



重点推荐: 1.宏观团队认为,春节期间,全球市场动荡,中国消费较快增长,利率稳,汇率升,央行稳汇率决心彰显。2.策略团队认为,对业绩的担忧主导市场风险偏好下降,无风险利率超预期下降仍将继续但短期作用有限,等待更有利的进攻时机,行业配置优选高股息率价值蓝筹。3.策略团队认为,“宏观审慎”为核心意味着宏观调控的大央行模式正在回归,债券市场阶段性仍然优于股票市场。4.零售团队认为,避险需求推动,金价持续回升,黄金饰品企业股价弹性有望显现,建议增持:老凤祥、豫园商城等。一般推荐: 5.电气设备行业事件快评。

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:《春节期间重大事件及影响》2016-02-14

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

国际经济:春节期间,全球市场动荡。催化剂是德银巨亏引发雷曼时刻担忧和耶伦证词鸽派不及预期等。放在一个更大的背景下来看,全球市场动荡的根源是全球经济前景黯淡、货币依赖导致政策空间走到尽头、结构性改革迟缓、去杠杆压力增加。德银巨亏,与欧经济疲弱、低利率导致的零售业务萎缩和高杠杆的衍生品收益下降等有关。2月10日,耶伦在众议院发表半年度货币政策证词,对美国及全球经济担忧加重,但货币政策鸽派程度不及市场预期。欧洲央行执委称,若通胀预期下降,欧洲央行将采取行动,有可能在3月推出进一步宽松举措。瑞典和日本已经实施负利率。同时,2月7日,朝鲜发射卫星,美国通过制裁决议,或将在韩国部署“萨德”反导系。沙特派地面部队进入叙利亚,中东局势恶化。OPEC和俄罗斯并未就原油减产达成一致,陷入囚徒困境。

国内经济:春节期间,中国消费较快增长。据商务部监测,2月7日至13日,全国零售和餐饮企业实现销售额约7540亿元,比2015年春节黄金周增长11.2%。全国电影总票房达30亿元,同比增长67%。

货币:利率稳,汇率升。2月14日,央行进行100亿元7天期逆回购操作,中标利率2.25%,与前次持平。离岸人民币汇率升至6.51附近,与在岸人民币汇率倒挂,与春节期间美元指数暴跌、1月外储额度下降低于市场预期及央行表态有关。1月外汇储备下降994亿美元,大幅低于市场预期。

政策:货政适度宽松以配合供给侧改革为主,人民币不存在可持续贬值基础,汇改方向不变和宏观审慎政策框架地位凸显。周小川表示,从经常项目平衡和实际有效汇率变化



等经济基本面因素看，人民币汇率不存在持续贬值的基础；中国不存在为扩大净出口而贬值的动机，不会开启汇率战；不会让投机力量主导汇市情绪。央行稳汇率决心彰显，短期内人民币贬值压力降低。人民币汇改方向不变，但要选择合适时机，讲求时机、配合和操作技艺。宏观审慎政策地位升至与货币政策并列，我们维持宏观审慎政策框架重要性凸显，将在未来央行政策框架乃至整个金融监管政策框架中占据重要地位的判断。

市场：全球市场动荡，A股休养生息，第二波调整基本完成，黄金、国债等避险资产受追捧。受朝鲜半岛局势紧张影响，军工受益。春节电影票房超市场预期，传媒受益。关注供给侧改革等结构性机会。受避险情绪和美日债券收益率下降影响，债牛继续。美元大幅贬值导致人民币短期贬值压力下降。春节期间，离岸人民币大涨至6.51附近，与在岸人民币出现罕见的倒挂，显示美元指数大幅回落导致人民币短期贬值压力下降。

A股策略周报：《等待更有利的进攻时机》2016-02-14

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

对业绩的担忧主导市场风险偏好下降。春节期间全球市场开启避险模式，祭出负利率后的日经225指数一周内暴跌11%，德意志银行因CoCo债券偿付问题拖累欧洲股市大跌，VIX指数攀升，黄金价格飙升，美国十年期国债收益率大幅下降，美联储未来一年加息预期已经被降息预期取代。全球风险资产大跌的本质是对次贷危机后各国央行无节制宽松的修正，之前一轮又一轮的量化宽松降低无风险利率提升风险偏好，当估值水平螺旋式上升后投资者发现业绩迟迟无法兑现，而厨房里的蟑螂却在不断地爬出。之前市场担心的人民币乃至港币汇率波动随着美元指数回调和人民币离岸汇率回升会有所缓解，但我们认为A股投资者对业绩的担忧将再次升温。

无风险利率超预期下降仍将继续但短期作用有限。增量资金入场取决于两个因素：1）利率水平下行令股票在大类资产配置中吸引；2）风险偏好上升。当前仅第一项正在发生。去年底以来中国无风险利率呈下行趋势，欧元区释放加大宽松信号，日本祭出负利率，美国加息预期逐渐转化为降息预期。风险资产反而负面反应的缘由在于：无风险利率下降是风险偏好下行的结果，全球投资者对分子端企业业绩增长的信心从2015年的怀疑到2016年初的丧失导致重估股票风险溢价，而无风险利率下行空间越来越有限使得投资者心目中的股票市场定价贴现率反而上升。

“宏观审慎”为核心=大央行模式回归。2月13日财新网发布中国人民银行行长周小川的专访。市场关注问题在三个方面，第一，人民币汇改路径和既往改革逻辑；第二，货币政策方向是否改变；第三，新金融监管框架模式变迁。结合近期调控动态，我们认为：第一，人民币汇率波动源于制度选择，从紧盯美元到一篮子活剥，中期不排除国际协商的可能；第二，货币政策将继续宽松，市场利率水平甚至可能更快回落；第三，“宏观审慎”为核心意味着新金融监管框架改革下，宏观调控的大央行模式正在回归，对风险监管将更加细致具体，这将对A股风险偏好构成制约。

等待更有利的进攻时机，行业配置优选高股息率价值蓝筹。A股仍需等待更有利的进攻时机。行业配置：1）高股息率高分红且处于历史估值底部的银行、公用事业（电力）；2）全球避险情绪增强，黄金价格企稳回升，受益于金价反弹的有色金属（黄金）、商贸零售中的金饰板块；3）春节前国务院对煤炭钢铁最先发布去产能指导意见，继续关



注供给侧改革率先破局的煤炭、钢铁。主题投资注重催化剂和业绩的确定性，推荐十三五规划之农业工业化主题（农业信息化/农业机械化/农业升级/基础化工转型）和春节期间需求旺盛的90后消费主题（电竞/动漫/影视娱乐）。

A股策略快评：《大央行回归》2016-02-14

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

结合近期调控动态，我们认为：第一，人民币汇率波动源于制度选择，从紧盯美元到一篮子货币，中期不排除国际协商的可能。人民币贬值预期可能是阶段性现象，不排除出现人民币升值预期的可能。第二，货币政策将继续宽松，市场利率水平甚至可能更快回落。第三，“宏观审慎”为核心意味着新金融监管框架改革下，宏观调控的大央行模式正在回归。我们认为接下来债券市场阶段性仍然优于股票市场，A股仍需等待更有利的进攻时机。

我们认为当下市场关注问题在三个方面：第一，全球金融波动风险持续条件下，人民币汇率的改革路径和既往改革逻辑。第二，货币政策方向是否改变，特别是近期货币政策执行报告发布之后市场存在争议。第三，新金融监管框架模式变迁。这是市场对于此次周行长讲话关注的重要来源。

人民币汇率改革下，贬值预期可能是阶段性现象，不排除未来出现升值预期的可能。周行长在专访中主要讨论了三种模式，分别是盯住美元，跟踪一篮子货币指数，国际协商模式。我们在交流中发现，市场投资者对于央行倾向于哪种模式并不清楚，读完专访仍一头雾水。但我们认为周行长的讲话“功夫在诗外”。对三种模式的讨论本身即传递了大量信息，这个定调工作可能在2016-2017年间完成。贬值是阶段性现象，升值预期也可能出现。

市场利率水平甚至可能更快回落。周行长在采访中首先就谈到了08年的4万亿政策对于中国经济和全球经济形成外溢性影响。央行仍然以维持经济增长稳定为目标，并保证区域性金融风险不放大。这要求央行维持相对宽松的货币政策。市场当下的主要争论在于宽松的速度是否会进一步加快。

我们认为，当下决定市场利率的主要因素已经成为了信用风险以及增长放缓的预期。对股票估值而言，利率下降本身是具备正面影响的。但一个更重要的事实是，股票估值水平正在摆脱利率边际变化的影响，而更多受到全社会风险偏好的变化。这也就是我们下一个要讨论的问题，监管框架改革会走向何方？

“宏观审慎”为核心=大央行模式回归。结合2月4日央行货政司《以宏观审慎为核心推进金融监管改革》和此次小川行长的专访，我们认为央行将重新回归传统的审慎监管框架。传统上看大央行的监管模式是以宏观因素为主导。我们有理由相信将由此加强其他金融监管机构间的协调性。随着大央行监管模式的重新回归，对风险的监管将更加细致具体。在这一改革方向的引领下，我们认为A股很难出现立即的风险偏好明显启动的迹象。



行业更新：批零贸易业《金价底部回升，投资驱动，弹性显现》

2016-02-13

訾猛（分析师）021-38676442、林浩然（分析师）021-38674763

避险需求推动，金价持续回升，黄金饰品企业股价弹性有望显现。在经历金价长期下跌过程中，黄金饰品投资属性基本消失，而金价底部回升，投资属性将显现，从而实现消费和投资需求双轮驱动，业绩和股价弹性将显著体现。我们建议重点增持：老凤祥（价值严重低估，金价悲观预期改善，国企改革推进及迪斯尼开业持续催化）、豫园商城（复星集团旗下快乐时尚消费平台，通过集团资产整合及外延并购打造商旅文平台）、潮宏基（以K金和女包为依托，向服务性消费延伸，打造时尚健康平台），受益标的：刚泰控股（互联网珠宝第一股，借助供应链金融及VR实现产业链延伸和变革）。

黄金饰品兼具消费属性和投资属性，消费属性决定黄金饰品需求的稳定性和刚性，投资属性决定黄金饰品需求弹性。通过分析我们发现，在金价从底部开始上涨以及从高位回落时，金银珠宝销售增速与金价有明显正相关性，而金价在底部或者高位震荡时，金银珠宝销售增速与金价没有明显关系，销售相对平稳，表现出较强的消费属性。1）从黄金需求变化与金价变化来看，两者具有微妙关系，从黄金饰品需求角度我们发现：①在金价高位下跌过程中，黄金饰品需求大幅释放，金价下跌激发潜在投资需求释放；②金价低位回升过程中，投资需求开始增加，黄金饰品需求也会出现明显上升趋势；③在金价相对平稳阶段，主要受消费需求拉动，黄金饰品增速相对稳定。因此，金价和黄金饰品需求并非简单的正向或负向关系。2）金价与股价变化也并非简单线性关系，但具有阶段相关性。从微观层面看，我们发现：在金价趋势性上涨和下跌拐点形成时，股价和金价变化相关性较高，但大部分情况下没有明显相关性。

需求属性决定黄金饰品企业类期权特征，股价具有相对较高安全边际。黄金珠宝饰品具有双重属性，同时受消费属性和投资属性共同驱动，既具有稳定性又具有一定弹性，通过分析老凤祥等四公司净利润增速与金价涨跌幅关系，我们发现：1）饰品企业净利润增速稳定性高于金价，主要因为，饰品企业在金价下降过程中仍有消费需求驱动，同时，各企业采取不同程度的套保措施；2）近几年黄金饰品销售额增速大幅放缓，但受消费需求驱动，黄金饰品销售量仍保持适度增长。

风险提示：经济持续低迷、金价反弹受阻。

今日一般推荐

行业事件快评：电气设备《农网改造超预期，一二次设备商齐受益》

2016-02-05

王浩（分析师）0755-23976068、张舒（研究助理）010-59312860

7000亿投资引爆新一轮农网改造。2月3日国务院常务会议指出，结合推进新型城镇化、



农业现代化和扶贫搬迁等，实施新一轮农村电网改造升级工程，预计总投资规模 7000 亿：1、加快西部及贫困地区农网改造升级，提高接纳分不会能源发电的能力。2、推动平原村机井用电全覆盖，加大中心村电网改造力度。3、开展西藏、新疆及四川、云南、甘肃、青海四省藏区农网建设攻坚，集中力量加快孤网县城的联网进程。当前经济下行压力较大和投资增速回落的情况下，7000 亿农网改造工程将对促投资稳增长发挥积极作用。

农网改造“十三五”投资规模有望延续。2015 年中央 1 号文件明确要求继续实施农村电网改造升级工程，2015 年国家发改委、能源局全年启动实施 1376.2 亿农网改造升级项目，同比 2014 年增长 196%（464.4 亿元）。2016 新年伊始，国务院即在顶层设计上敲定 7000 亿元农网投资，我们预计“十三五”期间每年投资规模 1400 亿。配网、农网改造工程分别由电力司和新能源司主管，项目建设与规划方案分别实施，我们认为 7000 亿农网改造投资规模与 2 万亿配网改造投资是并行关系，“十三五”农配网投资规模将达 2.4 万亿。

农网积贫积弱，创造电力设备增量需求。2015 年电力体制改革“三放开、一独立、三加强”的改革方针出台后，电网投资重点转向配网自动化建设、电网智能化建设、售电用电侧建设，而农村电网主网网架薄弱，主变容量不足，互联互带能力较差，设备老化，供电半径长、线径偏小，线路损耗较大，配电变压器损耗高，因此随着电网逐步从电源端—输变端—配网侧演变，农网改造将持续创造增量成长空间。

新一轮农网改造为配网设备商、民营设备商打开成长空间。国务院常务会议提出拓宽融资渠道，用商业机制吸引社会资本参与农网改造工程建设，本轮配网农网建设在保增长大背景下启动，政府与电网投资建设的步调空前一致，且 2016 年新电改政策措施将密集落地，配网投资、农网改造在产业升级和弥补短板的两大趋势下需求空间巨大，建设力度持续超越市场预期，有望打开农配网一二次设备商新一轮成长空间。推荐标的：北京科锐

（002350）、置信电气（600517）、金智科技（002090）、新联电子（002546）、积成电子（002339）、宝胜股份（600973），受益标的：合纵科技（300477）、双杰电气（300444）、许继电气（000400）、四方股份（601126）、特变电工（600089）等。

风险提示：农网升级改造建设不达预期风险

报告精粹

行业首次覆盖：卫星通信《从 0 到 1：卫星通信产业跃变在即》

2016-02-02

宋嘉吉（分析师）021-38674943、王胜（分析师）021-38674874

看好政策推动下的卫星通信行业，首次覆盖并予以“增持”评级。市场认为卫星产业的主要发展驱动力是北斗导航。我们则认为，在新军改、“一带一路”和民用空间基础设施规划等政策推动下，我国卫星通信行业将取代北斗，成为卫星产业发展的全新驱动力。预计卫星制造和发射环节将率先受益，卫星地面设备和通信服务环节随后受益，卫星通信产业链上下游都将迎来快速发展，首次覆盖并予以“增持”评级。



卫星通信供给严重滞后，政策推动快速加码。市场认为近年我国发射多颗卫星，卫星领域发展空间已不大。我们则认为市场预期并不充分，理由：①我国此前发射卫星以北斗导航和遥感为主，而通信卫星的数量、比例和容量都远远落后，与第二卫星大国地位严重不符，也限制了卫星通信应用的发展；②卫星通信是军工信息化、“天基丝路”、建设海洋强国和“宽带中国”的重要支撑，是“十三五”期间空间技术发展的重点；③未来我国计划发射多颗移动通信卫星、高通量通信卫星以及加密通信卫星，建成平价、可及、安全的卫星通信网络。

卫星通信资费有望大幅下调，促应用普及提速。市场认为卫星通信资费昂贵，普及困难。我们认为我国有望通过加大通信卫星带宽供应，来实现资费大幅降低，促进卫星通信在军事、行业和个人应用领域普及：①陆海空多军种协同作战中，可在大尺度空间内实时可靠地共享侦查数据；②在抢险救灾和应急维稳场合，原有通信系统可能已被破坏，卫星通信可快速覆盖指定区域；③海事、油气、采矿、电力、林业等行业需要在地面信号缺乏的区域作业，可广泛配备廉价的卫星话音和数据通信服务；④民航可通过通信卫星，向用户提供可接入互联网的机上 Wi-Fi 宽带。

推荐信威集团、华力创通、特发信息、振芯科技、海格通信、华讯方舟。卫星通信行业崛起将首先利好通信卫星制造和发射，而后利好地面设备制造和卫星通信服务。卫星制造的核心是卫星平台和转发器，推荐信威集团、中国卫星、欧比特。地面设备的核心是卫星通信基带等核心芯片，推荐华力创通、特发信息、振芯科技、海格通信。卫星通信服务领域推荐华讯方舟。

催化剂：新军改强调重大前瞻技术支持，“天基丝路”和“十三五”规划促进卫星通信发展，移动通信卫星、高通量卫星有望上天。

风险提示：通信卫星研制和发射可能失败，下游应用拓展缓慢。



目 录

今日重点推荐	1
➢ 日报/周报/双周报/月报:《春节期间重大事件及影响》2016-02-14	1
➢ A股策略周报:《等待更有利的进攻时机》2016-02-14	2
➢ A股策略快评:《大央行回归》2016-02-14	3
➢ 行业更新:批零贸易业《金价底部回升,投资驱动,弹性显现》2016-02-13	4
今日一般推荐	4
➢ 行业事件快评:电气设备《农网改造超预期,一二次设备商齐受益》2016-02-05	4
报告精粹	5
➢ 行业首次覆盖:卫星通信《从0到1:卫星通信产业跃变在即》2016-02-02	5
今日报告精粹	9
➢ 事件点评:《稳汇率,择机汇改,宏观审慎政策地位上升》2016-02-14	9
➢ 事件点评:《全球休养生息》2016-02-12	10
➢ 事件点评:《货政配合供给侧改革和稳汇率,加强宏观审慎管理》2016-02-07	10
➢ 事件点评:《非农低于预期,薪资超预期,3月加息概率小》2016-02-06	11
➢ 事件点评:《全球走到新十字路口:减少货币依赖,破冰供给侧改革》2016-02-05	12
➢ A股策略周报:《等待更有利的进攻时机》2016-02-14	13
➢ 行业更新:批发零售业《春节黄金周消费平稳,新型消费亮点纷呈》2016-02-14	14
➢ 行业更新:环保《投资更有后劲的环保细分领域》2016-02-14	15
➢ 行业专题研究:医药《分化之下的预期重构》2016-02-14	16
➢ 行业更新:传播文化业《2016年春节档票房大爆发带来电影动漫产业链布局良机》2016-02-14	16
➢ 行业更新:批零贸易业《金价底部回升,投资驱动,弹性显现》2016-02-13	17
➢ 行业事件快评:电气设备《农网改造超预期,一二次设备商齐受益》2016-02-05	18
➢ 行业事件快评:医药制造业《涨价趋势延续,迎接节后采购期》2016-02-05	19
➢ 公司更新:国旅联合(600358)《业绩扭亏为盈 向文体产业全面转型升级》2016-02-14	20
➢ 公司更新:浔兴股份(002098)《体育服务行业蛟龙,当在低渊欲飞天》2016-02-14	20
➢ 公司首次覆盖:杭州解百(600814)《跨界体育,打造多元经营生态》2016-02-13	21
➢ 公司更新:凯迪生态(000939)《扶贫环保双轮驱动,可持续发展嘉年华》2016-02-05	22
➢ 公司更新:凯美特气(002549)《好事多磨》2016-02-05	22
➢ 公司更新:赣锋锂业(002460)《定增扩产上游产业链》2016-02-05	23
➢ 伐谋-中小盘首次覆盖报告:中衡设计(603017)《深耕开发区设计,符合供给侧改革要求》2016-02-14	23
➢ 量化周报:《市场中中期调整尚未结束》2016-02-14	24
➢ 基金周报/定期:《警惕12只分级B下折风险》2016-02-14	25
➢ 衍生品周报:《节前市场运行平稳,波动降低》2016-02-05	25
➢ 策略:《降息、降准、汇改,一个都不能少,央行别犹豫了》2016-02-05	26
➢ 事件点评:《1月CPI有破2风险,但不必悲观》2016-02-05	27
➢ 债券日报:《放松心情,持券过节》2016-02-05	28
➢ 日报/周报/双周报/月报:《春节期间重大事件及影响》2016-02-14	28
➢ 行业日报/周报/双周报/月报:房地产《节日催销量下滑,板块情绪有待收敛》2016-02-14	29
➢ 行业日报/周报/双周报/月报:纺织服装业《休养生息中多学习“新模式”》2016-02-14	30
➢ 行业事件快评:商业银行《供给侧改革做主角,宽松预期降温》2016-02-14	31
➢ 行业日报/周报/双周报/月报:投资银行业与经纪业《国泰君安_非银金融业周报数据库_拂去迷雾再看非银估值_第六周_20160214》2016-02-14	32



➤ A股策略快评:《大央行回归》2016-02-14.....	33
➤ 行业日报/周报/双周报/月报:纺织服装业《休养生息中多学习“新模式”》2016-02-14.....	34
➤ 汇率周报:《汇率迎来“逆袭”窗口期》2016-02-15.....	35
表 1.行业配置评级建议表	36
表 2.策略团队每周市场观点	36
表 3.近期上市公司盈利预测及投资评级变动表	37
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

事件点评：《稳汇率，择机汇改，宏观审慎政策地位上升》

2016-02-14

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

核心观点：周小川表示，从经常项目平衡和实际有效汇率变化等经济基本面因素看，人民币汇率不存在持续贬值的基础；中国不存在为扩大净出口而贬值的动机，不会开启汇率战；不会让投机力量主导汇市情绪。央行稳汇率决心彰显，短期内人民币贬值压力降低。人民币汇改方向不变，但要选择合适时机，讲求时机、配合和操作技艺。宏观审慎政策地位升至与货币政策并列，我们维持宏观审慎政策框架重要性凸显，将在未来央行政策框架乃至整个金融监管政策框架中占据重要地位的判断。数字货币不设时间表，定位与比特币不同。

不会开启汇率战，打击汇市投机，坚定稳汇率。周小川认为，人民币自去年起出现对美元贬值的压力，主要应归因于美元对多种货币升值过快、国际国内若干事件的冲击以及市场上短期情绪的影响。从经常项目平衡和实际有效汇率变化等经济基本面因素看，人民币汇率不存在持续贬值的基础。针对国际上对中国通过人民币贬值增强出口、提升 GDP 并加剧“汇率战”的担忧，表示中国不存在为扩大净出口而贬值的动机。针对近期汇市投机盛行和短期情绪波动，坚定表示不会让投机力量主导市场情绪，如果观察到投机成为外汇市场中的主要矛盾，就重点应对投机。上述表述彰显央行稳汇率决心，结合春节期间美元指数呈现阶段性见顶迹象，短期内人民币贬值压力降低。

人民币汇改方向不变，但要选择合适时机。周小川表示，未来人民币汇改趋势坚定不移，希望“十三五”期间在汇改方面取得长足进展。人民币汇改方向是以市场供求为基础，参考一篮子货币，实行有管理的浮动汇率机制。值得注意的是，周小川强调在全球金融市场不确定性较强、事件驱动放大市场波动、中国溢出效应加大、金融市场间存在交叉感染等情况下，人民币汇改须审慎推进，根据形势变化选择合适的时机和窗口，讲求时机、配合和操作技艺。

宏观审慎政策地位升至与货币政策并列。周小川强调，宏观审慎政策是一个包括宏观审慎管理的政策目标、评估、工具、传导机制与治理架构等一系列组合的总称，与货币政策是并列的。该表述凸显了宏观审慎政策地位在央行政策框架内显著提升。同时，周小川指出，我国新一轮金融监管体制改革的目标之一应该是有利于强化宏观审慎政策框架，宏观审慎政策也需要有效的执行机制，防止协调成本过高。我们维持宏观审慎政策框架重要性凸显，将在未来央行政策框架乃至整个金融监管政策框架中占据重要地位的判断。

数字货币不设时间表，定位与比特币不同。数字货币的推出没有时间表，数字货币和现金将是长期共存、逐步替代的关系。此外，周小川认为，数字货币作为法定货币必须由央行来发行，这与比特币的设计思想完全不同，也杜绝了民间自发产生数

数字货币的可能性。

事件点评：《全球休养生息》2016-02-12

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

核心观点：春节中国休市期间，全球市场动荡加剧，股市原油等风险资产暴跌，黄金国债日元等避险资产获强烈追捧，一片狼藉。全球动荡催化剂是德银巨亏引发的雷曼时刻担忧和耶伦证词不及预期等，但根本原因是08年到现在，欧美牛市太长，浮盈太多，基本面接不过去。长期看，全球增长前景暗淡，人口红利和追赶红利等逐渐消失，各种增长模式相继走到极致（中国把投资增长模式走到极致，美欧把货币宽松模式走到极致），这导致全球火车头相继熄火。全球面临严峻的结构性矛盾，但各国不愿意接受“现实”，08年以来，美中欧日无一不是货币放水，缺少结构性改革，这可能是跟过去70年最大的不同。货币放水延缓出清，容易产生货币依赖。货币紧缩短期压缩需求，长期减少无效供给，属于短空长多。成功的结构性改革大多配套中性（70年代日本）或偏紧的货币政策（80年代美国沃尔克时期）。春节期间，全球市场动荡打击风险偏好，A股休养生息，但军工和黄金股利好，债牛继续，黄金涨，美元大幅贬值导致人民币短期贬值压力下降。

受一系列负面因素影响，春节期间全球股市原油等风险资产暴跌，主要市场股指出现大头部迹象甚至部分已呈技术熊市，黄金等避险资产获追捧，美债收益率创新低，日本10年期国债收益率历史首次跌至负值，全球开启避险模式休养生息。春节（2月8日）中国市场休市不到一周时间，全球股市原油等风险资产价格大跌，道指跌3.4%，日经225大跌9.4%，德国DAX跌5.7%，澳大利亚印度香港等股市纷纷创多年以来新低，美原油价格逼近26美元。避险资产获强烈追捧，日元升至111附近。

全球市场动荡催化剂是德银巨亏引发雷曼时刻担忧和耶伦证词不及预期等。德银巨亏，法兴银行营收和利润大幅不及预期，导致全球对下一个雷曼时刻到来充满忧虑。德银仅是欧洲银行业的缩影，欧洲其他银行或多或少也面临同样的问题，这与欧经济疲弱、低利率导致的零售业务萎缩和高杠杆的衍生品收益下降等有关。2月10日，耶伦在众议院发表半年度货币政策证词，对美国及全球经济担忧加重，但货币政策鸽派程度不及市场预期，耶伦证词认为美国劳动力市场和通胀预期稳定，仍会渐进加息，市场期待的3月不加息承诺未出现，暗示未来货币政策转向可能的表述也不清晰。

未来全球大类资产配置建议：黄金 > 美债 > 欧日债 > 美元 > 欧日元 > 新兴经济体债 > 美股 > 欧日股 > 大宗 > 资源型新兴经济体股。

事件点评：《货政配合供给侧改革和稳汇率，加强宏观审慎管理》2016-02-07

任泽平（分析师）

010-59312805

核心观点：货币环境保持适度宽松，货币政策继续维持稳健定位。央行强调通过供给改革释放有效需求，货政以配合供给侧结构性改革为主。宏观审慎政策框架重要



renzeping@gtjas.com

S0880514060010

性凸显，可能在未来央行政策框架乃至整个金融监管政策框架中占据重要地位。我们维持经济 L 型、改革是政治经济学待破冰、股市短期第二波调整完成后结构性机会中期休养生息判断。

货币环境保持适度宽松，货币政策继续维持稳健定位。2015 年第四季度以来，央行更加注重从量价两方面发挥新型货币政策工具作用。总体看，12 月末 M2 余额同比增速较上季增 0.2 个百分点至 13.3%，12 月金融机构贷款利率较上季降 43bp 至 5.27%，货币环境保持适度宽松。央行表示下一阶段继续实施稳健货币政策。

央行强调通过供给改革释放有效需求，货政以配合供给侧结构性改革为主。央行特设专栏讨论了供给侧结构性改革与总需求管理的关系，认为推进结构性调整 and 改革是增强经济内生增长动力、保持经济平稳健康运行的关键，若过度依靠刺激需求以及基建和房地产投资会进一步推升债务和杠杆水平，意指货政以配合供给侧结构性改革为主。同时，央行有意引导市场降低对刺激需求政策的预期，特别指出应更全面理解“总需求管理”的内涵，强调在传统的财政政策和货币政策之外，推进简政放权、鼓励竞争等供给改革来释放有效需求。

宏观审慎政策框架重要性凸显。央行近来从两个方面进一步完善了宏观审慎政策框架，一是对内“升级”将差别准备金动态调整机制“升级”为宏观审慎评估体系（MPA）；二是对外延伸将外汇流动性和跨境资金流动纳入宏观审慎管理范畴，这表明维护金融稳定（包括对内对外）在央行目标函数中的权重上升。再结合央行货政司司长日前发表的雄文《以宏观审慎为核心推进金融监管改革》，可见宏观审慎在未来央行政策框架乃至整个金融监管政策框架中可能都将占据重要地位。

12 月以来，全球经历了一个货币政策转向担忧，和央行重回宽松的过程。先是欧央行宽松低于预期，美联储加息，和中国降准预期未兑现。随后对宽松政策转向担忧导致全球市场暴跌，避险资产获青睐。接着欧日美央行相继登场，释放宽松信号，风险偏好修复，股市大宗等市场反弹。一系列转变背后原因是，全球经济的脆弱性、对货币政策的严重依赖和供给侧改革的缺位。货币政策短多长空且边际效应递减，会固化经济结构延缓出清，供给侧改革短空长多，短期虽有阵痛，但长期增长空间被打开。随着财政刺激、货币放水 and 人民币贬值的政策应对被证伪，公共政策取向终于走到了供给侧改革，历史留给我们的时间窗口可能已经不多了，我们准备好勇气、决断及相关的政治经济学环境条件了吗？

事件点评：《非农低于预期，薪资超预期，3 月加息概率小》

2016-02-06

任泽平（分析师）

010-59312805

renzeping@gtjas.com

S0880514060010

张庆昌（研究助理）

010-59312701

核心观点：虽然非农就业数据低于预期，但失业率创 8 年新低，可能已经开始影响薪资水平，市场上调年内加息概率。我们维持 3 月份加息概率很小，7 月份再次加息，美元指数阶段性见顶判断。

短期美国经济放缓，但中期可能仍然相对稳健。历史数据显示，美国 1 季度和 3 季度通常低于 2 季度和 4 季度。美国 1 月 Markit 综合 PMI 终值 53.2，创 2013 年 10



zhangqingchang@gtjas.com
S0880115020043

月以来最低；美国 1 月 ISM 制造业指数 48.2，预期 48.5。虽然 1 月非农就业总人数低于预期，但之前一直担心的美国制造业，其就业人口 2.9 万，超出市场预期 3.1 万。另外，美联储关注的通胀预期可能会升温。失业率创 8 年新低，导致薪资超市场预期上升。而且，下周奥巴马公布预算报告时，可能会提议加收石油税。

维持美元阶段性见顶，7 月份再次加息，全年美国加息 1-2 次判断。1 月失业率创新低，薪资上升超市场预期，劳动参与率小幅上升，市场对通胀预期升温，进而导致市场对美联储年内加息的概率上调。根据联邦基金期货的数据，美联储加息概率从 46.2% 上升至 52.9%，但 3 月加息的概率未变，仍然是 10%。

近期美联储公开市场操作逆回购量下降，但中期美联储依然处于缓慢加息周期中，留意新兴国家里的资源出口国风险。按照历史数据，美联储首次加息后，2-5 个月内美元出现阶段性见顶。新兴经济体的货币贬值压力会下降，资金流出速度会放缓。但整体看，自 12 月份美联储议息会议以来，美联储一直采用逆回购形势回收流动性，维持逆回购利率在 0.25%，导致全球流动性继续收缩。

维持人民币短期稳定判断；美元、欧元、日元等与人民币出现相互影响特征，而不再是简单的单边影响，特定时期需要多国磋商达成一致。2016 年 9 月 G20 峰会在杭州召开；10 月，IMF 正式将人民币纳入 SDR，进行配置人民币。长期取决于能否成功推动改革改善中国经济前景。风险提示：人民币会否以及何时的第三波贬值可能，以修正前期高估部分。

全球走到新十字路口：减少货币依赖，破冰供给侧改革。12 月以来，全球经历了一个货币政策转向担忧，和央行重回宽松的过程。先是欧央行宽松低于预期，美联储加息，和中国降准预期未兑现。随后对宽松政策转向担忧导致全球市场暴跌，避险资产获青睐。接着欧日美央行相继登场，释放宽松信号，股市大宗等市场反弹。一系列转变背后原因是，全球经济的脆弱性和对货币政策的严重依赖，2008 年国际金融危机以来，各国均采取 QE、财政刺激等手段应对，供给侧改革进展有限，全球缺少创新浪潮和新增长点，实体经济复苏进程脆弱。但货币政策短多长空且边际效应递减，会固化经济结构延缓出清，供给侧改革短空长多，短期虽有阵痛，但长期增长空间被打开。对于中国，出路在供给侧改革，历史留给我们的时间窗口可能已经不多了，我们准备好了吗？

事件点评：《全球走到新十字路口：减少货币依赖，破冰供给侧改革》2016-02-05

任泽平（分析师）

010-59312805

renzeping@gtjas.com

S0880514060010

熊义明（分析师）

021-38677618

xiongyiming@gtjas.com

核心观点：12 月以来，全球经历了一个货币政策转向担忧，和央行重回宽松的过程。先是欧央行宽松低于预期，美联储加息，和中国降准预期未兑现。随后对宽松政策转向担忧导致全球市场暴跌，避险资产获青睐。接着欧日美央行相继登场，释放宽松信号，风险偏好修复，股市大宗等市场反弹。一系列转变背后原因是，全球经济的脆弱性和对货币政策的严重依赖，2008 年国际金融危机以来，各国均采取 QE、财政刺激等手段应对，供给侧改革进展有限，全球缺少创新浪潮和新增长点，实体经济复苏进程脆弱。但货币政策短多长空且边际效应递减，会固化经济结构延缓出



S0880516010001

清，供给侧改革短空长多，短期虽有阵痛，但长期增长空间被打开。对于中国，出路在供给侧改革，历史留给我们的时间窗口可能已经差不多了，我们准备好了吗？

12 月到 1 月全球货币政策转向担忧一度甚嚣尘上，12 月初欧央行宽松低于预期，随后美联储宣布加息，中国降准预期未兑现。12 月 3 日，欧央行降息并将 QE 购买时间延长 6 个月至 2017 年 3 月，但宽松低于预期，当日欧元暴涨 3%。12 月 17，美联储宣布加息 0.25 个百分点，根据联邦利率散点图，美联储预计 2016 年加息 4 次。另外，12 月底开始，中国降准预期迟迟未兑现。

对宽松政策转向担忧导致全球市场暴跌。元旦以来，全球股市暴跌，1 月 1 日-1 月 20 日(1 月 21 日欧央行释放出宽松信号后，市场开始企稳)，标普 500 指数下跌 9.2%，纳斯达克指数下跌 10.8%，德国 DAX 指数下跌 12.5%，日经 225 指数下跌 13%，上证综指下跌 15.4%，巴西印度韩国等新兴市场股市也出现大跌。大宗商品价格大幅下挫，其中布伦特原油价格下跌 25%，LME 铜下跌 6.8%。

1 月底以来全球央行加码宽松，风险偏好修复，股市大宗等市场反弹。欧央行率先登场，1 月 21 日，欧央行行长德拉吉表示，全球不确定性、地缘政治风险对经济增长构成威胁，经济下行风险再度上升，欧央行政策立场需要在 3 月重新审视。随后日本央行美联储相继登场。1 月 29 日，日本央行意外宣布负利率，并表示如有需要将毫不犹豫扩大宽松。2 月 4 日，纽约联储主席 Dudley 表示，美联储 12 月加息以来金融环境已经收紧，若这种状况持续下去，那么将令美联储 FOMC 承压。

全球市场大幅波动悲喜剧的深层次原因是，全球经济的脆弱性和对货币政策的严重依赖。2008 年国际金融危机以来，各国均采取 QE、财政刺激等手段应对，供给侧改革进展有限，全球缺少创新浪潮和新增长点，实体经济复苏进程脆弱。

全球走到新十字路口：减少货币依赖，破冰供给侧改革，准备好了吗？当前全球市场动荡，凸显了全球市场的共同问题，即对货币政策的高度依赖和结构性改革不足，但货币政策对于经济短多长空，虽然能缓解短期市场压力，但固化经济结构，不利于经济长远发展，供给侧改革短空长多，短期虽有阵痛，但长期增长空间被打开。另外，货币刺激边际效应递减。

A 股策略周报：《等待更有利的进攻时机》2016-02-14

乔永远（分析师）

021-38675862

qiaoyongyuan@gtjas.com

S0880513120001

戴康（分析师）

021-38674637

daikang@gtjas.com

S0880514030010

对业绩的担忧主导市场风险偏好下降。春节期间全球市场开启避险模式，祭出负利率后的日经 225 指数一周内暴跌 11%，德意志银行因 CoCo 债券偿付问题拖累欧洲股市大跌，VIX 指数攀升，黄金价格飙升，美国十年期国债收益率大幅下降，美联储未来一年加息预期已经被降息预期取代。全球风险资产大跌的本质是对次贷危机后各国央行无节制宽松的修正，之前一轮又一轮的量化宽松降低无风险利率提升风险偏好，当估值水平螺旋式上升后投资者发现业绩迟迟无法兑现，而厨房里的蟑螂却在不断地爬出。之前市场担心的人民币乃至港币汇率波动随着美元指数回调和人民币离岸汇率回升会有所缓解，但我们认为 A 股投资者对业绩的担忧将再次升温。

无风险利率超预期下降仍将继续但短期作用有限。增量资金入场取决于两个因素：



1) 利率水平下行令股票在大类资产配置中吸引; 2) 风险偏好上升。当前仅第一项正在发生。去年底以来中国无风险利率呈下行趋势, 欧元区释放加大宽松信号, 日本祭出负利率, 美国加息预期逐渐转化为降息预期。风险资产反而负面反应的缘由在于: 无风险利率下降是风险偏好下行的结果, 全球投资者对分子端企业业绩增长的信心从 2015 年的怀疑到 2016 年初的丧失导致重估股票风险溢价, 而无风险利率下行空间越来越有限使得投资者心目中的股票市场定价贴现率反而上升。

“宏观审慎”为核心=大央行模式回归。2 月 13 日财新网发布中国人民银行行长周小川的专访。市场关注问题在三个方面, 第一, 人民币汇改路径和既往改革逻辑; 第二, 货币政策方向是否改变; 第三, 新金融监管框架模式变迁。结合近期调控动态, 我们认为: 第一, 人民币汇率波动源于制度选择, 从紧盯美元到一篮子活剥, 中期不排除国际协商的可能; 第二, 货币政策将继续宽松, 市场利率水平甚至可能更快回落; 第三, “宏观审慎”为核心意味着新金融监管框架改革下, 宏观调控的大央行模式正在回归, 对风险监管将更加细致具体, 这将对 A 股风险偏好构成制约。

等待更有利的进攻时机, 行业配置优选高股息率价值蓝筹。A 股仍需等待更有利的进攻时机。行业配置: 1) 高股息率高分红且处于历史估值底部的银行、公用事业(电力); 2) 全球避险情绪增强, 黄金价格企稳回升, 受益于金价反弹的有色金属(黄金)、商贸零售中的金饰板块; 3) 春节前国务院对煤炭钢铁最先发布去产能指导意见, 继续关注供给侧改革率先破局的煤炭、钢铁。主题投资注重催化剂和业绩的确定性, 推荐十三五规划之农业工业化主题(农业信息化/农业机械化/农业升级/基础化工转型)和春节期间需求旺盛的 90 后消费主题(电竞/动漫/影视娱乐)。

行业更新: 批发零售业《春节黄金周消费平稳, 新型消费亮点纷呈》2016-02-14

訾猛(分析师)

021-38676442

zimeng@gtjas.com

S0880513120002

陈彦辛(研究助理)

021-38676430

Chenyxinxin@gtjas.com

S0880115050030

林浩然(分析师)

021-38674763

linhaoran@gtjas.com

S0880514070005

投资建议: 春节黄金周消费平稳, 呈现三大趋势: ①黄金珠宝受投资+消费需求双重刺激, 成为表现较好细分子行业; ②网购人口红利时代结束, 电商分流对实体零售影响逐渐减弱; ③渠道下沉进一步深化, 未来需求增量主要在 3、4 线城市。从供给角度看, 随着网购人口红利结束, 电商增速将逐步回落收敛, 对实体零售分流压力将边际大幅下降。从需求角度看, 春节销售数据止住连续 4 年增速下滑, 为新年开出好头。维持行业“增持”评级, 基本面的变化仍待微观数据的进一步验证, 建议投资者沿以下几条主线精选个股: ①金价持续回升, 黄金饰品企业股价弹性有望显现, 同时受迪斯尼和国企改革驱动, 重视上海本地股投资机会, 增持: 老凤祥、豫园商城、益民集团, 受益标的: 兰生股份; ②国企改革顶层设计方案出台后, 随着相关配套文件的出台及人事调整等, 国企改革将全面铺开, 2016 年无疑会成为兼并重组改革年, 建议重视上海和广东地区, 增持: 老凤祥、农产品、广州浪奇等。③基本面扎实, 具备较强渠道下沉能力区域龙头, 增持: 鄂武商、中百集团; ④女性消费崛起, 关注她经济主题, 增持: 潮宏基、新华锦。

2016 年春节黄金周消费平稳, 同比增速下滑趋势企稳。商务部 2 月 13 日发布 2016 年春节黄金周零售及餐饮消费数据。数据显示, 除夕至正月初六, 全国零售和餐饮企业实现销售额约 7540 亿元, 同比增长 11.2%, 较 2015 年增速提升 0.2 个百分点;



扣除通胀因素后增长 9.6%，与 2015 年实际增速持平，止住了自 2011 年以来，春节黄金周零售餐饮销售额同比增速连续 4 年下滑的颓势，为 2016 年全年开出好头。这是在出游大幅增长的趋势下实现的，实属不易。

黄金珠宝等消费升级商品增速加快，消费下沉趋势显著。从商品品类来看，食品、饮料、服装等传统年货商品销售依然热销；黄金珠宝受益于消费和投资双重需求提升，销售火爆；数码产品等消费升级产品则愈发受到消费者追捧。黄金珠宝投资需求边际大幅增加，叠加猴年金饰消费需求增强，春节期间黄金珠宝销售抢眼，湖北重点监测企业金银珠宝销售额同比增长 22%。一线城市增速放缓，西部地区消费能力快速提升，消费向 3、4 线城市下沉的趋势更加明显。

风险提示：经济持续低迷、行业供需失衡持续、金价反弹受阻。

行业更新：环保《投资更有后劲的环保细分领域》2016-02-14

王威（分析师）

021-38676694

wangw@gtjas.com

S0880511010024

王锐（研究助理）

010-59312759

wangrui013946@gtjas.com

S0880114110036

车玺（分析师）

010-59312829

chexi@gtjas.com

S0880515020003

投资建议：我们认为环保板块中监测行业、PPP 模式、转型标的为最佳投资领域。监测行业首推雪迪龙，PPP 领域推荐津膜科技、碧水源、*ST 华赛，转型标的推荐长青集团、凯迪生态，受益标的包括科融环境、启源装备等；

我们认为监测行业应享受环保细分行业高估值。大气污染治理等单个环境要素的传统环保产业与其他单个环境要素的产业相比，环境监测覆盖水、气、固（土），这些细分领域均需要监测，面对宏观经济下行、供给侧改革的抗风险能力相对较低（例如大气十条 2013-2017 年实施完毕，脱硫、脱硝、除尘市场空间及增速有限，市场给予相关板块及标的较低估值）。我们不可否认传统 CEMS 及水质监测等仪器门槛越来越低、竞争日趋激烈，监测行业市场规模（数量）增速 20% 左右、市场规模（金额）增速却 10% 左右，但是有三方面因素值得市场关注，第一环保法律及监管必将在 2016 年放在非常重要地位，目前全国环保督察是环保部最重要的工作之一，严格法律与有效监管需要强大数据作为支撑，第二排污权交易等市场行为、以及智慧环保等政府采购也需要感知层的监测数据；第三新兴领域 VOC 等需要质谱仪等高端监测仪器，智慧水务、智慧燃气，甚至智慧消防、智慧家居需要更多的感知层传感器、即物联网来实现智慧城市理念，龙头企业、或提前布局的监测企业拥有投资价值；

我们关注 PPP 如何在示范城市中的海绵城市、地下管廊等领域落地率。诚然目前财政部 230 余个 PPP 示范项目目前落地率仅在 20% 左右较低水平，如何让社会资本吃下定心丸？显然单一政府付费机制明显不足，可喜的是国家正在努力把使用者付费变为混合付费。举例说明，根据财政部，目前财政部正在制定 PPP 预算政策，未来政府付费、缺口补助均将与财政预算挂钩，要在财政可承受能力范围做出充分论证，若将 PPP 投资纳入 3 年财政滚动预算，社会资本参与 PPP 项目建设的信心必将增强。政府创新 PPP 投融资顶层制度，PPP 逐步在地下管廊（2014 年）、海绵城市（2015 年）等诸多领域不断完善，在经济结构转型、供给侧改革大背景下，不创新则步履维艰，创新起码有维持现有增速的希望，应当给予 PPP 以高度关注；

我们重视积极转型的节能环保企业的后续发展。当传统业务遇到发展瓶颈，努力转



型到更加具备发展前景领域的企业，或者资产过重、资产负债率很高、财务费用过大努力转身轻资产（资产证券化、资产租赁、PPP、产业基金）的公司值得关注。

行业专题研究：医药《分化之下的预期重构》2016-02-14

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）

010-59312750

yangsong@gtjas.com

S0880114080037

1、2015 年医药上市公司业绩前瞻：内生性放缓

回顾已知数据：2015 年医药工业收入增速 9%。医药上市公司整体在 2015 年第三季度业绩较为平稳，可比口径下收入、扣非净利分别增长 12%、15%。

2015 全年医药上市公司业绩前瞻：①和 2014 年相比，2015 年整体增长明显放缓，下滑或亏损的企业明显增多。②景气度相对较高的细分领域仍集中于：创新产品、制剂&特色中间体原料药出口、专业领域的服务行业（流通/诊疗）。③并购并表已成为高增长的更重要来源。④传统化药/中药类企业增速放缓，尤其多个辅助用药占比较大的公司业绩出现下降。

2、2016 年医药上市公司业绩趋势展望：有压力、有亮点

受宏观大环境和政策影响，医药行业正在发生深刻的结构性变化，预期正在重构：①传统制药业受政策影响业绩增长继续承压；创新品种、高端制造出口和特色服务业仍是业绩亮点。②二级市场估值水平下移或影响相关上市公司并购节奏，影响外延增长。2016 年需要密切关注前两年高估值下并购带来的折旧和摊销（固定资产+商誉）。③部分辅助用药为主的公司 2016 年业绩压力可能更大。④部分维生素原料药公司 2016Q1 业绩环比将开始体现产品提价效益

3、投资建议：泡沫收敛后着眼中线空间布局

随着市场的持续调整，医药板块估值压力继续释放，已经出现越来越多的十几倍 PE 的制药股；而一些质地优异且标的属性较为稀缺的服务类个股，PE 也从过去两年一直高高在上的 80-100 倍逐步回落到 45-55 倍水平（以上均为 2016PE）——整体估值正逐步向当期业绩增长靠拢，在时间轴上透支的预期泡沫得到收敛。

市场整体风险偏好下降，当前医药板块 2016PE28X 也难言绝对便宜。暂未看到有力推动医药板块持续性行情的动因，建议在个股基本面逻辑不变的前提下，在市场调整中着眼中线空间布局：嘉事堂、九洲药业、恒瑞医药、华东医药、我武生物、爱尔眼科、北陆药业、丽珠集团。

行业更新：传播文化业《2016 年春节档票房大爆发带来电影动漫产业链布局良机》2016-02-14

陈筱（分析师）

021-38675863

春节档影市增速远超市场预期，2016 年院线娱乐市场机会蓬勃。在优质影片供应不断和观影渠道高速增长背景下，我国观影市场持续高速增长，2015 年实现票房



chenxiao@gtjas.com

S0880515040003

吴春暘（研究助理）

021-38674633

wuchunyang@gtja.com

S0880115050039

吴斯（研究助理）

010-00000000

wusi@gtjas.com

S0880116010070

440.7 亿元，同比增长 48.7%，观影人次 12.6 亿人次，同比增长超 50%。随着《美人鱼》等三部电影上映，春节档观影市场再度爆发：春节首日票房为 6.2 亿元创造新的单日票房纪录，一周票房有望达到 35 亿元，远超市场预期。随着 2016 年《卧虎藏龙 2》《三体》《魔兽》等优质影片的持续供应和观影渠道的下沉，我们认为 2016 年国内观影市场将维持高速增长，预计全年实现票房 608 亿元，同比增长 38%。推荐标的：万达院线（院线行业绝对龙头，资本优势和管理优势下有望在内生+外延整合院线行业中占据主导地位），新文化（参投《美人鱼》望获取较高票房分账）。院线板块受益标的：*ST 松辽（收购耀莱影视切入院线影院行业，定增助力耀莱影城步入加速成长期），另有已过户待上市受益标的：上影股份和幸福蓝海；内容制作型公司享受优质弹性：光线传媒（参与《美人鱼》投资与发行）、华谊兄弟（主投《老炮儿》与参投《寻龙诀》于 2016Q1 结算）。

动漫电影 2016 年或成持续亮点。2015 年动漫电影票房高速增长，票房占比超过 10.6%，国产动漫电影首次超过美国引进动漫电影，并诞生了《大圣归来》等优质非低幼动漫电影。2016 年延续动漫电影高速增长趋势，在《功夫熊猫 3》《熊出没之熊心归来》等优质影片带动下，1 月份动画电影累计票房 8.3 亿元，占比 21%。在 6 月份迪斯尼开园催化及全年《海底总动员 2》《火影忍者》等知名 IP 背景下动漫电影的供应不断的背景下，2016 年动漫板块或迎来整体投资机会，受益标的有：奥飞娱乐（拥有喜羊羊、铠甲勇士等多个成熟 IP，并购有妖气掌握核心动漫 IP 资源库，通过内容+衍生模式实现对在手动漫 IP 的持续深度开发）、万家文化（成立万好万家电竞传媒，在电竞、影视和综艺等二次元内容方面持续布局）、美盛文化（并购动漫产业上下游公司，初步形成涵盖动画制作、影视投资、视频网站、儿童剧演艺、AR/VR 等的动漫全产业链布局）、光线传媒（成立彩条屋影业，投资投资蓝弧、玄机等国内 13 家动漫公司，发布 22 部动画及真人玄幻类电影片单）等。

风险提示：政策支持力度和内容审查规则变动、新媒体分流观影人群、国外优质影视内容持续进入带来一定不确定性

行业更新：批零贸易业《金价底部回升，投资驱动，弹性显现》

2016-02-13

訾猛（分析师）

021-38676442

zimeng@gtjas.com

S0880513120002

林浩然（分析师）

021-38674763

linhaoran@gtjas.com

S0880514070005

陈彦辛（研究助理）

021-38676430

Chenyanxin@gtjas.com

S0880115050030

避险需求推动，金价持续回升，黄金饰品企业股价弹性有望显现。在经历金价长期下跌过程中，黄金饰品投资属性基本消失，而金价底部回升，投资属性将显现，从而实现消费和投资需求双轮驱动，业绩和股价弹性将显著体现。我们建议重点增持：老凤祥（价值严重低估，金价悲观预期改善，国企改革推进及迪斯尼开业持续催化）、豫园商城（复星集团旗下快乐时尚消费平台，通过集团资产整合及外延并购打造商旅文平台）、潮宏基（以 K 金和女包为依托，向服务性消费延伸，打造时尚健康平台），受益标的：刚泰控股（互联网珠宝第一股，借助供应链金融及 VR 实现产业链延伸和变革）。

黄金饰品兼具消费属性和投资属性，消费属性决定黄金饰品需求的稳定性和刚性，投资属性决定黄金饰品需求弹性。通过分析我们发现，在金价从底部开始上涨以及从高位回落时，金银珠宝销售增速与金价有明显正相关性，而金价在底部或者高位



震荡时，金银珠宝销售增速与金价没有明显关系，销售相对平稳，表现出较强的消费属性。1) 从黄金需求变化与金价变化来看，两者具有微妙关系，从黄金饰品需求角度我们发现：①在金价高位下跌过程中，黄金饰品需求大幅释放，金价下跌激发潜在投资需求释放；②金价低位回升过程中，投资需求开始增加，黄金饰品需求也会出现明显上升趋势；③在金价相对平稳阶段，主要受消费需求拉动，黄金饰品增速相对稳定。因此，金价和黄金饰品需求并非简单的正向或负向关系。2) 金价与股价变化也并非简单线性关系，但具有阶段相关性。从微观层面看，我们发现：在金价趋势性上涨和下跌拐点形成时，股价和金价变化相关性较高，但大部分情况下没有明显相关性。

需求属性决定黄金饰品企业类期权特征，股价具有相对较高安全边际。黄金珠宝首饰具有双重属性，同时受消费属性和投资属性共同驱动，既具有稳定性又具有一定弹性，通过分析老凤祥等四公司净利润增速与金价涨跌幅关系，我们发现：1) 饰品企业净利润增速稳定性高于金价，主要因为，饰品企业在金价下降过程中仍有消费需求驱动，同时，各企业采取不同程度的套保措施；2) 近几年黄金饰品销售额增速大幅放缓，但受消费需求驱动，黄金饰品销售量仍保持适度增长。

风险提示：经济持续低迷、金价反弹受阻。

行业事件快评：电气设备《农网改造超预期，一二次设备商齐受益》2016-02-05

王浩（分析师）

0755-23976068

wanghao013539@gtjas.com

S0880513090004

张舒（研究助理）

010-59312860

zhangshu@gtjas.com

S0880115060067

洪荣华（分析师）

021-38675854

hongronghua@gtjas.com

S0880514080002

7000 亿投资引爆新一轮农网改造。2 月 3 日国务院常务会议指出，结合推进新型城镇化、农业现代化和扶贫搬迁等，实施新一轮农村电网改造升级工程，预计总投资规模 7000 亿：1、加快西部及贫困地区农网改造升级，提高接纳分不会能源发电的能力。2、推动平原村机井用电全覆盖，加大中心村电网改造力度。3、开展西藏、新疆及四川、云南、甘肃、青海四省藏区农网建设攻坚，集中力量加快孤网县城的联网进程。当前经济下行压力较大和投资增速回落的情况下，7000 亿农网改造工程将对促投资稳增长发挥积极作用。

农网改造“十三五”投资规模有望延续。2015 年中央 1 号文件明确要求继续实施农村电网改造升级工程，2015 年国家发改委、能源局全年启动实施 1376.2 亿农网改造升级项目，同比 2014 年增长 196%（464.4 亿元）。2016 新年伊始，国务院即在顶层设计上敲定 7000 亿元农网投资，我们预计“十三五”期间每年投资规模 1400 亿。配网、农网改造工程分别由电力司和新能源司主管，项目建设与规划方案分别实施，我们认为 7000 亿农网改造投资规模与 2 万亿配网改造投资是并行关系，“十三五”农配网投资规模将达 2.4 万亿。

农网积贫积弱，创造电力设备增量需求。2015 年电力体制改革“三放开、一独立、三加强”的改革方针出台后，电网投资重点转向配网自动化建设、电网智能化建设、售电用电侧建设，而农村电网主网网架薄弱，主变容量不足，互联互带能力较差，设备老化，供电半径长、线径偏小，线路损耗较大，配电变压器损耗高，因此随着



电网逐步从电源端--输变端--配网侧演变，农网改造将持续创造增量成长空间。

新一轮农网改造为配网设备商、民营设备商打开成长空间。国务院常务会议提出拓宽融资渠道，用商业机制吸引社会资本参与农网改造工程建设，本轮配网农网建设在保增长大背景下启动，政府与电网投资建设的步调空前一致，且 2016 年新电改政策措施将密集落地，配网投资、农网改造在产业升级和弥补短板的两大趋势下需求空间巨大，建设力度持续超越市场预期，有望打开农配网一二次设备商新一轮成长空间。推荐标的：北京科锐（002350）、置信电气（600517）、金智科技（002090）、新联电子（002546）、积成电子（002339）、宝胜股份（600973），受益标的：合纵科技（300477）、双杰电气（300444）、许继电气（000400）、四方股份（601126）、特变电工（600089）等。

风险提示：农网升级改造建设不达预期风险

行业事件快评：医药制造业《涨价趋势延续，迎接节后采购期》

2016-02-05

胡博新（分析师）

0755-23976766

huboxin@gtjas.com

S0880514030007

丁丹（分析师）

0755-23976735

dingdan@gtjas.com

S0880514030001

提价趋势逐步验证，进入新阶段。从泛酸钙等 B 族维生素提价开始，涨价趋势逐步被验证，市场关注度持续提升。VA 和 VD3 经历 1 年的调整后，供方利益更趋一致，限产限量，供给端收缩实现提价，节后迎来采购备货增加，涨价有望进入新阶段。VA 和 VD3 进入涨价周期，相关受益的上市公司包括花园生物（VD3），新和成（VA+VD3）和金达威（VA+VD3）。

经历深谷，提价谋发展。在提价之前，VA 和 VD3 都经历 1 年多的价格调整，处于低谷位置，而且价格已经创下近 5 年来新低，企业盈利大幅下滑。低价竞争下，企业长远发展受到损害，新环保趋势下更是面临产能环保改造的投入问题，因此提价由龙头或者外资企业而起，一致性较强。VA 最早由国内龙头新和成从 1 月 19 日起提价，DSM 仍在停产检修，金达威停报，2 月 3 日 BASF 提价 20%，安迪苏报价也紧随市场调整。

资源控制型品种，提价供方基础具备。竞争格局稳定是提价的重要基础。对比已经实现大幅提价泛酸钙（VB5），VA 和 VD3 的生产企业较多，加上国外企业，竞争企业数量超过 5 家，但从出口份额来看，新和成在 VA 占据 56% 的份额，花园生物在 VD3 占据了 51% 的份额，从产业链来看，新和成是国内少数掌握上游关键中间体柠檬醛的生产企业，国外 BASF 更控制全球绝大多数柠檬醛的供应，花园生物则拥有国内唯一从羊毛脂到 VD3 的全产业链。从出口份额到上游关键中间体控制，VA 和 VD3 都有较高的集中度。从目前确定提价的企业来看，供方限产总量已经超过一半以上，供给端收缩，提价趋势快速形成，VA 部分国内成交价已到 165 元/kg（提高 65%），VD3 报价 63 元/kg（提高 20%）。

下游需求采购来临。从下游库存变化来看，VA 在 2015 年 4 季度的月均发货量已超过 300 吨，略超过 2014 年同期，这与海外饲料产量是一致的，即下游库存并不高。国内库存方面，在前期价格在下跌过程中，经销商实际非常谨慎，存货较低。此次



提价临近春节，实际成交较小，节后下游和经销商都需要加大备货和库存，供需进一步偏紧，VA 价格弹性加大。

风险提示：供方限产限量力度低于预期；全球宏观经济下行影响下游需求；上游原料柠檬醛供给波动；

公司更新：国旅联合（600358）《业绩扭亏为盈 向文体产业全面转型升级》2016-02-14

本次评级：增持
 上次评级：增持
 目标价：22.10 元
 上次目标价：22.10 元
 现价：11.15 元
 总市值：5630 百万

许娟娟（分析师）
 021-38676545
 xujuanjuan@gtjas.com
 S0880511010028
 王毅成（研究助理）
 021-38676720
 wangyicheng@gtjas.com
 S0880115060031

业绩符合预期，公司通过处置资产等实现扭亏为盈，同时积极布局户外文体娱乐，维持增持评级。①公司酒店业务保持平稳，资产转让等实现净利扭亏为盈。②公司全面切入体育和文旅产业，多方合作投资优质项目，并设立多家产业并购基金以提高竞争力，战略转型有望加速实现。不考虑未来资产的可能处置，基于前期公司收购标的的承诺利润以及公司自身酒店业务的发展，调整 2016/17 年 EPS 为 0.10/0.15 元（-0.07/0.20 元），维持目标价 22.1 元，增持。

业绩简述：2015 年公司取得营收 8833 万元/-0.26%，归母净利 1273 万元（2014 年亏损 1.66 亿元），EPS 为 0.03 元，业绩实现扭亏为盈。

酒店保持稳健经营，资产转让等实现业绩扭亏为盈。①南京颐和温泉酒店实现收入 7697 万元，利润 1119 万元，接待温泉旅游 32.24 万人次，保持平稳经营。②公司将旗下多项资产进行处置，如转让颐尚天元商务获得投资净收益 5947 万元，实现整体业绩的扭亏为盈。

战略发展上公司将向户外文体产业转型升级，通过投资收购优质项目和产业基金运作实现快速切入。①体育产业中，取得冬奥会市场开发权以及试水泰拳项目，公司已熟悉如何优先把控上游优质体育赛事资源；收购盈博讯彩和哈林秀王则向体育媒体社区、人才培养等领域延伸，完善生态链。②文旅产业上，公司与山水盛典合作开发《昭君出塞》等进展顺利，2016 年有望实现演出常态化，形成公司业绩新贡献。③合作设立三大产业并购基金，总规模合计达到 45 亿元，将为公司体育和文旅娱乐项目的开拓提供有效支持。

风险提示：酒店经营业绩下滑；转型文旅和体育效果不及预期。

公司更新：浔兴股份（002098）《体育服务行业蛟龙，当在低渊欲飞天》2016-02-14

本次评级：增持
 上次评级：增持
 目标价：15.00 元
 上次目标价：15.00 元

维持“增持”评级。维持预测 2015-17 年 EPS 为 0.23/0.27/0.31 元，参考转型龙头公司，并考虑浔兴男篮俱乐部注入上市公司进度有望超市场预期给予估值溢价，目标价 15.0 元，对应 2016 年 55.6 倍 PE。



现价: 10.96 元
总市值: 3924 百万

吕明 (分析师)
0755-23976166
lvming@gtjas.com
S0880514080005

汲肖飞 (研究助理)
0755-23976177
jixiaofei@gtjas.com
S0880115100006

CBA 商业化进度明显加快, 市场空间巨大。1) 2016 年 1 月 16 日, 姚明牵头成立中职篮, 1 月 19 日篮协跟随成立 CBA 联赛公司, CBA 商业化进程明显加快。2) 参照 NBA 及中超, 预计商业化后, 篮球俱乐部盈利能力会大幅提升, 俱乐部收入从联赛分成、冠名等转变为联赛分成、转播收入、赞助收入、门票收入、场馆运营等多元化收入模式。3) NBA2014-15 赛季收入达 55 亿美元, 2015 年 NBA 球队平均市值达 11 亿美元, CBA 篮球俱乐部商业化后, 市场空间巨大。

预计 CAB 商业化可加速浔兴男篮俱乐部扭亏为盈, 注入上市公司进度有望超市场预期。1) 浔兴男篮俱乐部尚在亏损, 较难注入上市公司。由于浔兴股份目前主业业绩低迷, 如果把尚在亏损的篮球俱乐部注入上市公司, 势必会拖累上市公司业绩。2) 预计浔兴俱乐部扭亏为盈才容易注入上市公司, 而 2016 年伊始, CBA 商业化进程加快, 集团公司旗下俱乐部将大幅受益于 CBA 商业化, 有望扭亏为盈。

预计公司有潜力成为 A 股体育服务行业龙头公司之一。俱乐部及场馆运营是体育服务主要的两项内容, 如果浔兴男篮注入上市公司, 将成为 A 股稀缺的体育服务标的, 有望借助资本市场进行行业整合。

风险提示: 集团旗下浔兴男篮注入不达预期, 拉链主业恶化等。

公司首次覆盖: 杭州解百 (600814)《跨界体育, 打造多元经营生态》2016-02-13

本次评级: 增持
上次评级: 首次
目标价: 11.53 元
上次目标价: 首次

现价: 8.67 元
总市值: 6199 百万

陈筱 (分析师)
021-38675863
chenxiao@gtjas.com
S0880515040003

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

首次覆盖, 给予增持评级。公司作为浙江省百货的龙头企业, 在稳定主业的同时, 不断在医疗与体育等现代服务业领域积极展开布局, 未来有望打造多元经营生态, 拓宽价值增长渠道, 享受行业发展红利。预测 2015-2017 年的 EPS 为 0.44/0.49/0.52 元。给予公司目标价 11.53 元, 对应 2015 年 26.2 倍 PE, 首次覆盖, 给予增持评级。

出资千万投资悦胜体育, 正式进军体育产业。公司出资 929.21 万元增资杭州悦胜体育经纪有限公司, 交易完成后获取其 65.63% 股权。悦胜体育主营体彩销售 (杭州市区 29 家体育彩票专营店)、悦胜竞技场运营 (位于杭州体育馆内) 业务, 2014 年全年实现营收 370 万、净利 101 万。公司此次初次涉足体育产业, 运营权将交给专业的职业经理人, 探索混合所有制改革。

杭州市体育产业发展迅速, 公司有望享受行业增长红利。杭州市 2014 年体育产业总产值已突破 300 亿, 全市体育人口达到 35% 以上。2011 年以来, 杭州每年承办国际、国内大型体育赛事 10 多项, 并已成功申办 2016 年全国大学生中学生运动会、2020 年全国农民运动会和 2022 年亚运会。同时市、区两级每年举办不同规模的群众性体育赛事达 600 余场, 包括骑游大赛、西湖群山越野赛、西湖跑山赛、杭州山地马拉松、杭州国际马拉松等, 已逐渐形成社会兴体育、合力办赛事的良好局面。浙江省政府已提出 2025 年体育产业产值超 5000 亿的目标, 公司有望享受体育行业高速增长的红利。



风险提示：体育行业不达预期，公司投资标的业绩不达预期

公司更新：凯迪生态（000939）《扶贫环保双轮驱动，可持续发展嘉年华》2016-02-05

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：17.16 元

上次目标价：17.16 元

现价：8.58 元

总市值：12933 百万

王威（分析师）

021-38676694

wangw@gtjas.com

S0880511010024

王锐（研究助理）

010-59312759

wangrui013946@gtjas.com

S0880114110036

车玺（分析师）

010-59312829

chexi@gtjas.com

S0880515020003

投资建议：国家最关心 2 大问题——扶贫+环保。生物质发电本身替代化石能源，具备环保特性；能够消纳农民秸秆废料，使农民增收符合扶贫政策。我们维持凯迪生态 2015-2016 年盈利预测，预计 EPS 为 0.39、0.50 元（若方案通过，预计 2016 年并表，2015-2016 年 EPS 为 0.39、0.53 元），维持目标价 17.16 元，维持增持评级；

每发 1 度电、纯赚 1 毛钱。生物质电价 0.75 元/度；我们预计燃料 0.40-0.45 元/度（300 元/吨、1.2kg/度）；财务费用 0.10-0.15 元/度，管理费用 0.08-0.10 元/度（折旧、电费、工资等），税费即征即返。可见二代机组能够赚 1 毛钱/度。预计公司 2016 年将继续拓展二代机组；

凯迪生态正在努力让资产变“轻”。市场关心的是：凯迪生态资产负债率维持高位，贷款成本不断增加，未来如果拓展生物质电厂资金从何而来。我们认为公司次轮定增预案已经披露，其中拟募集 29 亿元投向生物质电厂建设项目。此外融资模式贵在创新，凯迪生态正在尝试生物质电厂轻资产模式，如资产证券化、资产租赁等，未来二代机组等高新技术吸引社会资本合作、采取 PPP 模式也不无可能；

大股东从要约收购向 2%增持比例转变，对未来发展信心不改。原煤销售下滑，但环保发电因煤价盘整而盈利增多。生物质油、风水电等进展顺利，林地资产通过格薪源销售、成为燃料有力补充。阳光凯迪层面收购芬兰、北美高科技企业，凯迪高科技公司未来工作必国际化；

风险因素。燃料收集效率低于预期，生物质电厂投产进度慢于预期。

公司更新：凯美特气（002549）《好事多磨》2016-02-05

本次评级：增持

上次评级：谨慎增持

目标价：10.57 元

上次目标价：10.57 元

现价：8.40 元

总市值：4763 百万

王威（分析师）

021-38676694

wangw@gtjas.com

S0880511010024

王锐（研究助理）

投资建议：长岭项目价格纠纷终将解决，其余项目进展顺利；国内石化炼厂等设施数量众多，公司尾气资源综合利用的业务模式拥有广阔的复制空间。鉴于 2015 年长岭炼化价格尚未协调完毕，我们预计凯美特气 2015-2016 年 EPS 为 0.01 元、0.13 元，分别下调 96%、64%。但是考虑长岭项目对公司营业收入及净利润影响很大，项目协调成功后将凸显公司盈利弹性，且公司其余项目进展顺利，业务模式易复制，在尾气资源综合利用行业内能够有良好表现及发展前景，因此我们维持目标价 10.57 元（除权除息后），上调评级至“增持”评级；

岳阳长岭项目价格纠纷终将解决。长岭项目是公司现阶段是否盈利的最大挑战与机遇之一；2015 年 12 月控股股东已无偿赠与 7700 万元弥补长岭合同纠纷造成的损失，因此 2015 年 3 季报净利润等数据出现全面下滑；所谓好事多磨，期待项目协调后



010-59312759

wangrui013946@gtjas.com

S0880114110036

车玺（分析师）

010-59312829

chexi@gtjas.com

S0880515020003

为公司带来盈利转机；

项目或正常运营、或即将投产。安庆、惠州项目进展顺利，供不应求，甚至需其余项目协同作战配送气源；海南项目预计最快 2016 年 2 季度具备开车条件（需要安监等多部门共同审批）、福建项目预计最快 2016 年 2 季度具备开车条件。新疆、迁安项目正在积极协调；

供应商叠加客户模式可复制，高端产品及外延拓展可期。石化炼厂是公司的气源方+客户，该模式在诸多行业均可复制，且公司可在液氨等高端领域深耕打开发展空间，未来不排除公司对外拓展可能性；

风险因素。海南、福建项目投产低于预期；长岭协调进展低于预期。

公司更新：赣锋锂业（002460）《定增扩产上游产业链》

2016-02-05

本次评级：增持

上次评级：增持

目标价：60.60 元

上次目标价：35.57 元

现价：42.90 元

总市值：16208 百万

刘华峰（分析师）

0755-23976751

liuhuafeng@gtjas.com

S0880515060003

徐明德（研究助理）

021-38676053

xumingde@gtjas.com

s0880115080222

维持增持评级。受益于 4 季度碳酸锂价格大涨和后期价格上调预期，我们上调公司 2015-2017 年 EPS 预测分别至 0.42/1.01/1.48 元（原为：0.30/0.35/0.40 元），参考可比公司估值，目标价 60.6 元，对应 2016 年 PE60 倍，空间 41%。

定增加速全产业链布局。2 月 4 日公司发布公告，拟定增募资 14.69 亿元增资澳大利亚 RIM 锂矿、扩产碳酸锂锂盐产能至 1.5 万吨/年、扩产 1.25 亿只 18650 锂电池等。其中大股东李良彬/二股东王晓申分别认购 10%/5%，定增价格不低于 38.29 元/股，股本稀释约 10%。

锂矿是关键点，受益于下游需求持续高增长。目前全产业链最核心的话语权在上游锂矿资源，公司锂资源对外依存度预计超 80%，当前时点上投资 RIM 矿山迫在眉睫。目前其持有 RIM 矿 25%的股权，且享有一份权益认购期权，行权后将最终获得 RIM35.9%-49%的股权（取决于另一股东是否行权），本次募资即为 RIM 的股权认购准备，RIM 计划于年中投产，设计产能 20 万吨精矿/年（合碳酸锂 3 万吨），如顺利，将大幅提升公司的资源获取能力和产业链定价权。同时在锂盐和电池加工环节继续扩产，实现产业链匹配，公司三元锂电池下游为松下、三星、LG 电池等巨头，随着海外电池企业在国内陆续投产建厂，公司下游需求的爆发将加速。

催化剂：RIM 矿投产、碳酸锂价格大涨。

风险提示：锂矿投产较慢的风险。

伐谋-中小盘首次覆盖报告：中衡设计（603017）《深耕开发区

设计，符合供给侧改革要求》2016-02-14



本次评级：增持

目标价：43.70 元

现价：32.34 元

总市值：3956 百万

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

首次覆盖给予“增持”评级，目标价 43.7 元。公司全程参与了苏州工业园区的设计开发过程。此前并购重庆卓创，有望通过外延式区域扩张利用其设计经验获取更多业务资源。优质设计品质符合供给侧改革“扩大有效和中高端供给”的要求。我们预测中衡设计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.64/1.65/1.81 元，给予目标价 43.7 元，“增持”评级。

开发区设计起家，有望通过外延式区域扩张获取更多业务。公司原为苏州工业园区设计研究院，深耕园区多年，积累了先进开发区建筑工程和高端建筑的丰富设计服务经验。苏州工业园区是中国与新加坡合作的第一个国家级合作项目，具有标杆意义。随着中新两国又一重点项目——中新（重庆）战略性互联互通示范项目落地重庆以及公司并购西部最大的民营设计机构之一——重庆卓创，公司有望携其丰富的园区及建筑设计、总包、监理经验通过本地支点获取更多业务资源。市场认为，建筑设计行业增速可能放缓，行业景气度下行。我们认为，我国建筑设计市场极为分散，公司有望通过外延式区域扩张，整合地方性优质设计企业，从而打破行业地域限制，更好地发挥品牌效应，并不断补充业务条线。

优质设计符合供给侧改革要求。供给侧改革要求减少无效和低端供给，扩大有效和中高端供给，提高全要素生产率，增加公共产品和服务供给。我们认为，优质的设计品质将节省不必要的建设、维护开支，提升社会资源利用效率，符合供给侧改革精神。

催化剂：中新重庆项目推进；外延式区域扩张推进。

核心风险：宏观经济下行导致下游支付能力下降。

量化周报：《市场中中期调整尚未结束》2016-02-14

刘富兵（分析师）

021-38676673

liufubing008481@gtjas.com

S0880511010017

刘正捷（分析师）

0755-23976803

liuzhengjie012509@gtjas.com

S0880514070010

李雪君（分析师）

021-38675855

lixuejun@gtjas.com

S0880515070001

择时方面：截至 2016 年 2 月 5 日，大盘均线强弱指数为 53，继续低位盘整。大盘活力指数最新值 6.2%，表明目前处于阶段性底部。

风格与行业配置方面：上期相似匹配模型周度跑赢沪深 300 2.38%，本周推荐计算机 77%、综合 23%。

选股方面：多因子风格中性选股模型，截止 2016 年 2 月 5 日，2 月风格中性多因子选股组合沪深 300 多头跑赢基准 0.40%，月中最大回撤 0.05%。中证 500 多头跑赢基准 0.45%，月中暂无回撤。多因子选股，截至 2016 年 2 月 14 日，2 月多因子组合沪深 300 多头跑赢基准 0.06%，空头跑赢基准 1.58%，中证 500 多头跑赢基准 0.18%，空头跑输基准 2.36%。多因子行业中性选股，截至 2016 年 2 月 14 日，2 月多因子行业中性沪深 300 多空组合收益 1.14%，中证 500 多空组合收益 1.86%

程序化交易 R-breaker 模型：模型上周共交易 3 笔，亏损 1.73%。2012 年以来，模型累计收益率 74.2%，盈利交易比例 47.2%，平均盈亏比 1.4，最大回撤收益率 12.3%。

**基金周报/定期:《警惕 12 只分级 B 下折风险》2016-02-14**

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 19 个上涨, 平均跌幅 1.66%, 其中创业板、中证 1000 和中证 500 指数领涨 5.16%、4.51%和 3.57%。行业指数方面, 54 个行业和主题指数 43 个上涨, 平均跌幅 1.96%。其中国证有色、中证体育和中证 800 有色领涨 6.92%、5.78%和 5.21%。

上周分级 A 多数上涨, 日均成交额超过千万的 16 只分级 A 份额 13 只上涨, 平均周涨幅 0.90%。其中医药 A(150130)、有色 A(150196)和创业板 A(150152)领涨 1.98%、1.66%和 1.10%。

目前配对转换和折算价值对分级 A 影响较小, 配置分级 A 仍然从债券价值出发, 推荐隐含收益率高且溢价率较小的分级 A, 主要推荐有色 A(150196)、一带 A(150265)和医疗 A(502057)。

上周分级 B 多数上涨, 日均成交额超过千万的 26 只分级 B 份额 18 只上涨, 平均周涨幅 5.78%, 其中 TMT 中证 B(150174)、互联网 B(150195)和军工 B(502005)领涨 15.40%、15.17%和 15.01%。

受外围市场影响, 大小盘或有下行风险, 短期反弹接近尾声, 中期调整仍将延续, 目前不建议重仓配置分级 B。

煤炭 B 级 (150290)、金融地 B (150282)、证券 B 基 (150344)、食品 B (150199)、带路 B (150274)、一带一 B (150276)、成长 B 级 (150214)、泰信 400B(150095)、地产 B 端(150208)、酒 B(150230)、高贝塔 B(150146)和券商 B (150201) 距离下折指数跌幅不到 10%, 警惕风险。

147 只分级基金 71 只整体溢价, 59 只整体折价, 考虑流动性和整体折溢价率水平, 目前无套利机会。

衍生品周报:《节前市场运行平稳, 波动降低》2016-02-05

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

股指期货:

节前市场情绪相对乐观, 本周市场稳步上涨, 基差有所回升。整体来看, 期指市场整体波动较小, 成交量有所下降, 持仓量维持在 4.59 万手。

融资融券:



S0880114060025

本周融资融券余额较上周有所下降。融资融券余额相对 A 股流通市值比值小幅下降至 2.72%。此外，本周两市融资融券交易额相比全部 A 股的成交额占比上升至 8.33%。

本周融资融券整体规模有所下降，目前为 8904 亿元，融资融券余额相对 A 股流通市值占比为 2.72%，较上周小幅下降，处于稳定趋势。

期权：

本周上证 50ETF 涨 0.15%，成交量为 1010 万手。本周期权成交量较上周大幅下降，上证 50ETF 期权成交 631026 张合约，其中认购期权成交 354986 张，认沽期权成交 276040 张，认沽认购比率为 0.78。最活跃的期权合约分别为上证 50ETF 购 2 月 1.95，上证 50ETF 沽 2 月 1.95。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由 33%下降至 30%左右，部分合约隐含波动率达到 43%。认沽期权的隐含波动率均值由 55%下降至 51%左右，部分合约隐含波动率达到 83%。截至最新交易日，2 月平值认购期权的实际杠杆为 12.64，当月平值认沽期权的实际杠杆为 16.56。

策略：《降息、降准、汇改，一个都不能少，央行别犹豫了》

2016-02-05

徐寒飞（分析师）

021-38674711

xuhanfei013284@gtjas.com

S0880513060001

海外央行全面宽松概率上升。12 月份美加息后，1 月联储会议暂不加息，市场对加息节奏预期下调；欧央行 3 月加码宽松可期；日本央行意外推出负利率，宽松无极限。

国内外投资者风险偏好下降趋势明显。尽管宏观还未出现硬着陆，可是金融市场却仿佛“先知先觉”。油价领跌商品，黄金价格上涨；股票市场大幅下挫，发达国家债市普遍上涨；国内股市明显下跌，债市震荡，票据利率大幅上升。

人民币“主动贬值”预期上升是另一个导致投资者风险偏好下降的重要因素。不过，事后看来，“主动贬值”可能是一场误会，实际上是央行汇改提速。考虑到贬值预期有可能太剧烈，第二周开始，央行维稳态度越发明确。

事情正在起变化。12 月以来，央行选择谨慎的货币取向，不释放宽松信号，某种程度上是合理的。但支持央行持续谨慎的因素很可能在边际上发生变化，需要重新评估：（宏观层面未出现见底迹象；（通胀有季节性压力，但中期仍会回归基本面；（全



球货币政策有重新宽松迹象，人民币汇率外部压力减弱，再次加速汇改时间窗口来临；(需要警惕投资者风险偏好的下降，货币政策对内宽松的概率上升。

降息、降准、汇改，一个都不能少。我们认为，近期是央行在货币政策上出“奇招”的关键时机，央行需要抓住有利的时间窗口，通过加速汇改来解决汇率对货币政策的掣肘，也需要根据全球整体形势和国内宏观状况，明确宽松的货币政策，以提供去杠杆过程中“稳增长”的货币环境。

中长期利率仍然有 50~100bp 下行空间。中美中长期国债利差已经重新回到 100bp 左右，如果未来 1~3 个月内，全球主要货币贬值加剧，人民币贬值预期将大幅下降，境内外利差有可能出现缩窄，进一步推动国内中长期利率创出新低，历史上最长债券牛市仍然在持续。

事件点评：《1 月 CPI 有破 2 风险，但不必悲观》2016-02-05

徐寒飞（分析师）

021-38674711

xuhanfei013284@gtjas.com

S0880513060001

高国华（分析师）

021-38676055

gaoguohua@gtjas.com

S0880515080005

1 月农产品批发价格指数环比上涨 8.4%，蔬菜价格环比上涨 10.1%，猪肉价格环比涨 9%，推高 1 月 CPI 涨幅在 2-2.1% 左右。

大雪极寒天气和季节性因素，推升 1 月农产品价格上涨，尤以蔬菜价格为主。1 月农产品批发价格指数环比上涨 8.4%，环比涨幅比 12 月加快 8.3 个百分点，同比上涨 0.8%（12 月价格同比为 -1.1%）。受大雪极寒天气影响农产品生产和运输的不利冲击，蔬菜、生猪价格环比上涨 10.1% 和 9%。

农产品涨价幅度超出预期，明显强于历史同期和春节因素，对比 2010 年以来春节之前 1 个月，农产品和蔬菜价格平均涨幅 7.6% 和 8.7%；2012 年经济下台阶，春节因素对食品项影响弱化，平均涨幅收窄到 6.4% 和 7.8%，但 2016 年 1 月环比涨幅达 8.7% 和 10.4%，明显超越历史均值，预计抬高 1 月食品项 CPI 接近 2% 左右，并将带动 CPI 上涨至 2-2.1% 附近。

猪肉价格涨幅也超出预期，高于春节因素和同期均值。1 月以来猪肉价格重拾上涨，22 省市平均仔猪、生猪和猪肉价格涨幅 20.4%、9.4% 和 9.4%，显著超越季节性因素。

食品价格结构性上涨，春节后将回落，全球农产品价格仍在下滑趋势，不必过于担忧。全球农产品下跌趋势延续，缺乏总需求扩张和一致涨价预期。

1 月大宗和工业品等生产资料价格持续下跌，PPI 对 CPI 拖累持续。

整体而言，预计 1 月 CPI 大概率破 2，对债市投资者心理和央行总量放松预期造成短期冲击，价格扰动不改变基本面演化趋势，央行政策终将回归基本面上，短期波动和调整不会太久，收益率下行趋势不改，珍惜上车机会。



债券日报:《放松心情, 持券过节》2016-02-05

徐寒飞 (分析师)

021-38674711

xuhanfei013284@gtjas.com

S0880513060001

尹睿哲 (研究助理)

021-38677588

yinruizhe@gtjas.com

S0880115120052

【每日观点】坏消息一个接一个, 又相继被证伪。债券市场近期并太太平, “利空”消息可谓一个接一个: 先是春节前降准预期落空, 资金面甚至一度略紧, 引发市场对资金面的担忧, 但央行随即以巨额公开市场投放打消了市场疑虑, 市场平复; 之后又传出央行会议纪要, 引发对货币政策宽松力度边际变化以及 1 月信贷超预期投放的担忧, 收益率再度上行; 市场企稳后, 媒体又传出央行和银监会收紧“委外”业务的报导, 引发市场“去杠杆”担忧, 冲击 10 年国债和国开债一个交易日收益率上行幅度超过 10bp, 但随后监管部门再次公开辟谣引导市场预期, 近两日收益率逐步下行, 市场情绪转好。

总体上看, 近期所谓的“利空”实际都主要集中在消息层面, 并不是实质层面的影响。前期市场上涨幅度大, 市场情绪随消息有所波动属于正常。所谓的“利空”消息一个接一个证伪后, 市场立即重回涨势, 短期冲击过后趋势性因素回归, 牛市周期仍在。实际上, 近期如此多“利空”冲击下, 10 年国债收益率也基本上一直在 2.8-2.9% 的区间窄幅波动, 调整幅度总体并不大, 旺盛的潜在需求限制市场调整空间。

每一次“利空”都是买入机会, 安心持券过节。后续来看, 有效融资需求弱、“缺资产”的核心趋势性因素仍将会继续发酵, 而以理财、保单成本为代表的全市场综合负债成本的下降会逐步成为收益率进一步下行的催化剂 (央行是否继续引导回购利率下行其实并不重要), 而如果果真限制委外, 则长期来看在资金不会消失而回到银行体系的情况下会进一步降低资金的风险偏好而利好利率债, 总体上来讲, 这些主导牛市的核心因素并没有任何变化。当然, 在收益率持续下降不断打破大家经验底线的过程中, 后续一定仍然还会有很多“利空”情绪冲击 (资产收益率下降比负债成本快, 投资者始终处于纠结的状态), 比如年后的利率债供给问题, 比如 1 月份信贷数据和 CPI 可能超预期的问题, 比如开春后可能会有部分宽财政托底动作, 比如

日报/周报/双周报/月报:《春节期间重大事件及影响》

2016-02-14

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

国际经济:春节期间,全球市场动荡。催化剂是德银巨亏引发雷曼时刻担忧和耶伦证词鸽派不及预期等。放在一个更大的背景下来看, 全球市场动荡的根源是全球经济前景黯淡、货币依赖导致政策空间走到尽头、结构性改革迟缓、去杠杆压力增加。德银巨亏, 与欧经济疲弱、低利率导致的零售业务萎缩和高杠杆的衍生品收益下降等有关。2 月 10 日, 耶伦在众议院发表半年度货币政策证词, 对美国及全球经济担忧加重, 但货币政策鸽派程度不及市场预期。欧洲央行执委称, 若通胀预期下降, 欧洲央行将采取行动, 有可能在 3 月推出进一步宽松举措。瑞典和日本已经实施负利率。同时, 2 月 7 日, 朝鲜发射卫星, 美国通过制裁决议, 或将在韩国部署“萨德”反导系。沙特派地面部队进入叙利亚, 中东局势恶化。OPEC 和俄罗斯并未就

原油减产达成一致，陷入囚徒困境。

国内经济：春节期间，中国消费较快增长。据商务部监测，2月7日至13日，全国零售和餐饮企业实现销售额约7540亿元，比2015年春节黄金周增长11.2%。全国电影总票房达30亿元，同比增长67%。

货币：利率稳，汇率升。2月14日，央行进行100亿元7天期逆回购操作，中标利率2.25%，与前次持平。离岸人民币汇率升至6.51附近，与在岸人民币汇率倒挂，与春节期间美元指数暴跌、1月外储额度下降低于市场预期及央行表态有关。1月外汇储备下降994亿美元，大幅低于市场预期。

政策：货政适度宽松以配合供给侧改革为主，人民币不存在可持续贬值基础，汇改方向不变和宏观审慎政策框架地位凸显。周小川表示，从经常项目平衡和实际有效汇率变化等经济基本面因素看，人民币汇率不存在持续贬值的基础；中国不存在为扩大净出口而贬值的动机，不会开启汇率战；不会让投机力量主导汇市情绪。央行稳汇率决心彰显，短期内人民币贬值压力降低。人民币汇改方向不变，但要选择合适时机，讲求时机、配合和操作技艺。宏观审慎政策地位升至与货币政策并列，我们维持宏观审慎政策框架重要性凸显，将在未来央行政策框架乃至整个金融监管政策框架中占据重要地位的判断。

市场：全球市场动荡，A股休养生息，第二波调整基本完成，黄金、国债等避险资产受追捧。受朝鲜半岛局势紧张影响，军工受益。春节电影票房超市场预期，传媒受益。关注供给侧改革等结构性机会。受避险情绪和美日债券收益率下降影响，债牛继续。美元大幅贬值导致人民币短期贬值压力下降。春节期间，离岸人民币大涨至6.51附近，与在岸人民币出现罕见的倒挂，显示美元指数大幅回落导致人民币短期贬值压力下降。

行业日报/周报/双周报/月报：房地产《节日催销量下滑，板块情绪有待收敛》2016-02-14

侯丽科（分析师）

0755-23976713

houlike@gtjas.com

S0880514030004

李品科（分析师）

010-59312815

lipinke@gtjas.com

S0880511010037

卜文凯（研究助理）

010-59312756

buwenkai@gtjas.com

S0880115100075

一手房销量：1）环比：受春节因素影响，整体环比下降96%，其中一线降98%，二线降96%，三线降95%。2）同比：整体同比降96%，其中一线降98%，二线降95%，三线降95%。3）本周与2015年全年周均比：整体降97%，其中一线降98%，二线降97%，三线降96%。4）累计同比：整体同比降15%，其中一线城市降26%，二线降8.4%，三线降19%。一手房整体成交均价：环比降43.8%，同比降23.2%。二手房销量：本周环比降97.6%，同比降97.3%。

库存水平：12个典型城市一手房平均可售面积环比升0.2%，同比降14.4%。去化时间：12个城市新房去化时间19.9个月（受春节及数据更新影响）。

板块估值：2015年PE主流公司13.8倍，RNAV溢价12%。一线15.3倍，RNAV溢价22.4%；二线10.9倍，RNAV溢价4%；三线20.1倍，RNAV溢价5%；地产



+X12.5 倍，RNAV 溢价 58%；商业 7.7 倍，RNAV 折价 28%。

本周观点：春节期间，全球市场动荡加剧，为春节后的市场增添一份不确定性。板块方面，非限购城市首套房和二套房最低商贷首付比例再下调，对低迷的楼市注入一剂强心针，信号意义明显。资金和政策双重宽松环境下，销售改善持续，投资企稳可期。房地产迈入长周期拐点，“去库存”背景下，我们谨慎看好 2016 年地产基本面，看好结构性行情的演变，以“转型牛”和“区域主题”为代表，区域主题请关注于珠海、大深圳、川渝和武汉布局的上市公司。

国君地产组合包含天健集团、苏宁环球、中天城投和华夏幸福，权重占比均为 25%。国君地产组合指数上周涨 2.9%，跑输房地产指数 0.2%，跑赢上证指数 2.0%。组合指数 2015 年累计跌幅为 18.1%，跑赢房地产指数 8.7%，跑赢上证指数 3.9%。

银监会实施房贷新政。在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点；对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于 30%。

维持行业增持评级。2016 年，房地产板块投资策略是“百舸竞争流，花开直须折”；推荐：1）龙头房企将显著受益于政策环境的宽松和库存的加速去化，推荐：华夏幸福、保利地产、华侨城 A、万科 A，受益：招商蛇口；2）“转型牛”标的推荐：苏宁环球、天健集团、广东明珠、宝安地产、中天城投；3）区域主题受益：京津冀（华夏幸福、荣盛发展、北京城建）、珠海区域（格力地产），西南区域（中天城投）。

行业日报/周报/双周报/月报：纺织服装业《休养生息中多学习“新模式”》2016-02-14

吕明（分析师）

0755-23976166

lvming@gtjas.com

S0880514080005

汲肖飞（研究助理）

0755-23976177

jixiaofei@gtjas.com

S0880115100006

核心观点：建议增持柏堡龙、新民科技、浔兴股份、棒杰股份，受益标的华斯股份。大盘向上反弹方向仍不明确情况下，看好：1）开拓新商业模式且有业绩的公司：开拓新商业模式的公司更容易获得超市场预期的业绩，同时具有业绩支持的公司向下风险更小；2）小市值转型公司：壳资源价值提供安全边际，存在被借壳和转型的期权价值，向上弹性较大。

柏堡龙：通过共享经济模式大幅提高时尚设计供应链效率、降低供应链成本，解决传统 D2C 模式成本高、时间慢的痛点。衣全球时尚平台具有社交电商属性，且具有明星设计师、买手达人及网红孵化能力。

新民科技：南极电商模式是基于共享经济的电商运营平台，可以为多品牌、多品类公司提供电商一站式解决方案；公司计划布局网红经济，借助淘品牌运营经验，有望成为行业龙头之一。

浔兴股份：CBA 商业化进程显著加速，预计集团公司旗下的浔兴男篮俱乐部可能扭



亏为盈,注入上市公司进度有望超市场预期,公司有望成为 A 股体育服务行业龙头。

棒杰股份:公司于2015年6月份成立医疗并购基金之后,2016年1月20日公告与银康及天津优势创业公司签订战略合作协议,表明公司转型升级决心坚定,未来在医疗健康领域布局有望落地。

本周调研了华斯股份和山东如意,撰写了纺织服装行业转型新行业之“体育篇”,柏堡龙、浔兴股份深度报告和歌力思成立时尚产业基金点评报告。

百变霓裳系列二:《纺织服装行业转型新行业之“体育篇”》

政策支持、大众体育需求上升、互联网新媒体发展等因素近推动体育行业快速发展,预计2025年体育产业规模将达到5万亿。转型体育的纺服企业将持续受益,尤其看好转型体育服务方向的公司。

柏堡龙深度报告:《“共享经济+社交电商”模式颠覆传统时尚设计》

通过共享经济模式大幅提高时尚设计供应链效率、降低供应链成本,解决传统D2C模式成本高、时间慢的痛点。衣全球时尚平台具有社交电商属性,且具有明星设计师、买手达人及网红孵化能力。时尚设计体验店使O2O模式落地生根,通过VR试衣体验等增加客户粘性。

浔兴股份深度报告:《“共享经济+社交电商”模式颠覆传统时尚设计》

CBA商业化进程显著加速,预计集团公司旗下的浔兴男篮俱乐部可能扭亏为盈,注入上市公司进度有望超市场预期,公司有望成为 A 股体育服务行业龙头。

本周组合:柏堡龙、新民科技、浔兴股份、棒杰股份、华斯股份。

行业事件快评:商业银行《供给侧改革做主角,宽松预期降温》

2016-02-14

邱冠华(分析师)

021-38676912

qiuguanhua@gtjas.com

S0880511010038

赵欣茹(研究助理)

021-38677369

zhaoxinru@gtjas.com

S0880114080038

张宇(研究助理)

021-38674875

zhangyu015777@gtjas.com

宏观经济:对美联储政策溢出影响的担忧加深

物价水平不低,无须大水漫灌。在对国内物价水平的表述中,15Q4增加“物价绝对水平不低”的表述,暗示由于人工成本刚性和房地产价格上升,企业成本仍处于较高水平,大幅放水并不利于降低成本,降准预期下降。

美联储政策溢出影响担忧加深。在对全球经济的展望中,15Q4增加了“美联储后续加息的节奏、力度等存在不确定性,政策溢出效应对跨境资本流动、大类资产配置、新兴金融市场以及宏观政策等都会产生重大影响”,暗示央行对美联储政策不确定带来负面影响的担忧情绪正在加深。



s0880115080189

政策基调：货币政策配合供给侧改革，宽松预期降温

供给侧改革为主，货币政策配合。在货币政策思路的表述中，增加了“做好供给侧结构性改革中的总需求管理”，并设立专栏强调“要在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革”、“通过供给改革来释放有效需求”，暗示供给侧改革是主角，货币政策是防止结构调整中总需求惯性下滑的配合性政策工具，不会过度放水妨碍市场出清，同时为保证经济在合理区间内运行实行需求端刺激留下理论空间。

央行引导货币政策宽松预期降低。15Q4 提出货币政策受制于汇率“硬约束”以及资产价格“强对比”，强调“如果国内货币政策过于宽松，那么汇率就会有贬值压力”，并引发“资本外流以及外汇储备的下降”。央行再次引导市场降低降准预期，预计央行将运用公开市场操作、常备借贷便利等兼顾量价的政策工具保持金融体系宽松的流动性。

构建金融监管体制改革理论依据。15Q4 增加了有关宏观审慎监管的两个专栏，一是“将差别准备金动态调整机制升级为宏观审慎评估体系”，建立了更为全面、更有弹性的宏观审慎政策框架；二是“强化针对外汇流动性和跨境资金流动的宏观审慎政策”，将外汇流动性和跨境资金流动提升到了宏观决策目标中更加重要的位置上。暗示目前的分业监管不符合宏观审慎政策框架的要求，金融监管体制改革势在必行。

投资建议：维持行业中性评级

维持行业中性评级，推荐高分红的中国银行和建设银行。

风险提示：系统性坏账风险爆发

行业日报/周报/双周报/月报：投资银行业与经纪业《国泰君安_非银金融业周报数据库_拂去迷雾再看非银估值_第六周_20160214》2016-02-14

刘欣琦（分析师）

021-38676647

liuxinqi@gtjas.com

S0880515050001

张为（研究助理）

021-38674936

zhangwei015779@gtjas.com

S0880115110069

春节休假一周，海外市场特别是欧洲和日本股市由于经济基本面和负利率货币政策等原因出现了大幅震荡，这给休息了一周的 A 股市场到来了一定的心理层面压力。

欧日实际上的以邻为壑的货币政策带来了阶段性的金融恐慌，表现在股票市场是如野村控股等金融个股在春节期间的大幅杀跌。而作为离中国大陆最近受中国大陆经济与金融影响最深的港股在 A 股休息的两个交易日中也是大幅杀跌。同时，考虑到国内宏观经济环境短期内难以见到触底反弹的迹象。目前的金融和经济环境确实很难让投资者看到 A 股非银板块绝对收益的吸引力。

但目前的宏观经济和金融环境确实也较难使得非银金融行业出现行业性亏损，周小



川的专访也表明管理层也在逐步完善宏观审慎监管应对系统性风险发生的可能，这使得在目前情况下 A 股非银板块存在估值底。

在目前这个时点，尽管非银板块的基本面还没有见到拐点的到来，我们看到的是在目前 A 股中的金融个股经历前期杀跌之后的相对估值合理性，相对收益的角度来看往下再次杀跌的空间确实不大。在目前这个阶段，建议增持华泰证券、海通证券、中国平安、经纬纺机等低估值金融及类金融个股。

A 股策略快评：《大央行回归》2016-02-14

乔永远（分析师）

021-38675862

qiaoyongyuan@gtjas.com

S0880513120001

戴康（分析师）

021-38674637

daikang@gtjas.com

S0880514030010

结合近期调控动态，我们认为：第一，人民币汇率波动源于制度选择，从紧盯美元到一篮子货币，中期不排除国际协商的可能。人民币贬值预期可能是阶段性现象，不排除出现人民币升值预期的可能。第二，货币政策将继续宽松，市场利率水平甚至可能更快回落。第三，“宏观审慎”为核心意味着新金融监管框架改革下，宏观调控的大央行模式正在回归。我们认为接下来债券市场阶段性仍然优于股票市场，A 股仍需等待更有利的进攻时机。

我们认为当下市场关注问题在三个方面：第一，全球金融波动风险持续条件下，人民币汇率的改革路径和既往改革逻辑。第二，货币政策方向是否改变，特别是近期货币政策执行报告发布之后市场存在争议。第三，新金融监管框架模式变迁。这是市场对于此次周行长讲话关注的重要来源。

人民币汇率改革下，贬值预期可能是阶段性现象，不排除未来出现升值预期的可能。周行长在专访中主要讨论了三种模式，分别是盯住美元，跟踪一篮子货币指数，国际协商模式。我们在交流中发现，市场投资者对于央行倾向于哪种模式并不清楚，读完专访仍一头雾水。但我们认为周行长的讲话“功夫在诗外”。对三种模式的讨论本身即传递了大量信息，这个定调工作可能在 2016-2017 年间完成。贬值是阶段性现象，升值预期也可能出现。

市场利率水平甚至可能更快回落。周行长在采访中首先就谈到了 08 年的 4 万亿政策对于中国经济和全球经济形成外溢性影响。央行仍然以维持经济增长稳定为目标，并保证区域性金融风险不放大。这要求央行维持相对宽松的货币政策。市场当下的主要争论在于宽松的速度是否会进一步加快。

我们认为，当下决定市场利率的主要因素已经成为了信用风险以及增长放缓的预期。对股票估值而言，利率下降本身是具备正面影响的。但一个更重要的事实是，股票估值水平正在摆脱利率边际变化的影响，而更多受到全社会风险偏好的变化。这也就是我们下一个要讨论的问题，监管框架改革会走向何方？

“宏观审慎”为核心=大央行模式回归。结合 2 月 4 日央行货政司《以宏观审慎为核心推进金融监管改革》和此次小川行长的专访，我们认为央行将重新回归传统的审慎监管框架。传统上看大央行的监管模式是以宏观因素为主导。我们有理由相信将由此加强其他金融监管机构间的协调性。随着大央行监管模式的重新回归，对风险的监管将更加细致具体。在这一改革方向的引领下，我们认为 A 股很难出现立即

的风险偏好明显启动的迹象。

行业日报/周报/双周报/月报：纺织服装业《休养生息中多学习“新模式”》2016-02-14

吕明（分析师）

0755-23976166

lvming@gtjas.com

S0880514080005

汲肖飞（研究助理）

0755-23976177

jixiaofei@gtjas.com

S0880115100006

核心观点：建议增持柏堡龙、新民科技、浔兴股份、棒杰股份，受益标的华斯股份。大盘向上反弹方向仍不明确情况下，看好：1）开拓新商业模式且有业绩的公司：开拓新商业模式的公司更容易获得超市场预期的业绩，同时具有业绩支持的公司向下风险更小；2）小市值转型公司：壳资源价值提供安全边际，存在被借壳和转型的期权价值，向上弹性较大。

柏堡龙：通过共享经济模式大幅提高时尚设计供应链效率、降低供应链成本，解决传统 D2C 模式成本高、时间慢的痛点。衣全球时尚平台具有社交电商属性，且具有明星设计师、买手达人及网红孵化能力。

新民科技：南极电商模式是基于共享经济的电商运营平台，可以为多品牌、多品类公司提供电商一站式解决方案；公司计划布局网红经济，借助淘品牌运营经验，有望成为行业龙头之一。

浔兴股份：CBA 商业化进程显著加速，预计集团公司旗下的浔兴男篮俱乐部可能扭亏为盈，注入上市公司进度有望超市场预期，公司有望成为 A 股体育服务行业龙头。

棒杰股份：公司于 2015 年 6 月份成立医疗并购基金之后，2016 年 1 月 20 日公告与银康及天津优势创业公司签订战略合作协议，表明公司转型升级决心坚定，未来在医疗健康领域布局有望落地。

本周调研了华斯股份和山东如意，撰写了纺织服装行业转型新行业之“体育篇”，柏堡龙、浔兴股份深度报告和歌力思成立时尚产业基金点评报告。

百变霓裳系列二：《纺织服装行业转型新行业之“体育篇”》

政策支持、大众体育需求上升、互联网新媒体发展等因素近推动体育行业快速发展，预计 2025 年体育产业规模将达到 5 万亿。转型体育的纺服企业将持续受益，尤其看好转型体育服务方向的公司。

柏堡龙深度报告：《“共享经济+社交电商”模式颠覆传统时尚设计》

通过共享经济模式大幅提高时尚设计供应链效率、降低供应链成本，解决传统 D2C 模式成本高、时间慢的痛点。衣全球时尚平台具有社交电商属性，且具有明星设计师、买手达人及网红孵化能力。时尚设计体验店使 O2O 模式落地生根，通过 VR 试衣体验等增加客户粘性。



浔兴股份深度报告：《“共享经济+社交电商”模式颠覆传统时尚设计》

CBA 商业化进程显著加速，预计集团公司旗下的浔兴男篮俱乐部可能扭亏为盈，注入上市公司进度有望超市场预期，公司有望成为 A 股体育服务行业龙头。

本周组合：柏堡龙、新民科技、浔兴股份、棒杰股份、华斯股份。

汇率周报：《汇率迎来“逆袭”窗口期》2016-02-15

徐寒飞（分析师）

021-38674711

xuhanfei013284@gtjas.com

S0880513060001

尹睿哲（研究助理）

021-38677588

yinruizhe@gtjas.com

S0880115120052

春节期间离岸人民币大幅升值。假期以来，离岸人民币并未出现此前市场担忧的国际空头“偷袭式”贬值，反而大幅升值 0.92%，与在岸汇价形成倒挂。离岸人民币走强一方面与美元显著走弱（上周美元指数下跌 1.04%）有关，另一方面也受基本面数据（1 月外汇储备）、海外市场相对状况（海外风险资产大幅下跌）及官方表态（周小川讲话）等支撑。

1 月外储降幅低于市场预期。除夕夜公布的 1 月官方外汇储备下降 994 亿美元，尽管绝对数额仍然不小，但显著低于预期；市场担心的外储下滑失控，与贬值预期形成恶性循环的尾部风险被打消。2 月外储降幅有望显著收窄甚至出现上升，进一步修复贬值预期。

美联储 3 月加息担忧显著降温。1 月美国新增非农就业人口大幅回落，叠加金融市场的动荡，美联储在 3 月 FOMC 会议上加息的概率已经大幅降低。不过，耶伦国会证词“鸽派”程度低于预期，未来一段时间“二次加息”预期可能进入“不上不下”的纠结期。美元进入弱势震荡格局，人民币外部压力继续缓解。

海外市场经历“惊魂一周”。春节期间，缺少了“中国因素”，海外风险资产照样大幅下跌。海外市场的低迷表现可能会使基于“避险”逻辑的换汇需求重新评估中国与其他经济体的“相对风险”，也使得一部分“跟风”性质的换汇需求暂时冷静下来。

人民币汇率迎来“逆袭”窗口期。外部美元走弱叠加内部售汇需求进入年内“低潮期”，人民币有望迎来阶段性的升值期。不过央行有可能借此推动进一步汇改（如 G20 财长会议或“两会”后），这仍将是未来一段时间汇率最主要的不确定性所在。

表 1.行业配置评级建议表（2016/2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 信息科技 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：2016.02.14）

等待更有利的进攻时机

对业绩的担忧主导市场风险偏好下降。春节期间全球市场开启避险模式，祭出负利率后的日经 225 指数一周内暴跌 11%，德意志银行因 CoCo 债券偿付问题拖累欧洲股市大跌，VIX 指数攀升，黄金价格飙升，美国十年期国债收益率大幅下降，美联储未来一年加息预期已经被降息预期取代。全球风险资产大跌的本质是对次贷危机后各国央行无节制宽松的修正，之前一轮又一轮的量化宽松降低无风险利率提升风险偏好，当估值水平螺旋式上升后投资者发现业绩迟迟无法兑现，而厨房里的蟑螂却在不断地爬出。之前市场担心的人民币乃至港币汇率波动随着美元指数回调和人民币离岸汇率回升会有所缓解，但我们认为 A 股投资者对业绩的担忧将再次升温。

无风险利率超预期下降仍将继续但短期作用有限。增量资金入场取决于两个因素：1）利率水平下行令股票在大类资产配置中吸引；2）风险偏好上升。当前仅第一项正在发生。去年底以来中国无风险利率呈下行趋势，欧元区释放加大宽松信号，日本祭出负利率，美国加息预期逐渐转化为降息预期。风险资产反而负面反应的缘由于：无风险利率下降是风险偏好下行的结果，全球投资者对分子端企业业绩增长的信心从 2015 年的怀疑到 2016 年初的丧失导致重估股票风险溢价，而无风险利率下行空间越来越有限使得投资者心目中的股票市场定价贴现率反而上升。

“宏观审慎”为核心=大央行模式回归。2月13日财新网发布中国人民银行行长周小川的专访。市场关注问题在三个方面，第一，人民币汇改路径和既往改革逻辑；第二，货币政策方向是否改变；第三，新金融监管框架模式变迁。结合近期调控动态，我们认为：第一，人民币汇率波动源于制度选择，从紧盯美元到一篮子活剥，中期不排除国际协商的可能；第二，货币政策将继续宽松，市场利率水平甚至可能更快回落；第三，“宏观审慎”为核心意味着新金融监管框架改革下，宏观调控的大央行模式正在回归，对风险监管将更加细致具体，这将对 A 股风险偏好构成制约。

等待更有利的进攻时机，行业配置优选高股息率价值蓝筹。A 股仍需等待更有利的进攻时机。行业配置：1）高股息率高分红且处于历史估值底部的银行、公用事业（电力）；2）全球避险情绪增强，黄金价格企稳回升，



受益于金价反弹的有色金属（黄金）、商贸零售中的金饰板块；3）春节前国务院对煤炭钢铁最先发布去产能指导意见，继续关注供给侧改革率先破局的煤炭、钢铁。主题投资注重催化剂和业绩的确定性，推荐十三五规划之农业工业化主题（农业信息化/农业机械化/农业升级/基础化工转型）和春节期间需求旺盛的90后消费主题（电竞/动漫/影视娱乐）。

表 3. 近期上市公司盈利预测及投资评级变动表（2016.01.15-2016.02.15）

（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
600358	国旅联合	许娟娟,王毅成	11.15			增持	18.91		0.10	增持	22.10
002460	赣锋锂业	刘华峰,徐明德	42.90	0.30	0.35	增持	35.58	0.42	1.01	增持	60.60
000625	长安汽车	王炎学,孙柏蔚,张姝丽	14.60	2.48	2.55	增持	20.00	2.10	2.61	增持	20.00
603017	中衡设计	孙金钜,吴璋怡	32.34	0.79	0.83	无评级		0.65	1.65	增持	43.70
300284	苏文科	李品科,黄俊伟,陈笑	16.74	0.62	0.77	增持	29.76	0.60	0.78	增持	21.56
000971	高升控股	王胜,宋嘉吉,朱威宇	28.39	0.18	0.25	增持	14.24		0.32	增持	30.00
002160	常铝股份	刘华峰,徐明德,廖淦	9.33	0.20	0.25	增持	14.96	0.21	0.27	增持	15.00
300299	富春通信	宋嘉吉,王胜,朱威宇	34.68	0.14	0.18	增持	10.01	0.17	0.61	增持	45.75
000998	隆平高科	王乾,钱浩	18.70	0.41	0.55	增持	26.09	0.39	0.48	增持	32.90
002261	拓维信息	宋嘉吉,王胜,朱威宇	26.38	0.36	0.34	增持	31.78	0.38	0.61	增持	39.97
600975	新五丰	王乾,钱浩	11.14			中性	3.31	0.12	0.55	增持	12.10
002321	华英农业	王乾,钱浩	9.56	0.07	0.52	增持	12.75	0.07	0.54	增持	16.00
000513	丽珠集团	丁丹,赵旭照	41.51	1.53	1.87	增持	68.93	1.53	1.87	增持	69.14
002259	升达林业	穆方舟,吴晓飞	7.18	0.03	0.13	谨慎增持	10.45	0.03	0.13	增持	10.45
600706	曲江文旅	许娟娟,王毅成	15.92	0.23	0.34	增持	24.90	0.26	0.34	增持	24.90
600079	人福医药	丁丹,杨松	17.36	0.47	0.61	增持	25.00	0.50	0.61	增持	25.00
300016	北陆药业	丁丹,于溯洋	25.30	0.35	0.48	增持	38.60	0.28	0.37	增持	41.00
000540	中天城投	侯丽科,申	7.19	0.48	0.59	增持	16.27	0.59	0.78	增持	9.40

		思聪,李品科									
300098	高新兴	符健,宋嘉吉	12.79	0.19	0.27	增持	7.54	0.23	0.37	增持	19.00
600718	东软集团	符健	20.59	0.28	0.38	增持	40.00	0.31	0.46	增持	40.00
600689	上海三毛	吕明,汲肖飞,姚咏絮	19.71	-0.18	-0.19	谨慎增持	21.00	-0.18	-0.19	增持	21.00
603601	再升科技	鲍雁辛,黄涛	30.72	0.34	0.52	增持	31.89	0.34	0.64	增持	41.85
300144	宋城演艺	许娟娟,王毅成	26.65			增持	39.70	0.43	0.61	增持	40.30
603377	东方时尚	林浩然,訾猛,陈彦辛	23.62	0.79	0.85	无评级		0.79	0.85	首次	
002032	苏泊尔	曾婵,范杨,袁雨辰	25.40	1.18		增持	15.85	1.37	1.64	增持	32.60
000063	中兴通讯	宋嘉吉,王胜,朱威宇	14.46	0.90	1.09	增持	25.11	0.90	1.09	增持	25.27

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
002239	奥特佳	王炎学,孙柏蔚,张姝丽	11.50	0.21	0.39	增持	24.00	0.21	0.39	增持	15.60
002481	双塔食品	闫伟,胡春霞	7.16	0.16	0.29	增持	10.00	0.15	0.29	增持	10.00
000430	张家界	许娟娟,王毅成	10.66	0.42	0.45	增持	18.48	0.36	0.40	增持	18.48
002456	欧菲光	王聪,张阳,王永辉	23.37	0.57	0.99	增持	45.00	0.51	0.99	增持	45.00
002615	哈尔斯	曾婵,范杨,袁雨辰	27.26	0.24	0.48	增持	28.80	0.22	0.48	增持	28.80
300064	豫金刚石	刘华峰,徐明德	8.76	0.18	0.39	增持	19.50	0.16	0.35	增持	19.50
000639	西王食品	闫伟,胡春霞	12.01	0.37	0.53	增持	17.24	0.35	0.46	增持	17.24



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	16027.05	-1.10	-2.57	-8.02
标普 500	1853.44	-1.42	-4.43	-9.32
纳斯达克	4283.75	-1.82	-7.29	-14.45
日经 225	17004.30	1.10	-4.82	-10.66
香港恒生	19288.17	0.55	-2.01	-11.98
香港国企	8054.87	1.01	-2.26	-16.63
英国 FTSE100	5689.36	-2.71	-6.12	-8.86
法国 CAC40	4066.31	-3.20	-7.42	-12.31
德国 DAX30	8979.36	-3.30	-7.98	-16.42

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	40592.09	-0.56	0.46	-6.36
印度孟买	24287.42	-1.34	-2.16	-7.01
俄罗斯 RTS	704.03	-3.01	-3.61	-7.00
台湾加权	8063.00	-0.84	2.00	-3.30
韩国 KOSPI100	1917.79	0.08	0.30	-2.22

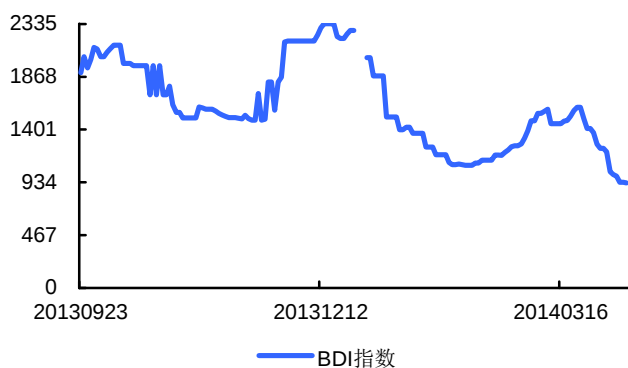
国内市场指数	收盘	1 日 涨跌 (%)	5 日 涨跌 (%)	本年 涨跌 (%)
上证综合	2763.49	-0.63	0.95	-21.92
深证成指	9673.48	-1.22	2.71	-23.62
沪深 300	2963.79	-0.70	0.60	-20.56
中小板	10106.34	-1.00	3.68	-25.10
创业板	2096.99	-1.39	5.16	-22.74
上证国债	155.33	0.01	0.08	0.51
上证基金	5517.80	-0.15	0.37	-6.56

期货市场	收盘	1 日 涨跌 (%)	5 日 涨跌 (%)	本年 涨跌 (%)
纽约 NYMEX	30.12	-2.49	-4.74	-21.09
布伦特 ICE	34.58	-1.54	-0.32	-5.34
纽约黄金现货	1191.30	2.90	5.61	12.30
LME3 月期铜	4630.00	-1.22	1.51	-1.59
LME3 月期铝	1499.00	-2.31	-1.32	-0.53
LME3 月期铅	1770.00	-1.83	3.03	-1.28
LME3 月期锌	1677.00	-2.22	3.33	4.23
LME3 月期镍	8160.00	-4.51	-5.34	-7.48
LME3 月期锡	15150.00	1.00	2.02	4.09
CBOT 大豆	862.50	-0.58	-2.07	-1.00
CBOT 豆粕	264.50	-0.19	-2.40	0.08
CBOT 豆油	30.75	-1.54	-0.03	0.65
CBOT 玉米	362.25	-0.96	-2.42	0.98
CBOT 小麦	458.50	-1.77	-3.52	-2.45
郑棉	11490.00	-0.09	-0.30	-3.49
郑糖	5334.00	0.40	0.28	-3.12

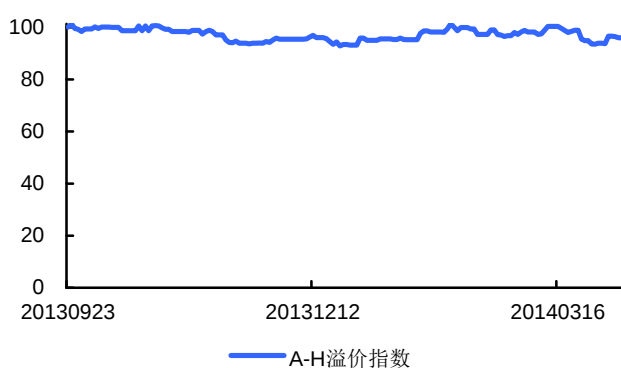
货币市场	收盘	1 日 涨跌 (%)	5 日 涨跌 (%)	本年 涨跌 (%)
美元指数	96.70	-0.35	-2.34	-1.96
美元/人民币	6.57	-0.07	0.03	-1.23
人民币 NDF (一年)	6.85	-0.22	0.86	-0.79
欧元/美元	1.12	0.32	2.81	3.06
美元/日元	115.83	0.90	4.45	3.79
银行间 R007	2.26	-4.24	-6.61	-5.83
美国 10 年期 国债利率	1.75	-4.85	-10.37	-23.04

数据来源: Bloomberg

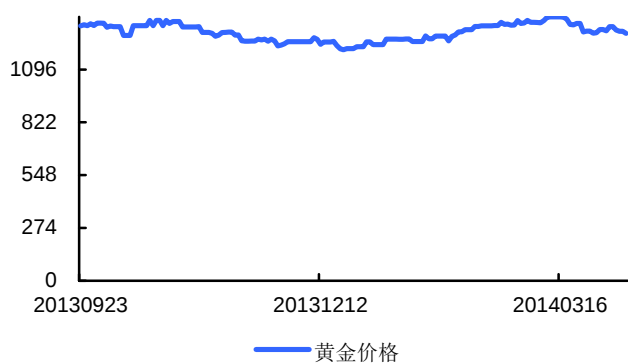
BDI 指数



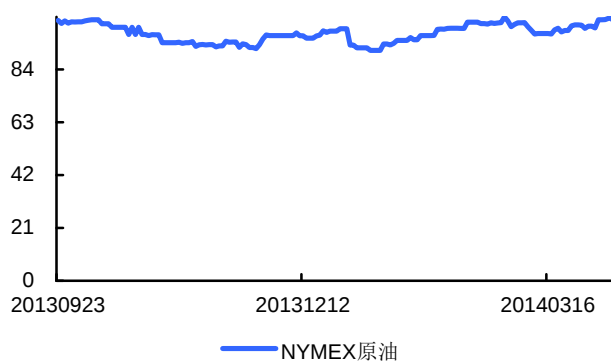
A-H 溢价指数



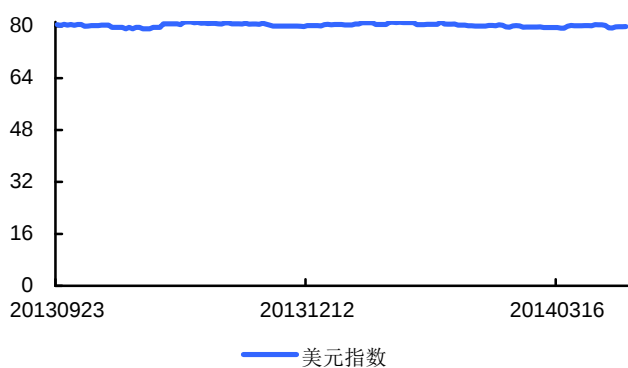
黄金价格



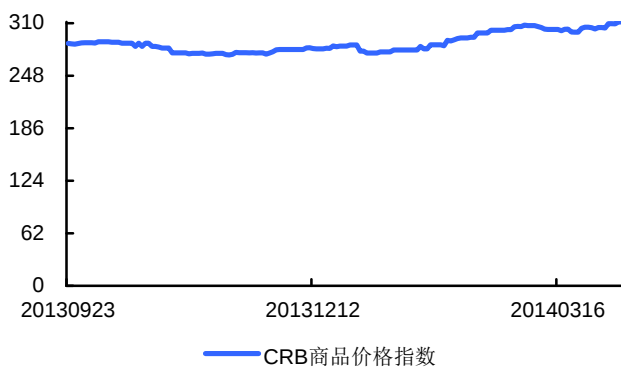
NYMEX 原油



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	GTJA2月预测	GTJA1月预测	实际公布	上期	上上期	去年同期
02-01	1月 PMI	49.4	49.5	49.40	49.7	49.60	49.80
	1月出口增速%	0.0	-2.0		-1.6	-7.0	-3.5
02-10	1月进口增速%	-5.0	-5.0		-7.4	-8.8	-19.7
	1月贸易顺差(亿美元)	550.0	600.0	0.0	593.9	537.1	592.8
	1月 M1 增速%	12.5	12.0	0.0	15.2	15.7	10.6
	1月 M2 增速%	13.5	13.0	0.0	13.3	13.7	10.8
02-15	1月新增人民币贷款(亿元)	11000	15000	0	5978	7089	14707
	1月各项贷款余额增速%	14.1	15.0	0.0	14.3	14.9	13.9
	1季度 GDP 增长率%	6.5	6.5		6.8	6.8	7.0
	1月工业增加值增速%	5.5	5.5	0.0	5.9	6.2	9.6
02-09	1月固定资产投资增速%	9.2	9.2	0.0	10.0	10.2	0.0
	1月社会消费品零售总额增速%	10.4	10.4	0.0	11.1	11.2	0.0
02-09	1月 CPI 涨幅%	1.6	2.0	0.0	1.6	1.5	0.8
	1月 PPI 涨幅%	-4.9	-4.2	0.0	-5.9	-5.9	-4.3

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
美国	02/16	2月纽约州制造业调查指数(%)	--	--	0.00	--
	02/16	2月 NAHB 住宅市场指数(0)	--	--	0.00	--
	02/17	12月长期净 TIC 流量(b)	--	--	0.00	--
	02/17	12月净 TIC 流量总计(b)	--	--	0.00	--
	02/17	2月12日 MBA 抵押贷款申请指数(-)	--	--	0.00	--
	02/17	1月 PPI(除食品、能源及贸易)同比(%)	--	--	0.00	--
	02/17	1月 PPI(除食品、能源及贸易)月环比(%)	--	--	0.00	--
	02/17	1月 PPI(除食品与能源)同比(%)	--	--	0.00	--
	02/17	1月 PPI(除食品与能源)月环比(%)	--	--	0.00	--
	02/17	1月 PPI 最终需求 同比(%)	--	--	0.00	--
	02/17	1月 PPI 最终需求 月环比(%)	--	--	0.00	--
	02/17	1月建设许可月环比(%)	--	--	0.00	-6.10
	02/17	1月建筑许可(k)	--	--	0.00	1204k
	02/17	1月新宅开工月环比(%)	--	--	0.00	--
	02/17	1月新宅开工指数(k)	--	--	0.00	--



	02/17	1月工业产值(月环比)(%)	--	--	0.00	--
	02/17	1月设备使用率(%)	--	--	0.00	--
	02/17	1月制造业(SIC)产值(%)	--	--	0.00	--
	02/18	2月13日首次失业人数(-)	--	--	0.00	--
	02/18	2月6日持续领取失业救济人数(-)	--	--	0.00	--
	02/18	2月费城联储商业前景(%)	--	--	0.00	--
	02/18	2月14日彭博消费者舒适度(-)	--	--	0.00	--
	02/18	2月彭博经济预期(7)	--	--	0.00	--
	02/18	1月领先指数(%)	--	--	0.00	--
	02/19	1月CPI 同比(%)	--	--	0.00	--
	02/19	1月CPI 月环比(%)	--	--	0.00	--
	02/19	1月CPI(除食品和能源)同比(%)	--	--	0.00	--
	02/19	1月CPI(除食品与能源)月环比(%)	--	--	0.00	--
	02/19	1月CPI核心指数 经季调(6)	--	--	0.00	--
	02/19	1月CPI指数(未经季调)(5)	--	--	0.00	--
	02/19	1月实际平均每周同比盈利(%)	--	--	0.00	--
	02/15	索马里1月失业率(%)	--	#N/A Connection	0.00	--
	02/15	芬兰12月经常项目余额(b)	--	--	0.00	--
	02/15	芬兰12月零售销售量同比(%)	--	--	0.00	--
	02/15	索马里1月CPI 同比(%)	--	--	0.00	--
	02/15	索马里1月CPI 月环比(%)	--	--	0.00	--
	02/15	萨尔瓦多12月实际月平均工资同比(%)	--	--	0.00	--
	02/15	意大利12月一般政府债务(b)	--	--	0.00	--
	02/15	欧元区12月贸易余额(经季调)(b)	--	--	0.00	--
	02/15	欧元区12月贸易余额(未经季调)(b)	--	--	0.00	--
	02/15	葡萄牙4季度劳动力成本同比(%)	--	--	0.00	--
	02/15	比利时12月贸易余额(m)	--	--	0.00	--
	02/16	欧元区1月EU27 新车注册(%)	--	--	0.00	--
欧元区	02/16	索马里12月工业订单同比(%)	--	--	0.00	--
	02/16	索马里12月工业订单月环比(%)	--	--	0.00	--
	02/16	意大利12月贸易余额-欧盟(m)	--	--	0.00	--
	02/16	意大利12月贸易余额总计(m)	--	--	0.00	--
	02/16	萨尔瓦多12月失业率(%)	--	--	0.00	--
	02/16	1月CPI 和谐调整(同比)(%)	--	--	0.00	--
	02/16	1月CPI 和谐调整(月环比)(%)	--	--	0.00	--
	02/16	德国2月ZEW 调查当前形势(7)	--	--	0.00	--
	02/16	德国2月ZEW 调查预期(2)	--	--	0.00	--
	02/16	欧元区2月ZEW 调查预期(7)	--	--	0.00	--
	02/17	欧元区12月建设产值月环比(%)	--	--	0.00	--
	02/17	欧元区12月建筑产值同比(%)	--	--	0.00	--
	02/17	希腊1月CPI 同比(%)	--	--	0.00	--
	02/17	希腊1月欧盟调和CPI 同比(%)	--	--	0.00	--



02/17	葡萄牙 1 月 PPI 同比 (%)	--	--	0.00	--
02/17	葡萄牙 1 月生产者价格指数月环比 (%)	--	--	0.00	--
02/18	尼日尔 1 月失业率 (%)	--	--	0.00	--
02/18	法国 1 月 CPI 同比 (-)	--	--	0.00	--
02/18	法国 1 月 CPI 月环比 (-)	--	--	0.00	--
02/18	法国 1 月 CPI (除烟草) 指数 (3)	--	--	0.00	--
02/18	法国 1 月欧盟调和 CPI 同比 (-)	--	--	0.00	--
02/18	法国 1 月欧盟调和 CPI 月环比 (-)	--	--	0.00	--
02/18	欧元区 12 月经常账户 (未经季调) (b)	--	--	0.00	--
02/18	欧元区 12 月欧洲央行经常项目经季调 (b)	--	--	0.00	--
02/18	圣保罗 12 月贸易余额 (m)	--	--	0.00	--
02/18	意大利 12 月经常项目余额 (m)	--	--	0.00	--
02/18	#N/A1 月欧盟调和 CPI 同比 (%)	--	--	0.00	--
02/18	#N/A1 月欧盟调和 CPI 月环比 (%)	--	--	0.00	--
02/19	希腊 12 月经常项目余额 (m)	--	--	0.00	--
02/19	尼日尔 12 月消费支出同比 (%)	--	--	0.00	--
02/19	尼日尔 2 月消费者信心指数 (4)	--	--	0.00	--
02/19	德国 1 月 PPI 同比 (%)	--	--	0.00	--
02/19	德国 1 月生产者价格指数月环比 (%)	--	--	0.00	--
02/19	芬兰 1 月 CPI 同比 (%)	--	--	0.00	--
02/19	芬兰 1 月 CPI 月环比 (%)	--	--	0.00	--
02/19	拉脱维亚 1 月 PPI 同比 (%)	--	--	0.00	--
02/19	拉脱维亚 1 月生产者价格指数月环比 (%)	--	--	0.00	--
02/19	拉脱维亚 4 季度季度失业率 (%)	--	--	0.00	--
02/19	比利时 2 月消费者信心指数 (%)	--	--	0.00	--
02/19	欧元区 2 月消费者信心指数 (%)	--	--	0.00	--
02/15	4 季度 GDP 年平减指数 (%)	--	--	0.00	--
02/15	4 季度 GDP 经季调季环比 (%)	--	--	0.00	--
02/15	4 季度 GDP 年度化经季调季环比 (%)	--	--	0.00	--
02/15	4 季度 GDP 企业支出季环比 (%)	--	--	0.00	--
02/15	4 季度 GDP 私人消费季环比 (%)	--	--	0.00	--
02/15	4 季度名义 GDP 经季调季环比 (%)	--	--	0.00	--
02/15	12 月产能利用率月环比 (%)	--	--	0.00	--
02/15	12 月第三产业指数月环比 (%)	--	--	0.00	--
02/15	12 月工业产值 同比 (%)	--	--	0.00	--
02/15	12 月工业产值(月环比) (%)	--	--	0.00	--
02/16	1 月东京公寓销售同比 (%)	--	--	0.00	--
02/17	1 月东京百货商店销售同比 (%)	--	--	0.00	--
02/17	1 月全国百货商店销售同比 (%)	--	--	0.00	--
02/17	12 月机器订单同比 (%)	--	--	0.00	--
02/17	12 月机器订单月环比 (%)	--	--	0.00	--
02/18	1 月出口同比 (%)	--	--	0.00	--
02/18	1 月进口同比 (%)	--	--	0.00	--



	02/18	1 月贸易余额 (b)	--	--	0.00	140.3b
	02/18	1 月贸易余额调整 (b)	--	--	0.00	--
	02/18	2 月 12 日日本买进国外股票 (-)	--	--	0.00	--
	02/18	2 月 12 日日本买进国外债券 (-)	--	--	0.00	--
	02/18	2 月 12 日外资买进日本股票 (-)	--	--	0.00	--
	02/18	2 月 12 日外资买进日本债券 (-)	--	--	0.00	--
	02/19	12 月所有产业活动指数月环比 (%)	--	--	0.00	--
新兴市场	02/20	俄罗斯 1 月产能投资 (%)	7.00	--	--	8.90
	02/20	俄罗斯 1 月零售销售 (实际)(月环比) (%)	-25.40	--	--	20.10
	02/20	俄罗斯 1 月零售销售额 (实际)(同比) (%)	8.50	--	--	9.50
	02/20	俄罗斯 1 月失业率 (%)	6.50	--	--	6.10
	02/20	俄罗斯 1 月实际工资收入 (同比) (%)	5.90	--	--	4.90
	02/20	俄罗斯 1 月自由支配收入 (%)	3.00	--	--	6.30

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作为作出投资决策的唯一参考因素，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	