

## 今日聚焦

## 重点推荐

## ❖ 2016年政府工作报告点评：财政稳增长，改革促升级

政府工作报告总体符合预期。财政政策更加积极，稳健货币政策更加灵活适度。营改增、新型城镇化、医药改革、服务业等方面值得关注。

## ❖ A股市场策略周报 20160306：政策蜜月期结束，周期小阳春持续

符合预期的“两会”落定后，市场关注焦点由政策转向可能疲弱的基本面数据，“两会”舆情支持市场对房地产主线和周期板块的风险偏好，而周期小阳春行情有望持续，存量博弈依然是主旋律。白马组合调出好想你，调入上峰水泥。

## ❖ 房地产行业跟踪报告：地产板块的五问五答

政策处于不断加码过程中，热销则刚刚开始。结合其他市场影响因素，3月可能是较好的超配地产股的窗口。维持行业“强于大市”的投资评级，重点关注世联行、嘉宝集团、保利地产、招商蛇口、泰禾集团和绿地控股。

## 总量研究

## ❖ 2016年3月5日政府工作报告点评（债券组）：三岔口上，路在何方？

信贷宽松将是主导方向，货币宽松则相对力度将弱于2015年。2016年，财政稳增长动力增强，经济下行有底，从而利率下行有底；由于调结构仍是主要方向，经济过热可能性较小，通胀虽将上行但难超过政府预期目标，因而利率上行有顶。

## ❖ 2016年2月美国非农就业数据点评：非农重树美国增长信心

美国2月新增非农就业好于预期。失业率与1月持平，但劳动参与率上升，广义失业率下滑。2月强劲的就业数据有助于缓解投资者对美国经济前景的担忧。我们继续维持今年加息2次，最早二季度末的判断。

## ❖ 利率债周报 20160307：经济面临三岔路，定调债券市特征

## 行业研究

## ❖ 2016年“两会”政府工作报告金融部分点评（银行组）：宽货币：稳增长的福利

## ❖ 航天军工行业重大事项点评：预算略低于预期，行业景气度不变

## ❖ 环保行业重大事项点评：稳增长、改善质量方向明确，景气延续重点关注海绵城市

## ❖ 有色金属行业聚焦：需求逻辑支撑金属价格大幅反弹，促进有色金属板块反弹延续

## ❖ 化工行业重大事项点评：供给侧改革继续推进，产品价格上涨趋势仍将继续

## ❖ 新三板市场策略随笔系列之二：分层的意义

## ❖ 银行周话 20160307：防御价值进一步印证

## ❖ 互联网金融专栏第29期：网商银行，普惠金融践行者

## ❖ 轻工制造行业周报 20160307：跟随地产加码家居板块，关注周期轮转造纸行情

## ❖ 商业零售行业周报 20160307：聚焦两会，关注养老及细分电商

## 公司研究

## ❖ 人福医药（600079）年报点评：主业稳健增长，海外出口及医疗服务布局空间可期

## ❖ 天舟文化（300148）年报点评：打造文化教育+娱乐传媒双轮驱动文化集团

## ❖ 凯撒旅游（000796）2015年年报点评：旅游业务增长靓丽，关注垂直整合进展

## ❖ 桂林旅游（000978）重大事项点评：海航入股取得进展，资源整合空间可期

## 宏观数据及预测（%）

|           | 2016M1 | 2016M2E |
|-----------|--------|---------|
| 工业        | -      | 5.4     |
| 出口        | -11    | -16     |
| 进口        | -19    | -20     |
| 贸易顺差（亿美元） | 632    | 549     |
| 投资（累计）    | -      | 8.3     |
| 零售        | -      | 10.3    |
| CPI       | 1.8    | 2.2     |
| PPI       | -5.3   | -4.8    |
| 新增贷款（万亿元） | 2.5    | 1-1.2   |
| M2        | 14.0   | 13.5    |

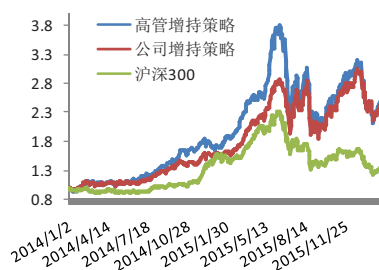
资料来源：Wind，中信证券研究部预测。注：除贸易顺差和新增贷款外，各指标均为同比。其中，工业增加值、投资、零售为1-2月平均值。

## 策略——“亮马”组合

| 简称   | 组合权重（%） | 调入时间      |
|------|---------|-----------|
| 恒逸石化 | 10      | 2016/2/28 |
| 保利地产 | 10      | 2016/2/21 |
| 桐昆股份 | 10      | 2016/2/28 |
| 潞安环能 | 10      | 2016/2/28 |
| 西山煤电 | 10      | 2016/2/28 |
| 山东黄金 | 10      | 2016/2/28 |
| 好想你  | 10      | 2016/2/28 |
| 上海机场 | 10      | 2016/2/28 |
| 贵人鸟  | 10      | 2016/2/28 |
| 兴业银行 | 10      | 2016/2/28 |

资料来源：中信证券研究部 注：最新调整日期 2016.2.28

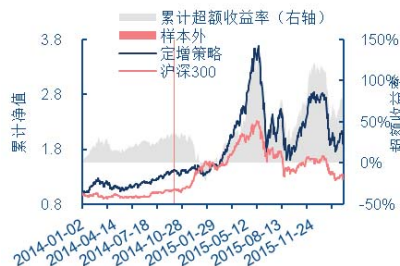
## 金融工程——增持类策略净值表现



资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：2014.1.2为1元；数据截至2016.2.26，详见当日报告

## 金融工程——定向增发策略净值表现



资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：2014.1.2为1元；数据截至2016.2.26，详见当日报告

特别提示：股票组合主要面向投资操作较为灵活的机构投资者。个人投资者若拟使用相关组合进行投资操作，还请向投资顾问的指导下进行。

今日头条

- ❖ 李克强：促进多层次资本市场健康发展。（中国证券报）
- ❖ 周小川：为新型金融活动提供更好空间和监管。（中国证券报）
- ❖ 徐绍史：中国经济不可能硬着陆，政策储备充裕。（上海证券报）
- ❖ 在岸离岸汇差“倒挂”43个基点，人民币汇率短期企稳。（证券日报）
- ❖ 美国2月份非农就业人数增加24.2万人，失业率报4.9%。（彭博社）

评级调整

| 公司/行业        | 评级调整     | 日期       | 盈利预测与目标价                           |
|--------------|----------|----------|------------------------------------|
| 华强文化（834793） | 买入（首次）   | 20160303 | 15/16/17EPS 1.63/2.13/2.40,TP36    |
| 安控科技（300370） | 买入（首次）   | 20160301 | 15/16/17EPS 0.30/0.51/0.68,TP20.48 |
| 亿纬锂能（300014） | 买入（首次）   | 20160301 | 15/16/17EPS 0.64/1.00/1.40,TP25.6  |
| 海油工程（600583） | 买入（上调）   | 20160229 | 15/16/17EPS 0.71/0.65/0.94,TP9.75  |
| 中海油服（601808） | 增持（上调）   | 20160229 | 15/16/17EPS 0.22/0.39/0.62,TP13.65 |
| 世联行（002885）  | 买入（上调）   | 20160229 | 16/17/18EPS 0.46/0.57/0.71,TP13.8  |
| 好想你（002582）  | 买入（上调）   | 20160224 | 15/16/17EPS 0.06/0.45/0.70,TP38    |
| 东亚装饰（430376） | 买入（首次）   | 20160224 | 15/16/17EPS 0.72/0.95/1.21,TP11.40 |
| 海能达（002583）  | 买入（首次）   | 20160223 | 15/16/17EPS 0.17/0.24/0.40,TP13.4  |
| 山东药玻（600529） | 买入（首次）   | 20160222 | 15/16/17EPS 0.68/0.81/0.96,TP23.8  |
| 云意电气（300304） | 增持（首次）   | 20160222 | 15/16/17EPS 0.36/0.50/0.68,TP28.5  |
| 房地产行业        | 强于大市（上调） | 20160220 |                                    |
| 苏泊尔（002032）  | 买入（上调）   | 20160220 | 15/16/17EPS 1.40/1.75/2.10,TP35    |
| 永贵电器（300351） | 增持（首次）   | 20160219 | 15/16/17EPS 0.48/0.61/0.76,TP31.4  |
| 医生集团子行业      | 强于大市（首次） | 20160217 |                                    |

注：“评级调整”项下涉及的内容均节选自已经公开发布的证券研究报告（标示的日期为相关证券研究报告发布的时间），仅供汇总参考之用

客户好评

❖ 新三板企业级 SaaS 行业深度研究报告—行业春天已经来临

国内企业级 SaaS 发展客观条件已经具备，市场空间正逐步打开，发展路径将大致和美国类似：产品将率先从通用模块起步，并逐步向行业垂直应用扩展，客户将逐步向大企业客户扩展；商业模式有望从初期的订阅服务逐步向产业互联网服务扩展；未来竞争格局将较为分散，当前阶段应结合定性、定量两个层面维度评估企业 SaaS 业务发展可持续性。建议积极关注通用模块领域的领先企业，以及行业垂直领域的优质初创公司，并结合 CAC、留存率、LTV 等指标判断企业 SaaS 业务的发展持续性。对应到新三板的投资标的，建议重点积极关注和创科技、北森云、客如云，建议关注微企信息。

——胡雅丽，联系人：陈俊云（20160217）

❖ 交通运输行业跟踪报告—配置消费型交运

基本面角度看，航空/机场、公路稳定持续增长，快递则保持高景气度、高增长。估值方面，以上消费型交运板块估值虽未至历史低点，但考虑基本面情况，已进入合理区间，因此从需求增长和确定性角度推荐：1）机场：结合生命周期与腹地区位，推荐国际化程度提升的深圳机场，产能充裕、国际线占比最高的上海机场。2）公路：基于通行费收入增长，结合 PE 估值或 PB 估值及有无重大资本开支三个指标，推荐手握超过 90 亿元现金、旗下梅观地块价值优异、严重低估的深高速和增速良好、PE10 倍、股息率较好（预期 5%）、引进复星等战投将有效促进转型的粤高速。3）快递：高增长料将延续，加盟制或更符合电商下沉趋势，推荐艾迪西。

——刘正，联系人：罗鼎（20160216）

会议提示

无

主要市场指数

| 指数    | 收盘点位     | 涨跌%  |     |     |
|-------|----------|------|-----|-----|
|       |          | 1日   | 5日  | 本年  |
| 沪深300 | 3093.89  | 1.16 | 5.0 | -22 |
| 中标300 | 2631.78  | 1.18 | 5.0 | -17 |
| 中标50  | 2273.04  | 2.79 | 7.2 | -11 |
| 上证指数  | 2874.15  | 0.50 | 3.9 | -23 |
| 香港恒生  | 20176.70 | 1.18 | 4.2 | -8  |
| H股指数  | 8557.69  | 1.99 | 6.5 | -11 |
| 红筹股   | 3677.89  | 1.90 | 5.5 | -9  |
| 日经225 | 17014.78 | 0.32 | 5.1 | -9  |
| 道琼斯   | 17006.77 | 0.37 | 2.2 | -2  |
| 标普500 | 1999.99  | 0.33 | 2.7 | -2  |
| 纳斯达克  | 4717.02  | 0.20 | 2.8 | -6  |
| 德国DAX | 9824.17  | 0.74 | 3.3 | -8  |
| 法国CAC | 4456.62  | 0.92 | 3.3 | -4  |
| 富时100 | 6199.43  | 1.13 | 1.7 | -1  |
| 波罗的海  | 349.00   | 2.05 | 6.7 | -27 |

主要商品期货

| 期货   | 收盘价<br>USD | 涨跌%   |      |     |
|------|------------|-------|------|-----|
|      |            | 1日    | 5日   | 本年  |
| 纽约期油 | 35.92      | 3.91  | 9.6  | -3  |
| 纽约期金 | 1270.70    | 0.99  | 4.1  | 20  |
| 伦敦期铜 | 5036.75    | 3.55  | 6.8  | 7   |
| 伦敦期铝 | 1583.25    | 0.70  | 1.5  | 5   |
| 伦敦期锌 | 1857.00    | 0.76  | 5.6  | 15  |
| 白银现货 | 15.53      | 1.97  | 5.6  | 12  |
| 玉米期货 | 358.25     | 0.49  | -0.4 | 0   |
| 大豆期货 | 878.50     | 1.71  | 1.7  | 2   |
| 小麦期货 | 460.75     | 0.22  | 1.9  | -2  |
| 棉花期货 | 57.11      | 1.24  | -0.7 | -10 |
| 糙米期货 | 10.51      | 0.00  | -1.6 | -11 |
| 白糖期货 | 14.83      | -0.07 | 5.9  | -3  |

主要外汇商品

| 外汇     | 收盘价    | 涨跌%   |      |    |
|--------|--------|-------|------|----|
|        |        | 1日    | 5日   | 本年 |
| 美元指数   | 97.34  | -0.26 | -0.8 | -1 |
| 美元-人民币 | 6.51   | -0.41 | -0.5 | 0  |
| 美元-日圆  | 113.74 | 0.04  | -0.2 | -6 |
| 欧元-美元  | 1.10   | 0.44  | 0.7  | 1  |
| 英镑-美元  | 1.42   | 0.36  | 2.6  | -4 |

国内股指期货

| 期货     | 涨幅%  | 基差     | 持仓    | 仓差    |
|--------|------|--------|-------|-------|
| IF1603 | 0.21 | 49.82  | -1685 | 37040 |
| IF1604 | 0.18 | 107.62 | 366   | 1919  |
| IF1606 | 0.05 | 222.42 | -37   | 5236  |
| IF1609 | 0.6  | 365.82 | 86    | 3230  |

注：为最近交易日数据

## 研究快报

### 2016 年政府工作报告点评：财政稳增长，改革促升级

——刘斌，张文朗，杨帆，黄文静，联系人：谢超

- ❖ 事项：2016 年 3 月 5 日，十二届全国人大第四次会议开幕，李克强总理作政府工作报告。报告对 2015 年的工作和“十二五”期间的成绩做了总结和回顾，对“十三五”期间的主要目标和举措进行了说明，并对 2016 年的重点工作做了整体部署。总的来看，今年政府工作报告的内容基本符合我们此前的预期。面对经济周期性下行压力加大、结构性矛盾进一步凸显等问题，政府经济工作的总基调仍是在适度扩大总需求的同时，着力推进供给侧结构性改革，实现动能转换、经济转型。全年经济增长目标 6.5%-7% 的区间，CPI 目标 3%；财政政策更加积极，稳健的货币政策更加灵活适度。同时，报告在营改增、新型城镇化、医药改革、服务业开放等方面存在一些值得关注的地方。具体点评如下：
- ❖ 评论：货币政策总体宽松，并强调灵活性与对实体经济的支持。正如我们在年度策略报告中所预计的，M2 增速目标定为 13%，高于去年 12% 的目标。在定性货币政策的措辞上，15 年的报告使用的是“稳健的货币政策要松紧适度”，16 年的报告使用的“稳健的货币政策要灵活适度”，在宽松货币政策的取向，强调灵活性，多种货币政策工具（公开市场操作、利率、准备金率、再贷款等）并用，这既有利于面对增长和汇率权衡时做到“货币之水”收放相对自如，也有利于数量型货币政策向价格型货币政策转变。另外，通过货币政策促进实体经济发展的意图非常明显，在去年的政府工作报告中，并没有明确给出社融余额的增速目标，使用的是“保持货币信贷和社会融资规模平稳增长”的措辞，而今年并没有对信贷进行阐述，而是直接给出了社融余额增速目标，如果能实现此目标，意味着社融余额增速打破自 09 年持续下滑的趋势，或迎来转折点，鉴于社融主要衡量的是金融系统对实体经济的融资支持，因此社融余额目标的确定和增速的提升，反映了中央通过货币政策促进实体经济发展的决心。
- ❖ 财政政策力度较去年明显加大，保证基建投资规模，助力稳增长目标。《政府工作报告》指出，目前我国基础设施和民生领域短板尚存，产业亟需改造升级，投资需求空间较大，2016 年将启动一批如交运、电力和水利的“十三五”规划中的重大项目。要实现这些目标，要发挥财政的支持作用，当然也要撬动社会资本的参与。目标预算内赤字率从去年的 2.3% 提高到今年的 3%。去年实际赤字率达到 3.5%，远高于目标，预计今年实际赤字率很可能超过去年。另外，预算外财政政策力度也明显加大。
- ❖ 营改增全面实施设立时间表，新增不动产纳入增值税抵扣是亮点。营改增作为 2012 年开始推进的一项改革，此前已经完成了大部分行业的试点，只剩下建筑业、房地产、金融业和生活服务业等四个难点行业尚未推进。去年工作报告就提出扩大“营改增”试点。但是，由于各种原因最终没能实行。今年的工作报告则明确提出，“从 5 月 1 日起，将试点范围扩大到建筑业、房地产业、金融业、生活服务业”。明确 5 月 1 日这个时间点，充分体现了政府对于营改增最后“一公里”改革的意志和决心。
- ❖ 去库存助力新型城镇化，宜居改造突出地下管廊、绿色建筑、智慧城市等。今年有关新型城镇化重点抓好三项工作。一是深化户籍制度、“人地钱”挂钩政策、居住证制度等基本的制度改革；二是推进住房制度改革，加大棚改货币化安置比例，通过“完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存”，同时建立租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。三是加强城市规划建设管理，加大城市地下综合管廊建设，积极推广绿色建筑和建材，发展钢结构和装配式建筑，打造智慧城市等。与去年相比，今年主要有两方面值得关注。一方面，今年将去库存作为新型城镇化重要内容，目的是实现去库存和新型城镇化的双赢。去库存的一系列政策，结合户籍、居住证等方面的进一步深化改革，这将极大地促进农民工进城步伐，进一步提高新型城镇化的速度和质量。另一方面，宜居城市仍是城市升级改造的重点，今年报告重点突出了地下综合管廊、绿色建材、装配式建筑等领域，同时继续强调发展智慧城市，这些均值得关注。
- ❖ 医药改革领域有新的突破，利于民营医院、医药企业长期发展。一是通过整合城乡居民基本医保制度并提高财政补助到每人每年 420 元，实现大病医保全覆盖，推进基本医保全国联网和异地就医结算等措施，将逐步提高我国居民的医疗支付能力和药品使用范围，利于医药企业的长期发展。二是深化药品医疗器械审评审批制度改革，这项改革长期看将整体提高药品的质量和有效性，有利于让真正有研发能力、药品质量高的优秀企业脱颖而出，同时有利于通过提高竞争水平来减少对进口药的依赖、降低进口药的销售价格。去年开始对药品审评审批提高了门槛，今年或将向医疗器械领域延伸。三是建立健全符合医疗行业特点的人事薪酬制度，或将通过试点方式深化改革，特别是在事业单位社会保险已经实行社会化改革的背景下，如果人事和薪酬制度有了突破，将有利于加快医务人员在不同企事业单位之间的流动，有利于民营医院吸引优秀



医务人才，利好民营医院的发展。整体看，2016 年政府工作报告强调从医疗、医保、医药联动的角度推动医疗改革，一系列改革措施的出台将推动医疗行业向更加社会化、市场化的方向转变，未来医药行业将迎来更大的发展空间。

- ❖ 放宽准入，服务业未来料将迎来更大发展机会。2015 年我国服务业占 GDP 比重首次超过 50%，成为第一大产业，标志着服务业已经成为促进经济发展新引擎，未来也将成为“新经济”发展的主要领域。服务业发展的利好主要体现在两点：一是报告提出要继续放宽投资准入，扩大服务业开放，消除电信等领域的隐性壁垒，鼓励社会办医，鼓励普惠性幼儿园发展，这都是对管制型服务业的放松，给民营企业更多参与的机会，将使服务业未来迎来更大的发展空间。二是报告提出要加快现代服务业发展，做大新兴产业集群，启动新一轮国家服务业综合改革试点，实施高技术服务业创新工程，支持发展养老、健康、家政、教育培训、文化体育等服务消费，这些都是国家对于产业转型和消费升级支持的方向，将为服务业发展带来更大推动力，建议关注旅游、养老、教育等相关服务业发展。

## A 股市场策略周报 20160306：政策蜜月期结束，周期小阳春持续

——秦培景，杨灵修，陈乐天，刘方

- ❖ “两会”落定：供需两手抓、结构有亮点。整体上，“两会”舆情显示 2016 年整体政策的力度与密度都比较高。2016 年作为“十三五”计划的开局之年，面临去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板的五大任务，而政策也是供需两手抓，力度都不小。一方面，下调 2016 年经济增速目标、上调财政赤字率、强调稳健货币政策的灵活性、全面实施营改增为企业减负，无一不透露出政府对稳增长重视程度的提升。降低增长目标，稳定增长预期，也在于为结构调整，特别是供给侧的结构调整争取空间。在灵活适度的稳健货币政策下，配合金融体制改革的种种举措，化解钢铁、煤炭等行业的过剩产能、进一步消化房地产库存，挖掘国内需求潜力，促进产业结构升级和国有企业改革。结构上，互联网、绿色环保、健康养老、现代农业等行业得到的政策支持最明确。
- ❖ 资本市场改革聚焦“深港通”。李克强总理的政府工作报告强调 2016 年要推进股票、债券市场改革和法治化建设，促进多层次资本市场健康发展，提高直接融资比重。在众多资本市场改革中，李克强总理较明确提到将“适时”开通深港通。我们在《股市新风》系列深港通专题报告中提到，以深港通（及沪港通）现有的设计体量，两地金融市场开放后，投资者结构预计不会产生跳跃式变化，短期内难以改变 AH 折溢价状况。但深港通有望带来边际上的改变，会带来相应投资机会。内地/香港两地的金融开放融合所带来的投资机会，并非来自套利两地金融环境差，而是来自于弥合风险溢价，即套利两地投资者偏好差。
- ❖ 宏观流动性保持宽裕，但增量资金入市动力依然不强。降准之后，我们监测的跨市场金融市场利率显示，短端货币市场和长端国债市场，实体经济票据市场都显示流动性处于宽松。近期美元指数阶段见顶，继续降准可能仍有空间，支持宏观流动性。虽然 3 月宏观流动性偏正面，但是，我们在 A 股市场 3 月投资策略中强调，宽松货币对股市的边际影响正在减弱，除了货币和长期国债外，近期商品房市场对资本市场资金也有较强的竞争力。
- ❖ 投资建议：政策蜜月期结束，周期小阳春持续。整体符合预期的“两会”落定后，市场短期的宏观关注焦点将从政策转向即将公布的宏观数据，预计年初实体经济数据依然疲弱。
- ❖ 1) 政策蜜月期结束。“两会”的舆情可以支持市场短期对房地产主线和周期板块的风险偏好；但是，考虑到其它资产对资金的竞争力，新增资金入场意愿尚待观察，存量博弈依然是主旋律。而且，坚定去产能，小心去杠杆，大力去库存的政策导向下，其带来的投资机会主要是结构性的。
- ❖ 2) 周期小阳春料可持续。考虑到地产成交推动企业预期改善、开工旺季的到来，流通环节的库存回补推动的价格反弹在短期内预计还能持续，再加上“两会”去产能预期强化，这将显著改善一季度周期行业的盈利前景——周期的小阳春行情还可以持续，至少在 3 月份余下的时间可以继续超配。
- ❖ 亮马组合调整：坚持抓大放小。考虑到已获收益和政策舆情，以及宏观数据预期，我们对亮马组合进行了调整：一方面，亮马行业组合的行业选取不变，但将银行的权重从 10%上调至 20%，将基础化工的权重从 20%下调至 10%；另一方面，个股组合调出好想你，调入上峰水泥。
- ❖ 风险提示：1~2 月份实体经济和金融数据显著低于预期，人民币汇率突然加速贬值，年报实际盈利情况大范围低于预期等。

## 房地产行业跟踪报告：地产板块的五问五答——强于大市（维持）

——陈聪，联系人：左腾飞

- ❖ 政策的核心目标是什么？政策有副作用吗？政策核心目标是扩大需求，去化库存。狭义库存（可销售资源）容易去化，但广义库存（未销售土地和物业）规模庞大，去库存的主线预计会延续很长时间。当前居民杠杆率较低，2015 年居民买房资金里来自信贷的支持不足 50%（考虑了首付贷等非按揭名义住房消费支持工具）。因此我们认为，政策并不会给金融体系带来风险，对维持地产行业健康稳定发展有重大意义。

- ❖ 一线城市是否会出台政策遏制房价过快上涨？我们认为，一线城市房价过快上涨，可能引发遏制房价政策出台。但是，我们预计政策不会在遏制需求方面加码，而会主要致力于增加供给和规范市场（打击二手中介违法违规行为）。供给端政策是可以因城施策的，需求端政策过分碎片化会造成政策成本较高。因此，我们认为一线城市一样会避免形成压制需求预期，配合全国去库存的政策主线。一线城市刺激供给的调控政策对开发企业并无损害。
- ❖ 政策是否已经接近尾声？还有什么政策可以出台？我们认为，政策出台速度的确很快，但并未接近尾声。一方面，首付比，房产交易税率，准备金率等都还有下调空间；另一方面，非传统的政策例如营改增，公积金改革，按揭贷款利息抵扣个人所得税等都还有可能。《政府工作报告》专门提到，营改增后地产行业的税负只减不增，且所有企业新增不动产所含增值税纳入抵扣范围。营改增改革不仅可能优化地产企业的利润表，也有利于提振全社会购置物业，尤其是非住宅类物业的热情。
- ❖ 开发投资和新开工增速是否有可能恢复？我们认为，政策对稳定全国房地产开发投资有重大意义，如果没有政策开发投资可能会明显下滑。且由于当前开发企业资金不紧张，开发投资和新开工稳住或和热销同一时间发生，不存在时间滞后。但是，考虑到企业并不会选择进入大量新城市，我们认为开发投资和新开工不可能回复到两位数的高增长。我们预计，全年房地产开发投资会在我们此前预期的增速上限 2% 左右。
- ❖ 风险提示：行业政策低于预期的风险；存量资金博弈造成周期股行情可持续性不足的风险。
- ❖ 抓住 2016 年 3 月超配地产股的时间窗口。我们认为，政策处于不断加码过程中，热销则刚刚开始。结合其他市场影响因素，我们认为 2016 年 3 月可能是较好的超配地产股的窗口。我们维持行业“强于大市”的投资评级，重点关注世联行、嘉宝集团、保利地产、招商蛇口、泰禾集团和绿地控股。

## 2016 年 3 月 5 日政府工作报告点评（债券组）：三岔口上，路在何方？

——联系人：明明；胡玉峰

- ❖ 事项与要点：2016 年 3 月 5 日，十二届人大四次会议在京开幕，李克强总理作政府工作报告。本次报告可谓亮点频出，对未来的投资方向具有非常重要的指引。我们认为：（1）今年经济持续下行趋势将缓解，但不确定性加大，经济的可能走向或许有三种情形：滞胀、过热或缓慢下滑。在此状况下，经济面临三岔路口，政策调控需要更加强调相机抉择和灵活性；（2）政府经济工作目标出现“两个首次”：首次以区间形式设置经济增长目标、首次未设置进出口增长目标，表明政府调结构的决心仍未动摇，同时将更依赖内需拉动增长而非外需；（3）与去年工作报告相比，对科技进步的关注度持续上升，支持高新技术产业方面着墨颇多；（4）防风险尤其金融风险的重要性上升，金融改革面临破局；（5）积极的财政政策与稳健的货币政策的导向不变，我们维持 2016 年货币政策中性、降息可能性低的判断不变；（6）稳汇率仍是重点，在注重内外均衡协调的背景下，其对国内货币政策的约束作用或仍将持续；（7）供给侧改革下，产业债分化料将继续加剧，维持强者恒强、剩者为王的判断不变。详细点评如下：
- ❖ 评论：政府目标体系发生变化，值得关注。本次政府工作报告中，政府对目标的设定发生了重大变化。首先，GDP 目标设定发生变化，21 年来首次采取区间形式设置 GDP 目标；其次，调整了总量目标体系，不再设定进出口总额增速等细化目标，并自 2010 年来首次上调 M2 增长目标，增设社会融资规模增速目标 13%；最后，相较十二五规划，十三五规划将科技进步对 GDP 的贡献率从 55% 的目标上调至 60%，研发经费投入占比从 2.2% 提高到 2.5%。我们认为，此次目标体系变动的原因有以下几方面：其一，将 GDP 目标设定为区间值，显示政府稳增长的同时仍表现出调结构的强烈意愿，类似 2008 年四万亿的强烈刺激举措难以重演；其二，从强调外贸转向更多依赖内部经济活力，进一步表明内部经济的结构调整和均衡将是 16 年政府关注的重点目标；其三，提高 M2 增速目标的意图在于满足经济转型的资金需求；调结构时期，旧产业占据的资金短期内难以盘活，新产业又需大量资金支持，因而提高 M2 增速目标也是转型期的需要。另一方面，设置社会融资总量目标的原因在于，在直接融资尤其是债券融资占比提高的背景下，以 M2 增速考察经济活力的难度增大，社会融资总规模目标相较 M2 目标在政府目标体系中的地位或更为重要，这也意味着以股、债市为代表的直接融资体系仍有较大发展空间。
- ❖ 对风险关注度提高，相机调控趋于重要。本次政府工作报告中，“今年要重点做好八个方面工作”部分第一点就强调“加强区间调控、定向调控、相机调控”，而在之前的“一年来，我们主要做了以下工作”中强调，“为应对持续加大的经济下行压力，我们在区间调控基础上，实施定向调控和相机调控”。我们认为，去年以来，经济下行压力持续增大，同时结构转型问题更加突出，因而在区间调控之外，定向调控和相机调控意义更大。2016 年，中国经济不仅面临下行风险，还面临通胀上行、外汇风险、资本市场风险等多重风险。由于这些风险方向不一，而且风险间的切换更加频繁，因此相机调控或成 2016 年重点，这也是政府将稳健的货币政策的阐述从“松紧适度”改为“灵活适度”的一个重要原因。
- ❖ 金融监管有望破局，财政压力或推动地方债务扩容。2008 年来，各国相继改革本国金融监管体系。我国金融监管改革虽历时多年，但仍面临一定困境，主要源于混业监管推进难度大。本次报告提到，“深化金融体制改革，加快改革完善现代金融监管体制，实现金融风险监管全覆盖”，我们认为，这意味着金融混业监管的推进将加速，新的金融监管体系架构或已在望。



我们认为，央行作为最后贷款人，可能成为金融风险监控的中心力量，对资本市场风险的反应有望提速，从而抑制金融风险向实体经济传导的不良影响。在谈到当前经济面临的问题时，李克强总理的表述与去年出现一定变动：（1）强调地区和行业走势分化；（2）强调财政收支矛盾突出；（3）强调金融等领域存在风险隐患；（4）删除了稳增长难度加大的表述。我们认为，上述矛盾确实都是中国经济的重要难题，而地区和行业走势分化的矛盾是长期问题，财政收支矛盾、金融领域风险隐患是当下最紧迫的因素。为缓解当前财政收支困境，政府债务规模将持续扩容，我们预计今年地方债置换规模可能较高，或在 5 万亿以上。

- ❖ 财政政策更加积极，货币政策更加稳健。2016 年，关于稳健的货币政策的表述从“松紧适度”转向了“灵活适度”，同时 M2 增速目标从 12% 上修为 13%。可能会有投资者认为，这表达出名为稳健、实为宽松的偏向，但我们认为，今年的货币政策将更加稳健：其一，M2 增速目标不是一个一定要实现的目标，而是一个视经济目标而灵活变动的目标值。从历史上看，很多年份这个目标没有达成或者是超标，但影响并不大。M2 目标提高，可能主要有两个方面考虑：一方面是出于对可能面临的金融及经济风险应对的考虑；另一个方面则是转型需要的考虑；其二，宽货币与宽信贷是两回事。我们一直强调，我们并不是不认为今年不会货币宽松，而是认为在数量型宽松上，宽货币将与宽信贷亦步亦趋，在价格型宽松上，则相对空间较小；其三，从金融风险考虑，今年由于通胀压力存在，而美国继续加息仍是大概率事件，中国央行出于汇率风险和资本市场风险两方面的考虑，都不太可能采取太过度宽松的货币政策。而当前楼市的火热行情如果持续，则带来经济过热和转型失败的风险也会让央行持续警惕，从而使得当前继续加码宽松的可能性不大。
- ❖ 全年信贷或较快增长，金融切实支持经济。2016 年 M2 增速目标被设定为 13%，我们以此估算信贷增速水平。近年各项贷款余额/M2 水平在 67% 上下波动，2015 年该指标从 66% 提高到 68%。我们认为，随着宽信贷和稳货币的发生，这一比例在 2016 年将持续提高，预计提高到 70%。以 13% 的 M2 增长的目标增速来估算，则 2016 年全年信贷投放量或在 14.65 万亿左右，月均信贷投放或超过 1 万亿。由于直接融资规模扩大，宽信贷的政策将为实体经济增长带来动力。另外，报告提出政府财政赤字目标 2.18 万亿，其中中央 1.4 万亿，地方 0.78 万亿，赤字率为 3%。结合之前年度国债、地方债发行规模，我们预计 2016 年国债发行 3 万亿左右，地方债超 5 万亿。同时，去年专项金融债 8000 亿元，根据今年专项金融债发行扩容和扩大投资主体，预计今年发行专项金融债超 1 万亿。
- ❖ 稳汇率仍是重点，注重内外均衡协调。从本次工作报告来看，稳汇率仍将成为工作重点。随着人民币汇率改革推进、全球金融市场联动性增大，人民币汇率对全球市场的溢出效应将持续上升，若汇率波动过大将导致全球金融市场大幅波动，并对国内经济形成负反馈，因而维稳汇率是今年政策的必然选择。在此背景下，汇率对国内货币政策的约束作用仍将持续。另一方面，美元阶段性走强或导致人民币在某些时点承压，如周五美国非农就业数据超预期推动美元走强，从而加剧人民币汇率和资本流动压力，央行自 2 月 29 日宣布降准后连续上调人民币中间价，也反映出货币政策对内外均衡协调的重视。
- ❖ 供给侧改革下，产业债分化加剧。供给侧改革部分，李克强总理在报告中指出“适度扩大总需求的同时，突出抓好供给侧结构性改革，既做减法，又做加法，减少无效和低端供给，扩大有效和中高端供给，增加公共产品和公共服务供给，使供给和需求协同促进经济发展，提高全要素生产率，不断解放和发展社会生产力”，具体措施包括：（1）简政放权；（2）创新驱动；（3）化解落后产能和降本增效；（4）改善商品和服务供给；（5）国企改革；（6）激发非公经济活力。我们认为，六项措施不是新鲜内容，落实到位仍需时间检验。另外，由于落后产能多涉及高耗能、高污染行业，环境与能源约束方面，政府工作报告指出十三五期间单位国内生产总值用水量、能耗、二氧化碳排放量分别下降 23%、15%、18%，森林覆盖率达到 23.04%，地级及以上城市空气质量优良天数比率超过 80%。虽然能耗目标略低于十二五规划目标（16%），但是我们认为能耗目标为约束性目标，从十二五落实情况看（18.2%），能源约束依然是经济转型的重要内容。
- ❖ 债市策略：宽货币转向宽信贷，债市上有顶下有底。总结我们上面的论述，预计当前信贷宽松将是主导方向，而货币宽松则相对力度将弱于 2015 年。2016 年，财政稳增长动力增强，经济下行有底，从而利率下行有底；由于调结构仍是主要方向，经济过热的可能性较小，通胀虽将上行但难以超过政府预期目标，因而利率上行有顶。维持 2016 年债市全年震荡的判断不变，坚定认为 10 年期国债仍将在 2.8-3.4% 范围内区间波动。

## 2016 年 2 月美国非农就业数据点评：非农重树美国增长信心

——张文朗，黄文静

- ❖ 事项与要点：美国 2 月新增非农就业 24.2 万人，大幅好于预期的 19.5 万。之前两月的新增非农亦整体上调了 3 万人（12 月由 26.2 万上调至 27.1 万，1 月由 15.1 万上调至 17.2 万）。2 月失业率与 1 月持平于 4.9%，但背后因素更加积极，劳动参与率连续第三个月上升至 62.9%，就业和劳动大军都在壮大，广义 U6 失业率也在下滑。但工资增长略有放缓，平均时薪环比下降 0.1%，同比上升 2.2%（前值 2.5%），部分由于日历效应的影响，但亦说明工资增长仍十分温和。前期一系列数据弱于预期，引发投资者对美国经济前景的悲观情绪，2 月强劲的就就业数据有助于缓解这一担忧。我们继续维持今年加息 2 次、最早二季度末的判断。

- ❖ 评论：2 月份就业增长主要集中在服务部门（+24.5 万 vs. 1 月 +15.3 万），而商品生产部门则就业萎缩（-1.5 万 vs. +2.9 万）。
- ❖ 服务就业亮眼部分由于暂时扰动，潜在趋势是温和复苏。服务就业大增，部分由于私立教育的新增就业由上月的-2 万大幅上升至+2.8 万，而这主要是由于寒假季调不充分带来的暂时扰动。除了该项因素外，新增就业仍保持较为平稳的增长（+21.7 万 vs. +19.2 万）。其他主要服务行业中，休闲酒店（+4.8 万 vs. +4.5 万）、运输仓储（-5.3 万 vs. -19.5 万）新增就业温和改善；零售就业在 1 月强势增长 6.5 万后，再度增加 5.5 万人，部分由于季调过度导致去年 4 季度销售旺季显得不旺，亦使得 1-2 月裁员显得不足；而专业和商业服务中，临时工连续第二个下降（-1 万），导致该行业就业延续上月的疲弱（过去两月平均+2 万 vs. 之前一年平均 5 万），考虑到美国房地产市场健康复苏带来财富效应，收入稳步增长，油价下跌有助提振非能源消费需求，预计服务业就业仍会保持稳步复苏。
- ❖ 工业就业依然疲弱。低油价继续打击采矿业，2 月采矿业新增非农连续第 17 个月下滑（-1.8 万）。制造业新增就业在上月小幅反弹 2.3 万后重回萎缩（-1.6 万）。暖冬因素不再，建筑业新增就业在去年四季度月均大增近 5 万人后，过去两月重回 1.5 万和 1.9 万。（图 1-2）
- ❖ 失业率持稳，但背后原因积极。2 月失业率（U3）与上月持平于 4.9%，但背后的因素更加积极。居民调查显示就业大幅上涨 53.0 万，劳动力大军也增加 55.5 万，带动劳动参与率连续第三个月上升至 62.9%，较 1 月上升 0.2 个百分点。而包含受挫工人和非自愿兼职的广义失业率（U6）亦较上月下降 0.2 个百分点至 9.7%。（图 3）
- ❖ 工资增长小幅放缓，部分因为日历效应。2 月份平均时薪环比下降 0.1%，同比由上月的 2.5% 小幅回落至 2.2%。但这部分是由于劳工部采用每月第十五个发薪日而造成的“日历效应”影响，使得 2 月本身就有向下偏误。整体看，平均时薪同比仍在过去六年的 2% 窄幅波动区间之内。（图 4）
- ❖ 非农重树美国增长信心，继续维持联储今年加息两次、最早二季度末的判断。前期美国耐用品订单、工业产出、零售和 1 月非农等数据弱于预期，引发投资者对美国前景的悲观情绪。但是 2 月的就业数据有助于扫除这一担忧。我们此前也强调，美国本轮复苏缺乏亮点，强势美元和疲弱外需打压制造业，油价重挫打击采矿业，而全球市场震荡令企业的不确定性上升。但美国的金融周期已经见底，次贷危机后美国房地产和信贷经历了较为充分的调整，呈现回暖迹象，而就业稳步复苏、工资平稳增长、加上低油价有助于内需扩张，且长期通胀预期稳定，美国经济已经走在了稳步复苏的轨道上。我们预计今年美国 GDP 增长将与过去两年基本持平，继续维持今年加息 2 次、最早二季度末的判断。
- ❖ 市场表现：非农数据发布后，美股小幅上扬，2 年和 10 年期美债收益率上升，大宗商品价格上涨，而美元指数仍小幅下跌。联邦基金利率显示的首次加息时点由 12 月提前至 11 月。

## 利率债周报 20160307：经济面临三岔路，定调弹簧市特征

——联系人：明明；胡玉峰

- ❖ 近期债券市场思考及策略判断。2016 年 3 月 5 日，十二届人大四次会议在京开幕，李克强总理作政府工作报告。我们认为，当前经济持续下行趋势缓解，但不确定性加大，未来存在三种可能走向：滞涨、过热或缓慢下滑。在此状况下，经济面临三岔路口，政策调控需更强调相机抉择和灵活性。本次报告中，政府经济工作目标出现“两个首次”。我们认为，首次将 GDP 目标设定为区间值，表明政府稳增长的同时仍表现出调结构的强烈意愿，类似 2008 年四万亿的强刺激举措难以重演。同时，从强调外贸转向更多依赖内部经济活力，也进一步表明内部经济的结构调整和均衡将是 16 年政府关注的重点目标。另一方面，首次上调 M2 增速目标意在满足经济转型的资金需求，而增设社会融资总量目标的原因或在于，在直接融资尤其是债券融资占比提高的状况下，以 M2 增速考察经济活力的难度增大，社会融资总规模目标相较 M2 目标在政府目标体系中的地位或更为重要。这也意味着，以股、债市为代表的直接融资体系仍有较大发展空间。我们根据 M2 增速目标估算了信贷增速水平，预计 16 年信贷投放量或在 14.65 万亿左右，月均信贷投放或超过 1 万亿。随着直接融资规模扩大，宽信贷将为实体经济增长带来动力。除了稳增长、调结构，本次报告对风险关注度提高，相机调控的重要性上升。近年来经济下行压力持续增大，结构转型问题也更突出，因而在区间调控之外，定向调控和相机调控意义更大。今年我国不仅面临经济下行风险，还面临通胀上行、外汇风险、资本市场风险等多重风险。由于这些风险方向不一，而且风险间的切换更加频繁，因此相机调控或成 2016 年重点，这也是政府将稳健的货币政策的阐述从“松紧适度”改为“灵活适度”的一个重要原因。最后，稳汇率仍将成为阶段性工作重点。随着人民币汇率改革推进、全球金融市场联动性增大，人民币汇率对全球市场的溢出效应持续上升，维稳汇率是今年政策的必然选择，其对国内货币政策的约束作用仍将持续。总体上看，信贷宽松将是今年的主导方向，货币宽松力度或将弱于去年。财政稳增长动力增强，经济下行有底，从而利率下行有底；由于调结构仍是主要方向，经济过热的可能性较小，通胀虽将上行但难以超过政府预期目标，因而利率上行有顶。维持 2016 年债市全年震荡的判断不变，坚定认为 10 年期国债仍将在 2.8-3.4% 范围内区间波动。



- ❖ 经济增长：节假日因素推动 PMI 下行，房市回暖迹象趋浓。总量数据：中采财新 PMI 双双下探。2 月中采与财新 PMI 双双下探，中采 PMI 跌势不改且创逾三年新低，主要受生产放缓和需求回落两面夹击，春节因素导致生产活动放缓是 PMI 下行主因。高频数据：房市成交持续回暖，高炉开工涨势明显。截至 3 月 4 日，30 大中城市房地产成交面积同比增长 38.71%，3 月当月发电耗煤量同比下跌 14.29%。
- ❖ 通货膨胀：猪肉蛋价双双微涨。截至 3 月 4 日，农业部公布的农产品批发价格总指数和菜篮子产品批发价格指数较前一周分别小涨 0.01% 和 0.06%，生意社公布的鸡蛋价格较前一周上涨 2.25%。油价涨势持续。截至 3 月 4 日，南华工业品指数较前一周上涨 4.1%，WTI 原油期货价格较 2 月 26 日上涨 6.09%。
- ❖ 海外因素：美国就业继续向好，欧元区通胀难现好转。美国就业超预期，制造业略显疲软。美国 2 月非农就业数据大幅超预期，失业率与前值和预期持平，2 月 ISM 制造业指数仍低于枯荣线，非制造业指数增速持续放缓。欧元区通胀持续低迷，制造业与非制造业俱欠佳。欧元区 2 月 CPI 创 12 月新底，核心 CPI 创 10 月新低，受能源价格拖累严重；2 月制造业 PMI 初值创 12 个月新低，服务业 PMI 同样不及预期。日央行未考虑继续降低负利率。
- ❖ 资金面：资金利率全面下行。截至 3 月 4 日，隔夜、7 天、1 个月、3 个月 SHIBOR 分别变动 -9.80BP、-5.00BP、-8.20BP、-6.70BP 至 1.95%、2.30%、2.70%、2.83%；隔夜、7 天、1 个月、3 个月银行间质押式回购加权利率分别变动 -10.31BP、-3.45BP、-35.11BP、-5.00BP 至 1.93%、2.27%、2.61%、2.75%。

## 2016 年“两会”政府工作报告金融部分点评（银行组）：宽货币：稳增长福利

——肖斐斐，向启，联系人：冉宇航

- ❖ 事项：3 月 5 日十二届全国人大第四次会议开幕，李克强总理作了政府工作报告，对 2016 年金融领域提出多项目标和措施。对此我们点评如下。
- ❖ 评论：央行料将尽力稳增长，宽货币格局延续，短期利好资产价格，中长期效果待评估。报告预期今年 M2 增长 13% 左右（2015 年目标 12%，实际增长 13.3%），货币增速加快的同时，6.5-7% 的经济增长目标却低于去年（2015 年目标 7%），目标货币增速与经济增速的差额达到近三年最大值，预计短期将继续推高资产价格，通胀压力或将上行，但中央投资加快能否带动民间投资的传导路径能否实现有待观察。货币政策工具则延续去年的定向放松和以往的常规操作。此外今年报告还首次提出社会融资规模余额增长 13% 左右（2015 年实际增速 12.4%），照此测算 2016 年社会融资规模预计达到 17.96 万亿（2015 年实际增量 15.41 万亿）。尽管总量融资规模增速提升，但资金投向或将分化，与政府投资、财政支持相关的领域，银行配套资金更加宽松，而一般企业实际融资需求仍旧偏弱，因此整体的金融支持效果还有待观察。
- ❖ 财政发力，项目再推进，债务置换继续改善地方政府融资性现金流。报告中提到今年拟安排财政赤字 2.18 万亿元，比去年增加 5600 亿元（2015 年目标增加 2700 亿），赤字率提高到 3%（2015 年目标 2.3%），财政支持力度显著加大。此外发改委项目保持乐观，今年计划完成铁路投资 8000 亿、公路投资 1.65 万亿，再开工 20 项重大水利工程，建设水电核电、特高压输电、智能电网、油气管网、城市轨道交通等重大工程，中央预算内投资增加到 5000 亿元。地方债务置换继续推进，优化地方政府杠杆水平和财务状况。2015 年置换 3.2 万亿地方债务，节省利息约 2000 亿。此前媒体曾报道财政部计划 2015-17 年共完成 14.7 万亿债务置换，假设 2016 年置换额度达到 6 万亿，预计将为地方政府节省约 3000-4000 亿利息，占 2015 年地方一般财政收入的 3.6%-4.8%。
- ❖ 深化金融改革，提升金融服务效率并坚守风险底线。报告中提到了汇率机制、金融机构以及资本市场的改革，其中有几点值得关注：（1）启动投融资联动试点，有助推动商业银行经营转型，不过此前 12 月末国务院常务会议提到的“研究证券、基金、期货经营机构交叉持牌，稳步推进符合条件的金融机构在风险隔离基础上申请证券业务牌照”在本次政府工作报告中并未出现；（2）健康发展多层次的资本市场，提高直接融资比重，对于商业银行而言未来参与直接融资市场的方式将更加多样化和深入化，包括通过股债结合方式、产业基金模式、加大与非银机构合作拓展资金投放渠道等；（3）规范发展互联网金融，大力发展普惠金融，伴随近期 P2P 等行业景气度的下行，2016 年的互联网金融发展将更注重“规范”，商业银行有望借助这段时期积极推进机构和业务上的“+互联网”，实现跨越式的增长。风险底线仍是重中之重。2015 年我们看到经济的整体信用风险仍在蔓延和暴露，而互联网金融行业的风险事件亦在增多，同时由于工业制造业出清尚未完成，结构性风险仍会继续体现，2016 仍将是风险化解年。
- ❖ 营改增对银行利润表影响中性偏乐观，将促改善业务结构、提升中间业务。当前银行业营业税制如下：税率 5%，计税基础基本分四类：（1）贷款业务全部利息收入；（2）中间业务手续费；（3）外汇转贷业务利息收入差额；（4）买卖金融产品价差收入。而金融机构往来业务不征收营业税。对银行而言，营业税是仅次于所得税的第二大税种，2014 年上市银行营业税及附加共计 2102 亿，占营业收入比重为 6.31%。报告提出“确保所有行业税负只减不增”，考虑到银行业营业收入增速下降，预计营改增对银行利润表影响中性偏正面。根据此前媒体报道的 6% 的税率，在利息支出可以抵扣的假设下，预计对银行盈利影响约 +5%，若不可抵扣则影响基本中性。从长远来看，营改增有助理顺商业银行内部业务链条并深化专业分工，



包括业务独立运作等等；从减轻税负角度，改善业务结构、提升中间业务收入占比将是商业银行的必然选择，转型新金融模式是应有之义。

- ❖ 投资面短期内不悲观，基本面不乐观。两会报告明确了货币金融的偏松格局，但货币政策应不能完全解决增长动能乏力的现实，建议关注结构性政策的推进、以及地方和民间项目的跟进。对商业银行而言，2016 年息差仍存下行压力、风险依旧在恶化，行业低景气格局延续，全年盈利增速预计在-3%左右。从投资面看，关于风险等的负面情绪已较为充分体现，政府风险容忍底线确立银行估值底线，短期不用过于悲观，依旧从建议从防御价值的角度去追求相对收益。当前时点投资组合主要兼顾盈利指标和质量指标，分别为：北京银行、平安银行、兴业银行、招商银行、南京银行和中国银行。

## 航天军工行业重大事项点评：预算略低于预期，行业景气度不变——强于大市（维持）

### ——高嵩

- ❖ 事项：据新华网英文版 3 月 5 日报道，2016 年中国国防支出将增加 7.6%，升至 9543 亿元人民币，约合 1532 亿美元。2015 年中国军费预算 8869 亿元人民币，约合 1442 亿美元。同时，据媒体报道，美国 2016 财年国防预算约为 7700 亿美元，约合 47959 亿人民币，相当于中国的 4.03 倍。对此，我们点评如下：
- ❖ 评论：2016 年军费预算增长 7.6%，略低于预期。本年度 7.6% 的军费预算，结束了过往五年连续维持两位数增长的势头。我国的军费预算受国防建设需求、国家经济发展的情况和财政收入的情况等几方面因素共同影响，因此，我们认为，在现阶段我国经济面临下行压力较大，周边地缘政治环境紧张的局面下，7.6% 的军费预算增长与我国经济发展状况相匹配，也有利于对外彰显我国维护区域和平稳定的外交理念。
- ❖ 我国国防投入占 GDP 和财政开支的比例仍较低，未来仍有较大的提升空间。2015 年我国军费预算占 GDP 的比例仅为 1.31%，仍显著低于美、俄两个军事大国，以及印度、越南、巴西等发展中国家的水平，未来提升空间较大。
- ❖ 我们判断，军费开支用于装备支出的比例将上升，武器装备采购投入有望维持 10%-15% 增长。我们判断，在经历了“军队反腐无禁区”以及去年军队体制改革之后，用于武器装备采购和训练维护的投入将逐步提升。在军费总投入规模维持现有增长率的基础上，装备采购的投入将有望获得接近 10%-15% 较快增长
- ❖ 中短期资本运作与主题投资。航天、电科、兵器等集团资本运作持续推进且证券化率仍有较大空间，但当前股价已包含较高预期；行业主题因素较多，阶段性主题投资机会仍存。但基于 1:1 配套融资测算，多数上市公司当前股价已经包含较高的资产注入预期，潜在上行空间已不大，建议重点关注潜在资产盈利规模远大于上市公司的标的。未来 1-2 年，周边局势、行业潜在政策仍较多，主题投资氛围将延续，可根据兑现节奏适度把握行业主题投资机会。
- ❖ 国家军费预算增速放缓，军民融合推进有望再提速。2015 年军民融合已上升为国家战略，在军用电子、通信、导航的军事信息化领域，民营企业具有较强的竞争力；随着国防工业的改革推进，机械加工等一级分包领域也有望产生较大市值的企业。根据我们测算，2015 年民营企业军工业务的潜在市值接近万亿，长期来看有望出现 500-1000 亿市值的民营军工上市公司，建议关注大飞机、北斗、通航等军民转领域相关公司，以及军用电子、通信、导航、机械加工等领域的优质民参军企业。
- ❖ 维持行业“强于大市”的评级，我们认为，主要军工集团下属零部件公司在未来 1-2 年可能维持备考 20-40 倍 PE 之间的宽幅波动，波动性显著大于成长性；民参军企业波动性同样显著，但成长性更为明显。建议布局三条主线：一是中长期潜在空间广阔、增长确定性强的基本面标的，推荐中航飞机、中航动力、中航股份等；二是中短期有资产注入预期的主线，推荐中航机电、航天机电，关注航天长峰、四创电子等；三是军民融合主线，推荐四川九洲、银河电子、海格通信、春兴精工，关注振芯科技等。短期关注中航光电、中航飞机、航天机电和春兴精工等。

## 环保行业重大事项点评：稳增长、改善质量方向明确，景气延续重点关注海绵城市——强于大市（维持）

### ——王海旭，崔霖，联系人：凌润东

- ❖ 事件：3 月 5 日，第十二届全国人民代表大会第四次会议在北京人民大会堂开幕，国务院总理李克强作政府工作报告。
- ❖ 评论：2016：海绵城市/地下管廊助力稳增长，治污减排继续深化。在回顾 2015 年基础上，工作报告提出 2016 年重点工作，其中涉及：经济增长：国内生产总值增长 6.5%~7%；拟安排财政赤字 2.18 万亿元，比去年增加 5,600 亿元，赤字率提高到 3%；探索基础设施等资产证券化；完善政府和社会资本合作模式，用好 1,800 亿元引导基金。环境保护：化学需氧量、氨氮排放量要分别下降 2%，二氧化硫、氮氧化物排放量分别下降 3%，重点地区细颗粒物（PM2.5）浓度继续下降；加强煤炭清洁高效利用；全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造；加快淘汰不符合强制性标准的燃煤锅炉；全面推进城镇污水处理设施建设与改造，加强农业面源污染和流域水环境综合治理；对排污企业全面实行在线监测；强化环境保护督察；广泛开展合同能源管理和环境污染第三方治理；健全再生资源回收利用网络，把节能环保产业培育成我国发展的一大支柱

产业。由此可见，2016 年我国积极的财政政策要加大力度，适度扩大财政赤字，稳增长方向依然明确，发挥有效投资对稳增长关键作用。结合新型城镇化趋势，我们依然认为海绵城市/地下管廊将是重点领域并有望迎来建设高峰。而在治污方面，继续推进主要污染物减排总量控制，多重举措助力雾霾治理，而在“水十条”开始全面实施背景下，农业面源污染和流域水环境综合治理得到重点强调，而这也是建设海绵城市的意义之一（有效控制面源污染）。

- ❖ 十三五：提高环境质量，实施重大工程。针对“十三五”，我国将继续加快改善生态环境，“以提高环境质量为核心”将是在过往总量控制基础上的进一步提升：加大环境综合治理力度：深入实施污染防治行动计划；实行最严格的环境保护制度，强化排污者主体责任；大力推进污染物达标排放和总量减排；严密防控环境风险；加强环境基础设施建设；改革环境治理基础制度。加强生态保护修复：全面提升生态系统功能；推进重点区域生态修复；扩大生态产品供给；维护生物多样性。健全生态环境保护制度：完善生态环境保护制度；加强生态环境风险监测预警和应急响应。因此，“十三五”期间深入实施气、水、土壤三大行动计划将是提升环境质量的重要举措，并推进污染物达标排放，这些都是在十年总量减排控制基础上真正解决我国环境问题的必然选择。为此，我国将实施对燃煤机组全面实施超低排放和节能改造、工业污染源全面达标排放、基本完成流域面积 3,000 平方公里及以上的 244 条重要河流治理、建设海绵城市、建设地下管廊（网）、建设 50 个工业废弃物综合利用产业基地、开展 1,000 万亩受污染耕地治理修复和 4,000 万亩受污染耕地风险管控等多项重大工程，并将孕育较大投资机会。
- ❖ 风险因素：宏观经济不景气企业环保投入有限；政策进度低于预期；环保项目进度低于预期。
- ❖ 投资策略：稳增长、改善质量方向明确，景气延续重点关注海绵城市。政府工作报告进一步确立环保在稳增长、改善环境质量方面的重要地位，而“十三五”期间多项相关重大工程将逐步实施，节能环保产业也有望成我国发展的一大支柱产业，行业延续高景气度依然明确。就板块投资而言，我们维持此前思路不变，首先依然重点推荐海绵城市投资主线（第一批试点 PPP 项目逐步落地、盈利模式突破可期、第二批试点已开始申报），首推\*ST 华赛，重点关注包括碧水源、聚光科技、南方泵业、东方园林等；其次，高景气细分领域稳定运营公司盈利成长确定性高且可持续，在目前市场环境下具有较强配置价值，重点关注东江环保、长青集团；最后，华西能源大股东在 12~14 元积极增持凸显股价支撑，2016 年海外订单有望助力业绩释放，而水务公司由于业绩平稳具备防御性、“两会”政策&国企改革预期、机构配置低等因素或具备交易性机会，可关注首创股份、江南水务、渤海股份等。

## 有色金属行业热点聚焦：需求逻辑支撑金属价格大幅反弹，促进有色金属板块反弹延续——中性（维持）

### ——敖肿

- ❖ 事项：最近 5 个交易日（截至 2016 年 3 月 4 日），中国 A 股上证综合指数上涨 3.96%，CS 有色金属指数上涨 6.38%，其中 CS 贵金属指数上涨 10.13%，有色金属板块整体跑赢大盘。
- ❖ 评论：市场关注焦点。1）金属板块上涨逻辑来自金属价格上涨，但金属价格涨势是否会持续？2）中国供给侧改革对金属行业是否已经形成明显作用？3）宏观经济存在下行风险，板块上行是否缺乏需求驱动逻辑？4）如果美联储超预期加息，商品与股票市场将何去何从？如果上涨，板块的演化逻辑为何？
- ❖ 观点与展望：价格大幅反弹支撑有色金属板块，短期待获得超预期收益。本轮有色金属板块上涨的逻辑来自金属价格反弹和行业政策预期，我们认为金属价格的上涨逻辑正从之前的题材驱动向需求与货币因素驱动转换，金属价格未来 1-3 个月预计还存在 10-15%反弹幅度，A 股市场金属板块整体也可能还有超过 10%的涨幅。板块内部料将出现明显分化，我们看好贵金属、铜和锡、稀有金属的钨板块，板块龙头公司预计还将存在 20%~30%的涨幅。
- ❖ 工业金属价格反弹逻辑正在转向需求驱动。从 2015 年 12 月份 LME 数据观察，目前市场正在进入“金属价格反弹一下游补库—上游库存下降—现货市场升水”循环，说明金属正在进入需求驱动逻辑。从历史和调研数据判断，金属贸易市场出现结构性现货升水会持续 3-6 个月时间；并且春节后下游消费商备货兴趣正逐步上升。因此，我们判断工业金属价格反弹有望持续至二季度，未来基于房地产与基建投资增强的预期，铜和铝有望受益于下游需求刺激。
- ❖ 黄金引领贵金属板块上行。1）负利率环境支撑金价持续反弹。目前，美国 5 年期通胀指数国债收益率（TIPS）为-0.03%（截止 3 月 3 日）。布伦特原油当月合约价格从底部反弹近 37%，价格持续走高将加深市场对通胀的预期，预测未来 1-3 个月全球主要经济体的负利率环境（或趋势）将支撑金价延续反弹。2）铂、钯和白银短期存在定价补涨的机会。
- ❖ 重点关注板块演化动态。中国需求端刺激政策的释放以及下游季节性补库效应将成为工业金属持续上涨的源动力。未来 1-3 个月美联储加息预期将成为流动性主导因素。
- ❖ 风险因素：A 股超预期下跌；金属价格反弹低于预期等。
- ❖ 投资建议：跟踪商品价格弹性与行业政策释放信号，关注短期贵金属中的黄金、白银和铂板块龙头公司；持续关注工业金属板块中铜和锡子板块机会。建议持续重点关注：江西铜业、锡业股份、山东黄金和章源钨业。



## 化工行业重大事项点评：供给侧改革继续推进，产品价格上涨趋势仍将继续——中性（维持）

——王喆，黄莉莉，韩益平

- ❖ 事项：2016 年两会政府工作报告中明确提出了 2016 年国内生产总值增长 6.5%—7%，居民消费价格涨幅 3%左右的目标，并且将“加强供给侧结构性改革，增强持续增长动力”列为今年的八项重点工作之一。我们点评如下：
- ❖ 评论：我们认为石化化工行业将直接在供给侧改革中收益。随着行业进一步去产能化，行业新增投资增速下降，行业产能过剩严重的局面已经大幅改善，部分行业已经达到合理水平；在国家积极财政政策和房地产行业去化速度加快的背景下，部分产品的需求增速将有望呈现回升的态势。
- ❖ 我们继续推荐行业供需基本面向好、近期产品价格有望继续上涨、行业景气度仍将持续提升的乙烯、油服、印染、涤纶、粘胶和氯碱产业链。
- ❖ 投资建议：受益于全球乙烯大周期景气度持续上扬，看好推荐乙烯及下游产品盈利继续提升，重点推荐上海石化、丹化科技、齐翔腾达；看好油价反弹和海上油气田开采需求增加，重点推荐海油工程，建议关注潜能恒信和海默科技；关注环保加速产能淘汰，供需格局持续改善的印染产业链，推荐航民股份，建议关注浙江龙盛和闰土股份；关注产能去化已基本完成，需求稳定增长的涤纶和粘胶，重点关注桐昆股份、恒逸石化和三友化工；关注行业已经筑底回升和受益于国家基建投资的氯碱产业链，建议关注中泰化学、鸿达兴业、英力特、湖北宜化、天原集团和新疆天业；关注天然橡胶价格反弹，建议关注中化国际、齐翔腾达。

## 新三板市场策略随笔系列之二：分层的意义

——胡雅丽，叶倩瑜

- ❖ 如果我们把类比的对象进一步聚焦于台湾的多层次资本市场，或许对新三板未来政策演进的理解将更加深刻。事实上，在分层出现之前，新三板的制度规则与台湾的兴柜市场具有非常高的相似度。这主要包括发行制度和交易制度的趋同，而台湾兴柜市场的建设则大量参照了美国 OTCBB 市场的经验。从制度构建的框架来看，我们认为新三板虽然在过去一年引入了做市商，并且在证监会的监管序列中成为了全国性的场内交易市场。但是，从新三板现行的交易发行制度来看，其更多是承担传统意义上场外市场的功能——即帮助中小企业达到融资需求。过去两年，新三板的融资功能被证明是高效的，我们认为从政策制定者的角色来看，新三板已取得了阶段性的发展成果。
- ❖ 分层是新三板实现真正意义上由场内市场向场外市场转变的必经途径。纳斯达克市场的分层是自下而上的分层，而台湾的柜台市场则是自上而下的分层。从市场分层的机理和方向来看，新三板的分层应该是介于两者之间的一种分层方式。以规模来看，新三板的分层是自下而上的分层，即通过分层来优化市场结构，提高资源配置效率；以机制构建来看，新三板的分层则更多的是类似台湾柜台的市场的制度安排，其必须达到的政策目的是将融资市场和交易市场进行分开，而两者通过所谓“转板机制”来建立密不可分的联系。
- ❖ 关于交易市场和融资市场的定位，我们认为新三板的创新层未来将是一个以类 IPO 的交易市场为主的层次。两点理由：第一，借鉴海外市场的经验，不管自上而下的分层还是自下而上的分层，交易市场绝对是必不可少的，而打造交易市场的前提则是在股权分散度上作出安排，纳斯达克和柜台市场均对公众持股数和股东数作出安排；第二，在创新层标准一中也开始考虑到股东人数的问题。这是在现行证券法和证券发行制度下新三板所能做的突破性尝试，而考虑到创新层支持融资制度和交易制度的政策目标，我们推测创新层最理想的政策演进路线是公开发行——股权分散度的培育得以快速提升——混和交易，在这种情形下，投资者门槛的难题前置到了发行端，而不是交易端。因此，归根到底，只有解决了发行端的问题才能推进交易端的改革。这也是为什么我们坚持认为注册制发行对新三板而言其实是利大于弊的。
- ❖ 我们认为，转板很难在当前的制度体系下取得突破性的进展。对于企业和投资者而言，转板的直接目的是享受流动性溢价，如果新三板制度流动性仍然无实质性好转，更多的公司将会采取类似行为。根据我们的跟踪统计，新三板市场符合创业板 IPO 财务条件的公司基本稳定在 30%左右，考虑极端情况，如果这么大体量的挂牌企业均开始进行 IPO 排队并且均能很快上市成功。那么，这与注册制无异，仅由于交易场所不同就享受估值溢价可能性基本不存在。此时，优秀企业可以在各大交易所之间自由选择，三板如果不做交易制度创新就无法保证融资功能，那么支持中小微企业的定位就会出现动摇，这与“十三五”规划中对三板的定位显然不符。因此，我们倾向于认为，在注册制全面稳定推行之之前，新三板的转板机制应该是场内转板，这与台湾柜台市场制度安排较为类似，优秀的企业依然集聚在新三板，并且同样享受流动性溢价与融资便利，而在注册制稳定推行之后，新三板向主板市场的转板机制也将打开，这或许是发生在各大交易所估值水平基本趋同的背景下。

- ❖ 因此，我们短期的投资策略依然不会有变化。基本原则是：（1）财务上符合创新层甚至是战略新兴板的要求；（2）行业属于新兴行业且能快速增长；（3）在多层次资本市场形成期，强有力的股东背景或者战略投资人也是挑选企业的重要考量因素；（4）考虑到转板套利可能成功的个案，可适当关注那些较早申请 IPO 辅导且仍处于交易状态的股票。

## 银行周话 20160306—防御价值进一步印证

——肖斐斐，向启，联系人：冉宇航

- ❖ 投资观点：在反弹中跑赢市场是防御价值的进一步印证。本周市场反弹，银行板块受益于降准和稳增长预期，在反弹中继续实现相对收益。截至目前，银行板块 2016 年累计下跌 7%，跑赢沪深 300 指数 10 个百分点、跑赢 WIND 全 A 指数 18 个百分点，防御价值凸显。下阶段，稳增长和供给侧改革同时发力，银行板块需要在增量融资和存量减退两个层面服务实体经济，财务表现仍将面临较大压力，预计上市银行 2016 年净利润增速降至-3%。但经济增速的趋稳和一系列协助化解不良资产的配套政策有望持续改善投资情绪，短期不用过于悲观，仍然建议从防御价值角度把握板块投资价值，系统性估值提升则有赖于金融改革自上而下和自下而上的双向推进。
- ❖ 本银行板块大幅上涨跑赢大盘。本周沪深 300 指数上涨 4.95%，中信银行股指数大涨 9.01%，个股基本跑赢大盘，涨幅前四位分别是民生银行（12.27%）、北京银行（11.08%）、招商银行（10.52%）、华夏银行（10.08%）。
- ❖ 银行股成交环比显著回升，融资盘净流出扩大。本周银行股日均成交额为 128.75 亿，较前周增长 88.79%，日均成交额占比最高的四家为兴业银行（12.38%）、民生银行（11.39%）、招商银行（8.44%）、交通银行（8.17%）。从银行股估值情况来看，目前行业平均 2016 年 PE 和 PB 分别为 6.8X/0.91X，其中大银行、股份行和城商行分别为 6.0X/0.76X、6.7X/0.93X 和 8.3X/1.13X。本周银行板块融资净流出 18.84 亿元，流出额较前周扩大 12.2 亿，以建设银行（8681 万）、宁波银行（-1914 万）、平安银行（-4722 万）、中信银行（-6094 万）排名靠前（除去停牌的浦发，后同）；收益额为-1.7 亿，其中收益额前四位分别为建设银行（413 万）、宁波银行（-157 万）、平安银行（-294 万）、中信银行（-404 万）。
- ❖ 政府工作报告要求提高金融服务效率和坚守风险底线。刚刚发布的政府工作报告提出维持偏松的货币格局（M2 和社会融资余额增速目标 13%），这意味着后续仍存在适度运用降准降息等总量工具的可能；报告也认识到商业金融部门风险偏好较低的问题，因此从提高金融服务实体经济的效率入手，提出系列政策强化“宽货币”向“宽信用”的传导，包括投贷联动试点、发展资本市场、规范互联网金融等。当然，这种传导的前提是坚守风险底线，因此在制度建设、统筹监管等方面仍需做出进一步的改进。
- ❖ 风险提示。宏观经济下滑超预期。银行资产质量恶化超预期对财务报表的影响。
- ❖ 投资组合。当前时点组合主要兼顾盈利指标和质量指标，分别为：北京银行、平安银行、兴业银行、招商银行、南京银行和中国银行。

## 互联网金融专栏第 29 期：网商银行，普惠金融践行者

——肖斐斐，向启，联系人：冉宇航

- ❖ 市场表现。本周互联网金融板块下跌跑输大盘。中信互联网金融指数下跌 5.14%，沪深 300 涨 4.95%，个股基本跑输大盘，除去停牌个股涨幅前四位分别是世联行（31%）、三六五网（8.56%）、大北农（6.48%）、信维通信（0.91%）。根据 Wind 一致预期，互联网金融板块 2016/17 年平均 PE 为 44.64x/32.30x。
- ❖ 监管动态。互联网金融协会明确入会标准，设立五大基础制度；京沪排查融资租赁风险。
- ❖ 银行互联网化。中国银行 4 月 1 日个人网银境内人民币转账全免费；华夏银行取消个人网银汇款手续费。
- ❖ 子行业动态。网络融资：2 月 P2P 网贷行业总成交量达 1130 亿元环比降 13.33%，贷款余额为 5006 亿环比增 6.91%，综合利率 11.86%环比降 32BP；宜人贷将推证券化产品挂牌深交所。第三方支付：马化腾建议医保支付引入第三方支付；2015 年苏宁第三方支付易付宝交易额近 2000 亿元。互联网银行：网商银行开业 8 个月小微企业客户突破 80 万家，累计提供信贷 450 亿；微众银行“微粒贷”征信查询授权引质疑。
- ❖ 重大事项。（1）国民技术 2015 年归属净利润 8600 万（+747.39%），预计一季度盈利 2400 万-2700 万（135.82%-165.29%）；同花顺预计一季度盈利 1.08-1.49 亿（60%-120%）。（2）东方国信：证监会核准非公开发行不超过 9000 万股；恒宝股份：受让深圳一卡易科技股份有限公司 26.7 万股，受让后持股 255 万股（占比 51%），非公开发行获证监会审核通过；怡亚通：终止收购“某境外上市公司（世界 500 强企业）”；天喻信息：终止非公开发行 4500 万股（募资不超过 11.3625 亿元）。（3）新大陆因筹划重大事项（拟收购相关资产）自 3 月 3 日起停牌。



- ❖ 中信观点。网商银行对外宣布开业 8 个月以来的成绩单：（1）服务 80 多万家小微企业，累计提供 450 亿信贷资金；（2）旺农贷上线不到半年已覆盖全国 24 个省 139 个县的 2425 个村庄，农户均贷款 4.4 万元；（3）支持大学生回乡创业专项资金计划自去年 6 月份发布以来，已经累计为超过 14000 多名回乡回村创业的大学生提供了专项资金支持，累计发放资金接近 4 亿元，人均约 2 万元。网商银行对于普惠金融的价值在于：（1）开展场景式金融服务，结合小微企业、农村地区特点，依托自身平台（如旺农贷、网商贷等）或外部平台（猪八戒网、德邦物流等）开展供应链金融、实时贷款等业务，支持实体经济；（2）利用互联网企业大数据的优势，既提高风险甄别能力、控制自身贷款质量，同时还与其他金融机构合作，开展技术和风控能力输出，提升金融服务效率。

### 轻工制造行业周报（2016.2.29-2016.3.6）：跟随地产加码家居板块，关注周期轮转造纸行情——轻工制造：强于大市（维持）；造纸：中性（维持）——鞠兴海，鄢鹏

- ❖ 市场表现：板块本周跑输大盘 8.28pcts：CS 轻工（-3.33%）VS 沪深 300（4.95%）/中小板（-0.68%）/创业板（-5.35%）；造纸涨幅前五：太阳纸业（13.54%）/新疆天宏（9.10%）/贵糖股份（7.62%）/华泰股份（3.58%）/晨鸣纸业（3.20%）；其它轻工：新通联（12.36%）/海鸥卫浴（11.09%）/美克家居（6.27%）/德力股份（5.68%）/好莱客（4.74%）。
- ❖ 行业跟踪：纸价总体平稳，箱板纸价格周环比增 0.03%，延续缓慢回暖态势，瓦楞纸价格小幅推升，周环比增 0.02%；3 月关注铜版纸、双胶纸传统需求旺季提价行情。木浆价格木浆价格加速下探，木浆价格周环比/月环比/周同比下降 0.82%/1.35%/6.82%，海外废纸价受美元汇率走低影响略回落，美废/日废/欧废价格周环比下降 0.01%/0.23%/0.07%。
- ❖ 奥瑞金跟踪：公司 2015 年实现总收入/归属净利润 66.6/10.2 亿元，同比增长 22.14%/25.71%。基本 EPS1.04 元，基本符合我们预期。收入端看，测算得 Q4 收入同比增长 21.8%，环比前三季 20.7%的增速水平略提升 1.1pcts，核心客户全年保持稳健增长。利润上看，公司利润总额同比增长 31%，高于归属净利 26%的增速水平；外延扩张成为公司今年的增长发力点，前期公司战略入股塑料软包装领域龙头永新股份（25%）、以及同为金属包装领域龙头的中粮包装（27%），拉开行业整合序幕。以冰雪运动为切入点，大体育产业布局值得期待。我们预测 2015-17 年 EPS 为 1.04/1.41/1.83 元。公司定增价及大股东增持成本超 23 元（现价 21.43 元），具备安全边际，建议弱市中加强配置。
- ❖ 风险因素：汇率波动风险；国内外宏观经济下滑超预期；供给侧改革、模式转型进度不达预期；轻工企业市值较小，交易层面的流动性风险。
- ❖ 本周观点：自上而下看，最近两周我们重点提示的家居（地产后周期）及造纸（周期轮转）板块行情相对收益显著，本周建议继续布局。最新的政府工作报告再次强调地产去库存、置房减税等措施，近 1 月 30 个重点城市房屋销售同比增速提升至 30%以上，持续刺激滞后半~一年的后周期产业，泛家装（居）板块内上市的品牌龙头尤为受益（渠道多布局在一二线城市）。结合基本面，我们继续重点推荐索菲亚/宜华木业/美克家居等，同时积极关注海鸥卫浴/喜临门/好莱客/大亚科技等。造纸方面，政府工作报告中明确提出传统行业要坚决淘汰落后产能，有序退出过剩产能。造纸企业分散且以民营为主，我们判断去产能落地尚需时日，但周期轮转下板块政策预期后续有望升温。需求端看，包装用纸周价格连续缓慢上涨，年初以来箱板纸/瓦楞纸价格已上涨近 1%，主要关注港股包装纸龙头玖龙纸业/理文造纸。3 月文化纸、卡纸等有望迎来旺季补库存行情，建议关注具备提价预期的晨鸣纸业及其 H 股/博汇纸业等。自下而上建议布局具备安全边际/估值合理/增长确定性强的轻工白马，如奥瑞金/东港股份/劲嘉股份等。上周五中小创大跌，从博弈超跌反弹的角度主要看好地方国企改革（资产注入方向）、彩票（中超竞彩预期）等主线，关注通产丽星/鸿博股份，同时关注港股亚博科技控股/美股 500 彩票网等。
- ❖ 行业要闻：1）全国人大代表马化腾透露，互联网电子发票方案很快将推出：发票由云端生成，无需打印成纸质，抬头、单位、种类自动上传，微信已开始推动企业端的财务报销系统，未来将实现线上直接报销。2）本周，湖南省、广西省、广东东莞市相继开出当地第一张增值税电子发票。3）两会期间，数名人大代表提议发行针对不同领域的彩票：全国人大代表向晓梅建议发行“应急彩票”，以彩票筹集重建资金以应对突降之灾；江苏省卫计委主任王咏红建议发行“健康彩票”补充医疗投入；四川省环保厅副厅长钟勤建建议发行“环保彩票”补充环保领域投入。

### 商业零售行业周报（2016 年 2 月 29 日—2016 年 3 月 5 日）：聚焦两会，关注养老及细分电商——强于大市（维持）——周羽，徐晓芳

- ❖ 行业走势回顾。本周 CS 零售跑输沪深 300（-2.2%VS+4.9%），其中 CS 百货、CS 超市、CS 连锁收益率分别为-2.1%、-2.0%、-2.8%。本周组合跑赢 CS 零售（-1.3%VS-2.2%），组合表现鄂武商 A（+2.9%）、永辉超市（0.0%）、步步高（-0.3%）、红旗连锁（-2.8%）、苏宁云商（-3.3%）、青岛金王（-4.6%）。
- ❖ 两会强调增强消费拉动经济增长的基础作用，关注养老、农村电商、跨境电商等：2016 年两会政府工作报告提出“适应消费升级趋势，破除政策障碍，优化消费环境，维护消费者权益；支持发展养老、健康、家政、教育培训、文化体育等服务

消费”。“鼓励线上线下互动，推动实体商业创新转型”；“推进 5 万个行政村通光纤”，“完善物流配送网络”，“推动电子商务进农村”；“扩大跨境电子商务试点，支持企业建设一批出口产品“海外仓”，促进外贸综合服务企业发展”。

- ❖ 跨境进口零售电商数据速递：据艾瑞咨询，2015 年，中国进口电商交易规模 9 千亿元，同比+38.5%，渗透率 8.6%；其中，进口零售电商交易规模 1184 亿元，同比+112%，占进口电商的 13.2%，占整体网购规模的 3.1%；进口零售电商中 B2C 交易规模 544 亿元，同比+348%，占比 46%；平台类进口零售电商和自营类占比分别为 74.5%/25.5%。
- ❖ 跨境进口零售电商政策动向前瞻：预计整体方针为“鼓励跨境进口零售电商，但税收、监管从紧”。1、税率调整：跨境保税进口由征收行邮税改回“关税+消费税+增值税”模式，奶粉、纸尿裤、保健品等税负上行（由免征或 10%上升至 11.9%），化妆品税负下行（100 元<单价<2000 元化妆品税负由 50%降至 38%），轻奢税负下行（由 20%降至 11.9%）；行邮税或从 10%/20%/30%/50%调整为 15%/30%/60%。2、监管从严：1）或出台商品“正面清单”，依靠标品引流、长尾非标品赚钱的模式将受严重冲击，跨境电商同质化加剧，生态圈型平台类电商地位巩固；2）保健品、食品、化妆品跨境进口安全监管或参照一般贸易，新品商检周期或延长至 10 个月至 2 年；3）加大海外直邮进口抽检力度。
- ❖ 重点公司跟踪。【大商股份】集团增持至 15%彰显信心，大股东与二级市场利益更趋一致，且为安邦继续增持打开空间；后续催化剂看大股东/险资持续增持、同业并购及集团资产注入，维持“买入”评级。
- ❖ 本周组合：青岛金王、鄂武商 A、苏宁云商、南京新百、新民科技、永辉超市
- ❖ 风险提示。经济疲弱消费低迷；跨境新政制约行业发展，导致消费外流。
- ❖ 投资策略。两会强调增强消费拉动经济增长的基础效应，投资主线：1、兼具保税进口供应链和一般贸易供应链资源的步步高，在农村电商、跨境电商领域先布局的苏宁云商，卡位生鲜供应链的永辉超市，以及“便利惠民生”的红旗连锁；2、新兴领域：顺应大健康、养老政策方向的南京新百，消费升级、美丽经济趋势下的青岛金王，助力电商产业链提效的代运营商新民科技。3、业绩稳健、价值低估的区域龙头：鄂武商 A/欧亚集团/大商股份。

#### 人福医药（600079）2015 年年报点评：主业稳健增长，海外出口及医疗服务布局未来空间可期——买入（首次）——田加强，联系人：陈竹

- ❖ 全年业绩符合预期。公司 2015 年实现收入和净利润 100.54 和 5.65 亿元，分别同增 42.58%和 44.72%，扣非后净利润同增 32.17%，全年实现 EPS 0.52 元，业绩符合预期。单季度数据来看，2015Q4 实现营业收入 31.22 亿、环比上升 27.12%，净利润 2.13 亿元、环比上升 51.10%。
- ❖ 医药工业板块稳健增长，多产品发力未来公司业绩成长可期。公司 2015 年医药主业实现营业收入 98.64 亿元，同比增长 43.62%。核心业务保持快速增长，其中化药制剂收入同比上升约 51%，化药原料同比上升约 163%，中药同比上升约 20%，生物制剂同比上升 23%，其他产品（含器械）同比上升约 28%，并且除化药制剂因宜昌人福新厂区投产，折旧摊销成本上升造成毛利率较大幅度下滑外（-7.52%），其他均保持毛利率稳定、甚至小幅提升。公司 2015 年加强营销体系建设，提升终端销售能力，几大主要品种除芬太尼因公司战略结构调整销量小幅下滑外（-14.27%），舒芬太尼、瑞芬太尼、咪达唑仑、氢吗啡酮、米非司酮、人血白蛋白均实现了销售量的稳步增长，尤其是麻药系列产品受益于多科室终端推广发力，实现了销量的快速增长（舒芬太尼同增 28.63%，氢吗啡酮同增 302.84%）。
- ❖ 制剂出口 2016 年望迎来拐点，未来业绩爆发获有力支撑。公司自 2014 年开始大力投入制剂出口业务，目前已在宜昌、武汉和非洲马里建立起符合 cGMP 认证要求的生产车间，其中武汉普克软胶囊生产线已零缺陷通过美国 FDA 核查，美国普克 2015 年已实现美国市场 170 多个品规上市，实现约 2 亿元销售额，结合公司 2015 年跟英国的最大零售商 Reckitt Benckiser 及 CVS 等零售巨头签订长期独家供货协议，2016 年随着合作加深公司 OTC 产品出口业务有望迎来拐点。目前已在海外储备了 40 多个 ANDA/NDA 项目品种，有望在批准上市后带动公司海外出口业务的全面爆发。
- ❖ 湖北省内医院布局渐成规模，未来综合性医疗服务龙头可期。公司作为湖北省内最大的医药上市公司，自 2014 年开始布局省内医疗服务业务，目前已在省内钟祥市、宜昌市、孝感市等布局 11 家医院，预计随着公司十三五期间 50 家医院规划的落地，公司将成为省内最具影响力的民营医疗服务龙头，结合在湖北省内领先的医药商业体系提供顺畅的商业盈利途径，以及布局保险公司涉足商业健康险业务，我们判断公司未来成长空间巨大。
- ❖ 风险因素。海外出口业务不达预期，医疗服务业务开展不达预期。
- ❖ 首次覆盖，“买入”评级。公司现有医药工业业务稳健增长，海外出口业务及湖北省内医疗服务业务持续推进，未来业绩成长可期。给予公司 2016-2018 年 EPS 0.70/0.86/1.04 元预测，当前股价对应 2016 年和 2017 年 PE 22 和 18 倍，参照可比公司估值给予公司 2016 年 30 倍 PE，对应目标价 21.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。



## 天舟文化(300148) 2015 年年报点评: 内生外延稳步推进 打造文化教育+娱乐传媒双轮驱动文化集团——买入(维持)——郭毅, 殷睿, 联系人: 缪晟, 联系人: 杨昕舟

- ❖ 业绩增速超出预期。报告期内, 公司实现营业收入 5.44 亿元, 同比增长 5.53%; 实现营业利润 2.07 亿元, 同比增长 52.28%; 归属于母公司所有者的净利润 1.76 亿元, 同比增长 49.01%。公司利润大幅增长受益于神奇时代移动游戏业务利润的持续增长和确认股权处置收益, 业绩增速超出我们之前预期。
- ❖ 增强教育出版业务, 布局线上实现价值腾飞。报告期内, 受出版行业大环境影响, 公司传统教育出版业务实现收入 2.93 亿元, 同比下降 18.37%。2015 年, 公司在教育领域持续布局, 宣布拟 51%控股人民今典和 1.7 亿元 18.89%战略投资在线教育 O2O 平台决胜网, 一方面增强自身教育资源储备, 另一方面加速向在线教育新型业态转型。未来, 公司将夯实自有教育出版行业为基础, 有望进一步将自身覆盖的约 5000 万规模 K12 学生流量导入决胜网平台实现流量变现, 实现价值腾飞。
- ❖ 实现手游全产业链布局, 打造垂直二次元生态。公司 14 年收购神奇时代切入手游领域, 报告期内, 神奇时代实现净利润 1.53 亿元, 超额完成对赌业绩。2015 年, 公司通过外延持续补强自身娱乐版块布局, 以 6000 万 15%参股初见科技, 1400 万 2%参股银河数娱, 拟 100%收购游爱网络, 拟 51%控股专注二次元生态打造初见科技, 并购完成后, 公司将实现手游"CP+SP"全产业链布局。未来, 未来公司有望依托派娱和自身出版 IP 资源, 以游戏为切入点, 布局以 ACGN 为主的垂直二次元生态。
- ❖ 内生外延稳步推进, 打造“教育+娱乐”双轮驱动文化集团。2015 年, 公司一方面积极通过外延并购来补强公司在教育和娱乐版块的布局, 另一方面通过设立员工持股计划等措施提升内管理加强内生增长动力。我们认为, 公司目前已经形成“文化教育+娱乐传媒”两大核心版块的布局, 近期来看, 公司将重在推进并购项目进行以及相关资源整合和内部管理体系调整, 从而实现资源协同和管理效率最大化; 长期来看, 公司将有望通过内生+外延方式继续增强自身在文化教育和娱乐传媒领域实力, 打造国内具有影响力的综合文化集团。
- ❖ 风险提示。并购整合不及预期风险; 出版竞争风险; 人才流失风险; 游戏作品不及预期风险。
- ❖ 盈利预测及估值。公司并表游爱网络、人民今典和派娱科技之后业绩将得到极大的增厚, 考虑到手游和在线教育行业未来 3 年平均增速有望达到 30%和 20%, 且公司在手游和教育领域强劲的实力, 我们维持公司 2015-2016 年 EPS 为 0.60/0.78 元的备考业绩预测(考虑 2015 年公司以资本公积每 10 股转增 2 股), 新增 2018 年业绩预测为 0.92 元, 当前价 18.99 元, 对应 2015-2017 年 PE 分别为 32/24/21 倍, 维持公司“买入”评级, 目标价 34.73 元, 建议投资者着眼公司中长期发展空间, 积极把握成长价值。

## 凯撒旅游(000796) 2015 年年报点评: 旅游业务增长靓丽, 关注垂直整合进展——买入(维持)

——姜娅, 王玥, 联系人: 杨亦然

- ❖ 并表助推业绩快增, 15 年净利大增 130%。公司 2015 年收入 49.35 亿元、净利润 2.06 亿元, 分别同比增长 51.92%/129.72%, 折合全面摊薄 EPS 为 0.26 元, 符合预期(0.25 元)。其中凯撒同盛实现净利 1.64 亿元(+54.9%), 略超业绩承诺(16180 万元); 扣除凯撒业绩及其他非经常性损益后, 公司原有业务净利 7197.5 万元(+9.74%)。出境游业务快增、原有食品业务维持平稳增速, 助力公司整体业绩大幅增长。
- ❖ 食品业务预计维持平稳经营。公司原有航空、铁路配餐业务维持平稳, 公司全年实现食品业务收入 6.19 亿元(+13.35%); 其中航空配餐收入 5.33 亿元(+8.28%); 铁路配餐业务由于新增不少动车线路, 实现销售收入 8665.59 亿元(+59.11%)。我们认为未来公司原有业务将继续维持稳健经营, 预计利润规模维持 4000 万元左右, 折合全面摊薄 EPS 为 0.05 元。
- ❖ 全产业链综合布局, 盈利能力持续提升。2015 年凯撒同盛共实现收入 42.59 亿元(+61%)。其中零售业务共实现收入 29.87 亿元(+67.4%), 占比 70.1%, 由于凯撒积极拓展线上线下销售渠道、推出新型门店, 零售收入贡献比例持续提升(+2.7pcts); 批发业务收入 7.96 亿元(+43.8%)、占比 18.7%(-2.2pct); 企业会奖收入 4.76 亿元(+54.8%)、占比 11.2%。战略层面, 凯撒始终坚持以零售为核心、全产业链综合运营的商业模式, 在持续妥善经营目的地旅游服务公司的同时, 依托海航旅游强大的资源实力, 与众多航空、邮轮、国际酒店集团建立良好的合作关系, 公司对上游资源要素的掌控能力得以加强, 运营效率也持续提升(15 年旅游业务毛利率 14.9%, 同比增加 0.5pcts)。
- ❖ 用户端、资源端齐推进, 信息化、“一体化”提效率。。凯撒积极拓展销售渠道, 提升用户服务质量及粘性。15 年 12 月, 公司携手北青社区共同打造“凯撒到家”社区旅游服务生态圈, 旅游顾问将深入社区、到户服务。“凯撒到家”将有助公司掌控社区这一重要的客源入口, 建立网络化、立体化的旅游生态与消费圈。同时, 凯撒对上游资源的掌控也逐渐提速, 公司拟与首都航空、海航国际酒店管理共同设立首航假期, 打造一站式“航空+酒店”预订服务平台, 进一步整合海航旗下优质资源。我们看好凯撒嫁接资本市场后全产业链布局的加速深化, 其市场地位以及综合竞争力也将得到提升, 凯撒有望加速成长、抓住中国出境行业高成长带来的企业成长机遇。



- ❖ 风险提示。旅行社行业竞争加剧；人民币持续贬值；国际政治环境变化等。
- ❖ 盈利预测及估值。凯撒嫁接资本市场后，全产业链布局明显提速、深化，市场地位以及综合竞争力得以提升。暂不考虑并购业务增厚，维持公司 2016-2017 年全面摊薄 EPS 为 0.31/0.37 元，新增 2018 年 EPS 预测为 0.43 元。目前股价对应 16 年 PE 为 88X，考虑增发后市值 220 亿元。单纯从 PE 角度虽估值较高，但中国出境行业高成长背景，以及凯撒在出境产业链上的垂直整合战略，仍会对公司估值形成有力支撑。目前公司正停牌进行首都航空的收购，建议关注后续布局，积极参与。维持“买入”评级。

## 桂林旅游（000978）重大事项点评：海航入股取得进展，资源整合空间可期——增持（维持）

——姜娅，王玥，联系人：杨亦然

- ❖ 事项：海航旅游集团、桂林旅游发展总公司、临桂城投、桂林经投签订《桂林航空旅游集团有限公司成立出资协议》之《补充协议二》，股权变动完成后，桂林航空旅游集团（海航旅游持股 65%）将持有上市公司 16% 股权，成为公司第二大股东。对此我们点评如下：
- ❖ 评论：公告内容：海航旅游集团、桂林旅游发展总公司、临桂城投、桂林经投于 2016 年 3 月 4 日签订《桂林航空旅游集团有限公司成立出资协议》之《补充协议二》，将原出资协议修改为“桂林旅游发展总公司以其持有的桂林旅游 16%（原为 18%）的股份出资”，临桂城投、桂林经投仍分别出资 2.335 亿元现金。海航旅游将持有桂林航空旅游集团 65% 股权，其余三家股东共持股 35%，股权变动完成后，海航控股的桂林航空旅游集团将持有上市公司 16% 股权，成为公司第二大股东；桂林旅游发展总公司及其控股子公司桂林五洲旅游合计持有上市公司 17.86% 的股份，市国资委仍为上市公司实际控制人。
- ❖ 引入海航，政府先行。为加快整合桂林老旧旅游资源，推动桂林旅游产业提升晋档、转型升级，促进桂林国际旅游胜地建设，桂林市政府引入海航集团作为战略投资者，并于 2014 年 6 月 18 日与海航集团正式签署《战略合作框架协议》，拟共同出资成立“桂林航空旅游集团有限公司”，以此为平台加强在航空、旅游、金融和电子商务等方面全方位的合作，打造“航空+旅游”、“旅游+金融”、“智慧旅游”三大经济发展引擎。
- ❖ 海航入股，整合待启。虽然海航与市政府的合作框架协议早已签订，但自 2015 年 6 月桂林航旅注册成立以来，海航入股上市公司一事一直未有明确定论。此次公告各股东签订补充协议，意味着海航入股取得实质性进展，也标志着公司混合所有制改革终于迈出重要步伐。海航成为重要股东后，将有助于公司市场化机制提升，后续资本运作方面具有想象空间，预计对其业务发展将具有正面带动作用。目前，桂林市政府已将当地唯一上市公司——桂林旅游——定位为当地旅游资源的整合平台，为公司长期发展预留了广阔空间，战略定位清晰。桂林拥有国家 5A 级景区 3 处、4A 级景区 14 处、3A 级景区 12 处（上市公司经营涉及景区资源已有 7 处）。海航旅游产业链丰富资源、灵活运营管理机制与政府支持下上市公司强大的资源获取及整合能力有望碰撞出火花，双方合作共赢值得期待。除去已经单独上市的凯撒同盛和即将被凯撒收购的首都航空以外，海航集团旗下还有旅游金融、旅行社、酒店等旅游相关资产，结合海航与桂林市政府的合作方向，航空、旅游金融等领域有望成为未来双方合作、整合的重心。
- ❖ 风险因素：灾害天气等因素影响、业务整合程度和进度低于预期等。
- ❖ 盈利预测及估值。基本面方面，公司预告 2015 年净利润约为 2900 万元，对应 EPS0.08 元，由于收入增速不达预期等原因，公司业绩表现低于预期（0.17 元）。我们相应略调低公司 16-17 年 EPS 预测至 0.13/0.20 元（原预测 0.18/0.21 元）。由于桂林国际旅游胜地建设、贵广高铁通车等外部环境改善将有效推动对桂林旅游市场的改善与提升，并且 2016 年银子岩提价（预计带来净利向上弹性 24%~28%）、2017 年《漓江千古情》开业有望助推公司业绩成长，我们预计 16-17 年公司净利润将实现较快增长。海航入股确定，资源整合序幕将启，建议关注后续进程及对公司经营带来的影响，维持“增持”评级。

市场动态

✧ 香港市场

港股周五高开走高，收盘恒指报 20,176 点，上涨 1.2%；国企指数报 8,557 点，上升 2.0%。大市成交 794 亿港元。中资板块全面上涨，其中医药板块跑输大市，仅上涨 0.6%；汽车板块涨幅较大，上升 4.4%，报道称 2 月国内重型车市场在 18 个月之后首次实现了正增长，刺激中国重汽 (03808.HK) 和潍柴动力 (02338.HK) 分别上升 11.6% 和 11.2%。

✧ A 股市场

周五 A 股市场小幅上涨。上证指数收报 2,874.15 点，涨幅 0.50%；深证成指收报 9,536.71 点，跌幅 2.31%。沪深两市全日共成交 5,830.77 亿元，较前一交易日缩小 3.28%。中小板指报 6,261.24 点，跌幅 2.24%，创业板指报 1,907.04 点，跌幅 4.98%。盘面上，29 个中信一级行业指数跌多涨少，跌幅居前的板块为计算机、传媒、餐饮旅游和轻工制造等。

✧ 海外市场

周五纽约原油期货上涨。NYMEX 原油期货收盘报 35.92 美元，上涨 1.35 美元，涨幅 3.91%。伦敦 ICE 欧洲期货交易所北海布伦特原油期货报 38.72 美元，上涨 1.65 美元，涨幅 4.45%。

美国股市上涨，道琼斯工业指数上涨 62.87 点，收盘报 17006.77 点，涨幅 0.37%；标准普尔 500 指数上涨 6.59 点，报 1999.99 点，涨幅 0.33%；纳斯达克指数上涨 9.60 点，报 4717.02 点，涨幅 0.20%。亚太主要股指涨多跌少，欧洲主要股指涨多跌少。

新股信息

新股询价

| 公司名称 | 代码 | 行业/主营业务 | 拟发行量<br>(万股) | 拟募金额<br>(亿元) | 询价<br>截止日期 |
|------|----|---------|--------------|--------------|------------|
|------|----|---------|--------------|--------------|------------|

新股发行

| 公司名称  | 代码        | 发行数量 (万股) | 发行价 (元) | 网上发行日 | 网下发行日 | 上市日  |
|-------|-----------|-----------|---------|-------|-------|------|
| 新 易 盛 | 300502.SZ | 1940.00   | 21.47   | 2月23日 | 2月23日 | 3月3日 |
| 千禾味业  | 603027.SH | 4,000.00  | 9.19    | 2月24日 | 2月24日 | 3月7日 |
| 瑞 尔 特 | 002790.SZ | 4,000.00  | 16.58   | 2月25日 | 2月25日 |      |
| 司 太 立 | 603520.SH | 3,000.00  | 12.15   | 2月26日 | 2月26日 |      |
| 昊志机电  | 300503.SZ | 2,500.00  | 7.72    | 2月29日 | 2月29日 |      |
| 金 徽 酒 | 603919.SH | 7,000.00  | 10.94   | 3月1日  | 3月1日  |      |
| 建艺集团  | 002789.SZ | 2,030.00  | 22.53   | 3月2日  | 3月2日  |      |
| 华钰矿业  | 601020.SH | 5200.00   | 7.18    | 3月3日  | 3月3日  |      |
| 川 金 诺 | 300505.SZ | 2335.00   | 10.25   | 3月4日  | 3月4日  |      |
| 白云电器  | 603861.SH | 4,910.00  |         | 3月9日  | 3月9日  |      |

资料来源：新股信息均来自 Wind

中信行业指数涨跌幅前五位

| 行业板块  | 1 日   | 5 日 | 本年  |
|-------|-------|-----|-----|
| 银行    | 4.69  | 9.0 | -7  |
| 非银行金融 | 1.53  | 7.1 | -21 |
| 食品饮料  | 1.21  | 5.3 | -15 |
| 石油石化  | 0.23  | 4.8 | -17 |
| 煤炭    | -0.29 | 6.0 | -5  |

中信行业指数涨跌幅末五位

| 行业板块 | 1 日   | 5 日  | 本年  |
|------|-------|------|-----|
| 计算机  | -6.68 | -8.2 | -41 |
| 传媒   | -4.58 | -4.8 | -36 |
| 餐饮旅游 | -4.34 | -3.9 | -29 |
| 轻工制造 | -4.15 | -3.3 | -30 |
| 纺织服装 | -3.92 | -0.9 | -28 |

A 股市场概览

| 类别     | 总市值<br>亿元 | 流通<br>市值<br>亿元 | 市盈率<br>PE | 市净率<br>PB |
|--------|-----------|----------------|-----------|-----------|
| 沪深 A   | 465784    | 333641         | 18        | 2.1       |
| 中标 300 | 251235    | 185977         | 11        | 1.5       |

中信行业指数概览

|       |       |       |    |     |
|-------|-------|-------|----|-----|
| 石油石化  | 23900 | 19932 | 14 | 1.1 |
| 煤炭    | 8169  | 6317  | 18 | 1   |
| 有色金属  | 12305 | 9644  | 67 | 2.8 |
| 电力公用  | 19030 | 13408 | 20 | 2   |
| 钢铁    | 7483  | 5934  | 47 | 1.3 |
| 基础化工  | 18125 | 12052 | 50 | 3.9 |
| 建筑    | 15029 | 11358 | 17 | 1.7 |
| 建材    | 6606  | 4957  | 28 | 2.4 |
| 轻工制造  | 5098  | 3617  | 62 | 4.1 |
| 机械    | 21684 | 15313 | 59 | 3.5 |
| 电力设备  | 12458 | 9211  | 45 | 3.6 |
| 国防军工  | 8394  | 6963  | 93 | 4.4 |
| 汽车    | 17683 | 12954 | 21 | 2.5 |
| 商贸零售  | 8438  | 7141  | 34 | 2.8 |
| 餐饮旅游  | 2979  | 2215  | 62 | 4.7 |
| 家电    | 7612  | 5743  | 18 | 2.8 |
| 纺织服装  | 6078  | 4395  | 38 | 3.7 |
| 医药    | 26894 | 19568 | 48 | 5.2 |
| 食品饮料  | 12953 | 10196 | 26 | 4   |
| 农林牧渔  | 7413  | 5605  | 67 | 4.3 |
| 银行    | 72097 | 48576 | 6  | 1   |
| 非银行金融 | 34852 | 22901 | 20 | 2.3 |
| 房地产   | 23809 | 18935 | 27 | 2.8 |
| 交通运输  | 16703 | 13419 | 22 | 1.9 |
| 电子元器件 | 17527 | 12338 | 55 | 4.2 |
| 通信    | 9735  | 7252  | 57 | 2.5 |
| 计算机   | 16381 | 10553 | 85 | 8   |
| 传媒    | 14051 | 8620  | 69 | 7.1 |
| 综合    | 3308  | 2680  | 47 | 2.8 |

注：PE、PB 的计算采用 14 年报数据。市  
值为最近一个交易日的数据。

资料来源：中信数量化投资分析系统



## 近期研报

2016 年 3 月 4 日

- ❖ **宏观**：宏观经济专题—基建投资到哪些领域？
- ❖ **新三板**：新三板教育行业 2016 年 2 月跟踪报告—教育资产证券化元年开启，教育信息化行业方兴未艾
- ❖ **新三板**：新三板精准医疗专题报告之治疗篇—其耗或少、其效实佳，洁静精微、春满杏林
- ❖ **电力设备**：电力设备及新能源行业重大事项点评—配额制呼之欲出，新能源开启全面增长时代
- ❖ **科华恒盛（002335）** 重大事项点评—再添一线 IDC 储备，高增长逐季验证
- ❖ **华斯股份（002494）** 调研纪要—微卖渐入佳境，社交电商布局持续推进

2016 年 3 月 3 日

- ❖ **宏观**：2016 年 2 月经济金融数据前瞻
- ❖ **策略**：A 股市场策略快报 20160303—宽松预期抬升，坚持抓大放小
- ❖ **债券**：通胀专题系列报告之一—哪怕猪再飞，通胀难上天
- ❖ **化工**：化工行业重大事项点评—子行业进入景气上升周期，建议关注乙烯、印染、涤纶、粘胶及氯碱
- ❖ **化工**：天然橡胶行业重大事项点评—三大产胶国限制天然橡胶出口，政策刺激+供应淡季双重利好
- ❖ **家电**：家电板块 20160302 大涨点评—地产销量对家电影响有多大？行情短期由博弈驱动，反弹仍可持续
- ❖ **新三板**：新三板精准医疗专题报告之诊断篇—精准诊断见微知以知萌、见端以知末，知病之不足也
- ❖ **新三板**：新三板数字营销行业 2016 年 2 月跟踪报告—移动广告平台出海大趋势，新三板现集群效应
- ❖ **食品饮料**：食品饮料（酒类）行业跟踪报告—老酒圈并购新事：华润尽收雪花，古井西破荆州
- ❖ **华强文化（834793）** 新三板公司投资价值分析报告—研发运营内容三位一体，文化科技航母扬帆起航
- ❖ **正邦科技（002157）** 重大事项点评—产能再上台阶，转型加速落地
- ❖ **天源迪科（300047）** 重大事项点评—定增获批，增强跨行业大数据动力
- ❖ **宇通客车（600066）** 2016 年 2 月销量点评—销量季节性回落，静待地方补贴落地
- ❖ **胜利精密（002426）** 2016 年一季度业绩预告点评：3C 自动化业务助业绩爆发
- ❖ **宋城演艺（300144）** 2016 年一季度业绩预告点评—线上线下齐发力，业绩惊艳超预期
- ❖ **通策医疗（600763）** 2015 年年报点评—主业增长稳健，战略布局医生集团

2016 年 3 月 2 日

- ❖ **债券**：穆迪下调中国政府债券评级展望点评—评级展望遇寒流，雷声大、雨点小
- ❖ **银行**：银行业热点聚焦第 47 期—2016 年理财业务动向
- ❖ **非银**：非银行金融（证券）行业重大事项点评—三重压力下，预计行业净利同比下滑 70%
- ❖ **环保**：环保行业 2016 年 2 月跟踪报告—业绩略低不改行业景气，海绵城市模式创新可期
- ❖ **电子**：VR 行业重大事项点评—寻找真正有可能进入 VR 供应链的公司
- ❖ **食品饮料**：热点聚焦之互联网休闲食品系列报告（二）—打造高端零食生态圈，好想你剑指百亿市值
- ❖ **深高速（600548）** 深度跟踪报告—价值低估，手握现金强主业促转型
- ❖ **新希望（000876）** 跟踪报告—加码生猪养殖，坚定转型食品
- ❖ **捷成股份（300182）** 重大事项点评—联手中喜合力，丰富电视平台产业链
- ❖ **网宿科技（300017）** 重大事项点评—推出股权激励，绑定战略骨干
- ❖ **艾迪西（002468）** 2015 年年报点评—借壳有望上半年完成，资本助力竞争占优
- ❖ **国民技术（300077）** 2015 年年报点评—年报符合预期，业务有序增长
- ❖ **张家界（000430）** 2015 年年报点评—业绩如期高增长，内生外延谋发展

2016 年 3 月 1 日

- ❖ **宏观**：2016 年 2 月 PMI 点评—PMI 季节性探底，未来企稳可期
- ❖ **宏观**：关于“滞胀担忧”的点评—松货币会不会导致滞胀？
- ❖ **债券**：2016 年 2 月 PMI 点评—PMI “放假”去了，细看并不太差
- ❖ **债券**：上海云峰集团债务违约和上海绿地集团澄清公告点评—都是股权委托管理惹的祸
- ❖ **银行**：银行业关于央行降低存款准备金率点评—帮助银行更好服务实体经济
- ❖ **地产**：房地产行业重大事项点评—政策快节奏，去化进行时
- ❖ **深高速（600548）** 深度跟踪报告—价值低估，手握现金强主业促转型
- ❖ **安控科技（300370）** 调研快报—RTU 领先企业，布局智慧产业迈上快车道
- ❖ **亿纬锂能（300014）** 2015 年报点评—业绩高增长，切入动力电池有望打开长期成长空间

注：标注日期为相关报告发布日期

## 中信覆盖公司盈利预测概览

| 行业    | 14 年 PE | 15 年 PE | 16 年 PE |
|-------|---------|---------|---------|
| 石油石化  | 14.3    | 25.5    | 15.4    |
| 煤炭    | 17.5    | 26.8    | 23.9    |
| 有色金属  | 66.7    | 18.1    | 38      |
| 电力公用  | 19.8    | 13.6    | 12.2    |
| 钢铁    | 46      | 21      | 16.8    |
| 基础化工  | 51.2    | 18.3    | 16.7    |
| 建筑    | 16.8    | 12.4    | 9.3     |
| 建材    | 27.1    | 19.5    | 15.8    |
| 轻工制造  | 58.6    | 28.5    | 23.3    |
| 机械    | 59.7    | 30.1    | 29.7    |
| 电力设备  | 44.8    | 28.9    | 21.1    |
| 国防军工  | 91      | 63.6    | 51      |
| 汽车    | 20.5    | 13.4    | 11.2    |
| 商贸零售  | 33.5    | 29.8    | 29.2    |
| 餐饮旅游  | 64.4    | 44.8    | 32.9    |
| 家电    | 17.4    | 14.2    | 11.7    |
| 纺织服装  | 35.7    | 19.8    | 17.2    |
| 医药    | 47.3    | 25.7    | 18.3    |
| 食品饮料  | 26.5    | 18      | 15.8    |
| 农林牧渔  | 71.2    | 30.5    | 20      |
| 银行    | 6       | 5.9     | 5.9     |
| 非银行金融 | 22.1    | 14.2    | 14.8    |
| 房地产   | 26.4    | 14.9    | 12.8    |
| 交通运输  | 22.1    | 18.1    | 16.4    |
| 电子元器件 | 54.4    | 28.4    | 20.1    |
| 通信    | 56.1    | 29.8    | 24.7    |
| 计算机   | 86.1    | 49.8    | 38.5    |
| 传媒    | 67.1    | 38.7    | 30.3    |
| 综合    | 48.4    | 30.4    | 26.7    |

注：1. 14PE 的计算采用 14 年报数据。

2. 15、16 年 PE 的计算采用中信证券研究部分析师提供的盈利预测数据。

3. 市值为最近一个交易日的数据。未考虑未来增发配股等变动。

## 香港市场概览

| 类别        | 总市值<br>亿港元 | 成交<br>金额<br>亿港元 | 市盈率<br>PE | 市净率<br>PB |
|-----------|------------|-----------------|-----------|-----------|
| 恒生指数      | 125,784    | 253.3           | 9         | 1.1       |
| H 股指数     | 36,987     | 156.0           | 6         | 0.9       |
| <b>行业</b> |            |                 |           |           |
| 汽车        | 3,135      | 23.8            | 11        | 1.4       |
| 电讯        | 20,455     | 15.1            | 14        | 1.1       |
| 公用事业      | 5,465      | 17.9            | 15        | 1.4       |
| 交通及运输     | 3,386      | 9.2             | 12        | 1.0       |
| 能源        | 7,486      | 28.4            | 9         | 0.7       |
| 投资品       | 10,180     | 19.3            | 10        | 1.2       |
| 原材料       | 4,926      | 24.2            | 16        | 1.0       |
| 耐用品及科技    | 19,626     | 47.7            | 18        | 1.6       |
| 消费服务      | 1,957      | 5.0             | 19        | 1.5       |
| 金融        | 33,204     | 113.9           | 8         | 1.0       |
| 消费品       | 10,582     | 22.9            | 17        | 1.6       |
| 房地产       | 12,225     | 25.0            | 10        | 0.9       |
| 医药        | 2,739      | 16.3            | 18        | 2.3       |

注：PE、PB 的计算采用 14 年报数据。

## 中信证券研究部

|                                      |                                      |                                      |                                      |
|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| <b>彭文生</b><br>执业证书编号: S1010515010002 | <b>吴非</b><br>执业证书编号: S1010510120066  | <b>李鑫</b><br>执业证书编号: S1010510120016  | <b>诸建芳</b><br>执业证书编号: S1010510120003 |
| <b>陈聪</b><br>执业证书编号: S1010510120047  | <b>朱琰</b><br>执业证书编号: S1010510120023  | <b>秦培景</b><br>执业证书编号: S1010512050004 | <b>刘斌</b><br>执业证书编号: S1010512090004  |
| <b>陈俊斌</b><br>执业证书编号: S1010512070001 | <b>肖斐斐</b><br>执业证书编号: S1010510120057 | <b>黄莉莉</b><br>执业证书编号: S1010510120048 | <b>向启</b><br>执业证书编号: S1010512090006  |
| <b>王少勃</b><br>执业证书编号: S1010513080005 | <b>刘方</b><br>执业证书编号: S1010513080004  | <b>刘洋</b><br>执业证书编号: S1010512080007  | <b>祖国鹏</b><br>执业证书编号: S1010512080004 |
| <b>姜姪</b><br>执业证书编号: S1010510120056  | <b>施亮</b><br>执业证书编号: S1010510120044  | <b>崔霖</b><br>执业证书编号: S1010513080002  | <b>张群</b><br>执业证书编号: S1010511090003  |
| <b>赵文荣</b><br>执业证书编号: S1010512070002 | <b>高嵩</b><br>执业证书编号: S1010512020002  | <b>邵子欽</b><br>执业证书编号: S1010513110004 | <b>张樾樾</b><br>执业证书编号: S1010512080002 |
| <b>厉海强</b><br>执业证书编号: S1010512010001 | <b>陈剑</b><br>执业证书编号: S1010512120001  | <b>阳嘉嘉</b><br>执业证书编号: S1010514050003 | <b>许英博</b><br>执业证书编号: S1010510120041 |
| <b>王喆</b><br>执业证书编号: S1010513110001  | <b>鞠兴海</b><br>执业证书编号: S1010510120059 | <b>郭毅</b><br>执业证书编号: S1010514070005  | <b>刘海博</b><br>执业证书编号: S1010512080011 |
| <b>陈乐天</b><br>执业证书编号: S1010514030002 | <b>黄巍</b><br>执业证书编号: S1010510120026  | <b>高登</b><br>执业证书编号: S1010514070004  | <b>周羽</b><br>执业证书编号: S1010513070005  |
| <b>胡玉峰</b><br>执业证书编号: S1010514050002 | <b>胡雅丽</b><br>执业证书编号: S1010510120019 | <b>王玥</b><br>执业证书编号: S1010514080002  | <b>岳子义</b><br>执业证书编号: S1010512090001 |
| <b>杜市伟</b><br>执业证书编号: S1010515070001 | <b>王海旭</b><br>执业证书编号: S1010510120063 | <b>王兆宇</b><br>执业证书编号: S1010514080008 | <b>刘正</b><br>执业证书编号: S1010511080004  |
| <b>薛缘</b><br>执业证书编号: S1010514080007  | <b>刘肖雯</b><br>执业证书编号: S1010513050001 | <b>李祖苑</b><br>执业证书编号: S1010514070002 | <b>金星</b><br>执业证书编号: S1010512100002  |
| <b>刘建义</b><br>执业证书编号: S1010515070003 | <b>田良</b><br>执业证书编号: S1010513110005  | <b>刘芷冰</b><br>执业证书编号: S1010514070001 | <b>彭甘霖</b><br>执业证书编号: S1010512040002 |
| <b>叶倩瑜</b><br>执业证书编号: S1010515040001 | <b>盛夏</b><br>执业证书编号: S1010514060004  | <b>徐晓芳</b><br>执业证书编号: S1010515010003 | <b>曹琴</b><br>执业证书编号: S1010513060002  |
| <b>殷睿</b><br>执业证书编号: S1010515080003  | <b>郦鹏</b><br>执业证书编号: S1010514080001  | <b>吴尚阳</b><br>执业证书编号: S1010515060002 | <b>童成墩</b><br>执业证书编号: S1010513110006 |
| <b>杨帆</b><br>执业证书编号: S1010515100001  | <b>陈梦瑶</b><br>执业证书编号: S1010514080005 | <b>曹阳</b><br>执业证书编号: S1010515110001  | <b>张文朗</b><br>执业证书编号: S1010515050002 |
| <b>姜鹏</b><br>执业证书编号: S1010515090001  | <b>卢博森</b><br>执业证书编号: S1010515070005 | <b>敖肿</b><br>执业证书编号: S1010515020001  | <b>田加强</b><br>执业证书编号: S1010515070002 |
| <b>黄文静</b><br>执业证书编号: S1010515060001 | <b>韩益平</b><br>执业证书编号: S1010516010002 | <b>杨灵修</b><br>执业证书编号: S1010515110003 | <b>朱必远</b><br>执业证书编号: S1010515070004 |

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准 | 评级   | 说明                             |
|-----------|------|--------------------------------|
| 股票评级      | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；       |
|           | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间   |
|           | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间   |
|           | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；       |
| 行业评级      | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；       |
|           | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间； |
|           | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上        |

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**（i）根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。（ii）本期报告涉及新三板挂牌企业华强文化（834793），按照公司公告的信息，其股票转让方式为做市转让，中信证券股份有限公司系其做市商。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。