

2016年03月24日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

行情擴散中，精選彈性品

1. 前期我們提出“向上突破的行情大概率啟動了”，連續上漲後市場情緒在改善擴散中。珍惜當下，及時投入，行情本質是國內外政策暖、風險偏好提升，跟蹤4月中國內外經濟政策動向，及市場情緒指標。
2. 我們一直將本次行情與15年8月底-11月中比較，3月開始政策更明朗，行情步入快速上漲期，類似15年10月後。這個階段彈性大的品種會輪番表現，尤其是階段性有催化劑、前期漲幅落後的行業。
3. 上周開始推薦中小創類高成長，如新能源汽車、文教體衛、工業4.0等，上周開始推券商，均可繼續持有，新的輪漲彈性品關注軍工，催化劑如資產注入、軍民融合、前期漲幅小。傳統行業中持有下游漲價品，如維生素印染、農業養殖。

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：堅定看好中國教育產業，精心梳理教育各細分領域投資機會

堅定看好中國教育產業，精心梳理教育各細分領域投資機會！反彈行情下重點關注各領域龍頭公司。

早教：推薦威創股份。公司在幼教行業持續加碼，積極通過產業並購宏偉佈局幼教生態，幼教將成為公司未來盈利的核心。

關注：秀強股份。

K12：推薦立思辰。公司堅持“立思辰教育生態”戰略，優先與各細分領域龍頭企業深度整合合作，未來有望成為教育行業的航母級公司。推薦拓維資訊。公司目前定位0-18歲移動互聯網教育O2O平臺，主要發展K12+幼教打通線上線下、校內校外資源。關注：全通教育、新南洋。

國際教育：推薦保齡寶。國內留學服務龍頭公司，兩大核心優勢：1) 留學/移民服務全產業鏈龍頭（K12、考培、留學申請、留學生活服務、海外投資與定居“一站式”服務）；2) 掌握核心稀缺資源（國內全牌照、國際認證和海外資源構建）。

關注：中泰橋樑。

職業教育：關注中國高科。公司背靠北京大學，擁有優質股東做背書，轉型深耕教育領域，佈局清晰，未來看點多。

風險提示：系統性風險；中國 A 股回檔風險導致估值下降。

資訊科技服務：行“雲”流“數”，“政務雲&政府大資料”時代大幕開啟

傳統電子政務應用痛點多。從發展歷史階段來看，電子政務逐漸進入到資料整合和應用階段。傳統電子政務的 IT 架構決定了其痛點較多：（1）政府各部門的電子政務系統各自經營，分散建設、管理、運行導致重複建設、資訊孤島、投入高收益低等；（2）在管理上難以與組織內部工作流程有機結合，無法形成動態的應用模式；（3）缺乏統一的規範導致功能缺失、資訊更新緩慢，交互性差等問題；（4）電子政務的建設還存在重建設輕應用、重硬體輕軟體。

雲+數：開啟“政務雲+政府大資料”時代。雲計算和大資料的採用有望克服傳統電子政務的弊端。基於雲計算模式，政務雲與服務資源、技術服務、服務制度等頂層設計相結合，實現政府組織和工作流程的優化重組，打通內外網面向公眾提供服務，充分解決傳統電子政務重複建設、資訊孤島等問題，助力政府部門高效實現資源分享、成本節約、管理創新。而隨著傳統電子政務的上“雲”，政府大資料有望實現幾個維度的融合；（1）政府各下屬機構之間的資料；（2）中央政府和地方政府之間的資料；（3）政府部門和垂直行業之間的資料。

政務雲落地明確，“基礎 IT+行業解決方案”疊加的傳統 IT 廠商更具優勢。根據 CCID 資料，2014 年我國電子政務市場的 IT 投資規模為 1906 億元，同比增長 16.6%，2015 年有望突破 2000 億元，未來四年的年平均複合增速為 15.7%，有望繼續保持穩定增長。我們認為政務雲市場規模增速有望大幅超過電子政務整體增速。目前政務雲市場的主要參與方可以分為三大陣營：BAT 互聯網巨頭、電信運營商、傳統 IT 企業。我們認為傳統 IT 企業依靠底層 IT 基礎資源和上層行業解決方案的積累，有望成為行業領導者。

政府大資料市場空間大。2014 年的政府大資料市場規模為 22.4 億元，未來三年的年複合增速將高達 95.0%，2017 年的市場規模有望達到 167 億元。我們認為政府大資料市場正迎來歷史最佳政策環境，政府大資料產業鏈也在逐步完善。根據我們的統計，國內各地方政府已經在大規模建設大資料庫。建議關注在政府大資料產業鏈中具有資料獲取管道和變現管道的標的：美亞柏科、飛利信。

首先落地的細分領域：交通、醫療、安防。在政務雲底層平臺系統搭建完之後，我們認為，雲和大資料在細分行業和垂直領域的應用或將成為驅動市場繼續快速發展的主要動力。交通、醫療、安防有望成為政務雲和政府大資料首先迎來落地的垂直行業。建議關注：千方科技、東軟集團、東方網力。

風險提示。政務雲和政府大資料推進低於預期的風險，系統性風險。

傳媒：海外 VR 公司對比：以 HTC、Oculus、Sony 為例

HTC：昔日霸主借力 VR 重回巔峰。硬體及技術：HTC 最大的優勢在於其作為全球知名的智慧設備廠商，擁有先進的設備和工藝專利，產品的品質及做工都是全球領先水準，這從當前的用戶回饋中可以看出。內容及平臺：同時，與 Valve 的合作使其擁有 SteamVR 龐大的遊戲使用者基礎和內容分發平臺，在此基礎優勢上繼續搭建 Viveport 內容服務平臺，進而引入多元化娛樂媒體內容。管道：線上下管道端，憑藉自身優勢發展 B2B 模式，攜手順網科技開發線下 VR 網吧，向協力廠商提供創意、硬體和軟體發展支援等形式展開多領域合作，打造 HTC VR 生態系統。

Oculus：背靠 Facebook 大樹好乘涼。硬體及技術：依託 Facebook 雄厚的資金和強大的研發能力，公司通過收購補強交互領域的技術儲備。同時，公司的 CTO 及團隊領導人也多是自身技術領域的大牛。內容及平臺：背靠母公司 Facebook 龐大的用戶群，Oculus 已經打造了自身“硬體+平臺+內容”的開放式生態體系，雖然其終極目標旨在社交，但是在遊戲領域的內容支援力度稍弱可能在初期制約其發展。

索尼：內容及使用者基礎穩固。硬體及技術：索尼在上世紀 90 年代就已有 VR 設備的開發經驗，但目前從人才儲備及面世作品參數來看，其產品在三大巨頭中稍顯弱勢。內容及平臺：索尼作為娛樂產業的巨頭，通過跨國收購與自主開發，完成遊戲和電影音樂產業的原始積累。同時依靠 PS4 龐大的用戶基礎和成熟的平臺系統，著力優質 CP，打造索尼 VR 閉環生態圈，未來商業模式盈利可期。

風險提示：硬體銷售不及預期；技術進展不及預期；宏觀經濟下行風險。

中國國旅（601888）：沙漠裡的花朵即將綻放——從首都機場免稅店招標開始

首都機場免稅店招標正式啟動！據首都機場網站公示：首都機場國際區免稅業務招標代理服務專案競爭性談判工作已經正式結束，擬簽約北京國際貿易公司作為招標代理服務商，公示截至時間為 2016 年 3 月 23 日。

我們認為二季度出結果概率大，中國國旅中標概率最大。招標代理服務商確定了，意味著首都機場免稅店招標已進入實質性階段，順利的話，可能二季度能夠完成招標工作。符合競標條件的企業主要有：中免集團、日上免稅、深圳免稅、珠海免稅、海南免稅；我們預計中免集團中標的概率最大。

日上免稅 2013 年銷售額約 72 億元（8.82 億歐），2015 年“首都+浦東”國際航線旅客 5228 萬人次，比 2013 年增加 20%；據此估算，2015 年日上銷售額有望達 80-100 億人民幣，首都機場銷售額約 40 億。

若中標，按 2015 年入境規模，可新增淨利 6-8 億。設零租金，預計銷售淨利潤率約 35%；考慮租金，15-20%的淨利潤率應是較合理的範圍。也就是說，靜態測算，重新招標後的首都機場免稅店，將給免稅運營商帶來 6-8 億的淨利。

我們判斷，若中標，預期拿下浦東機場免稅店順理成章（2018 年到期），屆時年淨利預期可達 40-50 億。如若中免集團能中標，將增厚業績 30-40%（如果考慮到各業務線的協同，增厚可能更高）；更關鍵的是，浦東機場免稅店的預期就非常明朗了（2018 年到期）。考慮到增長的慣性，屆時中國國旅的淨利潤預期可達 40-50 億。

除了首都機場免稅店招標外，公司未來看點頗多：（1）“旅行社+免稅”模式年內有望正式落地——海外新設/收購/參股免稅店（零售企業），把旅行社的流量導過去；（2）與港中旅集團的業務整合——港中旅旗下有市內免稅牌照，與公司互補性強；（3）央企的體制改革！

目前 434 億市值，冗余現金近 100 億，僅考慮現有業務，2016 淨利近 19 億元。往下有支撐，往上空間不小，且催化劑就在眼前！

風險提示：免稅店拓展低於預期、央企重組進程及方向仍不確定性、突發事件。

貴州茅臺（600519）：業績符合預期，重新進入“量價齊升”通道

公司實現營業收入 326.60 億元，同比增長 3.44%；歸母淨利潤 155.03 億元，同比增長 1%；EPS12.34 元，每股派發股息 6.71 元。公司茅臺酒收入實現 315.46 億元，同比增長 2.96%；系列酒收入 11.08 億元，同比增長 18.49%。

公司實現酒類毛利率 92.24%，同比減少 0.35pct，主要由於系列酒毛利率同比減少 4.31pct。公司銷售費用率 4.44%，同比減少 0.76pct，得益於公司廣告促銷費用的減少。公司管理費用率 11.4%，同比增加 0.91pct，主要由於公司職工薪酬費用及固定資產折舊等費用增加。

公司實現經營性現金流 174.36 億元，同比增加 38.03%；預收貨款 82.62 億元，同比增加 459.64%；應收票據 85.79 億元，同比增加 364.27%，公司利息支出同比增加 25%印證應部分由於貼息增加所致。

茅臺在今年春糖宣佈，下半年控量保價，供應量僅 8000 噸，全年預計銷量或低於 18000 噸，但此舉保證了經銷商利潤，三大高端品牌中唯一順價銷售品牌，預計下半年經銷商會十分積極。

我們給予貴州茅臺目標價 268 元，買入評級。

主要不確定因素。經濟大幅減速，食品安全問題。

海螺水泥（600585）：下看重鎔成本，上看需求復蘇

2015 年水泥量增價跌，公司噸毛利在近 14 年中僅高於 2005 年。2015 年公司水泥熟料銷量約 2.56 億噸、同比增約 2.8%；噸均價約 193 元/噸、同比降約 43 元/噸；噸毛利約 54 元/噸、同比降約 27 元/噸，絕對水準在近 14 年中僅高於 2005 年（當年噸毛利約 44 元/噸）。

其中，公司第 4 季度銷量約 6950 萬噸、同比基本持平；全收入口徑下噸均價同比降幅達 60 元/噸，噸毛利降幅達 26 元/噸。

行業低谷期，公司龍頭風範盡顯。2015 年公司扣除減持青松建化、冀東水泥的投資收益後利潤總額約 81.6 億元，占水泥行業的 25% 左右。期末在手貨幣資金達約 145 億元，資產負債率降至 30% 左右，無可爭議是國內資產品質最優的水泥企業。

2016 年需求開局不錯，全年有復蘇期待。年初以來信貸、地產支援政策持續加碼，3 月開始華東各水泥企業出貨復蘇明顯，預計公司 2016 年 1 季度水泥銷量有望有不錯增幅。展望全年，地產銷售火爆有望傳導至投資端，疊加基建穩增長預期，水泥需求側的改善有望延續。

公司估值目前仍低於重鎔成本。目前公司水泥產能對應的噸企業價值約 318 元/噸，仍低於行業 350 元/噸的重鎔成本；作為國內資產運營效率最高的水泥企業，其估值有明顯安全邊際。給予“買入”評級。公司核心佈局華東、華南，是最有望受益於需求側復蘇的水泥標的，同時估值安全邊際明顯。

風險提示：需求超預期下滑，煤炭價格大幅提升，國際化、國內整合進展不達預期。

新潮實業（600777）：油價反彈，直接受益

房地產業務收入減少導致業績下降。2015 年公司房地產業務實現營業收入 3.14 億元，同比下降 53.49%。自 2014 年起公司將未來產業發展方向定位於石油及天然氣的勘探、開採及銷售；同時，公司將原有傳統產業逐步剝離。2014 年以來，公司已先後處置了煙臺新潮酒業有限公司等子公司，有助於加快公司戰略轉型，盤活公司資產。截止 2015 年底，公司旗下僅剩山東銀和怡海一家房地產子公司，由於房地產業務規模縮小導致公司業績有所下降。

非公開發行購買資產進入油氣領域。2014年12月14日新潮實業與浙江犇寶簽署了收購意向書，協定收購浙江犇寶合計100%的股權。截至2015年11月浙江犇寶股權已全部過戶完畢，浙江犇寶成為公司的全資子公司，公司通過浙江犇寶間接獲得油田資產相關權益。

油氣資產進一步擴張。2015年12月新潮實業發佈《發行股份及支付現金購買資產並募集配套資金暨關聯交易預案》，公司擬通過對鼎亮匯通股東發行股份完成對其油田資產的收購並募集配套資金。此次交易是公司在並購浙江犇寶後對海外油田資產的再一次並購，將有利於加快公司業務結構調整，快速提升公司油氣田管理和作業的經驗，有利於公司掌握先進的石油開採技術，擴大公司資源儲量，最終推動公司實現快速轉型。

專注油氣領域發展戰略，期待油氣業務進一步發展。2015年12月新潮實業發佈公告，董事會審議通過收購藍鯨能源北美有限公司100%股權的議案，這將有利於促進公司業務領域範圍從石油天然氣的勘探開採，進一步拓展至石油領域的諮詢服務，培育新的利潤增長點，同時有利於更好地圍繞公司未來的發展戰略，組建石油天然氣業務領域的專業團隊，進一步發展油氣業務。

風險提示：原油價格大幅波動、增發及收購進展、新業務拓展風險。

深高速（600548）：公司後續將積極在業務發展中尋求平衡

主業未來依舊是主力。公司在高速路段投資和運營管理方面積累了相當豐富的經驗，公司資金成本低，抗週期能力強，未來主業一定也不會放鬆。公司已於2016年3月18日簽署投資合約，擬投資65億元獲得外環A段（寶安區海上田園北側至龍崗區深汕高速互通立交）25年項目經營收益權，專案總投資額為206億元，超出部分由深圳市政府全資設立的專案公司承擔。該專案是集團首個以PPP模式開展的收費公路投資項目，外環A段計畫於2019年通車。

股東深圳國際有意推動轉讓梅林關股權事宜，未來隨著品牌企業入駐不排除有合作機會。針對梅林地塊的開發，深圳國際已與本公司合資成立專案公司。深圳國際和本公司分別擁有項目公司51%及49%股權。梅林關地理位路非常優越，城市更新項目的規劃包括住宅、商業、辦公、商務公寓以及公用配套設施等（約80%可以用於商業出售，20%用於建造保障房）。

公司帳面現金充足，尋求新產業並購機會。公司基本擬定了未來新產業拓展的方向：“大環保（水環境治理、固廢處理、新能源等）+適度金融（已參股貴州銀行）”。公司的長期優勢是建設管理以及雄厚的國有背景，後續大環保領域的進軍有望憑藉上述優勢做大做強。同時公司也在嘗試創新投資模式，加強資本市場金融工具的運用，參與貴州銀行的增發去年就享受了4000多萬的分紅。我們認為公司投資貴州銀行一方面是看中該行的執行力和穩定的經營能力（貴州銀行的不良率在行業內偏低）；另一方面，公司有望通過參股拓寬在貴州的業務合作機會。

公司公告實施股權激勵，充分調動本公司高級管理人員、中層管理人員及核心管理技術骨幹人員的積極性，有效地將股東利益、公司利益和經營者個人利益結合在一起，建設發展壯大公司各項業務。

風險提示。經濟增速明顯放緩可能導致公司車流量增速放緩。

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。