

大市導航

航空航太與國防：國防資訊化深度：未來的風

國防資訊化急需提速，市場空間廣闊。世界新軍事革命深入發展，武器裝備遠端精確化、智慧化、隱身化、無人化趨勢明顯，太空和網路空間成為各方戰略競爭新的制高點，戰爭形態加速向資訊化戰爭演變。據國家統計局，我國 2015 年軍費 8890 億元，增速 10.1%。我們預計，未來 20 年我國軍費有望保持 9.4% 的增速（下文有詳細測算邏輯），其中裝備費結構性調整保持 12% 的增速，據《資訊化戰爭條件下軍費開支規模以及結構研究》，西方國家資訊技術占裝備成本比重平均按照 50%，我們認為，未來 20 年，我國軍事資訊化市場空間將達到近 3 萬億。

細分領域之一—雷達：資訊化戰爭中的“千里眼”。作為軍事鬥爭中的“千里眼”，雷達的應用則是爭奪資訊控制權最關鍵的一環。據《預測國際》，到 2019 年，預計全球雷達市場的銷售總額將達到 33.78 億美元。據《預測國際》，未來 AESA 雷達是產業方向，到 2019 年占比有望達到 68% 左右。國內市場增幅穩健，2011-2015 年行業增速維持在 15% 左右。國際廠商中，強者恒強的格局正逐步產生，國內市場有望複製。

細分領域之二—資訊安全永不眠。2014 年國家成立了網路安全資訊化領導小組辦公室，更是將資訊安全直接上升到國家戰略層面。據《網路與資訊安全產業白皮書（2015）》，預計到 2019 年，行業規模將超過 1550 億美元，平均增速保持 8%-10% 左右。中國、印度等亞太新興地區 2015-2019 年的複合增長率有望達到 13.4%。從全球市場結構及國際巨頭投融資的角度來看，我們認為，國內安全服務會成為增速最顯著的方向，企業整合是發展趨勢。

細分領域之三—北斗：孕育千億市場。據《中國衛星導航與位元路服務產業發展白皮書（2015 年）》，2015 年中國衛星導航與位元路服務產業總體產值達到 1735 億元，其中，北斗應用占比進一步提高，市場貢獻率接近 20%，增速十分明顯。我們認為，未來幾年是北斗導航系統重要的示範推廣時期，國防、公安、漁業、氣象、通信、能源、航運等多個行業將開始對北斗導航產品產生現實的需求。據《國家衛星導航中長期發展規劃》，預計到 2020 年我國衛星導航總產值達到 4000 億，其中北斗導航的滲透率有望達到 60% 左右。

投資建議。重點推薦：四川九洲、海蘭信、國睿科技、特發資訊、海特高新。

風險提示。軍工訂單的不確定性。系統性估值波動風險。

房地產：交叉持股是一把雙刃劍

萬科等控制權事件，以及恒大收購嘉凱城、融創收購金科股份等引發市場對交叉持股的關注。近期，部分 A 股上市地產公司持續被同業資本和保險資本大比例增持，甚至出現舉牌後實現控股權變更現象。從國際實踐看，交叉持股一般應用在存在長期利益關係的企業之間，包括實業和金融機構之間，上下游企業之間，以及集團內部母子公司之間。目前，以公司運營手段出現的我國交叉持股現象仍不是太普遍。

交叉持股包括橫向和縱向；單純型、環狀型、網狀型和放射性的交叉持股。所謂交叉持股，是指兩個或兩個以上的公司為了特定目的而相互持有股份，從而形成了一種你中有我，我中有你的股權結構。如果按照結構特點，可將交叉持股劃分為單純型、環狀型、網狀型和放射性的交叉持股。

交叉持股的優勢和劣勢。我們認為，交叉持股具有，抵禦惡意收購、穩定公司股價、發揮各方的協同效應、分散企業的經營風險、獲取資金和提高資金使用效率等優勢。交叉持股的劣勢包括：容易造成虛增資本、誘導內幕交易與關聯交易、易形成行業壟斷、扭曲了公司治理結構、容易造成市場泡沫。

海外分析：曾經風光一時的日本交叉持股模式已經式微。海外市場上，交叉持股現象比較明顯的是日本和德國。1950 年左後，日本金融機構的持股比例僅為 10%。隨後為了抵禦外國資本的收購，日本本土上市公司形成了複雜的交叉持股現象。

到 1989 年的頂峰時，日本金融機構的持股比例上升至 40%左右。隨著日本經濟和股市泡沫的破滅，日本上市公司進入了去交叉持股階段。到 2000 年時，日本金融機構的持股比例下降至 20%左右。同樣，日本的上市公司之間的交叉持股比例也從 1990 年的 18%逐步下滑至 2006 年的 6%之內。德國交叉持股建立在銀行主導體系下。上世紀 90 年代以前，德國上市公司的股權結構集中度高。1990 年之後，德國上市公司中保險、基金等機構投資者持股比重大幅提高。德國的壽險和基金公司合計持有上市公司的股份從 1990 年的 15.5%大幅上升至 2000 年的 30.6%。

我國 A 股上市地產公司中尚無真正的交叉持股。更多的是：一是部分 A 股上市地產公司股權被保險資本增持或收購，二是部分 A 股上市地產公司股權被同業資本直接或間接增持或收購，三是部分 A 股上市地產公司直接或間接參股保險公司。

目前，我國在企業交叉持股方面的法規仍嚴重不足。新的《公司法》也只是對公司轉投資做出了一些規定。現行法規對交叉控股的限制主要集中在母公司與子公司之間的交叉控股。具體而言主要是限制交叉持股的比例、股東權利的行使與資訊披露等方面，而對於非母子公司之間，即彼此不存在控制、從屬關係的公司之間的交叉持股限制則相對較少。

估值和投資：選擇股權分散、資產折價高的個股。我們按照以下標準選擇未來存在投資價值的上市地產公司：1) 第一大股東持股比例最低的十家上市地產公司；2) 總市值/NAV 比值最低的十家的

上市地產公司；3) 股息率最高的十家上市地產公司。截至 2016 年 9 月 29 日，A 股市場動態 (TTM) PE 在 21.5 倍，房地產板塊動態 (TTM) PE 在 24.1 倍。政策面方面：結構性調控，不改去庫存大格局。推盤旺季逐步到來。目前市場整體熱度仍保持高位，我們認為後期推盤加大有望保持基本景氣度，建議給予地產行業“增持”評級。

風險提示：房地產行業與國家政策緊密相關，一旦國內未來採取更加嚴厲的調控措施將直接影響行業未來發展。

汽車：汽車強國之路，產業多元挖掘

2017 年中國正在走向汽車強國之路。汽車投資將走向多元化，自下而上為主

(1) 新能源汽車產業成熟，產品是核心，關注品牌和性價比好的乘用車放量。要關注受益成本下降，估值不高的下游整車廠，首推【江淮汽車】，全市場對大眾的預期差巨大，買入評級；(2) 智慧汽車終極模式陸續清晰，17 年智慧車載硬體開始先行普及，車載攝像頭、感測器加速配路，營收擴展維持高估值。關注估值低龍頭，產業成本支撐【歐菲光、中鼎股份、亞太股份、雙林股份】(3) 自主品牌龍頭擴張，關注【吉利汽車】，新品週期和量價齊升，複製長城汽車 2012 年後的強勁趨勢(4) 高端零部件的突破和崛起，關注：座椅，自動變速器、車載電子等機電一體化方向。(5) 跨境市場的投資機遇(吉利汽車、廣汽集團、舜宇光學科技)，海通汽車將加大覆蓋：港股 A 股化機遇。

不確定性分析：大盤系統性風險等。

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。