

2015 年 8 月 10 日

## 宏觀經濟

### 宏觀：穩增長由守轉攻，貨幣政策攻轉守

① 經濟短期反復，物價低位企穩。7 月我國出口同比大幅下降 8.3%，進口同比-8.1%，反映內外需仍然偏弱。但 7 月下旬、8 月上旬發電耗煤增速降幅縮窄，意味著 8 月經濟仍有望反彈，而當前經濟或處於短期反復築底階段。上周豬價再創新高，推動食品價格繼續上漲。預測 7 月 CPI 小幅反彈至 1.6%，8 月 CPI 反彈至 1.7%。而 7 月大宗商品價格大幅下跌，預示 PPI 降幅擴大。

② 貨幣政策鋒芒盡收。央行稱上半年貸款利率和社會融資成本顯著下降，考慮債務路換後的真實社會融資總量並不低，未來一段時間貨幣增速可能還會加快，穩增長使得近期需求有所回升，帶動物價低位企穩。意味著上半年寬鬆貨幣政策的效果正在顯現、下半年或暫收鋒芒。上周央行公開市場再度淨回籠，而二級市場貨幣利率低位穩定。

③ 穩增長由守轉攻。8 月初發改委發佈六大高端製造業工程包，從去年 11 月的基建投資到今年的新興產業、高端製造業，三批次重大工程包的變遷折射出，國家發改委穩增長手法正由守轉攻，不僅局限於基建托底。傳國開行、農發行或將向郵儲銀行定向發行專項建設債券，主要採用股權方式投入，用於專案資本金投入等，或有望撬動萬億基建投資，對沖經濟下滑。

④ 巴西匯率創新低。上周雷亞爾大跌至 12 年新低，本年累計貶值 24%。巴西經濟出現 25 年來最大衰退，國內政治醜聞升級，巴西央行立場轉變暗示短期不再加息，中國對巴西產品需求下降、美元走強都是雷亞爾大跌的原因。

## 大市導航

### 交通運輸：“中國神船”呼之欲出或兌現航運改革預期

8 月 7 日晚，中遠集團和中海集團旗下 4 家上市公司（中國遠洋、中遠航運、中海發展、中海集運）同時發佈籌畫重大事項的停牌公告。市場預期兩大集團的內部整合將讓“中國神船”呼之欲出。事實上，航運板塊從去年以來的強勢表現早使得航運央企的整合不斷升溫，停牌此舉也是改革兌現的一次展現。

從整合效應出發，集運整合意義最大。1) 集運也是目前我國唯一沒有完成整合的海運板塊（油運方面：去年 9 月招商局集團與中外運長航共同組建了 CHINA VLCC；散貨方面：今年 5 月中海發展與中散集團共同組建了中國礦運）。2) 集運業集中度高，強者恒強特徵最明顯（馬士基作為行業老大，規模遠超其餘班輪公司，盈利能力也一騎絕塵），中海和中遠兩家排名世界前 10 的船公司整合有助發揮 1+1>2 的規模效應。

從停牌涉及的業務層面，不排除進行更深層次整合的可能性。兩大集團旗下 4 家上市公司的資產主要涉及幹散貨、集裝箱、油運和特種運輸。其中中國遠洋主營業務為散貨和集裝箱、中遠航運為特種運輸、中海發展為散貨和油運、中海集運為集裝箱。兩大集團下屬 4 家公司業務重新按照 4 種運輸方式整合不無可能。

風險提示：整合進度低於預期。

### 建材：關注中國建材、中材集團國企改革投資機會

近期中遠和中海重組預期有望成為央企改革新一輪催化劑，我們重點推薦中國建材旗下央企改革標的：中國巨石、北新建材，重點關注瑞泰科技。中國巨石及北新建材已公告成為中建材此輪國企改革試點公司，後續集團資產整合、股權多元化、管理層股權激勵可期；瑞泰科技主業疲弱，是中建材旗下市值最小上市公司，後續主業拓展及國企改革可期。此外，中材集團旗下水泥資產同業競爭承諾即將到期（9 月 7 日），後續天山股份、祁連山、寧夏建材水泥資產有望整合，雖然相關事項進展尚有不確定性，但目前天山股份、祁連山、寧夏建材從 PB 及噸 EV 角度看估值安全邊際較足，建議關注相關個股投資機會。

風險因素：央企改革進程不達預期等。

### 保利地產（600048）：月度同比保持擴大，多管道加深戰略合作；股價接近定增價，戰略投資期打開

事件：公司公告 7 月銷售和土地購置情況。

淡季正常回落，同比保持增長。公司 7 月銷售面積 83.12 萬平米，同比增長 408.6%，環比增長-56.7%；實現銷售金額 96.63 億元，同比增長 46.06%，環比增長-62.33%。7 月屬傳統銷售淡季。環比資料看，7 月銷售環比負增長屬正常現象。此外，公司同比增速趨勢向好明顯。1-7 月公司累計實現銷售面積 667.86 萬平，同比增長 20.09%；累計實現銷售金額 857.05 億，同比增長 19.44%。從銷售均價看，7 月銷售均價為 1.16 萬元/平，與今年 1 月 1.18 萬元/平銷售價格基本持平。預計全年有望完成 1700 億左右銷售規模。

土地直接投資保持穩健。7月公司累計僅獲取項目3個。7月新增項目累計占地面積16.63萬平、累計建面45.95萬平，其中權益建面45.95萬平。以上項目累計權益土地款支出在8.18億，折合每平方米地價1779.8元。按照公司2014年所實現的專案銷售均價1.13萬元/平推算，以上土地儲備具備較好利潤率。公司土地直接投資金額較去年同期有所減少，但考慮收購上銘集團預計整體投入規模基本持平。

擬認購粵高速非公開發行A股股份，形成戰略合作關係：粵高速2014年報明確表示繼續夯實高速公路主業基礎。按照“降本增利，有進有退，做強做優高速公路主業”的工作思路，以省內專案為主、省外專案為輔，繼續整合高速公路資源，為實施多元化發展提供支持。同時繼續加大高速公路沿線土地開發力度，通過實施“平臺化”運作，整合土地、資金和人力資源，以新型商業運作模式帶動土地開發工作滾動發展。以科技公司為平臺，推進節能環保業務，開拓系統內節能服務市場，提高專案收益。

收購上銘集團，補充上海區域優質土地。一旦收購完成，保利有望控制上海核心區域內100萬平左右優質項目。考慮區域一線城市土地獲取難度大，交易完成將直接增強保利地產區域經營實力。

### 永輝超市（601933）：牽手京東強強聯合，超市龍頭成管道供應鏈王者

擬以8.93元發行7.18億股募資64.6億現金，占發行後15%股本，對象為京東邦能投資、江蘇圓周電商、牛奶公司和董事長張軒松，鎖36個月。前兩者控股股東為劉強東和孫加明，入股後將各持永輝5%，並派一個董事和獨董，管理層引入互聯網思維，治理更優化；牛奶公司19.99%的持股未稀釋；張氏兄弟持股由31.94%略降至29.15%，維持控股。

募資用途：①3年內在華北、西南、浙江等開225家店，投資66.15億，使用募資55億，提升規模；②建福州南通物流配送中心，投資5.7億，使用募資5億；③建生鮮冷鏈物流系統專案，投資5.9億，使用募資4.6億，提升供應鏈運營能力。

與京東簽戰略合作協定（京東首次與實體零售入股合作），雙方發揮各自在市場地位、使用者、資訊、物流等方面優勢，聯合採購，打通線上線下，合作探索零售金融服務。公司此次引入京東，將國內線上線下供應鏈最先進的兩家零售巨頭利益綁定，在入口、物流（京東7大物流中心，143個大型倉庫，3539個配送點與自提點）、供應商合作（聯華、中百、京東聯合採購、牛奶國際海外供應鏈）、客戶資源、資訊技術、金融等全面打通，有望實現多贏優勢互補。

推薦邏輯：①公司以生鮮核心競爭力和經營模式起家，堅定踐行零售本質，強化後臺、整合供應鏈、著力商品經營，構築越來越強大的護城河，並正加速構建線上線下融合、差異化有協同多管道銷售體系；B2B業務或是其新的業務機遇。②公司是目前零售行業中極少的高成長標的，412億市值對

應 15 年 PS 僅 0.9 倍，業績和估值安全邊際高。③考慮到下半年和 2016 年的通脹預期，公司同店增長和淨利有望受益。

預計公司 2015-2017 年淨利各為 10.12 億元、12.16 億元和 14.95 億元，同比增長 18.82%、20.18%和 22.94%，EPS 為 0.25 元、0.30 元和 0.37 元。公司停牌前（7 月 30 日）市值 412 億元，對應 2015 年動態 PE 約 40 倍、PS 約 0.9 倍，考慮到公司未來面向全國的更大成長空間，有望實現 20%左右的收入和利潤複合增長，給予目標價 21.73 元(對應 2015 年 2 倍 PS)和“買入”評級。

風險和不確定性：跨區域擴張的風險，包括擴張區域的選擇和擴張速度等；電商業務發展的不去定性；激勵機制改善的不確定性。

投資建議：給予“買入”評級。預計 2015、2016 年 EPS 分別是 1.37 和 1.64 元，RNAV 在 19.84 元。對應 2015 和 2016 年 PE 為 6.82 倍和 5.7 倍。給予公司的“買入”評級。給予公司 2015 年 12 倍市盈率，目標價格 16.44 元。

主要不確定因素。行業復蘇不達預期。

## 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。