

大市導航

傳媒：證監會或將嚴控定增，業績為王

財新報導，監管部門可能將叫停上市公司跨界定增互聯網金融、遊戲、影視、VR 四個行業。1) 跨界並購受限或有部分影響，但傳媒行業一級市場估值已高。通常情況下，並購進程相對較慢，嚴控定增的不利影響或相對有限。2) 強調業績為王觀點。今年是“驗證年”，佈局正式落地後，應重點關注公司業績情況。業績增速較高，PEG 較低個股，屬於並購佈局被證明的公司，在轉型受限的背景下，凸顯稀缺性。3) 行業景氣度仍高，盈利能力強，未來電影暑期檔、體育、教育催化劑多，但更注重業績。按市值大小，三大維度選股。建議關注大型標的：華策影視、中文傳媒、中南傳媒、華錄百納；中型標的：華媒控股、迅遊科技、省廣股份、全通教育、凱撒股份；小型標的：引力傳媒、天潤控股、和晶科技、雷曼股份。

風險提示。政策風險；政策風險。

醫藥與健康護理：一致性評價最確定的投資機會——論藥政變革下 CRO 產業的未來

我們判斷一致性評價工作會在近 3 年快速推進：縱觀臨床試驗資料自查工作在 2015 年內以雷厲風行的方式推進，我們看到此次一致性評價同樣配合人民日報的宣傳，以及 CFDA 的大力配合，因此我們預計仿製藥一致性評價工作也有望以快速的方式推進。從監管層初衷、國內仿製藥產業升級、緩解醫保的壓力，也可以預期此次一致性評價快速推進的確定性。

我們需要明確的是，仿製藥一致性評價並不是新藥的研發註冊申請，我們認為其僅僅是 CFDA、國務院主導的一次已上市藥品再評價工程，有其特有的流程和研究內容，主要包括兩方面的內容：品質（藥學研究）和療效（臨床研究 BE）的一致性評價研究。

醫藥 CRO 企業將承接多大的市場？

1) 藥學評價：40 億元。考慮國內藥學研究多有企業自主開發，但是在一致性評價時間緊迫、多文號集中的情況，假設有 50% 的外包給 CRO 來做，即 40 億元的市場。

2) 臨床 BE：32 億元。考慮 CRO 主要承擔檢測、生物分析方面的工作（假設 80% 的 BE 選擇外包給 CRO，除去臨床實驗基地醫院的 50% 收入），預計收入占比 50% 左右，對應市場規模 32 億元。

3) 估計醫藥 CRO 將承接 72 億元左右的一致性評價市場。(以上均考慮是 2016-2018 年需要完成的基本藥物口服固體製劑品種)。

醫藥 CRO 行業是一致性評價唯一確定性投資機會

臨床 CRO：柳暗花明又一村。2015-16 年臨床試驗資料自查核查活動影響下，臨床 CRO 專案進度放緩，導致相關公司業績增速大幅放緩。我們預計隨著臨床自查影響逐步消除、一致性評價業績增量，我們認為 2016Q3 臨床 CRO 的業績會逐步恢復。

臨床前 CRO：你爭我也爭，短期有望優先貢獻業績增量。相比臨床 BE 所需的臨床資源壁壘，臨床前藥學研究部分壁壘較低，但一致性評價過程中市場規模卻和 BE 相當，我們認為短期內包括臨床 CRO、臨床前 CRO、研究所都會成為這個市場的角逐者，而藥企從時間、成本、多品種篩選角度考慮，也有意願將溶出試驗外包，以控制成本、風險。看好具備 CMC 研究經驗的 CRO 快速承接一致性評價工作的溶出試驗。

投資建議

積極推薦：泰格醫藥（臨床 CRO 龍頭）；建議關注：華威醫藥（臨床前 CRO 龍頭）、藥明康德、博濟醫藥、亞太藥業、太龍藥業、賽德盛（新三板）等。

風險提示：一致性評價工作細則進度具有不確定性。

軟體：微軟的成功轉型

從 2009 年開始到今天，微軟的股價從不到 13 美元上漲到 55 美元以上。然而 09 年之前，是微軟低迷的 10 年，股價長期維持在 20 美元左右。到底是什麼原因，導致了微軟的衰落，又是什麼原因，讓微軟逐步走出低迷呢？

很多以諾基亞為代表的巨頭因為不適應時代的變化而一落千丈，而微軟卻避免了這種現象的發生。究其原因，大約有以下幾個方面：始終對其股東負責、現金流充足、強有力的研發能力、順應時代潮流和積極發揮其在傳統優勢領域的作用等。對股東負責

儘管微軟公司現金儲備十分寬裕，但它並沒有像其他“暴發戶”那樣將這些“真金白銀”大肆揮霍，用於收購兼併。相反地，面對現金過剩，微軟公司毅然選擇回報給股東。因此股東在微軟低迷時並沒有拋棄微軟。

財務狀況良好，現金流充足

微軟危機意識很強，比爾·蓋茨說過，“微軟離破產永遠只有 18 個月”。因此微軟很注意財務狀況與現金儲備。充足的現金流與良好的財務狀況可以使得微軟在面對危機時從容不迫。

超強的研發能力

雖然人們印象裡微軟的研發能力不如穀歌，但實際上微軟的研發能力一直很強，從虛擬實境的 HoloLens 和 surface book 的黑科技，微軟總是能給人們帶來驚喜。

順應時代潮流

微軟雖然在作業系統與辦公軟體上處於壟斷地位，但並沒有因此故步自封，而是積極尋求轉變。從作業系統不斷反覆運算，適應移動互聯網潮流，到開發新的硬體與虛擬實境佈局，微軟前進的步伐從未停止。

傳統優勢領域的鞏固

雖然 Linux 系統近些年發展迅速，但 Windows 作業系統還是處於壟斷地位，再加上 Office 在辦公領域的霸主地位，這兩大利器給微軟帶來了源源不斷的巨大利潤，這也是微軟能夠重新復興的重要原因。只要沒有可以取代 Windows 霸主地位的作業系統出現，微軟的強勢想必還會繼續下去。

不確定性風險。市場風險；技術風險。

飲料：啤酒行業跟蹤報告：從搶份額到要利潤拐點漸顯

為什麼期待多年的轉變開始顯現？一方面啤酒行業的發展環境發生變化。2014 年我國啤酒行業產量歷史上第一次出現負增幅，降幅 0.96%，2015 年降幅進一步下滑至 5.06%。而進口啤酒趁虛而入，過去四年每年進口量增速高達 50-80%，市占率 1.3%。預調酒等新品類也在侵佔啤酒市場。對國內生產企業而言，蛋糕連續縮小、高端市場又被蠶食，堅持幾十年的份額戰略越發失去意義。另一方面，過去一年來由於更換大股東、管理層或是股權激勵等原因，多數公司（華潤、珠啤、重啤）改善業績提升市值的態度明確，預計接下來還有更多公司（燕啤、青啤）加入此行列。就連過去兩年行業唯一“攪局者”百威，也可能因為全球業績下滑、國內量增減緩，轉而加強盈利提升。

企業戰略目標轉變的意義何在？因借鑒美日等發達國家啤酒行業發展歷史，堅信“份額為主，剩者為王”。我國從有啤酒工業以來，一直堅持搶份額戰略，導致行業毛利率在過去十五年間從 40%降至 27%。近年來上市公司毛利率維持在不足 40%，扣非後淨利率在 1%到 4%左右。啤酒行業是過去十年唯一沒有感受到消費升級的食品飲料子行業，而從進口啤酒增速來看，需求升級態勢明顯。國產企業如果及時轉變戰略將可分享行業巨大盈利蛋糕，否則有可能錯失歷史機遇，落得竹籃打水一場空。

盈利改善從何而來？空間多大？一是行業噸酒價格回歸合理水準。雖然行業整體收入與產銷量水準在 16 年 1 季度仍處於尋底過程中，但產品升級、噸酒價上漲的趨勢卻越發明顯。2015 年，我們統計的 6 家在華啤酒巨頭全部實現噸酒價上漲。

二是居高不下的費用率出現回落。如果行業競爭趨緩，公司的毛利率以及銷售費用率都有望大幅改善，而淨利率有望大幅提升。三是原材料價格的下降。2015年11月開始，我們在多份啤酒公司深度報告中提到，受益於大麥價格下跌，2016年啤酒公司毛利率有望提升1個點左右。對比國際啤酒巨頭來看，毛利率維持在60%左右，而淨利率也有15%左右。在食品飲料各子行業內，白酒行業毛利率和淨利率分別為70%和30%，乳製品龍頭企業的淨利率水準也能接近10%，而調味品行業的淨利率為10%左右。啤酒行業的淨利率較低，未來提升空間較大。

投資建議。我們認為自下而上看各家公司的競爭行為已經出現緩和跡象，只是欠缺重大事件或者資料驗證。習慣左側佈局的投資者已經可以開始關注，右側佈局的投資者也應隨時等待進一步信號出現，比如強強聯合、高管換屆、公司融資等事件，或是行業、上市公司等統計資料。推薦產品結構升級趨勢明確的重慶啤酒，建議關注具有國企改革預期的燕京啤酒、淨利率偏低但改善意願強的華潤啤酒，以及青島啤酒和珠江啤酒。

主要不確定因素。行業銷量大幅下滑，燕京國企改革未能推進等。

傳媒：證監會或將嚴控定增，業績為王

財新報導，監管部門可能將叫停上市公司跨界定增互聯金融、遊戲、影視、VR四個行業。1) 跨界並購受限或有部分影響，但傳媒行業一級市場估值已高。通常情況下，並購進程相對較慢，嚴控定增的不利影響或相對有限。2) 強調業績為王觀點。今年是“驗證年”，佈局正式落地後，應重點關注公司業績情況。業績增速較高，PEG較低個股，屬於並購佈局被證明的公司，在轉型受限的背景下，凸顯稀缺性。3) 行業景氣度仍高，盈利能力強，未來電影暑期檔、體育、教育催化劑多，但更注重業績。按市值大小，三大維度選股。建議關注大型標的：華策影視、中文傳媒、中南傳媒、華錄百納；中型標的：華媒控股、迅遊科技、省廣股份、全通教育、凱撒股份；小型標的：引力傳媒、天潤控股、和晶科技、雷曼股份。

風險提示。政策風險；政策風險。

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。