

2015 年 12 月 15 日

## 宏觀經濟

### 商業貿易：珠寶供應鏈金融：啟動資源，蘊發新機

珠寶供應鏈金融需求巨大，資金+產業鏈資源築轉型基礎。隨著行業增速的放緩以及競爭加劇，國內珠寶二線品牌在品牌和規模有一定的局限，具備轉型尋找新增長點的動力。珠寶上市公司作為產業鏈的核心環節，具有豐富的上下游資源，是拓展供應鏈金融的最佳參與者。我國珠寶產業鏈各個環節均有巨大的資金需求，預計 2018 年除銀行等傳統管道外，資金需求為 517 億元，市場空間廣闊。珠寶上市公司憑藉低成本資金、較大的資本規模以及產業鏈風控優勢三大稟賦，在供應鏈金融中獨具優勢，發展潛力巨大。

珠寶供應鏈金融模式多樣，呈快速增長趨勢。珠寶供應鏈金融主要以珠寶品牌商等產業鏈關鍵企業為核心，通過 P2P 網貸、小額貸款、融資租賃、黃金租賃、委託貸款等方式為產業鏈上游採礦冶煉、中游加工、下游零售提供資金支持。其中，P2P 網貸模式類似“中間業務”模式，自有資金佔用少，但收取手續費費率較低，易於轉型拓展，最為流行；小額貸款受政策限制，杠杆倍數較低，未來政策放開或打開增長空間；黃金租賃和融資租賃，杠杆倍數和利潤水準較高，但具備一定進入壁壘；委託貸款則通過銀行管道實現自有資金放貸。各珠寶公司結合自身優勢選擇相應的供應鏈金融模式，多數通過兩個或以上模式同時拓展。各個模式在全市場的增長均較為快速，珠寶供應鏈在目前發展較為欠缺的情況下，未來將有望通過多種模式快速發展。

與“互聯網+”結合，開源增流，整合全產業鏈。金一文化、潮宏基等均以定增方案或戰略合作的方式拓展“互聯網+”供應鏈金融，在基礎的業務模式上借助互聯網技術提升供應鏈金融覆蓋範圍以及運營效率：大資料的積累和分析將為征信提供全面的支援，減少業務風險；設計、加工、銷售、金融多平臺對接將有助及時發現融資需求；P2P 網貸平臺的建立將擴大融資面，消除資金瓶頸；抵押物的線上出售將有助其快速低成本處置。而從產業鏈互聯網平臺的高度來看，全產業鏈環節的整合則實現了人流、物流、現金流和資訊流的統一和聯動管理，提升核心企業對產業鏈的把握和管理能力。

從業績貢獻和運營增益兩大主線篩選標的。（1）在供應鏈金融對公司整體業績貢獻方面，從供應鏈金融貢獻的業績彈性和風險管控能力進行綜合判斷，金葉珠寶和金一文化較優：預計 2016 年兩者來自金融業務的淨利占比分別達到 69.7%和 16.44%；兩者並購的金融標的運營經驗豐富，風控體

系成熟。(2) 本身主業經營優勢突出，供應鏈金融作為公司互聯網+產業鏈平臺的一部分，將對公司整體運營有所增益，建議關注潮宏基。

風險和不確定性。(1) 宏觀經濟和消費景氣繼續下降，黃金珠寶行業銷售收入增速放緩。(2) 金價繼續下跌對黃金珠寶企業毛利率造成負面影響。(3) 供應鏈金融業務推進速度低於預期。(4) 供應鏈金融業務風險控制體系不夠成熟帶來壞賬風險。

## 財政支出力度未減，但恐後繼乏力——11月財政資料點評

11月財政收入中，稅收收入 8775 億元，同比增長 8.4%，增速較 10 月回升 6.6 個百分點，主因成品油、捲煙消費稅增收；非稅收收入 2312 億元，同比增長 24.6%，較 10 月下降 39 個百分點。主要收入項目中，營業稅同比由 10 月的 11% 上升至 11.2%，主要受部分地區商品房銷售回暖帶動。受提高成品油、捲煙消費稅影響，消費稅從 17.2% 上升至 21.4%。個人所得稅增速回升至 12.7%，低基數是主因。企業所得稅同比由 10 月的 -3.9% 下降至 -6.5%，主要是受到上年高基數和工業企業利潤下降的影響，增值稅由正轉負至 -0.3%。

11 月財政支出同比回落至 25.9%，其中中央由 16.8% 上升至 30.6%，地方本級增速由 39.9% 下降至 25.3%。截至 11 月，今年財政支出完成預算的 87.6%，快於去年同期，財政支持穩增長力度依然較大。其中，節能環保、城鄉社區、交通運輸同比增長分別為 35.4%、35.1% 和 21.5%。

1-11 月全國政府性基金收入同比下滑 26.2%，主要受到國有土地使用權出讓收入大跌的拖累，基金支出增速也依然為負。

11 月財政收入增速回升但低於去年同期，支出增速回落但進度快於去年同期，反映財政收入依然承壓，穩增長力度未減。

然而，一方面，前 11 月財政收入累計增長 8%，支出累計增長 18.9%，財政收支矛盾惡化；另一方面，前 11 月財政支出進度加快，意味著 12 月財政支出空間受限，支出高增長或難以為繼。高層定調供給側改革，或包含減稅，這將令財政收入雪上加霜，也預示 16 年赤字率或將大幅上升。

## 大市導航

### 石油天然氣：清潔發展機制 (CDM) 帶來石化行業的投資機會

全球 CDM 項目發展勢頭迅猛，截至 2015 年 10 月進入註冊階段及完成註冊的 CDM 項目共 7876 個，已簽發的 CERs 為 1628 MtCO<sub>2</sub>e。中國是 CDM 專案重要東道國之一，已簽發 CERs 數量占總量的比例為 58%。

2011年起在我國在北京、天津、上海、重慶、廣東、湖北和深圳等7個省市建立碳排放交易所試點。2013年10月中國自願減排交易資訊平臺正式上線。截至2015年11月底，進入審定流程的CCER專案數量為1177個，註冊項目數量為339個，已簽發CCER項目數量為86個。我國目前的CCER全國交易體系屬於零強制的自願減排交易體系，全國統一的碳交易市場有望在2017年正式啟動。

中國自願減排市場伴隨著CDM的發展而形成，可以有效地降低我國溫室氣體排放水準，建議關注二氧化碳減排帶來的投資機會。

環保類公司以及二氧化碳利用公司建議關注神霧環保、凱美特氣、天科股份等。清潔能源天然氣供應商建議關注中天能源、新奧股份、廣匯能源等公司。

風險提示：全國統一碳交易市場形成不及預期，政策推進不及預期，經濟低迷風險等。

### **批發零售：歐亞銀座漲停、大商股份大漲，印證險資驅動零售資產價值重估機會！**

截至12月14日收盤，歐亞集團和銀座股份漲停，大商股份漲幅8.1%，印證我們早前對於險資驅動價值重估並關注的相關標的；南寧百貨（+4.6%）和蘭州民百（+4.6%）漲幅居前，也印證我們對於小市值弱經營並購和殼資源標的的提示。

以下是我們的觀點，供各位投資者參考！

12月12日歐亞和大商同時公告被安邦系各舉牌5%。而2015年下半年以來，零售行業已先後出現：①上海寶銀增持新華百貨至32%；②前海人壽舉牌合肥百貨至6.72%；③前海人壽舉牌南寧百貨至10%；④孫敏舉牌北京城鄉5%；等等。我們認為：零售公司現金流充沛、物業重估價值高，較易受到產業或保險資本關注從而觸發價值重估。本次安邦舉牌的歐亞和大商均具備以上特點且PE估值在10倍左右，年初以來漲幅小，為價值低估的白馬型公司，符合險資標準。

據我們對今年零售行業中產業資本舉牌事件的統計，舉牌公告後的首個交易日平均漲幅9.8%，公告後3天內的平均漲幅為20.1%。而拉長時間來看，漲幅保持得也比較穩定，公告後一個月內相比上證綜指漲幅平均為21.2%。

經過市場震盪之後，零售個股多處於價值合理或偏低位路，建議重視由險資等長期資本驅動的價值重估機會！以資產、現金、PE/PS估值低及年初以來漲幅小等為依據，推薦：歐亞集團、鄂武商A、合肥百貨、王府井、銀座股份，建議關注首商股份、大商股份、北京城鄉等。另建議關注南寧百貨、漢商集團、中興商業、蘭州民百、武漢中商、三江購物、人人樂等小市值弱經營標的的並購&殼資源價值。

風險提示：消費疲軟；轉型進程慢於預期。

## 傳媒：《尋龍訣》賀歲“摸金”，中國電影工業化將臨

《尋龍訣》領跑賀歲檔，光線、華誼、萬達齊助陣，國產大製作影片，超人氣 IP 受熱捧。此外羽量級奇幻喜劇電影《萬萬麼想到：西遊篇》依託網路劇積累的廣大死忠粉，在目前小成本也能出黑馬（如《我的少女時代》等）的多元背景下，仍然是搶佔市場的一大亮點，首映日排片率為 48.38%，與《尋龍訣》各占半壁江山。我們認為影片“質”與“量”的提升有望進一步滿足需求並加快實現工業化發展。

建議關注：優質內容運營公司【華策影視（《不可思議》）、華誼兄弟（《壞蛋必須死》、《尋龍訣》、《奔愛》）、光線傳媒（《怦然星動》、《杜拉拉追婚記》、《惡棍天使》、《奔愛》、《美人魚》）、新文化（《最美的時候遇見你》、《美人魚》）、奧飛動漫、驊威股份】；院線公司【萬達院線、\*ST 松遼（子公司耀萊影城）、當代東方（擬收購中廣院線 30%股權）】。

風險提示：票房不達預期。

## 有色金屬：歷史時刻步步逼近，關注後續機會

美元加息靴子一旦落地，美元利好出盡，配合供給改革、中國寬鬆共振將催化有色反彈行情。

關注鎳、鋅、鋁、稀土——吉恩鎳業、馳宏鋅鍺、羅平鋅電、雲鋁股份和五礦稀土。貴金屬金融性強，關注山東黃金。碳酸鋰景氣依舊，推薦天齊鋰業、贛鋒鋰業。新材料和高端裝備關注紅宇新材、東旭光電、楚江新材和太原剛玉。

風險提示：系統性風險。

## 華夏幸福（600340）：定增順利通過，牽手問天量子，破譯量子保密通信“產業密碼”

公司與安徽問天量子（中科院院士牽頭，擁有量子密碼通信國內外多項專利）簽署戰略合作協定，將共建量子保密通信展示控制中心，推動產學研深度合作，共同打造下一代資訊網路創新產業園。

基本面優秀，估值切換隨時到來。預計 15、16 年 EPS 在 1.93 和 2.25 元，對應 14X 和 12XPE。

兩大產業集群，PPP 華夏模式有望加速發展。公司已成功構建長三角、珠三角兩大產業集團，在北京、上海、南京等核心城市周邊布近 2000 平方公里產業發展面積。一旦定增融資完成，將為企業產城融合模式、園區服務提升、產業升級導入帶來快速發展契機。

企業產業屬性超越地產屬性已成趨勢，看好估值提升空間。目前華夏幸福孵化器建設明顯提速，VC、PE 投資鏈條日趨完善。考慮企業運營園區逐一成熟，產業屬性提升將為促成估值提升前提（公司屬科創概念最低估值企業）。

公司定增獲得證監會通過並正式取得批文。本次定增屬公司上市以來首次，將成為未來基本面繼續高速成長和股價表現的重要拐點。給予“買入”評級。

風險提示：系統性風險。

### 駱駝股份（601311）：多點佈局全面開花

加快佈局動力鋰電，整車廠合作優勢明顯。國內電動車銷量呈井噴式爆發，電動客車是行業爆發先鋒軍，公司以電動大巴為主導，改型磷酸鋁鐵鋰動力電池和三元動力電池已完成小批量生產，定增項目 9 億元用以建設 10 億 Wh 動力鋰電生產線，突破產能瓶頸。公司是汽車啟動電池行業龍頭企業，與整車企業建立了較好的供貨關係，為後續動力鋰電的銷售開闢了通道。

電動車融資租賃，形成“租賃+產銷”組合拳。中國汽車租賃比例目前仍遠低於發達國家，電動車高額補貼讓租賃模式的推廣時機成熟。根據公司此前定增公告，計畫採購電動公交 226 台、電動中巴 410 台、電動物流車 175 台、電動環衛車 90 台，創新的商業模式可為客戶提供新能源汽車租賃整體解決方案，利用租賃運營撬動市場需求，拉動動力鋰電池銷售。

鉛回收行業機遇成熟。鉛回收行業規範持續提升，中小企業已大量肅清，國家以發放鉛回收牌照形式提升產業集中度，有牌照的企業可享受 50% 增值稅返還，部分示範區還享受所得稅減免，提升了鉛回收的盈利能力。公司子公司湖北楚凱已具備 10 萬噸廢舊鉛酸電池回收能力，駱駝華南擬再增加 15 萬噸的回收能力，完善生產+回收的迴圈管道，公司遍佈全球的銷售網路為專案執行提供了保障。

電商平臺切入汽車服務市場。駱駝商城電商平臺已經上線，手機 APP 也已支持下載，用戶可以實現網上下單，由經銷商負責上門安裝服務，公司正在從傳統的電池供應商向綜合服務商轉型，公司覆蓋全國的經銷網點為服務功能提供了支援，並可以開拓鉛回收管道，電商平臺的完善也為其他汽車後市場功能的開拓提供了想像空間。

不確定因素。電動車推廣不達預期；鉛價波動；競爭加劇；新業務開拓風險。

## 伊力特（600197）：兵團改革提升公司長期投資價值

伊力特是一家立足于新疆的區域性白酒龍頭企業。公司近年先後處理了煤化工、玻璃製品等非核心業務，集中精力發展白酒業務。白酒主打“伊力”系列產品，包括高端產品伊力王酒，中端產品伊力老窖、伊力特曲等。截至 2015 年三季度末，公司第一大股東為新疆伊犁釀酒總廠，持股比例為 50.51%，發起人股東共持股 52.12%，實際控制人為新疆生產建設兵團第四師國資委。

公司憑藉地利優勢平穩度過行業調整期。公司三季報實現收入 11.59 億元，同比增長 0.59%，較歷史高點 2013 年前三季度下降 17.48%；歸母淨利潤 2.29 億元，同比下降 15.66%，較 2013 年前三季度僅下降 8.53%。三季報毛利率 51.16%，同比下降 0.68pct；銷售費用率 6.09%，同比下降 0.41pct；管理費用率 2.45%，同比下降 0.08pct。三季報經營性現金流 1.02 億元，同比增長 52.91%。

產品創新與管道拓展驅動公司持續成長。公司新研製上市的柔雅型中高檔白酒榮獲“兵團科技進步”三等獎，去年銷售突破 1.70 億元，成為公司最具潛力產品；根據本地消費需求設計出具有獨特風格的兼香型三個檔次新產品，去年已售 150 噸；還推出包裝青春靚麗的伊小平酒、婚禮紅瓶等時尚產品。公司同時加強行銷管道的廣度和深度。與酒仙網簽訂戰略合作協定，為公司搭建互聯網電商銷售平臺；在抓好一、二級市場的同時，將行銷網路管道的重心下移至三、四級市場，將原先只在省、市級市場設立經銷商方式延伸至在縣、鄉（鎮）設立經銷商；進一步使經銷商從傳統批發、分銷向多元化、綜合化深度分銷、直銷轉變；通過優化行銷管理、規範市場佈局以及細分市場的實施，切實做好區域市場的深度挖掘，促進銷售增長。

繼國企改革、農墾改革之後，兵團改革或將提上日程。繼國企改革相關檔出臺後，國務院近日又發佈了《中共中央國務院關於進一步推進農墾改革發展的意見》。農墾改革將進一步實現社企分離，推進土地流轉，並且將要通過引入戰略投資者、員工持股等方式，完成混合所有制改革，提高企業的經營效率。我們認為，兵團企業未來也有望推進類似改革。

主要不確定因素。經濟大幅減速，區域競爭加劇，食品安全問題。

## 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。