

2015 年 10 月 27 日

## 宏觀經濟

### 保量提質，革故鼎新——“十三五”規劃展望之二

十八屆五中全會召開在即，“十三五”規劃將是討論重點。這既是本屆政府執政以來第一份五年規劃，也是實現第一個百年目標的最後一個五年規劃。投資者們關心：“十三五”規劃將重點討論哪些內容？“十三五”期間，中國經濟將走向何方？哪些領域應重點關注？本報告中，我們將對上述問題做深入分析。

規劃目標降維，增長保量提質：

“十三五”規劃將重點討論哪些內容？首先，從十八大以來中央委員會歷次會議的主要議題看，分別涉及經濟增長、改善民生、簡政放權、深化改革、依法治國和促進公平等內容，這些議題體現了本屆政府的執政理念，將是“十三五”規劃中的重點內容。其次，今年 5 月習主席首次闡述“十三五”規劃總體框架，並提出“十大目標”，對比上一個五年規劃，不僅目標數量精簡，且新增保增長、生態文明、脫貧扶貧三大目標，調結構、促創新、改革三大目標順位元明顯提前。第三，“十三五”規劃課題也同樣精簡至 27 個，其中經濟轉型升級動力、國企改革、走出去戰略、資訊經濟、教育現代化和海洋生態文明等六個概念首次提及。最後，“中國製造 2025”和“互聯網+”兩個領域的綱領性檔均在規劃發佈前出臺，預示這兩大領域在“十三五”規劃中將著墨甚多。

增長方式轉型，增長動力升級：

我們認為，“十三五”期間，經濟增長將“保量提質”。“保量”緣於十八大“2020 年 GDP 較 2010 年翻一番”的硬約束，這意味著“十三五”期間 GDP 平均增速不低於 6.5%。從居民部門看，“提質”體現在提升居民收入水準和縮小貧富差距兩方面。其中，十八大“2020 年城鄉人均收入較 2010 年翻一番”的目標不難實現，而縮小貧富差距、扶貧脫貧，是“十大目標”之一，也是實現共同富裕的必由之路。而從企業部門看，“提質”意味著企業競爭力持續增強、盈利持續提升。

實現路徑一是通過工業去產能提升企業利潤率，二是升級製造業、發展資訊經濟和服務業，以培育新的增長點。“十三五”期間，經濟仍處轉型階段，仍需新、舊動力同時發揮作用。舊動力將分化，製造業中傳統行業去產能，高端裝備走出去，兩眾兩創培育新增點，服務業中傳統消費式微，新興消費崛起，出口重心轉向高附加值和服務貿易。新動力將壯大。提升人力資本意味著教育、醫療、

體育等行業將迎來重大發展，技術創新將依託“中國製造業 2025”和“互聯網+”而實現，而各領域改革也將逐一落地兌現。

戰略機遇凸顯，利好資本市場：

提升人力資本意味著教育、體育、醫療等行業將迎來機會。以教育為例，國家財政性教育經費/GDP 僅 4% 左右，仍然偏低，且民間投入占比偏低。

“中國製造 2025 計畫”是中國實現製造強國的綱領性檔。“1+10”方案中的 10 大行業將會成為未來中國產業投資、政策扶持的重點領域。

現代服務業中，消費性服務業將迎來爆發式增長。居民收入水準大幅提升、人口老齡化是主要驅動因素。而居民消費中新興消費將成為重要新增長點。

“綠色發展”依然是規劃目標之一。其方向是降低能耗，加強污染治理。“十三五”期間，中國將跑步進入低碳綠色時代。

規劃課題中，資訊經濟首次提及。資訊經濟新動力將由新基礎設施（雲+網+端）、新生產要素（資訊資料）、新分工網路（即時網路協同）三方面構成。

8 月兩份《意見》出臺，也意味著國企改革已加速起航，步入落實階段。

## 大市導航

### 旅遊服務業：攜程、去哪兒股權整合，影響幾何？

我們 6 月 3 日的專題報告裡曾明確斷言：OTA 大幅降傭，經營情況將進一步惡化，OTA 的合併（如攜程和去哪兒）將成為可能，甚至是必然——現在，兩家是死敵；未來，面臨著共同的敵人（阿裡），合縱連橫是個辦法。

預言已成為現實：百度以其持有的去哪兒 45% 股權，銜換成攜程的 25% 股權。完成後，百度成為攜程單一第一大股東，攜程成為去哪兒第一大股東；百度派 2 人進攜程董事會，攜程派 4 人進去哪兒董事會（替換百度原有的 4 席）。

此次股權整合將給整個旅遊產業帶來深刻的影響：

（1）此次整合，百度和攜程均是受益者，去哪兒可能陷入被動局面，尤其是在發展戰略和核心團隊方面。

(2) 酒店、航空公司將面對更為強勢的管道商；針對用戶的補貼可能會大幅減少，“免費午餐”可能難覓！

(3) 酒店、航空公司等可能會向去啊傾斜，尤其是航空公司，有能力保持管道端的非一家獨大。從這個角度看，去啊並非全是利空，但必須面對更為強大的敵人，這點倒是真的！

(4) 整合之後，攜程短期內將從去攜廝殺中解脫出來，很可能會加大對旅遊及其他相關產業的投資，如旅行社、景區門票、自由行/度假、出境及購物、郵輪等，其他 OTA 將面臨更為殘酷的競爭。

(5) 整合之後的攜程，與“去啊”將有一場戰爭，雙方各有優勢。或許經過廝殺之後，雙方達成默契，並和平共處，共用中國旅遊產業大蛋糕。在這場戰爭中，管道類的公司處境將很困難，把自己嫁出去或許是最佳選擇；資源端很可能決定勝負的重要因素，因此，資源價值將進一步凸顯。

風險提示：方案能否順利實施存不確定性。

### 萬華化學（600309）：MDI 價格下行是盈利下降的主要因素

公司前三季度實現營業收入 147.88 億元，淨利潤 14.36 億元。

受宏觀經濟形勢的影響，國內 MDI 的需求無增長，產品價格大幅下行，價格的下跌是營業收入與淨利潤下降的主要因素。

目前價格下，拜耳、巴斯夫、亨斯曼與日本 NPU 已經出現較大幅度的虧損，而寧波萬華聚合 MDI 也處於盈虧平衡的階段。

MDI 是典型的寡頭壟斷行業，MDI 主要參與者的虧損，使得寡頭走向聯合。

我們預計公司 2015-2017 年的 EPS 為 1.14、1.79、2.62 元，給予“買入”評級。

風險提示：系統性風險。

### 鵬博士（600804）：業績符合預期，雲、管、端協同效應日益顯著

鵬博士 10 月 26 日晚公佈 3 季報，報告期內，公司實現收入 70.87 億元，同比增長 18.68%；歸屬母公司淨利潤 5.97 億元，同比增長 41.50%。

公司借力“寬頻中國”、“互聯網+”國家政策利好，公司全面落實“超頻寬雲管端”戰略，使用者規模持續擴大。寬頻覆蓋達到 137 個地市、8248 萬家庭，實際在網用戶達 867 萬（50M 以上訂購用戶超過 466 萬，占比 48%）。同時，公司積極挖掘寬頻後市場增值服務業務潛力，打造寬頻、

互聯網電視、語音、智慧家庭、線上教育和移動轉售六合一的統一通信雲平臺。其中，大麥盒子+大賣路由器+大麥電視累計部署超過 220 萬台，構建了以視頻交互為中心的平臺型產業鏈。公司“寬頻+內容+終端”的雲、管、端業務協同效應逐步顯現，競爭優勢穩步提升。此外，通過成立管理層及員工參與持股的“寬頻接入及應用產業基金”實現體外投入前期網路建設、減少上市公司資本開支壓力，也有利業績未來加快提升。

我們看好公司“超頻寬雲、管、端”戰略指引下的公司未來成長，受益於互聯網數字紅利正向刺激，公司在互聯網接入及應用、資料集群服務、移動轉售、OTT 服務、CDN 及雲計算、VPN 和多方通信等全業務領域充分佈局。建議重點關注。

風險提示：系統性風險。

## 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。