇衛視穩居前三。電視節目收視率與節目娛樂性高度相關，表明全民娛樂時代已經到來。

體育類消費：市場帶動票房，恒大成為典範。以中超為代表，隨著反腐推進和民資參與度提高，足球市場化水準提高，贊助商信心回暖，各俱樂部加大資金投入引入強援，聯賽觀賞性大幅提升，帶動收入改善。14 年中超公司收入達到 4.4 億元，廣州恒大 13 年中超和亞冠票房合計 1.28 億元，成為典範。

醫藥類消費：需求廣闊藍海，倒逼供給放鬆。人均收入大幅增長、人口老齡化預示中國居民醫藥消費空間巨大。改革開放後的 30 年間，中國人均醫療條件並未有實質改善。但藥品藥費卻水漲船高。08-13 年中國藥品銷售額年均增長 15%。而中國醫藥工業銷售收入也持續增長，增速維持在 20%以上。

需求旺盛前景廣闊，服務業壟斷需放開。人口紅利結束，中國經濟主旋律由工業轉為服務業，居民對於教育、醫療、文化等服務需求日益高漲。但有效供給不足令需求未能得到滿足。幾乎所有服務業都被國有企業壟斷，因而國企改革的一個重要看點及時壟斷服務業的放開。14 年中超票房創歷史新高、15 年 2 月中國電影票房創全球冠軍，一線城市學區房暴漲反映的教育供不應求等等，均反映服務業需求強烈，而核心是打破壟斷、增加有效供給。

外貿觀察

外貿延續負增，寬鬆仍有空間：①5 月出口-2.5%，跌幅收窄但仍為負，與滙豐 PMI 新出口訂單下滑相一致；②外需疲軟，僅對美出口增速為正 7.8%，對歐-6.9%，對日-8.1%，對港-7.0%，對東盟-0.1%；③5 月進口同比大跌 17.6%，大宗商品價格企穩而進口跌幅擴大，持續低迷的內需仍是最主要拖累，短期內難以見底；④5 月順差大幅升至 594.9 億美元，對沖資金流出，緩解人民幣貶值壓力，也為國內加大寬鬆貨幣政策力度提供空間。

大市導航

銀行：風起加倉正當時，銀行重申果斷加倉

1. 行業超額收益持續，國企改革、券商牌照催化銀行情緒高企，交行、中行表現突出。
2. 大趨勢邏輯明確，PSL、大額存單和混業放開證實政策轉向修復銀行資產負債表，緩解銀行壓力，提升放貸能力和風險偏好，以助力穩增長。
3. 負面因素出清，催化仍將持續，後續貸存比放開，混業牌照落地，資產證券化放量，鼓勵業務創新，允許設立互聯網子公司等將陸續落地。
4. 貨幣市場利率低位，支持銀行股上行。
5. 行業大趨勢伊始，果斷加倉，推薦北京銀行為首的城商行+興業銀行、華夏銀行，建議關注光大銀行。

風險提示：資金面超預期。

小商品城（600415）：攜手三星，揭開跨境進口 B2B 平臺新篇章，買入

小商品城公告與 Samsung C&T Corporation（三星）、浙江尚佰居貿易有限公司簽訂了《獨家代理協議書》。三星從事相關產品的貿易業務，同時也是韓國製造產品的銷售代理商。公司與三星合作，從三星採購並進口商品，三星指定公司作為相關產品在國內的獨家代理商，尚佰居為下級代理商，在國內銷售產品。協議有效期為 36 個月。

本次合作的重要意義：高效組織、強力分銷，低價正品解決跨境進口貿易核心痛點隨著國內居民收入水準的提高，具有較高消費能力和品質商品需求的中產階層正在壯大，歐美日韓等國大量的中小企業生產的二三線日用消費品質量可靠，品質優良，國內進口消費需求日趨旺盛，這也是近年跨境進口電商快速興起的原因，但他們普遍缺乏進入中國市場的暢通“入口”。

另一方面，目前跨境 B2C 電商處於起步階段，能夠引入的品牌和商品量較少，而且很多是從境外零售商購買再通過電商平臺和保稅銷售模式進行銷售，環節成本高，在品質方面也難以保證。

公司有望通過租金市場化兌現存量商鋪價值，剝離非核心資產（如地產）以集中資源支持“互聯網+”轉型，創新體制機制，集聚人才和外部資源，構建線上線下融合、有誠信保障的 B2R 內外貿流通大平臺，同時打造互聯網金融生態圈、物流服務體系等以變現價值。短期公司將順“一帶一路”國家戰略和跨境電商大潮，著力出口和進口雙向跨境 B2B 業務，並開展跨境供應鏈金融等服務。

預計中期市值空間 2000 億元，對應 36.7 元股價；長期作為萬億級交易額的大平臺，參照阿裡，其市值將遠高於 2000 億元。當前公司新人新氣象，新起點新高度，即將真正拉開改革轉型大幕，資源集中、價值回歸和業務落地在即，買入評級。

主要不確定因素。宏觀經濟波動風險；租金市場化進程的不確定性；外延擴張低於預期的風險；義烏購發展的不確定性；地產專案銷售及確認的不確定性。

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。