

2017年01月24日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

財政收支跳水，透支效果顯現——12月財政資料點評

2016年12月全國一般公共預算收入，支出分別為12426億元、22002億元，同比分別大跌至-9.0%、-15.5%。16年全年全國一般公共預算收入、支出同比分別為4.5%、6.4%，均較15年下滑。具體來看：

1. 財政收入增速下滑。16年全年財政收入增速4.5%，低於15年增速8.4%。其中12月單月增速罕見地下滑轉負至-9%，主要原因有三個方面，一是政策性減收較多，二是經濟下行產生的滯後影響，三是部分收入15年基數較高。
2. 分項增速高低互現。16年全年主要收入項目中，受營改增影響，營業稅轉移至增值稅，合計增速5.4%；消費稅同比降3.1%；企業所得稅增6.3%，主因房企稅收大增，而工業企業稅收負增；進口相關稅項同比微增，但分季度看邊際上有所改善；土地和房地產相關稅收增長保持穩定。
3. 財政支出增速下滑。16年全年財政支出增速6.4%，低於15年增速15.8%。其中12月財政支出單月增速大跌至-15.5%，繼10月負增後再創兩年以來新低。
4. 債務付息全年領跑。16年全年分項支出中，債務付息增速40.6%，高位領跑；城鄉社區（17.1%）、社會保障（13.3%）、科學技術（12.0%）緊隨其後。
5. 基金收入全年仍高。16年全年政府性基金收入累計增速11.7%，其中中央增速2.6%，地方增速12.9%，其中土地出讓收入增速15.1%，均較11月下滑，但總體仍處高位。
6. 年末透支效果顯現。12月單月財政收支增速均大幅跳水，固然與年末資料統計整理未結束、財政收入基數較高等因素有關，但前期赤字持續擴大導致預算吃緊、財政透支或是根本原因。全年來看，財政支出增速前高後低，與基建增速走勢相印證，上半年透支效果在年底顯現。

大市導航

醫藥與健康護理：“兩票制”進一步落地，看好醫藥商業整合前景

“兩票制”進一步落地。1月22日，據人民網黑龍江頻道報導，黑龍江省將率先在參加檢驗結果互認的118家醫院中率先推行診斷試劑“兩票制”。

1月11日，海南省衛計委發佈《海南省公立醫療機構藥品、高值醫用耗材採購“兩票制”實施細則（試行）》意見的函，開始在全省實施藥品、高值耗材“兩票制”。

29省區擬實施藥品兩票制，全國性龍頭最為受益。兩票制最早在福建等局部地區實施，並在2016年獲得了較大推進。2016年4月，國務院在當年醫改深化重點工作任務中提出：“綜合醫改試點省份要在全省範圍內推行兩票制，積極鼓勵公立醫院綜合改革試點城市推行兩票制”。隨後，各地積極回應，目前已有29個省公開表態將積極推進兩票制。

雖然“兩票制”全國性專項政策在2016年未能出臺，但是已經對行業整合進程起到了一定的效果。九州通在500億收入體量下，16年前三季度收入增速達到24.08%，扣非利潤增速高達38.45%；上海醫藥在千億分銷業務規模下，收入增速達到16.44%，都明顯高出行業平均增速水準。

2017年，伴隨“兩票制”全國性專項政策落地，行業有望迎來新一輪整合高潮。我們認為，上海醫藥、九州通等全國性醫藥商業龍頭受益將最為明確，對瑞康醫藥、嘉事堂等正在逐步向全國性大商業升級的區域龍頭也構成重大利好。

耗材兩票制實施滯後，值得密切跟蹤。除藥品領域外，耗材領域也在推進兩票制政策，但進度明顯慢於藥品，實施難度也較高。繼廣州惠州、陝西、寧夏、三明聯盟等少量地區已提出推行後，今年1月海南及黑龍江部分地區也提出將推行耗材兩票制，但目前僅陝西省給予了明確的實施時間表及細則。

從整體進度而言，耗材兩票制實施滯後，就效果而言，我們預計，耗材兩票制可能對現有業務模式的利潤率有一定壓制，但是會極大幅度地提升行業集中度。綜合來看，對嘉事堂、瑞康醫藥、潤達醫療等已有較完善佈局和配送能力的企業構成利好。

“兩票制”背景下，領先連鎖藥店企業也有望獲得積極影響。所謂兩票，即生產企業到流通企業開一次發票，流通企業到醫療機構開一次發票。在推動業務向大型流通企業集中的同時，也將壓縮“過票”、“洗票”等不規範行為的空間。配合營改增、稅務核查等政策，我們預計，長期存在於藥店終端的“不開票採購價”將會逐步消亡。這將大幅壓縮中小藥店企業的盈利空間，有利於規範化的大型連鎖藥店做大做強。我們認為，利好老百姓、益豐藥房、一心堂等品牌化連鎖藥店，及國藥一致、上海醫藥等大型流通企業的零售業務。

建議關注醫藥商業板塊。目前，醫藥商業板塊的 TTM 市盈率約 30 倍。考慮到領先公司的增速普遍優於行業平均水準，我們認為板塊具有較好的支撐。

我們認為，“兩票制”政策將使醫藥商業領域的領先企業普遍受益，給予板塊“增持”評級。建議重點關注上海醫藥、九州通、瑞康醫藥、嘉事堂等領先大型流通企業，及國藥一致、老百姓、益豐藥房、一心堂等藥店行業龍頭。

風險提示。1) 政策進度或執行力度低預期；2) 控費政策對行業增速形成較大壓制。

航空航太與國防：中央軍民融合發展委員會成立，擁抱軍民融合大時代

1、軍民融合符合國際發展趨勢和我國目前戰略形勢。當前，我國戰略形勢要求加大國防投入，引人民間資本和技術進入國防領域是大趨勢。

2、最高決策層面加速推進軍民融合。由習近平主席任委員會主任，充分反應了國家對軍民融合的高度重視。未來軍民融合配套的改革、政策、法律法規和新機制等有望加速出臺，軍民融合迎來大發展。

3、軍民融合優先體現在“民參軍”。民參軍企業主要依靠自身的技術優勢，在軍工領域創造了“新蛋糕”。當前，我國大量的優質民參軍企業已經切入後勤、維修、新材料、電子元器件等軍工產業鏈上游領域，將逐步向軍工產業鏈中游發展，正處於高成長、業績兌現週期。

4、民參軍已現雛形，大勢所趨。民參軍企業符合國家軍民融合大戰略，極具發展潛力。具有相對競爭力的民參軍企業佔據相對穩定的市場份額。加上軍工行業的天然護城河，民參軍兼具多重優勢，有望產生軍工黑馬股。

5、投資建議。集中於航空、航太、海洋和資訊化領域的民參軍企業符合國家軍事發展戰略。民參軍主線，關注鵬起科技、華意壓縮、通光線纜、尤洛卡、高德紅外、宏大爆破、天海防務、海特高新、德奧通航、達剛路機。

風險提示：軍民融合政策不及預期；軍工訂單大幅波動風險。

電氣設備：17 年首批推廣目錄落地，擔憂釋放新起點來臨

事件：1 月 23 日工信部發佈《新能源汽車推廣應用推薦車型目錄》(2017 年第 1 批)相關車型及主要參數，進入目錄的車型共有 185 款，其中物流車 36 款、乘用車 73 款、客車 76 款，覆蓋 38 家車企。

政策相繼落地，風險逐步釋放。補貼政策明確後新年首批推廣目錄落地，市場走出政策真空期，整車產銷序幕拉開，後續碳積分將成行業內生新動力。

關注產業鏈價格傳導。17 年補貼下調且改為清算制、門檻提升，短期產業鏈上下游博弈加劇；中長期看，成本下降、聚焦終端，整車環節資質壁壘高。而電池龍頭將憑藉成本和技術優勢獲取更大市場份額，提高行業集中度。

投資建議。行業短期休養生息，1-2 月整車產銷量資料將具備較強指引意義；全年依舊看好整車尤其是景氣度最高的物流車，關注新海宜、中通客車、東風汽車、康盛股份；此外關注儲能、鈷、充電設備等細分領域的投資機會。

風險提示：政策風險；行業競爭加劇；新產品替代。

海越股份（600387）：預計全年業績增長 60%~80%

公司發佈年度業績預增公告，預計 2016 年全年歸母淨利潤同比增長 60%~80%，即 3680~4140 萬元。業績增長主要是因為控股子公司寧波海越新材料有限公司虧損減少。

四季度 PDH 價差處於高位。2016 年四季度丙烯-1.2*丙烷價差為 380 美元/噸，同比擴大 435%，價差依然處於高位。公司具備 PDH 權益產能 30 萬噸，價差高位時直接受益。

受益於油品升級。公司丙烯、異辛烷、甲乙酮等產品由控股子公司寧波海越新材料有限公司生產和經營，該公司 138 萬噸丙烷和混合碳四利用專案一期工程於 2015 年正式投產，擁有年產 60 萬噸丙烷脫氫裝路、60 萬噸異辛烷裝路和 4 萬噸甲乙酮裝路，在油品升級過程中公司直接受益。

風險提示：產品價格大幅波動的風險。

遊族網路（002174）：多款精品遊戲表現亮眼，業績向上彈性足

公司打造“大 IP+全球化+大資料”的產業生態體系，格局完整，業績進入爆發期。遊族網路 2014 年借殼上市，是國內領先的研運一體綜合類遊戲公司。當前已經形成“全球化遊戲研發與發行、大資料應用、IP 開發與運營、泛娛樂產業投資”四大塊業務模組，業績實現穩定增長。2016 前三季度公司實現營業收入 17.5 億元（+68.31%），實現歸母淨利 3.61 億元（+5.9%），預計全年實現歸母淨利 5.4 億~6.2 億元（+5%~20%）。

頁游手遊齊頭並進，多款精品遊戲下半年上線，產品儲備豐富。游族產品發行已經步入成熟期，當前除了《女神聯盟》、《少年三國志》、《大皇帝》等老精品遊戲之外，集中在下半年上線的手遊

《盜墓筆記》、《狂暴之翼》、《女神聯盟 2》等多款遊戲流水表現出色，隨著費用投入的常態化，遊戲產品利潤有望在明年實現大幅增長；同時明年公司亦有多款優質 IP 產品準備上線，包括二次元遊戲《刀劍亂舞》、《妖精的尾巴》，以及知名影遊互動的遊戲產品等，公司手上還儲備有《三體》、《權利的遊戲》等知名 IP，明年業績向上彈性足。公司“手游+頁游”產品豐富，實現全球化推行，當前海外市場收入占總收入的比例已超 50%，未來海外市場業務拓展值得期待。

盈利預測：我們預計公司 2016-2018 年 EPS 分別為 0.69、1.21、1.67 元，參考同行業公司 2017 年一致 PE 預期為 23-40 倍，我們給予公司 2017 年 29 倍估值，對應目標價格 35.09 元。公司前期價格有所回檔，業績確定性較強，基本面優質向好，買入評級。

風險提示：遊戲產品不及預期；行業增速下滑。

老闆電器（002508）：公司目前估值處於歷史低位，安全邊際較高

2016 年度業績快報預告全年營收 58.47 億元，同比增長 28.73%，歸母淨利潤 12.27 億元，同比增長 46.35%；公司份額、電商占比、盈利能力持續提升，管道下沉、品類擴張、壟斷紅利將保障公司未來業績保持較快增長。公司目前估值處於歷史低位，安全邊際較高，“買入”評級。此外公司對績效考核不合格物件的限制性股票進行了回購註銷處理，當前公司總股本減少 31500 股。

風險提示：房地產週期影響；原材料價格波動。

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。