

2015 年 12 月 28 日

宏觀經濟

宏觀：如何去產能？靠資本市場

(1) 美國加息靴子落地，上周全球風險資產普漲。美股、歐股和新興市場股市普遍反彈，而油價和大宗商品價格也迎來難得的喘息，國內股市和債市均小幅上漲。

(2) 去產能陣痛。進入 12 月以來，全國多地被霧霾籠罩，北京 12 月一大半的天氣品質都處在重度污染狀態，意味著煤炭、鋼鐵等污染大戶的過剩產能非去不可。中央經濟工作會議上周召開，定調明年的首要任務是去產能，而且提出破產和再就業彰顯決心。12 月以來，下游地產汽車、中上游的鋼鐵、發電增速再度下滑，意味著經濟仍在經歷去產能陣痛。

(3) 發展資本市場。中央經濟工作會議定調 16 年是結構性改革的攻堅之年，要完成去產能、去庫存、去杠杆、降成本、補短板五大任務。而其中幾個重要任務都與資本市場相關，其中其產能需要通過資本市場配合多兼併重組，降成本和去杠杆需要發展直接融資。這意味著 16 年資本市場的供給會面臨顯著增加，無論股票還是債券，加之伴隨著實體經濟破產重組等風險釋放，無疑資本市場的風險也會顯著增加。但相信央行會繼續實施寬鬆貨幣政策，為資本市場保駕護航。

(4) 非洲美元告急，油價暫時回暖。大宗商品價格的重挫，使得依賴資源性產品出口換匯的非洲國家外匯儲備大幅減少。美元流動性的告急在非洲加劇到 2012 年以來最嚴重水準，非洲一些主要經濟體，包括尼日利亞，埃塞俄比亞和莫三比克等國，均出臺政策限制美元兌換，以防止外儲加劇下滑。美國原油庫存下降 590 萬桶，帶動原油價格絕處逢生。交易商在傳統的流動性偏低的聖誕和新年假日前結清頭寸，離場觀望，也支撐了油價。但全球原油市場供過於求的局面短期內不會改變，低油價仍將持續。

守望春風

年初解禁不足慮，守望春風。(1) 年初解禁潮無需過慮，減持不改市場趨勢。27 日全國人大常委會審議通過股票發行註冊制改革授權決定，市場短期對制度改革已有預期，關鍵看未來的發行數量，證監會之前提出循序漸進、控制節奏，暫不用太擔憂。投資者眼下的擔憂是 1 月 8 日“減持禁令”到期，但同樣無需過慮，根據解禁金額和減持比例估算規模小於 1400 億，歷史上看，減持未改市場趨勢。(2) 11 月下旬市場震盪蓄勢源於市場環境變化使得風險偏好下降，目前，這些

利空因素都已經靴子落地，展望後市，市場風險偏好有望重新回升。回顧過去歷史，年初市場上漲概率大，核心原因是年初基本面資料相對空窗、資金面寬鬆、政策亮點多，市場風險偏好高，現在均具備。宏觀政策的亮點和資本市場的定位發展都有助提升風險偏好。

風格切換暫時難，持有成長。（1）春季風格切換存在兩大誤區，即險資愛藍籌和錢多利好大盤股。誤區一：險資天生愛藍籌。14年4季度金融藍籌最瘋狂時，險資主機板持倉占比一度提升至95%，但進入15年後，隨著中小創快速上漲，險資主機板持倉迅速回落。15年上半年險資新增資金的配額主要集中在了中小創。誤區二：增量資金入場，更利於大盤藍籌。一種直觀感受，大盤藍籌盤子大，錢多才能推動股價上漲。但從交易金額看，13年至今，創業板成交已明顯大於上證50。

15年上半年增量資金加速入市時，創業板成交額相比上證50明顯放大，股價表現上更優，可見，錢多錢少同樣跟風格關係不大。（2）12年12月、14年11月兩次切換都是暴風驟雨式，一來需要刮大風，二來呈現階段性，當下沒有大風，切換時機尚不成熟。警惕16年年中短暫的疾風驟雨，A股納入MSCI與基本面趨穩將成風格切換兩大催化。

應對策略：守望春風，持有成長。（1）上周《開啟春季行情》我們指出隨著美聯儲加息靴子落地，春季行情已經開啟，年初流動性寬鬆、“十三五”政策亮點增多將再次提升市場風險偏好。目前來看，中央經濟工作會議和證監會吹風會催化下，市場風險偏好仍在提升中，繼續享受春季行情。減持禁令到期無需過慮，下一步值得警惕的時間視窗期是3-4月，注意國內信用風險和美聯儲加息影響。（2）持有成長，尤其是新興消費、農業現代化。目前我國產業結構已在漸變，人口結構變化與收入增長推動消費從商品轉向服務，供給側改革將激發服務類潛在需求釋放，傳媒、體育、醫療、教育等領域已在悄然推進。16年一號文將在1月底公佈，無人機植保、精準農業、農村電商、農墾改革等現代科技和新興模式對農業的改革有望加速推進。主題掘金小市值殼價值公司。

風險提示：海外金融市場波動，經濟增長失速，政策調控市場超預期。

大市導航

傳媒：關注低估值或滯漲股

短期關注前期滯漲或小市值公司，如省廣股份、雙象股份等，中長期而言新興消費是未來經濟增長的主要方向之一，仍看好泛娛樂（體育、教育、影視、遊戲等板塊）。

教育板塊。上周教育板塊走勢較弱，僅有威創股份取得上漲，漲幅為3.03%。教育部會議強調要加快推進中西部教育發展，未來對西部教育的政策扶植和資金投入均有加碼預期。目前整體教育板塊的2016年PE已接近70倍，建議關注估值較低的公司：拓維資訊、新南洋。

廣告行銷板塊。上周廣告行銷板塊保持平穩，申萬行銷服務指數微漲 1.51%。其中利歐股份、思美傳媒和朗瑪資訊分別上漲 20.98%、8.63%和 1.25%。短期建議繼續積極關注估值較低，業績增速較快的公司。

內容板塊。上周內容板塊申萬影視動漫指數下跌 3.14%。泰亞股份、萬家文化和中南重工漲幅居前三，分別為 11.51%、7.02%和 4.09%。賀歲檔到來，對於優質內容製作公司值得關注，所上 69 部新片不難見到上市公司影子。優質 IP 公司的選股邏輯：1) 優質團隊+資本支援，靈活多樣經營；2) 打造工業化流程，內容產品“質+量”齊升；3) IP 資源豐富且運營能力突出。建議關注：華策影視（《不可思議》）、華誼兄弟（《壞蛋必須死》、《尋龍訣》、《奔愛》）、新文化（《絕地逃亡》、《最美的時候遇見你》、《美人魚》）、光線傳媒（《怦然星動》、《杜拉拉追婚記》、《惡棍天使》、《奔愛》、《美人魚》）、奧飛動漫。

遊戲和動漫板塊。持續看好動漫、遊戲台塊：（1）供需交匯推動二次元消費爆發。未來重點關注動漫衍生品市場的發展。

建議關注：奧飛動漫、長城動漫。（2）供給創造需求，參考 PC 的作用，VR 必將成為繼手遊之後推動遊戲產業迎來新一輪增長的重要推動力。如果類比 WII 在主機市場普及的速度並考慮市場推廣主體和受眾人群將更為廣泛，VR 設備在整個遊戲市場的佔有率有望在 3 年內達到 30%以上。建議長期關注 VR 概念股：順網科技、奧飛動漫。

體育板塊。5 萬億市場規模目標驅動下，未來每年市場增速巨大，體育產業總體規模大幅增長的邏輯下，我國體育衍生品產業占比約 80%，而相關服務業僅占 20%，體育相關主體產業（IP、行銷、媒體）的彈性較大，關注道博股份（雙刃劍）、奧拓電子（體育產業鏈全拓展）、華錄百納（深入佈局體育 IP、體育傳媒）。

風險提示：傳媒板塊系統性風險；中國 A 股回檔風險導致估值下降。

有色金屬：供給端改革成為中期重要影響變數

美加息後利空出盡如期兌現，金融屬性首選黃金。供給端改革預期不斷凝聚，鋁、鋅和鎳是基本面最好品種。重點關注山東黃金，另建議關注基本金屬左側佈局龍頭雲鋁股份、馳宏鋅鍺和吉恩鎳業。

新興產業重點關注：紅宇新材：外延擴張快；鴻達興業：大環保；東旭光電：石墨烯；太原剛玉：智慧工廠；銀邦股份和金運鐳射：3D 列印；軍工新材料關注：煉石有色和楚江新材。

風險提示：價格波動風險，行業競爭加劇風險。

合規提示：自營（約定購回式證券交易專用證券帳戶）持有【002002 鴻達興業】超過總股本 1%，特此披露。

東軟集團（600718）：龍頭崛起，開啟新變革

IT 龍頭踏上變革新征程。東軟是國內領先的 IT 綜合解決方案提供商，也是國內第一家上市的軟體公司。經過二十多年發展，東軟在行業解決方案領域逐步確立了領導地位。在傳統軟體服務模式向基於流量和資料的互聯網商業模式轉變的浪潮中，東軟已經開始逐步突破已有的禁錮，開啟了新變革，這種變革既包括管理制度上的突破，也包括新戰略佈局帶來的商業模式上的創新。

新變革的起點：管理層持股，利益綁定。東軟開啟新變革的起點是管理層在持股比例上的突破。之前市場對東軟的主要擔憂在於管理層不持有任何股權。2015 年 7 月底，東軟控股受讓阿爾派持有的東軟集團 5.01% 股權，通過此次定增，東軟控股持股比例上升為 12.22%，為第二大股東。管理層與上市公司主體的利益得到深刻綁定，其執行力和創新力有望為業務發展帶來顯著驅動。

新變革的基礎：離大資料最近的公司。東軟在傳統 IT 和行業解決方案中積累和沉澱了豐富、海量、多維的政府和行業大資料，行業覆蓋延伸到了電信、教育、能源、交通、環保、社保、政府、醫療衛生和金融等眾多領域。資料的廣度和深度為東軟開展基於大資料變現的服務奠定堅實基礎。

新變革的保障：三層股權激勵架構。第一層，管理層大比例增持公司股權，涉及核心管理團隊 100 餘人；第二層，實施員工持股計畫，目前已做第一期，覆蓋員工近 400 人；第三層，成立員工入股的創新性子公司，目前已經成立東軟睿馳，相應的創新性產品已經落地，後續類似子公司或將陸續成立。我們認為，東軟的三層股權激勵架構有望為公司的新變革提供可靠保障。

新變革的方向：互聯網醫療+汽車電子&車聯網+雲計算大資料。（1）醫療健康和醫保，依託積累的上千家的醫院和 150 餘家的保險管理客戶資源，以及使用者量達 2000 多萬的熙康雲平臺和不斷進行城市拓展的雲醫院，東軟醫療有望逐步從傳統醫療的技術變現、客戶資源變現逐步流量和資料變現的商業模式轉移。（2）汽車電子和車聯網。東軟擁有遍佈全球 3000 多名的汽車電子專家團隊，逐步從 Tear2 向 Tear1 進軍。並基於其在駕駛行為方面的前瞻性研發和豐富的保險客戶資源，開啟基於 UBI 的車聯網變現模式。（3）雲計算和大資料平臺，以 UniEAP 基礎業務平臺、SaCa 雲應用平臺、Realsight 大資料分析應用平臺為支撐，提供基於大資料分析以及雲服務。

盈利預測與投資建議。我們認為，在股權結構完善後，東軟依靠已建立的技術積累、資料沉澱和客戶聚合等優勢，在盈利模式逐步清晰和成熟的創新業務領域，其盈利空間有望逐步打開。我們預計公司 2015-2017 年的 EPS 為 0.28、0.42、0.57 元，未來的三年的年均複合增速為 40%，6 個月的目標價為 44.08 元/股，對應 2016 年 PE 為 105 倍，給予“買入”評級。

風險提示：互聯網醫療和汽車電子業務進展低於預期的風險，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。