

2015 年 12 月 24 日

## 宏觀經濟

### 實體經濟觀察：存量去化攻堅

12 月工業經濟或難有起色。地產、乘用車銷量增速均較 11 月回落，粗鋼產量和電力耗煤增速均跌幅擴大，生產資料價格仍是平中有跌。中央經濟工作會議提出五大任務，去產能、去庫存、去杠杆殊途同歸，核心邏輯都是存量去化，也都涉及利益再分配。去產能中的破產、再就業，去庫存中的戶籍、住房制度改革，去杠杆中的依法處置信用違約，都是再分配的制度保障，也意味著存量去化將進入攻堅階段。

需求：下游地產走弱，乘用車、家電回升。中游鋼鐵、水泥、化工仍走弱。上游煤炭仍弱，貨運弱。

價格：11 月百城房價繼續溫和回升。上周生產資料價格有平有跌。

庫存：下游地產仍偏高，乘用車回補，家電尚可。中游鋼鐵繼續去化，水泥仍偏高，化工尚可。上游煤炭、有色仍偏高。

### 分行業觀察：

下游：地產：11 月 70 城房價溫和回升，12 月中旬新房銷量增速續降。乘用車：11 月經銷商補庫存，12 月前兩周廠家銷量平穩增長。家電：11 月空調廠家內銷仍弱、出口回暖，白電出口仍低迷。

中游：鋼鐵：上周鋼價螺紋升熱板平，12 月上旬粗鋼產量跌幅擴大。水泥：上周水泥價格環比止跌持平，庫容比回落但仍偏高。化工：上周化纖原料價格平中有跌，滌綸 POY 庫存繼續走高。電力：12 月中旬發電耗煤同比跌幅擴大，環比創同期新低。

上游：煤炭：上周煤價整體平穩，秦皇島港口庫存再創新低。有色：上周銅鋁價格震盪回升，LME 銅庫存震盪鋁庫存微升。大宗商品：上周 Brent、WTI 價格續降，CRB 震盪下滑，美指冲高回落。交通運輸：上周航空客運增速創兩個月新高，BDI 創歷史新低。

## 新興消費：增加供給激發潛在需求

供給側改革激發新興消費潛在需求。我國的服務業/GDP 占比僅相當於發達國家 70 年代初，處於服務業崛起的初期。80 後、90 後群體進入消費高峰期，新一代人群推動新型消費。地產、汽車等物質消費高峰期已過，居民消費需求轉向服務型消費。近幾年傳媒娛樂、體育、醫療服務、教育等消費服務領域持續供不應求，改革不斷推進，這些改革本質上都屬於刺激投資，創造供給，激發需求。這些行業的供給側改革已經悄然推進。

先行一步的傳媒娛樂，生產力已經在釋放。文化傳媒產業政策 2012 年開始就不斷推進，效果開始逐漸顯現。近幾年我國影視傳媒行業持續高增長，我國影視傳媒行業的產業鏈日益完善，從“上游 IP 版權—內容製片—管道發行”，各細分環節快速發展，行業景氣度向上游娛樂 IP 與下游 VR 概念傳導。

體育改革效果初顯，需求開始釋放。2014 年 10 月國務院 46 號文成為體育行業加速發展的拐點，改革解除了體育產業發展限制，產業發展進入快車道。2015 年中超版權售出 5 年 80 億反映體育版權收入迎來爆發式增長，企業爭相佈局上游賽事和俱樂部資源，體育服務如場館運營、博彩、旅遊等領域投資加快，體育產業高速增長。

醫療服務需求巨大，任重道遠。我國醫療服務資源緊張的問題持續存在，需要引導、鼓勵社會資本積極進入醫療服務領域，來有效擴大供給。2013 年的國務院 40 號文提出到 2020 年健康服務業總規模要達到 8 萬億元以上，大力支持社會資本舉辦醫療機構、提供基本醫療衛生服務。政策推動下，大量醫療領域的創新型企業出現，互聯網醫療、醫藥電商、醫療資訊化等醫療服務細分行業高速發展。醫療體制改革任重道遠，2016 年的改革方向將朝著鼓勵醫養結合，分級診療、精準醫療、醫療流通等方向推進。

教育正邁出重要一步，潛力巨大。居民教育需求提升，優質的教育資源供不應求。鼓勵發展民辦教育已經成為明確的政策方向，相關的改革政策不斷推進，教育法修正草案通過在即，將鬆綁民辦教育，促進職業教育和學前教育，允許營利性民辦學校存在，推動教育進入產業化發展模式。

新型消費服務業持續高景氣，政策紅利不斷，投資機會值得重視。建議關注相關公司如新文化、華策影視、道博股份、奧拓電子、立思辰、中國高科、中源協和、信邦製藥等。

風險提示。經濟增長失速，政策調控市場超預期。

## 大市導航

### 基礎化工材料製品：維生素價格上漲，關注相關標的

行業資訊：恩貝集團計畫自年底開始中試生產新品類飼料添加劑產品。為此公司研究決定，自 2015 年 12 月 21 日起，將現有的年產 1200 噸維生素 B2 生產裝路減少 50% 產能，為新產品提供穩定成熟的生產工藝平臺；計畫自 2016 年 1 月 22 開始，維生素 B2 生產裝路全面停產，為此自 12 月 22 日起，將維生素 B2 產品報價提高 10%，國內市場公開報價為 240 元/公斤；國際市場公開報價為，顆粒產品：FOB 青島 32 美元/公斤（離岸價），粉劑產品：FOB 青島 31 美元/公斤（離岸價）。來源：《博亞和訊》。

點評：我們認為恩貝限產提價將會進一步加劇市場供應緊張的局面，目前下游經銷商庫存偏低，後市看漲氣氛濃厚，建議重點關注彈性標的廣濟藥業（VB2 價格每上漲 20 元，對應 EPS 增厚 0.1 元）。

通過與貿易商交流，目前 Vb1、Vb2、Vb6、泛酸鈣產品目前庫存極低，價格短期仍有上漲動力，Vb1 國內價格已到 310 元/公斤，Vb2 恩貝集團上調報價至 240 元/公斤，VA 現在部分企業開始停報，實際成交價超過 100 元/公斤。我們對維生素板塊也較為樂觀，推薦兄弟科技、廣濟藥業。

風險提示：漲價幅度不及預期。

### 航空航太與國防：大風起兮“軍”飛揚

國企改革、事業單位改制逐步兌現，2016 年資產注入有望密集落地。我國十大軍工集團資產證券化率僅 30%，相比國外 70-80% 水準繼續提升空間巨大。除中航工業集團證券化率較高約 60% 外，證券化率較低的兵器工業集團（北方創業）、航太科技集團（航太電子）、電子科技集團（四創電子、傑賽科技）等均啟動重大的核心軍品資產注入。我們預計 2016 年國企改革和事業單位改制的持續推進和深化，各板塊重組將有望密集落地。重點關注上市公司體量小、背後集團/研究所規模大的相關公司。

軍工行業基本面維持高景氣，軍隊改革將推動海空資訊化需求更快增長。全行業看，以十大軍工集團為代表的軍工行業主要參與者過去 5 年收入、淨利潤複合增速均在 15% 以上。軍工行業需求端受益軍費持續兩位數增長及軍隊改革對軍兵種結構的優化，海、空、資訊化裝備需求將繼續快速增長；供給端，軍工企業經歷多年研發積累，新武器型號陸續湧現，且國家投入持續加碼，仍是 2016 年投資的優選行業。

軍工板塊前期調整較充分且 2015 全年漲幅靠後，具備上漲基礎。軍工板塊自 11 月底至今經歷約 15% 的較大幅度調整後，當前板塊 2015 年動態估值整體處於歷史中位水準，相對合理。且從 2015

全年至今漲幅來看，軍工板塊整體上漲約 43%，位於 29 個行業漲幅第 19 位，漲幅相對落後，具備上漲基礎。

大風起兮“軍”飛揚，春季行情建議超配軍工。近期軍工行業催化劑可預期的催化劑包括國企改革、事業單位改制逐步落地、國家發動機公司的正式成立、軍隊改革的持續推進等。綜合考慮市場整體情況與行業基本面情況，建議關注軍工的春季行情。

投資建議。國企改革與事業單位改制主線，推薦：中航機電、凌雲股份、光電股份、振華科技，關注中航三鑫、中航黑豹、航太科技、航太長峰。軍隊改革主線，推薦航太晨光、中國衛星、航太動力、成發科技、中航飛機、中直股份、中航動力、國睿科技、衛士通。民參軍主線，推薦伊立浦、達剛路機、鼎立股份，關注海特高新。

風險提示。改革的不確定性。軍品訂單大幅波動。系統性風險。

### **紡織與服裝：展望 2016 年，產業“供給端改革”，企業“主觀性”分化**

相較於其他一級子行業，紡織服裝板塊的財務報表整體相對較好，主要是服裝產業過剩產能的“出清”發生在 2012-2014 年，財務報表的負面影響主要體現在 2013、2014 年。相對於主觀上過度樂觀的外延式擴張，客觀的經營環境並未明顯改善，產業層面上的“供給端改革”仍在持續，弱勢的企業加速退出，優勢企業則根據自身資源稟賦主觀上進行戰略選擇。

具體到投資邏輯上，我們看好優秀的企業在產業鏈層面的深度佈局，核心是看好逆勢的戰略佈局、主觀的方向選擇，會帶來未來 5 年較為清晰的成長邏輯，如美盛文化、奧康國際、華孚色紡、百隆東方、華斯股份、航民股份、健盛集團、喬治白；我們也關注徹底轉型的企業對於新業務的大力佈局，建議關注如凱瑞德、凱撒股份、貴人鳥、泰亞股份；關注目前已經確認雙主業方向，且建設節奏穩健的偉星股份、報喜鳥、美欣達、孚日股份、宏達高科、卡奴迪路預計在 2016 年將探索出新的增長邏輯。

全國範圍內“供給端改革”的大背景下，借力於資本市場，預計 2016 年板塊內會有諸多主題性機會，如體育主題、彩票主題、醫美主題、互聯網金融主題等。

近期我們關注“舉牌藍籌”，根據“低估值+大股東持股比例小”兩個條件，梳理了板塊內上市公司，建議關注魯泰 A、孚日股份、報喜鳥、羅萊家紡、宏達高科、嘉麟傑。

風險提示：國內外需求低於預期

## 華夏幸福（600340）：開拓共用經濟藍海，打造下一代資訊網路創新產業園

我們在 18 日公司深度報告《再看“幸福三段論”——超越千億市值的開始》中明確提出，看好企業銷售、市值超千億！

企業正加速兌現中！根據海通證券產業地產估值三階段研究模型。我們認為華夏幸福已實質進入產業地產第二階段中期，完全有理由享受 20XPE 以上估值水準，對應股價 50.4 元，買入評級。

開拓共用經濟藍海，打造中國版 WeWork。火炬孵化是中國專業 O2O 園區運營服務商，旗下擁有“博濟科技園”、“創客邦”、“O'Park”三大業務品牌。

1) 博濟科技園——已在南京、上海、杭州、常州等地直接運營 23 個實體園區，取得 7 個國家級、7 個省級科技企業孵化器、4 個國家級中小企業服務平臺。

2) 創客邦——首批“國家級創新型孵化器”眾創空間，已在構建 27 個基地，6 個省級眾創空間，孵化面積超過 30000 平米。

3) O'Park 園區線上——O2O 創業服務平臺，具有園區線上招商、企業辦公、園區內部運營管理等功能。擁有聯盟園區 143 家，平臺會員數量 71.8 萬，註冊企業數超過 3 萬家。

產業鏈閉環形成，開啟幸福並購大門。本次收購將極大程度加強企業孵化創新能力。幸福產業新城模式將上升為“產業新城+創投孵化”，有利創新創業發展，推動科技成果產業化。此外，考慮幸福本身資金實力（2015 年銷售有望超 600 億）和發展規模（控制 2500 平方公里土地），並購擴張將成為企業後期重要模式。

牽手樂視 VR，打造下一代資訊網路創新產業園。屬公司創新驅動戰略和產學研深度融合戰略的又一次極具創造力的成功實踐，再次印證行業龍頭企業和市場尖端科技對華夏幸福產業新城獨一無二平臺模式流量兌現能力的認可。

風險提示：市場系統性風險。

## 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。