

2015 年 12 月 29 日

## 宏觀經濟

### 風格切換沒有春天

春季風格切換的兩大誤區。當下認為春季迎來風格切換的核心邏輯無非有二：一是保險資金入場，由於其更偏好主機板藍籌，將帶來風格切換；二是資產荒背景下增量資金入場，錢多利於大盤藍籌。但事實是否真的如此？

誤區一：險資天生愛藍籌。雖然保險資金持倉中主機板藍籌占比高，但這也會隨市場而變。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，二季度跌至 90.5%。

15 年 1 季度險資新增主機板、中小板、創業板的投資規模環比增速分別為 22.5%、101.1%、114.9%，2 季度為 15.9%、33.5%、71.8%，由此可見，在 15 年上半年險資加速入市階段，新增資金的配路主要集中在了中小創。因此，雖然險資在主機板配路更多，但結構也在不斷變化，真正能帶來收益率的方向才是新增資金的配路主力。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，因此增量資金少時，中小創更活躍，增量資金多時，大盤藍籌表現會好。但從交易金額看，2013 年之前創業板成交金額多數時間均低於上證 50，但 13 年至今，創業板周成交金額/上證 50 周成交金額平均在 1.2 左右，近三個月更是達到 2.3 左右，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。

風格切換不瘋狂必死亡，現在沒風。2012 年以來，嚴格意義上市場只有兩次出現了典型的風格切換，一次是 12 年 12 月，源於十八大後改革預期強化，一次是 14 年 11 月，源於本輪降息週期開啟。但從兩次風格切換看，過程幾乎都是暴風驟雨式的，藍籌要麼瘋狂要麼死亡，並呈現出兩大特徵：一是大象起舞需刮大風，也即風格切換需要很強的政策事件催化，如 12 年的十八大召開、14 年的降息刺激。二是風格切換來也匆匆去也匆匆，期間藍籌相對收益領先的時間並不長，如 12 年 12

月上證 50 僅在前半個月跑贏創業板，即使癡狂如 14 年，上證 50 領先 1 個半月後創業板也開始表現更強，因此，風格切換更多是階段性。回到當下，大風還未看到，風格切換的時機尚不成熟。

警惕夏季短暫的疾風驟雨。對於未來的風格切換，我們猜測 2016 年年中出現的概率較大，屆時可能會出現兩大催化：一是 16 年 6 月 A 股納入 MSCI 迎來再評估。隨著人民幣納入 SDR，16 年 6 月 A

股納入 MSCI 將是大概率事件，將帶來海外被動型基金的配額需求。如果完全納入 A 股，MSCI 新興市場指數、全球市場指數分別增加 A 股權重 15.7%、2%。目前全球追蹤這兩個指數的產品規模分別為 1.5 萬億和 2.1 萬億美元，靜態測算新增 A 股配額資金 2652 億美元，按照期初 10% 的折算比例測算，增量資金為 265 億美元，折算為 1700 億人民幣。根據目前 MSCI 中國 A 股指數以及 MSCI 大中華指數（包含 H 股和 B 股）的 GICS 行業分類，其中占比最大的為金融板塊，在兩個指數中占比均超過 30%，如果 A 股成功加入 MSCI，金融板塊受益最為顯著。二是從自上而下的宏觀背景看，隨著 15 年來貨幣寬鬆和積極財政效果的不斷累積，如果經濟在 16 年中出現階段性趨穩，也將為風格切換提供良好的溫床，屆時市場迎來風格切換的條件可能更為成熟。

風險提示。經濟增長超預期下滑，政策效果不達預期。

## 大市導航

### 汽車與零配件：汽車顛覆時代系列報告——總論，不容錯過的汽車變革浪潮

我們預言，未來汽車 80% 是新能源汽車，80% 是無人駕駛，80% 來自於汽車共用。汽車電動化、智慧化、共用化將推動汽車定義、製造和服務的巨大變革。

電動化打開了汽車產業的潘朵拉盒子，製造護城河被填平。2014-2015 年車企形成新舊勢力，比亞迪、眾泰、多氟多等成為新能源汽車傑出代表，而 2016 年物流電動化、資訊化將再造一批新勢力。

智慧化，實現人-車、車-車、車-環境的智慧互聯，推動車聯網商業價值挖掘，實現自動駕駛的終極目標。互聯網車險、二手車、後市場、自動駕駛等，將推動汽車電子裝配的快速提升，並帶來汽車大資料和雲計算的蓬勃發展，複製智慧手機由“硬”到“軟”的產業投資機遇。

汽車共用，是共用經濟的延伸和最優載體，出行隨機性和車輛閑路率，成為汽車共用盛行的核心根源。流量平臺壟斷格局已成，滴滴快的、Uber、嗒嗒巴士等，B2B 線下平臺將成投資盛宴。

投資建議。建議超配汽車新經濟方向，圍繞電動化、智慧化、共用化長期挖掘成長和主題機遇。電動化趨勢仍圍繞上下游龍頭配額，包括【天齊鋰業、多氟多、比亞迪】等，但，物流電動化機遇最大，建議關注【納川股份、科泰電源】等；智慧化，將推動汽車電子、車聯網、智慧交通長期景氣，建議關注【亞太股份、金固股份、中原內配、索菱股份、萬安科技、得潤電子、興民鋼圈、歐菲光、保千里、四維圖新、數字政通、千方科技】等；汽車共用將成長期風口，線下租賃平臺將成核心資源，建議關注【商業城】。

風險提示。系統性風險。產業推進低於預期。

## 新興消費：增加供給激發潛在需求——供給側改革系列（1）

核心結論：①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，多個領域已在悄然推進。②傳媒改革早需求最先釋放，產業鏈日益完善，景氣向上游 IP 傳導。46 號文成為體育產業拐點，需求已經開始釋放。③13 年 40 號文鼓勵健康服務業發展，醫療改革仍在持續推進。教育法修正案通過在即，將推進教育產業化。

主要邏輯：

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。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：①海外出現金融風險。②信用風險蔓延。③地緣衝突升級。

### 電氣設備：充電樁新國標發佈，直擊產業痛點

- 1) 新國標發佈：質檢總局、標準委聯合能源局、工信部等，發佈新版電動汽車充電介面及通信協定 5 項國家標準，新標準將於明年 1 月 1 日起實施。
- 2) 新國標概述：新標修改部分觸頭和機械鎖尺寸，使用者更新通信協議即可實現充電。同時新增介面溫度監控、電子鎖、泄放電路等安全功能。
- 3) 新國標意義：電動車充電相容性低，一直是影響電動車使用體驗的主要因素之一，一定程度影響產業發展。新國標全面提升電動車充電的相容性、安全性。直擊產業痛點。
- 4) 產業鏈政策重點：2015 年下半年以來，充電樁成為新能源汽車產業鏈的政策重地，《指導意見》、《發展指南》、《十三五財政獎勵》、《新國標》相繼落地，直擊用地、補貼、技術等核心問題，同時提出明確建設規劃，全力推進充電設施建設。有助推動樁、車產業快速良性發展。
- 5) 推薦設備、運營核心標的：萬馬股份、中恆電氣等，關注特銳德。

不確定因素：產業發展不達預期。

### 伊力特（600197）：新疆建設兵團旗下的優質白酒龍頭

伊力特是一家立足于新疆的區域性白酒龍頭企業。伊力特以白酒生產銷售為主業，是新疆白酒區域性龍頭，旗下子公司還涉及玻璃製品生產、野生果綜合加工、印務、物流等業務。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%，實際控制人為新疆生產建設兵團第四師國資委。

白酒行業築底復蘇，政策再加碼概率不大。15 年前三季度白酒 17 家上市公司（除順鑫農業）共實現營業收入 771.04 億，同比增長 5.76%。歸母淨利潤 248.76 億元，同比增長 7.33%。多家區域性龍頭企業收入增速名列前茅，呈現率先復蘇跡象。

預計產業政策和限制“三公消費”短期內不會有大變化。

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。伊力特在產品創新方面有顯著成效。公司新研製上市了柔雅型中高檔白酒和兼香型三個檔次新產品，還推出包裝青春靚麗的伊小平酒、婚禮紅瓶等時尚產品，以滿足新生代消費者的個性化需求。面對嚴峻的行業競爭環境，伊力特對行銷體系做出改革，加強了行銷管道的廣度和深度。公司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。同時，公司將行銷網路管道的重心下移至三、四級市場，並進一步推進經銷商從傳統批發、分銷向多元化、綜合化深度分銷、直銷的轉變。

公司有望受益於兵團改革“東風”。繼國企改革、農墾改革之後，我們認為，兵團企業未來也有望推進類似改革。公司實際控制人兵團四師國資委在 2014 年工作總結報告中提出未來工作的重點之一是要積極發展混合所有制經濟，或將推出員工持股計畫、引入非公資本等改革方案，提高企業經營效率。

盈利預測與投資建議。我們預計公司 2015-2017 年 EPS0.66/0.73/0.82 元，給予 2016 年 25 倍 PE，對應目標價 18.25 元，給予“買入”評級。如果改革如期實現，預計公司盈利能力將在此基礎上進一步提升。

風險提示。經濟大幅減速，區域競爭加劇，食品安全問題。

## 華夏幸福（600340）：中國華夏，世界幸福，打造新大航海時代！——海外戰略正式落地，開拓印尼園區，牽手韓國文化產業院

1) 我們在 12 月 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，產業地產海外戰略是順應一路一帶和中國大國地位提升的必然。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，正邁進第三階段，完全有理由享受 20XPE 以上估值水準，對應股價 50.4 元，看好！

2) 開拓印尼園區，打造中國海外資本橋頭堡。將聯合印尼資本開發大雅加達地區萬丹省唐格朗市的 Pasar Kemis。華夏幸福提供規劃、開發、建造和運營方面的專業技術及對海外承租人進行推廣和銷售支持。

3) 順應一路一帶，分享大國崛起紅利。印尼園區屬公司產業新城首次嘗試海外複製，屬公司國際化戰略重大里程碑，未來將協同幸福全球孵化器，打造“全球產業新城引領者”。

4) 文化版圖再擴張，牽手韓國文化產業院。雙方共建“中韓文化產業基地”，擬成立 10 億元“中韓文化產業基金”，標誌著華夏幸福產業佈局文化創意產業領域版圖再升級。

風險提示：海外市場具有不確定性。



## 東軟集團（600718）：東軟望海引進戰略投資者，保險子公司成立

1) 引進戰略投資者，實施股權激勵方案。公司公告，平安健騰、東軟控股合計出資 2.25 億元，對東軟望海進行增資。增資完成後，東軟望海實施“限制性股權計畫+股權期權計畫”的股權激勵方案：東軟望海核心團隊分別認購不超過 212.46 萬元/424.91 萬元東軟望海新增註冊資本，認購價格 10.88 元/36.27 元每註冊資本。上述交易和激勵方案實施完成後，東軟集團將持有東軟望海 50.71% 的股權，平安健騰持股 19.43%，東軟控股持股 14.07%，員工持股主體持股 5.26%。

2) 強化戰略業務佈局，股權激勵更進一步。此次引進平安健騰等作為戰略投資者，有望為東軟帶來多方面發展驅動：（1）東軟望海有望借助資金繼續加強主業，加快外延並購步伐；（2）東軟集團轉讓東軟望海股權獲得的 2.66 億元資金，將用於雲計算大資料、互聯網業務、汽車電子等未來戰略佈局的業務；（3）東軟望海醫療業務有望與平安的保險業務實現對接。基於望海的資料積累和平安的產品和管道優勢，開發基本醫療保險及商業健康險等產品，為醫療資料尋求變現出口；（4）股權激勵範圍進一步拓展，利於公司長遠發展。

3) 成立保險公司，拓展資料變現出口。公司同時公告，公司擬出資 2 億元（持股 20%），參與設立融盛財產保險股份有限公司。該保險公司以資料作為基礎、以“互聯網+”作為發展模式，結合東軟的醫療、車聯網相關業務，開發“駕駛行為分析/車聯網+車輛保險”、“健康管理+健康險”、“互聯網+普惠金融”等保險產品。採用 O2O 模式快速切入到保險細分市場。我們認為，保險公司的成立有助於加快實現公司沉澱資料的變現。

4) 執行力顯著提升，期待後續進展。我們看到，自公司股權結構完善以來，管理層的執行力顯著得到提升，公司戰略佈局的業務逐步有專案落地，我們繼續看好管理層執行力和創造力對公司未來新興業務的驅動。另外，從業務基本面來看，公司正在從變現管道和出口的核心環節，來對基於資料和流量的互聯網商業模式進行強化。

5) 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：與中國平安合作低於預期風險，保險公司成立進度低於預期風險。

## 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。