



重点推荐: 1 汽车王炎学推荐骆驼股份, 公司作为铅酸电池龙头, 受益废旧电池回收补贴和产能收缩; 同时布局起停电池与动力电池, 2015 年开始放量增长, 目标价 30 元。一般推荐: 1 食品饮料柯海东/闫伟推荐汤臣倍健, 公司发力单品及线上, 同时积极布局移动医疗等大健康业务, 目标价 50.8 元。2 煤炭吴杰/史江辉推荐兖州煤业, 公司继续参股金融创造有利自我的协同效用, 同时山东国企改革有可能加速, 上调目标价至 18 元。3 地产申思聪/侯丽科推荐港股彩生活, 城市空间将进入第三阶段—社区场景时代, 公司作为全国最大的社区服务运营商, 平台发展空间巨大。

伍永刚 (分析师)

电话: 021-38676525

邮箱: wuyonggang@gtjas.com

资格证书: S0880511010004

今日重点推荐

公司首次覆盖: 骆驼股份 (601311)《被忽视的汽车后市场 O2O 龙头》2015-03-31

王炎学 (分析师) 010-59312757、孙柏蔚 (研究助理) 021-38674924

本次评级: 增持

目标价: 30.00 元

现价: 19.03 元

总市值: 16208 百万

首次覆盖, 给予“增持”评级。公司依托线下庞大的销售服务资源, 以 O2O 方式切入蓄电池上门更换服务, 2015 年进入放量增长阶段, 同时向其他上门保养服务延伸的空间巨大, 是被市场忽视的汽车后市场 O2O 龙头。公司遍布全国的 6 万多家销售服务网点是实现 O2O 闭环的天然优势。预测公司 2014-15 年每股收益分别为 0.79 元、1.02 元, 给予目标价 30 元, 对应 2015 年 30 倍 PE。

环保标准趋严, 铅酸蓄电池行业产能收缩明显, 公司是铅酸电池龙头, 受益废旧电池回收补贴和产能收缩。需求端稳定增长 (汽车保有量 13% 以上增速), 同时公司市场份额不断提升 (2011 年 12%, 2014 年占 16%)。

未来增长点: 公司布局起停电池 (EFB 电池和 AGM 电池, 单价比传统电池翻倍) 与动力电池, 2015 年开始放量增长。我们测算, 为满足 2020 年平均油耗 5.0L 的标准, 起停系统成为传统车标配, 公司的 EFB 电池 2015 年起开始批量给奥迪 A3 车型供货, AGM 电池开始进入东风汽车配套体系。

催化剂: 后市场 O2O 放量增长; 锂动力电池外延发展加速

风险提示: 环保事件发生; 铅价大幅波动带来的成本变化影响到利润增长。

今日一般推荐

公司首次覆盖：汤臣倍健（300146）《保健品龙头向互联网大健康龙头跨越》2015-03-31

柯海东（分析师）0755-23976221、闫伟（研究助理）021-38674873

本次评级：增持

目标价：50.80 元

现价：41.00 元

总市值：29848 百万

首次覆盖建议“增持”。预计 2015-17 年营业收入增长 20%、21%、20%，预计 2015-17 年净利润增长 21%、21%、20%，预计 2015-17 年 EPS0.84、1.01、1.22 元。参考食品饮料及移动医疗行业可比公司，给予公司 2015 年平均 PE61 倍，目标价 50.8 元，首次覆盖建议增持。

调整组织架构并充分激励，将再次激发团队创业热情。2015 年子公司佰嘉（单品业务）、佰悦（线上）将与主品牌平级，两公司管理层分别持股 25%、30%。两公司主要管理层年富力强，通过架构调整并充分激励，使团队规模缩小、管理简化，有望再次激发团队创业热情。

发力单品及线上，有助保健品业务快速发展。汤臣倍健主品牌通过终端精细化，未来有望实现稳健增长；佰嘉第一个单品健力多通过聚焦骨骼健康、采用单独团队及渠道运作取得高速增长，近期推出的贵细药材保健品牌无限有望复制其成功；公司在线上布局子品牌十二篮（体重管理）、每日每加（全品类）和健乐多（运动营养），解决原有渠道冲突。未来 3 年佰嘉和佰悦有望实现 100%以上收入 CAGR。

积极布局移动医疗等大健康业务，具期权价值。公司将积极参股布局大健康业务，若项目运作成功可考虑增加持股比例至控股。公司新参股的移动医疗公司由原阿里健康 COO 张守川主持，部分股东之前为医生，团队资源丰富，预计 4 月将推出移动医疗平台，值得期待。

催化剂：公司有望推进海外保健品龙头收购，打造品牌联合国。

核心风险：保健品行业竞争加剧风险；移动医疗运作低于预期的风险。

公司更新：兖州煤业（600188）《独树一帜参股金融，看好协同效应》2015-03-30

吴杰（分析师）021-38674941、史江辉（分析师）0755-23976523

本次评级：增持

目标价：18.00 元

现价：15.35 元

总市值：75497 百万

维持公司增持评级。兖州煤业 2014 年实现营业收入 639 亿，归母净利润 23 亿，同比分别上升 9%和 80%，实现 EPS0.46 元，低于我们之前预期，主要因为公司四季度成本较前三季度增加较多。全年看，公司降本增效仍优于多数同类公司，且在新的年度计划中提到会继续节约成本，因此，我们上调公司 2015-2017 年 EPS19%、29%、0%至 0.50、0.53、0.62 元。虽然目前煤炭行业平均 PB 仅 1.5 倍，但公司盈利大幅好于其他多数煤炭公司，



且在 2014 年全行业盈利大幅下滑的同时,盈利还能取得大幅正增长,我们给予公司 2015 年 2.2 倍 PB,上调目标价至 18 元,维持增持评级。

2015 年公司最新看点: 1、继续参股金融,继续利用金融行业创造有利自我的协同效用。计划收购兖矿集团 100%持股的上海中期期货公司 33%的股权,除此外,兖煤股份在 2014 年年底前还收购了齐鲁银行 2.46 亿股的股份。2、山东国企改革有可能加速,由于山东国资委主任可能变化,前期山东国企改革进程一直较慢,2014 年年底人选新定,山东的国企改革速度有可能加快。

公司 2014 年盈利好转主要来自成本下降和资产减值损失减少。2014 年公司主动减产,商品煤产量同比略减至 6689 万吨,综合煤价下跌 9%至 476 元/吨,收入下降约 40 亿;吨煤成本下降 5%,成本下降 32 亿;财务成本和澳洲公司资产减值损失减少导致费用再减少 20 亿。我们认为后两项成本下降超出多数投资者预期。

风险提示: 国企改革进度低于我们预期,公司降本增效结果并不显著。

公司研究 (海外):《城市空间发展核心载体,生态圈构筑在即》

2015-03-31

申思聪 (分析师) 0755-23976926、李品科 (分析师) 010-59312815

城市空间发展三阶段论,社区成为核心载体。我们于业内首次提出城市空间发展三阶段论,城市空间发展依次经历了住宅产业大爆发和核心商圈物业价值快速提升的两个阶段。我们认为社区凭借着集群效应(入口)、居住属性(黏度)和多样化需求(平台),随着消费升级的持续和互联网所带来物理区位上的重构,城市空间发展将进入第三阶段——社区场景时代。社区未来承载的功能将逐步丰富,继而形成一个万亿级产值的市场。

全国最大的社区服务运营商。公司共进驻了 109 个城市,与 796 个住宅小区签订了管理合约,为 469 个住宅小区提供了顾问服务。签订管理合约和提供顾问服务的小区建筑面积分别达 1.37 亿和 6,810 万平米。同时公司已为约 410 个住宅小区完成自动化及其他设备升级。公司目前物业托管面积的规模是万科物业(1 亿平米)的二倍。

公司核心优势显著,生态圈构筑在即。我们认为彩生活是城市空间发展的核心载体。相比其他互联网平台公司,其优势主要在于入口掌握权、高用户黏度、高转化率和技术红利。目前公司正在打造基于场景服务的生态圈战略模式,正与多家互联网龙头和供应商洽谈合作,同时也通过大股东花样年的平台开展 P2P 金融业务,后续养生养老和文化旅游等业务将相继上线,平台发展空间巨大。

外延式和内生式增长并行。公司近年的高速发展主要凭借着外延式扩展收购完成。我们认为彩生活凭借着优异的成本控制能力、品牌效应和上市后的资金优势依旧能够在行业内领跑,完成既定收购目标是大概率事件。与此同时,公司通过提升 APP 普及率、大数据分析 and 引入生态圈多场景服务应用来深度挖掘社区住户的多样化需求,以丰富公司的收入结构,提升平台货币化率和单用户的贡献值。



给予增持评级，较现价空间 110%。我们预计公司 2015-2017 年每股收益分别为人民币 0.27、0.39、0.54 元。基于 DCF 模型（折现率 10.4%），给予公司目标价 17 港元，对应 2015 年 50xPE，12.2xPB，首次给予公司“增持”评级。

执行力风险；服务质量风险。

报告精粹

公司首次覆盖：中国重汽（000951）《受益房地产新政与一带一路》

2015-03-31

王炎学（分析师）010-59312757、崔书田（分析师）021-38674703

本次评级：增持

目标价：28.50 元

现价：20.89 元

总市值：8762 百万

首次覆盖，给予“增持”评级。预测 2015-17 年 EPS 分别 1.25、1.49、1.75 元，同比增长 22%、19%、17%。公司受益房地产新政、一带一路建设带来的重卡需求增加，与 MAN 合作新产品推动市场份额提升。首次覆盖“增持”评级，参考重卡行业可比公司估值，给予 2015 年 23 倍 PE，对应目标价 28.5 元。

我国重卡销量增速与固定资产投资增速呈现正相关性，楼市松绑政策出台对国内重卡需求形成边际增量利好，中国重汽明确受益。央行等出台房地产新政，二套房首付由 6 成降至 4 成，营业税免征时间由 5 年降至 2 年。中国重汽拥有完善卡车产品系列，工程自卸车、水泥搅拌车销量均位居行业首位。

一带一路优先实现基础设施互联互通，基建拉动重卡新增出口需求。目前中国重汽卡车出口销量占公司比例约 20%，未来有望借一带一路东风加强卡车出口业务。

与德国曼强强联合，新产品表现良好助推公司销量增速领先行业。公司整体向曼技术产品平台提升转变，应用曼技术的 T 系列产品在动力性、舒适性及可靠性方面获得市场认可，自 2013 年至今累计销量超 1 万台，推动公司市场份额不断提升。2014 年公司整车销量同比增长 8%，同期行业销量同比下降 4%。

风险提示：重卡销量大幅下滑，一带一路出口需求不达预期。

公司更新：东华测试（300354）《加速布局进军工，厚积薄发看今年》 2015-03-31

原丁（分析师）010-59312728、张润毅（分析师）021-38676550

本次评级：增持

目标价：76.00 元

现价：62.22 元

总市值：5381 百万

业绩符合预期，维持增持。公司 2014 年收入 9123 万元，同比增长 5.02%，归母净利润 742 万元，下滑 56%，EPS 为 0.09 元，拟 10 转 6 派 0.25 元，符合市场预期。我们预计 2015 年是公司转型之年、高成长的起点，业务布局速度之快、爆发潜力之大，均将超出市场预期。不考虑外延扩张，维持 2015-16 年 EPS 预测为 0.55 元、1.17 元，维持目标

价 76 元，增持。

用数据传递正能量：①公司 2014 年业绩下滑主要是装备制造业、冶金等行业需求放缓、竞争加剧所致，毛利率下滑 4.4 个百分点至 58.8%，但来自这些传统行业的收入均首次恢复正增长。②公司正在加速进军军工市场：2010-2014 年来自国防与航空航天收入复合增速达 13%，收入占比从 28%增至 36%。③2014 年研发投入占收入的比例从 2010 年 8.4%递增至 17.7%，技术领先优势继续巩固。④受行业固有季节性和今年春节较晚影响，公司预告 2015Q1 亏损 233-282 万元，但公司订单增长趋势向好。

厚积薄发、加速布局“自主可控+军民融合+工业 4.0”盛宴：①公司首次提出“推出高可靠性要求的国防军工科研类产品，提高装备智能水平的机载、车载、舰载等装备在线监测类产品”，其中微型记录仪、在线监测应变传感器等高性能产品已小批量试制，公司将加速进军武器装备在线健康管理系统的百亿级蓝海市场。②公司正在开发高温、高冲击、水下等特种传感器，属于目前全球最高端传感器，主要应用对象是航空发动机等高端产品，预计将充分受益于替代进口；③公司拓宽传感器种类和规格，提高性能，以满足工业互联网对传感器的巨大需求。

催化剂：公司斩获新订单；开辟新市场；军民融合相关配套政策出台。

风险提示：行业竞争继续加剧；军品订单交付慢于预期；新品研发风险。



目 录

今日重点推荐	1
> 公司首次覆盖：骆驼股份（601311）《被忽视的汽车后市场 O2O 龙头》2015-03-31	1
今日一般推荐	2
> 公司首次覆盖：汤臣倍健（300146）《保健品龙头向互联网大健康龙头跨越》2015-03-31	2
> 公司更新：兖州煤业（600188）《独树一帜参股金融，看好协同效应》2015-03-30	2
> 公司研究（海外）：《城市空间发展核心载体，生态圈构筑在即》2015-03-31	3
报告精粹	4
> 公司首次覆盖：中国重汽（000951）《受益房地产新政与一带一路》2015-03-31	4
> 公司更新：东华测试（300354）《加速布局进军工，厚积薄发看今年》2015-03-31	4
今日报告精粹	8
> 事件点评：《copy2009 年做法，短期春药改革麻药》2015-03-30	8
> 专题研究：《大宗价格反弹，亚投行打破金融霸权》2015-03-30	8
> A 股策略快评：《330 地产新政快评：普涨行情，节奏加快》2015-03-30	9
> 行业日报/周报/双周报/月报：食品饮料《市场风格再平衡下，关注龙头补涨机会》2015-03-31	10
> 行业更新：木制家具制造业《红利提振业绩预期，关注龙头多维度成长》2015-03-31	10
> 行业日报/周报/双周报/月报：家用电器业《地产政策放松，全面看好家电板块》2015-03-31	11
> 行业事件快评：医药《“健康中国云服务”将启动，风继续吹》2015-03-31	12
> 行业专题研究：批发零售业《从社区入口角度看超市价值重构（更新版）》2015-03-30	13
> 行业更新：房地产《政策再祭组合拳，勇夺龙头抢转型》2015-03-30	14
> 行业首次覆盖：工业互联网《能源互联网：打造能源/数据/资金交换的大平台》2015-03-30	15
> 行业更新：商业银行《配置转向均衡，银行首推兴业》2015-03-30	16
> 公司更新：青岛啤酒（600600）《业绩低于预期，期待下半年增速改善》2015-03-31	17
> 公司更新：中炬高新（600872）《业绩符合预期，国企改革预期加强》2015-03-31	17
> 公司更新：中航光电（002179）《新能源汽车连接器龙头加速启航》2015-03-31	18
> 公司更新：恒瑞医药（600276）《业绩保持高速增长，创新+出口值得期待》2015-03-31	19
> 公司更新：首旅酒店（600258）《外延扩张或将加速 激励机制改善可期》2015-03-31	19
> 公司更新：葛洲坝（600068）《改革构建腾飞基础，转型助力远期增长》2015-03-31	20
> 公司更新：南玻 A（000012）《浮法业务拖累，电子玻璃推动产业升级》2015-03-31	21
> 公司首次覆盖：大洋电机（002249）《切入新能源汽车的电机龙头》2015-03-31	21
> 公司首次覆盖：中国重汽（000951）《受益房地产新政与一带一路》2015-03-31	22
> 公司更新：美的集团（000333）《业绩优异，激励充足》2015-03-31	22
> 公司事件点评：胜利股份（000407）《引入战投、转型加快》2015-03-31	23
> 公司更新：红日药业（300026）《整合资源推动持续成长》2015-03-31	24
> 公司更新：苏宁云商（002024）《生态圈雏形已现，跨入平台时代》2015-03-31	25
> 公司更新：*ST 大荒（600598）《有望顺利“摘帽”，静待混改方案落地》2015-03-31	25
> 公司更新：东华测试（300354）《加速布局进军工，厚积薄发看今年》2015-03-31	26
> 公司更新：天士力（600535）《继续稳健增长，探索销售新模式》2015-03-31	26
> 公司更新：天赐材料（002709）《电解液销量大幅提高，六氟磷酸锂有望提价》2015-03-31	27
> 公司更新：万科 A（000002）《业绩稳定增长，受益政策宽松》2015-03-31	28
> 公司更新：青岛海尔（600690）《盈利能力持续提升，转型升级加速》2015-03-31	28
> 公司更新：泸州老窖（000568）《2014 年报表调整充分，期待 2015 年反转》2015-03-31	29
> 公司更新：加加食品（002650）《企业所得税税率大幅下调，利好盈利提升》2015-03-31	30



➢ 公司更新: 国电南瑞 (600406)《王者归来, 能源互联网孕育新增长极》2015-03-31	30
➢ 公司首次覆盖: 汤臣倍健 (300146)《保健品龙头向互联网大健康龙头跨越》2015-03-31	31
➢ 公司更新: 双塔食品 (002481)《高端豌豆蛋白快速增长, 全年放量确定性提升》2015-03-30	32
➢ 公司更新: 积成电子 (002339)《能源互联网与电改龙头》2015-03-30	32
➢ 公司更新: 恒逸石化 (000703)《PTA 拐点初现》2015-03-30	33
➢ 公司首次覆盖: 亚太股份 (002284)《汽车安全电子产品获得突破》2015-03-30	33
➢ 公司更新: 安琪酵母 (600298)《酵母业务效益提升, 期待净利率改善》2015-03-30	34
➢ 公司更新: 金宇集团 (600201)《口蹄疫高增长, 招采体制改革值得期待》2015-03-30	35
➢ 公司更新: 兖州煤业 (600188)《独树一帜参股金融, 看好协同效应》2015-03-30	35
➢ 公司更新: 徐工机械 (000425)《业绩低于预期 后续变革更精彩》2015-03-30	36
➢ 公司更新: 万年青 (000789)《盈利能力仍存下行压力》2015-03-30	36
➢ 伐谋-中小盘新三板双周报:《新三板挂牌审批与反馈意见将实时公开》2015-03-30	37
➢ 事件点评:《大宗减持策略暗示市场风口或将来到消费医药》2015-03-30	38
➢ 债券日报:《政策雪中送炭, 债市雪上加霜》2015-03-31	39
➢ 策略月报:《继续下跌, “债”难相爱》2015-03-30	39
➢ 行业比较数据库:《国泰君安策略行业比较数据库第 11 期》2015-03-31	40
➢ 伐谋-中小盘信息更新: 汉王科技 (002362)《三大举措改善业绩 智能识别奠定龙头——2014 年报点评》2015-03-31	42
➢ 策略:《再也找不到拥抱的理由》2015-03-31	43
➢ 事件点评:《利率市场化加快, 央行或降准对冲》2015-03-31	43
➢ 公司首次覆盖: 骆驼股份 (601311)《被忽视的汽车后市场 O2O 龙头》2015-03-31	44
➢ 公司研究 (海外):《城市空间发展核心载体, 生态圈构筑在即》2015-03-31	44
➢ 行业日报/周报/双周报/月报: 旅游业《北京星级酒店回升 有限服务型环比改善》2015-04-01	45
➢ 行业日报/周报/双周报/月报: 旅游业《数据看旅游(17):离岛免税继续快增 北京星级酒店回暖》2015-04-01	46
➢ 公司更新: 鱼跃医疗 (002223)《电商业务增长迅速, 临床器械有望放量》2015-04-01	47
➢ 中观行业追踪:《政策放松超预期, 中观行业或迎转机》2015-04-01	48
➢ 债券日报:《利率市场化加速, 债市仍承受压力》2015-04-01	48
行业与公司信息	50
➢ 金融: 存款保险制度五月一日起正式实施——(新浪财经)	50
表 1.行业配置评级建议表	50
表 2.策略团队每周市场观点	50
表 3.近期上市公司盈利预测及投资评级变动表	51
全球金融市场统计信息	54
本月国内重要经济信息披露	56
本周海外市场重要经济信息披露	56

今日报告精粹

任泽平（分析师）

010-59312805

renzeping@gtjas.com

S0880514060010

张彩婷（研究助理）

010-59312751

zhangcaiting@gtjas.com

S0880114080040

事件点评:《copy2009 年做法, 短期春药改革麻药》2015-03-30

copy2009 年做法, 核心在鼓励二套改善性需求和营业税减免。在地方救市无果以后, 中央出手, 930 第一波救市核心是首套 3 成首付, 330 第二波救市核心是二套房贷款首付由北京六成, 上海广州七成, 统一为 4 成, 首套房公积金贷款由 3 成将至 2 成, 二套房公积金贷款由 6 成将至 3 成, 营业税减免的购房年限从 5 年降到 2 年。这是落实《政府工作报告》“支持自住和改善性需求”。

预计房市会有一波小周期回升。930 救市带动地产销量短期回升, 力度更大的 330 救市预计将释放规模庞大的改善性需求。

这是短期的春药, 长期的毒药, 改革的麻药。房地产长周期拐点出现以后, 刺激房市实质是透支未来需求, 希望这是为改革手术赢得时间的麻药。

维持春节后开市提出的“预计稳增长和稳房市加码, 2 季度经济企稳, 股市小阳春”判断, 债市缩久期。预计后面还有基建加码、加大信贷投放和实施三大区域战略（一路一带京津冀长江经济带）的政策,《政府工作报告》已上调赤字率。对低估值蓝筹第二波估值修复保持乐观。

我们对公共政策继续保持高准确率预测。我们在昨天（329）发报告《2 季度稳增长和稳房市加码》，第二天兑现。我们在 3 月 1 日发报告《两会前瞻：政策稳增长，股市小阳春》，对政策和市场判断大方向基本靠谱。对 2 次降息 1 次降准的预测均在一周内兑现。

专题研究:《大宗价格反弹, 亚投行打破金融霸权》2015-03-30

任泽平（分析师）

010-59312805

renzeping@gtjas.com

S0880514060010

韦志超（分析师）

010-59312817

weizhichao@gtjas.com

S0880515030005

张庆昌（研究助理）

010-59312701

zhangqingchang@gtjas.com

S0880115020043

美元阶段性见顶。美国加息延后, 可能在 9 月首次加息, 且加息点位下调。第一, 目前美国经济已经接近潜在产出水平, 前期高速增长势头将放缓, 稳定在 2% 的增长平台。第二, 加息将抑制对利率敏感的部门, 房地产和耐用品等。第三, 美国过强已经对美国净出口造成负面影响, 且在经济全球化下, 美国经济复苏不可能脱离其他国家太远。

世界经济筑底。第一, 全球经济进入了一个潜在经济增速已经下行的新常态, 且“新常态”的预期调整已经基本到位。第二, 全球经济正在开启新一轮复苏周期: 从中心到外围。第一梯队的美国英国印度正在走向可持续复苏; 第二梯队的欧洲日本经济已经筑底, 并有弱回升迹象; 第三梯队的中国正在通过强改革与宽货币的政策组合推动增速换挡和结构调整, 预计 2015 年底-2016 年探明中长期底部, 中国链上的巴西、澳大利亚等经济体有望随之筑底。



也门扼红海咽喉，途经该地的原油及成品油运输量占全球原油总供给的 4%，且中东战事可能进一步扩大。哈迪 28 日出席阿盟峰会，呼吁国际军事力量干预也门局势。沙特国王表示军事干预将持续到也门恢复稳定为止。

大类资产轮动。全球货币政策宽松，带动货币市场牛市，短端传导到长短，债券市场牛市。分母利率下降，股票市场牛市。随着经济筑底复苏，债券牛市结束，股票市场从分母驱动转向分子驱动继续牛市，大宗商品价格探底反弹。

亚投行将开启全球金融多极化。第一，美国的盟友，英国、德国、法国、意大利等国家也相继宣布加入亚投行，这意味着中国主导的亚投行成为全球金融版图的重要一员。第二，全球投资格局将改变。根据世界银行估算，要达到发达国家水平，亚洲基础设施建设投资需求在 8 万亿美元左右。

“一带一路”：改变全球的经济版图。第一，沿线国家成为全球经济新的增长极。该地区拥有 60% 的世界人口，但 GDP 仅占全球的 1/3。第二，金融护航，基建先行；经济结构差异，利好大宗商品企业。

A 股策略快评：《330 地产新政快评：普涨行情，节奏加快》

2015-03-30

乔永远（分析师）

021-38675862

qiaoyongyuan@gtjas.com

S0880513120001

张晓宇（研究助理）

021-38676911

zhangxiaoyu@gtjas.com

S0880115030047

事件：3 月 30 日人民银行、住建部、银监会联合发布关于个人住房贷款政策有关问题的通知，将二套普通自住房贷款首付下调至 4 成，公积金首套普通住房贷款首付比例下调至 2 成、二套普通自住房首付比例下调至 3 成。同时财政部和税务总局下发关于调整个人住房转让营业税政策的通知，自 3 月 31 日起将二手普通住房免征营业税的年限要求自购买 5 年以上大幅放宽至 2 年以上。

本次政策大幅超越市场此前对房地产政策的预期，对 A 股总体利好。市场此前存在对二套房贷款首付降至 5 成的预期，本次政策的调整在各方面均大幅超越市场预期。我们认为本次政策将加快 A 股市场运行速度，周期股存在快速逆袭的机会。本次政策在 2 月份连续地降准、降息后，又继续向前迈进了一小步。这将改善市场风险评价，对 A 股形成整体利好。

风险评价的整体改善将导致 A 股出现普涨行情。自我们年初提出“大分化”以来，创业板已经领先上证指数约 50%。如出现普涨行情，此前一直落后的价值股将出现修复、补涨。建议从两个角度布局，一是具有高 beta 的大盘蓝筹，二是和通胀预期相关的农业产业链。主要的受益行业及标的包括：地产（滨江集团、中天城投、格力地产、天健集团）、银行（兴业银行、中国银行、平安银行）、非银（华泰证券、中信证券、中国平安）、交运（海南航空、建发股份）、机械（厦工股份、柳工、中联重科）、建材（东方雨虹、北新建材、亚泰集团）、建筑（中国建筑、葛洲坝、广田股份）、煤炭（潞安环能、盘江股份、兖州煤业）、汽车（庞大集团、中国重汽、上汽集团）、家电（老板电器、青岛海尔、格力电器）

在风险评价改善的基础上，基建相关的投资、改革相关主题存在投资机会。主要有



三个板块将受益：海南板块（海南航空、中国国旅等）、长江经济带（重庆港九等）和国企改革（白云山、广州浪奇等）。此外，风险评价整体改善不改变我们对成长股的认知。我们认为成长股仍有较大投资机会。

行业日报/周报/双周报/月报：食品饮料《市场风格再平衡下，关注龙头补涨机会》2015-03-31

柯海东（分析师）

0755-23976221

kehaidong013145@gtjas.com

S0880513050001

闫伟（研究助理）

021-38674873

yanwei@gtjas.com

S0880113090019

胡春霞（分析师）

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

S0880511010015

市场回顾：上周板块涨 4.0%，跑赢上证综指 2.0pct。所有子行业板块均不同幅度上涨，调味品、食品综合、肉制品、乳品、葡萄酒、白酒、啤酒、软饮料板块分别上涨 7.3%、5.9%、5.7%、5.4%、4.4%、2.6%、2.5%、1.9%。其中三全食品、恒顺醋业涨幅居前。

近期观点：1) 330 地产新政改善市场风险评价，涨幅落后的价值股存修复机会，利于前期涨幅低、估值低食品饮料龙头；2) 继续推荐稳健增长、低估值的大众品龙头：伊利股份春节期间销售良好，节后渠道回补库存意愿强烈，预计 Q1 收入增长 15% 以上；预计白云山饮料业务 Q1 销量增长约 50%，仍继续重点推荐；3) 春糖反馈 2015Q1 白酒龙头销售信息偏正面，一季报前无忧：预计主要高端酒 Q1 销售口径基本呈两位数增长，符合预期，但值得注意的是，我们认为大众化消费时代白酒淡旺季分明，龙头公司 Q1 业绩存在因平滑淡旺季而表现逊色于销售口径的可能。继续重点推荐泸州老窖、洋河股份；4) 继续推荐具有基本面基础或产业资本高价托底，存在国企改革、外延扩张、模式创新等主题的品种：推荐中炬高新、加加食品、双塔食品、好想你，新增推荐汤臣倍健（发力单品及线上有助保健品增长，积极布局移动医疗等大健康业务具期权价值）。

重要信息更新：1) 白酒：春糖反馈 Q1 主要白酒龙头销售呈两位数增长；本周上海、广深茅台一批价 840-850 元，五粮液一批价 560-570 元，环比均基本不变；2) 原奶：截止 3 月 18 日，原奶收购价同比降 19.1%、环比不变；截止 3 月 17 日，全球全脂奶粉拍卖价环比降 9.6%；3) 猪价：截止 3 月 27 日，生猪价环比升 4.4%、同比升 15.7%，猪肉价环比降 2.3%、同比升 6.7%。

近期报告：1) 伊利股份：把握估值洼地，投资“中国版雀巢”；2) 泸州老窖：反转改善正当时；3) 汤臣倍健：保健品龙头向互联网大健康龙头跨越；4) 双塔食品：高端豌豆蛋白快速增长

行业新闻聚焦：糖酒会茅五等名酒企业新战略披露；4 亿瓶销量！张裕解百纳成世界最大葡萄酒单品之一；蒙牛闯进“500 亿俱乐部” 乳业两巨头未来如何共处？

推荐：1) 稳健组合：伊利股份、泸州老窖、洋河股份、白云山；2) 弹性组合：中炬高新、加加食品、双塔食品、好想你、汤臣倍健。

行业更新：木制家具制造业《红利提振业绩预期，关注龙头多



维度成长》2015-03-31

穆方舟（分析师）

0755-23976527

mufangzhou@gtjas.com

S0880512040003

吴冉劼（分析师）

0755-23976112

wuranjie012899@gtjas.com

S0880514080003

李黎亚（研究助理）

021-38674710

liliya@gtjas.com

S0880114070048

维持行业增持评级，推荐索菲亚、喜临门，受益标的德尔家居。央行携手银监会、住建部等部委联合发布下调二套房贷最低首付等政策，提振地产加速改善预期。作为地产链条下游核心环节，家具板块将直接受益于地产政策双料利好，提升业绩和估值预期。我们看好家居龙头以品类拓展为基础，通过互联网实现商业模式创新、借助跨界拓展塑造品牌影响力的良好成长前景，业绩持续增长可期。维持家具子行业“增持”评级；推荐标的：索菲亚、喜临门，受益标的：德尔家居等。

地产双料红利超预期，提振家具行业整体销售预期。央行携手多部委打出房地产组合拳：二套房首付由 6 成降至 4 成，营业税免征时间由 5 年降至 2 年，利好超越市场预期。此次利好将提升房屋支付能力、降低总成本，从需求和激活存量等多角度推动地产销售加速改善预期。作为地产链条下游环节，家具行业与地产销售存在实质性的正相关关系。我们认为，家具板块将直接受益于地产政策双料利好；业绩有望获得增量性提升。此外，从 2015 年元旦地产销售回暖带动地产链条上涨行情等来看，家具板块也或将受益于此轮利好迎来补涨行情，估值乘风提升。

看好家具龙头多维度打造竞争力，业绩持续成长可期。从中长期来看，家具行业已步入大家居时代，我们看好品牌龙头以品类拓展为基础，凭借互联网和 O2O 拓展等打造创新商业模式，外延拓展培育品牌竞争力，打造并巩固长期竞争优势；业绩高速增长可期，成长前景值得期待。

推荐标的：索菲亚、喜临门，受益标的：德尔家居等。推荐标的：①索菲亚：公司精耕经销网络、持续推进渠道下沉，销售稳步增长；我们看好衣柜和橱柜业务协同联动，进一步触网布局 O2O 服务以推进大家居战略的成长前景。②喜临门：前期品牌和渠道投入将进入收获期，业绩快速提升可期；收购绿城传媒在增厚业绩的同时将产生以文化塑品牌的协同效应。受益标的为德尔家居等：智能家居龙头快速成长，未来外延并购将持续加码。

风险提示：地产政策出现波动，家具销售业绩不达预期。

行业日报/周报/双周报/月报：家用电器业《地产政策放松，

全面看好家电板块》2015-03-31

曾婵（分析师）

0755-23976520

zengchan@gtjas.com

S0880515030002

范杨（分析师）

021-38675923

fanyang@gtjas.com

S0880513070007

政策刺激地产成交，将直接拉动家电需求

3 月 30 日，央行、住建部、银监会调整个人住房贷款政策，二套房贷款最低首付比例降至四成。财政部规定，二手房营业税免征期限由 5 年改成 2 年。继 2014 年 9 月 30 日首套 3 成首付救市政策后，中央再次出手。地产新政的潜在影响是拉动地产成交，而地产成交的增加将直接拉动对家电消费的需求。

厨电、空调最为受益

家电行业中与地产相关度较高的依次为厨电、空调、冰箱、洗衣机、小家电。从目前的情况看，市场饱和度高的冰洗受到的边际影响小于保有量仍具有较大增长空间的空调和厨电。2015 年元旦节之后的地产行情中，家电板块出现了将近 2 周的持续上涨，涨幅靠前的依次是，老板电器、小天鹅 A、格力电器、美的集团、华帝股份、青岛海尔。我们认为这一次地产政策的放松对家电行业的影响跟 2015 年元旦相比，在逻辑上是一致的，因此继续首推厨电和空调，其次是白电和黑电。

2015 年将是家电行业最活跃、最精彩的一年，不断探索新的商业模式

随着经济增速下行、在家电下乡和节能补贴等政策刺激下家电饱和度大幅提升，我国家电行业增速进入了平缓期，市场对家电板块的估值也达到了历史低点。但从 2014 年开始我们看到了行业的积极变化，包括智能家居、OTO 等，2015 年将会是更有活力、更精彩的一年。黑电企业已联合 BAT 共同推进客厅经济，美的已牵手小米，海尔正在全面转型，格力也积极拥抱互联网和智能化，老板电器开始尝试“运营”厨房。家电行业与互联网的结合正在快速加深，新的商业模式在被不断尝试，找寻全新的发展机遇。

维持家电行业“增持”评级，核心推荐厨电、白电龙头

受益于地产政策刺激，对家电需求形成实质性利好，成长良好、估值偏低的厨电、白电龙头将最为受益，首推老板电器、格力电器、美的集团、青岛海尔。同时，2015 年是黑电大年，我们持续看好互联网+客厅的模式转型，首推海信电器、TCL 集团、创维数字，以及港股的 TCL 多媒体、创维数码。

风险：2015 年家电行业需求持续趋弱。

行业事件快评：医药《“健康中国云服务”将启动，风继续吹》

2015-03-31

丁丹（分析师）

0755-23976735

dingdan@gtjas.com

S0880514030001

胡博新（分析师）

0755-23976766

huboxin@gtjas.com

S0880514030007

杨松（研究助理）

0755-23976065

yangsong@gtjas.com

S0880114080037

在变化中寻找机会。本次纲要是 2014 年 10 月征求意见稿的正式稿，与征求意见稿相比，核心和主体内容与意见稿基本一致。其中的五点新政策导向值得我们重点关注：

- 1) 提出健康中国云服务计划。将信息资源配置单列为小节重点强调，战略性提出“健康中国云服务计划”，首次提出要积极引用移动互联网、云计算、物联网等新技术推动全面健康信息服务和智慧医疗服务；
- 2) 提出医疗服务碎片化问题。重点提出医疗服务体系碎片化问题，而征求意见稿被表述为现有体系难以应对慢性病高发等健康问题。
- 3) 支持发展专业的医学检验机构和影像机构。首次提出建立区域医学影像中心，



建立“基层医疗卫生机构检查、医院诊断”的服务模式；为第三方医学诊断和大型设备融资租赁行业提供明确政策导向；

4) 加大对社会资本办医的支持力度。明确提出对社会资本进入医疗服务领域是“法无禁止即可为”，尤其强调了中医、康复、养老等；

5) 公立医院配置指标由原来的约束性指标调整为指导性指标，将进一步解除民营医院的发展约束。

健康中国云，引领新风尚。本次规划首次提出“健康中国云服务计划”，是国家首次从战略高度在医疗服务领域提出互联网战略计划。根据规划，2020 年将实现全员人口信息、电子健康档案和电子病历三大数据库的构建，同时实现公共卫生、医疗服务、药品供应等六大领域互联互通和业务协同。在李总理两会上提出“互联网+”思路后，各行业引入互联网战略推进速度明显加快，本次医疗服务规划纲要尽管是从基础资源角度提出，但是将为未来更大的医疗互联网化奠定基础，成为行业转型变革的催化剂，此次“健康中国云”的提出可能推动“互联网+”的风继续吹。

维持行业增持评级，三条主线筛选中长期受益标的。政策导向继续朝着新兴领域倾斜，考虑二级市场前期已有一定反应，受益标的选择更需考量相关业务格局变化趋势及其验证性：1) 积极参与医疗互联网布局，且具有一定资源禀赋的公司：乐普医疗（心血管大健康平台）、和佳股份（移动医疗综合平台）等。2) 民营医疗机构获得更大力度支持，相关受益公司包括：迪安诊断、信邦制药、通策医疗、爱尔眼科等。3) 纲要提出将逐步提高国产化水平以及建立区域医学影像中心，优秀器械类公司将显著受益，包括理邦仪器（云平台）、鱼跃医疗（云平台）、华润万东（国产化替代）。

风险提示：规划落实进度低于预期；二级市场短期估值偏高。

行业专题研究：批发零售业《从社区入口角度看超市价值重构（更新版）》2015-03-30

訾猛（分析师）

021-38676442

zimeng@gtjas.com

S0880513120002

林浩然（分析师）

021-38674763

linhaoran@gtjas.com

S0880514070005

投资建议：电商发展倒逼线下供应链重塑，具备供应链资源优势的超市企业迎来价值重估机会，建议增持步步高、红旗连锁、永辉超市、中百集团。品类扩张是解决流量红利消失、提高客户粘性并叠加新盈利模式的唯一路径，在网购品类及竞争格局趋稳后，仍处蓝海的本地生活服务平台成为众矢之的。我们认为，供应链体系差异导致渠道利益机制不同，以革命者姿态出现的电商企业在整合过程中容易触动线下核心利益，从而影响整合进度和效果。A 股零售企业基本为当地商业龙头，从“基因”角度来看线下企业整合效果可能更好。

步步高：云猴平台战略初期任务是重塑便利店供应链，通过签约联盟方式实现业态整合；并通过便利店网络平台打造跨境及生鲜电商业务。我们认为，原本效率羸弱的传统线下供应链亟须革命性改善，整合者将充分享受整合红利。跨境及生鲜电商业务都是目前电子商务黄金领域，规模巨大、格局分散意味着先行者成为龙头概率



更大，步步高以便利店网络作为社区消费入口正合时宜，继续看好其基于强势执行能力的云猴新战略前景。

解禁年红旗连锁迎来投资良机：作为 A 股唯一纯粹便利店企业，公司对自身供应链资源优势理解越发深入，已推出基于移动 APP 的社区服务平台，未来将迭加购物、社交、游戏、医疗、家政等庞大线下资源，打造真正意义本地服务圈；红旗同样可能成为区域整合者，已斥资 2.4 亿收购当地红艳超市，判断未来仍有可能利用资本杠杆实现跨越式发展。恰逢大非解禁年，公司或通过引进产业/金融资本实现股权结构优化（预计直接减持可能性较低）。由于业态搭载能力极强，不排除公司未来继续同互联网等平台型公司签署或深化战略合作。

永辉超市，崛起中的 A 股超市龙头：已引进国际巨头牛奶国际作为战投，参股中百集团并签订合作协议。作为 A 股超市龙头，永辉充分参与供应链效率改善及业态整合红利，并依托牛奶国际开启海外商品资源整合。不同于公司前期自主开店积累规模，未来有望进一步通过并购或参股等多种方式提升扩张效率，打造供应链平台可期。

中百集团，民营资本入驻带来经营改善预期：2014 年业绩超市场预期，民营资本入驻带来经营效率提升，预计 2015 年有望继续大幅改善。永辉超市等民营资本入驻将带来供应链效率优化。目前公司净利率仅 1.09%，远低于行业平均水平，看好公司效率改善后带来较大业绩反弹空间（现价对应 2015 年 PE 仅 25X）。

风险提示：市场风格转换开始整体向下调整；商业景气度持续低迷。

行业更新：房地产《政策再祭组合拳，勇夺龙头抢转型》

2015-03-30

侯丽科（分析师）

0755-23976713

houlike@gtjas.com

S0880514030004

李品科（分析师）

010-59312815

lipinke@gtjas.com

S0880511010037

梁荣（研究助理）

0755-23976775

liangrong@gtjas.com

S0880113090015

央行、财政部出手组合拳，二套房首付由 6 成降低至 4 成，营业税免征时间由 5 年降低到 2 年，超市场预期。1) 拥有 1 套住房且贷款未结清的，购买二套房首付比例由不低于 60% 调整为不低于 40%。家庭首套房公积金贷款首付比例由不低于 30% 下调为不低于 20%，对于有 1 套住房且结清贷款的家庭购买二套房，首付比例下调为 30%。2) 营业税政策调整为，购买住房不足两年出售的，全额征收营业税；两年及两年以上非普通住宅出售的，差额征收营业税；两年及两年以上普通住宅出售，免征营业税。此前是 5 年以上免征营业税。

双政叠加，不仅延后购房付款时间，而且降低总成本，有效提升房屋支付能力，心理和实质影响都较为深远。1) 二套房首付比例由 6 成降低至 4 成，相当于首次付款金额降低 33%，影响巨大。此举主要影响的是改善性需求，而根据我们对中长期需求的测算，改善性需求占比约 40%，故影响层面较为广泛。2) 营业税金及附加合计约占房价 5.5%，可有效降低二手房成本，并一定程度上增加二手房供应。

2014 年 930 政策及降息之后销量改善明显，此次出大招预计也可推动销量加速改善。1) 930 政策叠加 11 月降息，2014 年四季度 33 城市销量同升 10%，一、二、



三四线分别同升 15%、7%、15%；而 2014 年前三季度 33 城市销量同降 15%，一、二、三四线分别同降 25%、14%、1%。政策刺激效果较为明显。2) 年初以来 33 个城市销量累计同比升 5%，其中一线城市升 28%，二线降 2%，三线降 4%。整体而言，恢复较为温和。政策出台后，预计销量短期或有更大增长。

板块层面，2014 年降息之后不到两个月板块上涨近 40%；当前地产持仓已较低的情况下，预计地产板块弹性重新恢复。1) 2014 年 11 月 22 日降息之后，板块加速上行，至 2015 年 1 月 5 日已上涨 37%。万科、保利地产、招商地产分别上涨 60%、100%、110%，表现卓越。2) 2015 年年初以来，龙头整体处于盘整状态，加上基金地产持仓近期有所下降，势能不断积累，此次政策推动，股价弹性预计重新恢复。

我们维持 2015 年基本面“弱平衡”（去库存或者缓慢出清）的判断，2015 年投资策略《既要过日子，又要浪漫满屋》，转型地产将会是 2015 年最大的风口（“浪漫满屋”提供想象空间），但也要努力把握龙头房企阶段反弹的机会（“过日子”讲究性价比）。推荐：龙头：保利地产、招商地产、万科 A、华侨城 A；国企改革（含转型预期）：格力地产、天健集团；转型地产（最大风口）：中天城投、华业地产、滨江集团；京津冀“廊坊三宝”：华夏幸福、荣盛发展、廊坊发展。

风险因素：房价上涨超出预期引发调控担忧

行业首次覆盖：工业互联网《能源互联网：打造能源/数据/资金交换的大平台》2015-03-30

宋嘉吉（分析师）

021-38674943

songjiaji@gtjas.com

S0880514020001

周明（研究助理）

0755-23976212

zhouming@gtjas.com

S0880113080001

王胜（分析师）

021-38674874

Wangsheng014132@gtjas.com

S0880514060012

首次覆盖能源互联网子行业，给予“增持”评级。我们认为电改方案的逐步实施有望打破电网长期垄断造成的诸多问题，并有望撬动国内万亿元规模的能源互联网市场大发展，能源互联网是工业互联网在能源领域的实质性落地，能源交换平台将能促进能源交换，尤其是微网内的新能源交换，数据交换平台能够促进用电侧大数据的挖掘，为发电厂、电网公司和政府部门提供决策依据，资金交换平台能够促进能源灵活交易，尤其是微网内的能源交易。首次覆盖能源互联网子行业，给予“增持”评级。

能源互联网不仅仅是新能源发电和售电。市场很多人认为能源互联网只是个概念，本质就是新能源发电和售电，但我们认为能源互联网绝不只是概念，而且未来空间巨大。理由：①必要性：新能源发电具有随机性、间歇性的特点，需要电网消除谐波后方能使用，因此一直不受电网公司待见，弃风弃光率居高不下，电改和能源互联网有望从根本上解决新能源发电并网难问题②节能和代维：通过物联网、云计算和大数据技术能够帮助用电企业大幅节省用电开支和维护人力成本，并能做到用电事故的事前预警而不是事后补救③能源、数据和资金三合一平台：能源互联网不仅能实现能源的交换，还能实现用电大数据的挖掘，帮助发电厂合理安排生产、电网建设必要的输配电网、政府部门制定科学的碳排放指标，能源互联网还能将互联网金融引入到微网内实现电力供应方和使用方之间的资金结算。

提前布局的企业有望充分享受红利。提前布局能源互联网运营、新能源发电的企业



有望充分享受发展红利：①能源互联网的运营企业需要面向最终用户的一揽子解决方案，包括电力规划、设计、安全、数据分析、运维等，在电力行业具备多年信息化经验和一揽子解决方案能力的企业有望最受益②能源互联网有望推动以分布式发电为主的新能源逐步替代大规模集中利用的化石燃料成为主要能源，布局新能源发电的企业也将显著受益。

抓住能源互联网运营和新能源发电两大领域，推荐中恒电气、科华恒盛、中天科技。国内的能源互联网产业蕴含着巨大的投资价值，具体可以从能源互联网运营和新能源发电两个领域来寻找投资机会。能源互联网运营：推荐中恒电气；新能源发电：推荐科华恒盛、中天科技。

催化剂：电改细则进一步出台；售电牌照发放。

风险提示：电改推进力度低于预期；售电牌照发放进度低于预期。

行业更新：商业银行《配置转向均衡，银行首推兴业》

2015-03-30

邱冠华（分析师）
021-38676912
qiuguanhua@gtjas.com
S0880511010038

赵欣茹（研究助理）
021-38677369
zhaixinru@gtjas.com
S0880114080038

投资建议。市场调查发现，二季度机构和个人投资者配置策略将由逐渐原先的超配小票转向均衡配置。银行板块可成为均衡配置首选之一，重点推荐兴业银行，还推荐平安银行和中国银行。

行业机会。不确定性隐忧是阻碍银行股估值修复的最主要矛盾。预计在稳增长托底、地方债置换、国企改革破冰、混业经营推进、存贷比放松等一系列利好政策叠加共振下，银行股不确定性下降，悲观预期边际改善，有望催生一轮估值修复行情，年度目标看 1.5 倍 PB。

选股思路。重点推荐创新和改革基因组合：兴业银行、平安银行和中国银行。经济转型、金融改革和市场化是中国银行业未来五年面临的主要环境，银行挑战和机遇并存，银行之间将严重分化。经济转型，一方面规模速度型粗放增长减速带来传统业务下行，另一方面质量效率型集约增长提速带来多元化和差异化金融服务需求增加；金融改革，一方面意味拿掉保护罩，另一方面解开捆绑索；利率市场化，一方面意味着资金成本上升，另一方面意味着风险市场化（刚兑打破）。

首推兴业。重点推荐兴业银行，看好其成为中国未来创新金融的新兴代表、综合金融的后起之秀、两岸金融创新的试点、福建赶超台湾的航母群、金融国企改革的排头兵、混业经营推进的先锋。暂以传统框架估值，目标价 22.40 元，现价空间 32%。

市场调查。调查对象为 1168 位投资者，其中 378 位机构投资者，790 位个人投资者。

【后续走势】认为创业板基本见顶的受访者比例最高，个人投资者和机构投资者的比例分别为 30.42%和 30.89%。总体上，机构投资者比中小散户要悲观一些。



【仓位情况】无论机构投资者还是中小散户，大多数（68.11%）基本已经满仓。但是有意思的是，大多受访者表示自己属于均衡配置，但观察和感知周围的投资者大多数（78.63%）却是严重超配小票。

【操作策略】无论机构投资者还是中小散户，大多数（42.68%）均表示二季度会配置将会转向均衡，增加大票（蓝筹股）的配置。

【资金分流】证监会允许新发基金通过沪港通机制投资港股，大多数受访者（42.68%）表示对 A 股资金分流不大，但认为有影响的也接近三成比例。

风险因素。信用风险的显著爆发。

公司更新：青岛啤酒（600600）《业绩低于预期，期待下半年增速改善》2015-03-31

本次评级：谨慎增持

上次评级：增持

目标价：45.00 元

上次目标价：45.70 元

现价：42.54 元

总市值：57471 百万

柯海东（分析师）

0755-23976221

kehaidong013145@gtjas.com

S0880513050001

胡春霞（分析师）

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

S0880511010015

下调评级至“谨慎增持”：预计行业增速下行，及竞争加剧使公司 2015 年上半年业绩增长仍乏力，下调 2015、2016 年 EPS 预测为 1.50、1.69 元（前次为 1.83/2.11 元），下调目标价为 45 元（2015 年 30 倍 PE），下调评级至“谨慎增持”，期待国企改革推进，能带来行业竞争格局改善，加速公司盈利能力释放。

业绩低于预期：公司 2014 年收入 290.5 亿、归属净利 19.9 亿，分别增长 2.7%、0.9%，扣非净利 16.7 亿，同比增长 0.9%，EPS1.47，低于市场及我们的预期。其中 Q4 单季收入下滑 19%，EPS-0.14 元。

行业增速放缓及竞争加剧使得公司在 2014 年业绩承压：1）2014 年公司总销量 915 万吨，同比增加 5.2%，市占率提升 1pct 至 18.6%，其中 Q4 总销量仍延续 Q3 下滑趋势，同比下滑 17%；2）销量表现不佳主要原因是，2014 年行业遭遇暖夏，行业整体销量同比下滑 0.96%，而公司主力市场华南地区竞争加剧导致主品牌及下属超高端品牌增长乏力，主品牌销量同比持平；副品牌产品因为收购绿兰莎、嘉禾、新钟楼等品牌及改扩建产能，销量同比增长 28.9%，收入占比超过 40%，结构降级使吨价下滑 2.3%至 3179 元，整体毛利率下滑 1.8pct 至 38.4%；4）销售费用率下降 0.2pct 至 19.6%，仍处高位，预计在竞争加剧背景下费用率仍将高企，利润率改善仍需等待。

预期 2015 年上半年业绩仍有压力，期待下半年恢复增长：预期疲弱趋势仍将延续，2015 年 1、2 月份实现销售增长存在难度；且由于 2014Q2 世界杯效应带动基数较高，预期 2015 年公司上半年仍存增长压力，期待 Q3 在低基数基础上恢复增长。

风险分析：行业增速下行、竞争加剧、成本大幅波动使业绩不达预期

公司更新：中炬高新（600872）《业绩符合预期，国企改革预



期加强》2015-03-31

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：19.60 元

上次目标价：16.80 元

现价：14.69 元

总市值：11703 百万

柯海东（分析师）

0755-23976221

kehaidong013145@gtjas.com

S0880513050001

吕明（分析师）

021-38675864

lvming@gtjas.com

S0880514080005

胡春霞（分析师）

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

S0880511010015

维持“增持”。维持 2015-2016 年 EPS 预测 0.44、0.56 元，公司作为传统消费品中仍具较高成长性的品种，具稀缺性，同时考虑到国企改革预期加强，上调目标价至 19.6 元，对应 2016 年 35 倍 PE。

业绩符合预期：2014 年公司总收入 26.4 亿（+14.0%），归母净利 2.9 亿（+34.7%），EPS0.36 元，其中美味鲜收入 23.8 亿（+19.5%），净利润 2.8 亿（+28.7%），由于 2013Q4 房地产收入高基数，2014Q4 总收入、归母净利增速仅为 7.3%、0.3%，预计美味鲜 2014Q4 收入增长 26%。

原材料成本下降及高端产品占比提高使 2014 年调味品业务盈利能力提升。2014 年调味品毛利率、净利率分别提升 3.7pct、0.8pct 至 34.8%、11.7%，随着产能利用率提高和规模效应显现，仍有提升空间。

2015 业绩指引较为保守，预计调味品收入增速超过指引的可能性大。公司规划 2015 年调味品收入 28 亿（+17%），但据近期中山日报报道，公司调味品业务规划 2015 年含税收入 34 亿，增幅约 20%，考虑到阳西产能继续释放、产品结构升级以及区域扩张，预计 2015 年调味品收入有望保持近 20% 的增长。

较为保守的业绩指引预示国企改革预期加强，从业绩改善及资产重估角度看具有期权价值。1）2014 年 11 月同属中山市政府控制的中山公用成功引入复星集团作为战投，显示了中山市国企改革加速。2）2015 年业绩指引相当保守，使得国企改革预期加强。

风险分析：竞争激烈；产能达产不达预期；国企改革进度具不确定性

公司更新：中航光电（002179）《新能源汽车连接器龙头加速启航》2015-03-31

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：40.80 元

上次目标价：40.80 元

现价：32.65 元

总市值：15132 百万

王炎学（分析师）

010-59312757

wangyanxue@gtjas.com

S0880514040001

孙柏蔚（研究助理）

维持“增持”评级。2014 年实现营收近 35 亿，同增 34%，归母净利润 3.4 亿，同增 39%。收入高增长是因为①富士达协同效应显著，2014 营收 4.5 亿，同增 42%；②扣除富士达原主营增长 17%，其中新能源汽车和 4G 业务增速最快。公司加强管理协作，三项费用率的改善 0.8%，所得税率下降 0.7%是净利润增速超过收入增速的主要原因。维持 2015-16 年 EPS1.03/1.30 元的预测，维持目标价 40.8 元。

2015Q1 业绩持续高速增长，预增 50-100%。我们认为，高增速主要受益军工、通讯的持续增长与新能源汽车订单的爆发。新能源汽车连接器的高速增长将贯穿全年。其他主要看点在与泰科合作的持续深化以及与富士达、翔通等公司的协同发展。我们推测公司的外延整合战略将持续推进。



021-38674924
 sunbaiwei@gtjas.com
 S0880114080008
 崔书田 (分析师)
 021-38674703
 cuishutian@gtjas.com
 S0880512080004

催化剂: 2016-20 新能源汽车补贴政策出台; 外延并购持续推进

风险提示: 新能源汽车业务推广不及预期; 4G 业务下滑风险。

本次评级: 增持
 上次评级: 增持
 目标价: 52.00 元
 上次目标价: 45.00 元
 现价: 46.10 元
 总市值: 69381 百万

丁丹 (分析师)
 0755-23976735
 dingdan@gtjas.com
 S0880514030001
 杨松 (研究助理)
 0755-23976065
 yangsong@gtjas.com
 S0880114080037

胡博新 (分析师)
 0755-23976766
 huboxin@gtjas.com
 S0880514030007

公司更新: 恒瑞医药 (600276)《业绩保持高速增长, 创新+出口值得期待》2015-03-31

创新品种迎来收获期, 制剂出口业务进展顺利, 维持公司增持评级。2014 年公司营收 74.52 亿元, 同比增长 20.14%, 归母净利润 15.16 亿元, 同比增长 22.41%, EPS1.01, 符合预期。公司重磅创新品种阿帕替尼目前已上市销售, 且后续在研产品线非常值得期待; 环磷酰胺、奥沙利铂等已获批在欧美上市, 目前销售进展顺利, 未来有望有力提升公司业绩。考虑到公司海外制剂业务进展顺利, 上调公司 2015-2016EPS 预测至 1.27 (原为 1.17) / 1.56 (原为 1.45) 元, 预计 2017 年 EPS1.93 元。目前同类公司 2015 平均 PE36X, 考虑到公司在创新药领域具有的领先优势, 可享受估值溢价, 给予公司 2015 年 41 倍 PE, 上调目标价至 52 元, 维持增持评级。

肿瘤药增长平稳, 造影剂继续保持高速增长。在行业整体增速下滑的大背景下, 公司凭借良好产品线, 依旧保持快速增长, 其中肿瘤药产品线, 因体量较大, 整体增长 11.8%; 造影剂产品线高速增长 42.1%; 输液产品线依旧保持 27.2% 的高速增长; 手术麻醉产品快速增长 20.9%。公司已构建起全方位产品线梯队, 为公司未来业绩的平稳增长奠定良好基础。

创新品种和制剂出口业务值得期待。2014 年公司已上市全球第一个晚期胃癌分子靶向药物阿帕替尼, 目前公司尚有 19K、阿帕替尼 (肝癌、肺癌等适应症)、法米替尼、瑞格列汀等重磅在研创新品种, 未来将陆续获批。公司环磷酰胺、奥沙利铂注射液已在美国上市销售, 随着环磷酰胺的逐步放量, 预计 2015 年公司制剂出口业务有望有力带动公司业绩增长。

风险提示: 新产品获批进度低于预期

公司更新: 首旅酒店 (600258)《外延扩张或将加速 激励机制改善可期》2015-03-31

本次评级: 增持
 上次评级: 增持
 目标价: 24.40 元
 上次目标价: 21.80 元
 现价: 18.70 元

业绩低于预期, 因产权酒店受整体环境影响恢复慢于预期。酒店管理业务稳增、南山景区平稳增长及出售神舟国旅投资收益稳定业绩。参考 2014 年业绩, 下调 2015/2016 年 EPS 至 0.61/0.75 元 (分别-0.05/-0.13 元), 考虑公司“品牌+资本”战略推动下外延扩张有望加速, 且国企改革背景下存激励改善预期, 给予 2015 年略



总市值: 4327 百万

高于行业平均的 40xPE, 上调目标价至 24.4 元, 维持增持评级。

许娟娟 (分析师)

021-38676545

xujuanjuan@gtjas.com

S0880511010028

陈均峰 (分析师)

021-38674930

chenjunfeng@gtjas.com

S0880513080009

刘航 (研究助理)

021-38674812

liuhang@gtjas.com

S0880114080036

业绩简述: 2014 年收入 27.9 亿/-5.9%, 扣除旅行社后-3.4%, 净利 1.12 亿/-4.7%, 扣非净利 9784.8 万/-16.5%, EPS 0.49 元, 10 股派 1.5 元。

产权酒店恢复缓慢, 酒管稳增、景区平稳。①产权酒店仍受制整体环境影响恢复缓慢, 收入 3.6 亿/-9.2%, 净利 3595 万/-14.6%, 2015 年 1-2 月星级酒店 RevPAR+16.2%, 预计经营将改善; ②酒店管理加速扩张: 首旅建国收入 4481 万/+9.3%, 净利 2051 万/+20.6%, 新开 19 家店; 首旅京伦收入 2100 万/-14.4%, 新签约 6 家, 共运营 15 家; ③南山景区平稳增长: 收入 3.46 亿/-0.51%, 净利 8418 万/+0.34%。

“品牌+资本”战略推进外延扩张有望加速, 国企改革将提升经营效率。①成立“首旅寒舍”布局乡村游, 酒管品牌溢出效应显现, 有望加速输出; 收购南苑股份打开外延预期, 酒店外延或将加速; “品牌+资本”战略持续推进打造酒店龙头, 受益行业复苏; ②公司为集团指定股权激励试点单位, 有望于 2015 年落实, 激励充分将提升效率。

风险提示: 行业复苏情况低于预期, 国企改革进程慢于预期。

公司更新: 葛洲坝 (600068)《改革构建腾飞基础, 转型助力 远期增长》2015-03-31

本次评级: 增持

上次评级: 增持

目标价: 13.00 元

上次目标价: 12.00 元

现价: 10.27 元

总市值: 47291 百万

张琨 (分析师)

0755-23976003

zhangkun008742@gtjas.com

S0880512080001

王永彬 (研究助理)

0755-23976032

wangyongbin014797@gtjas.com

S0880115010070

三次腾飞基础: 改革重塑活力, 转型赢得成长。公司 2014 年全年归属净利润 22.87 亿, 同增 44.3%, 每 10 股分红 1.5 元, 符合预期。新任管理层以重塑战略规划、增持完善激励、狠抓内部治理、盘活闲置资产等改革措施造就公司优质成长性, 2015 年多点开花。我们维持预测公司 2015/16 年 EPS 为 0.67、0.82 元。另考虑近期“一带一路”规划出台指引优质央企海外扩张, 水利政策加码推动重大水利建设等因素提升公司估值, 参考同类公司估值, 给予 2015 年 19 倍 PE, 上调目标价 13 元 (原 12 元), 增持。

未来战略布局: 增强传统行业控制力, 顺应新兴环保转型风。传统与新兴产业“双轮驱动”将主导未来: ①传统业务端: 提质增效打造 6 家产值过百亿建筑施工企业、采取混改模式整合水泥与民爆产业助力公司水泥集团 (产能 2500 万吨) 与易普力 (合同储备 200 亿) 细分龙头地位、聚集一、二线城市发展地产业务 (土地储备 175 万平); ②新兴环保端: 依托四大平台积极推动转型, 其中新设绿园科技开拓三污治理、投资控股进军水处理、水泥集团依靠技术构建相关环保业务、能源重工发挥混合优势涉足分布式能源 (14 年签约 14 亿, 收入 1.74 亿)。公司 2014 年新签合同 1375 亿同增 16%, 其中采取 PPP、产业基金等模式的项目占比达 56%。2015 年计划投资 399 亿 (同增 100%), 完成签约 1600 亿和营收 800 亿目标。

海外扩张可期: 品牌国际认知较高, 多条路径进军海外。公司拥有 85 家海外分支并且“CGGC”品牌国际认可度高, 参与 29 个国家重大工程建设, 工程实力较强。2014 年公司新签国际工程 568 亿元 (占 41%), 贡献海外收入 137 亿元 (占 19%),



海外签单与收入均呈现上升趋势。后续“一带一路”战略实施以及尼加拉瓜运河开工顺利，将进一步强化公司的海外业务。风险提示：转型环保低于预期、海外工程风险。

公司更新：南玻 A (000012)《浮法业务拖累，电子玻璃推动产业升级》2015-03-31

本次评级：增持
 上次评级：增持
 目标价：13.50 元
 上次目标价：8.60 元
 现价：10.87 元
 总市值：22559 百万

鲍雁辛（分析师）
 0755-23976830
 baoyanxin@gtjas.com
 S0880513070005
 黄涛（研究助理）
 0755-23976764
 huangtao@gtjas.com
 S0880113110040

维持“增持”评级。公司 2014 年实现营业收入 70.45 亿元，同比下降 8.91%，实现归属于上市公司股东的净利润 8.73 亿元，同比下降 43.12%，EPS0.42 元，符合预期，（扣除非经常性损益业绩降幅收窄至 27.57%）。考虑到浮法下行压力犹存，我们下调 2015-16 年 EPS 预测至 0.42、0.52 元（下调 0.14、0.04 元），根据可比公司估值上调目标价至 13.50 元，对应 2015 年 32 倍 PE。

浮法业务下滑：受房地产市场下行及产能过剩影响，行业整体处于亏损状态，公司浮法业务出现较大幅度下跌，毛利率同比下降 7.03%至 14.54%，拉低综合毛利率同降 4.44%至 24.43%。我们认为 2015 年玻璃市场仍不容乐观，公司浮法业务上半年仍有较大下行压力。超薄玻璃带动产业升级步伐：报告期内，公司宜昌超薄玻璃项目完成建设，成功量产 0.33mm 产品，即将进入商业化运营；同时清远无碱超薄玻璃项目正在进入试运行，有望推动公司产业升级

工程玻璃继续提供业绩支撑：公司通过推广双银及三银等差异化产品及咸宁项目的投产，工程业务全年依然实现营收、净利润同比增幅 6.39%及 14.02%，实现净利润 5.14 亿元，我们预计 2015 年成都和东莞项目将陆续投产，工程玻璃业务将继续成为公司业绩的重要支撑点。

太阳能光伏扭亏为盈：公司 2014 年完成了对宜昌多晶硅项目冷氢化技改升级，成本大幅下降，全年实现利润 5735 万元成功扭亏为盈。我们认为公司依托强劲的技术实力，未来有望在太阳能光伏领域继续拓展。

风险提示：普通浮法业务受地产需求影响，盈利可能进一步下滑。

公司首次覆盖：大洋电机 (002249)《切入新能源汽车的电机龙头》2015-03-31

本次评级：增持
 上次评级：首次
 目标价：14.50 元
 上次目标价：首次
 现价：9.58 元
 总市值：16505 百万

首次覆盖，给予“增持”评级。公司深入布局新能源汽车，包括电机电控、整车动力集成与融资租赁业务等，显著受益 2015 年新能源汽车的加速增长。预测 2015-2016 年 EPS 分别为 0.27/0.36 元，参考行业平均估值水平，给予目标价 14.5 元，对应 2015 年 54 倍 PE。

新能源汽车业务布局全面，收购佩特来在销售端协同效应显著。①成立融资租赁公司与整车厂实现利益绑定；②佩特来遍布全国公交系统的销售渠道与维护网点是公



王炎学（分析师）

010-59312757

wangyanxue@gtjas.com

S0880514040001

谷琦彬（分析师）

010-59312711

guqibin@gtjas.com

S0880513050004

孙柏蔚（研究助理）

021-38674924

sunbaiwei@gtjas.com

S0880114080008

司拓展新能源公交业务的利器。

2015 年新能源汽车加速放量，公司生产、研发端的优势凸显。①公司的成本控制、品质管控、资金实力在应对大批量生产中得到体现。②我们推测，公司将采取外延与自研相结合的方式，加快新能源汽车技术的研发。据公司年报，公司放缓新能源动力控制系统研发及中试基地的建设，更多依托美国大洋电机的研发团队对于海外技术的引进。

催化剂：新能源公交动力总成订单放量；海外并购落地

风险提示：新能源汽车动力总成准技术指标不达预期；海外并购进度不达预期。

公司首次覆盖：中国重汽（000951）《受益房地产新政与一带一路》2015-03-31

本次评级：增持

上次评级：首次

目标价：28.50 元

上次目标价：首次

现价：20.89 元

总市值：8762 百万

王炎学（分析师）

010-59312757

wangyanxue@gtjas.com

S0880514040001

崔书田（分析师）

021-38674703

cuishutian@gtjas.com

S0880512080004

孙柏蔚（研究助理）

021-38674924

sunbaiwei@gtjas.com

S0880114080008

首次覆盖，给予“增持”评级。预测 2015-17 年 EPS 分别 1.25、1.49、1.75 元，同比增长 22%、19%、17%。公司受益房地产新政、一带一路建设带来的重卡需求增加，与 MAN 合作新产品推动市场份额提升。首次覆盖“增持”评级，参考重卡行业可比公司估值，给予 2015 年 23 倍 PE，对应目标价 28.5 元。

我国重卡销量增速与固定资产投资增速呈现正相关性，楼市松绑政策出台对国内重卡需求形成边际增量利好，中国重汽明确受益。央行等出台房地产新政，二套房首付由 6 成降至 4 成，营业税免征时间由 5 年降至 2 年。中国重汽拥有完善卡车产品系列，工程自卸车、水泥搅拌车销量均位居行业首位。

一带一路优先实现基础设施互联互通，基建拉动重卡新增出口需求。目前中国重汽卡车出口销量占公司比例约 20%，未来有望借一带一路东风加强卡车出口业务。

与德国曼强强联合，新产品表现良好助推公司销量增速领先行业。公司整体向曼技术产品平台提升转变，应用曼技术的 T 系列产品在动力性、舒适性及可靠性方面获得市场认可，自 2013 年至今累计销量超 1 万台，推动公司市场份额不断提升。2014 年公司整车销量同比增长 8%，同期行业销量同比下降 4%。

风险提示：重卡销量大幅下滑，一带一路出口需求不达预期。

公司更新：美的集团（000333）《业绩优异，激励充足》2015-03-31

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：45.50 元

下调盈利预测，维持“增持”评级

下调公司 2015、2016 年 EPS 预测至 3.03/3.66 元（原预计 3.25/3.88 元），主要是考



上次目标价: 45.50 元
 现价: 32.95 元
 总市值: 138911 百万

曾婵 (分析师)
 0755-23976520
 zengchan@gtjas.com
 S0880515030002
 范杨 (分析师)
 021-38675923
 fanyang@gtjas.com
 S0880513070007

虑行业增速下行。我们认为公司拥抱互联网速度加快, 转型有望在年内获得丰硕成果, 加上地产政策放松对板块估值的提升, 给予 2015 年 15 倍 PE, 维持目标价 45.5 元。建议“增持”。

大小家电齐增长, 全网零售额超 100 亿元

2014 年公司收入 1423 亿元, 同比增长 17%, 净利润 105 亿元, 同比增长 97.5%, 按同比口径增速为 44%。其中四季度收入、利润增速分别为 22%、19%。分产品来看, 空调收入 727 亿元 (+16.9%), 冰箱 97.2 亿元 (+19.6%), 洗衣机 99.7 亿元 (+23.9%), 小家电 327 亿元 (+17.5%)。2014 年电商业务全渠道战略部署, 完成从单纯网上销售向用户交互方式的 O2O 平台升级, 实现全网零售额超 100 亿元, 洗衣机、中央、热水器、冰箱、家用等线上销售增长 200%。我们认为, 经过战略调整, 公司已进入良性发展期。

盈利持续提升, 创新驱动新的增长点

公司已建立智能家居研究院、电商公司、创新基金等, 推动新产业、新产品、新技术的发展。同时成立产业链投资相关的并购平台, 开放合作, 如与小米、开利合作。我们认为公司的创新基因将为未来增添更多增长点。

建立多层次长效激励机制, 内部激励充足

推出针对核心管理团队的合伙人持股计划及对业务骨干的第二期股权激励计划, 建立不同层级的长效激励机制, 内部激励充足。

风险: 家电行业需求疲软。

公司事件点评: 胜利股份 (000407)《引入战投、转型加快》

2015-03-31

本次评级: 增持
 上次评级: 增持
 目标价: 11.60 元
 上次目标价: 11.60 元
 现价: 8.58 元
 总市值: 6641 百万

肖洁 (分析师)
 0755-23976115
 xiaojie@gtjas.com
 S0880513080002
 傅锴铭 (研究助理)
 0755-23976516

公司公告以 6.13 元的价格对 6 名特定投资者发行 1.88 亿股, 锁定期三年, 募集资金用于天然气业务的转型。

评论:

我们维持“增持”评级, 维持 11.6 元的目标价, 距离目前的股价仍有 57% 的空间。我们维持 2015-2017 年 EPS 为 0.13、0.25、0.51 元, 增速为 400%、93%、100%, 2015 年是公司转型天然气分销领域最为重要的一年, 未来的刺激因素主要包括公司自身的外延式收购进程加快和天然气改革超出市场的预期。

公司以 6.13 元对 6 名特定投资者发行股票, 募集资金总额不超过 11.5 亿元, 用于



fukaiming@gtjas.com

S0880114080039

天然气业务的转型。其中大股东认购 1631 万股，占比 8.7%；深圳华实德、凯世富乐、平安大华（星通资本定向投资）等产业投资方合计认购 8158 万股，占比 43.5%；财务投资方阳光人寿和平安资管合计认购 8972 万股，占比 47.8%。产业资本的参与以及三年的锁定期，彰显了公司转型天然气的决心；资金的到位，公司转型的速度有望加快。根据公司规划，将于 2015 年底实现双百加气站和 10 个县级燃气的特许经营权。我们测算双百加气站、10 个县级特许经营权、外加 5 个加气母站分别可以贡献利润 1-1.5 亿元、2 亿元、0.5 亿元，超过市场对于公司 2016 年合计实现 2.5-3 亿元的预期。

油价反弹，气价下调，天然气行业悲观预期拐点。2 月 28 日，天然气价格实现了存量气和增量气并轨，我们认为下一个调价窗口可能是 2015 年 7 月。重申 2015 年是天然气刺激政策频出的一年，一方面基于资源的价格体系改革和市场化，另一方面更为重要，就是雾霾的治理，天然气作为清洁能源的消费占比将在十三五期间不断提高。在雾霾恶化和环保的压力下，十三五天然气消费量的目标翻番，年化复合增速 15%，天然气行业迎来新的高速发展周期，燃气分销行业迎来估值和业绩（销量增长）的双升。

风险提示：公司外延式收购低于预期。

公司更新：红日药业（300026）《整合资源推动持续成长》

2015-03-31

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：40.00 元

上次目标价：35.00 元

现价：32.80 元

总市值：19932 百万

胡博新（分析师）

0755-23976766

huboxin@gtjas.com

S0880514030007

丁丹（分析师）

0755-23976735

dingdan@gtjas.com

S0880514030001

业绩持续成长，进入新发展阶段，维持增持评级。配方颗粒和血必净两大支柱产品带动，2014 年延续了高增长趋势，扣非净利增长 28%，若不考虑首年 9505 万元激励摊销费用，实际主业增速超 50%。维持 2015~2016 年 EPS0.98/1.28 元，预计 2017 年 EPS1.59 元。配方颗粒潜力空间大，监管有序放开催化市场加速扩容，维持增持评级，上调目标价至 40 元。

配方颗粒有望继续高增长。2014 年配方颗粒及饮片收入 12.19 亿，增 51.69%，康仁堂净利 2.44 亿，增 55%。2015 年监管放开速度较预期加快，但在高标准下，预计获批企业相对有限。现有六家企业已基本完成医院开发，新进企业拓展难度大，短期内冲击有限。2014 年康仁堂在质量和市场做了大量工作，在稳固京津优势的基础上，加速将向上海和广东新市场渗透，同时新基地产能已开始实施，配套 9.1 亿定增资金也到位，可以支撑 2015 年 20 亿的销售额。

药品资源整合，期待品种资源突破。公司成立药品销售公司，加速制剂销售整合，其中血必净增 27%，低分子肝素钙增 22%，法舒地尔增 11%。红花注射液 4700 万。血必净价格维护稳定，医院和科室覆盖有较大提升空间，增速有望领先同类中药注射剂品种。公司在研品种较多，1.1 类新药 PTS 已处于注册审批阶段。同时，公司外延积极寻求新品种。

风险提示：配方颗粒试点放开风险；中药注射剂不良反应风险。



公司更新：苏宁云商（002024）《生态圈雏形已现，跨入平台时代》2015-03-31

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：17.00 元

上次目标价：15.00 元

现价：13.07 元

总市值：96496 百万

訾猛（分析师）

021-38676442

zimeng@gtjas.com

S0880513120002

林浩然（分析师）

021-38674763

linhaoran@gtjas.com

S0880514070005

投资建议：近期中韩自贸谈判完成等使得跨境电商持续走热，据此上调苏宁 2015 年线上/线下业务 PS 估值至 1.8X/0.85X（原为 1.7X/0.75X），上调目标价至 17.0 元，维持“增持”评级。我们认为，苏宁转型第一阶段已经完成，下一步将围绕丰富购物体验、借互联网金融和移动转售等完善其生态建设，对互联网理解深入及战略执行能力增强是后续转型基础，房市新政等亦有望刺激家电销售好转。

转型深入，年报符合预期。4Q 苏宁线上实现含税总销售 84.5 亿元、增 42.3%（全年 17.8%），带动全年总营收达 1091 亿、增 3.63%（同店下降约 3%）。一方面苏宁增强门店休闲娱乐等体验型功能，探索本地生活服务布局；另一方面易购围绕用户体验做文章，不断通过互联网创新营销强化平台品牌形象，移动端订单占比增至 32%；同时进一步拓展开放平台业务，目前平台商户已近 1.1 万家、商品 SKU 规模达 791 万。由于前两季度基数较低，我们预计后续易购销售额将凭借线下网点及物流等优势快速增长。

打造苏宁特色互联网生态闭环。管理层面，苏宁加大事业部授权，促进链条扁平化，并通过员工持股计划增强活力；物流独立公司化运作，不断改善消费体验，未来将对外开放以拓宽业务范围；金融领域，加快产品体系建设并依托供应链平台，发力供应链金融；此外，苏宁已获得三大运营商 35 个城市移动转售牌照，成为中国覆盖范围最广的虚拟运营商，进一步完善互联网生态闭环建设。维持 2015-2016 年 EPS 预测为 -0.02/0.03 元不变、给予 2017 年预测 0.10 元。

催化剂：跨境电商利好政策出台；互联网金融题材热络。

风险提示：PPTV 持续亏损；转型具备不确定性

公司更新：*ST 大荒（600598）《有望顺利“摘帽”，静待混改方案落地》2015-03-31

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：17.70 元

上次目标价：17.70 元

现价：15.57 元

总市值：27678 百万

王乾（分析师）

021-38676675

wangqian@gtjas.com

维持“增持”评级。2014 年公司实现营收 51.14 亿元，同比下降 45.7%（合并口径变化），其中土地租金收入 24.62 亿元，同比增长 7.7%，实现归母净利 8 亿元，扣非 2.1 亿，EPS0.45 元/股，实现扭亏。分红预案：每 10 股派 3.9 元（含税）。2015 年公司混改方案有望落地，治理结构、管理效率将实现质变。生产端通过农业信息化改造，推进精准种植，提升亩均收益，流通端计划与电商企业合作，分享流通环节利润。传统“出血点”工贸板块将继续止血，预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.59/0.71/0.93 元（均维持不变），目标价 17.7 元，维持“增持”评级。2014 年业绩达标，申请摘帽。

2014 年工贸业务大幅减亏。通过剥离、外租、减员等手段，2014 年米业公司、麦



S0880515020001

芽公司、纸业公司、希杰公司、鑫亚经贸同比分别减亏 3.3 亿、0.73 亿、0.27 亿、0.18 亿、1.16 亿，2015 年工贸板块将继续减亏。

公司受益“互联网+农业”带来效率提升。2015 年公司将积极推进股权混合所有制改革。公司受益于“互联网+农业”升级，公司 2015 年计划引进自动控制、卫星导航、精细精量等先进农业装备以实现降本增效，积极与电商企业合作，借助其互联网平台，打造非转基因有机农产品品牌，分享流通环节利润。

风险提示：政策风险、工贸板块调整不达预期的风险、混改进度不达预期的风险、自然灾害风险等

公司更新：东华测试（300354）《加速布局进军工，厚积薄发看今年》2015-03-31

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：76.00 元

上次目标价：76.00 元

现价：62.22 元

总市值：5381 百万

原丁（分析师）

010-59312728

yuanding@gtjas.com

S0880513080019

张润毅（分析师）

021-38676550

zhangrunyi@gtjas.com

S0880513070002

业绩符合预期，维持增持。公司 2014 年收入 9123 万元，同比增长 5.02%，归母净利润 742 万元，下滑 56%，EPS 为 0.09 元，拟 10 转 6 派 0.25 元，符合市场预期。我们预计 2015 年是公司转型之年、高成长的起点，业务布局速度之快、爆发潜力之大，均将超出市场预期。不考虑外延扩张，维持 2015-16 年 EPS 预测为 0.55 元、1.17 元，维持目标价 76 元，增持。

用数据传递正能量：①公司 2014 年业绩下滑主要是装备制造业、冶金等行业需求放缓、竞争加剧所致，毛利率下滑 4.4 个百分点至 58.8%，但来自这些传统行业的收入均首次恢复正增长。②公司正在加速进军工市场：2010-2014 年来自国防与航空航天收入复合增速达 13%，收入占比从 28%增至 36%。③2014 年研发投入占收入的比例从 2010 年 8.4%递增至 17.7%，技术领先优势继续巩固。④受行业固有季节性和今年春节较晚影响，公司预告 2015Q1 亏损 233-282 万元，但公司订单增长趋势向好。

厚积薄发、加速布局“自主可控+军民融合+工业 4.0”盛宴：①公司首次提出“推出高可靠性要求的国防军工科研类产品，提高装备智能水平的机载、车载、舰载等装备在线监测类产品”，其中微型记录仪、在线监测应变传感器等高性能产品已小批量试制，公司将加速进军武器装备在线健康管理系统的百亿级蓝海市场。②公司正在开发高温、高冲击、水下等特种传感器，属于目前全球最高端传感器，主要应用对象是航空发动机等高端产品，预计将充分受益于替代进口；③公司拓宽传感器种类和规格，提高性能，以满足工业互联网对传感器的巨大需求。

催化剂：公司斩获新订单；开辟新市场；军民融合相关配套政策出台。

风险提示：行业竞争继续加剧；军品订单交付慢于预期；新品研发风险。

公司更新：天士力（600535）《继续稳健增长，探索销售新模式



式》2015-03-31

本次评级: 增持

上次评级: 增持

目标价: 60.00 元

上次目标价: 50.00 元

现价: 48.22 元

总市值: 52101 百万

胡博新 (分析师)

0755-23976766

huboxin@gtjas.com

S0880514030007

丁丹 (分析师)

0755-23976735

dingdan@gtjas.com

S0880514030001

杨松 (研究助理)

0755-23976065

yangsong@gtjas.com

S0880114080037

继续稳健增长, 探索新销售模式, 维持增持评级。公司继续保持稳健增长, 其中商业收入 64.71 亿, 增 6.13%, 工业收入 60.51 亿, 增 22.94%。中药重点产品增速: 丹滴 10~15%, 养血清脑 15~20%, 益气复脉 25%+, 丹参多酚酸 15~20%。控费影响, 注射剂型增速略低于预期, 但 15 年各省基药招标推进, 中药有望继续增长。化学药, 帝益收入增 25%+, 净利 1.75 亿, 略高于承诺。生物药普佑克产能突破加上 4 期临床推广, 15 年有望加快。考虑增发摊薄, 预计 2015~2017EPS1.63 (-0.11)、2.07 (-0.11) 元, 2.55 元。公司业绩增长稳健, 在优势资源基础上, 探索互联网销售新模式, 给予 2015 年 PE37X, 上调目标价至 60 元, 维持增持评级。

结合医药电商及慢病管理, 探索新模式。公司积极与互联网结合, 探索新模式, 并已经取得一定用户数量和显著销售: ①13 年向天津市糖尿病门诊患者联合推出“糖尿病送药上门服务”。累计征集服务对象约 5800 名, 患者重复购买率 97%。2015 年计划 3 万名。②天士力大药房旗舰店在天猫 OTC 药品类目排名由 13 年底的 19 名上升至 15 名。天津市网上医保结算金额近两千万, 平均月增长百分之五十以上。以天津为试点, 公司的品牌资源, 医院资源及医师资源有望在互联网模式下取得新突破。

定增完成, 利益一致加速外延发展。2015 年公司定增方案完成, 大股东 12 位高管以及中层管理人员通过合伙人计划实现对公司增持, 增持均价 33.59 元, 锁定期 3 年。定增完成, 各方利益一致, 外延整合有望加速。

风险提示: 应收账款风险; 丹滴增速放缓风险;

公司更新: 天赐材料 (002709)《电解液销量大幅提高, 六氟磷酸锂有望提价》2015-03-31

本次评级: 增持

上次评级: 增持

目标价: 58.50 元

上次目标价: 48.40 元

现价: 39.90 元

总市值: 4804 百万

肖洁 (分析师)

0755-23976115

xiaojie@gtjas.com

S0880513080002

周新明 (研究助理)

010-59312750

zhouxinming@gtjas.com

维持“增持”评级, 上调目标价至 58.5 元。我们上调公司 2015-2016 年的盈利预测至 0.90 元 (+0.02)、1.23 (+0.12) 元, 新增 2017 年盈利预测为 1.65 元。鉴于 2015 年以来公司电解液订单饱和、产品销量大幅提升, 给予公司 2015 年业绩 65 倍 PE 估值, 高于可比公司平均估值, 上调目标价至 58.5 元, 维持“增持”评级。

下游需求大增, 电解液销量大幅提高。据我们的调研和第一财经日报的报道, 目前国内新能源汽车核心零部件供应不足, 特别是动力电池。公司主要下游客户国轩高科、沃特马、比亚迪等企业的订单量均十分饱和。公司是国内最大的电解液供应商, 收购凯欣完成后 2015 年年底产能将超过两万吨。下游动力电池出货量的大增带来公司销量的大幅提高, 我们预计 2015 年公司电解液 (含凯欣) 销量超过万吨, 增速在 60% 以上。公司锂电材料的收入和利润占比将超过 30%, 是新能源材料投资较好的弹性标的。

六氟磷酸锂供需好转, 产品有望提价。2014 全球的六氟磷酸锂总产能约为 12000



S0880113090018

傅锴铭（研究助理）

0755-23976516

fukaiming@gtjas.com

S0880114080039

吨，由于产品价格下降较快，2015 年新增产能较少。真锂研究预计 2015 年电解液销量超过 13 万吨，对应约 1.6 万吨的六氟磷酸锂的销量，我们预计 2015 年下半年六氟磷酸锂的供给将偏紧。募投项目完成后，公司有 2000 吨的六氟磷酸锂产能（约 300 吨外卖），另外公司非公开发行建设 2000 吨产能有望在 2016 年下半年建成。六氟磷酸锂涨价将显著增厚公司业绩。我们测算，六氟磷酸锂价格上升 5000 元，增厚 EPS0.06 元。

风险提示：电解液产品竞争加剧导致盈利下滑。

公司更新：万科 A（000002）《业绩稳定增长，受益政策宽松》

2015-03-31

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：18.00 元

上次目标价：18.00 元

现价：13.82 元

总市值：152651 百万

维持增长评级。万科在众多核心城市拥有大量优质的土地储备，我们看好其在行业物理空间重新布局后的成长性。同时作为行业龙头，公司受益于货币信贷宽松实质性的持续兑现和再融资全面松绑，资产负债表边际改善最为明显，其市占率有望进一步提升。因结算进度的变化，下调 2015、2016 年 EPS 预测至 1.66（-5.7%）、1.96（-25%）元。维持目标价 18 元，对应 2015 年 PE10.8 倍，维持增持评级。

2014 年收入 1,464 亿，净利润 157 亿，EPS1.43 元，同增 4.2%，符合预期，竣工面积低于年初计划。实现营收 1,464 亿，同增 8.1%；毛利率 29.9%，净利率 10.8%，相比去年同期分别下降 1.5pc 和 0.4pc。ROE17.9%，仍保持在行业高位。在手货币资金 627 亿元，同增 41.4%。期末每股净资产 7.99 元。每 10 股派现 5 元（含税）。

销售保持稳定增长，合伙人持股计划持续进行。1）公司 2014 年销售 2151.3 亿元，同增 25.9%，市场占有率达 2.82%。2）截至 2015 年 1 月末，公司集合计划共持有股份 4.9 亿股，占总股本 4.5%，已迎来第二批员工的加入。3）海外业务持续探索，在纽约、香港和旧金山新增 3 个投资项目，有望通过合作方式提升产品和服务竞争力。

打造城市配套服务商，物管有望成为新增长点。1）公司将加大住宅业务外的投入，方向集中在消费体验地产、产业地产和地产延伸业务方面。2）公司物业合同管理面积达 1 亿平米，后续发展空间广阔。

核心风险：市场回暖或有反复；地价高企，优质资源获取难度加大

公司更新：青岛海尔（600690）《盈利能力持续提升，转型升级加速》 2015-03-31

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：28.50 元

维持 2015 年 EPS 预测，维持 28.5 元目标价，“增持”

考虑到持续减少的关联交易，我们下调 2015 年收入预测至 974 亿元（原 1022 亿元，



上次目标价: 28.50 元

现价: 25.84 元

总市值: 78707 百万

范杨 (分析师)

021-38675923

fanyang@gtjas.com

S0880513070007

曾婵 (分析师)

0755-23976520

zengchan@gtjas.com

S0880515030002

-4.7%)，但维持 EPS1.90 元预测不变。维持目标价 28.50 元，对应 2015 年 15 倍 PE 估值，“增持”。

2014 年利润增长 19.6%，盈利能力继续提升，符合预期

2014 年公司实现收入 888 亿元，同比增长 2.5%，归母净利润同比增长 19.6%至 49.92 亿元，公司毛利率同比上升 2.2pct 至 27.5%，净利率上升 1.12pct 至 7.54%，基本符合我们预期。

品牌建设更趋合理，高中低端差异化更明确

2014 年，菲雪派克+卡萨帝+海尔+统帅多层次品牌布局思路更趋完善，卡萨帝专攻中高端市场，团队、渠道独立性日益加强，四季度单季度收入增长超过 50%，这一增长趋势有望在 2015 年延续，进一步推动公司盈利能力上升。海尔、统帅品牌则进一步下沉，拉动中低端需求，提升公司整体市场份额。我们认为，更明确的差异化配置有利于优化公司资源，提升公司整体市场份额以及盈利能力。

智能化、智造化加速推进

2014 年公司大力推进网络化转型，U+云服务平台以及 U+大数据分析平台不断发展，生态圈加速成型，智能产品销量超过 100 万台/套，智能家电、U-home 收入近 30 亿元，实现十倍速发展。2014 年公司在智能制造领域获得实质性成果，已经成为我国工业 4.0 的典型应用端标杆。

风险：家电需求持续不振，导致竞争环境不断恶化。

公司更新：泸州老窖（000568）《2014 年报表调整充分，期待

2015 年反转》2015-03-31

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：29.20 元

上次目标价：27.50 元

现价：24.54 元

总市值：34411 百万

柯海东 (分析师)

0755-23976221

kehaidong013145@gtjas.com

S0880513050001

胡春霞 (分析师)

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

维持“增持”。维持 2015-16 年 EPS 预测为 1.32、1.52，继续看好公司基本面反转，上调目标价至 29.2 元(对应 2015 年 22 倍 PE，隐含华西证券股权价值 40 亿元，此前目标价为 27.5 元)，“增持”。

业绩低于预期，实则反映损益表调整充分：全年收入、利润分别 53.5、8.8 亿元，分别同比下降 49%、74%，EPS0.63 元，拟每股分红 0.8 元，仍是 A 股市场最重视股东回报的公司。其中 Q4 收入、净利分别为 5.8、-3.7 亿元，但 Q4 预收款同比、环比分别增 7.5、8.9 亿元，经营活动产生现金流净额 13.1 亿元，反映现金流量表远好于损益表。

非经常性损益导致 2014 年损益表调整充分：为维护销售渠道和老窖品牌，2015 年 3 月公司回购了产品，同比调减了 2014 年收入、净利分别为 8、4.5 亿元，预计该事项为非经常性事项，在 2015 年行业弱复苏，公司改善的大背景下，继续大幅回购概率不高，因此预计 2014 年损益表已经调整充分，为 2015 年轻装上阵打下基



S0880511010015

础。

公告 2015 年规划收入增长 45.3%，预计从 Q1 起改善可期：1）经降价、去库存、精准营销后，1573 实现触底反弹，预计 2015 年有望实现高端酒增长超过 70% 的规划目标，2015Q1 国窖 1573 销售口径已完成全年规划的 40%；2）公司年报强调直营、大数据、强化内控等一系列的营销、管理改善措施，有助于强化竞争优势，降低经营风险；3）期待 6 月份董事会能平稳换届，推动公司迎来新一轮发展。

风险分析：高端白酒价格下行风险、行业竞争加剧

公司更新：加加食品（002650）《企业所得税税率大幅下调，利好盈利提升》2015-03-31

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：17.55 元

上次目标价：14.70 元

现价：14.80 元

总市值：6820 百万

柯海东（分析师）

0755-23976221

kehaidong013145@gtjas.com

S0880513050001

吕明（分析师）

021-38675864

lvming@gtjas.com

S0880514080005

胡春霞（分析师）

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

S0880511010015

维持“增持”评级。考虑到公司被认定为高新技术企业后所得税税率由 25% 减至 15%，上调 2015-2016 年盈利预测至 0.39、0.49 元（此前预测为 0.34、0.42 元），同时考虑到公司存在较强的并购预期，上调目标价至 17.55 元，对应 2015 年 PE45 倍。

公司通过高新技术企业认定，体现公司研发能力较强。公司近几年不断加大研发投入：研发人员占员工总数比例从 2011 年的 3.6% 上升到 2014 年的 5.8%；研发费用占销售收入比例从 2011 年的 0.03% 提高到 2014 年的 1.5%。公司 2014 年新产品开发 4 件，老产品升级 36 件，完成科技攻关项目 9 项，为未来产品全面升级做好了准备。

2015 年酱油新产能释放，原酿造快速上量值得期待。原酿造和面条鲜等高端产品带动了酱油业务快速增长及盈利能力提升，2014 年两个品类占酱油收入比例达 13%，酱油业务毛利率上升 1pct 至 36.3%。原酿造 2014Q2 推出，2014 年全年收入 5000 万，目前产品已经从二三线城市的流通渠道走向了全国主要城市的商超渠道，2014 年产能接近饱和，预计 2015 年 4 月新产能投产，原酿造全年收入达 1 亿。

向大股东定向增发，表明看好公司长期发展的信心，并强化了并购预期。公司拟向大股东定增 4.5 亿补充流动资金，增发底价 10.63 元，限售期三年，预计三年后成本价 13.4 元（假设资金成本 8%），为股价提供安全边际，定增后宽裕的现金强化了并购预期。

风险提示：新产品释放低于预期、原材料价格波动、食品安全问题

公司更新：国电南瑞（600406）《王者归来，能源互联网孕育新增长极》2015-03-31

本次评级：增持

上次评级：增持

维持“增持”评级。行业层面因素导致电网/轨交投资出现波动，我们下调 2015/16 年 EPS 预测至 0.93/1.24 元（原为 1.14/1.45 元），但由于公司能源互联网业务实力出



目标价: 28.83 元
 上次目标价: 25.00 元

现价: 20.74 元
 总市值: 50376 百万

谷琦彬 (分析师)
 010-59312711
 guqibin@gtjas.com
 S0880513050004

洪荣华 (分析师)
 021-38675854
 hongronghua@gtjas.com
 S0880514080002

刘骁 (分析师)
 010-59312823
 liuxiao009336@gtjas.com
 S0880512040002

众和估值切换因素, 根据行业平均水平给予 2015 年 31 倍 PE, 上调目标价至 28.83 元 (原为 25 元)。

行业技术龙头将享受能源互联网的美味蛋糕。新电改引入市场化力量, 体制变革开启能源互联网时代, 配售电侧用户的深度参与孕育新商业模式, 大数据应用将成为潮流。公司作为智能电网高技术龙头, 在电力自动化领域已有充分布局, 将凭借入口顺势拓展到能源互联网各环节, 在海量电力大数据应用领域已领先一步。此外随着配网和微网建设提速, 公司配网自动化、新能源、节能业务也将明显受益。

电力市场交易系统是新亮点。多买多卖的交易市场的建立是能源互联网的核心, 公司下属的科东公司是国内最早开展电力市场理论研究与产品研发的企业, 近十余年来先后承担了各级电力市场交易运营系统建设, 并牵头建设全国统一电力市场技术支持平台项目, 将充分受益于市场化电力交易体系的搭建。

关注国家电网国企改革进展。国家电网工作目标中明确推动“集团整体上市”, 我们判断南瑞集团作为重中之重, 有望进一步整合上市公司平台资源, 提高国有资本控制力和运营效率 (南瑞集团体量远大于上市公司)。

风险提示: 电网公司进一步深化改革的政策风险。

公司首次覆盖: 汤臣倍健 (300146)《保健品龙头向互联网大健康龙头跨越》2015-03-31

本次评级: 增持
 上次评级: 首次
 目标价: 50.80 元
 上次目标价: 首次

现价: 41.00 元
 总市值: 29848 百万

柯海东 (分析师)
 0755-23976221
 kehaidong013145@gtjas.com
 S0880513050001

闫伟 (研究助理)
 021-38674873
 yanwei@gtjas.com
 S0880113090019

胡春霞 (分析师)
 021-38676186
 huchunxia@gtjas.com
 S0880511010015

首次覆盖建议“增持”。预计 2015-17 年营业收入增长 20%、21%、20%, 预计 2015-17 年净利润增长 21%、21%、20%, 预计 2015-17 年 EPS0.84、1.01、1.22 元。参考食品饮料及移动医疗行业可比公司, 给予公司 2015 年平均 PE61 倍, 目标价 50.8 元, 首次覆盖建议增持。

调整组织架构并充分激励, 将再次激发团队创业热情。2015 年子公司佰嘉 (单品业务)、佰悦 (线上) 将与主品牌平级, 两公司管理层分别持股 25%、30%。两公司主要管理层年富力强, 通过架构调整并充分激励, 使团队规模缩小、管理简化, 有望再次激发团队创业热情。

发力单品及线上, 有助保健品业务快速发展。汤臣倍健主品牌通过终端精细化, 未来有望实现稳健增长; 佰嘉第一个单品健力多通过聚焦骨骼健康、采用单独团队及渠道运作取得高速增长, 近期推出的贵细药材保健品牌无限能有望复制其成功; 公司在线上布局子品牌十二篮 (体重管理)、每日每加 (全品类) 和健乐多 (运动营养), 解决原有渠道冲突。未来 3 年佰嘉和佰悦有望实现 100% 以上收入 CAGR。

积极布局移动医疗等大健康业务, 具期权价值。公司将积极参股布局大健康业务, 若项目运作成功可考虑增加持股比例至控股。公司新参股的移动医疗公司由原阿里健康 COO 张守川主持, 部分股东之前为医生, 团队资源丰富, 预计 4 月将推出移

动医疗平台，值得期待。

催化剂：公司有望推进海外保健品龙头收购，打造品牌联合国。

核心风险：保健品行业竞争加剧风险；移动医疗运作低于预期的风险。

公司更新：双塔食品（002481）《高端豌豆蛋白快速增长，全年放量确定性提升》2015-03-30

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：31.00 元

上次目标价：28.70 元

现价：25.27 元

总市值：12770 百万

柯海东（分析师）

0755-23976221

kehaidong013145@gtjas.com

S0880513050001

闫伟（研究助理）

021-38674873

yanwei@gtjas.com

S0880113090019

胡春霞（分析师）

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

S0880511010015

Q1 业绩符合市场预期，维持增持。公司预告 2015Q1 净利润 4573.38 万元-5145.05 万，同比增 60-80%，预计 Q1 主营收入增长 15-20%。维持 2014-16 年 EPS 预测 0.3、0.5、0.82 元；豌豆蛋白放量确定性提升，上调目标价至 31 元（前次预测 28.7 元），对应 2016 年 38 倍 PE。

豌豆蛋白快速增长显示终端接受度良好，全年快速放量确定性提升。渠道调研了解到 2015 年来贸易商对公司高端豌豆蛋白订单需求饱满，公司开拓直销客户顺利，已向雀巢进行初期供货，预计 Q1 高端豌豆蛋白销量 2000-2500 吨、增 20%左右，显示公司豌豆蛋白获美国 FDA 认证后终端接受度持续提升。近期渠道调研了解到汤臣倍健有望推出含豌豆蛋白的蛋白粉产品，印证豌豆蛋白替代大豆蛋白的行业逻辑，我们认为公司高端豌豆蛋白全年实现放量增长的确定性提升。

预计 Q1 粉丝收入增 15-20%，后续有望挖掘品牌价值提升市占率。受春节错位影响，预计 Q1 粉丝收入增长 15-20%。2015 年公司有望提高粉丝检验标准，提升粉丝质量，此外公司“龙口粉丝传统制作技艺”被列入国家级非物质文化遗产代表性项目后，有望通过挖掘品牌价值持续提升市占率。

公司后续有望完善激励措施，提升经营潜力。目前除董事长直接和间接持有公司 13%的权益外，其余高管所占权益比例均很小。预计公司后续有望完善激励措施，提升经营潜力。

核心风险：豌豆蛋白订单不达预期；食品安全问题发生的风险。

公司更新：积成电子（002339）《能源互联网与电改龙头》2015-03-30

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：27.00 元

上次目标价：27.00 元

现价：23.45 元

总市值：8885 百万

上调目标价，增持。2014 年软件所得税返还下降，但同时能源互联网和电改快速推进，我们调整 2014-16 年 EPS 至 0.34/0.60/0.79 元（原为 0.42/0.60/0.70 元），根据行业平均的估值水平给予 2015 年 45 倍 PE，上调目标价至 27 元（原为 16.5 元），增持。

贴近用户侧，搭建能源互联网生态系统，受益于电改加速推进。我们认为公司的核



谷琦彬（分析师）

010-59312711

guqibin@gtjas.com

S0880513050004

刘骁（分析师）

010-59312823

liuxiao009336@gtjas.com

S0880512040002

洪荣华（分析师）

021-38675854

hongronghua@gtjas.com

S0880514080002

心竞争力体现在技术、客户积累和海量数据三方面。公司对网络通讯、自动化控制、设备监控及远程在线监测、继电保护、地理信息系统等技术理解深厚，常年的智能电网和其他领域的自动化建设使得公司积累了大量优质客户资源及海量数据，有利于其在用户端搭建能源互联网生态系统。公司从事智能配用电多年，电改支持放开售电和配电侧，一方面能为公司带来增量设备和系统订单，另一方面有助于公司向用电服务和售电领域进军。

以先进电网自动化技术为依托，成功开拓其他领域体现出业务延展性。公司将电网自动化技术成功拓展到其他下游市场，包括全国智慧能源云平台、城市燃气 SCADA、水务城市控制中心系统、企业能源管理中心系统、水利普查及水利信息化系统、位置信息解决方案。

风险提示：电改或造成短期行业投资波动，下游电网外市场开拓缓慢。

公司更新：恒逸石化（000703）《PTA 拐点初现》2015-03-30

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：14.20 元

上次目标价：11.50 元

现价：10.94 元

总市值：12620 百万

肖洁（分析师）

0755-23976115

xiaojie@gtjas.com

S0880513080002

傅锴铭（研究助理）

0755-23976516

fukaiming@gtjas.com

S0880114080039

业绩符合预期，维持增持评级，上调目标价。由于油价下跌和 PTA 产能过剩，2014 年公司营业收入同比下滑 8.7%，全年亏损 3.5 亿，符合预期。下调 2015-2016 年 EPS 至 0.24 元、0.71 元（原为 0.43/0.76，PTA 2015 年盈利好转不及预期）公司预计 2015Q1 EPS0.01-0.05 元，将实现扭亏，我们认为 2015 年 PTA 行业拐点初现，2016 年实现反转，按照行业内可比公司 2016 年平均 20 倍 PE，上调目标价至 14.2 元。

涤纶景气上行，涤纶最先受益，PTA 长期低迷后的拐点初现。（1）2015 年涤纶盈利能力确定性好转，公司拥有 180 万吨涤纶长丝产能，价差每扩大 100 元增厚 EPS0.12 元；（2）2014-2015 年亚洲 PX 产能巨量投放，2015 年上游 PX 的宽松和下游涤纶的景气将带给 PTA 厂议价能力的增加；（3）2016 年 PTA 产能扩张结束，2016 年后 PTA 盈利水平将迎来实质性好转。公司拥有 600 万吨 PTA 权益产能，价差每扩大 100 元增厚 EPS0.32 元；（4）中长期来看，小装置 PTA 没有经济性会逐步退出。连续 3 年低迷小装置企业已不堪重负，近期已有企业暴露破产风险。我们计算 60 万吨以下 PTA 装置占比 12%，100 万吨以下占 25%，如有产能退出，对 PTA 企业会是雪中送炭。

积极探索“互联网+”经营模式。涤纶下游客户分散，供应链效率不高，且中小企业有融资难、贵等问题。公司 2015 年计划积极探索互联网多边营销模式和金融服务平台，我们认为有助于提升产销效率。

风险提示：纺织行业低迷；PTA 产能退出不及预期。

公司首次覆盖：亚太股份（002284）《汽车安全电子产品获得突破》2015-03-30

本次评级：增持

首次覆盖，给予“增持”评级。预测 2015-17 年 EPS 分别 0.66、0.85、1.03 元，同



上次评级: 首次

目标价: 31.00 元

上次目标价: 首次

现价: 23.08 元

总市值: 8511 百万

王炎学 (分析师)

010-59312757

wangyanxue@gtjas.com

S0880514040001

崔书田 (分析师)

021-38674703

cuishutian@gtjas.com

S0880512080004

孙柏蔚 (研究助理)

021-38674924

sunbaiwei@gtjas.com

S0880114080008

比增长 39%、28%、21%。公司汽车电子产品将陆续实现产业化,传统制动器进入大众 MQB 平台。首次覆盖“增持”评级,参考汽车制动及汽车电子可比公司估值,给予 2015 年 47 倍 PE,对应目标价 31 元。

汽车安全电子产品陆续实现产业化。电子控制是汽车制动系统的发展方向,公司近年来加大投入,推进电子产品的开发和系统集成,缩小与跨国企业的差距。预计公司防抱死刹车系统 (ABS) 2015 年供货量将翻番至 20 万套。电子驻车系统 (EPB) 已获得多个车厂配套资格,预计 2016 年募投项目投产。汽车电子稳定控制系统 (ESC)、能量回馈式电动汽车制动防抱死系统 (EABS) 也已具备产业化条件。

传统制动产品进入大众 MQB 平台。公司是汽车制动系统的一级供应商,配套车型以乘用车为主、商用车为辅,目前客户以自主品牌为主、合资品牌为辅。公司已中标大众 MQB 平台盘式制动器项目,将配套一汽大众、上海大众大部分产品,未来还可能供应大众海外项目,大众 MQB 平台将为公司传统制动产品贡献重要增量。

催化剂: 汽车电子产品获得新增配套资格。

风险提示: 汽车电子产品产业化进度低于预期。市场竞争加剧风险。

公司更新: 安琪酵母 (600298)《酵母业务效益提升,期待净利率改善》2015-03-30

本次评级: 增持

上次评级: 增持

目标价: 30.50 元

上次目标价: 24.90 元

现价: 24.63 元

总市值: 8119 百万

柯海东 (分析师)

0755-23976221

kehaidong013145@gtjas.com

S0880513050001

吕明 (分析师)

021-38675864

lvming@gtjas.com

S0880514080005

胡春霞 (分析师)

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

S0880511010015

维持增持评级。考虑未来两年收入规划低于此前预测,下调 2015-16 年盈利预测至 0.65、0.83 元 (此前预测 0.71、0.91 元),考虑到酵母业务净利率逐步提升,给予 2016 年 2 倍 PS,上调目标价至 30.5 元。

旺季延后+糖蜜价格上涨+糖业亏损致业绩低于我们预期。2014 年收入 36.54 亿 (+17.1%),归母净利 1.47 亿 (+0.5%), EPS0.45 元; 2014Q4 收入 9.94 亿 (+1.8%),归母净利 2370 万 (+73.8%)。1) 2015 年春节较晚,旺季延后使 2014Q4 收入仅有小幅增长,宜昌市国资委官网报道安琪集团 2015 年 1 月收入同比增 96.4%,如果考虑 2014Q4+2015Q1,预计收入同比增速在 10%左右。2) 糖蜜价格上涨使酵母业务毛利率下降 0.7pct 至 30.8%。3) 制糖业务共减少公司利润 6329 万,拖累了公司业绩,如仅考虑酵母业务,净利润增 34.2%。

预计糖蜜价格有下跌空间,白糖价格开始反弹。1) 目前糖蜜价格在 910 元/吨左右的高位,糖蜜主要用途是制作工业酒精,2015 年以来玉米及木薯酒精价格持续下跌,预计糖蜜价格会下跌。2) 2014 年 12 月开始,白糖价格开始反弹,预计公司制糖业务 2015 年亏损减少。

净利率处于低点,未来几年业绩改善弹性大。公司业务重回 B2B 主业后,酵母业务收入已恢复较快增长,出口业务、YE 等成为推动公司收入增长的新动力; 2014 年酵母业务净利率上升 0.7pct 至 4.9%,预计随着收入恢复、费用率下降,公司酵母

业务净利率会进一步提高。

风险提示：糖蜜价格大幅上涨，白糖价格大幅下跌，食品安全问题

公司更新：金宇集团（600201）《口蹄疫高增长，招采体制改革值得期待》2015-03-30

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：69.00 元

上次目标价：69.00 元

现价：56.09 元

总市值：16034 百万

王乾（分析师）

021-38676675

wangqian@gtjas.com

S0880515020001

年报业绩略超之前预期，上调目标价至 69 元，维持“增持”评级。公司口蹄疫领域优势突出，卓越产品力支撑大型猪场直销高速增长，2014 年直销苗继续翻倍，圆环、布病、BVD+IBR 等新品值得期待，预计 2015-16 年 EPS 分别为 1.97（+0.18）元、2.54（+0.12）元，同比分别增长 36%、29%。参考行业平均估值以及公司成长性，给予公司 2015 年 35 倍 PE，上调目标价至 69 元，维持“增持”评级。

直销苗收入大增 108%，毛利率提升 5.6 个百分点。2014 年公司实现营业收入 10.63 亿，同比增长 58.3%，其中生物制品业务收入 10.23 亿，同比增长 62.4%。实现归母净利润 4.04 亿，同比增长 61.2%，EPS1.43 元。分红预案：每 10 股派 3 元（含税）。估算 14 年公司直销苗、招采苗收入分别约为 5.4/4.9 亿，同比增长 108%/37%。受益产能利用率提升以及产品结构优化，14 年毛利率同比大幅提升 5.6 个百分点达 76.2%。

口蹄疫技改扩产完成，扬州优邦完成悬浮改造。2014 年公司口蹄疫产能技改扩产完成，突破产能瓶颈，抗原产能实现翻倍。扬州优邦完成悬浮工艺改造，新建禽苗产品线投产。

精品化战略，重点关注布病、圆环、BVD+IBR。公司坚持精品化战略，后续储备品种包括布鲁氏杆菌病疫苗、猪圆环疫苗、BVD+IBR、伪狂犬疫苗等。

风险提示：政策风险、新品进度低预期、质量风险等

公司更新：兖州煤业（600188）《独树一帜参股金融，看好协同效应》2015-03-30

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：18.00 元

上次目标价：13.50 元

现价：15.35 元

总市值：75497 百万

吴杰（分析师）

021-38674941

维持公司增持评级。兖州煤业 2014 年实现营业收入 639 亿，归母净利润 23 亿，同比分别上升 9%和 80%，实现 EPS0.46 元，低于我们之前预期，主要因为公司四季度成本较前三季度增加较多。全年看，公司降本增效仍优于多数同类公司，且在新的年度计划中提到会继续节约成本，因此，我们上调公司 2015-2017 年 EPS19%、29%、0%至 0.50、0.53、0.62 元。虽然目前煤炭行业平均 PB 仅 1.5 倍，但公司盈利大幅好于其他多数煤炭公司，且在 2014 年全行业盈利大幅下滑的同时，盈利还能取得大幅正增长，我们给予公司 2015 年 2.2 倍 PB，上调目标价至 18 元，维持增持评级。



wujie@gtjas.com

S0880514070008

史江辉（分析师）

0755-23976523

shijianghui@gtjas.com

S0880514030005

2015 年公司最新看点：1、继续参股金融，继续利用金融行业创造有利自我的协同效用。计划收购兖矿集团 100%持股的上海中期货公司 33%的股权，除此外，兖煤股份在 2014 年年底前还收购了齐鲁银行 2.46 亿股的股份。2、山东国企改革有可能加速，由于山东国资委主任可能变化，前期山东国企改革进程一直较慢，2014 年年底人选新定，山东的国企改革速度有可能加快。

公司 2014 年盈利好转主要来自成本下降和资产减值损失减少。2014 年公司主动减产，商品煤产量同比略减至 6689 万吨，综合煤价下跌 9%至 476 元/吨，收入下降约 40 亿；吨煤成本下降 5%，成本下降 32 亿；财务成本和澳洲公司资产减值损失减少导致费用再减少 20 亿。我们认为后两项成本下降超出多数投资者预期。

风险提示：国企改革进度低于我们预期，公司降本增效结果并不显著。

公司更新：徐工机械（000425）《业绩低于预期 后续变革更精彩》2015-03-30

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：17.50 元

上次目标价：17.00 元

现价：15.30 元

总市值：36130 百万

吕娟（分析师）

021-38676139

lvjuan@gtjas.com

S0880511010047

常微（研究助理）

021-38674937

changwei014300@gtjas.com

S0880114090009

王浩（分析师）

0755-23976068

wanghao013539@gtjas.com

S0880513090004

点评：公司 2014 年实现收入、归母净利润为 233、4.13 亿元，同比分别下滑 17.14%、74.2%，实现 EPS0.19 元，每 10 股分红 0.6 元。受行业需求低迷影响，业绩低于预期，但市场份额却实现逆势上涨。不考虑徐工基础以外的资产注入，维持 2015-17 年 EPS 为 0.271、0.339、0.41 元；若考虑徐工基础以外所有公告资产全部注入，则 2015-17 年 EPS 为 0.273、0.341、0.413 元。基于公司将显著受益于一带一路建设及国企改革的预期，目标价由 17 元上调至 17.5 元，维持增持评级。

“一带一路”利好不断，公司出口显著受益。①28 日三部委联合发布“一带一路”愿景与行动文件，截止 28 日亚投行“朋友圈”增至 42 个，“一带一路”倡议持续往前推进。②中国基础建设的成功，是我国工程机械行业的最好宣传，“一带一路”的推进势必为工程机械龙头的出口带来实质性利好。③徐工机械系出口优势企业，在海外设有工厂、服务中心、研发中心等，“走出去”准备充分，将显著受益“一带一路”。

国企改革逐步实施，期待后续更精彩。①2015 年 2 月 27 日公司公告集团核心员工将通过资产管理计划间接持有公司股票。该股权激励力度远小于三一重工、中联重科，不利于公司在行业低迷和激烈竞争中胜出，判断此为其国企改革第一步。②考虑江苏省和徐州市国资委关于竞争性行业的改革态度非常市场化，预计公司后续改革更精彩，更能为企业带来实际改善。

催化剂：一带一路带动出口、国企改革推进、国家出台稳增长政策。

风险因素：行业持续低迷的风险。

公司更新：万年青（000789）《盈利能力仍存下行压力》



2015-03-30

本次评级: 增持

上次评级: 增持

目标价: 19.00 元

上次目标价: 13.00 元

现价: 16.86 元

总市值: 6894 百万

鲍雁辛 (分析师)

0755-23976830

baoyanxin@gtjas.com

S0880513070005

邓云程 (分析师)

0755-23976659

dengyuncheng@gtjas.com

S0880515030003

维持“增持”评级: 公司 2014 年实现收入 66.83 亿元、归母净利润 5.50 亿元, 分别同比增长 8.15%、25.44%, EPS 为 1.34 元, 符合预期。考虑 2014Q4 吨毛利下滑幅度扩大且 2015Q1 趋势延续, 预计 2015-2017 年 EPS 分别为 1.48、1.63(下调 0.12、0.20 元)、1.80 元, 根据 2015 年行业可比估值 13 倍, 目标价 19 元, 维持“增持”评级。

销量的小幅增长或将延续: 2014 年收入增长主要来源于销量的增长, 水泥及熟料均价同比下跌 3.7 元/吨, 销量增速为 8.72%, 得益于都 4800t/d 新线的 6 月点火, Q4 公司销量同比增速达 16%, 另外, 江西城镇化率较低, 2014 年江西地区水泥产量同增 6.32%, 高于全国增速 (1.8%)。我们预计 2015 年年销量 2632 万吨, 同比增长 7%。

吨毛利存下行压力, 但费用控制依然得力: 2014 年吨毛利同比上涨 1.5 元/吨达 58.9 元/吨, 吨毛利自 Q3 吨开始同比下跌, 当季跌幅为 2 元/吨, Q4 扩大至 10 元/吨, 预计 2015Q1 同比下跌约 25 元/吨, 下半年或随经济见底缓升。因产能利用率高位运转, 2014 年期间费用约 25 元/吨——依然维持 2013 年的较好水平, 与业内一流的海螺齐平。

商混步伐加速, 产业链延伸探索持续: 公司 2014 年新增商混 410 万方, 全年销量为 411.6 万方, 销量同比增长 10%, 毛利率下跌 3 个百分点达 26.2%, 但商混的盈利能力依然明显好于同侪, 我们判断公司在产业链延伸上的探索步伐依然持续。

风险提示: 固定资产投资增速低于预期, 煤炭价格快速上涨。

伐谋-中小盘新三板双周报:《新三板挂牌审批与反馈意见将实时公开》2015-03-30

郭睿哲 (分析师)

021-38674945

guoruizhe@gtjas.com

S0880513080020

孙金钜 (分析师)

021-38674757

sunjinju008191@gtjas.com

S0880512080014

非上市公众公司行政许可反馈和审核意见 4 月 1 日起实时公开

证监会将采取实时公开的方式公开反馈意见和审核意见, 进一步提高非上市公众公司行政许可审核透明度。审批流程的全公开使信息披露延伸至挂牌前, 有助于新三板市场化程度的进一步提升。聆讯会的设立是注册制推进的实质一步。我们认为注册制推进是新三板与主板或创业板之间转板通道建立的前提, 大概率 2015 年注册制方案将正式披露, 有助于提升市场对新三板优质公司转板的预期。另一方面, 主板注册制的事实意味着未来三大交易所将处于市场竞争的格局, 争夺优质企业的挂牌。

周成交额超过 60 亿元, 达到年初的 10 倍

本期两周时间做市指数分别上涨 10.3%与 9.2%, 做市指数收盘达到 1895.88 点。新



三板成交额持续大幅放大，3 月最后一周成交额达到 65.2 亿元，环比增长约 50%，做市与协议转让成交额双双大幅增长。目前做市成交额占总成交额比例维持在约 60%。本期新增 38 家企业转为做市交易，新三板做市企业总数达到 223 只。

融资大幅提升，中科招商计划募资 50 亿元

本期新三板企业共发布 121 笔定增预案，计划融资 108 亿元，其中中科招商公布定增预案，计划募资 50 亿元。剔除中科招商的大额募资，本期募资规模仍有大幅增长。本期共完成 49 笔定增，共募资 42.8 亿元，其中包含中科招商募资 18.5 亿元。处中科招商募资之外，平均每笔募资约 5074 万元。

企业挂牌速度有所放慢

本期共挂牌 45 家公司，挂牌速度放慢。2015 年共挂牌 567 家企业，新三板挂牌企业总数达到 2144 家。本期新挂牌家企业平均规模 1.5 亿元，收入规模较大的企业挂牌数量增加，2015 年以来工业类企业明显提升，数量超过信息技术企业。

事件点评：《大宗减持策略暗示市场风口或将来到消费医药》

2015-03-30

刘正捷（分析师）

0755-23976803

liuzhengjie012509@gtjas.com

S0880514070010

刘富兵（分析师）

021-38676673

liufubing008481@gtjas.com

S0880511010017

赵延鸿（分析师）

021-38674927

zhaoyanhong@gtjas.com

S0880515030004

3 月大宗减持策略标的以消费医药股为主，或暗示短期市场风口将有所扩散。3 月大宗减持策略股票池新增股票以消费医药股为主，如东阿阿胶、片仔癀、上海家化、云南白药等，我们认为这可能暗示市场风格将转向消费医药。原因：逻辑上，大宗减持策略通过观察市场信息优势者行为来选择投资标的，因而其行业属性一定程度上能帮助对市场未来风格做出判断；同时，策略要求标的相较于过去两年涨幅较小，而行业轮涨又是牛市的典型特征，尤其是在存量博弈之下。从历史数据分析，策略所持股票在 2014 年 10、11 月时曾全面转向有色、地产、机械、石化等周期性行业，成功抓住了年末周期股行情；在 2015 年初转向小盘股，从而能在 2、3 月连续 7 周盈利，累计收益屡创新高。

3 月下旬大宗减持策略继续高奏凯歌，两周累计盈利超过 13%，未来需提防政策风险。大宗减持策略累计收益加速上升，两周收益分别为 6.81% 和 6.27%，截至 3 月 27 日，年化收益达到 137.24%。若剔除大盘股，策略收益更佳，两周收益分别为 7.24% 和 6.63%，累计年化收益达到 149.68%。策略持仓偏小盘，“博元投资”事件可能会对加大策略短期收益波动。

3 月下旬 PEAD 策略收益稳步提升，好于历史平均水平。截至 3 月 27 日，策略已平仓 26 只股票，平均收益 19.3%，相对收益 11.05%；策略池全部 71 只股票平均收益 21.72%，相对万得全 A 收益 9.23%。

受牛市环境影响，3 月下旬定增解禁做空策略表现依旧一般，但对冲后效果较佳。3 月上旬，策略共有 6 只可操作标的，截至 3 月 27 日，有 4 只标的平仓，其平均对



冲收益为 4.93%，做空收益为-1.07%。4 月上旬策略新增两只可操作标的。

债券日报：《政策雪中送炭，债市雪上加霜》2015-03-31

徐寒飞（分析师）

021-38674711

xuhanfei013284@gtjas.com

S0880513060001

刘毅（分析师）

021-38676207

Liuyi013898@gtjas.com

S0880514080001

高国华（研究助理）

021-38676055

gaoguohua@gtjas.com

S0880114060045

【每日观点】政策雪中送炭，债市雪上加霜。昨日资金面维持在相对宽松的水平，但现券市场出现了大幅调整，非国开 1 年期品种出现了超过 20bp 的上行，而 10 年期金融债上行幅度则上行了 5-8bp，而信用债调整幅度继续大于利率债，信用利差显著走扩。

春节之后利率债持续调整，我们认为调整可以分为三个阶段：第一个阶段为降准降息等宽松政策兑现之后的获利回吐时期，主要表现在宽松政策出台之前收益率已经出现大幅下行，但降准降息之后收益率不降反升；第二个阶段为供需矛盾导致的利率债调整。一方面，1 万亿存量政府债务置换将直接加大利率债供给压力，而信用债方面，则面临 3 月份供给季节性回升以及前期被压制的城投以及房地产债的放量。目前债市正处于第二阶段后半期；第三阶段为基本面预期修正引发债市继续调整，近期一系列稳增长政策出台，博鳌论坛发布一带一路规划，房地产下调首套和二套房首付比例同时二手房营业税免征期限从 5 年减短为 2 年，虽然当前经济数据持续下滑，但在稳增长力度逐渐增强的背景下，基本面预期将逐渐发生反转，从而带动债市继续调整。

稳增长发力，利空在兑现。人民银行、住建部、银监会联合发布关于个人住房贷款政策有关问题的通知，将二套普通自住房贷款首付下调至 4 成，公积金首套普通住房贷款利率下调至 2 成、二套普通自住房首付比例下调至 3 成。同时财政部和税务总局下发关于调整个人住房转让营业税政策的通知，自 3 月 31 日起将二手普通住房免征营业税的年限要求自购买 5 年以上大幅放宽至 2 年以上。对于此，我们观点如下：（1）地产调控政策大幅放松在预料之中，稳增长政策持续发力，债市利空继续兑现。一方面，调控政策放松，托底房市和经济基本面，抬升风险偏好，打击债市情绪；另一方面，稳增长政策脱虚向实，修正前期透支的宽松货币预期，且政策后续预计仍将发力和持

策略月报：《继续下跌，“债”难相爱》2015-03-30

徐寒飞（分析师）

021-38674711

xuhanfei013284@gtjas.com

S0880513060001

张莉（分析师）

010-59312705

zhangli014203@gtjas.com

S0880514070007

策略回顾与前瞻：继续下跌，“债”难相爱。二季度债券市场面临的利空很可能会逐一兑现，包括利率市场化加速、供给超出预期回升、货币政策维稳、刺激增长政策加码以及宏观面在融资改善下出现环比修复等等，在债券市场的调整从“预期”到“实际”的过程中，调整尚在第一阶段之时，切忌固守牛市思维，“债”难相爱。

基本面与政策分析前瞻：

（止跌企稳，暖意蓄积：宏观判断。一季度经济低位开局，但积极因素正在积累；改革提速，财政发力，精彩在二季度。预计 3 月工业增加值小幅反弹至 7%，出口回落，投资反弹，消费持平，总需求平稳，信贷维持高位。



(同比反弹，仍处低位：通胀形势。预计 3 月 CPI 环比小幅反弹至 1.5% 附近；工业品价格整体趋稳，PPI 环比跌幅收窄至 -4.6% 附近。

(当下代表未来：政策观察。财政政策没等来“QE”，却等来债务置换扩容；资本项目开放加速，大类资产配置迎接立体时代。

机构行为：

需求分化，大行撤退，城商行与理财接棒。大行需求转淡，城商行、农商行接力；理财带动需求反弹，但增量放缓；证券加仓，保险机构继续平淡。

债券月度策略：

(市场比较：股强债弱，债券收益率大幅上行。信用利差保护空间扩大。

(利率策略：最坏的时刻尚未到来。调整风险尚未释放完毕，供给放量仍是隐患。流动性干扰持续，风险偏好走强，对中长期品种保持谨慎，建议重视流动性管理，采取防御策略，等待收益率调整至较高安全边际位置。

(信用策略：回避供需压力，放慢节奏从容配置。主要矛盾源于供给阶段上升和利差过窄下的需求束缚，而并非信用风险主导利差走扩。预计供需压力推动收益率上升一定幅度（比如城投债从目前 6% 上升 50bp 至 6.5%），信用债将重新打开息差空间，吸引配置需求。具体操作建议放慢节奏，一级市场从容配置，暂向短端倾斜获取短融滚动供给压力上升下的超额收益。

(转债策略：股性估值过高压制转债上涨空间，波段操作为主。后续转债市场难有大机会，但可选标的数量过少使得难以深度调整，波段操作最佳。由于 3 月以后年报披露窗口开启，需关注引发的投资机会和陷阱。标的方面，给予民生、浙能、洛钼、深燃、深机、格力、冠城、电气、歌华转债“增持”评级。

行业比较数据库：《国泰君安策略行业比较数据库第 11 期》

2015-03-31

王德伦（分析师）

021-38674752

wangdelun@gtjas.com

S0880514050002

张晓宇（研究助理）

021-38676911

zhangxiaoyu@gtjas.com

S0880115030047

乔永远（分析师）

021-38675862

本月行业配置观点：

年初以来，基于基本面和政策预期的逐步转暖，我们提出市场风险偏好提升、“大分化”判断。目前看，这一乐观预期仍然在逐步蔓延和强化的过程中。站在当前我们认为，风险偏好进一步提升仍将驱动市场中成长性行业和政策性主题的爆发，趋势性机会也会持续。2015 年 3 月 26 日创业板指数大幅下挫，我们认为本次调整是市场此前快速上涨后的正常波动，不会带来风格转变。我们维持“大分化”的观点，认为大盘趋势性机会概率偏小，成长股估值仍将维持较高的水平。



我们推荐在新成长逻辑下受益的行业，驱动逻辑由三条主线构成，第一，工业化与互联网的融合、商业模式驱动与创新驱动共同催生的工业互联网，受益行业包括通信（受益标的包括佳讯飞鸿、中恒电气、光环新网、东土科技、东方国信）、电子（汉威电子、锦富新材、银河电子）、计算机（开元仪器、汉得信息）、机械（美亚光电、华中数控）以及电气设备新能源（积成电子）。第二，由政府驱动叠加创新驱动、制度红利释放最为受益的大环保，包括环保（雪迪龙、凯迪电力、碧水源）、环保设备（新界泵业）、新能源及新能源汽车（胜利股份、彩虹精化、爱康科技、东源电器、多氟多）等。第三，由互联网与改革共同带来的传统行业转型升级的机会，受益行业包括家电中的黑电（海信电器、TCL 集团）、汽车（风帆股份）、农业（海大集团）和医药（泰安堂）。

我们认为价值性板块不会出现趋势性、系统性的机会，但可能出现转型的预期，更多体现为行业机会的快速轮动。政府赤字率提升后对稳增长政策预期的提升，实体经济流动性边际上向相对宽松方向的变化，叠加经济增长企稳、世界经济筑底、美元阶段性见顶、部分大宗商品跌至成本线供给收缩等因素，接下来可能出现轮动机会的行业可能体现为农业、煤炭、有色和钢铁等的阶段性机会。

本月重要数据点评：

大消费类：2015 年 1-2 月份，社会消费品零售总额 47993 亿元，同比名义增长 10.7%（扣除价格因素实际增长 11.0%）。其中，限额以上单位消费品零售额 21840 亿元，增长 8.1%。CPI 短期低位探底，PPI 同比降幅扩大，环比降幅收窄，但通缩迹象仍不乐观。2 月 CPI 同比上涨 1.43%，较 1 月上升 0.6 个百分点，2 月份核心 CPI 同比为 1.6%，1-2 月核心 CPI 同比为 1.4%，比 2014 年底略有回升，说明物价企稳基础尚可。2 月 PPI 同比下降 4.8%，环比降 0.7%，环比降幅较上月收窄 0.4 个百分点；主要原因在油价的影响。由于 2 月以原油、铜、铁、煤、大豆等为代表的大宗商品价格低位反弹，3 月 PPI 也有望低位反弹，但需求弱叠加美元强，通缩压力仍存。同时，自 2014 年 5 月起 RPI 当月同比数据连续下跌，在 2015 年 1 月 RPI 当月同比增速继 2009 年 10 月之后首次跌至负值，达 -0.4%，2 月份继续维持负值，但跌幅有所收窄，为 -0.06%，且环比有所回升，为 0.85%。

周期制造类

上游：2015 年 2 月欧佩克原油产量 30222 千桶/天，环比下降 0.1%；WTI 原油期货结算价触底回升，回至 50 美元/桶上下，近期需关注地缘政治的影响。LME 总库存铝继续下降，铜、锌和铅企稳回升。LME 三个月期货铜价格在 2015 年 1 月 29 日触底 5369 美元/吨，近期快速回升至 6110 美元/吨（截止 2015 年 3 月 25 日）。同时，



澳洲 BJ 动力煤现货价触顶回落至 64.7 美元/吨。而国内动力煤和焦煤的期货收盘价（活跃合约）小幅下行，目前价格分别为 439 元/吨和 694 元/吨（2015 年 3 月 25 日）。

中游：主要城市钢材热卷、螺纹钢、线材、冷轧等库存近期有所回落，同时钢材综合价格指数跌后企稳在 74.19（2015 年 3 月 20 日）。2014 年棉价下跌和补贴缩水将促使棉花种植面积下降，我们预计棉花价格将在 2015-2016 年企稳反弹，棉价的上升将带动涤纶涨价。涤纶 FDY 中纤价格指数在 2015 年 1 月 15 日触底 6900 点后持续上涨至 8800 点后有所回落，现在为 8500 点（2015 年 3 月 25 日）。中国玻璃价格指数和中国玻璃市场信心指数总体上延续弱势，上游成本价格下降虽有利于部分降低企业成本，但目前市场反应较小。

下游：2015 年 3 月 7 日至 2015 年 3 月 13 日，房地产本周整体环比上升 18%，其中一线城市上升 18%，二线上升 19%，三线上升 16%。同比整体同比升 6%，其中一线升 8%，二线升 4%，三线升 9%。2015 年 1 月汽车当月产量 228.7 万辆，环比微降 0.07%，同比大涨 11.47%；由于节日因素，汽车当月销量环比大幅下降为 159.3 万辆，环比下降 31.3%，同比下降 0.2%。其中，商用车产销量继续下滑，当月产量为 21.9 万辆，同比下降 26.7%，当月销量为 19.6 万辆，当月同比下降-30%。

伐谋-中小盘信息更新：汉王科技（002362）《三大举措改善业绩 智能识别奠定龙头——2014 年报点评》2015-03-31

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：38.00 元

上次目标价：25.40 元

现价：32.13 元

总市值：6879 百万

孙金钜（分析师）

021-38674757

sunjinju008191@gtjas.com

S0880512080014

刘易（研究助理）

021-38674878

Liuyi014913@gtjas.com

S0880115030057

● 维持“增持”评级并上调目标价至 38 元。2014 年是新总经理执掌第一年，从精简电纸书业务、母子公司专业化经营，到管理层激励显示出新治理模式正在形成，业绩改善明显，符合预期。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.19 元/0.41 元/0.61 元。维持“增持”评级并上调目标价至 38 元，上调逻辑在于模式识别为核心的下游应用需求持续发酵。

● 专业化经营、管理层激励和新业务拓展扭转公司亏损局面。2014 年，公司实现营收和归属母公司净利润分别为 3.54 亿元、1065 万元，同比增长 27.10%和 104.92%，业绩增速符合预期。公司将聚焦主营划分到子公司实现专业化独立经营，责任到人的同时配合上子公司管理层激励凝聚战斗力，使各板块业务收入同比大幅增长。公司一方面将以汉王王国粹为代表根基业务搬到线上，注重京东等电商渠道的管理，一方面塑造以汉王蓝天为代表的新业务增长点，将智能识别向其他有广阔市场需求的领域延伸。

● 模式识别核心技术与云服务的结合，奠定智能识别服务提供商龙头地位。公司之前主要是 2C 业务，目前逐步转向 2B 的行业企业应用，包括 OCR 识别金融行业应用、人脸识别安防行业应用、票据识别政府行业应用等，并结合在线云服务的全新



商业模式，有望成为移动互联时代模式识别云服务专业提供商。其中我们认为人脸识别在金融安全和安防刑侦领域的应用将成为公司未来发展的重大亮点。

- 催化剂：人脸识别安全认证得到监管层认可；公有云用户达百万量级。
- 核心风险：行业应用解决方案渗透进度低于预期。

策略：《再也找不到拥抱的理由》2015-03-31

徐寒飞（分析师）

021-38674711

xuhanfei013284@gtjas.com

S0880513060001

事不过三，扛过了元旦，扛过了春节，没有扛过春天。2 月底开始，以一级市场利率上行为标志，债市开始调整步伐，相比年内最低水平上升超过 30bp。

风口仍然在股票市场。在增长企稳，通胀偏低的时候，股票是大类资产（包括债券、货币、商品以及股票）中的优势资产，能够取得超额收益。

流动性不会特别充裕。除了结构性因素推高资金成本以外，股票市场的供给大幅上升（IPO、定增以及后期的注册制，新三板市场的火爆）也将分流资金。此外，人民币汇率形成机制的变化（央行减少日常干预，汇率将更多的反映市场预期）会改变海外投资者套息交易的预期回报率，也不利于短期流动性。

当前收益率对主力配置盘来说缺乏吸引力。整条利率债收益率曲线几乎都在市场资金成本以下，这导致需要预期收益率有足够幅度下行，才能覆盖资金成本以及完成预期回报率目标，显然对主力配置机构来说有相当大的难度。如果缺乏持续的配置资金入场，交易盘完全是“零和游戏”，获取价差的难度显然会大幅上升，市场上涨的概率也在下降。

尽管收益率相比年内底部反弹了约 30-40bp，但是债券市场调整的时间和空间仍然显得不够，市场对即将到来的利空反应不足，预计未来 1-2 个季度收益率易上难下（我们预计中长端还会反弹至少 30bp），从中期的角度来看，确实再也找不到拥抱债市的理由，投资者需要对本轮市场调整有足够的警惕和耐心。

事件点评：《利率市场化加快，央行或降准对冲》2015-03-31

任泽平（分析师）

010-59312805

renzeping@gtjas.com

S0880514060010

张彩婷（研究助理）

010-59312751

zhangcaiting@gtjas.com

S0880114080040

事件：3 月 31 日，国务院正式公布中国《存款保险条例》，将于 5 月 1 日起正式实施。中国人民银行负责存款保险制度实施，最高偿付限额为人民币 50 万元。

构建金融安全网，基本规则与征求意见稿一致，细项尚未公布。存款保险费率由基准费率和风险差别费率构成，费率标准尚未确定（预计不会超过 0.05%），风险更高的银行也将承担更高的保险费率；最高偿付限额为人民币 50 万元，约为 2013 年我国人均 GDP 的 12 倍，高于国际 2-5 倍的一般水平，减小银行破产对市场的冲击。

利率市场化只差临门一脚，会进一步推进。存款保险制度作为金融改革的重要一环，为存款利率上限放开后的银行竞争加剧做好准备，存款利率上限有望在降 1-2 次息



后完全放开，根据周行长两会期间表态，有望年内推出。银行业面临优胜劣汰，之后还会有民营银行准入放开、金融机构并购重组及破产的市场化退出机制等配套措施。

金融市场竞争性增强，银行利差或收窄。如果存款利率上限放开，意味着未来银行存款将不仅面临互联网金融的争夺，而且银行业内竞争也将加剧，这可能会导致银行让渡部分息差收入，银行负债成本上升。

央行或降准对冲。存款保险制度施行后银行须每 6 个月缴纳一次保费，加之利率市场化过程中一般利率先升后降，使前期降息的效果有限，央行或降准对冲。

公司首次覆盖：骆驼股份（601311）《被忽视的汽车后市场 O2O 龙头》2015-03-31

本次评级：增持

上次评级：首次

目标价：30.00 元

上次目标价：首次

现价：19.03 元

总市值：16208 百万

王炎学（分析师）

010-59312757

wangyanxue@gtjas.com

S0880514040001

孙柏蔚（研究助理）

021-38674924

sunbaiwei@gtjas.com

S0880114080008

洪荣华（分析师）

021-38675854

hongronghua@gtjas.com

S0880514080002

首次覆盖，给予“增持”评级。公司依托线下庞大的销售服务资源，以 O2O 方式切入蓄电池上门更换服务，2015 年进入放量增长阶段，同时向其他上门保养服务延伸的空间巨大，是被市场忽视的汽车后市场 O2O 龙头。公司遍布全国的 6 万多家销售服务网点是实现 O2O 闭环的天然优势。预测公司 2014-15 年每股收益分别为 0.79 元、1.02 元，给予目标价 30 元，对应 2015 年 30 倍 PE。

环保标准趋严，铅酸蓄电池行业产能收缩明显，公司是铅酸电池龙头，受益废旧电池回收补贴和产能收缩。需求端稳定增长（汽车保有量 13% 以上增速），同时公司市场份额不断提升（2011 年 12%，2014 年占 16%）。

未来增长点：公司布局起停电池（EFB 电池和 AGM 电池，单价比传统电池翻倍）与动力电池，2015 年开始放量增长。我们测算，为满足 2020 年平均油耗 5.0L 的标准，起停系统成为传统车标配，公司的 EFB 电池 2015 年起开始批量给奥迪 A3 车型供货，AGM 电池开始进入东风汽车配套体系。

催化剂：后市场 OTO 放量增长；锂动力电池外延发展加速

风险提示：环保事件发生；铅价大幅波动带来的成本变化影响到利润增长。

公司研究（海外）：《城市空间发展核心载体，生态圈构筑在即》2015-03-31

申思聪（分析师）

0755-23976926

shensicong@gtjas.com

S0880515010002

李品科（分析师）

城市空间发展三阶段论，社区成为核心载体。我们于业内首次提出城市空间发展三阶段论，城市空间发展依次经历了住宅产业大爆发和核心商圈物业价值快速提升的两个阶段。我们认为社区凭借着集群效应（入口）、居住属性（黏度）和多样化需求（平台），随着消费升级的持续和互联网所带来物理区位上的重构，城市空间发展将进入第三阶段——社区场景时代。社区未来承载的功能将逐步丰富，继而形成

010-59312815
lipinke@gtjas.com
S0880511010037
侯丽科（分析师）
0755-23976713
houlike@gtjas.com
S0880514030004

一个万亿级产值的市场。

全国最大的社区服务运营商。公司共进驻了 109 个城市，与 796 个住宅小区签订了管理合约，为 469 个住宅小区提供了顾问服务。签订管理合约和提供顾问服务的小区建筑面积分别达 1.37 亿和 6,810 万平米。同时公司已为约 410 个住宅小区完成自动化及其他设备升级。公司目前物业托管面积的规模是万科物业（1 亿平米）的二倍。

公司核心优势显著，生态圈构筑在即。我们认为彩生活是城市空间发展的核心载体。相比其他互联网平台公司，其优势主要在于入口掌握权、高用户黏度、高转化率和技術红利。目前公司正在打造基于场景服务的生态圈战略模式，正与多家互联网龙头和供应商洽谈合作，同时也通过大股东花样年的平台开展 P2P 金融业务，后续养生养老和文化旅游等业务将相继上线，平台发展空间巨大。

外延式和内生式增长并行。公司近年的高速发展主要凭借着外延式扩展收购完成。我们认为彩生活凭借着优异的成本控制能力、品牌效应和上市后的资金优势依旧能够在行业内领跑，完成既定收购目标是大概率事件。与此同时，公司通过提升 APP 普及率、大数据分析和引入生态圈多场景服务应用来深度挖掘社区住户的多样化需求，以丰富公司的收入结构，提升平台货币化率和单用户的贡献值。

给予增持评级，较现价空间 110%。我们预计公司 2015-2017 年每股收益分别为人民币 0.27、0.39、0.54 元。基于 DCF 模型（折现率 10.4%），给予公司目标价 17 港元，对应 2015 年 50xPE，12.2xPB，首次给予公司“增持”评级。

执行力风险；服务质量风险。

行业日报/周报/双周报/月报：旅游业《北京星级酒店回升 有限服务型环比改善》2015-04-01

许娟娟（分析师）
021-38676545
xujuanjuan@gtjas.com
S0880511010028
陈均峰（分析师）
021-38674930
chenjunfeng@gtjas.com
S0880513080009
刘航（研究助理）
021-38674812
liuhang@gtjas.com
S0880114080036

酒店行业观点：1-2 月星级酒店各项指标同比表现稳中有升，星级表现优于五星级。北京各指标大幅回升，上海继续强劲表现：沪延续前期强劲表现，三大指标均继续提升；京整体景气有所回升，三大指标均有提升，房价、RevPAR 增幅较大。1-2 月星级酒店整体继续回升，持续性仍需观察；锦江有限服务型酒店三大指标均降幅收窄，表现基本平稳。考虑到经济和政策环境对于星级酒店的负面抑制依然存在，维持酒店行业整体“中性”评级，细分有限服务酒店业“增持”评级：①全国星级酒店出租率同比+1.5 个点，房价+3.9%，RevPAR +8.1%，升势延续；五星级房价小幅下滑 1%，出租率+1.8 个点，RevPAR+2.7%。②1-2 月锦江有限服务型连锁酒店出租率-2.8 个点，房价-0.6%，RevPAR-4.6%，降幅收窄，整体平稳。

1-2 月全国星级酒店：三大指标同比稳中有升，五星级略逊于星级。

（1）星级：三大指标均有提升，景气继续提升。绝对值(同比)：出租率 50.7%(+1.5 个点)，房价 405 元(+3.9%)，RevPAR215 元 (+8.1%)；餐饮收入占比 47.6% (+2.4 个

点), 人工成本率 33.9% (-5.5 个点)。

(2) 五星级: 出租率、RevPAR 回升。出租率 51.0% (+1.8 个点), 房价 616 元 (-1.0%), RevPAR326 元 (+2.7%); 餐饮收入占比 45.4% (-0.4 个点), 人工成本率 34.8% (-1.9 个点), 员工平均月薪 3067 元 (+6.0%)。

(3) 功能类型: 四种类型酒店出租率同比均增长, 房价均下滑, 休闲度假型下滑幅度较大, 拖累 RevPAR 同比下滑幅度较大。出租率: 休闲度假型酒店 46.4% (+2.7 个点), 城市综合型 49.8% (+1.8 个点), 会议会展型 42.5% (+1.5 个点), 城市商务型酒店 54.6% (+1.6 个点)。

1-2 月重点区域星级酒店: 北京景气度回升, 上海继续强劲表现。

(1) 北京: 三大指标均有回升, 房价、RevPAR 增幅较大。① 星级出租率 47.2% (+5.5 个点), 房价 544 元 (+12.5%), RevPAR257 元 (+2.7.3%), 收入 35.3 亿 (+4.3%)。② 五星级出租率 50.5% (+1.4 个点), 房价 870 元 (+13.5%), RevPAR439 元 (+16.7%), 收入 15.5 亿 (+6.2%)。

(2) 上海: 延续前期强劲表现, 三大指标均继续提升, 房价、RevPAR 增幅环比扩大。① 星级出租率 59.2% (+3.9 个点), 房价 633 元 (+5.9%), RevPAR355 元 (+14.3%)。② 五星级出租率 53.4% (+2.6 个点), 房价 890 元 (+2.1%), RevPAR475 元 (+7.3%)。

1-2 月有限服务酒店: 锦江经济型酒店出租率、房价、RevPAR 同比降幅均有收窄, 整体平稳。出租率 68.8%, 同比-2.8 个点; 房价 174.1 元, 同比-0.6%; RevPAR 为 119.4 元, 同比-4.6%, 新开店 25 家。

行业日报/周报/双周报/月报: 旅游业《数据看旅游(17): 离岛

免税继续快增 北京星级酒店回暖》2015-04-01

许娟娟 (分析师)

021-38676545

xujuanjuan@gtjas.com

S0880511010028

陈均峰 (分析师)

021-38674930

chenjunfeng@gtjas.com

S0880513080009

刘航 (研究助理)

021-38674812

liuhang@gtjas.com

S0880114080036

1-2 月受益春节假期, 主要目的地客流快增, 离岛免税受旺季和新店带动快速增长, 北京星级酒店回暖, 上海升势延续。移动互联在旅游业的应用提升行业效率, 优化生态圈, 两大亮点带动行业景气度高位运行: 迪士尼试营业将提振国内游景气度, 签证放松和东南亚恢复提升出境游景气。① 延续“大旅游生态圈”选股策略, 继续推荐要素层的休闲娱乐标的宋城演艺、中国国旅、中青旅; 其中宋城演艺、中青旅亦受益迪士尼; 推荐服务层的传统代理商众信旅游、腾邦国际, OTA 中携程、途牛为受益标的, 亦受益于出境游。② 推荐国企改革或机制变革推动下的拐点型公司, 云南旅游、东方宾馆、桂林旅游、三特索道、峨眉山、黄山旅游。

景区: 1-2 月观光游目的地受益春节假期及淡季促销客流同比快增, 休闲度假目的地维持高景气。1-2 月: ① 传统景区: 九寨沟+67.5%/黄山+12.1%② 海南、昆明、丽江客流增速均超过 10%, 浙江小幅增长: 丽江+12.9%/海南+11.0%/昆明+10.0%/浙江+5.9%。



免税: 1-2 月海南离岛免税同比快增, 三亚店加速培育, 春节期间成万人景点。1-2 月海南离岛免税销售额 15.2 亿元/+43.9%, 购买旅客 40 万人次/+32.7%。其中, 三亚店销售额 12.2 亿元/+43.4%; 海口店销售额 3.1 亿元/+50.9%。春节期间免税购物保持强劲势头, 免税游成为海南旅游新品牌, 三亚免税店成万人景点。

餐饮: 1-2 月全国餐饮收入增速环比加快, 北京 6 个月后首次正增。①全国社零总额餐饮收入同增 11.2%, 增速环比加快; ②全国限额以上企业餐饮收入同增 5.1%, 增速环比继续加快; ③北京社零总额餐饮收入同增 4.1%, 持续 6 个月下滑后首次正增。

星级酒店: 1-2 月全国星级三大指标均同比上升, 五星级出租率、RevPAR 同比回升, 北京景气度回升, 上海继续强劲表现: 上海三大指标继续提升, 北京整体景气回升, 房价、RevPAR 增幅较大。①全国星级酒店出租率+1.5 个点, RevPAR+8.1%; 五星级出租率+1.8 个点, RevPAR+2.7%。②北京星级出租率 47.2% /+2.9 个点, RevPAR 257 元/+16.2%, 五星级出租率 64.9% /-2.1 个点, 收入同比-10.2%; ③上海星级出租率 52.6% /+3.6 个点, RevPAR /+13.1%; 五星级出租率 53.1% /+2.3 个点, RevPAR 477 元/+6.6%。

经济型酒店: 1-2 月锦江经济型酒店三大指标均有下滑, 但降幅有所收窄, 整体经营平稳。出租率 68.6%% (-2.8 个点); 平均房价 174.1 元(-0.6%); RevPAR 为 119.4 元(-4.6%), 新开门店 25 家。

公司更新: 鱼跃医疗 (002223)《电商业务增长迅速, 临床器械有望放量》2015-04-01

本次评级: 增持
上次评级: 增持
目标价: 45.00 元
上次目标价: 35.00 元
现价: 36.38 元
总市值: 19340 百万

屠炜颖 (分析师)
021-38675860
tuweiyang@gtjas.com
S0880514090002

胡博新 (分析师)
0755-23976766
huboxin@gtjas.com
S0880514030007

丁丹 (分析师)
0755-23976735
dingdan@gtjas.com

电商业务增长迅速, 上调目标价至 45 元, 增持评级。公司 2014 年收入 16.82 亿, 增 18%, 净利 2.97 亿, 增 15%, EPS0.56 元, 预计电商收入过 2 亿, 增长迅速。考虑到新品推广投入加大, 我们下调 2015-2017 年 EPS 至 0.69(-0.09)/0.84(-0.11)/0.98 元, 维持增持评级, 但因公司电商平台发展迅速且切入慢病管理, 给予一定估值溢价 (医疗器械行业 2015PE55X), 上调目标价至 45 元, 对应 2015PE65X。

制氧系列增长加快, 2015 年医用临床器械有望放量。分产品看, 2015 年康复护理系列收入 9.43 亿元, 增长 12.20%; 医用供氧系列收入 5.51 亿元, 增长 43.97%, 实现快速增长; 医用临床器械系列收入 1.84 亿元, 下降 6.18%, 主要受与上械整合影响, 我们预计随着整合完成, 医用器械有望放量。公司参股设立苏州医云, 切入慢病管理, 有望不断加强云端数据和远程平台建设, 在慢病远程医疗领域成为领军者。

加大研发投入, 产品储备丰富。2015 年公司研发费用 1.4 亿, 增加 84.68%, 加强新品研发和老产品技术改造。HTC 血糖仪、mini 制氧机完成立项, 医用电子血压计完成预研, 睡眠呼吸机进入产品定型阶段, 真空采血管实现量产, 家庭医疗信息化终端检测完成部署, 后续产品储备丰富。大部分老产品完成升级, 进一步提升盈



S0880514030001

利能力。

战略投资者实力雄厚，外延并购步伐有望加速。公司引入战略投资者红杉光明，有望借助其在互联网医疗领域的成熟经验与创新思维理念，加速公司拥抱互联网。同时，红杉作为国内颇负盛名的私募公司，拥有丰富的项目资源，有助于加强公司外延发展。

风险提示：收购整合低于预期；外延进度低于预期。

中观行业追踪：《政策放松超预期，中观行业或迎转机》

2015-04-01

刘毅（分析师）

021-38676207

Liuyi013898@gtjas.com

S0880514080001

徐寒飞（分析师）

021-38674711

xuhanfei013284@gtjas.com

S0880513060001

地产政策利好超预期，钢价反弹支撑钢企盈利回暖。回顾上周中观行业情况，地产新政出台且力度远超预期，在降低公积金首付比例和扩大贷款额度的基础上，免征个人交易自住房满两年的营业税，对目前仍处低迷的房地产有极大的提振，在政策超预期的前提下地产后市预期仍将量增价平走势；中游方面随着下游需求恢复常态，钢材的价格反弹带动钢企盈利复苏，水泥出货量略有增加，但工程开工量不足压制价格回暖，趋势转好寄希望于四五月份的大规模基建项目投产。上游行业电厂耗煤量见顶小幅回落，由于大型煤企促销尚未结束市场担忧幅度加大，煤炭价格持续承压；航运指数继续弱势，受中东战事影响，短期内原油黄金等大宗商品振幅较大，长期受累于需求不振颓势难改。

下游：政策出台超预期地产稳健回升。上周重点跟踪城市一手房整体成交量环比上升 7%，其中一线上升 20%、二线上升 4%、三线上升 4%，整体同比升 6%，与 2014 年单周相比整体升 3%。乘联会数据显示汽车行业 3 月前三周整体批发稳步回升，零售数据保持平稳。据中怡康数据显示 3 月上旬白电销量规模大增。

中游：钢价反弹支撑钢企盈利复苏。上周，全国水泥市场平均价格环比上周下跌 0.59%，价格下跌主要集中在江苏、湖南、广西部分地区。钢材综合价格指数有所回升，环比上升 1.67%至 75.43，其中长材指数上升 2.23 点至 76.03，板材指数上涨 0.5 点至 75.95。Mysteel 调查的 163 家钢厂盈利面 38.65%，较上周增加 19.63%，炉开工率 83.84%，较上周减少 1.1%。主要化工产品稳中有升。

上游：煤炭价格续跌。上周，环渤海动力煤环比再跌 9 元至 473 元/吨，山西古交 2 号焦煤车含税价保持 765 元/吨。中国钢铁协会公布的中国铁矿石价格指数（CIOPI）大跌 4.01%至 204.68 元。上周 LME 基本金属指数回落 0.52%至 2771.5。受中东局势影响，现货方面布伦特石现货价格环比上升 5.06%至 56.63 美元/桶，WTI 原油现货价环比微涨 6.8%至 48.47 美元/桶。运价指数小幅回升，周五波罗的海干散货指数（BDI）收至 596 点，环比上周上升 0.85%。

债券日报：《利率市场化加速，债市仍承受压力》2015-04-01



徐寒飞（分析师）

021-38674711

xuhanfei013284@gtjas.com

S0880513060001

刘毅（分析师）

021-38676207

Liuyi013898@gtjas.com

S0880514080001

高国华（研究助理）

021-38676055

gaoguohua@gtjas.com

S0880114060045

【每日观点】利率市场化加速，短期利空债市。债市在接二连三的利空中持续调整，房地产放松政策加大了债市调整幅度。昨日 10 年期国开大幅上行 11bp 至 4.27%，一级市场国开债招标也显著高于预期。总和来看，债市面临 4 月资金面不乐观、基本面预期修正、供给压力增大、利率市场化加速等诸多利空，虽然收益率调整的速度快，幅度大，但这并不代表收益率很快就会见顶，踩踏行情中市场信心已经崩溃，在看到利空因素完全兑现之前建议以防御为主。

国开招标大幅上行，风险释放难言结束。昨日一级市场国开行招标发行 330 亿固定金融债，1 年、3 年、5 年、7 年和 10 年中标利率分别为 3.97%、4.18%、4.2764%、4.3858%、4.2998%，投标倍数分别为 3.79 倍、2.79 倍、3.14 倍、4.01 倍和 3.45 倍，较前日二级市场利率上行 9bp、3bp、7bp、17bp 和 14bp。我们点评如下：（1）地产放松加码，债市雪上加霜，一级坍塌加剧二级调整。330 地产放松标志稳增长政策再度加码，利于改善经济和房地产产业链基本面，提升风险偏好，随着 4 月即将发布的 1 季度经济数据下行，预计更多宽松政策将密集出台。对利率债而言，地方债务置换的供给冲击一波未平，一带一路、地产放松、财政宽松等刺激政策波澜再起，利空迭出导致招标利率节节攀升。与上周国开一级利率相比，1Y、3Y、5Y、7Y 和 10Y 上行 32bp、34bp、32bp、27bp、34bp；（2）利率“反弹走高”不等于“很快下行”，风险释放难言结束。投资策略的制定不能建立在收益率是否超越前期高点基础上，从大类资产看，风险资产带来的收入和财富效应仍在加速资金流向弃债向股；从基本面看，地产向好、一带一路、财政宽松、开工旺季带动周期反弹，尤其受低基数效应，2 季度预期 30 大城市地产销售将明显走强，后期基本面一系列数据边际好转，对债市影响负面；从资金面看，IPO、存准上缴、财税上缴等加大 4 月资金波动风险，杠杆操作难度加大；（3）招标倍数上行，交易盘博边际兴趣上升，但难改调整趋势。本次招标倍数在 3-4 倍之间，有所走

行业与公司信息

金融：存款保险制度五月一日起正式实施——（新浪财经）

中华人民共和国国务院令 660 号：中国《存款保险条例》已经 2014 年 10 月 29 日国务院第 67 次常务会议通过，现予公布，并于 5 月 1 日起正式实施。存款保险实行限额偿付，最高偿付限额为人民币 50 万元。中国人民银行会同国务院有关部门可以根据经济发展、存款结构变化、金融风险状况等因素调整最高偿付限额，报国务院批准后公布执行。

表 1.行业配置评级建议表（2015/4 月）（最后更新时间：2015.03.02）

配置评级	行业
增持	保险 食品饮料 信息技术 信息科技 医药 房地产 传播文化业 农业 社会服务 公用事业
中性	家用电器业 综合金融 运输设备业 机械制造业 纺织服装业 批零贸易业 建筑工程业 钢铁
减持	建材 商业银行 煤炭 电气设备 运输 有色金属

注：本表格为策略团队观点，因考虑重点和时间期限有所不同，可能与行业研究员观点有一定差异

表 2.策略团队每周市场观点（最后更新时间：2015.03.29）

大分化（九）：兔子跑赢大象

1. “大分化”，快节奏。自我们年初提出“大分化”以来，创业板和上证 50 在短期内出现了 50%左右的相对收益。市场风格非常清晰，节奏明快。站在当前，有必要进一步理解这一风格的根源，并形成对未来展望。有两个因素是关键。第一个因素是金融流动性已经处在极盛，进一步改善的预期正在消失。回顾历史放松周期，单月同时降准和降息也很少见（2008 年底曾出现过一次）。对流动性宽松预期已经达到了顶端。考虑外围不确定性，政策进一步放松可能性将是进一步减小。第二个因素是市场在对短期经济增长信心的重建缓慢，远慢于对长期改革信心的建立。这就使得基于短期业绩确认估值的主板大蓝筹（大象）的弹性自年初以来明显放缓，而基于中长期盈利可能性的成长股、转型股（兔子）弹性明显上升。

2. 存量博弈还是增量资金主导市场风格？依然是存量博弈主导。近期我们在路演交流中时常遇到的一个问题是，从两融规模、银证转账资金来看，又一波增量资金正在持续进入市场，但为什么市场风格并未像 2014 年下半年一样扭转，反而是成长股强者恒强，仍然在主导市场格局？答案是：在牛市的不同阶段，进入市场的资金具有不同的性质。在 2014 年，基于信用风险的暴露和刚性兑付的打破，大量产业资本以增量资金的形式进入到 A 股。这一类资金单个账户规模大，风险偏好低，以整体配置为要求。此类资金偏好持股离散度低、估值低的蓝筹龙头。而当前阶段进入市场的资金则更多体现为财富效应和情绪效应带动的大量个人投资者，此类资金单个账户规模小，风险偏好高。他们对风格的扭转能力远低于 2014 年底的增量资金，反而会对成长股的涨

跌趋势起到加强作用。

3. 大分化延续：成长主导，传统转型，市场风格不变。站在当前我们认为，以成长为主导的市场格局不会扭转。而在成长风格的引领下，部分传统行业将继续基于转型而重估。基于以上逻辑，我们继续推荐三大链条：工业互联网（受益行业除通信、电子、计算机外，还有机械、环保和电力设备）、大环保（环保、新能源）和传统行业快速转型领域（黑电、汽车、农业）的投资机会。我们认为周期性行业当前出现趋势性机会有限，更多体现为个别行业机会的快速轮动以及对于低估值板块的配置。我们维持对于农业（养殖链条）的推荐，以及食品饮料和医药的白马龙头的配置建议。主题方面，自上周开始新增对于海南板块的推荐，持续推荐国企改革、长江经济带的投资机会。

表 3. 近期上市公司盈利预测及投资评级变动表（2015.03.01-2015.04.01）

（若盈利预测为空白，则该报告为不含盈利预测数据的点评类报告）

调高

代码	公司名称	研究员	现价	调整前				调整后			
				14EPS	15EPS	评级	目标价	14EPS	15EPS	评级	目标价
600872	中炬高新	柯海东,吕明,胡春霞	14.69	0.35	0.44	增持	16.80		0.44	增持	19.60
002179	中航光电	王炎学,孙柏蔚,崔书田	32.65	0.73	1.02	增持	40.80		1.03	增持	40.80
600258	首旅酒店	许娟娟,陈均峰,刘航	18.70	0.51	0.66	增持	21.80		0.61	增持	24.40
002024	苏宁云商	訾猛,林浩然	13.07	0.12	-0.02	增持	15.00		-0.02	增持	17.00
600690	青岛海尔	范杨,曾婵	25.84	1.63	1.89	增持	28.50		1.90	增持	28.50
000568	泸州老窖	柯海东,胡春霞	24.54	0.99	1.32	增持	27.50		1.32	增持	29.20
002650	加加食品	柯海东,吕明,胡春霞	14.80		0.34	增持	14.70		0.39	增持	17.55
600535	天士力	胡博新,丁丹,杨松	48.22	1.31	1.66	增持	47.80		1.63	增持	60.00
600406	国电南瑞	谷琦彬,洪荣华,刘骁	20.74	0.87	1.14	增持	25.00		0.93	增持	28.83
000789	万年青	鲍雁辛,邓云程	16.86	1.30	1.60	增持	13.00		1.48	增持	19.00
000921	海信科龙	范杨,曾婵	10.75	0.70	1.00	增持	10.30		0.84	增持	12.50
600580	卧龙电气	谷琦彬,洪荣华,刘骁	14.13	0.47	0.60	增持	13.20	0.47	0.60	增持	19.80
600682	南京新百	訾猛,林浩然	29.38	0.48	0.60	谨慎增持	14.50		0.80	增持	38.00
600340	华夏幸福	侯丽科,梁荣,李品科	55.38	2.87	3.85	增持	61.80		3.85	增持	65.00

002363	隆基机械	王炎学,崔书田,孙柏蔚	32.25	0.15	0.28	增持	40.00	0.29	增持	50.00	
002678	珠江钢琴	穆方舟,吴冉?,李黎亚	18.86	0.21	0.25	增持	15.00	0.21	0.25	增持	25.00
002251	步步高	訾猛,林浩然	27.10	0.52	0.65	增持	22.00	0.52	0.65	增持	40.00
601668	中国建筑	张琨,王永彬	7.67	0.83	0.98	增持	8.00	0.83	0.98	增持	9.00
600655	豫园商城	訾猛,林浩然	14.69	0.70	0.80	增持	20.00	0.79	增持	22.00	
002186	全聚德	许娟娟,陈均峰	23.18	0.52	0.60	增持	17.99	0.46	增持	26.00	
002285	世联行	侯丽科,梁荣,李品科	38.78	0.54	0.68	增持	16.20	0.68	增持	40.80	
600030	中信证券	邱冠华,孔祥	32.82	0.92	1.38	增持	35.00	1.51	增持	40.00	
600469	风神股份	王炎学,孙柏蔚,崔书田	21.48	1.01	1.20	增持	22.00	1.01	1.20	增持	30.00
600688	上海石化	肖洁,傅锴铭	5.48	-0.07	0.29	增持	6.20	0.29	增持	6.83	
601126	四方股份	谷琦彬,洪荣华,刘骁	27.83	1.06	1.27	增持	18.20	0.95	1.26	增持	31.75
002507	涪陵榨菜	柯海东,闫伟,胡春霞	31.59	0.83	1.00	增持	31.50	0.66	0.75	增持	34.00
600511	国药股份	丁丹,杨松	35.49	1.00	1.19	增持	36.00	1.19	增持	38.00	
600859	王府井	訾猛,林浩然,童兰(离职)	24.35	1.57	1.67	增持	23.00	1.42	增持	28.00	
600138	中青旅	许娟娟,陈均峰	24.34	0.52	0.68	增持	19.88	0.53	0.68	增持	28.70
000069	华侨城 A	侯丽科,许娟娟,梁荣	9.65	0.75	0.94	增持	7.50	0.74	增持	10.60	
002146	荣盛发展	李品科,侯丽科,梁荣	21.25	1.86	2.18	增持	19.60	2.00	增持	22.00	
600720	祁连山	鲍雁辛,黄涛	11.86	0.87	1.02	增持	8.40	0.60	增持	13.00	
000999	华润三九	丁丹,胡博新,赵旭照	26.72	1.14	1.24	谨慎增持	23.00	1.15	增持	31.00	
002714	牧原股份	王乾	73.50	0.33	2.08	增持	62.40	0.33	2.40	增持	72.00
600048	保利地产	侯丽科,梁荣,李品科	11.49	1.27	1.57	增持	7.63	1.40	增持	12.60	
002159	三特索道	许娟娟,陈	22.39	0.24	0.25	增持	25.27	0.22	增持	29.20	

002467	二六三	均峰,刘航 宋嘉吉,周 明,王胜	25.45	0.32	0.42	增持	23.11	0.32	增持	29.40
000811	烟台冰轮	黄琨,吕娟, 王浩	14.49	0.34	0.46	增持	18.00	0.68	增持	18.00
601377	兴业证券	王宇航(离 职),孔祥	15.82	0.30	0.42	增持	18.00	0.48	增持	18.00
000430	张家界	许娟娟,陈 均峰,刘航	10.50			增持	10.20	0.28	增持	11.30
601688	华泰证券	王宇航(离 职),孔祥	30.11	0.80	1.20	增持	28.00	1.27	增持	28.00
603199	九华旅游	许娟娟,陈 均峰	23.16	0.61	0.71	无评级		0.61	0.71	首次
603869	北部湾旅	许娟娟,陈 均峰	9.64	0.24	0.29	无评级		0.24	0.29	首次

调低

代码	公司名称	研究员	现价	调整前				调整后			
				14EPS	15EPS	评级	目标价	14EPS	15EPS	评级	目标价
600600	青岛啤酒	柯海东, 胡春霞	42.54	1.62	1.83	增持	45.70		1.50	谨慎增 持	45.00
000002	万科 A	侯丽科, 申思聪, 李品科, 梁荣	13.82	1.54	1.76	增持	18.00		1.66	增持	18.00
000488	晨鸣纸业	穆方舟, 吴冉?,李 黎亚	7.19	0.27	0.52	增持	8.80		0.51	增持	8.80
000848	承德露露	柯海东, 闫伟,胡 春霞	23.71	0.84	1.07	增持	26.80		0.98	增持	26.80
600418	江淮汽车	王炎学, 孙柏蔚, 崔书田	14.84	0.43	1.05	增持	21.00	0.41	1.05	增持	21.00
600271	航天信息	范国华, 熊昕	49.59	1.30	1.80	增持	60.00	1.24	1.80	增持	60.00
000728	国元证券	王宇航 (离职), 孔祥	34.27	0.99	1.39	增持	42.00		1.13	增持	42.00
600583	海油工程	肖洁,傅 锴铭	12.72	0.96	1.11	增持	11.50		0.77	谨慎增 持	11.50

全球金融市场统计信息

海外市场指数	收盘	1 日 涨跌 (%)	5 日 涨跌 (%)	本年 涨跌 (%)
道琼斯	16514.37	0.40	2.11	-0.38
标普 500	1879.55	0.41	2.67	1.69
纳斯达克	4161.46	0.97	3.45	-0.36
日经 225	14388.77	-0.85	2.80	-11.68
香港恒生	22730.68	-0.13	-1.19	-2.47
香港国企	10030.72	-0.49	-1.93	-7.26
英国 FTSE100	6681.76	0.85	1.83	-1.00
法国 CAC40	4484.21	1.18	2.71	4.38
德国 DAX30	9600.09	2.02	3.06	0.50

海外新兴市场指数	收盘	1 日 涨跌 (%)	5 日 涨跌 (%)	本年 涨跌 (%)
巴西圣保罗	51976.86	-0.26	0.21	0.91
印度孟买	22758.37	-0.03	0.57	7.50
俄罗斯 RTS	1178.81	-0.77	2.12	-18.29
台湾加权	8974.71	0.26	0.65	4.22
韩国 KOSPI100	2004.22	0.25	0.60	-0.35

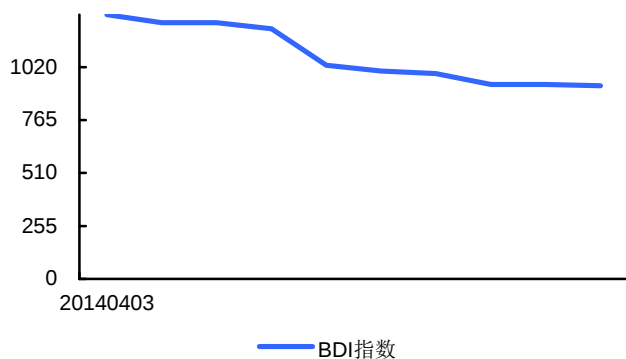
国内市场指数	收盘	1 日 涨跌 (%)	5 日 涨跌 (%)	本年 涨跌 (%)
上证综合	2072.83	0.34	-1.37	-2.04
深证成指	7391.22	0.51	-0.79	-9.00
沪深 300	2196.80	0.44	-1.47	-5.72
中小板	6235.04	-0.83	-1.78	1.95
创业板	1336.19	-2.03	-2.46	2.43
上证国债	140.76	-0.01	0.04	0.89
上证基金	3758.16	0.39	-1.26	-3.15

期货市场	收盘	1 日 涨跌 (%)	5 日 涨跌 (%)	本年 涨跌 (%)
纽约 NYMEX	101.75	-1.83	-1.41	4.59
布伦特 ICE	109.55	-0.02	2.11	-1.83
纽约黄金现货	1281.10	-0.57	-3.50	6.44
LME3 月期铜		0.45	-0.31	-9.66
LME3 月期铝		-0.53	-1.01	3.60
LME3 月期铅		0.00	2.05	-3.47
LME3 月期锌		-0.31	1.63	0.27
LME3 月期镍		0.36	3.02	28.96
LME3 月期锡		-0.19	0.13	4.72
CBOT 大豆	1479.75	-1.27	0.24	12.74
CBOT 豆粕	479.80	-1.21	0.15	9.62
CBOT 豆油	42.74	-0.60	1.14	10.10
CBOT 玉米	496.25	1.59	-1.34	17.59
CBOT 小麦	673.00	0.71	-0.85	11.19
郑棉	17380.00	0.09	0.49	-7.75
郑糖	4700.00	-0.21	-0.49	-3.11

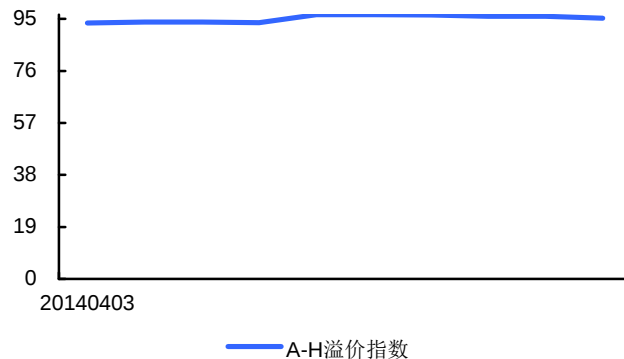
货币市场	收盘	1 日 涨跌 (%)	5 日 涨跌 (%)	本年 涨跌 (%)
美元指数	79.89	-0.07	0.20	-0.18
美元/人民币	6.24	-0.15	-0.26	-2.93
人民币 NDF (一年)	6.27	-0.13	-0.32	-2.33
欧元/美元	1.38	0.00	-0.08	0.45
美元/日元	102.59	0.03	-0.35	2.65
银行间 R007	3.02	10.62	10.62	-42.48
美国 10 年期 国债利率	2.71	-0.17	3.13	-10.49

数据来源: Bloomberg

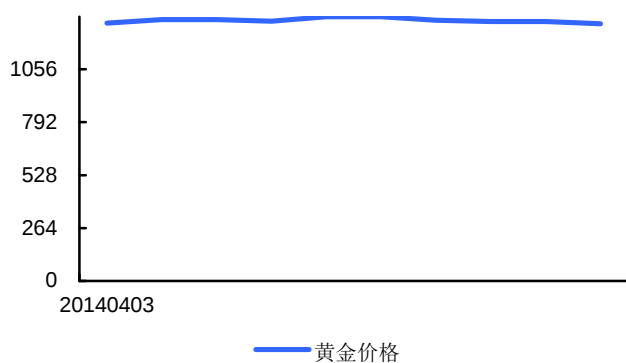
BDI 指数



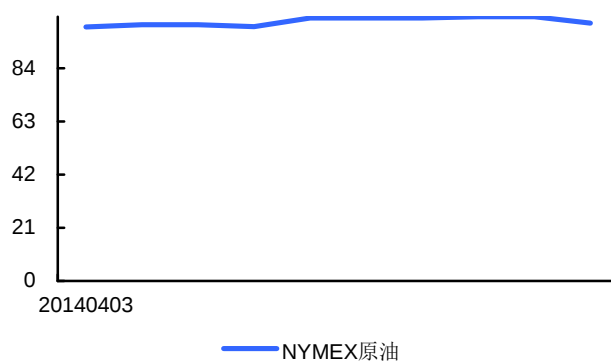
A-H 溢价指数



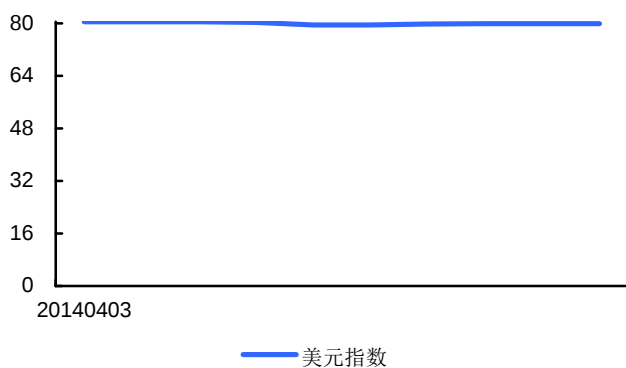
黄金价格



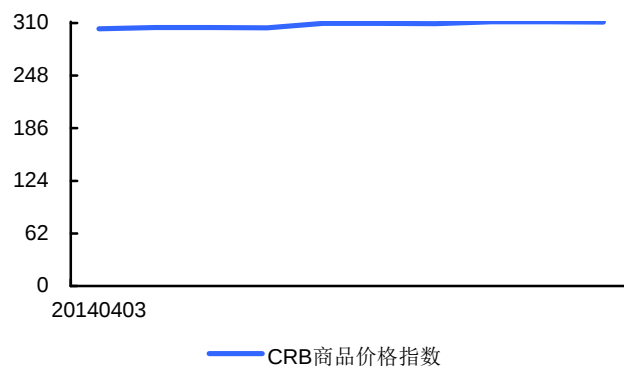
| NYMEX 原油



美元指数



CRB 商品价格指数



数据来源: Bloomberg

请务必阅读文章最后一页相关法律声明

本月国内重要经济信息披露

本月国内主要宏观经济数据							
公布日期	项目	GTJA4 月预测	GTJA3 月预测	实际公布	上期	上上期	去年同期
04-01	3 月 PMI		51.0		49.9	49.80	50.30
04-10	3 月出口增速%		5.0		48.3	-3.3	-6.6
	3 月进口增速%		-18.0		-20.5	-19.9	-11.5
	3 月贸易顺差 (亿美元)		550.0		606.2	600.3	79.9
04-15	3 月 M1 增速%		5.0		5.6	10.6	5.4
	3 月 M2 增速%		11.5		12.5	10.8	12.1
	3 月新增人民币贷款 (亿元)		10000		10200	14707	10497
	3 月各项贷款余额增速%		2.0		14.3	13.9	13.9
04-13	1 季度 GDP 增长率%		7.1				7.4
	3 月工业增加值增速%		8.0		6.8	0.0	8.8
	1-3 月固定资产投资增速%		14.2		13.9	0.0	17.6
	3 月社会消费品零售总额增速%		11.0		10.7	0.0	12.2
04-09	3 月 CPI 涨幅%		1.0		1.4	0.8	2.4
	3 月 PPI 涨幅%		-4.3		-4.8	-4.3	-2.3

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

本周海外市场重要经济信息披露

本周国际主要宏观经济数据						
国家(地区)	公布日期	项目	市场预期	实际公布	与预期比较	上期

数据来源: Bloomberg

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
		E-mail: gtjaresearch@gtjas.com	