

2015年6月12日

宏觀經濟

投資低位徘徊，寬鬆趨勢不改——5月工業、投資資料點評

工業小幅反彈，生產依然偏弱。5月工業同比增速雖小幅回升至6.1%，但仍處低位，且環比增速回落至0.52%，創歷年同期新低。5月發電量增速回落並“歸零”、鐵路貨物發送量增速跌幅擴大、PPI低位走平，均指向工業生產依然偏弱，回升基礎並不牢固。我們預測6月工業增加值增速下滑至5.5%。

投資低位徘徊，基建仍在下滑。5月固定資產投資增速小幅反彈至10.0%，低位徘徊。三大類投資中製造業因低基數回升，地產受益於政策鬆動略有回暖，但基建投資增速僅15.1%，仍在回落，主要緣於資金到位不足，政策加碼仍難以抵消融資困境。產能過剩和融資成本高企仍將約束製造業投資擴張，庫存偏高和人口紅利消失將制約地產投資改善，而基建投資則仍受困於資金來源。我們預測6月固定資產投資增速或降至9.2%。

地產銷售回升，新開工仍負增。5月地產銷售同比增速15.0%，較4月繼續回升。但新開工面積增速-12.8%，依然為負且降幅較大。銷量增速回升主要緣於房貸利率持續回落，但持續性存疑。而高庫存壓力之下，開發商拿地意願較弱，制約地產投資企穩，未來地產投資依然堪憂，或將繼續拖累經濟。我們預測6月地產投資增速或降至0.2%。

企穩基礎未實，寬鬆趨勢不改。5月經濟通脹資料依然低迷，其中內外需皆萎靡不振；發電量增速回落並“歸零”，鐵路貨運增速跌幅擴大，社融增速再創新低，上述三大克強指數成分均仍在走低，意味著經濟下行壓力依然未消，企穩的基礎並不牢固，未來仍需加大寬鬆貨幣政策力度，6月再度降息降准可期。

財政收支下滑，寬鬆仍是必選——5月財政資料點評

5月財政收入同比增速下滑至5.0%，其中中央3.3%，地方本級7.1%。財政收入增速下滑主要緣於匯算清繳企業所得稅減少和進口環節稅收下降。主要收入項目中，消費稅和個人所得稅繼續高增；增值稅和營業稅增速依然偏低；企業所得稅增速由正轉負，其中金融業大跌轉負，工業和房地產繼續負增；進口價格和進口金額下降拖累進口環節稅收增速跌幅擴大。

5月財政支出同比增長 2.6%，提前預撥部分重點支出令支出增速暴跌。前 5 月財政支出分項中，教育和社保就業支出占比較高，而節能環保、交通運輸和社保就業等領域增長較快。

前 5 月全國政府性基金收入同比跌幅擴大至 35.7%，主要是受到國有土地使用權出讓收入大跌的拖累。而基金支出增速也相應下滑。

5 月財政收入和支出增速均大幅下滑，經濟增勢低迷、企業盈利疲弱和外需依然不佳的背景下財政收入料難有起色，對財政支出也形成制約。近期發改委專案審批進度加快，穩增長力度漸增，未來寬鬆仍是必須選項。

大市導航

借政策資源兩翼，助西藏展翅翱翔

1. 戰略地位顯著，政策東風頻傳。習近平在西藏解放 60 周年講話中曾把西藏定位為“西藏是重要的國家安全屏障，也是重要的生態安全屏障、重要的戰略資源儲備基地、重要的高原特色農產品基地、重要的中華民族特色文化保護地、重要的世界旅遊目的地。” 2015 年是西藏自治區成立 50 周年，也是中國經濟發展承上啟下的一年，在這樣一個特殊的時點上，我們預計年內很可能舉行第六次西藏工作會議，西藏發展有望迎來一輪新的政策東風。
2. 西藏資源豐富，發展潛力大。**1.**西藏具備礦產、水源、藏藥、旅遊四大資源。西藏已探明儲量的 26 種礦產中，有 11 種的儲量分別名列中國的前 5 位。西藏平均年水資源總量為 4482 億立方米，占全國平均年水資源總量的 15.94%。藏藥材藥用效能明顯優於低海拔代用品或同種藥材，並已經成為西藏六大支柱產業之一。西藏被稱為世界屋脊，旅遊資源豐富。**2.**經濟發展基數低，潛力大。儘管 2014 年西藏 GDP 僅為 921 億，在 31 個省、直轄市、自治區中排名最後，但其增速達到了 14%，排名全國之首。預計“十三五”期間中央對西藏建設的支持力度將進一步加大。在“一帶一路”戰略下，西藏作為中國西部重要的戰略屏障和連接南亞的重要通道，將發揮更加重要的作用。
3. 西藏礦業：大型綜合類礦產公司。公司是西藏最大的綜合性礦產開發公司，佔有國內較大的鉻資源和國內最大鹽湖鋰資源的開採權，主要產品為鉻鐵礦石、鉻鐵合金、銅、鉻鹽產品以及鋰鹽產品。目前，公司有銅、鉻鐵以及鋰三個業務板塊，資源優勢明顯。
4. 西藏城投：兩湖實乃天作之合。西藏城投是上海市閘北區舊區改造、保障性住房建設的重點企業之一，主要從事舊區改造、配套商品房、普通商品房和保障性住房開發建設，主營業務為房地產開發銷售收入。2010 年通過收購西藏國能進入鋰行業，計畫在 2017 年底，徹底完成戰略轉型，實現房產和礦產利潤各一半。

5. 西藏發展：主業經營好轉，有望通過資本運作尋求新增長點。公司目前收入全部來源於啤酒業務，考慮到公司經營範圍還包括飼料、養殖，因此我們判斷公司未來有可能進入西藏地區特色農牧業領域。此外，公司 2H14 欲受讓西藏高原天然水有限公司 20% 股權，之後雖然終止，但我們判斷公司未來仍有可能通過收購尋找新利潤增長點。

風險提示。相關政策和企業經營存在不確定性。

房地產：銷售回暖逐步傳導至土地市場

5 月，全部統計城市住宅用地供應環比升 61%，同比降 31%，土地市場開始有所復蘇。截至 2015 年 6 月 10 日，A 股市場動態（TTM）PE 在 31.25 倍，房地產板塊動態（TTM）PE 在 36.44 倍。當前流動性寬鬆持續，行業基本面轉好明顯，但板塊除轉型公司稍有表現外，龍頭企業處於持續跑輸市場狀態。我們認為以上現象不會長期持續，復蘇背景下價值股風險收益比明顯上升。個股方面，我們建議加配地產。重點推薦萬科、保利地產、華夏幸福；二線白馬推薦世聯行、濱江集團、金科股份、萊茵銘業；主題包括國企改革（天健集團、格力地產）、科創中心（張江高科、市北高新、南京高科）。

風險提示。房地產行業與國家政策緊密相關，一旦國內未來採取更加嚴厲的調控措施將直接影響行業未來發展。

拓維信息（002261）：公司換帥，確保重大資產重組順利推進。

公司於 6 月 11 日晚公告，原董事長李新宇先生和總經理宋鷹先生主動請辭董事長和總經理的職務，以保障重大資產重組專案能夠順利進行。公司目前已通過董事會選舉張忠革先生為公司下一任董事長和總經理。

公司換帥，確保重大資產重組順利推進。拓維資訊於 4 月 18 日發佈公告擬收購海雲天 100% 股權、長征教育 100% 股權、龍星資訊 49% 股權和誠長信息 40% 股權。原董事長李新宇先生和原總經理宋鷹先生被相關部門要求協助調查，對重組造成了一定不確定性。此次換帥，保障了公司重大資產重組有序順利推進，確保公司向互聯網教育轉型的實現。

此外，我們繼續看好公司在互聯網教育上的佈局，公司通過外延收購已形成了基礎教育的閉環，未來發展空間巨大：掌握考試大資料，直擊行業痛點。考試作為目前教育界的主要的考核方式之一，一直是學生、老師和家長關注的焦點。公司收購的海雲天主營業務為網上評卷，通過該業務公司可以將考試過程中生成的海量資料從紙面向電子化轉換，從而收集大量考生的考試資料。目前公司業務已覆蓋了高考、成考、研究生入學考試等一系列重要的考試。由於相較傳統方式，通過對考試資

料進行大資料的分析能夠更便捷、更客觀地反映學生整體的教育情況，因此我們認為海雲天的考試資料會在未來擁有巨大的商業價值。

佈局幼教，覆蓋基礎教育全產業鏈。公司原本業務為 K12（6-18 歲）教育，通過收購長征教育彌補了公司幼稚教育（6 歲前）的短板。長征教育主營業務幼稚教育產品研發，旗下擁有大量優質的原創內容。我們認為公司收購長征教育後覆蓋了整個 18 歲前教育的產業鏈，形成了基礎教育的閉環，未來發展空間巨大。

預計公司 2015 和 2016 年實現備考淨利 2.82 億元和 3.57 億元，對應攤薄後的 EPS 分別為 0.51 元和 0.64 元。繼續積極推薦。

風險因素。被收購公司整合風險；公司教育業務開展不及預期。

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。