



重点推荐: 1.宏观团队认为: 预计3季度GDP增速回调至6.7%, 预计4季度还有1次降息1次降准, 市场正进入安全区间。2.策略团队认为: 再宽松仍有可能在利率和汇率两方向超预期, A股震荡上限可能获得突破。3.策略团队认为: 十三五规划是现阶段主题投资的集火之处, 建议沿信息基础设施建设、大数据和云计算、传统行业与互联网融合等三条主线掘金信息经济主题。4.军工团队认为: 由军工资产证券化引起的牛市逻辑将持续加强, 军工“金九红十”行情将继续演绎。一般推荐: 5.零售行业深度研究; 6.新能源行业专题报告; 7.万达院线事件点评; 8.有色行业专题。

黄燕铭 (分析师)

电话:021-38676036

邮箱:huangyanming@gtjas.com

资格证书:S0880512090001

今日重点推荐

日报/周报/双周报/月报: 《关注无风险利率下降和风险偏好修复的机会》2015-10-11

任泽平 (分析师) 010-59312805、张庆昌 (研究助理) 010-59312701

国际经济: 美国非农低于预期, 加息预期缓解, 节后全球主要股指继续上涨, 大宗反弹。9月美国非农就业人口新增14.2万, 大幅低于预期, 美元阶段性见顶, 资金从新兴经济体流出的迹象放缓。9月全球主要经济体PMI指数放缓, 缓解人民币贬值和资金流出压力。受嘉能可削减锌年产量三分之一影响, 锌价大涨10%, 主要工业金属价格上涨。

国内经济: 经济下滑, 猪价回调, 假日消费旺盛。国庆期间票房同比增长56%, 消费升级一直在继续; 出境游和境外消费火爆, 表明国内缺的不是需求而是有效供给, 这有赖于改革转型和服务业开放。受金融业拖累, 预计3季度GDP增速回调至6.7%, 在微刺激推动下4季度回稳, 经济L型。9月中采制造业PMI略升, 但低于荣枯线。秋粮丰收, 猪价高位回调, 预计9月CPI略降至1.8%。

货币: 无风险利率快速下降。受下周公布的经济数据可能低于预期和周末降准预期影响, 10年期国债收益率大幅降至3.16%。央行10月8日1200亿元7天期逆回购, 预计4季度还有1次降息1次降准。9月外汇储备3.51万亿美元, 环比减少432亿美元, 好于市场预期, 人民币贬值和资本流出压力缓解。央行在9省(市)推广信贷资产质押再贷款试点, 以支持实体经济尤其三农小微。

政策: 新一轮针对消费和投资的微刺激已经开启。房市新政主要刺激三四线城市刚需, 但预计在住房饱和与库存高企情况下效果有限。车市新政主要刺激新能源和小排量汽车



消费，预计短期有效果，4季度汽车销量增速回升至5%-10%。9月以来发改委共批复总投资额超8000亿的轨道交通等基建项目。财政预算执行进步加快，盘活存量和发专项债合计5500亿。财政部联合10家机构设立1800亿PPP融资支持基金。

改革：TPP倒逼改革开放，充电桩建设提速。TPP将倒逼中国加快中日韩自贸协定谈判、东亚区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)谈判，加快一路一带、亚投行、上海自贸区等的建设和发挥作用。国办印发《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》，部署加快推进电动汽车充电基础设施建设工作。交通运输部公布《关于深化改革进一步推进出租汽车行业健康发展的指导意见（征求意见稿）》和《网络预约出租汽车经营服务管理暂行办法（征求意见稿）》，专车将规范化发展。

市场：股市筑底，债牛继续，房市分化，美元阶段性见顶，大宗反弹。随着去杠杆去泡沫进入尾声，市场正进入安全区间。流动性“堰塞湖”，一波一波推低固收市场收益率，无风险利率下降使得竞争性资产收益率消长变化。美加息预期缓解，国内货币宽松，汇率走稳，五中全会临近，风险偏好逐步修复，关注结构性机会：十三五规划、新一轮刺激、混改试点、军改、大宗反弹、新通州新北京新奥运。6月以来债牛主要受股市牛熊切换资金流出和经济基本面预期转差推动。未来债牛的驱动力来自货币宽松、资金成本下降、经济基本面再下台阶等，留意杠杆对预期的透支以及未来可能加大波动。

A股策略周报：《提高对再宽松的敏感度》2015-10-11

乔永远（分析师）021-38675862、戴康（分析师）021-38674637

当下A股配置和交易的重点在于提高对再宽松的敏感度。宽松和刺激政策条件是A股自估值自八月底以来逐步恢复的主因。我们在八月底双降（降准和降息）的电话会议及快评报告中提醒，A股过份悲观的情绪可能会逐步改善（8月25日报告），并且预测A股市场将在2800到3200点区间震荡。市场阶段性提升风险偏好过程也在双降之后逐步出现。虽然市场波动区间仍然偏窄，但我们发现市场中热门的投资品种已经在快速体现相对收益机会。监管去杠杆、经济增速持续放缓等因素仍然对A股形成限制。但在新的尾部风险没有出现之前，A股区间震荡、结构行情的格局可能仍然会延续在十一月中旬前后。市场可能在十一月中旬前后再次向前延展预期，2016年的增长预期、风险及流动性等因素才会逐步体现在A股的新定价体系之中。如果超预期的再宽松出现，我们认为A股震荡上限可能获得突破。

再宽松仍有可能在两方向超预期。一方面是持续性的降准与降息。近期经济增速持续下降，且工业品通缩持续存在，都给予再宽松以足够了空间。如果近期公布的三季度消费品通胀水平能够有所下降，在货币政策方面的再宽松空间将快速打开。我们认为达到更为有效保增长的效果，降准与降息可能各出现一次（当下市场预期共有一次）。如果再宽松政策出现，我们认为对利率敏感性行业配置的需求将进一步上升。

第二方面是人民币币值可能向升值方面波动。当下市场对人民币信心仍在重塑的过程之中。但近期易纲行长等讲话显示，人民币可能会更多双边波动。我们认为人民币升值也是推动国内市场信用扩张的重要手段，是再宽松的一部分。如果人民币在当前水平上短期向升值方向波动，那么市场中风险偏好可能会随之而出现一定上升。



阶段性强化主题投资推荐，继续维持推荐高股息率、确定性强、有业绩的板块。推荐信息经济、新能源汽车、一带一路与自贸区主题。1、信息经济主题推荐：特发信息、启明星辰、积成电子；2、新能源汽车产业链首选充电桩，推荐特锐德；3、一带一路主题推荐博深工具；4、自贸区主题。相关受益标的：外高桥。我们维持对有业绩板块的配置推荐（1）高股息率的行业，包括汽车、银行、非银金融、地产等；（2）业绩与估值具有高性价比的行业，包括食品饮料、生物医药、传媒、公用事业中的电力；（3）获益于财政政策发力的行业，包括信息基础设施建设、城市地下综合管廊、轨道交通、环保等。此外，如出现超预期的再宽松，建议重视弹性较大的板块如计算机、机械设备、非银金融与军工等。

A 股策略专题：《三条主线掘金信息经济》2015-10-11

戴康（分析师）021-38674637、乔永远（分析师）021-38675862

三条主线掘金信息经济。市场风险偏好阶段性提升的过程中，前期跌幅较大的一些弹性品种应该得到投资者的重视。十三五规划是现阶段主题投资的集火之处，近期各部委和各地政府都在追逐信息经济机遇，信息经济无论整体或者结构发展的潜力都巨大，而十三五规划从研究制定到明年上两会，期间各行业鼓励信息经济政策也将密集催化。建议三条主线十只股票掘金信息经济主题：1）信息基础设施建设：特发信息/光迅科技/永鼎股份；2）大数据、云计算、信息安全：东方国信/博彦科技/启明星辰；3）传统行业与互联网融合：步步高/积成电子/千方科技/东华测试。

信息基建、工业互联网、大数据拉动通信发展（通信宋嘉吉）。1）信息基础建设包括两个方面：一是光纤光缆，推荐：特发信息、光迅科技、永鼎股份；二是互联网数据中心（IDC），推荐：光环新网、蓝鼎控股。2）工业互联网推荐中恒电气、佳讯飞鸿。3）大数据推荐东方国信。

信息经济支撑和应用领域双管齐下（计算机符健）。看好信息经济的两个支撑领域信息安全和软件外包，以及信息经济的两个应用领域金融领域和交通领域。1）信息安全推荐启明星辰。2）软件外包推荐博彦科技。3）互联网金融推荐中科金财。4）汽车互联网推荐千方科技。

能源互联网大数据落地（电新：谷琦彬）。随着新电改的进一步推进，传统能源行业的封闭格局将被打破，为大数据应用奠定基础。推荐积成电子、新联电子。

军队信息化和军民融合是发展方向（军工：原丁）。未来可能出现以宇航和信息系统集成成为新一代国防工业巨头的特征。1）军队信息化受益“电科四大天王”：国睿科技、卫士通；2）军民融合推荐：东华测试。

线上线下融合与利用大数据（零售：訾猛）。1）互联网发展对超市和便利店等企业形成价值重估，推荐：步步高；2）利用大数据很好地与用户对接，推荐：老凤祥、豫园商城。

行业更新：航空航天军工《金九已现，红十不远》2015-10-12



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

金九已现，红十不远。9月初我们顶住压力提出“金九红十，军工将再领风骚”，成为市场唯一坚定看多军工行情的卖方，目前我们的逻辑与判断正逐一得到印证。10月11日四创电子公告进行重大资产重组，军工改革逻辑进一步加强。我们维持前期看多观点，军工将处于一个3-5年的长周期牛市中，军民融合是未来产业升级的重要抓手，不仅吻合国防工业改革和发展大思路，更升至国家战略，而军工资产证券化是军民融合的基本路径，将进入国家层面全面推进阶段，军工改革的力度和速度均将超过市场预期。由军工资产证券化引起的牛市逻辑将持续加强，军工“金九红十”行情将继续演绎，维持行业“增持”评级。

四创电子拟注入38所旗下资产，电科集团资本运作再提速。10月11日四创电子发布公告，拟收购控股股东华东电子工程研究所（电科38所）全资子公司安徽博微长安电子有限公司等资产，该事项对公司构成重大资产重组，公司将继续停牌。这是继杰赛科技之后，电科集团军工资产证券化再次提速，印证我们前期判断。我们认为，风帆股份的重组预案开创高ROE的核心军工研究所资产注入先河（详见《风帆股份：中国动力龙头，扬帆启航》），我们预计在风帆股份的带动下，航天系、电科系、船舶重工系等后续研究所资产的证券化进程可能进一步突破。

我们预计未来2个月内将连续出现三大类重磅催化剂：1）国防工业改革加速，大规模军工资产证券化进程开启；2）裁军作为改革先兆，是加大装备建设的信号；3）国防工业改革政策层面预计将出现突破性进展。

市场风险偏好提升，军工将打响反弹第一枪。市场出现大幅度断崖式下跌的概率非常小，底部区间逐渐形成。负面预期已经消化，军工股整体微观结构改善，风险偏好开始上升，军工将打响反弹第一枪。

受益标的：沿着改革和发展两条大主线，根据催化剂的直接程度，受益标的的排序：1）航天三剑客：航天动力、航天长峰、航天科技；2）电科四大天王：国睿科技、卫士通、杰赛科技、四创电子；3）肥羊系列：银河电子（内生外延高成长、低估值的军工平台型“民参军”公司）、东华测试（军工测试龙头，工业4.0新宠）。

风险提示：国防工业改革推进慢于预期、军工企业资产证券化进程受阻。

今日一般推荐

A股策略专题：《A股三季报业绩前瞻：投资收益下滑，业绩承压》

2015-10-12

王德伦（分析师）021-38674752、张晓宇（研究助理）021-38676911

2015年A股三季报预告显示整体业绩大幅改善，但我们认为实际业绩相对H1将大幅下滑。截至2015年10月11日，A股已有1080家上市公司发布了2015年三季度业绩预告，



整体盈利同比增长 24%，剔除金融板块盈利同比增长 25%。按照业绩预告区间的中值估算，其中，业绩预增的占比 54%，扭亏的占比 2.7%，续盈的占比 68%，预减的占比 35%，首亏的占比 1.1%，续亏的占比 10%。

当前三季报业绩预告中中小板披露较为充分。剔除业绩预告中数据不全的公司后，我们得到 912 家公司，包括主板 96 家，创业板 52 家，中小板 764 家，板块占比分别为 6%、11%、99.6%。三季度业绩预告中中小板披露较为充分，业绩预告代表性更强。

三季度预报中中小板整体盈利能力提升，而主板与创业板真实业绩存在下调压力。根据现有的预告，中小板的 2015Q3 的净利润预计同比增长 21.3%，而板块 2015H1 的净利润同比增长 17%，三季报预告显示的中小板整体盈利提升。而主板和创业板的 2015Q3 的净利润同比增速分别为 -29.5% 和 30.7%，由于预告中主板与创业板的企业数量的板块占比较少，且大部分公司预告日期较早，主板中尚有较多大市值蓝筹股未披露业绩预报，从 9 月财新 PMI、8 月工业利润等数据来看，国内经济三季度继续减速，工业利润更是加速下滑，叠加投资收益下降，我们认为 A 股三季度业绩将大幅下滑。

投资收益下降是三季度业绩承压的重要因素。由于国内经济逐步下滑，需求低迷，而 A 股在 2015 年 6 月 15 日以前的系统性上涨表现出来的赚钱效应也吸引企业加大资本市场投资。但 2015 年 6 月 15 日之后，A 股市场经历过“股灾”和震荡寻底，从 5062 点大幅下跌至 3085 点，我们认为 A 股三季度在逐步减速的经济基本面下，投资收益的下降会加重业绩的下滑。预测会带来约 18% 的同比业绩下滑。

大部分行业在三季度预报中业绩均实现正增长，钢铁、电气设备、农林牧渔、传媒和化工领跑，综合、国防军工、建筑材料、房地产和机械设备垫底。钢铁、电气设备、农林牧渔、传媒和化工的增速分别为 331.6%、256.2%、96.1%、78.8%、49.7%，而综合、国防军工、建筑材料房地产和机械设备的增速分别为 -472.5%、-182.7%、-24.9%、-23.8%、-22.4%。

行业深度研究：批发零售业《物流奠基、跨界变现，铸就乐天电商帝国》2015-10-11

訾猛（分析师）021-38676442、陈彦辛（研究助理）021-38676430

乐天市场-日本电商龙头，规模优势凸显。乐天市场采取 B2B2C 模式，通过统一的平台管理促进商家和消费者在线完成交易，有效规避了 B2C 和 C2C 模式的缺点。优良的运营模式使得 2014 年乐天市场拥有本土市场 37% 的份额，其规模远大于亚马逊日本、雅虎日本等竞争对手。而 2014 年乐天集团本土交易额达到 6.3 万亿日元；截止到 2014 年 3 月，乐天会员为 9193 万人，占日本人口的 70%，规模优势凸显。

构筑乐天生态圈，打造全球互联网综合生活服务商。乐天完善的生态圈为其构筑了核心竞争力，并将带动集团不断壮大。1) 发展金融构建交易闭环，巧用乐天积分协同业务发展。在网购的基础上，乐天集团先后推出证券、信用卡以及银行等金融服务，打造电商交易闭环并渗透到生活服务领域。此外，通过统一的乐天会员 ID 及超级积分，客户流、资金流和信息流得以在乐天生态圈里形成良性循环，提升用户粘性，大大拓展收入



来源。其中，2014年互联网服务和金融业务收入占比分别为56.5%和36.9%，收入增速为15%和17%，业务交叉使用率高达59.2%，两项业务相辅相成，共同促进了公司生态圈的发展。2) 兼并收购全球拓展，国际化驱动集团长期发展。乐天通过并购整合了海外优质的互联网企业，努力将乐天生态圈复制到全球。新市场的拓展在增加集团收入的基础上，为扩大集团品牌的影响力发挥着重要作用。3) 推进O2O及移动购物，全渠道扩张势头迅猛。乐天信用卡以及超级积分成为乐天O2O部署利器，帮助乐天快速将触角延伸到线上、线下生活服务的方方面面；而移动支付及移动APP的创新也使得乐天快速抢占了O2M市场：2014年，移动端交易额约占乐天总交易额的2/5，并正以每年200~300%的速度迅速增长。

乐天对中国企业的启示。乐天集团的成功不仅得益于日本电商优良的行业环境，还有赖于其精细化的经营管理。1) 首先，日本电子商务的经营环境更为成熟，为乐天集团打造优质的互联网生态圈提供了良好的条件。2) 其次，对于电商而言，低价并不是成功的全部因素，体验往往决定着成败：一方面乐天秉承“快乐商务”的理念，将用户体验做到极致；另一方面，为了进一步巩固乐天市场的优势，后来追上，大力发展物流体系，争取为用户提供好的配送体验。3) 此外，在拓展电商生态圈的过程中，业务之间的协同效应关系到整合的好坏：乐天巧妙地运用会员积分，不仅很好地将业务协同起来，同时还打通了线上线下交易场景。借鉴日本乐天发展经验，从线下供应链、渠道价值重估角度，重点推荐：永辉超市、步步高、中百集团、苏宁云商。

行业更新：新兴能源《电动汽车电控电机迎来黄金发展期》

2015-10-11

谷琦彬（分析师）010-59312711、洪荣华（分析师）021-38675854

电动汽车产销持续高增长，电控电机市场迎来需求井喷。一系列国家及地方新能源扶持政策与配套建设规划相继出台，2015年1-8月新能源汽车各类型的产量同比增长明显，显著超过历史同期水平，我们认为产业已进入良性循环，9月份产销量可能再次超市场预期。新能源汽车作为电机和电控系统的载体，其全面推广与发展促进电机电控及相关零部件生产企业市场规模增长。电机类型永磁化、控制系统数字化和电机结构集成化是新能源汽车主要组件的发展方向。我们预计到2020年电动汽车有望达到500万辆的目标，估算电控市场规模将达到763亿元。

我国电控电机发展具备产业基础和比较优势，未来国产化率将进一步提升。我国具有丰富的人力资源和稀土资源，加之具备传统电机全产业链的配套优势。受益于新能源汽车的快速发展与推广，电控电机行业国内未来市场空间巨大。目前我国的电控电机行业已涌现出一些优秀的厂商，与国际一流企业的技术实力差距快速缩短，未来将充分享受国内新能源汽车发展的蓝海，同时有望凭借性价比优势切入国际产业链。

进入壁垒高，竞争环境较好，产能扩张较为温和，预计供需偏紧状态延续时间长。电控电机系统在新能源汽车的动力系统中占据重要地位，技术、品质和供货履历树立了较高的进入门槛，我们观察到新进入者较少，而较多出现通过并购整合提升竞争力的现象。电控系统的市场集中度高，作为动力总成与整车厂商间的粘性较高、议价能力较强，且能提前锁定一定的市场份额，产品非标且主要企业产能扩张较为理性，自2014年四季



度起开始出现供不应求的局面，我们预期供需偏紧的状态延续时间较长。

维持行业“增持”评级。我们看好切入整车厂商供应链的高技术企业，尤其是未来占比逐渐提升的主流乘用车，重点推荐：卧龙电气、正海磁材、方正电机、大洋电机、科泰电源。未来潜在催化剂或包括：电动汽车9月产销量超市场预期、电控电机厂商三季度业绩增幅明显、行业整合进一步加剧。

风险提示：新兴产业发展初期的不确定性，稀土和大宗等原材料价格波动风险。

公司更新：万达院线（002739）《内功扎实，外延顺利，娱乐航母高速前行》2015-10-09

陈筱（分析师）021-38675863、吴春旸（研究助理）021-38674633

本次评级：增持
 目标价：166.30元
 现价：89.65元
 总市值：100408百万

投资建议：公司正依托自身强大运营能力和品牌效应，通过内生+外延方式打造全球一流体验型娱乐消费航母，充分享受观影市场持续爆发的市场红利和公司高端观影龙头的品牌溢价。维持2015~2017年EPS分别为1.32/2.03/2.75元，目标价166.3元，增持评级。

事件：公司公告2015年8月实现票房收入4.1亿/52.5%；观影人次1054万/47.8%。同时公司股权+现金收购18家世茂影院及电影大数据公司慕威时尚获证监会条件通过。

内功扎实，龙头地位带来票房高速增长。截止到9月，公司累计实现票房44.8亿/44.2%；实现观影人次1.07亿/42.7%，双双超出2014年全年数据。我们认为，公司凭借标准化运营管理、万达集团雄厚的资本资源支持、领先的观影体验及会员+互联网工具的全面应用，巩固了国内高端观影龙头的地位，品牌溢价效应显著。受益于优质影片供应增加，影院渗透率不断提升和居民观影习惯的养成带来的观影市场逆市繁荣，公司有望持续享受行业快速成长红利。

外延顺利，并购影院提升市场份额，资源整合延长业务价值链。此次整合世茂旗下18家影院标志着公司国内外扩张的开始，公司望凭借资本优势和品牌优势，通过外延并购实现市场份额的快速提升；收购慕威时尚则打通与好莱坞内容段的合作，同时应用大数据结合公司海量会员实现精准营销，实现从观影渠道向内容娱乐集团的跨越。

风险提示：整合风险、影院管理水平下降风险、优质影片供应不足

行业专题研究：其他小金属《钴：关注短期精矿供给收缩》2015-10-12

刘华峰（分析师）0755-23976751、徐明德（研究助理）021-38676053

基本金属过剩产能加速出清，关注伴生钴金属供给收缩带来的投资机会。部分铜钴矿山关停带来约5%幅度供给收缩，打破全球钴金属供需平衡。受结构性因素影响，国内钴精



矿短期供给弹性有限，而需求端受三元材料产量拉动增长显著，价格或小幅上涨，对上游精矿控制力较强的冶炼企业因此获得竞争优势。

铜矿山过剩产能加速出清，伴生钴金属供给收缩。几乎全球所有钴资源均为铜、镍矿的伴生矿。由于铜价持续下滑，接近部分矿山的现金成本，盈亏平衡线附近部分铜矿主动收缩产量以维护铜价。近期嘉能可关停部分非洲铜钴矿山，预计减少2015年钴供给4000吨，对应现有供给占比3.6%。欧亚资源位于刚果的铜钴矿山停止氧化钴生产，预计2015年形成钴金属供给下滑约1000吨，对应现有供给占比1.1%。我们预计铜矿石过剩产能将继续加速出清，伴生钴供给或将进一步收缩。

供需结构性因素或推升国内钴价。供给方面，中国钴冶炼厂原材料来自刚果的氧化钴精矿和粗盐，受铜钴矿产量收缩影响部分占比约为16%，寻找替代矿源存在困难，短期或现供给缺口。需求方面，考虑动力电池带动三元材料产量增长，未来三年新增下游钴资源年需求约1万吨。供需结构性因素或推升国内钴精矿和金属价格。

受益标的：华友钴业、格林美。我们认为，伴随钴矿短周期供给紧缺和下游动力电池拉动需求提升，对上游钴金属资源控制力较强且直接向正极材料企业供货的冶炼企业将获得竞争优势。龙头企业华友钴业和拥有金属回收-钴金属-正极材料产业闭环的格林美因此受益。

风险提示：钴矿山扩产风险、终端需求不及预期风险。



目录

今日重点推荐	1
➢ 日报/周报/双周报/月报:《关注无风险利率下降和风险偏好修复的机会》2015-10-11	1
➢ A股策略周报:《提高对再宽松的敏感度》2015-10-11	2
➢ A股策略专题:《三条主线掘金信息经济》2015-10-11	3
➢ 行业更新: 航空航天军工《金九已现, 红十不远》2015-10-12	3
今日一般推荐	4
➢ A股策略专题:《A股三季度业绩前瞻: 投资收益下滑, 业绩承压》2015-10-12	4
➢ 行业深度研究: 批发零售业《物流奠基、跨界变现, 铸就乐天电商帝国》2015-10-11	5
➢ 行业更新: 新兴能源《电动汽车电控电机迎来黄金发展期》2015-10-11	6
➢ 公司更新: 万达院线(002739)《内功扎实, 外延顺利, 娱乐航母高速前行》2015-10-09	7
➢ 行业专题研究: 其他小金属《钴: 关注短期精矿供给收缩》2015-10-12	7
今日报告精粹	11
➢ 日报/周报/双周报/月报:《关注无风险利率下降和风险偏好修复的机会》2015-10-11	11
➢ A股策略周报:《提高对再宽松的敏感度》2015-10-11	12
➢ A股策略专题:《这些年, 我们一起追过的主题(下)》2015-10-10	12
➢ A股策略专题:《这些年, 我们一起追过的主题(中)》2015-10-09	13
➢ 行业日报/周报/双周报/月报: 投资银行业与经纪业《证监会再出手规范市场, 低估值非银配置价值凸显》2015-10-11	13
➢ 行业日报/周报/双周报/月报: 建材《建材行业数据库 20151011》2015-10-11	13
➢ 行业日报/周报/双周报/月报: 农业《节后猪价略反弹, 维持行业“增持”评级》2015-10-11	14
➢ 行业深度研究: 批发零售业《物流奠基、跨界变现, 铸就乐天电商帝国》2015-10-11	15
➢ 行业事件快评: 公用事业《蒙西方案更具试点意义 助综合电改推进》2015-10-11	16
➢ 行业专题研究: 旅游业《日本看中国: 品牌为先, 体验制胜》2015-10-09	17
➢ 行业专题研究: 旅游业《休闲度假持续高景气 日韩线催热出境游》2015-10-09	18
➢ 公司首次覆盖: 云投生态(002200)《业绩提升趋势启动, 员工持股国改意义大》2015-10-10	19
➢ 公司更新: 万达院线(002739)《内功扎实, 外延顺利, 娱乐航母高速前行》2015-10-09	20
➢ 公司更新: 万科A(000002)《回购稳步实施, 融资成本持续下行》2015-10-09	20
➢ 伐谋-中小盘IPO专题:《拟IPO企业招股书申报稿阅读笔记之五》2015-10-09	21
➢ 量化周报:《创业板短期将冲高回落》2015-10-11	22
➢ 基金周报/定期:《分级AB定价合理, 整体成交额萎缩》2015-10-11	22
➢ 衍生品周报:《衍生品市场风平浪静, 运行平稳》2015-10-09	23
➢ 信用分析周报:《国泰君安信用分析周报 2015-10-09》2015-10-09	24
➢ 债券日报:《股东有喜, 债主无忧》2015-10-09	24
➢ 专题研究:《人民币汇率分析手册(II)》2015-10-09	25
➢ 专题研究:《路在脚下: 当前市场的几个关键性问题》2015-10-11	26
➢ 专题研究:《货币政策还有多大空间: 降杠杆与低通胀》2015-10-11	26
➢ A股策略专题:《三条主线掘金信息经济》2015-10-11	27
➢ 行业策略: 家用电器业《行业继续探底, 精选优质成长股和转型股》2015-10-11	28
➢ 行业更新: 新兴能源《电动汽车电控电机迎来黄金发展期》2015-10-11	29
➢ 行业日报/周报/双周报/月报: 房地产《国庆销量下滑, 政策持续宽松》2015-10-11	30
➢ 伐谋-中小盘周报:《关注个性化定制主题》2015-10-11	31
➢ 行业专题研究: 农业《玉米临储价格首下调, 养殖板块最受益》2015-10-11	32



➤ 行业日报/周报/双周报/月报：计算机《废墟下的存量博弈，主题性机会或可持续》2015-10-11	32
➤ A股策略专题：《A股季报业绩前瞻：投资收益下滑，业绩承压》2015-10-12	33
➤ 行业专题研究：综合金融《2015中国财富管理市场鸟瞰（上）》2015-10-12	34
➤ 行业更新：航空航天军工《金九已现，红十不远》2015-10-12	34
➤ 行业专题研究：其他小金属《钴：关注短期精矿供给收缩》2015-10-12	35
➤ 公司首次覆盖：津膜科技（300334）《定增方案通过，迎接“三多”时代》2015-10-12	36
表 1.行业配置评级建议表	37
表 2.策略团队每周市场观点	37
表 3.近期上市公司盈利预测及投资评级变动表	38
全球金融市场统计信息	39
本月国内重要经济信息披露	41
本周海外市场重要经济信息披露	41



今日报告精粹

日报/周报/双周报/月报:《关注无风险利率下降和风险偏好修复的机会》2015-10-11

任泽平(分析师)

010-59312805

renzeping@gtjas.com

S0880514060010

张庆昌(研究助理)

010-59312701

zhangqingchang@gtjas.com

S0880115020043

张彩婷(研究助理)

010-59312751

zhangcaiting@gtjas.com

S0880114080040

国际经济: 美国非农低于预期, 加息预期缓解, 节后全球主要股指继续上涨, 大宗反弹。9月美国非农就业人口新增14.2万, 大幅低于预期, 美元阶段性见顶, 资金从新兴经济体流出的迹象放缓。9月全球主要经济体PMI指数放缓, 缓解人民币贬值和资金流出压力。受嘉能可削减锌年产量三分之一影响, 锌价大涨10%, 主要工业金属价格上涨。

国内经济: 经济下滑, 猪价回调, 假日消费旺盛。国庆期间票房同比增长56%, 消费升级一直在继续; 出境游和境外消费火爆, 表明国内缺的不是需求而是有效供给, 这有赖于改革转型和服务业开放。受金融业拖累, 预计3季度GDP增速回调至6.7%, 在微刺激推动下4季度回稳, 经济L型。9月中采制造业PMI略升, 但低于荣枯线。秋粮丰收, 猪价高位回调, 预计9月CPI略降至1.8%。

货币: 无风险利率快速下降。受下周公布的经济数据可能低于预期和周末降准预期影响, 10年期国债收益率大幅降至3.16%。央行10月8日1200亿元7天期逆回购, 预计4季度还有1次降息1次降准。9月外汇储备3.51万亿美元, 环比减少432亿美元, 好于市场预期, 人民币贬值和资本流出压力缓解。央行在9省(市)推广信贷资产质押再贷款试点, 以支持实体经济尤其三农小微。

政策: 新一轮针对消费和投资的微刺激已经开启。房市新政主要刺激三四线城市刚需, 但预计在住房饱和与库存高企情况下效果有限。车市新政主要刺激新能源和小排量汽车消费, 预计短期有效果, 4季度汽车销量增速回升至5%-10%。9月以来发改委共批复总投资额超8000亿的轨道交通等基建项目。财政预算执行进步加快, 盘活存量和发专项债合计5500亿。财政部联合10家机构设立1800亿PPP融资支持基金。

改革: TPP倒逼改革开放, 充电桩建设提速。TPP将倒逼中国加快中日韩自贸协定谈判、东亚区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)谈判, 加快一路一带、亚投行、上海自贸区等的建设和发挥作用。国办印发《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》, 部署加快推进电动汽车充电基础设施建设。交通运输部公布《关于深化改革进一步推进出租汽车行业健康发展的指导意见(征求意见稿)》和《网络预约出租汽车经营服务管理暂行办法(征求意见稿)》, 专车将规范化发展。

市场: 股市筑底, 债牛继续, 房市分化, 美元阶段性见顶, 大宗反弹。随着去杠杆去泡沫进入尾声, 市场正进入安全区间。流动性“堰塞湖”, 一波一波推低固收市场收益率, 无风险利率下降使得竞争性资产收益率消长变化。美加息预期缓解, 国内货币宽松, 汇率走稳, 五中全会临近, 风险偏好逐步修复, 关注结构性机会: 十



三五规划、新一轮微刺激、混改试点、军改、大宗反弹、新通州新北京新奥运。6月以来债牛主要受股市牛熊切换资金流出和经济基本面预期转差推动。未来债牛的驱动力来自货币宽松、资金成本下降、经济基本面再下台阶等，留意杠杆对预期的透支以及未来可能加大波动。

A股策略周报：《提高对再宽松的敏感度》2015-10-11

乔永远（分析师）

021-38675862

qiaoyongyuan@gtjas.com

S0880513120001

戴康（分析师）

021-38674637

daikang@gtjas.com

S0880514030010

王德伦（分析师）

021-38674752

wangdelun@gtjas.com

S0880514050002

当下A股配置和交易的重点在于提高对再宽松的敏感度。宽松和刺激政策条件是A股自估值自八月底以来逐步恢复的主因。我们在八月底双降（降准和降息）的电话会议及快评报告中提醒，A股过份悲观的情绪可能会逐步改善（8月25日报告），并且预测A股市场将在2800到3200点区间震荡。市场阶段性提升风险偏好过程也在双降之后逐步出现。虽然市场波动区间仍然偏窄，但我们发现市场中热门的投资品种已经在快速体现相对收益机会。监管去杠杆、经济增速持续放缓等因素仍然对A股形成限制。但在新的尾部风险没有出现之前，A股区间震荡、结构行情的格局可能仍然会延续在十一月中旬前后。市场可能在十一月中旬前后再次向前延展预期，2016年的增长预期、风险及流动性等因素才会逐步体现在A股的新定价体系之中。如果超预期的再宽松出现，我们认为A股震荡上限可能获得突破。

再宽松仍有可能在两方向超预期。一方面是持续性的降准与降息。近期经济增速持续下降，且工业品通缩持续存在，都给予再宽松以足够了空间。如果近期公布的三季度消费品通胀水平能够有所下降，在货币政策方面的再宽松空间将快速打开。我们认为达到更为有效保增长的效果，降准与降息可能各出现一次（当下市场预期共有一次）。如果再宽松政策出现，我们认为对利率敏感性行业配置的需求将进一步上升。

第二方面是人民币币值可能向升值方面波动。当下市场对人民币信心仍在重塑的过程中。但近期易纲行长等讲话显示，人民币可能会更多双边波动。我们认为人民币升值也是推动国内市场信用扩张的重要手段，是再宽松的一部分。如果人民币在当前水平上短期向升值方向波动，那么市场中风险偏好可能会随之而出现一定上升。

阶段性强化主题投资推荐，继续维持推荐高股息率、确定性强、有业绩的板块。推荐信息经济、新能源汽车、一带一路与自贸区主题。1、信息经济主题推荐：特发信息、启明星辰、积成电子；2、新能源汽车产业链首选充电桩，推荐特锐德；3、一带一路主题推荐博深工具；4、自贸区主题。相关受益标的：外高桥。我们维持对有业绩板块的配置推荐（1）高股息率的行业，包括汽车、银行、非银金融、地产等；（2）业绩与估值具有高性价比的行业，包括食品饮料、生物医药、传媒、公用事业中的电力；（3）获益于财政政策发力的行业，包括信息基础设施建设、城市地下综合管廊、轨道交通、环保等。此外，如出现超预期的再宽松，建议重视弹性较大的板块如计算机、机械设备、非银金融与军工等。

A股策略专题：《这些年，我们一起追过的主题（下）》2015-10-10



戴康 (分析师)

021-38674637

daikang@gtjas.com

S0880514030010

乔永远 (分析师)

021-38675862

qiaoyongyuan@gtjas.com

S0880513120001

我们运用主题投资方法论的分析框架对 2015 年的热门主题投资进行回顾, 包括: 国企改革、互联网金融、新能源汽车、工业 4.0、卫星导航。识别这些主题投资的最佳时期, 分别针对这些不同类型主题, 从实战中探讨: 主题选择、时机把握、组合构建这三大应用。知古鉴今, 帮助我们更前瞻性地发掘和准确把握未来不同类型的主题投资机会。当下, 我们推荐“十三五规划”之信息经济和新能源汽车, 走出去“一带一路和自贸区主题”。

A 股策略专题:《这些年, 我们一起追过的主题(中)》2015-10-09

戴康 (分析师)

021-38674637

daikang@gtjas.com

S0880514030010

乔永远 (分析师)

021-38675862

qiaoyongyuan@gtjas.com

S0880513120001

我们运用主题投资方法论的分析框架对 2014 年的热门主题投资进行回顾, 包括: 京津冀一体化、一带一路、在线教育、体育。识别这些主题投资的最佳时期, 分别针对这些不同类型主题, 从实战中探讨: 主题选择、时机把握、组合构建这三大应用。知古鉴今, 帮助我们更前瞻性地发掘和准确把握未来不同类型的主题投资机会。当下, 我们推荐“十三五规划”之信息经济和新能源汽车, 走出去“一带一路和自贸区主题”。

行业日报/周报/双周报/月报: 投资银行业与经纪业《证监会再出手规范市场, 低估值非银配置价值凸显》2015-10-11

刘欣琦 (分析师)

021-38676647

liuxinqi@gtjas.com

S0880515050001

孔祥 (分析师)

021-38674744

Kongxiang@gtjas.com

S0880515080006

耿艳艳 (研究助理)

021-38676640

Gengyanyan@gtjas.com

S0880115060008

本周仅有两个交易日, 由于外围市场大涨节后国内市场补涨需求较强烈, 沪深 300 指数 4.28%, 券商指数大涨了 7.29%, 保险指数上涨了 6.24%, 保险券商均跑赢了指数。

本周末证监会宣布了《证券期货市场程序化交易管理办法(征求意见稿)》并对三家券商暂停新开户 3 个月的处罚, 这对于市场的乐观情绪有一定影响。但经过我们的敏感性分析, 目前券商救市资金对于净资产的损耗并不显著, 1 倍 PB 仍是券商较为坚实的估值底部。目前牛市中融过资的几家券商估值处于历史较低水平, 建议投资者逐步布局估值见底的华泰证券、广发证券和海通证券。

分红险利率市场化对于保险板块的负面影响有限, 对于内含价值的影响不超过 5 个百分点, 而且参考传统险和万能险利率市场化的经验来看, 未来有望以量补价。目前板块的核心矛盾在于利率下降周期中的投资压力, 如未来不再持续降息, 目前板块估值基本反映了投资端的悲观预期, 建议底部配置综合金融分散投资能力较强的中国平安和估值较低的中国太保。

经纬纺机的 H 股私有化已经发布详细进度公告, 未来整合预期强烈, 给予增持评级。同时, 也建议投资增持基本面有保障、估值较低的中航资本和安信信托。

行业日报/周报/双周报/月报: 建材《建材行业数据库



20151011》2015-10-11

邓云程 (分析师)

0755-23976659

dengyuncheng@gtjas.com

S0880515030003

鲍雁辛 (分析师)

0755-23976830

baoyanxin@gtjas.com

S0880513070005

水泥周盘点: 旺季依然很平淡

国庆节前后, 全国水泥市场价格环比小幅上涨 0.1%。价格上涨主要体现在安徽和浙江, 上调幅度 10-20 元/吨; 河北邯郸价格旺季小幅下调 10 元/吨。

整体来看, 10 月上旬, 受国庆假期及台风、降雨影响, 全国绝大部分地区水泥需求较之前相比均有回落, 不同地区企业发货量环比减少 10%-20%, 库存有所增加;

价格方面大体以平稳为主, 并未因需求减少而出现明显回落, 且局部地区价格仍有小幅上行, 如浙江沿海和安徽合肥等地, 主要是企业协同停窑保价。节后, 随着建筑工程复工及天气好转, 下游需求有望陆续回升, 预计江浙沪皖赣、湘鄂等地区企业发货恢复到节前水平后, 或将会继续推动水泥价格小幅上涨。

玻璃周盘点: 龙头江苏华尔润终于将倒下

上周全国白玻均价 1160 元/吨, 环比上涨 4 元, 值得注意的是两件事: 1、江苏华尔润集团本部最后三条生产线中 2 条停产, 即将退出平板玻璃行业; 2、尽管华尔润连续停产, 今年国庆期间生产企业库存增量大于往年同期水平;

目前全国玻璃价格基本都在完全成本线上 (3 季度旺季涨价), 随着淡季的来临 (一般是 10 月底), 现货价格下行是大概率事件。

需求下行趋势确定 (玻璃下游 70% 是地产), 从产能情况看还需要大规模去产能, 目前我们认为玻璃行业寒冬才刚刚开始。

玻纤周盘点: 进入淡季, 价格平稳

上市公司主要产品无碱粗纱市场出货稳定, 出货量较前期基本持稳, 价格未见调整。价格运行暂无较大压力。但目前年内风电赶工需求减少, 下游采购积极性有所降低 (明年再干)。

玻纤需求海外占比 2/3 (美国地产、欧洲制造业), 天然气占玻纤生产成本比重较高 (约 30% ~ 40%); 我们继续推荐央企改革标的——中国巨石 (600176), 其具备较大业绩向上弹性及集团国防级碳纤维资产注入预期。

行业日报/周报/双周报/月报: 农业《节后猪价略反弹, 维持



行业“增持”评级》2015-10-11

王乾（分析师）
021-38676675
wangqian@gtjas.com
S0880515020001

钱浩（研究助理）
021-38674925
qianhao@gtjas.com
s0880115080191

本周观点：本周生猪价格维持高位震荡，较节前上涨0.12元/公斤。消费恢复缓慢，节前阶段性出栏增加，屠宰场压价导致猪价回落。但生猪供给中期不足仍未明显改善，未来3-4个季度养殖高景气仍有望持续，玉米、豆粕等大宗原料走弱导致猪粮比上行，牧原股份、大华农（温氏集团）、正邦科技、天邦股份、雏鹰农牧等盈利水平仍处高位。肉禽养殖供需调节仍在进行，13年以来行业持续低迷，新一轮周期弹性值得期待，圣农发展、华英农业、益生股份、民和股份、仙坛股份等将受益。受益于下游盈利改善、存栏趋势性增加、原材料下行等，2016年有望迎来饲料板块“大年”，海大集团、禾丰牧业、新希望等进入合理估值区间，维持“增持”评级。动物疫苗行业新锐海利生物，批文优势明显，口蹄疫、H5禽流感产品将逐步上市，2016/17年进入业绩爆发增长期，维持“增持”评级。金宇集团口蹄疫市场苗仍维持较快增长，当前具备估值吸引力，维持“增持”评级。种子企业中期报告普遍出现库存下滑趋势，建议关注10月份行业制种量出炉，超预期下滑或催生板块行情，隆平高科、登海种业、农发种业等有望受益。

重要价格：10月9日，全国出栏瘦肉型生猪价格均价17.2元/公斤，与节前上涨0.12元/公斤，同比上涨20.3%。猪肉价格27元/公斤，较节前下跌0.9元/公斤，同比上涨20.1%；三元仔猪均价32.11元/公斤，较节前上涨1.3元/公斤，同比上涨50.2%；母猪均价1692元/头，较节前上涨64元/头，同比上涨9.8%。本周烟台地区白羽毛鸡价2.68元/斤，较节前下跌5.3%；主产区鸡苗价格为0.85元/羽，较节前上涨60.4%。

养殖成本：本周国内玉米现货价为2,097元/吨，较节前下跌3.2%，同比下跌19.9%；国内小麦现货价为2,314元/吨，较节前下跌0.9%，同比下跌10%；国内豆粕现货价为2,822元/吨，较节前维持不变，同比下跌20%；国内鱼粉仓库价（上海港）为10,700元/吨，较节前上涨1.9%，同比上涨1.9%；国际鱼粉现货价为1,650美元/吨，环比上涨1.5%，同比下跌7.3%。

测算利润：本周行业自繁自养生猪养殖利润、外购仔猪养殖利润、仔猪出售毛利分别为401.3元/头、306.6元/头和233.3元/头，环比分别下降14.3元/头、25.8元/头和0.1元/头。

风险提示：农产品价格波动风险、疫病风险、自然灾害、食品安全等。

行业深度研究：批发零售业《物流奠基、跨界变现，铸就乐天电商帝国》2015-10-11

瞿猛（分析师）
021-38676442
zimeng@gtjas.com
S0880513120002

陈彦辛（研究助理）

乐天市场-日本电商龙头，规模优势凸显。乐天市场采取B2B2C模式，通过统一的平台管理促进商家和消费者在线完成交易，有效规避了B2C和C2C模式的缺点。优良的运营模式使得2014年乐天市场拥有本土市场37%的份额，其规模远大于亚马逊日本、雅虎日本等竞争对手。而2014年乐天集团本土交易额达到6.3万亿日元；



021-38676430
 Chenyanxin@gtjas.com
 S0880115050030
 林浩然(分析师)
 021-38674763
 linhaoran@gtjas.com
 S0880514070005

截止到 2014 年 3 月, 乐天会员为 9193 万人, 占日本人口的 70%, 规模优势凸显。

构筑乐天生态圈, 打造全球互联网综合生活服务商。乐天完善的生态圈为其构筑了核心竞争力, 并将带动集团不断壮大。1) 发展金融构建交易闭环, 巧用乐天积分协同业务发展。在网购的基础上, 乐天集团先后推出证券、信用卡以及银行等金融服务, 打造电商交易闭环并渗透到生活服务领域。此外, 通过统一的乐天会员 ID 及超级积分, 客户流、资金流和信息流得以在乐天生态圈里形成良性循环, 提升用户粘性, 大大拓展收入来源。其中, 2014 年互联网服务和金融业务收入占比分别为 56.5% 和 36.9%, 收入增速为 15% 和 17%, 业务交叉使用率高达 59.2%, 两项业务相辅相成, 共同促进了公司生态圈的发展。2) 兼并收购全球拓展, 国际化驱动集团长期发展。乐天通过并购整合了海外优质的互联网企业, 努力将乐天生态圈复制到全球。新市场的拓展在增加集团收入的基础上, 为扩大集团品牌的影响力发挥着重要作用。3) 推进 O2O 及移动购物, 全渠道扩张势头迅猛。乐天信用卡以及超级积分成为乐天 O2O 部署利器, 帮助乐天快速将触角延伸到线上、线下生活服务的方方面面; 而移动支付及移动 APP 的创新也使得乐天快速抢占了 O2M 市场: 2014 年, 移动端交易额约占乐天总交易额的 2/5, 并正以每年 200~300% 的速度迅速增长。

乐天对中国企业的启示。乐天集团的成功不仅得益于日本电商优良的行业环境, 还有赖于其精细化的经营管理。1) 首先, 日本电子商务的经营环境更为成熟, 为乐天集团打造优质的互联网生态圈提供了良好的条件。2) 其次, 对于电商而言, 低价并不是成功的全部因素, 体验往往决定着成败: 一方面乐天秉承“快乐商务”的理念, 将用户体验做到极致; 另一方面, 为了进一步巩固乐天市场的优势, 后来追上, 大力发展物流体系, 争取为用户提供好的配送体验。3) 此外, 在拓展电商生态圈的过程中, 业务之间的协同效应关系到整合的好坏: 乐天巧妙地运用会员积分, 不仅很好地将业务协同起来, 同时还打通了线上线下交易场景。借鉴日本乐天发展经验, 从线下供应链、渠道价值重估角度, 重点推荐: 永辉超市、步步高、中百集团、苏宁云商。

行业事件快评: 公用事业《蒙西方案更具试点意义 助综合电改推进》2015-10-11

王威(分析师)
 021-38676694
 wangw@gtjas.com
 S0880511010024
 车玺(分析师)
 010-59312829
 chexi@gtjas.com
 S0880515020003

首个省级输配电价改革试点实行。近日, 国家发改委批复蒙西电网输配电价改革试点首个监管周期输配电准许收入和输配电价, 于 10 月 1 日起实行。此次批复的不同电压等级、不同用户的输配电价, 是我国第一个按照“准许成本加合理收益”原则测算的、能够直接用于电力市场交易的省级电网独立输配电价。分电压等级输配电价考虑了交叉补贴因素, 明确电力用户要按其接入的电网电压等级支付含交叉补贴的输配电价, 有利于减少改革对居民和农业电价的影响。电网企业经过成本监审, 将核减的成本空间主要用于降低大工业电价。

王锐(研究助理)
 010-59312725
 wangrui013946@gtjas.com
 S0880114110036

输配电价改革试点稳步推进, 蒙西方案更具试点意义。发改委曾于 4 月发布《关于加快推进输配电价改革的通知》, 部署扩大改革试点范围, 先后确定深圳、蒙西、湖北、安徽、宁夏、云南、贵州等 7 个省区进行试点。此前关于电改的跟踪报告中我们分析, 先行试点的地区现存输配电价水平较为分散, 试点后有助于摸索出全国



推广经验。此次蒙西电网输配电价改革方案的批复更具试点意义，蒙西电网作为省级电网，需求面各产业及居民等不同电压等级用户层次结构完善，交叉补贴特性显著，供给面电源结构复杂，且涉及对外省送电等，因此，蒙西输配电价改革试点的成功对于全国范围推广更具实际意义。

综合电改双向推进，加速在所难免。输配电价改革是全面推进电改的先行基础，国家发改委将继续推进输配电价改革试点，不断扩大试点范围。而售电侧体制改革、电价改革、交易体制改革、发用电计划改革也将协调推进，预计今明两年先在全国范围内选择2至3个省份进行综合试点。期盼改革红利的部分省区自下而上积极推进争取综合试点成为本轮电改的助推剂，电改有望加速。

输配电价改革试点地区的龙头电企有望率先受益。从电力系统运行特点来看，不拥有电源或电网资产的第三方进入售电领域，缺乏比较清晰有效的盈利模式。而地方性电企，拥有电源资产，结合区域背景有望争取到更多的大中型工商业用户，因此更大可能受益于电改售电侧放开。我们粗略测算全国售电市场容量约为2.3万亿元。我国目前纳入输配电价改革试点地区的相关电企包括：深圳能源、内蒙华电、皖能电力、湖北能源、黔源电力等。

当前电力行业盈利能力处于历史高点，受益于煤价下跌，较高盈利增速有望保持至2016年中期，电改及国企改革带给行业整体效率提振及外延式扩张空间，维持行业“增持”评级，推荐华能国际、国电电力、赣能股份、黔源电力、金山股份、宝新能源、文山电力等。

行业专题研究：旅游业《日本看中国：品牌为先，体验制胜》

2015-10-09

许娟娟（分析师）

021-38676545

xujuanjuan@gtjas.com

S0880511010028

陈均峰（分析师）

021-38674930

chenjunfeng@gtjas.com

S0880513080009

引言：我国出境游大行业小公司，对标国际，未来5年将出现500-100亿市值公司。14年至今发布15篇专题报告，其中专题1研究欧美旅游市场，专题13研究韩国，本专题研究日本。中日同属东亚文化圈，旅游消费习惯相似，其旅游产业发展对中国借鉴意义大。

市场特点及竞争格局：日本受政策及经济因素影响，历经三阶段，现进入稳定期；语言及文化因素致出境跟团游占比大，龙头凭先发优势占据高市场份额，品牌及零售渠道优势致行业集中度高：①出境游：经济疲软致增速下滑，2003-13年CAGR=2.8%，渗透率14%；入境游：受益《观光立国》法案鼓励入境游，客流提升；②市场特点：政策支持、完善的目的地服务使得国内游市场发达；语言及文化因素致出境跟团占比高；自由行需求兴起；③竞争格局：JTB品牌优势及完善的零售渠道布局致行业集中度高，CR2=22%，CR10=49%。

产业链格局：廉价航空冲击垄断，旅行社批零一体化，零售为主，龙头高速增长长期享受100倍PE；电商受益自由行需求兴起，发展提速。①要素商：廉价航空打破上游机票垄断；②服务商-旅行社：批零一体化，零售为主，渠道布局完善，客户粘性高，收入占比约70%；日本HIS在行业高速增长期估值超100xPE；③服务商-



电商：自由行兴起，电商发展提速，预计15-18年CAGR18%，同期市场为1%。

行业龙头 JTB：批零一体化打通全产业链，体验为核心打造品牌，构建壁垒，线上渠道占比很低，且发展缓慢致市场份额下滑：①政府背景起家，批零一体化，线下渠道自建为主，16%市场份额日本第一；②多品牌发展战略迎合客户细分需求，客户粘性高，议价能力强；③线上销售占比仅3%发展缓慢，电商冲击下市场份额有所下滑。

对中国的启示：跟团与自由行产品边界将逐渐模糊，出游体验及品牌成为竞争核心，幅员辽阔致中国线上渠道发展领先日本：①中国跟团游将长期存在，跟团与自由行体验靠拢边界将模糊；②PK产品及品牌，品牌建设提速，将提升客户粘性，构建产品/品牌/客户/要素间的良性循环；③中国市场发展恰逢在线旅游高速发展，幅员辽阔使得中国旅行社更加重视线上销售渠道，旅行社O2O领先日本。投资建议：推荐上游要素控制力强构建竞争壁垒，布局零售业务，具有良好品牌积累的易食股份（凯撒旅游）、以及批零一体化标的众信旅游。

行业专题研究：旅游业《休闲度假持续高景气 日韩线催热出境游》2015-10-09

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

观点：旅游市场整体高景气，休闲度假目的仍受追捧，部分南部沿海地区受到台风影响游客量下滑，周边游、自驾游火热，离岛免税受台风影响但销售额仍升，出境游持续高景气。旅游行业短期景气和长期成长性均维持，波动中寻找真价值和真成长。维持观点，移动互联网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。①延续“大旅游生态圈”选股策略，推荐要素层的休闲娱乐标的宋城演艺、中青旅、中国国旅、锦江股份，其中锦江股份受益迪士尼；推荐服务层的代理商易食股份、众信旅游、腾邦国际，其亦受益于出境游。②推荐国企改革或机制变革推动下的拐点型公司，黄山旅游、张家界、长白山、云南旅游、桂林旅游、峨眉山A。

横向比较：游客出游意愿强烈，省市客流普增，休闲度假目的地佳。

主要省份：国庆黄金周游客出游意愿强烈，整体保持较高增速：新疆(30.7%)陕西(24.3%)江西(21.8%)贵州(20.6%)福建(20.4%)。

重点城市：表现总体较好，西部增速较快：石家庄(14.8%)武汉(14.4%)重庆(12.4%)西安(11.3%)南京(9.2%)宁波(8.6%)。

主要景区：周边游持续火爆，部分景区受天气影响客流下滑，休闲游目的地表现佳：峨眉山(2.3%)乐山(2.6%)九寨沟(25.6%)南山(2.1%)九华山(-3.3%)黄山(-0.9%)；丽江千古情(100%)，九寨千古情(40%)，杭州千古情(30%)，古北水镇(65%)，乌镇(持平)。

纵向比较：省份、重点城市、景区整体同比增速均有所上升。



主要省份: 省份整体增速上升, 新疆、陕西升幅较大, 新疆+11.8 个点, 陕西+9.0 个点, 河北/安徽小幅回升, 分别+6.5/2.4 个点。

重点城市: 重点城市增速整体下滑, 北京+3.2 个点, 天津/杭州小幅下滑, 分别-1.1/-1.6 个点, 上海大幅下滑 15.8 个点。

旅游景区: 十一虽受限流及天气因素影响, 但主要景区低基数下增速仍上升, 峨乐+26.7 个点, 黄山/南山分别+11.9/9.9 个点。

节假日对比: 十一省份、景区客流增速较端午回升, 重点城市下滑。

主要省份: 大部分省份客流增速较端午有所上升, 湖北/陕西小幅上升, 分别+7.8/1.3 个点, 贵州+0.5 个点。

重点城市: 整体客流增速较端午下滑, 天津小幅降 6.3 个点。

旅游景区: 黄山、九华山降幅收窄, 南山回升, 峨乐小幅上升。

海棠湾停止返佣导致进店客流下滑, 购买人次和销售额同比提升。

①1-6 日海棠湾开房率较高, 不少一线海景酒店出租率在 70% 左右。②海棠湾免税店自 2015 年 9 月停止向旅行社返佣, 导致团客减少, 1-7 日接待量 11.8 万-15.3%, 但销售额提升至 1.16 亿/+11.8%。

出境游维持高景气, 日韩线路快增, 香港大幅下滑。

①1-7 日出境游总量约为 410 万, 赴韩游客+30%, 日本+40%, 香港-12%, 台湾+11.3%。
②广东多家旅行社的信息显示, 黄金周期间广东游客出境游比例已达到 50%, 尤其欧洲游游客量同比增长 30%。

公司首次覆盖: 云投生态 (002200)《业绩提升趋势启动, 员工持股国改意义大》2015-10-10

本次评级: 增持
 上次评级: 首次
 目标价: 19.50 元
 上次目标价: 首次
 现价: 16.15 元
 总市值: 2974 百万

李品科 (分析师)
 010-59312815
 lipinke@gtjas.com

大股东“锁三年”参与定增, 员工持股计划将激活公司活力。公司拟非公开发行股份约 1.02 亿股募资约 12.4 亿元用于偿还银行贷款及补充流动资金, 云投集团和公司首期员工持股计划拟参与此次定增, 此次定增若成功将大大增强公司资金实力, 同时员工持股计划迈出了公司国企改革第一步, 激发公司活力。我们预计公司 2015/16 年 EPS0.13/0.34 元, 同时参考当前可比公司 PS 和 PEG 平均值以及公司可能的其他国企改革事项, 给予目标价 19.5 元, 首次覆盖增持评级。

资金短板补强提升盈利能力, 员工持股料将开启公司国企改革进程。本次募集资金将用于归还银行贷款和补充公司流动资金, 公司自云投集团入主以来业绩一直受到资金短缺影响, 财务费用高企直接侵蚀了公司的经营成果, 公司资金短板补强后将



S0880511010037

黄俊伟（研究助理）

021-38677905

huangjunwei@gtjas.com

S0880115100010

直接提升公司盈利能力，扩大公司经营规模。公司为云投集团旗下唯一上市平台，云南省国企改革方兴未艾，公司的生态 1 期员工持股计划参与此次定增意味着公司的国企改革进程拉开序幕，我们预计公司经营活力将得到提升。

大集团小公司，预计国企改革可能性多。云投集团和公司是典型的“大集团、小公司”格局，截至 2015 年 4 月底，云投集团合并总资产约 1132 亿元，投资涉及铁路、旅游、林业、地产、石化燃气、金融、医疗等领域。云投集团以金控平台和国有资产运营投资平台为战略转型方向，云投集团内部资产梳理与整合预计存在较多后续看点及可能性。

风险提示：定增方案未通过、订单增长不及预期、国企改革低于预期

公司更新：万达院线（002739）《内功扎实，外延顺利，娱乐

航母高速前行》2015-10-09

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：166.30 元

上次目标价：166.30 元

现价：89.65 元

总市值：100408 百万

陈筱（分析师）

021-38675863

chenxiao@gtjas.com

S0880515040003

吴春阳（研究助理）

021-38674633

wucy@gtja.com

S0880115050039

投资建议：公司正依托自身强大运营能力和品牌效应，通过内生+外延方式打造全球一流体验型娱乐消费航母，充分享受观影市场持续爆发的市场红利和公司高端观影龙头的品牌溢价。维持 2015~2017 年 EPS 分别为 1.32/2.03/2.75 元，目标价 166.3 元，增持评级。

事件：公司公告 2015 年 8 月实现票房收入 4.1 亿/52.5%；观影人次 1054 万/47.8%。同时公司股权+现金收购 18 家世茂影院及电影大数据公司慕威时尚获证监会有条件通过。

内功扎实，龙头地位带来票房高速增长。截止到 9 月，公司累计实现票房 44.8 亿/44.2%；实现观影人次 1.07 亿/42.7%，双双超出 2014 年全年数据。我们认为，公司凭借标准化运营管理、万达集团雄厚的资本资源支持、领先的观影体验及会员+互联网工具的全面应用，巩固了国内高端观影龙头的地位，品牌溢价效应显著。受益于优质影片供应增加，影院渗透率不断提升和居民观影习惯的养成带来的观影市场逆市繁荣，公司有望持续享受行业快速成长红利。

外延顺利，并购影院提升市场份额，资源整合延长业务价值链。此次整合世茂旗下 18 家影院标志着公司国内外延扩张的开始，公司望凭借资本优势和品牌优势，通过外延并购实现市场份额的快速提升；收购慕威时尚则打通与好莱坞内容段的合作，同时应用大数据结合公司海量会员实现精准营销，实现从观影渠道向内容娱乐集团的跨越。

风险提示：整合风险、影院管理水平下降风险、优质影片供应不足

公司更新：万科 A（000002）《回购稳步实施，融资成本持续



下行》2015-10-09

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: 13.23 元

总市值: 146186 百万

侯丽科 (分析师)

0755-23976713

houlike@gtjas.com

S0880514030004

申思聪 (分析师)

0755-23976926

shensicong@gtjas.com

S0880515010002

李品科 (分析师)

010-59312815

lipinke@gtjas.com

S0880511010037

公司公告 9 月份销售面积 184.2 万方, 环比升 7.3%, 同比升 11.2%, 销售金额 244.2 亿元, 环比升 9.8%, 同比升 24.7%。销售均价 13,257 元/平, 环比增 2.2%, 同比升 12.1%。

回购稳步实施, 融资成本持续降低。公司 8 月 31 日股东大会通过了 100 亿元的回购计划, 截止 9 月 30 日, 回购 A 股 1248 万股, 占总股本的 0.113%, 支付总金额达 1.6 亿元。后续的回购有望继续稳定目前的股价, 安全边际凸显。随着降息降准的推进, 公司融资成本持续降低, 9 月发行 5 年期公司债券 50 亿元, 票面利率仅为 3.5%。

拿地增长显著, 物流地产加大配置。公司 9 月在深圳和太原等地新增项目 7 个, 建面 63.9 万平方米, 支付地价 18.6 亿元, 楼板价 4,499 元/平。今年累计拿地建面达 1,235.8 万平方米, 同比增 110.9%。其中物流地产加大配置, 今年已获取 6 幅土地, 建面合计 38.8 万平方米。首付比例降低和公司拿地力度加大有望提升市场对公司增长的预期。

维持增持评级, 目标价 18 元, 现价空间 37%。我们看好公司大量优质的土地储备在行业物理空间重新布局后的成长性。回购计划及产业资本的增持提供了较好的安全边际, 同时政策面的宽松和融资成本的下行有望加速估值修复。2015 和 2016 年 EPS 预测为 1.66 和 1.95 元, 维持目标价 18 元, 对应 2015 年 PE8.3 倍, 维持增持评级。

催化剂: 市场占有率稳步提升、事业合伙人及小股操盘顺利推进

核心风险: 市场景气度下降、产品销售放缓

伐谋-中小盘 IPO 专题: 《拟 IPO 企业招股书申报稿阅读笔记之五》2015-10-09

孙金钜 (分析师)

021-38674757

sunjinju008191@gtjas.com

S0880512080014

王政之 (研究助理)

021-38674944

wangzhengzhi@gtjas.com

S0880115060007

我们将在此对已经过会, 尚未发行的个股进行行业和基本面的分析, 我们会记录公司对公司的商业模式、成长性和未来发展思路的判断, 对于其中小部分我们认为值得关注的公司会分析其成长性的来源, 从中筛选出我们认为行业属性较好, 细分领域成长性突出, 后续值得跟踪的个股进行推荐。考虑到目前大部分公司数据是披露到 2015 年一季度, 主要判断依据依然是 2014 年和 2013 年度数据。

本批分析个股: 本期一共记录 7 家拟上市企业, 分别是多伦科技、成都深冷、新美星、金冠电气、康普顿、江苏银行、德宏股份。

7 家上市公司中认为值得重点研究的标的包括: 多伦科技、成都深冷。

打新市场回顾: 2014 年 1 月新股重启以来, 合计发行 318 家, 2014 年发行 125 家,



募资金额 670 亿元，2015 年发行 193 家，募资规模 1470 亿元。2014 年的新股发行制度改革，最大的变化在于发行价格的限定和发行数量的控制，由于存在 23 倍市盈率的“定价”发行，新股上市之后的涨幅明显，这使得新股市场产生了无风险收益率，打新收益率可以达到 6%-12%。考虑到新股本身是权益市场属性，但是由于“无风险”收益率的存在吸引了大量打新基金参与，其中绝大多数负责团队为固定收益，使得权益市场的收益流到了固定收益市场，而从新股发行的初衷来看，我们认为未来属于权益市场的新股收益最终还是回归股票属性，研判个股本质地依然是未来的研究重点。

新股时间窗口的预判：2015 年 7 月 4 日的 28 家新股暂缓发行以来，上证指数总体走势偏弱，市场对于新股重启的预期较低，同时改规则的预期不断增加，从历史经验来看，如果新股暂缓的时间延长，预期重启之后的打新的游戏规则也有所改变。目前争论的焦点主要集中在是否会采取机构的市值配售来对冲新股重启对市场情绪的影响。2015 年 9 月 25 日传出 IPO 重启的消息很快又被辟谣，之后市场对重启的信心正在逐步降低。

机会依然存在：在最近路演和交流中，很多客户最关心的问题都是新股何时重启，其实新股何时重启并不重要，重要的是它一定会重启。新股发行是资本市场必不可少的一环，就算未来打新制度有改变（无论是打新规则，还是注册制和战略新兴板的推出），发行市场也依然存在机会。

量化周报：《创业板短期将冲高回落》2015-10-11

刘富兵（分析师）

021-38676673

liufubing008481@gtjas.com

S0880511010017

赵延鸿（分析师）

021-38674927

zhaoyanhong@gtjas.com

S0880515030004

耿帅军（分析师）

010-59312753

gengshuaijun@gtjas.com

S0880513080013

择时方面：截至 2015 年 10 月 9 日，大盘均线强弱指数最新值 97，短期反弹将冲高回落，中期调整没有结束。大盘活力指数最新值 19%，中期调整尚未结束，短期 30 分钟级别反弹接近尾声。

风格与行业配置方面：上期相似匹配模型周度跑赢沪深 2.90%，本周推荐计算机 60%、餐饮旅游 24%、轻工制造 9%、综合 6%。

选股方面：多因子风格中性选股模型，截止 2015 年 10 月 9 日，10 月风格中性多因子选股组合沪深 300 多头跑赢基准 0.39%，月中暂无回撤。中证 500 多头跑赢基准 1.20%，月中暂无回撤。多因子选股，9 月多因子组合沪深 300 多头跑赢基准 3.04%，空头跑输基准 3.44%，中证 500 多头跑赢基准 0.84%，空头跑输基准 1.50%。多因子行业中性选股，9 月多因子行业中性沪深 300 多空组合收益 1.66%，中证 500 多空组合收益 1.99%。

程序化交易 R-breaker 模型：模型上两周共交易 8 笔，亏损 5.6%。2012 年以来，模型累计收益率 67.6%，盈利交易比例 47.0%，平均盈亏比 1.4，最大回撤收益率 12.3%。

基金周报/定期：《分级 AB 定价合理，整体成交额萎缩》



2015-10-11

刘富兵（分析师）

021-38676673

liufubing008481@gtjas.com

S0880511010017

王浩（研究助理）

021-38676434

wanghao014399@gtjas.com

S0880114080041

规模指数方面，23个主要规模和风格指数全部上涨，平均跌幅4.95%，其中恒生国企改、创业板指和中证1000指数上涨7.43%、6.43%和5.86%。行业指数方面，54个行业和主题指数52个上涨，平均跌幅5.01%。工业4.0、信息安全和国证有色领涨10.26%、7.95%和7.66%。

上周分级A涨跌各半，日均成交额超过千万的23只分级A份额9只上涨，平均周涨跌幅0.24%。深成指A(150022)、H股A(150175)和中航军A(150221)领涨3.52%、3.03%和1.38%。

分级A市场整体趋于平淡，隐含收益率下跌，成交量缩减，投资吸引力下降。由于下折预期仍在，所以分级A上涨空间有限。当前，可重点关注H股A和深成指A两个特殊品种，由于无下折保护，导致价格较低，因此若看好后市，可参与博反弹。

上周分级B全部上涨，日均成交额超过千万的44只分级B份额平均周涨跌幅12.67%，其中军工B(502005)、房地产B(150118)和证券B(502012)上涨21.11%、21.07%和21.01%。

国泰君安金融工程团队认为创业板短期将冲高回落，因此市场无整体趋势性机会。国泰君安策略认为关注高股息率、业绩与估值具有一定性价比的行业，目前食品饮料行业业绩与估值匹配合理、具备一定的性价比，有望在市场中获得相对收益。因此我们推荐配置食品B(150199)。

147只分级基金36只整体溢价，99只整体折价，目前成交额活跃的分级基金没有大幅折溢价套利机会。

衍生品周报：《衍生品市场风平浪静，运行平稳》2015-10-09

刘富兵（分析师）

021-38676673

liufubing008481@gtjas.com

S0880511010017

陈奥林（研究助理）

021-38674835

chenaolin@gtjas.com

S0880114110077

李辰（研究助理）

021-38677309

lichen@gtjas.com

S0880114060025

股指期货：

本周股指期货随股票现货高开基差快速上升，各股指期货基差回升明显。由于当月合约到期时间较远，各合约走势相关度较高，故无明显跨期套利机会。同时，股指期货成交量和持仓量皆有所提升。

融资融券：

(1) 本周融资融券市场基本维持上周水平。融资融券余额相对A股流通市值比值下降至2.71%。此外，本周两市融资融券交易额相比全部A股的成交额占比下降至10.53%。



(2) 本周市场较为稳定，融资融券规模与 A 股的成交额维持上周水平，两市融资融券交易额相比全部 A 股的成交额占比上升至 12.01%。融资交易和融券交易占比分别为 11.99% 和 0.02%；沪市融资融券交易额占上升至 14.78%，深市融资融券交易占比为 9.84%。

期权：

本周上证 50ETF 涨 3.45%，成交量为 362 万手。上证 50ETF 期权成交 151871 张合约，其中认购期权成交 76548 张，认沽期权成交 75323 张，认沽认购比率为 0.98。最活跃的期权合约分别为上证 50ETF 购 10 月 2.20，上证 50ETF 沽 10 月 2.20。本周期权整体隐含波动率下降，认购期权的隐含波动率整体均值在 23.5% 左右，部分合约隐含波动率接近 45%。认沽期权的隐含波动率均值上升至 41% 左右，部分合约隐含波动率接近 75%。截至最新交易日，当月平值认购期权的实际杠杆为 20.27，当月平值认沽期权的实际杠杆为 18.05。

信用分析周报：《国泰君安信用分析周报 2015-10-09》

2015-10-09

郑文佳（分析师）

010-59312720

zhengwenjia612@163.com

S0880515040002

张莉（分析师）

010-59312705

zhangli014203@gtjas.com

S0880514070007

徐寒飞（分析师）

021-38674711

xuhanfei013284@gtjas.com

S0880513060001

新券发行情况

本周共有 88 家发行人公告发行 118 支债券，较上周公告发行的 232 支减少了 14 支；本周计划发行金额为 1238.8 亿元，与上周计划发行的 2014.22 亿元相比减少了 38.5%。从债券类别看，本周企业债 0 支，发行金额 0 亿元；公司债 5 支，发行金额为 69 亿元；中期票据 8 支、发行金额为 280 亿元；短期融资券 18 支、发行金额为 147.5 亿元；超短期融资券 21 支、发行金额为 361.7 亿元；定向工具 11 支，发行金额 129 亿元；资产证券化 4 支，发行金额 24.1 亿元；私募债 21 支，发行金额 227.5 亿元。我们给出部分个券国泰君安评分。

信用评级变动

本周公告的评级调整共 6 项，其中 4 项正向调整，2 项负向调整。负向调整中，赣钨业因公司持续亏损及资产负债率上升，流动性持续弱化，新世纪同时将主体及债项评级由 AA 下调至 AA-；英利能源 2015 年产能利用率下降，销售规模及均价下滑，综合经营状态恶化，与母公司 YGE 及天威英利有大额关联往来，且关联方也处于持续亏损状态，天威英利存续债券如不能按时兑付，对公司也将产生较大负面影响，中诚信同时将主体及债项评级由 A+ 下调至 A，并加入可能降级观察名单。

债券日报：《股东有喜，债主无忧》2015-10-09

徐寒飞（分析师）

021-38674711

xuhanfei013284@gtjas.com

【每日观点】10 月股市开门红，债券利率微升。昨日，受长假期间海外风险资产大涨带动，A 股高开高走大幅上涨迎来 10 月开门红，上证综指涨 2.97%，创业板涨 5.17%，两市累计成交近 6000 亿，较前日显著放量。央行周四逆回购投放 1200 亿



S0880513060001

高国华 (分析师)

021-38676055

gaoguohua@gtjas.com

S0880515080005

刘毅 (分析师)

021-38676207

Liuyi013898@gtjas.com

S0880514080001

资金，期限恢复为7天，本周净投放400亿，再加上9月资本外流压力下降，人民币汇率假期间升值207bp，银行间流动性维持平稳，资金利率多数下行。受风险资产大涨和交易盘获利了结驱动，现券利率小幅微升，10Y非国开债上行2bp，但上行动力不足，考虑到9月和3季度经济基本面下行风险较大、货币宽松预期持续，收益率盘整后仍有下行空间。

海外风险资产大涨，债市波动加大但方向未改。国庆期间，海外股市风险偏好明显全面回升，亚洲股市实现六连涨，港股累计涨幅达8%，标普500、日经225以及欧洲股市等均累计涨幅在3-5%，原油大涨9%，甚至遭遇破产危机的嘉能可在国庆期间也绝地反弹，涨幅几乎翻倍。8-9月间抑制市场风险偏好的因素主要是人民币贬值、大宗商品暴跌和股市去杠杆连续下跌，但进入10月在这些风险资产经历大幅调整后，股市、商品和人民币汇率似乎都进入止跌回暖的通道中。对债市而言，风险偏好的提升和资金边际流向股市会带来利率波动加大，对收益率形成短暂上行压力。但即使股市有一定反弹，理财资金配置是否转向仍需较长时间观望，而随着理财收益率的进一步大幅下行，债券市场的潜在配置力量仍未释放完毕，利率下行的方向未变，但波动加大。

交易所隔夜利率飙升，但无需过度担忧。昨日交易所尾盘隔夜国债回购利率GC001突然拉涨，最高飙升至11%，随即回落至6.25%，6152万交易金额创下历史新高。但我们认为，交易所隔夜利率的飙涨仅是短期波动，有一定特殊因素，难以持续。(周四效应导致交易所GC001大涨，根据交易规则，交易所回购实行T+0交易，T+1清算，周四出借资金的实际持续时间为3天，

专题研究：《人民币汇率分析手册（II）》2015-10-09

徐寒飞 (分析师)

021-38674711

xuhanfei013284@gtjas.com

S0880513060001

“二战”以来全球汇率体系变迁。“二战”以来全球汇率体系先后经历了“布雷顿森林体系”和“牙买加协定体系”两个时期。在前一时期，固定汇率制是主导，美元与黄金挂钩，各国货币与美元挂钩。在第二个时期，各国汇率形成方式开始分化，发达国家多采用浮动汇率制。

人民币汇率形成机制演化。受全球汇率体系变迁、对外开放程度提升以及市场化改革深化等因素影响，建国以来人民币汇率形成机制发生了巨大的变化。先后经历基于物价对比法的浮动汇率制，挂钩美元的固定汇率制，盯住“一篮子”货币的固定汇率制，双轨制，单一有管理浮动制，参考“一篮子”货币的有管理浮动汇率制六个阶段。2005年汇改以来，人民币即期汇率波动幅度多次扩大，汇率弹性也显著增强。

哪些因素会影响人民币汇率？随着汇率形成机制的完善，人民币汇率形成不再仅仅由“人为设定”这一因素主导，逐渐回归经济规律。理论上，购买力平价、利率平价、国际收支、央行政策、政治因素等是影响人民币汇率的基本力量。

如何观察人民币升贬值压力的变化？人民币的升贬值压力可以从价格信号、跨境资金流动、央行干预操作、相对经济指标、风险指标等多个维度来观察。本文对这些



指标的基本含义及相互联系进行了详细的介绍

专题研究：《路在脚下：当前市场的几个关键性问题》

2015-10-11

任泽平（分析师）
010-59312805
renzeping@gtjas.com
S0880514060010

敢问底在何方：市场正在进入新阶段。825 双降首次调整观点“急跌之后双降刺激下股市短期存在反弹，债牛继续”。9月13日“敢问底在何方”千人电话会议判断“五大利空出尽”。10月7日“敢问路在何方”千人电话会议再次更新观点“五大利好出现，路在脚下，股市有结构性机会”。

未来市场的关键变量是无风险利率下降和风险偏好修复。2014年下半年-2015年上半年股票牛市是“转型牛+改革牛+水牛+杠杆牛”，由从下到上的微观转型和从上到下的政府改革所发动，并有资金配合，表现为无风险利率下降和风险偏好提升的分母驱动。6月15日前后究竟发生了什么引发股市巨震？是货币政策转向吗？是流动性趋紧了吗？是无风险利率回升了吗？是经济失速分子大幅恶化了吗？均不是。615股市巨震的核心原因可能是风险偏好下降。基于改革转型预期的加杠杆行为放大了高风险偏好投资者表达意见的能力，5月份一系列事件使得市场对改革预期出现了调整，改革预期调整和去杠杆引发市场风险偏好急剧下降。615-826股市巨震是对风险偏好下降因素的释放和宣泄。因此，市场面临的任务是风险偏好修复，这有赖于改革信任重建和有效去杠杆。随着国企改革方案出台和去杠杆进入安全区间，利空出尽，风险偏好可能已经探底，股市将逐步筑底。

敢问路在何方：路在脚下，无风险利率下降和风险偏好修复带来结构性机会。在流动性充裕和分子L型条件下，未来市场的关键变量是分母端无风险利率下降和风险偏好修复。宏观层面经济增长的不断下台阶，意味着微观层面资产收益率的持续下行。无风险利率的持续下降使得股票、债券、理财等竞争性资产收益率出现消长变化。近期美联储加息预期缓解、国内货币宽松、汇率走稳、五中全会临近、国企改革方案出台等叠加，风险偏好开始探底并逐步修复。但风险偏好的大幅提高有赖于改革证实等重磅事件。在市场筑底的过程中，短期没有趋势性机会，但有结构性机会，机会来自无风险利率下降带来的股息率机会和风险偏好修复带来的成长股机会。关注：十三五规划、新一轮微刺激计划、混改试点、军改、大宗反弹、新通州新北京新奥运。

估值比美股高怎么办：关于成长性溢价的解释。

结构性行情：机构投资者跑赢散户的时代来临。

615-826股市巨震是牛市的中级中期调整还是牛熊转换？

如何破解拉斯普京市场之谜，促进资本市场与实体经济良性发展。

专题研究：《货币政策还有多大空间：降杠杆与低通胀》



2015-10-11

任泽平（分析师）

010-59312805

renzeping@gtjas.com

S0880514060010

冯贇（研究助理）

021-38674876

fengyun@gtjas.com

S0880115050034

截止 2014 年底，中国实体经济的杠杆率为 217.3%，与美国、加拿大等发达国家接近，在主要经济体中处于中游水平。但非金融企业的杠杆率 123.1% 是主要经济体中最高的，也反映了中国产能过剩的严重程度。居民部门的杠杆率 36.4% 较低，政府部门的杠杆率 57.8% 处在中游水平。

中国长期依靠投资拉动经济发展的方式，在 08 年金融危机后，内外需先后失去动力，4 万亿的刺激导致出现严重的产能过剩。政府的隐性担保，使大量产能过剩企业僵而不死，过剩产能无法出清，实体经济杠杆率不断攀升，大量资金沉淀在低效部门，导致货币流通速度下降，央行货币政策传导效率减弱。

在增速换挡期，我们提出通胀研判新框架，即工业品价格、服务价格、农产品价格+货币政策的四因素分析框架。通过分析，我们认为工业品价格仍在下降通道中，服务价格增速虽快于商品，对通胀起到底部抬升作用，但服务仅占 CPI 权重 25%，作用有限，农产品主要受短期供给冲击影响，明年二季度将见顶回落。海外货币政策，美联储收紧是主线，国内货币政策虽宽松，但由于中国杠杆率高企，大量资金沉淀在低效部门，导致货币流通速度下降，货币政策传导效率减弱，难对通胀形成助推作用。因此，我们预计今后一年 CPI 仅会受猪价周期性冲击，小幅上升，并于明年二季度见顶回落，而核心通胀率将持续低位徘徊，不会对货币政策构成制约。

面临经济持续下滑、物价通缩和宏观杠杆攀升，央行的货币政策还需继续宽松。为防止宏观加杠杆，一年存款利率需降至 1.00-1.25%，实际存款准备金率需从现在的 13.5% 降至 10% 左右。预计今年还会有一次降息和一次降准。

中国还面临杠杆率高企，隐性担保，大量资金沉淀在产能过剩的低效部门，货币政策向实体经济传导不畅。除了发展权益市场和降利率，央行需要辅助使用新型货币政策工具，采取曲线的、定向的量化宽松方式，激活信贷市场，盘活存量资金，使其流向实体经济真正需要的部门。比如定向降准、对商业银行抵押再贷款+抵押品扩大、注资政策性银行+定向放贷、对四大资产管理公司再贷款+收购银行不良资产，切实降低实体经济融资成本，刺激银行对国民经济重点领域和薄弱环节的放贷意愿，其中，通过对四大资产管理公司再贷款来处置银行三农、小微企业等的不良贷款是重中之重。同时配以强改革破旧立新，堵住三大资金黑洞，发挥市场调配资源的作用，加快新经济替换老经济的速度。

A 股策略专题：《三条主线掘金信息经济》2015-10-11

戴康（分析师）

021-38674637

daikang@gtjas.com

S0880514030010

乔永远（分析师）

021-38675862

三条主线掘金信息经济。市场风险偏好阶段性提升的过程中，前期跌幅较大的一些弹性品种应该得到投资者的重视。十三五规划是现阶段主题投资的集火之处，近期各部委和各地政府都在追逐信息经济机遇，信息经济无论整体或者结构发展的潜力都巨大，而十三五规划从研究制定到明年上两会，期间各行业鼓励信息经济政策也将密集催化。建议三条主线十只股票掘金信息经济主题：1) 信息基础设施建设：特发信息/光迅科技/永鼎股份; 2) 大数据、云计算、信息安全：东方国信/博彦科技/



qiaoyongyuan@gtjas.com

S0880513120001

王德伦 (分析师)

021-38674752

wangdelun@gtjas.com

S0880514050002

启明星辰; 3) 传统行业与互联网融合: 步步高/积成电子/千方科技/东华测试。

信息基建、工业互联网、大数据拉动通信发展(通信宋嘉吉)。1) 信息基础设施建设包括两个方面: 一是光纤光缆, 推荐: 特发信息、光迅科技、永鼎股份; 二是互联网数据中心(IDC), 推荐: 光环新网、蓝鼎控股。2) 工业互联网推荐中恒电气、佳讯飞鸿。3) 大数据推荐东方国信。

信息经济支撑和应用领域双管齐下(计算机符健)。看好信息经济的两个支撑领域信息安全和软件外包, 以及信息经济的两个应用领域金融领域和交通领域。1) 信息安全推荐启明星辰。2) 软件外包推荐博彦科技。3) 互联网金融推荐中科金财。4) 汽车互联网推荐千方科技。

能源互联网大数据落地(电新: 谷琦彬)。随着新电改的进一步推进, 传统能源行业的封闭格局将被打破, 为大数据应用奠定基础。推荐积成电子、新联电子。

军队信息化和军民融合是发展方向(军工: 原丁)。未来可能出现以宇航和信息系统集成成为新一代国防工业巨头的特征。1) 军队信息化受益“电科四大天王”: 国睿科技、卫士通; 2) 军民融合推荐: 东华测试。

线上线下融合与利用大数据(零售: 訾猛)。1) 互联网发展对超市和便利店等企业形成价值重估, 推荐: 步步高; 2) 利用大数据很好地与用户对接, 推荐: 老凤祥、豫园商城。

行业策略: 家用电器业《行业继续探底, 精选优质成长股和转型股》2015-10-11

曾婵 (分析师)

0755-23976520

zengchan@gtjas.com

S0880515030002

范杨 (分析师)

021-38675923

fanyang@gtjas.com

S0880513070007

维持家电行业“增持”评级, 推荐业绩稳定白马股、客厅经济受益股

行业基本面继续探底, 三季度业绩较弱的预期已较充分的反映在股价中, 估值已处于历史低位, 我们认为家电行业已经回落到具有配置价值的位置, 预计在未来 2-3 个月中有一定的相对收益甚至绝对收益。我们维持家电行业“增持”评级, 核心推荐业绩稳定成长的白马股: 老板电器、美的集团。继续推荐“客厅经济”受益股: 首推成功转型的兆驰股份, 持续推荐创维数字、海信电器、TCL 集团。

2015 年三季度业绩前瞻, 白电龙头表现平淡, 老板、小天鹅增速突出

三季度行业基本面继续探底, 行业整体三季度表现平淡, 受空调行业下滑影响, 格力、海尔预计三季度单季业绩下滑约 20%、10%, 美的在冰洗小家电表现较好的带动下预计增长 15%。黑电保持平稳, 预计海信个位数增长, 创维数字、兆驰股份个位数下滑, TCL 集团受汇兑损失较多影响单季业绩下降 20%左右。老板电器、小天鹅维持上半年良好势头, 三季度业绩预计分别增长 40%、30%左右, 表现突出。



大白电：去库存继续，行业基本面继续探底

自2014年9月格力率先打响空调行业价格战以来，经过1年时间的验证，这一判断已经被市场充分认知，空调行业渠道库存现处于历史高位，2015年销售负增长已成为市场共识。受房地产和宏观经济影响，冰洗销量、均价也有所下滑，洗衣机表现好于冰箱。我们认为去库存仍在继续，行业基本面继续探底，建议关注市场表现良好、业绩增长较快的小天鹅。

黑电：需求平稳，看好客厅经济长期前景

黑电需求平稳，面板价格下行有利于降低成本。我们持续看好客厅经济，三大黑电企业的激活用户均已突破千万，并且还在快速增长，未来可运营空间巨大，运营成效在四季度也即将逐步体现。

厨电：消费升级趋势不改，高端龙头超越行业成长

受房地产销售影响，近两年厨电行业持续下滑，但高端厨电表现突出，老板、方太增速远超行业。我们认为，消费升级趋势仍将持续，渠道下沉、新品类开拓也将保障老板电器未来3年的稳定快速增长。

小家电：需求稳定，精选细分子行业龙头

小家电需求稳定，推荐业绩稳定增长的白马股和转型带来业绩较快释放的个股。前者我们建议关注相关标的苏泊尔，后者推荐关注哈尔斯、亿利达。

风险：行业基本面进一步低于预期。

行业更新：新兴能源《电动汽车电控电机迎来黄金发展期》

2015-10-11

谷琦彬（分析师）

010-59312711

guqibin@gtjas.com

S0880513050004

洪荣华（分析师）

021-38675854

hongronghua@gtjas.com

S0880514080002

张舒（研究助理）

010-59312860

zhangshu@gtjas.com

S0880115060067

电动汽车产销持续高增长，电控电机市场迎来需求井喷。一系列国家及地方新能源扶持政策与配套建设规划相继出台，2015年1-8月新能源汽车各类型的产量同比增长明显，显著超过历史同期水平，我们认为产业已进入良性循环，9月份产销量可能再次超市场预期。新能源汽车作为电机和电控系统的载体，其全面推广与发展促进电机电控及相关零部件生产企业市场规模增长。电机类型永磁化、控制系统数字化和电机结构集成化是新能源汽车主要组件的发展方向。我们预计到2020年电动汽车有望达到500万辆的目标，估算电控市场规模将达到763亿元。

我国电控电机发展具备产业基础和比较优势，未来国产化率将进一步提升。我国具有丰富的人力资源和稀土资源，加之具备传统电机全产业链的配套优势。受益于新能源汽车的快速发展与推广，电控电机行业国内未来市场空间巨大。目前我国电控电机行业已涌现出一些优秀的厂商，与国际一流企业的技术实力差距快速缩短，未来将充分享受国内新能源汽车发展的蓝海，同时有望凭借性价比优势切入国际产



业链。

进入壁垒高，竞争环境较好，产能扩张较为温和，预计供需偏紧状态延续时间长。电控电机系统在新能源汽车的动力系统中占据重要地位，技术、品质和供货履历树立了较高的进入门槛，我们观察到新进入者较少，而较多出现通过并购整合提升竞争力的现象。电控系统的市场集中度高，作为动力总成与整车厂商间的粘性较高、议价能力较强，且能提前锁定一定的市场份额，产品非标且主要企业产能扩张较为理性，自2014年四季度起开始出现供不应求的局面，我们预期供需偏紧的状态延续时间较长。

维持行业“增持”评级。我们看好切入整车厂商供应链的高技术企业，尤其是未来占比逐渐提升的主流乘用车，重点推荐：卧龙电气、正海磁材、方正电机、大洋电机、科泰电源。未来潜在催化剂或包括：电动汽车9月产销量超市场预期、电控电机厂商三季报业绩增幅明显、行业整合进一步加剧。

风险提示：新兴产业发展初期的不确定性，稀土和大宗等原材料价格波动风险。

行业日报/周报/双周报/月报：房地产《国庆销量下滑，政策持续宽松》2015-10-11

侯丽科（分析师）

0755-23976713

houlike@gtjas.com

S0880514030004

李品科（分析师）

010-59312815

lipinke@gtjas.com

S0880511010037

申思聪（分析师）

0755-23976926

shensicong@gtjas.com

S0880515010002

一手房销量：1) 环比：整体环比下降 27.3%，其中一线降 40%，二线降 30%，三线降 3.2%。2) 同比：整体同比升 0.19%，其中一线升 12%，二线升 6%，三线降 16%。3) 本周与 2014 年全年周均比：整体降 23%，其中一线降 19%，二线降 20%，三线降 31%。4) 累计同比：整体同比升 25%，其中一线城市升 52%，二线升 22.2%，三线升 13%。一手房整体成交均价：环比升 0.9%，同比升 18.1%。二手房销量：本周环比降 51%，同比升 2%。

库存水平：12 个典型城市一手房平均可售面积环比降 1.1%，同比降 2.1%。去化时间：12 个城市新房去化时间 11.6 个月。

板块估值：2015 年 PE 主流公司 11.4 倍，RNAV 溢价 1%。一线 9.9 倍，RNAV 溢价 1.5%；二线 11.2 倍，RNAV 溢价 7%；三线 14.4 倍，RNAV 溢价 39%；地产+X15.1 倍，RNAV 折价 9%；商业 14.6 倍，RNAV 折价 25%。

本周观点：本周由于受国庆假期的影响，一手房成交环比降幅较大。经济下行压力较大，房地产投资持续低迷，预计政策会持续宽松，在一定程度上对房地产市场有刺激作用。地产长周期见顶，房价高位，政策放松所带来的成交活跃日渐式微。我们维持 2015 年基本面“弱平衡”（去库存或者缓慢出清）的判断，整体看房地产市场将呈现“量升价平”格局，依旧看好地产股在宽货币预期下的表现，建议关注新北京和大深圳区域房企投资机会。

国君地产组合包含滨江集团、天健集团、荣盛发展和广东明珠，权重占比均为 25%。国君地产组合指数上周上升 5.3%，跑赢房地产指数 1.1%，跑赢上证指数 2.4%。组



合指数 2015 年累计涨幅为 33.9%，跑赢房地产指数 24.9%，跑赢上证指数 38.8%。

招商系重组获股东会通过。10月9日，招商地产在深圳南山南海意库召开 2015 年第三次临时股东大会。大会主要审议“招商局蛇口工业区控股股份有限公司发行 A 股股份换股吸收合并招商局地产控股股份有限公司并向特定对象发行 A 股股份募集配套资金”在内的 18 项议案。最终，各项议案均以超 9 成的赞成票通过。

维持行业增持评级。2015 年，板块投资策略是“既要过日子，也要浪漫满屋”；推荐：1) 龙头房企全面受益于降息降准和再融资全面松绑，资产负债表边际改善最为明显，推荐：保利地产、招商地产、万科 A、华侨城 A；2) 旧貌换新颜（强调新路径、新机制、新模式）：国企改革类、转型类重点推荐：格力地产、天健集团、广东明珠；3) 新北京主题：华夏幸福、荣盛发展。4) 港股受益：花样年、绿地香港、彩生活、碧桂园。

伐谋-中小盘周报：《关注个性化定制主题》2015-10-11

孙金钜（分析师）

021-38674757

sunjinju008191@gtjas.com

S0880512080014

吴璋怡（研究助理）

021-38674624

wuzhangyi@gtjas.com

S0880115030046

夏玮祥（研究助理）

021-38675864

xiaweixiang@gtjas.com

s0880115080220

投资观点：节后两个交易日市场有所反弹，中小创反弹力度大于大盘。伴随着交易量的上升，市场情绪边际上略有改善。随着无风险利率的进一步下降以及风险偏好的逐步修复，我们认为结构性机会将逐步显现，个别主题表现继续活跃，如新能源车主题在政策的不断催化下保持强势。我们提示投资者注意，上海迪士尼主题或将在 10 月进入信息密集公布期，十一前后已见宣传上的加强，我们继续重点推荐。上周新增推荐个性化定制主题，相关个股表现优异。

本周关注：C2M：开启定制化个性时代。相比于目前的互联网营销、互联网售后，C2M 才是互联网激活制造生产的核心商业模式，也是终端销售的终极形态，是满足消费者个性化定制需求的通途，是制造企业按需生产、高效管理的解决之道。模式的新颖性和颠覆性，引来众多参与者的涌入，既有互联网企业的强势进入，也有传统行业领头羊的华丽转身。互联网对传统制造业的颠覆将成为产业投资和资本市场关注的热点，商业模式在消费层面的认可更将把热点演化为商业热潮。三条主线分享 C2M 产业模式颠覆。主线一：制造领头羊转型布局。传统制造企业拥有技术优势、产品优势和客户资源的充分积累，面对着互联网带来的商业模式新机遇，这些企业有着转型的先发优势；主线二：平台优势延伸 C2M 生态链。电商平台以及微商平台利用性价比优势吸引客户流量，并希望逐步向产业链前端靠近，供应链逐渐前移的终极形态即为直接对接制造厂商；主线三：一体化行业解决方案为实现 C2M 解除对接之忧。目前国内还有一大批制造企业没有与互联网对接或者信息化指导生产、采购、监管的经验和能力，需要既了解生产工艺环节和自动化流程，又拥有互联网思维和订单处理能力的公司帮助其完成制造的定制化升级。C2M 受益股票组合：科远股份(002380)、慈星股份(300307)、美盈森(002303)、鼎捷软件(300378)。

国泰君安中小盘重点推荐公司包括迪士尼主题界龙实业（600836）、中路股份（600818）；“泛网”组合：漫步者（002351）、慈星股份（300307）、科远股份（002380）、安科瑞（300286）、焦点科技（002315）等；“增并”组合：瑞丰高材（300243）、千红制药（002550）；PPP 相关的新筑股份（002480）等。



行业专题研究：农业《玉米临储价格首下调，养殖板块最受益》

2015-10-11

王乾（分析师）
 021-38676675
 wangqian@gtjas.com
 S0880515020001

钱浩（研究助理）
 021-38674925
 qianhao@gtjas.com
 s0880115080191

2015年玉米临储价格首下调。玉米种植比较效益优势明显，过去十几年国内种植面积增长迅速，其中东北三省、内蒙古、河南等地区增长最为显著。2008年起我国开始实施玉米临时收储政策，收储价格稳步上涨，玉米种植收益得以保证。持续丰产带来库存压力，国家2015年首下调临储价格至2000元/吨，较2014年下降220-260元/吨。据USDA数据，2015/16年度国内玉米库存消费比达41.3%，库存量达9000万吨。

国际大宗商品低迷冲击国内市场。2004年以来，我国玉米进口配额稳定在720万吨，其中约60%配额分配给国有企业。进口来源主要为美国、乌克兰两国，2014年进口量占比分别为39%、37%。全球丰产、需求疲软致国际玉米价格持续走低，目前到岸完税价格约1600~1650元/吨，进口利润空间约500元/吨。

玉米价格下行直接利好养殖企业。按料肉比为3:1，每公斤玉米价格下降0.1元测算，生猪单位养殖成本下降约0.2元/公斤。另一个层面，若假定猪价16元/公斤，玉米价格从2.5元/公斤下降至2元/公斤，将使得猪粮比从6.4提升至8。伴随成本下行，养殖类企业业绩存在超预期可能，牧原股份、大华农（温氏集团）、正邦科技、天邦股份、雏鹰农牧、圣农发展、益生股份、民和股份、仙坛股份等均将受益。

饲料企业受益程度略低于养殖类企业。原材料成本下行的“红利”主要在养殖、饲料企业中再分配，行业竞争格局导致饲料企业受益程度略低于养殖企业，配合料销售占比高的企业将更受益，推荐海大集团、禾丰牧业、新希望。

风险提示：玉米价格波动风险、自然灾害、疫病风险等

行业日报/周报/双周报/月报：计算机《废墟下的存量博弈，

主题性机会或可持续》2015-10-11

符健（分析师）
 010-59312839
 fujian@gtjas.com
 S0880515040001

上周，沪深300指数上涨4.28%，计算机指数上涨8.70%。维持谨慎观点，短期大波段趋势性机会难现，仍待基本面趋势配合。行业短期衰败还在持续，复苏信号仍然微弱。产业层面，根据我们的草根调研，互联网行业大幅缩招和减薪已成行业整体现象。大众点评与赶集网合并更侧面证明，这个冬天，不会太短。行业层面，我们预计行业15Q4和16Q1基本面趋势拐点是向上是小概率事件。同时，我们担心三季度个股业绩雷和负反馈效应出现，即股价变动可能引致基本面恶化。但废墟下的存量博弈阶段，主题性机会或可持续。去杠杆和去泡沫已进尾声，交易层面风险已消退。近期可关注军改，十三五规划主题的主题性机会。同时，持续看好“共享经济”长期发酵。基于此，看好板块长期演绎纳斯达克2000年后的长期慢牛行情，但是短期没有整体大波段趋势机会。建议投资者关注结构性的精选个股机会。行业动态：【互联网金融】中秋微信红包收发总量达22亿个创新高 超过除夕两倍；【公



【速递】联想 CEO 杨元庆加入百度董事会；【相关政策】国务院发文支持 O2O 行业：线上线下融合势在必行。公司动态：【投资并购/战略合作】东方网力：拟以 14431 万元联合收购动力盈科 82% 股权，切入安防运营；北信源：发行股份及支付现金方式购买中软华泰 100% 股权。推荐组合：中科金财、千方科技（新增）、高伟达（新增）、新大陆、数字政通、北信源、安居宝、三泰控股、卫宁软件、启明星辰、博彦科技、金洲管道、金证股份

A 股策略专题：《A 股三季度报业绩前瞻：投资收益下滑，业绩承压》2015-10-12

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

qiaoyongyuan@gtjas.com

S0880513120001

2015 年 A 股三季度报预告显示整体业绩大幅改善，但我们认为实际业绩相对 H1 将大幅下滑。截至 2015 年 10 月 11 日，A 股已有 1080 家上市公司发布了 2015 年三季度业绩预告，整体盈利同比增长 24%，剔除金融板块盈利同比增长 25%。按照业绩预告区间的中值估算，其中，业绩预增的占比 54%，扭亏的占比 2.7%，续盈的占比 68%，预减的占比 35%，首亏的占比 1.1%，续亏的占比 10%。

当前三季度业绩预告中中小板披露较为充分。剔除业绩预告中数据不全的公司后，我们得到 912 家公司，包括主板 96 家，创业板 52 家，中小板 764 家，板块占比分别为 6%、11%、99.6%。三季度业绩预告中中小板披露较为充分，业绩预告代表性更强。

三季度预报中中小板整体盈利能力提升，而主板与创业板真实业绩存在下调压力。根据现有的预告，中小板的 2015Q3 的净利润预计同比增长 21.3%，而板块 2015H1 的净利润同比增长 17%，三季度预告显示的中小板整体盈利提升。而主板和创业板 2015Q3 的净利润同比增速分别为 -29.5% 和 30.7%，由于预告中主板与创业板的企业数量的板块占比较少，且大部分公司预告日期较早，主板中尚有较大市值蓝筹股未披露业绩预报，从 9 月财新 PMI、8 月工业利润等数据来看，国内经济三季度继续减速，工业利润更是加速下滑，叠加投资收益下降，我们认为 A 股三季度业绩将大幅下滑。

投资收益下降是三季度业绩承压的重要因素。由于国内经济逐步下滑，需求低迷，而 A 股在 2015 年 6 月 15 日以前的系统性上涨表现出来的赚钱效应也吸引企业加大资本市场投资。但 2015 年 6 月 15 日之后，A 股市场经历过“股灾”和震荡寻底，从 5062 点大幅下跌至 3085 点，我们认为 A 股三季度在逐步减速的经济基本面下，投资收益的下降会加重业绩的下滑。预测会带来约 18% 的同比业绩下滑。

大部分行业在三季度预报中业绩均实现正增长，钢铁、电气设备、农林牧渔、传媒和化工领跑，综合、国防军工、建筑材料、房地产和机械设备垫底。钢铁、电气设备、农林牧渔、传媒和化工的增速分别为 331.6%、256.2%、96.1%、78.8%、49.7%，而综合、国防军工、建筑材料房地产和机械设备的增速分别为 -472.5%、-182.7%、-24.9%、-23.8%、-22.4%。



行业专题研究：综合金融《2015 中国财富管理市场鸟瞰（上）》

2015-10-12

刘欣琦（分析师）

021-38676647

liuxinqi@gtjas.com

S0880515050001

孔祥（分析师）

021-38674744

Kongxiang@gtjas.com

S0880515080006

耿艳艳（研究助理）

021-38676640

Gengyanyan@gtjas.com

S0880115060008

中国财富管理市场将有百万亿元规模，资管理财业务群雄逐鹿。（1）受益于近三十年经济增长和居民财富积累，2014 年我国财富管理市场规模已突破 130 万亿人民币。（2）行业天然具有细分特征。大众阶层、高净值人群、超高净值人群对收益率、流动性等有差异化的投资要求。（3）多元需求下，不同类型理财机构将呈现出百舸争流的场面，加之 2012 年后相对宽松的监管氛围，行业竞争更趋激烈。本文为系列报告上篇，我们聚焦公募基金、阳光私募、券商资管三大品类，相关产品权益类资产配置比例高，对管理人择股/择时能力要求强。股权类资管产品的兴盛成就了资管人才的“英雄时代”。

公募基金：权益资产挑大梁，创新层出不穷。（1）2015 上半年股权类公募基金发行最多，一改以往由货币基金主导的局面。同时分级基金、打新基金和大数据基金在基金市场表现抢眼。（2）行业集中度低位徘徊，新进入者不断增多。（3）受益于 2013 年至 2015 上半年以来的结构性牛市，中小板、创业板有强势表现，各类型基金多数上涨，特别是股票型、混合型和指数型/分级类基金表现居前。单边做多为我国传统投资导向，从 2015 年 6 月以来收益表现看，如何应对市场大幅回测仍是公募基金的“阿喀琉斯之踵”。

阳光私募管理：规模突破万亿元，能人辈出，暗潮涌动。（1）2015 上半年阳光私募产品规模已近 1.3 亿元，自私募证券投资基金备案制来，阳光私募规模爆发增长。（2）百亿级别的私募证券机构日益增多，同时微型基金增多，行业分化加剧。（3）大浪淘沙，私募基金以追求绝对收益为主旨，业绩整体跑赢市场，宏观策略类表现最佳。

券商资管：规模稳步上涨，通道业务占主体，业务多元渐成趋势。（1）券商资管 2015 上半年管理规模破 10 万亿，以通道类业务为主的定向资产管理仍是主要构成，集合资产管理稳步发展，专项资产管理有望以资产证券化业务为跳板快速发展。（2）各家券商资管业务收入均有明显上升。美国大投行资管收入占比约 15%，而我国资管业务占比不足 5%（剔除了参股基金合并业绩）。相对经纪/两融业务，资管业务受权益市场波动影响较小，有条件在券商业务转型过程中承担不可或缺的角色。

短期市场风险偏好回升提高估值水平，维持证券行业“增持”评级。整体货币宽松态势不变，政府启动新一轮针对投资和消费的经济刺激计划，这有利于提升对资本市场风险偏好回升。券商板块作为高 beta 属性品种，预计四季度将有较大弹性。

行业更新：航空航天军工《金九已现，红十不远》2015-10-12

原丁（分析师）

010-59312728

yuanding@gtjas.com

S0880513080019

金九已现，红十不远。9 月初我们顶住压力提出“金九红十，军工将再领风骚”，成为市场唯一坚定看多军工行情的卖方，目前我们的逻辑与判断正逐一得到印证。10 月 11 日四创电子公告进行重大资产重组，军工改革逻辑进一步加强。我们维持前期看多观点，军工将处于一个 3-5 年的长周期牛市中，军民融合是未来产业升级的



张润毅 (分析师)
 021-38676550
 zhangrunyi@gtjas.com
 S0880513070002

重要抓手，不仅吻合国防工业改革和发展大思路，更升至国家战略，而军工资产证券化是军民融合的基本路径，将进入国家层面全面推进阶段，军工改革的力度和速度均将超过市场预期。由军工资产证券化引起的牛市逻辑将持续加强，军工“金九红十”行情将继续演绎，维持行业“增持”评级。

四创电子拟注入 38 所旗下资产，电科集团资本运作再提速。10 月 11 日四创电子发布公告，拟收购控股股东华东电子工程研究所（电科 38 所）全资子公司安徽博微长安电子有限公司等资产，该事项对公司构成重大资产重组，公司将继续停牌。这是继杰赛科技之后，电科集团军工资产证券化再次提速，印证我们前期判断。我们认为，风帆股份的重组预案开创高 ROE 的核心军工研究所资产注入先河（详见《风帆股份：中国动力龙头，扬帆启航》），我们预计在风帆股份的带动下，航天系、电科系、船舶重工系等后续研究所资产的证券化进程可能进一步突破。

我们预计未来 2 个月内将连续出现三大类重磅催化剂：1) 国防工业改革加速，大规模军工资产证券化进程开启；2) 裁军作为改革先兆，是加大装备建设的信号；3) 国防工业改革政策层面预计将出现突破性进展。

市场风险偏好提升，军工将打响反弹第一枪。市场出现大幅度断崖式下跌的概率非常小，底部区间逐渐形成。负面预期已经消化，军工股整体微观结构改善，风险偏好开始上升，军工将打响反弹第一枪。

受益标的：沿着改革和发展两条大主线，根据催化剂的直接程度，受益标的的排序：1) 航天三剑客：航天动力、航天长峰、航天科技；2) 电科四大天王：国睿科技、卫士通、杰赛科技、四创电子；3) 肥羊系列：银河电子（内生外延高成长、低估值的军工平台型“民参军”公司）、东华测试（军工测试龙头，工业 4.0 新宠）。

风险提示：国防工业改革推进慢于预期、军工企业资产证券化进程受阻。

行业专题研究：其他小金属《钴：关注短期精矿供给收缩》

2015-10-12

刘华峰 (分析师)
 0755-23976751
 liuhuaifeng@gtjas.com
 S0880515060003

基本金属过剩产能加速出清，关注伴生钴金属供给收缩带来的投资机会。部分铜钴矿山关停带来约 5% 幅度供给收缩，打破全球钴金属供需平衡。受结构性因素影响，国内钴精矿短期供给弹性有限，而需求端受三元材料产量拉动增长显著，价格或小幅上涨，对上游精矿控制力较强的冶炼企业因此获得竞争优势。

徐明德 (研究助理)
 021-38676053
 xumingde@gtjas.com
 s0880115080222

铜矿山过剩产能加速出清，伴生钴金属供给收缩。几乎全球所有钴资源均为铜、镍矿的伴生矿。由于铜价持续下滑，接近部分矿山的现金成本，盈亏平衡线附近部分铜矿主动收缩产量以维护铜价。近期嘉能可关停部分非洲铜钴矿山，预计减少 2015 年钴供给 4000 吨，对应现有供给占比 3.6%。欧亚资源位于刚果的铜钴矿山停止氧化钴生产，预计 2015 年形成钴金属供给下滑约 1000 吨，对应现有供给占比 1.1%。我们预计铜矿石过剩产能将继续加速出清，伴生钴供给或将进一步收缩。



供需结构性因素或推升国内钴价。供给方面，中国钴冶炼厂原材料来自刚果的氧化钴精矿和粗盐，受铜钴矿产量收缩影响部分占比约为16%，寻找替代矿源存在困难，短期或现供给缺口。需求方面，考虑动力电池带动三元材料产量增长，未来三年新增下游钴资源年需求约1万吨。供需结构性因素或推升国内钴精矿和金属价格。

受益标的：华友钴业、格林美。我们认为，伴随钴矿短周期供给紧缺和下游动力电池拉动需求提升，对上游钴金属资源控制力较强且直接向正极材料企业供货的冶炼企业将获得竞争优势。龙头企业华友钴业和拥有金属回收-钴金属-正极材料产业闭环的格林美因此受益。

风险提示：钴矿山扩产风险、终端需求不及预期风险。

公司首次覆盖：津膜科技（300334）《定增方案通过，迎接“三多”时代》2015-10-12

本次评级：增持
 上次评级：首次
 目标价：33.27元
 上次目标价：首次
 现价：25.97元
 总市值：6778百万

王威（分析师）
 021-38676694

wangw@gtjas.com
 S0880511010024

王锐（研究助理）
 010-59312725

wangrui013946@gtjas.com
 S0880114110036

车玺（分析师）
 010-59312829
 chexi@gtjas.com
 S0880515020003

投资建议：预计公司15-17年营业收入为7.50、10.77、15.49亿元，净利润为1.26、1.70、2.34亿元，EPS为0.48、0.65、0.90元（定增股份若发行，摊薄EPS为0.45、0.61、0.84元）。考虑公司定增方案获证监会通过、资金实力有望增强，公司拥有膜技术优势和膜工程业绩，未来有望在多行业及多区域拓展更多订单，在“水十条”及PPP模式大潮之下，公司应享受估值溢价，参考可比公司估值平均水平，基于上述对公司基本面分析、国家水污染防治及PPP政策环境预判，结合当前市场环境，我们选取PE和PB估值方法的估值均值结果作为目标价，首次覆盖，目标价33.27元，给予“增持”评级；

技术起家+工程拓展+区域扩大+定增方案。津膜科技以膜材料组件等先进技术起家，目前产能已从上市之初100多万平/年扩至415万平/年；公司产业链已从产品拓展至市政、以及印染、煤化工等工业工程领域；通过与创业环保合作、以及设立各地分公司，既巩固天津市场，又将市场扩展至全国；定增方案获通过，未来资金将用于补充工程配套资金项目、东营项目等，为主营业务保驾护航；

基于水污染治理具备明确回报机制，“水十条”投资金额预计最大、PPP将在水污染防治领域中率先开展。大气污染治理预计更加侧重第三方服务，土壤污染治理缺乏成熟商业模式、预计将在示范区开展，我们认为“水”投资金额最大，机会更多；

风险因素。宏观经济下滑导致印染等下游支付能力降低等。


表 1.行业配置评级建议表（2015/10月）（最后更新时间：2015.10.11）

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

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：2015.10.11）

提高对再宽松的敏感度

当下 A 股配置和交易的重点在于提高对再宽松的敏感度。宽松和刺激政策条件是 A 股自估值自八月底以来逐步恢复的主因。我们在八月底双降（降准和降息）的电话会议及快评报告中提醒，A 股过份悲观的情绪可能会逐步改善（8 月 25 日报告），并且预测 A 股市场将在 2800 到 3200 点区间震荡。市场阶段性提升风险偏好过程也在双降之后逐步出现。虽然市场波动区间仍然偏窄，但我们发现市场中热门的投资品种已经在快速体现相对收益机会。监管去杠杆、经济增速持续放缓等因素仍然对 A 股形成限制。但在新的尾部风险没有出现之前，A 股区间震荡、结构行情的格局可能仍然会延续在十一月中旬前后。市场可能在十一月中旬前后再次向前延展预期，2016 年的增长预期、风险及流动性等因素才会逐步体现在 A 股的新定价体系之中。如果超预期的再宽松出现，我们认为 A 股震荡上限可能获得突破。

再宽松仍有可能在两方向超预期。一方面是持续性的降准与降息。近期经济增速持续下降，且工业品通缩持续存在，都给予再宽松以足够空间。如果近期公布的三季度消费品通胀水平能够有所下降，在货币政策方面的再宽松空间将快速打开。我们认为达到更为有效保增长的效果，降准与降息可能各出现一次（当下市场预期共有一次）。如果再宽松政策出现，我们认为对利率敏感性行业配置的需求将进一步上升。

第二方面是人民币币值可能向升值方面波动。当下市场对人民币信心仍在重塑的过程之中。但近期易纲行长等讲话显示，人民币可能会更多双边波动。我们认为人民币升值也是推动国内市场信用扩张的重要手段，是再宽松的一部分。如果人民币在当前水平上短期向升值方向波动，那么市场中风险偏好可能会随之而出现一定上升。

阶段性强化主题投资推荐，继续维持推荐高股息率、确定性强、有业绩的板块。推荐信息经济、新能源汽车、一带一路与自贸区主题。1、信息经济主题推荐：特发信息、启明星辰、积成电子；2、新能源汽车产业链首选充电桩，推荐特锐德；3、一带一路主题推荐博深工具；4、自贸区主题。相关受益标的：外高桥。我们维持对有业绩板块的配置推荐（1）高股息率的行业，包括汽车、银行、非银金融、地产等；（2）业绩与估值具有高性价比的行业，包括食品饮料、生物医药、传媒、公用事业中的电力；（3）获益于财政政策发力的行业，包



括信息基础设施建设、城市地下综合管廊、轨道交通、环保等。此外，如出现超预期的再宽松，建议重视弹性较大的板块如计算机、机械设备、非银金融与军工等。

表 3. 近期上市公司盈利预测及投资评级变动表 (2015.09.12-2015.10.12)

(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			
				15EPS	16EPS	评级	目标价	15EPS	16EPS	评级	目标价
002196	方正电机	王炎学,孙柏蔚	26.59	0.39	0.58	增持	31.92	0.39	0.58	增持	32.00
300144	宋城演艺	许娟娟,陈均峰,王毅成	23.27	0.37	0.50	增持	40.29			增持	40.30
000869	张裕 A	闫伟,区少萍,胡春霞	36.88	1.61	1.81	增持	43.40	1.65	1.83	增持	43.40

调低

代码	公司名称	研究员	现价	调整前				调整后			
				15EPS	16EPS	评级	目标价	15EPS	16EPS	评级	目标价
000625	长安汽车	王炎学,孙柏蔚	15.70	2.50	3.40	增持	30.00	2.48	2.55	增持	20.00
300199	翰宇药业	丁丹,赵旭照	19.98	0.41	0.53	增持	40.00	0.41	0.53	增持	24.00



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	17084.49	0.20	3.72	-4.14
标普500	2014.89	0.07	3.26	-2.14
纳斯达克	4830.47	0.41	2.61	1.99
日经225	18438.67	1.64	4.03	5.66
香港恒生	22458.80	0.46	4.43	-4.86
香港国企	10406.79	1.16	7.43	-13.17
英国 FTSE100	6416.16	0.65	4.67	-2.28
法国 CAC40	4701.39	0.54	5.44	10.03
德国 DAX30	10096.60	1.04	5.69	2.97

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	49338.41	0.47	4.90	-1.34
印度孟买	27079.51	0.87	3.27	-1.53
俄罗斯 RTS	885.96	3.45	15.82	12.05
台湾加权	8445.96	-0.58	1.81	-9.25
韩国 KOSPI100	2019.53	0.68	2.03	5.43

国内市场指数	收盘	1日 涨跌 (%)	5日 涨跌 (%)	本年 涨跌 (%)
上证综合	3183.15	1.27	2.94	-1.59
深证成指	10540.19	1.40	6.42	-4.31
沪深300	3340.12	1.32	3.35	-5.48
中小板	10541.09	1.43	6.88	36.93
创业板	2216.66	1.20	9.68	50.61
上证国债	151.80	0.04	0.20	4.20
上证基金	5554.39	0.89	2.42	0.07

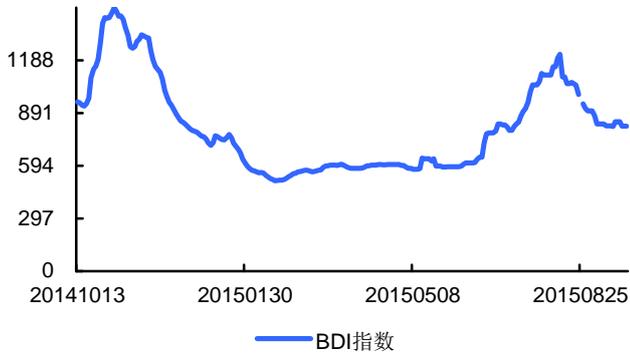
期货市场	收盘	1日 涨跌 (%)	5日 涨跌 (%)	本年 涨跌 (%)
纽约 NYMEX	49.63	0.40	8.98	-15.58
布伦特 ICE	52.00	-0.33	7.28	-9.30
纽约黄金现货	1155.90	1.01	1.70	-2.63
LME3 月期铜	5135.00	-1.00	0.79	-18.49
LME3 月期铝	1561.00	-1.01	-0.32	-15.74
LME3 月期铅	1673.00	-0.06	1.46	-9.96
LME3 月期锌	1667.00	-1.54	-1.21	-23.46
LME3 月期镍	10175.00	0.05	1.24	-32.84
LME3 月期锡	15900.00	-0.93	3.05	-18.04
CBOT 大豆	885.75	0.51	1.32	-13.10
CBOT 豆粕	306.90	1.02	2.81	-15.83
CBOT 豆油	28.17	0.00	1.19	-11.89
CBOT 玉米	382.75	-2.17	-1.67	-3.59
CBOT 小麦	509.25	-0.44	-0.78	-13.65
郑棉	12340.00	-0.92	-1.32	-6.41
郑糖	5377.00	0.24	1.30	15.93

货币市场	收盘	1日 涨跌 (%)	5日 涨跌 (%)	本年 涨跌 (%)
美元指数	94.92	-0.42	-0.95	5.15
美元/人民币	6.35	0.13	0.19	-2.20
人民币 NDF (一年)	6.53	0.18	0.54	-2.86
欧元/美元	1.14	0.73	1.27	-6.12
美元/日元	120.27	-0.28	-0.30	-0.41
银行间 R007	2.42	2.11	2.54	-49.69
美国 10 年期 国债利率	2.09	-0.76	4.78	-3.83

数据来源: Bloomberg



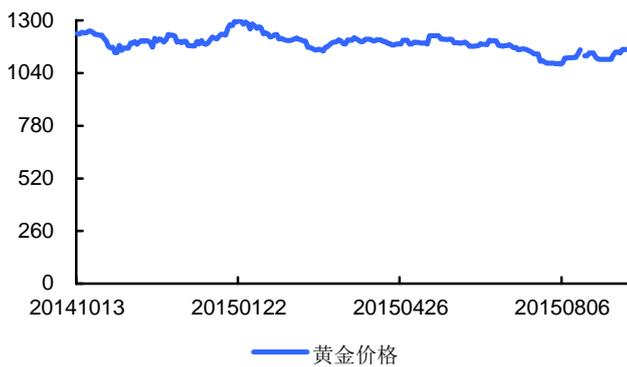
BDI 指数



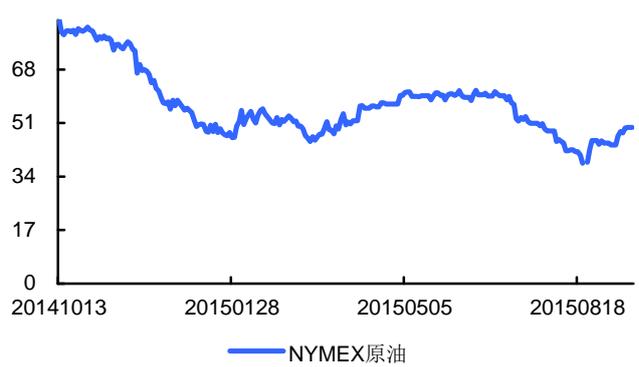
A-H 溢价指数



黄金价格



NYMEX 原油



美元指数



CRB 商品价格指数





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	GTJA10月预测	GTJA9月预测	实际公布	上期	上上期	去年同期
10-01	9月PMI		50.1	49.80	49.7	50.00	51.10
	9月出口增速%		-3.0		-5.5	-8.4	15.2
10-10	9月进口增速%		-5.0		-13.8	-8.2	6.9
	9月贸易顺差(亿美元)		500.0	0.0	602.4	430.2	312.1
	9月M1增速%		7.1	0.0	9.3	6.6	4.8
10-15	9月M2增速%		12.8	0.0	13.3	13.3	12.9
	9月新增人民币贷款(亿元)		8000	0	8096	14800	8572
	9月各项贷款余额增速%		15.0	0.0	15.4	15.5	13.2
	3季度GDP增长率%		6.8				7.2
	9月工业增加值增速%		6.1	0.0	6.1	6.0	8.0
10-18	1-9月固定资产投资增速%		11.0	0.0	10.9	11.2	16.1
	9月社会消费品零售总额增速%		10.4	0.0	10.8	10.5	11.6
10-15	9月CPI涨幅%		1.9	0.0	2.0	1.7	1.6
	9月PPI涨幅%		-4.4	0.0	-5.9	-5.4	-1.8

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
	10/13	9月预算月报	91.0b	--	-91.00	--
	10/13	9月NFIB中小企业乐观程度指数	--	--	0.00	--
	10/14	10月9日MBA抵押贷款申请指数(%)	--	--	0.00	--
	10/14	9月PPI(除食品、能源及贸易)同比(%)	--	--	0.00	--
	10/14	9月PPI(除食品、能源及贸易)月环比(%)	--	--	0.00	--
	10/14	9月PPI(除食品与能源)同比(%)	1.20	--	-1.20	--
	10/14	9月PPI(除食品与能源)月环比(%)	0.10	--	-0.10	--
美国	10/14	9月PPI最终需求 同比(%)	-0.90	--	0.90	--
	10/14	9月PPI最终需求 月环比(%)	-0.30	--	0.30	--
	10/14	9月零售销售(除汽车)月环比(%)	-0.10	--	0.10	--
	10/14	9月零售销售(除汽车与汽油)(%)	0.30	--	-0.30	--
	10/14	9月零售销售对照小组(%)	0.30	--	-0.30	--
	10/14	9月零售销售月环比(%)	0.20	--	-0.20	--
	10/14	8月营运库存(%)	0.10	--	-0.10	--
	10/15	10月10日首次失业人数	--	--	0.00	--



10/15	10月3日持续领取失业救济人数	--	--	0.00	--
10/15	10月纽约州制造业调查指数(%)	-700.00	--	700.00	--
10/15	9月CPI同比(%)	-0.20	--	0.20	--
10/15	9月CPI月环比(%)	-0.20	--	0.20	--
10/15	9月CPI(除食品和能源)同比(%)	1.80	--	-1.80	--
10/15	9月CPI(除食品与能源)月环比(%)	0.10	--	-0.10	--
10/15	9月CPI核心指数 经季调	--	--	0.00	--
10/15	9月CPI指数(未经季调)	--	--	0.00	--
10/15	9月实际平均每周同比盈利(%)	--	--	0.00	--
10/15	10月11日彭博消费者舒适度	--	--	0.00	--
10/15	10月费城联储商业前景	0	--	0.00	--
10/16	9月工业产值(月环比)(%)	-0.30	--	0.30	--
10/16	9月设备使用率(%)	77.30	--	-77.30	--
10/16	9月制造业(SIC)产值(%)	-0.30	--	0.30	--
10/16	10月密歇根大学1年通胀(%)	--	--	0.00	--
10/16	10月密歇根大学5-10年通胀(%)	--	--	0.00	--
10/16	10月密歇根大学现况	--	--	0.00	--
10/16	10月密歇根大学信心	88	--	-88.00	--
10/16	10月密歇根大学预期	--	--	0.00	--
10/16	8月JOLTS职位空缺	--	--	0.00	--
10/12	伊朗9月Ulster银行爱尔兰建筑业采购经理指数	--	--	0.00	--
10/12	伊朗8月贸易余额(m)	--	--	0.00	--
10/12	尼日尔8月贸易余额(b)	--	--	0.00	--
10/12	法国8月经常项目余额(b)	--	--	0.00	--
10/12	索马里8月零售销售同比(%)	--	--	0.00	--
10/12	索马里8月实际月平均工资同比(%)	--	--	0.00	--
10/12	拉脱维亚8月经常项目余额(m)	--	--	0.00	--
10/12	拉脱维亚8月贸易余额(m)	--	--	0.00	--
10/12	葡萄牙9月CPI同比(%)	--	--	0.00	--
10/12	葡萄牙9月CPI月环比(%)	--	--	0.00	--
欧元区	10/12 葡萄牙9月欧盟调和CPI同比(%)	--	--	0.00	--
	10/12 葡萄牙9月欧盟调和CPI月环比(%)	--	--	0.00	--
	10/13 拉脱维亚9月失业率(%)	--	--	0.00	--
	10/13 德国9月批发价格指数同比(%)	--	--	0.00	--
	10/13 德国9月批发价格指数月环比(%)	--	--	0.00	--
	10/13 德国9月CPI同比(%)	--	--	0.00	--
	10/13 德国9月CPI月环比(%)	--	--	0.00	--
	10/13 德国9月欧盟调和CPI同比(%)	--	--	0.00	--
	10/13 德国9月欧盟调和CPI月环比(%)	--	--	0.00	--
	10/13 芬兰8月零售销售量同比(%)	--	--	0.00	--
	10/13 #N/A8月经常项目余额(m)	--	--	0.00	--
	10/13 索马里9月CPI同比(%)	--	--	0.00	--



10/13	索马里9月CPI月环比(%)	--	--	0.00	--
10/13	德国10月ZEW调查当前形势	--	--	0.00	--
10/13	德国10月ZEW调查预期	--	--	0.00	--
10/13	欧元区10月ZEW调查预期	--	--	0.00	--
10/14	索马里9月失业率(%)	--	--	0.00	--
10/14	芬兰9月CPI同比(%)	--	--	0.00	--
10/14	芬兰9月CPI月环比(%)	--	--	0.00	--
10/14	法国9月CPI同比(%)	--	--	0.00	--
10/14	法国9月CPI月环比(%)	--	--	0.00	--
10/14	法国9月CPI(除烟草)指数	--	--	0.00	--
10/14	法国9月欧盟调和CPI同比(%)	--	--	0.00	--
10/14	法国9月欧盟调和CPI月环比(%)	--	--	0.00	--
10/14	圣保罗9月CPI同比(%)	--	--	0.00	--
10/14	圣保罗9月CPI月环比(%)	--	--	0.00	--
10/14	圣保罗9月核心CPI同比(%)	--	--	0.00	--
10/14	圣保罗9月核心CPI月环比(%)	--	--	0.00	--
10/14	圣保罗9月欧盟调和CPI同比(%)	--	--	0.00	--
10/14	圣保罗9月欧盟调和CPI月环比(%)	--	--	0.00	--
10/14	索马里8月工业订单同比(%)	--	--	0.00	--
10/14	索马里8月工业订单月环比(%)	--	--	0.00	--
10/14	意大利9月CPI FOI 指数 除烟草	--	--	0.00	--
10/14	意大利9月欧盟调和CPI同比(%)	--	--	0.00	--
10/14	意大利8月一般政府债务(b)	--	--	0.00	--
10/14	欧元区8月工业产值工作日调整同比(%)	--	--	0.00	--
10/14	欧元区8月工业产值经季调月环比(%)	--	--	0.00	--
10/14	西班牙8月经常项目余额(m)	--	--	0.00	--
10/15	尼日尔8月零售销售额同比(%)	--	--	0.00	--
10/15	尼日尔9月失业率(%)	--	--	0.00	--
10/15	芬兰8月GDP指标工作日调整(%)	--	--	0.00	--
10/15	芬兰8月经常项目余额(b)	--	--	0.00	--
10/15	萨尔瓦多8月实际月平均工资同比(%)	--	--	0.00	--
10/15	比利时8月贸易余额(m)	--	--	0.00	--
10/16	欧元区9月EU27新车注册(%)	--	--	0.00	--
10/16	萨摩亚9月CPI同比(%)	--	--	0.00	--
10/16	萨摩亚9月CPI月环比(%)	--	--	0.00	--
10/16	索马里9月欧盟调和CPI同比(%)	--	--	0.00	--
10/16	索马里9月欧盟调和CPI月环比(%)	--	--	0.00	--
10/16	意大利8月贸易余额-欧盟(m)	--	--	0.00	--
10/16	意大利8月贸易余额总计(m)	--	--	0.00	--
10/16	萨尔瓦多8月失业率(%)	--	--	0.00	--
10/16	#N/A9月欧盟调和CPI同比(%)	--	--	0.00	--
10/16	#N/A9月欧盟调和CPI月环比(%)	--	--	0.00	--
10/16	欧元区8月贸易余额(经季调)(b)	--	--	0.00	--



	10/16	欧元区8月贸易余额(未经季调)(b)	--	--	0.00	--
	10/16	欧元区9月CPI同比(%)	--	--	0.00	0.10
	10/16	欧元区9月CPI月环比(%)	--	--	0.00	0.00
	10/16	欧元区9月核心CPI同比(%)	--	--	0.00	--
	10/13	9月银行贷款(含信托)同比(%)	--	--	0.00	--
	10/13	9月银行贷款扣除信托(同比)(%)	--	--	0.00	--
	10/13	9月消费者信心指数	--	--	0.00	--
	10/13	9月机床订单同比(%)	--	--	0.00	--
	10/14	9月PPI同比(%)	--	--	0.00	--
	10/14	9月PPI月环比(%)	--	--	0.00	--
	10/14	9月货币存量M2同比(%)	--	--	0.00	--
	10/14	9月货币存量M3同比(%)	--	--	0.00	--
日本	10/15	9月东京公寓销售同比(%)	--	--	0.00	--
	10/15	8月产能利用率月环比(%)	--	--	0.00	--
	10/15	8月第三产业指数月环比(%)	--	--	0.00	--
	10/15	8月工业产值同比(%)	--	--	0.00	--
	10/15	8月工业产值(月环比)(%)	--	--	0.00	--
	10/16	10月9日日本买进国外股票(b)	--	--	0.00	--
	10/16	10月9日日本买进国外债券(b)	--	--	0.00	--
	10/16	10月9日外资买进日本股票(b)	--	--	0.00	--
	10/16	10月9日外资买进日本债券(b)	--	--	0.00	--
	10/16	俄罗斯9月出厂价(同比)(%)	8.70	--	-8.70	--
新兴市场	10/16	俄罗斯9月出厂价(月环比)(%)	2.10	--	-2.10	--
	10/17	俄罗斯9月工业产值(同比)(%)	2.30	--	-2.30	--

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		