

2015 年 6 月 18 日

宏觀經濟

實體經濟觀察——經濟仍弱，政策蓄力

5 月工業增速依然低迷，三駕馬車中出口負增、投資低增，僅消費保持穩定。經濟仍未企穩，這在中觀行業也得到印證：

6 月以來，新房銷量增速繼續走高，但三線城市因庫存偏高，新開工和投資增速依然較差；發電耗煤增速雖在 5 月有所改善，但 6 月以來仍跌跌不休。經濟低迷，意味著政府支出將加碼提速。高層已意識到前幾個月財政政策不給力，430 政治局會議也提出要加大穩增長力度。當前發改委項目審批加快，PPP 政策不斷，而 PSL 和盤活財政存量也都旨在解決資金來源，預示未來寬鬆政策仍將持續發力，而其效力將不斷顯現。

需求：下游地產企穩，乘用車、家電走弱，紡織、商貿弱回升。中游鋼鐵、水泥、機械仍弱，化工尚可。上游煤炭弱，貨運弱。

價格：5 月百城房價同比回升環比轉正。上周生產資料價格普遍下滑。

庫存：下游地產尚可，乘用車仍偏高。中游鋼鐵、水泥走高，化工尚可。上游煤炭走高，有色回落。

分行業觀察：

下游：地產：6 月中旬新房銷量增速回落，上周土地成交面積大跌。乘用車：5 月汽車銷量增速創新低，6 月第 1 周銷量增速回升。家電：5 月家電零售增速繼續下滑，主因前期地產銷量低迷。紡織服裝：5 月服裝類零售增速小幅回升，內需繼續弱改善。商貿零售：5 月限額以上增速走平，百家 50 家增速由負轉正。

中游：鋼鐵：上周鋼價螺紋降熱板升，5 月粗鋼產量消費量均下滑。水泥：上周水泥價格跌幅擴大，庫容比繼續走高。化工：上周化纖原料價格漲跌互現，PTA 產業庫存平開工降。機械：5 月挖掘機銷量同比仍低、環比偏低，需求依然羸弱。

電力：5 月發電量增速回落歸零，6 月中旬電力耗煤跌幅擴大。

上游：煤炭：上周煤價延續弱勢，秦皇島港口庫存繼續走高。有色：上周銅、鋁價格震盪回落，LME 銅、鋁庫存繼續回落。大宗商品：上周 Brent、WTI 震盪回落，CRB 大幅回落，美指小幅下滑。交通運輸：上周航空客運增速仍處高位，BDI 仍低、CCFI 大跌。

大市導航

牛住夢想，守籌檢籌

這是一次高原反應的嘔吐。“三根陰線改變理念”，連續下跌後不安很正常。牛市的中期調整需要很強的政策事件改變市場預期，當下的回檔只是過快上漲後的高原反應。

牛市趨勢並未改變。這是中國夢牛市，儲蓄率與投資率裂口拉大，資金洶湧澎湃。3 月來市場第二次加速上漲，資金入市平民化，杠杆占比被攤薄。政策環境未變，勢不變。

守籌、檢籌。牛市震盪是佈局好時機，轉型牛的成長仍是主戰場，如互聯網+、中國智造、醫療服務，主機板機會體現為政策催化的主題，如大上海、國企改革。

風險提示：經濟增長失速，政策調控市場超預期。

電力：電力板塊今日大漲，3 大理由看多板塊

(1) 牛市下低股價、低估值的藍籌效益。目前電力股的 PB 和 PE 指標與大多數行業相比處於倒數水準，在牛市下低股價、低估值的藍籌大盤板塊估值提升是大勢所趨。

(2) 電改提高發電企業估值。電改後，未來煤價電價均做市場化波動，利於市場穩定對電力企業盈利預期，提高電力股估值重心。另外售電牌照開放後，作為發電企業有望成為首批獲取售電牌照的企業，成為能源互聯網格局下不可或缺的一份子，對於發電企業提高估值同樣有利。

(3) 國企改革。電力企業多為中央或地方性國企，在國資委要求國企資產證券化率提高的大背景下，多數都有集團資產注入預期。國企改革概念，利於企業獲得 PE 和 EPS 雙升。

關注：

低估值：建投能源；互聯網+：桂東電力；核電主題相關：申能股份、浙能電力。

風險提示：盈利增速低於預期。

奧康國際（603001）：以蘭亭集勢為開端，持續儲備產業鏈資源，共謀長遠

2012 年以來受成本攀升（人力、商業租金）、電商衝擊、消費需求個性化的共同衝擊，內銷市場持續低迷，包括公司在內的龍頭企業雖然已建立起強勢的品牌號召力，但近三年的財務表現、股價表現均明顯受影響；相對於簡單、粗線條的轉型，我們認為公司作為實力雄厚的品牌企業，其方向選擇是持續儲備產業鏈資源，全方位進行品牌升級；我們理解的品牌升級，一方面是國內市場大型專業店建設所需要的管道、產品支撐，另一方面則是以目前的品牌優勢佈局全球市場；公司選擇蘭亭集勢為合作夥伴，是強強聯合的戰略選擇；蘭亭集勢擁有互聯網基因、技術資源優勢、海外市場行銷經驗，能充分彌補公司在互聯網思維、互聯網技術、海外市場佈局方面的弱勢；而蘭亭集勢選擇公司，也是基於電商發展到一定階段，需要對接品牌商作為合作夥伴，共同服務電商鏈條上的其他品牌商，是蘭亭集勢垂直整合的內在、迫切需求。

公司具備產業升級的堅實基礎，未來將聯合更多合作夥伴，共謀產業的長遠發展我們非常認同公司過去兩年潛心於大型專業店的建設，大型專業店是趨勢，同時滿足了品牌商差異化品牌競爭、高效市場戰略佈局、單店銷售爆發力的需求，也符合未來零售業態的競爭法則。大型專業店是終端門店的升級，我們認為這是公司未來最核心的競爭優勢，一方面將明顯提高市占率（與競爭對手相比），另一方面通過多品牌、多品類矩陣的搭建，延伸產品、服務內容；此外大型專業店的類直營模式，也將為後續終端互聯的實現形成保障。

從全產業鏈的角度出發，公司大型專業店的建設，將積極發揮“築巢引鳳”的功能，目前加速推進的大型專業店戰略，成效已初步顯現（截止至 2014 年年底，共開設 200 多家大型專業店，其中 50% 已實現盈利），未來將吸引更多的合作夥伴，佈局女鞋、運動鞋、休閒鞋、生活類配件，充實大型專業店；同時借助于蘭亭集勢的管道、技術、資源優勢，共同引進廣泛的海外二三線品牌，進一步滿足國內日益升級的個性化、時尚性消費需求。

定制業務是產業趨勢，公司有望借助于未來的全產業鏈優勢，率先試航，進一步貼近消費需求服裝定制大致分為四個方向，男裝、女裝、胸衣定制及其他。相較個性化、時尚度較強的女裝，以及難以測量的胸衣，男裝定制（西裝、襯衣、皮鞋）更易實現產業化。目前新的互聯網技術在企業管理中正發揮重要作用，但最後要真正實現定制化，除了軟、硬體方面資料提取軟體及側體工具的精細化，更需整個生產過程環節間的聯繫，即智慧工廠的搭建，包含從原料、面料、輔料的管理，到後續裁剪、縫製、成品加工流程，以及物流系統配送，柔性生產依託於產能的智慧化改造，從而一定程度上抬高了競爭門檻。公司一方面受益於過去兩年大型專業店的建設，15 年業績預期反轉；另一方面，線上線下一體化的積極探索為未來的定制業務奠定基礎，諸多新技術、新材料等解決定制痛點的業務預期將預期提升公司估值水準。

風險提示：終端需求持續惡化、新品牌建設不達預期、大店建設不達預期。

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。