

宏觀經濟

資訊服務：跨界融合時代的支付和消費行為的變革

2016 是支付行業的豐收之年也是監管規範之年。全球經濟增速放緩，但是非現金支付遠高於經濟增速且創新不斷，產業鏈由金融基礎設施向零售發展，滲透到越來越多的行業。我國經濟增速換擋，消費驅動和技術創新驅動成為主要動力，支付作為現代金融服務重要組成部分，互聯網環境下進入與經濟生活融合的新階段。回顧過去一整年，三類帳戶確立、‘網聯’框架出臺、二維碼合規、‘96 費改’、手機 Pay 的短暫興衰、巨額罰單、牌照三批續展及註銷並購、巨頭提現收費、傳統金融佈局新興支付’等都在昭示著中國移動支付這一不平凡的一年。剛進入 2017 年，1 月 13 日央行下發了《中國人民銀行辦公廳關於實施支付機構客戶備付金集中存管有關事項的通知》，支付將進入規範、健康、可持續的快車道。

科技進步是支付創新的核心動力。支付，從形式上來看，經歷了現金支付、卡機支付、再到無卡支付的變革；從手段上來看，短信支付、掃碼支付、指紋支付、光子支付層出不窮；從安全上來看，生物識別技術提升了安全和體驗；從資訊處理來看，大資料、雲計算的應用使支付由簡單的資料傳輸向資料開發、利用延伸。

支付進入跨界融合時代。（1）與互聯網融合，支付可借助資訊技術進行產業重構和價值鏈延伸，開拓平臺化、綜合化等差異化商業模式，與此同時收單端、受理設備也在引入互聯網思維方式，不斷改善產品設計，優化使用者體驗，向智慧化、個性化、移動化方向開放升級；（2）與消費融合，互聯網支付和移動支付的快速發展，將支付滲透到衣食住行、吃喝玩樂、水電醫療等生活方方面面，新興支付服務在消費領域的推廣，不僅優化了用戶的體驗，增強了支付服務的範圍，吸引消費者依託支付平臺完成轉帳、消費和投資等等，提升行業覆蓋領域，提高了資料分析的價值；（3）與金融融合，依託大資料和場景優勢，越來越多的支付機構有了金融功能，支付寶的花唄/借唄、微信的微粒貸、京東白條等；（4）與電子商務融合，電子商務給協力廠商支付的發展提供了廣袤的沃土，支付本身也在不斷與電子商務融合。

支付的‘三性法則’。商業銀行經營的‘三性法則’是，在保證安全性的基礎上，適當調整流動性，以提升盈利性。那麼，支付的‘三性法則’是，在保證安全性的基礎性，適當調整便捷性，以提升體驗性。安全與便捷是當前技術環境下，支付不斷權衡的兩項指標。

細分來看。銀行卡領域突破不斷，互聯網支付集中度下降，支付方式持續由 PC 端向移動端遷移，移動支付出現，井噴式’發展，另外，預付卡業務進入瓶頸期，面臨轉型。

,藍領消費金融'潛力巨大。支付在與消費和金融融合的同時，消費金融產業借助支付的大資料和場景優勢快速增長。政策支持、互聯網及移動互聯的的迅速普及、消費升級，非必需品消費占比上升、80/90 逐漸成為消費主力軍、電商等垂直場景的迅速發展等成為消費金融的驅動因素。2015 年中國藍領消費金融市場放款總量約為 100 億，只覆蓋潛在市場 1.1%左右。

投資建議。關於協力廠商支付和消費金融的收購、佈局不斷，有傳統主業增速緩慢，通過外延過來雙主業的，也有本身就在產業鏈裡面，通過外延進行縱向延伸，發揮協同效應。建議關注：支付牌照資源方面，新大陸、海立美達、新力金融、巨集磊股份，支付硬體領域，證通電子、新國都；消費金融，奧馬電器、二三四五、贏時勝。

風險提示。政策風險、行業進展低於預期，短期市場波動。

情緒低迷，穩健為上

1. 週一市場大幅下跌，上證綜指盤中最大跌幅 2.2%、收跌 0.3%。創業板指盤中最大跌幅 6.1%、收跌 3.6%，並創出去年 1 月底以來新低。輕工、TMT 等高估值行業領跌，次新股也大幅下跌。
2. 週一市場下跌是上一周市場下跌的延續，目前有兩個因素壓制市場，一是 IPO 加速發行使得短期資金供求惡化，二是國內外形勢不明朗，尤其是特朗普即將宣誓就職。後續要跟蹤可能改變市場預期的因素，包括特朗普上臺後的政策實施情況、國內股市資金方面政策及國企改革的動態。
3. 維持週報《為什麼市場年初沒躁動起來？》的觀點，在不確定性因素較多、投資者情緒低迷的市場環境中，穩健為上，等待優於出擊，對策優於預測。建議以價值股為底倉，持有國企改革、油氣鏈相關標的。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑、改革進程緩慢、匯率貶值。

大市導航

銀行：看好銀行年初行情，推薦低估值銀行和大行

1. 今年銀行股投資兩大主線：一是 16 年以來資產品質持續改善的邏輯繼續證實，宏觀層面的投資或略好於預期（12 月信貸資料向好，反映企業投資需求有恢復），改革仍在持續，微觀積極信號繼續擴散。二是防風險去杠杆政策下對表外業務和表外機構監管的加強，銀行作為金融仲介的價值和壁壘會有顯現。

2. 經濟形勢明確前看低估值修復，經濟形勢明確後看基本面改善的提估值機會，對應推薦低估值、傳統對公型、經濟彈性較大的銀行。在微觀經濟信號確認前，先關注低估值銀行和大銀行，華夏銀行和建設銀行；隨著經濟信心修復看區域經濟改善的銀行，建議關注江蘇銀行和常熟銀行。

風險提示：資產品質惡化和監管政策變動超預期。

森馬服飾（002563）：產品現貨占比提升，管道購物中心化推進

休閒服飾業務模式轉換，加速貨品周轉。2017 年休閒服飾預計由全期貨模式調整為 50%現貨+50%期貨，產品周轉有望相應加快。其中，期貨制產品預計仍將延續高性價比定位；其餘 50%為快速反應產品，即根據首批現貨銷售情況安排後續加單，產品定位于高附加值、時尚度。現貨占比的提升預計帶動存貨整體規模縮減，有利於售罄率提升。為配合產品周轉提速，引入靈活供應商，採購成本預計將有所提升，休閒服品牌或相應提價；兒童服飾對時尚度要求不高，仍保持高性價比定位，價格預計維持原先水準。童裝品牌進駐購物中心進程加快，店鋪結構調整下，單店面積有所提升。同時，公司與沙特服裝經銷商簽訂合作協定，代理童裝產品，伴隨新設店鋪啟動，外延式擴張持續。

線上業務持續高速增長，互聯網銷售占比提升至近 20%：1) 為支援電商業務高速發展，公司建設森馬嘉興物流倉儲基地，專案總投資 8.48 億，將着力打造高效、智慧的現代化物流基地，全面提升公司倉儲、物流、配送服務能力，助推供應鏈效率。2) 建設浙江森馬電子商務產業園，投資 3.39 億，建成後將成為森馬電子商務的總部基地。定位基於互聯網、移動互聯網、大資料雲計算系統，整合全球資源，開展森馬互聯網產業的拓展、運營、並購、孵化、服務和管理。3) 投資建設溫州森馬園區二期，投資 3.9 億。建成後主要用於公司兒童服飾業務的物流、倉儲、配送服務，成為童裝總部物流基地。

同時，也將用於新品牌、新業務的孵化、培育、運營及服務基地。

公司擁有管理團隊穩健、充沛的資金、品牌知名度等資源稟賦。一方面，公司內效提升支撐業績保持穩定增長，重點拓展電商、購物中心等新興管道，在行業集中度提升的背景下，提升品牌市占率；通過整合上下游供應鏈資源，優化供應商結構、加快商品周轉，提升供應鏈運營能力。另一方面，公司外延擴張路徑清晰，通過並購方式拓展業務空間，我們判斷公司未來將積極探索品牌集成式發展模式：針對休閒裝，擴充不同定位下的細分服飾市場；而對於童裝則豐富多元化佈局下的產業協同運營；電商業務方面，公司通過整合線上線下資源，推廣網紅代理的新業務模式，實現互通共用，將有力推動互聯網品牌的穩健增長。同時和東南亞網站合作，有望進一步開拓海外市場。預計公司 2016-18 年實現歸屬於母公司淨利潤分別為 16.20、19.16、22.66 億元，同增 20.05%、18.27%、18.29%，對應 EPS 分別 0.60、0.71、0.84 元。參考相關休閒服飾企業估值水準，給予公司 2017 年 20xPE，對應目標價 14.22 元，買入評級。

主要不確定因素：天氣影響原定產銷計畫，品牌推廣、現貨制實施不達預期。

三湘印象（000863）：整體出售中鷹銘業，現金回籠助推發展

出售中鷹銘業回款 6.19 億，現金回籠助推發展。公司公告擬向上海中鷹投資出售上海中鷹銘業 99% 股權，股權作價 61924.71 萬元。本次交易順利完成，將給公司帶來 1630.66 萬元的投資收益。中鷹投資曾承諾約定期限內實現淨利潤不低於 65953.84 萬元，實際累計實現淨利潤約 66757 萬元，完成承諾淨利潤，並且已完成承諾淨利潤的分配，上市公司於 2017 年 1 月 10 日收到利潤分配款 14122.28 萬元。

專案進入尾聲，整體出售利好雙方。上市公司收購中鷹黑森林專案之前，一、二期已基本開發完畢，收購之後主要從事三期專案的建設開發。該項目在 2016 年集中交房，90% 以上客戶已辦理交房手續。中鷹黑森林項目銷售已進入尾聲，剩餘面積較小，且項目均價已高達 11 萬/平米，造成周轉偏慢，與公司地產業務高周轉戰略出現差異。本次整體出售有利於現金回籠，有望助力公司優化業務結構，推動文化和地產雙主業共同發展。中鷹投資亦可按照其‘慢工出細活’的理念，繼續維護並推廣中鷹黑森林品牌。

鎖定部分 17 年業績，估值優勢明顯。我們預計公司 2017 年淨利潤約為 8.47 億元。本次出售預計將給公司帶來 1630.66 萬元的投資收益以及利潤分配款 141222831.82 元，再加上收購觀印象時觀印象全體股東承諾 2017 年淨利潤不低於 1.6 億元，合計約 3.18 億元，占到 2017 年預計淨利潤的 37.5%。我們預計公司 2016 年和 2017 年 EPS 分別為 0.53 元和 0.61 元，2017 年 PE 在 13 倍左右，公司 RNAV 為 9.84 元，相較當前股價折價約 17%，估值優勢明顯。

投資建議：公司地產業務穩健發展，聚焦上海區域享受地價和房價上漲雙重紅利，銷售回籠資金為轉型提供彈藥；另一方面，成功收購觀印象，文化產業佈局落定，並持續研發新文化旅遊項目——‘最憶韶山沖’。公司通過股權形式綁定張藝謀和創作團隊，一旦‘張藝謀 IP’通過三湘文化地產變現模式成功複製，未來業績、估值具備較大彈性，給予公司 2016 年 23 倍 PE，對應股價 12.19 元，給予‘買入’評級。

風險提示：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。