

主 办：华林证券有限责任公司
编辑出版：华林证券财富管理中心
出 品 人：宋志江
总 编 辑：陈永健
执行主编：金 辉
执行副主编：吕方兴
责任编辑：胡 宇 陈昌明
编辑助理：朱晓元

出版日期：2014 年 7 月 10 日

地 址：深圳市福田区民田路 178 号
华融大厦 5 楼

联系电话：0755-83206199

传真电话：0755-82107703

邮 箱：zhuxy@chinalions.cn

目 录 contents

宏观策略

- 1、 “芒种” 播种待秋收
——2014 年 A 股中期策略 胡 宇 1

行业分析

- 2、 教育互联网化带来的产业效应及投资机会
——互联网教育行业报告 鲁 利 25
- 3、 电子商务与冷链物流：生鲜电商推动冷链宅配
——O2O 系列报告之二 杨 津 40
- 4、 转型焕发生机，4G 业绩落地
——2014 年通信行业策略 李 伟 58

公司研究

- 5、 公司研究
——海格通信 何永慧 68

投资策略

- 6、 高效交易模型探讨 陈昌明 77
- 7、 股息率量化投资法 华林证券开平营业部 90
- 8、 上无封顶、下可保底的投资品种
——可转债 蒋 为 99

投资心得

- 9、 怎样看待这个市场 段 磊 105

宏观策略

投资顾问：胡宇

执业证编号：S1280611120001

Email: huy@chinalions.cn

电话：0755-82707869

“芒种”播种待秋收

——2014年A股中期策略

核心观点：

- 中国经济的主题词：长期看顶层改革，短期靠稳增长。随着简政放权、积极减税与微刺激“三部曲”的释放与加力，2014年下半年经济有精彩期待，三季度经济强劲复苏已成定局。

- 我们大胆提出假设，以牛市三段论的角度对下半年牛市形成的机理进行分析。即对本轮牛市启动的大背景、驱动因素、拐点及底部形成条件与未来市场的成长空间等方面进行有效结合，从而构成一个相对完整的逻辑体系。当然，这个大胆的预判，仍将在市场行情驱动因素、政策与经济基本面的三位一体的变化中做出跟踪验证。

- 从下半年牛市启动的背景及驱动因素来看，他依然符合A股以政策主导的行为范式。诸如2005年和1999年的牛市及国际经验表明，政策对行情的启动起到了核心和主导的作用。从牛市的拐点分析来看，结合技术分析，我们认定18届三中全会召开之前，市场已经做了决定性的选择。即2013年6月份的1849点是历史性的底。

- 从历史的演进及市场行情的发展空间来展望，我们认为，未来10年之内上证A股上万点是可以实现的。一个假设：上证综合指数上涨代表中国经济增长，主板市场发行与退市机制健康运行；二个前提：1）估值面：市盈率从目前10倍，回到市场估值中轨位置20倍是大概率使然；2）盈利面：GDP未来10年按照每年平均7%增长，上市公司作为中国经济增长的最优代表，业绩平均每年增长至少7%，未来10年整体业绩实现翻倍是大概率事件。

- 从行业配置角度来看，我们看好经济结构调整、混合制和基础设施投资三条主线，作为经济增长的主要驱动力，这三个大的板块将存在重大投资机会。从国企改革出发，我们看好中国石化等央企混合制改革对股价带来的催化剂；从基础设施投资角度来看，铁路、工程机械、水泥等子行业下半年的行情。我们认为，金融行业在下半年，尤其是第三季度亦存在系统性机会，看好银行、券商和保险等子行业龙头的投资机会。

- 从资产配置角度而言，我们看好权益类资产在第三季度的反攻机会，可配置70%的仓位在股票、可转债类资产，降低货币基金的占比，谨慎配置或不配置投资型房产和黄金。

- 下半年看好的投资标的物包括：中国石化、中国南车、中国北车、时代新材、柳工、徐工机械、海螺水泥、江西水泥、塔牌集团、中信证券、平安银行、工商银行、中国人寿、中国平安、南山转债、徐工转债、民生转债。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1. 前言

2014年6月，进入芒种时节的深圳早已体会到夏季的热情。《月令七十二候集解》：“五月节，谓有芒之种谷可稼种矣”。意指大麦、小麦等有芒作物种子已经成熟，抢收十分急迫。晚谷、黍、稷等夏播作物也正是播种最忙的季节，故又称“芒种”。所以，“芒种”也称为“忙种”“忙着种”，是农民朋友的播种。

按照“五穷、六绝、七翻身”的股谚，6月份亦不失为投资播种的季节。尽管目前市场还对处于三期叠加的中国经济缺少信心，尽管市场还对即将开闸的新股IPO和世界杯魔咒心存恐惧，尽管从2000点位置来看，趋势性机会仍迟迟未能出现，但从我们的判断来看，6月份很可能是参与下半年强势行情的播种机会。

正如巴菲特所言，当众人恐惧的时候，我们应该贪婪；当众人贪婪的时候，我们应该恐惧。面对连续调整长达7年的股市，笔者认为没有必要继续保持恐惧心理，至少“市场先生”给予的报价已经有足够的吸引力。

从经济层面而言，随着简政放权、积极减税与微刺激三部曲的着力推动与实施，当下的中国经济已经出现稳步复苏的迹象。一方面，M1、M2及就业等经济数据稳中向好；另一方面，从微观层面看，企业活力明显增加，新设立的中小企业数量大幅上升。因此，六月份，李克强总理强调，通过共同努力，争取今年经济发展“上半场”表现不俗，“下半场”勇夺佳绩。我们相信，今年下半年除了经济增长能够保证在底线之下运行之外，经济增长质量也是可以保证的。

2009年中，出于对2008年底以来的经济复苏的长期不乐观及对4万亿政策的谨慎，我们认为经济和股市仍可能“二次探底”。尽管自2009年8月份之后上证指数再也没有回到过3478点，且指数确实保持着5年的阴跌，一直到2014年年中的2000点左右。尽管从指数的走势上，我们在2009年中的预判的确是对的，但这种遥远的正确未必符合市场多数人的需求，更多的人会更执着于明天、下周和下个月的市场走势和个股机会。

因此，尽管长期来看，以价值的角度来分析，我们做出的判断被证实的概率非常大。正如我们在2013年底所言，未来10年内，我们的A股（上证指数）将站上万点大关，但更多的人还是会注意的焦点放在了明天、下周和下个月的走势上。这就是策略分析的最不可靠的地方。明明知道分析明天或者下周和下个月走势就像是抛硬币一样，对错的概率都最多只有二分之一，但策略分析师们仍无奈于这份工作。

所以，作为理性投资者而言，更会去强调从概率的角度去判断市场长期的走向，而对短期的波动保持旁观者的态度。毕竟，试图去把握短期趋势的投资者往往没有杰出且可持续的胜绩可言。

从价值投资与估值的角度来看，任何市场只要足够便宜，即给予的风险补偿足够的高，比如年化收益已经超过16%（对应的市盈率为6倍），那么，作为长线投资者就不会承担亏大钱的风险。

从投资三五年的态度来看，指数在2000点的上下波动都属于短期杂波，将K线图放在月线级别来看，现在的2000点和1800点其实区别不大，上下10%的振幅相比涨幅4倍的万点级别行情而言，都属于小波动。

除非国家灭亡或经济破产，否则，从历史的发展来看，认同大国崛起是历史惯性的投资者，

同样会认同，股市是伴随实体经济增长而上涨的影子。

回顾2014年策略，我们曾经预判以下几个观点：2014年美元走入升值及人民币走入贬值使得人民币资产遭受更大的资金回流美国的压力；房地产5年周期表明中国房地产重新走入调整状态；创业板泡沫和讲故事的逻辑无法持续，蓝筹股价值凸显，2014年是蓝筹股崛起之年。这几点预判基本已经得到了市场证实。

展望下半年，我们认为机会大于风险。在2000点位置，价值投资的机会大于主题投资的机会。尤其是第三季度的行情值得关注。

2. 下半年展望：经济复苏成定局

如果把“中国”当作一家“企业”的话，那么，这家拥有5000年的经营历史的企业无疑是世界上最长寿的企业之一，尤其是从其经营业绩的历史排名来看，除了过去200年出现业绩的大幅下滑之外，其他时间都位居全球老大的位置。

由于中国最近三十年的业绩大幅反弹和快速增长，站在生命周期的角度来看，其更像是处于成长期的企业，其业绩增长的速度仍大大高于市场其他竞争对手。尽管2008年的一次经济危机，让全球各大“企业”遭受了巨大损失，但也给予了“中国”这家成长型企业重新调整了经营方式的战略机遇——通过经济结构调整，从粗放式的规模增长开始注重更高效率的质的增长。

从经营管理团队来看，“中国”这家企业无疑拥有全球最优秀的经营领袖团队。从竞争优势的角度来看，“中国”除了拥有悠久的历史、文化和勤奋的员工，亦有人才、资金和资源的相对优势，尤其是GDP规模已经位居全球第二的位置，综合竞争力位居全球前列。虽然中国相比美国而言，创新优势不明显，这恰恰也是本届企业经营团队正在着力培养的竞争优势。

从行业竞争结构来看，中国很可能在未来10年与美国形成双寡头垄断的市场（巴菲特说，中美将成为两个超级大国）。因此，从企业的投资角度而言，“中国”这家企业应该是值得投资的，与其说它是一家困境反转的企业，不如说他是一家长期优秀的蓝筹股，尽管在过去的历史有过短短两百年的退步。如果从最近30年的表现来看，他更像是业绩高速增长的成长股和黑马。但不管怎么归类，让我们将历史的时钟拨到2014年，以当下的状况看，2014年无疑是投资“中国”这家企业的最好时机。

2.1 中国经济三部曲：简政放权、积极减税与微刺激

随着简政放权、积极减税与微刺激“三部曲”的释放与加力，2014年下半年经济有精彩期待，三季度经济复苏已成定局。

从总供给和总需求两个维度出发，18届三中全会以来的经济政策与2009年的强刺激政策有明显区别。从总供给端发力，本轮政策主要解决顶层设计与系统改革的问题。从总供给侧分析，经济增长需要劳动力、资本、土地、科学技术与制度改革来推动。由于劳动力、资金和土地等要素的成本已经很高，相比其他发达国家和新兴市场国家而言，均没有绝对优势，因此，中国需要发挥科学技术和制度改革创新优势；同时，配合全面的减税和降息政策来降低企业成本，从而提升企业盈利能力，刺激企业投资。

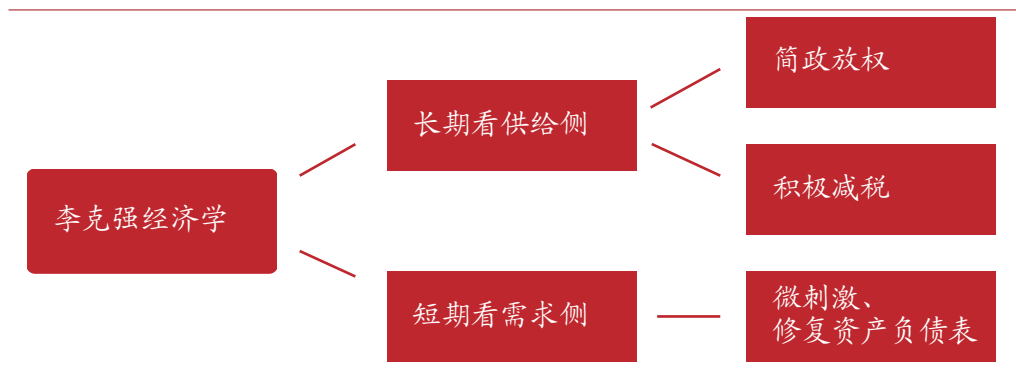
当然，从稳增长的角度来看，刺激总需求也是难免的。积极的财政政策和稳健的货币政策仍

然不可少。包括棚改、新型城镇化与定向宽松的货币政策实际上仍然是刺激需求的主张。

但不可否认，从2013年以来，李克强经济学已经告别了过去单纯的粗放式的经济刺激理论。借鉴上世纪八十年美国里根和邓小平主政时期的经济政策，两者都是从激发供给侧入手，美国避免了滞胀，中国则迎来了改革开放的黄金发展期，此一学派的具体政策包括减税、打破垄断、减少管制、产权多元化、市场自由化、公平分配、加快城镇化等。

当然，向改革要动力，从供给侧提升效率，这是个长期的过程。短期来看，仍将面对企业负债率和地方政府负债率，以及房地产泡沫等因素的压制，与其削减负债端的规模，被动去杠杆，不如盘活存量，激发资产端的内在潜力，通过资本市场，尤其是股权融资的方式来修复企业、地方政府及居民的资产负债表，通过大大增强各部门的资产端实力，从而降低负债率，并刺激投资和消费。

图1：李克强经济学的理论逻辑



数据来源：华林证券

可以肯定的是，李克强经济学既不是简单的供给主义，也不会继续简单的复制凯恩斯主义。他更强调从客观条件出发，结合当前经济环境的各方面变化，采取灵活的、有针对性的措施，才是李克强经济学的理论核心。既要尊重市场规律，打破垄断，简政放权，也要保持经济的稳定增长，建立底线思维。因此，本届政府的经济政策更加注重长短结合、战略和战术相匹配，既有关系经济长期发展的顶层设计和战略方针，也有稳住经济增速和保证就业的短期措施，这更体现了政治家的治世智慧，而不是经济学家的纯粹理论。

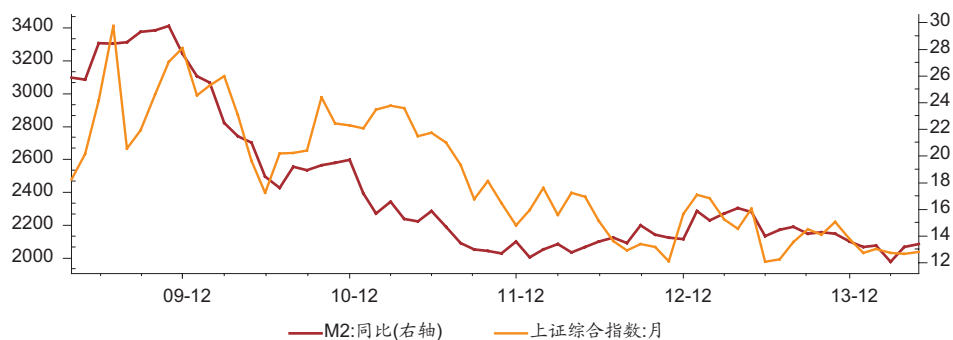
2.2 配合经济数据的验证，三季度经济复苏是大概率事件

李克强总理指出，金融是经济发展的血液和重要支撑。要针对企业反映的实体经济资金总体紧张特别是小微企业融资难、融资贵等问题，运用适当的政策工具，适时适度预调微调，盘活资金存量，优化金融结构，保持货币信贷合理增长，推进金融改革，营造良好的金融环境。我们认为，经济放缓导致货币政策开始上升到较为重要的位置，预期近期有可能降准，同时适当放松信贷。

1、从M2同比增速来看，4月份13.20%以及5月份13.40%已经反映货币增速见底回升，这对房地产和金融行业的估值修复是重要的验证信号。房地产行业大周期由人口结构决定，小周期由政府政策引起，行业小周期会引发股价大波动。从最近政策走向来看，有三点需要重视，一是放松限购；二是激励银行加大首套房贷款；三是房地产融资放松限制；当前货币政策出现放松，货币

供应量同比上涨表明政策开始发力微刺激，这将为本轮慢牛行情提供资金支持。

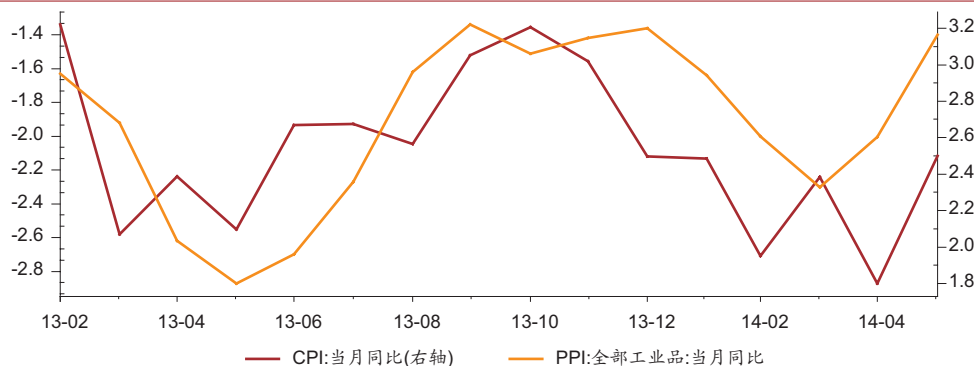
图2: M2同比增速提前GDP增速企稳



数据来源: WIND、华林证券

2、从价格的驱动机制来看，CPI和PPI的走向表明经济阶段性紧缩时点已过。PPI同比3月份即为拐点值，尽管仍未负值，但已企稳，且5月较4月跌幅进一步收窄。而CPI自2014年4月份跌至2012年以来的低位之后，5月份出现强劲反弹，反映物价下行空间不大，货币政策处于微调阶段，定向宽松仍有可能，但系统性放松货币政策的可能性不大。

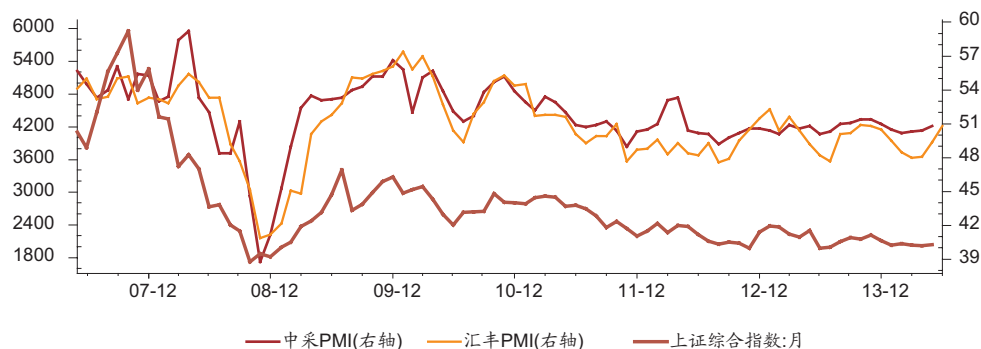
图3: CPI及PPI同比均反弹



数据来源: WIND、华林证券

3、中采PMI及汇丰PMI自2014年2月份以来连续3个月回升，预计二季度GDP增速回升是大概率事件。6月23日，汇丰公布中国6月制造业采购经理人（PMI）初值50.8，前值49.7，预期49.7。该数据重回荣枯线上方，为六个月来首次扩张。汇丰同时公布，中国6月汇丰制造业PMI新订单指数51.8，创15个月最高水平。这表明一季度初经济下滑的势头已得到遏制，下半年有望加速复苏进程。

图4：中采PMI及汇丰PMI连续4个月回升



数据来源：WIND、华林证券

4、地方政府债务风险降低。5月21日，两大服务于地方投资建设的重量级文件出台，2014年十省市试点地方债自发自还，同时首批80个鼓励社会投资示范项目公布。这两大政策都服务于地方融资，两大政策同天出台传递出中央缓解地方融资压力的积极信号。地方债务危机的“堰塞湖”开始泄洪。

尽管投资者从看空预期转变为看多做多仍需要一个过程，但市场内在的正反馈或许会强化当前慢牛市场的预期。货币政策的定向宽松已推动市场利率的下行，有利于降低企业财务成本，而系统性的减税和税改，亦会增加企业盈利，财务和税收成本的双双改善都有利于企业盈利能力的增强。这会强化大家看好经济复苏的预期，乐观的情绪会带来新增资金的加入，从而进一步推动股价上涨。股价的上涨又会进一步刺激企业融资和投资，从而拉动经济的增长。

股市的上涨带来的新增资本更加有利于企业加快融资，从而加快创新资金的投入，从而促进产业转型，从在长期来看，这才是经济增长和中国股市上涨的核心驱动力。

这个正强化的反馈环一旦建立起来，股市的“慢牛”行情就可能过渡到“快牛”。可以肯定的是，站在目前2000点的位置，市场发生转向的机会越来越大。

2.3 6月是最佳击球区

从现阶段的投资逻辑来看，我们依然坚持6月份是2014年最佳买入时间（最佳击球区）的判断。投资者挥出大杆的时候到了。巴菲特的“最佳击球区”的核心思想是：好股票必须和好价格、选时策略中的好时机结合起来，才能产生最佳投资效果，包括机会收益和投资收益叠加带来的超额利润。

从A股过去的表现来看，保持情绪稳定是进入最佳击球区的前提条件。如果不幸在2012年、2013年，甚至是在2009年买入A股银行股，将不得不面对长达多年的熊市和阴跌。因此，理性的、冷静的判断A股——这家以GDP称冠全球的中国公司（按照世界银行的算法，以购买力评价计算，2014年中国将成为全球GDP最大的国家），何时才是最佳买入点，这的确让很多人犯难。如果把“中国”这家公司看作是困境反转型企业的话，那么，现在已进入最佳击球区。

最佳击球区的条件已经成熟，包括，但不限于以下几点：

- 1、货币政策放松已经开始，尽管是从定向放松开始；
- 2、宏观经济的拐点是从第二季度开始的；李克强经济学已经显示效力，下半年经济有可能取得更大的成果；
- 3、2000点是市场底和政策底的双底，最近一年2000点7次被击破，但都被成功收回。
- 4、监管层政策频出，IPO政策优化、养老金资金入市等多管齐下，政策底明显。

3. 长周期：站在“万点”牛市的起跑线

也许对多数人而言，A股市场仍是一个悲观、痛苦与后怕的代名词。但对理性投资者而言，我们却深信，这是个最好的时代。面对现在这个物美价廉的蓝筹股市场，我们的感受正如巴菲特所言，就像一个身体强壮的年轻人掉进了女儿国，面对一群美女，那种冲动的感觉只有内行人才能体会到。

尽管从2001年以来，围绕2000点的牛熊交替的历史在身边不断上演，但市场参与者们未必能够以局外人和旁观者的身份，从政策、参与者预期与市场基本面三个维度双向作用的角度来分析市场行情并把握其内在规律。而我们一直以“走在K线前面的人”来定位策略分析，立志于准确预判每一次牛熊交替的重大拐点。

我们将大胆提出假设，并从牛市三段论的角度对本次牛市形成的机理进行分析，即对本轮牛市启动的大背景、驱动因素、拐点及底部形成条件与未来市场的成长空间等方面进行有效结合，从而构成一个相对完整的逻辑体系。当然，这一个大胆的预判，仍将在市场行情驱动因素、政策与经济基本面的三位一体的变化中做出跟踪验证。

3.1 从本次牛市启动的背景及驱动因素来看，他依然符合A股以政策主导的行为范式。诸如2005年和1999年的牛市及国际经验表明，政策对行情的启动起到了核心和主导的作用。

从实际情况出发，分析经济发展目标与现实困难之间的矛盾，可以预判政策变化对股市的影响和行情的演变。正如索罗斯的反身性原理所认定的那样，经济社会与人之间会相互作用。但市场参与者的认知往往带有偏向性，“在某种情形下，偏向不仅会影响市场价格，而且影响所谓的基本面”。也就是说，市场参与者的认知和预期会改变经济基本面。因为，经济的发展需要市场参与者去消费、去投资。如果市场参与者都变成了悲观论持有者，那么，谁敢去大力消费，谁还敢去投资。所以，想要引导或推动经济的健康发展，政策制定者就必须将市场参与者的预期和认知偏向进行合理的引导。在市场处于非均衡状态下或市场处于极端情况下，政策有可能超越经济基本面成为影响股市的主要驱动因素。同时，通过历史和国际的对比，我们已经发现，在实体经济不景气的时候，配合适当的政策刺激，可以得到意想不到的效果。比如在2009年4万亿以及美国和日本相对应的量化宽松政策，都是在经济下行危机出现之后，主动进行的宏观管理。

因此，政策分析对市场的预判能够提供一定支持。当前经济的主要矛盾在于调整经济结构与经济增速放缓的矛盾。一方面，经济结构调整势在必行，过去三十年经济发展对低成本资源的过度消耗已经变得不可持续。传统行业普遍产能过剩，而企业负债率在最近20年连连攀升，目前处

于历史高位，非金融企业债务占GDP的比重已经超过100%；而政府的负债率也居高不下，2013年已经接近80%，其中地方政府债务占GDP比例接近40%。另一方面，去债务杠杆的过程并会影响经济增速，在经济增速进一步下滑的过程中，又会形成更大的债务压力，如此一来，并进入负强化循环。

中国经济决策者认识到，要解决上述矛盾，一方面需要加快结构转型，转变经济增长方式，提升经济增长质量；另一方面，也需要进一步加快直接融资步伐，提升股权融资比例，降低实体经济的债务率，通过修复企业和地方政府的资产负债表，避免出现大比例的债务违约和金融风险，从而保证经济调整过程顺利进行下去。而直接融资的增加必须要有一个牛市的环境来支持，否则，企业大规模的上市融资必不能完成；同时，股市的繁荣伴随着家庭部门的金融及证券资产的扩大和膨胀，也会刺激居民增加消费能力，从而推动经济增长。

因此，要化解企业、地方政府的债务负担并稳定经济增速，资本市场当然需要大力发展。换言之，建立一个有健康、蓬勃向上的资本市场是中国经济结构调整顺利实现的前提和保障。

我们认为，当前市场环境 with 1999年5.19行情爆发前夕相似。进一步而言，当前经济环境与1999年相比，存在一些相类似的背景。

首先，两者都处于经济增速下滑的阶段，1999年经济增速不断下滑，最低至第四季度7.6%，“国企三年脱困”的改革导致国企职工大面积下岗，分流压力持续增加，人民币不贬值的负面影响显现，出口压力加大，经济增速变缓。这在当时属于比较危险的时刻。

其次，在经济处于不断下滑的阶段，1999年进入“国企三年脱困”的第二年，这与当前提出的国企改革有相似之处。“国企三年脱困”及中国申请加入WTO的成功实现为2000年至2007年中国经济增长的奠定了重要的基础。相比之下，2013年国企改革的提出，应该是18届三中全会做出的重要部署，或为未来10年中国经济的腾飞奠定基础。

当前政策环境与1999年亦有相似之处。1999年5月，证监会向国务院提交《关于进一步规范和推进证券市场发展的若干政策的请示》，提出“进一步搞好证券市场的规范整顿、逐步解决争取证券公司的合法融资渠道、允许部分具有条件的证券公司发行融资债券、扩大证券投资基金试点规模、搞活B股市场、允许B股、H股公司进行回购股票的试点”等六项政策建议，5月12日国务院正式批准，18日，证监会在北京召开专项会议，向证券公司传达朱镕基总理关于资本市场的八点意见。

2014年以来，除了备受瞩目的“国企改革路线图”已经进入出台倒计时；国资委制定的《深化国有企业改革的指导意见》已递交国务院，择时对外发布；尽管新《国九条》已对外发布，但进一步细化和落实仍需要时间。我们认为，政策组合牌仍可依次打出，政策稳增长的空间仍然很大。

当然，1999年还不存在像当前市场参与各方对地方债务危机的担忧。但这种债务风险也完全可以通过地方国资的资产证券化来解决，一方面打破垄断，引入混合所有制，提升企业经营效率和盈利能力；另一方面通过加快地方国企上市融资及地方政府资产证券化的方式，逐步改善地方政府的资产负债表。最终通过优化治理结构、转变资产质量、搞活存量资产，来增强地方国资实力，从而稳步化解解决各地政府负债过高的问题。

图5：两次国企改革的市场环境对比

	1999年的市场环境	2014年的市场环境
经济	增速下滑	增速下滑
政策	国九条	新国九条
国企改革	国企三年脱困第二年	2013年18届3中全会提出国企改革
银行资产	市场普遍担忧银行坏帐增加	担忧银行资产状况和地方债务问题
解决途径	扩大直接融资比例	扩大直接融资比例
结果	股市上涨带动新股发行高潮	股市上涨才能带动新股发行

数据来源：华林证券

综合来看，针对目前中国经济和政策目标的主要矛盾，从18届三中全会的纲领性政策中已经形成了较为完善的解决方案，只要进一步强化资本市场对于实体经济的支持和正面刺激。市场根本不用担心所谓的债务危机，更不可能出现经济的硬着陆。

3.2 从牛市的拐点分析来看，结合技术分析，我们认定18届三中全会召开之前，市场已经做了决定性的选择。即，我们认为，2013年6月份的1849点是历史性的的大底。

图6：1849点的技术重要性



数据来源：WIND、华林证券

在1932年道琼斯指数跌到40.60点时，格雷厄姆未曾想到这是美股未来一百年的历史最低点。置身1987年大股灾，当道琼斯跌破1617点，彼得·林奇也没想到指数会在11年之后站上万点大关。但市场的转折点注定会通过历史的车轮来刻印，股市各方的着力表现亦会让后人铭记。技术分析的判断告诉我们，1849点很可能是未来较长一段时间的历史性大底，新一轮牛市正酝酿出现。

- 从2013年7月26日至2013年9月13日，沪指连续走出8周阳线，反映短期市场已经具备走强的内生动力。
- 从月线角度来看，2009年8月份以来形成的下降轨道线与过去20年形成的中轴线2000点轨道线正好构筑了一个大型的三角形整理形态，目前指数正处于三角形整理的末端，随时可能选择方向，我们认为市场选择向上的可能性更大。尽管，也不排除短期可能向下假突破。

- 从季度线来看，从2008年10月的1664点到2013年6月的1849点，指数已经运行19个季度，而19这个数字往往被看成是A股重要的时间周期。
- 根据金学伟先生的研究发现，中国股市有一个19个月的基本周期单位（N个周期组合则为19的整倍数）。根据周期可无限扩大的定理，我们可以把2个以上的周期单位合而为一。如此就变得非常简单，以1999年5月为起点，到2005年9月，为76个月，刚好是4个19月周期的组合。以1994年7月325点为起点，到2005年8月，为133个月，是7个19月周期的组合。
- 从2008年10月的1664点到2013年6月份1849点，之间跨度正好19个季度，即 $19 \times 3 = 57$ 个月，符合A股以19个月为基准的周期律。如果从2005年8月，到2013年6月，为95个月，亦是19月的5倍。由此说明，1849点很可能是个非常关键的底部区域，至少与1664点所形成的底部存在周期共性。
- 美国QE退出信号与“中国钱荒”等极端事件的冲击，是A股市场见大底的催化剂。
- 1849点的见底，既有“中国钱荒”这一极端事件的冲击，亦有美国QE退出带来的心理压力的影响，可以说1849点的出现是市场正常运行下的必然结果与偶然事件的共同体现。
- 18届3中全会带来的中国政治经济改革红利释放是长周期新牛市形成的最终动力，预计市场各方会逐步形成共识；

自2013年年初以来，在各类宏观政策的综合治理和监管机构的积极推进下，市场各方对中国经济经济转型的必要性已经达成共识；随着18届3中全会带来的中国政治经济改革红利的释放暨中国六大改革措施的酝酿出台，中国股市具备新牛市行情的基本面支持。这是中国A股出现长周期牛市的充分条件。

短期经济稳增长和各项经济数据的回升为牛市启动提供了市场预期回暖的前提条件。蓝筹股估值便宜是市场走牛的必要条件，盈利增速回归常数是牛市形成的充分必要条件。

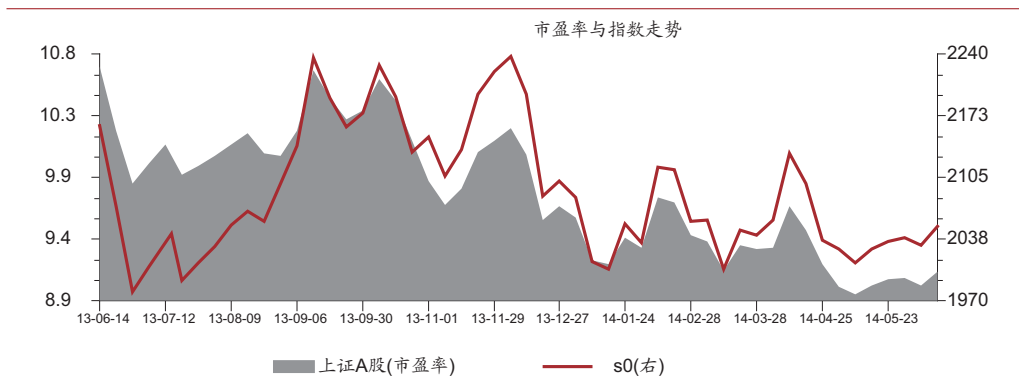
因此，我们认为，1849点或是未来10年的历史大底，我们正站在新一轮牛市的起点。

3.3 从历史的演进及市场行情的发展空间来展望，我们认为，未来10年之内上证A股上万点是可以实现的。

- 一个假设：上证综合指数上涨代表中国经济增长，主板市场发行与退市机制健康运行；
- 二个前提：估值面：市盈率从目前10倍，回到市场估值中轨位置20倍是大概率使然；盈利面：GDP每年7%增长，上市公司作为中国经济增长的最优代表，业绩每年增长至少7%，未来10年整体业绩实现翻倍是大概率事件。

截至2014年6月23日，上证综指的PE(TTM)仅8.8倍，市净率仅1.23倍，大盘指数估值仍处于历史最低区域。有分析表明，中国股市对美国股市的相对估值已达到历史低点，类似2005年6月A股历史性底部的估值。

图7：过去一年的A股市盈率变化



数据来源：WIND、华林证券

如果市场情绪好转，市场估值回到均值是可能的，即市盈率回到20倍，在正常的市场环境下，估值翻倍很容易；同时，即使未来10年内GDP每年保持7%的增长，作为国民经济的优秀代表，上市公司整体盈利亦至少保持7%的平均增速，市场整体盈利在10年内翻一番亦很正常。在盈利和估值都翻番的情况下，如果没有大规模扩容，主板市值翻两番是可以实现的。即指数从2000点涨至8000点是可以预期的。在这种逻辑下，如果上市公司10年平均盈利超7%，市场情绪更为乐观一些，市盈率超过20倍，则指数上万点亦有可能。

➤ 对A股主板而言，对一些低估值蓝筹股而言，实现10倍涨幅亦有可能。

A股市场整体估值低，在经济加快复苏过程中，企业盈利增速亦会加快上行，按照经济增速7%的预测来估算，上市公司平均利润规模在未来10年翻一番是非常有可能的。同时，在牛市乐观氛围下，市场情绪推升下，估值上升到30倍市盈率亦有可能。很多蓝筹股从目前的6-7倍回升到30倍，光估值上的增长就可能有4-5倍，因此，估值与盈利相乘（ 5×2 ）所带来股价10倍收益并不是不可能。因此，我们认为在一些业绩增长较为稳定的蓝筹股企业身上，可以获得10年10倍的收益。当然，现阶段蓝筹股估值如果能够进一步便宜或未来盈利增速超过市场平均水平的话，那么，我们长期投资的回报率将会更高。

➤ 从资金供给的角度来看，我们既要看到A股长期发展的计划，多层次市场建设的长远规划对估值的影响，同时也要看到人民币国际化带来的国际资本流入。按照监管层最近的表态来看，未来放开QFII和QDII的额度限制是可以实现的，有研究表明，按照MSCI预测公告，以A股目前30%外资持股比例限制，如果A股纳入MSCI新兴市场指数、MSCI全球市场指数，所占权重分别为13.6%和1.9%。根据彭博给出的数据，全球追踪MSCI新兴市场、全球市场指数的基金总额为3080和1214.8亿美元，按MSCI给出的A股初期权重估算，A股将新增资金约为2740亿人民币。随着人民币逐渐成为国际硬通货，国际资本投资人民币资产的需求将大幅上升，则将会为A股带来更大规模的资金供给。这也将为人民币货币发行权提供全球影响。从这个角度而言，投资者需要“风物长宜放眼量”。

➤ 从国内机构投资者的建设来看，进一步扩大养老金、企业年金及社会资本通过基金等渠道投资股市，是本届证监会积极推动的核心工作之一。

在市场仍然弥漫经济危机论调的时候，趁着市场还没有转变牛市思维之前，提前布局，这是投资者应有的大局观。

4. 行业比较与板块选择

A股要出现牛市，必要条件之一就是要解决谁是上涨龙头的问题？即谁将成为本轮牛市行情的龙头股。要做龙头股，首先需要得到市场的认同或者市场预期的一致性判断。目前来看，创业板和所谓的新兴产业股票无法承担这样的责任。

首先，创业板和新兴产业股票所占市值较小，难以撼动大盘，更不可能成为市场龙头，他们缺少雄霸天下的王者之气。以1996年为例，当时A股总市值不足4000亿元，作为龙头股的深发展已经拥有40亿元的市值，占市场整体比重为1%。可以说是深发展就是大盘股。

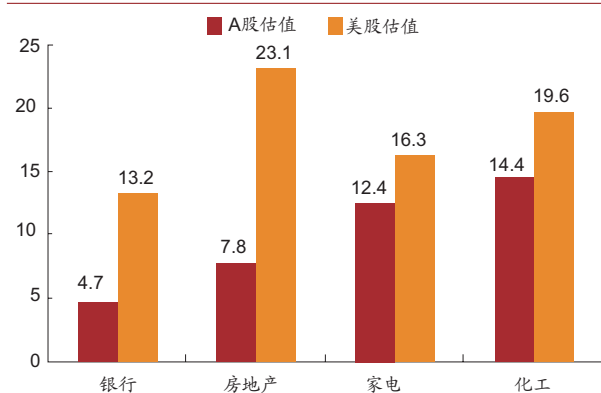
其次，创业板和新兴产业缺少业绩成长想象力，该讲的故事都讲完了，该炒的题材也炒得差不多了。以前稀缺的小盘股，随着IPO的加快推进和新三板的大幅扩容，未来上万家的小市值股票都是创业板的替代品。当小盘股没有稀缺性的时候，他的估值自然不可能高于目前的水平，亦不可能维持比国际市场同类型小市值股更高的溢价。

换言之，从过去每轮牛市行情启动的龙头股特征来看，大盘股和小盘股并不是龙头股的根本区别，从一轮牛市的长期驱动机制来看，龙头股最大的特点必须符合未来经济周期的变迁和产业发展的特征。但从短期而言，货币政策及政策取向仍是市场行情走向的主导力量。

最后，对比中美之间的行业估值可以知道，美国并没有忽略传统行业的升级和再造，在美股无论是新兴行业或是传统行业给予的估值都比较合理，并不像中国股市那样，新兴行业获得巨大的估值溢价，而传统行业却坠入谷底。

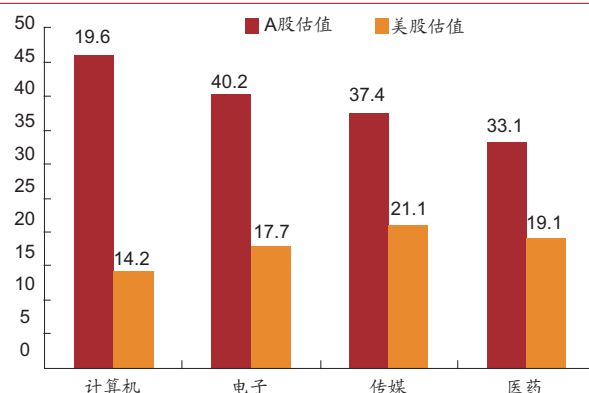
我们认为，这种估值的差异主要反映的是中美股市的情绪变化。从长期来看，中国经济结构的转型并不是淘汰制造业，依赖服务业；亦不是全靠高科技，忽略传统产业创新与升级。市场热炒的高科技产业虽然符合经济转型的要求，但并不是经济转型的全部。相反，中国在传统行业，包括农业领域也需要加快转型，提升相关产业的全球竞争力。

图8：中美传统行业的估值对比



数据来源：彭博、华林证券

图9：中美新兴行业的估值对比



我们根据产业的生命周期，从所处行业的市场容量、行业增长空间、行业生命周期、行业竞争结构、公司市值高低，进行行业比较，从而找到一些优势的行业进行配置。

4.1 强烈推荐：石油石化行业：混合制与国企改革的龙头

今年以来，中石化和中石油开启了油改的大幕。前者通过将非油品销售业务和油品销售业务分开拿出来，并结合混合制所有制的推出，其带来的盈利提升和效率提升的惊人效果仍有待验证。后者亦将天然气管道资产单独拿出来引入社会资本。尽管油改的大幕已经拉开，但两桶油的估值和国际市场相比仍然大幅低估。

与此同时，国际石油企业埃克森美孚、道达尔、壳牌等公司的股价屡创新高。能源企业的春天是否来临？

从2013年的年报数据来看，全球第四大石油公司道达尔的销售净利率可以达到5%以上，而全球最大的石油公司埃克森美孚的盈利能力更高，过去三年平均的销售净利率接近8%，但中国石化的销售净利率才不过2.5%；相比之下，中国石化的每单位的销售额创造的净利润更低，这样的表现已经体现在了中石化的市销率上面。其PS仅为0.2倍，而中石油是0.6倍。

表1：四大石油公司的数据对比

	壳牌石油 (RDS)	埃克森美孚 (XOM)	中国石化	中国石油
市盈率 (TTM)	15.28	13.88	9	9.93
市净率	1.38	2.47	1	1.18
市销率	0.56	1.11	0.21	0.69
股息率	3.85%	2.47%	4.84%	3.88%
销售净利率	3.63%	7.43%	2.48%	6.30%
ROE	10.73%	18.30%	12.40%	11.80%

数据来源：上市公司

因此，作为拥有最低市销率的中石化，考虑如何提升单位销售额所带来的利润——销售利润率，才是公司股价未来能否上涨的关键。

从业务结构的分析来看，各大业务板块的盈利水平差异较大。从中国石化的四大业务板块来看，上游勘探与开发板块的盈利水平较好，毛利率较为稳定，但营业收入对整体收入占比仅为8%，对公司整体业绩的贡献度不大；要提升上游业务的利润贡献，只能做大油气资源的规模，但做大上游资源就意味着增加资本性开支，为此，需要有更多的现金流支持，公司需要进一步的融资。中间的炼化板块的盈利仍受油价的波动影响较大，下游的销售业务盈利空间较为广阔，尤其是非油品销售业务。所以，中石化在发布的年报中明确表示，2014年的两项重要工作是进行销售业务板块改革和加大页岩气勘探开发。

表2：中国石化四大业务板块的收入及毛利率分析

(百万元, %)

分行业	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年增减
勘探和开发	242,107	115,697	37.6	-5.9	0.5	-2.1
炼油	1,311,269	1,129,714	2.3	3.2	1.5	1.3
营销及分销	1,502,414	1,413,714	5.7	2.1	2.4	-0.3
化工	437,587	418,435	4.2	6.2	6.2	0.1
其他	1,359,109	1,353,135	0.4	3.5	3.6	-0.1
抵销分部间销售	-1,972,175	-1,973,424	不适用	不适用	不适用	不适用
合计	2,880,311	2,457,041	8.1	3.4	3.6	0

数据来源：上市公司年报

有研究机构分析，中石化坐拥超过3万家加油站的零售终端，如果能顺利变身为商业连锁店，那它一夜之间会成为全国零售市场前所未有的商业巨无霸。

从国际的比较来看，石油公司在销售和零售领域，尤其是在非油品销售业务层面，毛利率一般维持在20%-30%，而中石化仅有5.7%的毛利率，未来这一块的盈利能力的提升是关键。

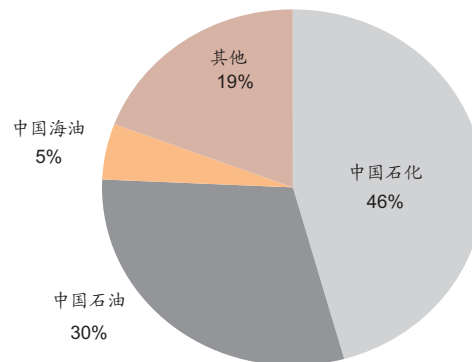
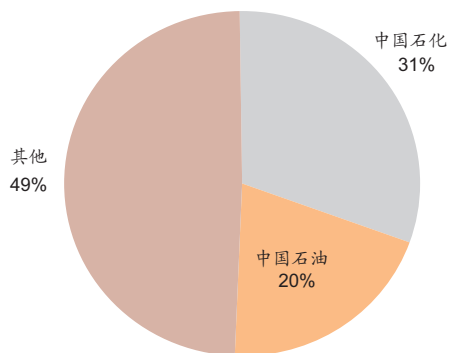
2013年，中石化非油业务销售收入为133.5亿元，同比增长21.36%，是中石化增长最快的业务板块。但是，非油业务仅占中石化销售板块收入的1%，而且销售效率比较低，单店年销售收入仅为58.0万元。

有研究数据表明，中国便利店单店年均销售收入为222万元，是中石化便利店的3.8倍，这说明中石化便利店效率提升空间广阔。

目前来看，中石化本次作为混合制首家试点公司，其股价的表现短期仍没有达预期。从3月17日中国石化易捷销售有限公司正式成立；到3月24日，对外公布油品销售板块引入社会和民营资本时间表；到3月31日将完成油品销售有限公司设立；随着中石化易捷销售公司成立，以及油品销售公司“独立”，非油业务与成品油销售业务分别注入两家公司，可能预示它们将引入不同的投资者，以便利用各自的行业知识，发挥最大的潜在价值。

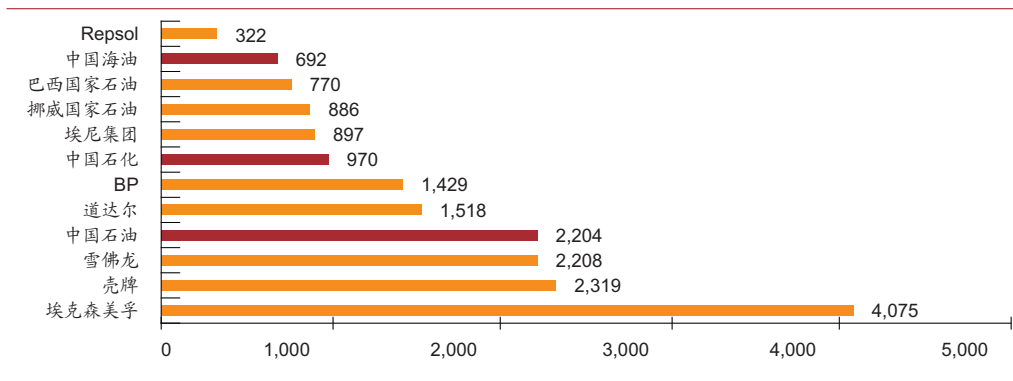
图10：中国石化与中国石油加油站数量的分布

图11：中国石化在炼油的产能分布



数据来源：上市公司年报

图12: 大型一体化油公司市值 (2014年)



数据来源: WIND, 华林证券

表3: “两桶油”与国际主要公司的比例关系

	总市值	油气储量	一次加工能力	成品油销量
中国石化/Repsol	3	3.1	5.2	4.4
中国石化/埃尼集团	1.1	0.6	5.6	3.9
中国石化/雪佛龙	1	2	1.6	1.2
中国石化/5家公司加总	9%	6%	37%	19%
中国石化/5家公司加总	20%	32%	23%	17%

数据来源: 华林证券

我们估计, 即在6月底公司完成审计和评估, 并公布引资方案之前, 股价应该有所表现; 由于公司预计第三季度之前结束融资, 二级市场布局的机会应该出现在6月份。

从公司目前的合理价值来看, 作为拥有2.8万亿, 这一中国最大销售收入的公司, 如果公司销售净利率可以提高2倍, 达到7.5%, 那么, 以埃克森美孚石油公司的目前估值来衡量, 中石化市销率回归1倍应该是可以期待的。即市值达到2.8万亿是中石化在本轮混合制改革的最好的价值体现。乐观的估计, 如果不考虑增发新股带来股本扩张的因素, 相当于目前5元的股价上涨3.7倍, 达到23.5元。从中国石化与国际主要公司的比例关系来看, 拥有较大一次加工能力和成品油销量的中国石化, 目前市值占比明显偏低。

图14: 中国石化 (A股) 最近半年的走势明显强于上证指数



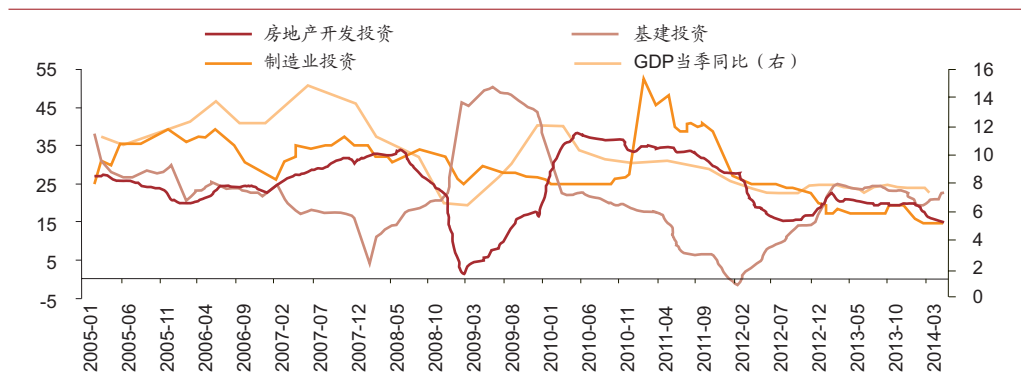
数据来源: WIND

风险：可再生能源带来的技术冲击，行业景气恢复不达预期。

4.2 推荐：铁路行业逆势奔跑

基建投资具有明显的逆周期性。2007年中至2009年初，GDP增速快速下行，期间基建投资快速上行；2009年起经济迅速回升，基建投资增速逐步回落至常态水平。2012年的稳增长中，基建投资再次承担了重任，在房地产投资快速下滑的情况下支撑经济。因此，经济下行还是靠基建稳住，经济企稳之后再功成身退，本次也不例外。

图15：基建投资明显强于其他投资，呈现逆势特征



数据来源：WIND

基建投资具体包括三大块：交通运输、仓储和邮政业，电力、热力、燃气及水的生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业。交通运输、仓储和邮政业包括八个主要部分，分别为铁路运输、道路运输、水上运输、航空运输、管道运输、装卸搬运和运输代理、仓储、邮政。就结构而言，道路运输占比达60.49%，道路运输、铁路运输、水上运输及仓储合计占比92.17%。重点看道路运输及铁路运输。道路运输占比最高，但缺乏明确的投资计划。铁路运输导向性意义较高。

铁路运输方面，4月30日，中国铁路总公司将今年铁路投资总额提至8000亿元以上。这是今年以来铁路投资第三次调增。中铁总同时特别强调，今年铁路固定资产投资，不怕超，不怕冒，确保完成全年投资计划。除增加固定资产投资外，铁总还同时做出四项决定：开工项目由此前44项增至48项基础上，再增至64项；新论证的项目在条件成熟时，年内也可开工；今年新投入运营的线路要确保达到7000公里以上；2014年设备投资额由1200亿增至1430亿以上。8000亿元的投资额高出去年近1500亿元，同比增速达到22.81%，明显高于2013年个位数的增长。

从国际市场来看，据统计，目前全球在建高铁4883公里，规划建设高铁12570公里，中国参与中欧、中亚及东南亚高铁将会大大提升中国高铁在全球的市场份额，中国高铁具备全球第一的高铁里程建设、自主化技术体系和运营经验，这将助力我国高铁技术走向全球市场。

最近半年，李克强总理出访欧洲和非洲，一直在推广中国高铁。他在非盟会议中心发表演讲，表示中方将积极参与非洲公路、铁路、电信电力等项目建设，实现区域互联互通，还将在非洲设立高速铁路研发中心。非洲的现代化进程加快及经济加速发展需要高铁和高速公路等快速交通网的支持，交通提速对非洲经济提速非常重要。“高铁外交”之所以成为关注点，主要原因在于中国要加快“一带一路”，丝绸之路经济带的发展离不开高铁的推动，通过中欧、中非和东南

亚高铁的建设，将有利于建立一个广泛的欧亚大陆贸易区，这是中国未来10年发展对外贸易的重点工作。中国的高铁技术过硬，建设成本具有一定优势，适合非洲的地域国情。本次总理非洲之行再提高铁，表明高铁在国家经济和外交等方面的重要地位，无疑会有利促进中国铁路设备行业的国际化发展。

维持铁路行业推荐评级，重点推荐中国北车、中国南车、时代新材。

4.3 推荐：工程机械行业

从市场驱动因素来看，国际市场方面，2014年全球经济增长形势将好于去年，欧美经济已经出现增长趋势，将带动国际市场对工程需求量的增加；同时，中国还在主动推动产能过剩行业的出口，包括与非洲国家的贸易联系，以及欧亚铁路、东南亚铁路和中美铁路等长远战略的推进都将从不同程度上推动中国基建、铁路和工程机械行业的发展。从国内来看，随着新城镇化等稳增长政策的落实，内需扩大的推动将会逐步释放市场需求，从而推动相关行业摆脱底部徘徊状态，助推强势企业业绩向上。

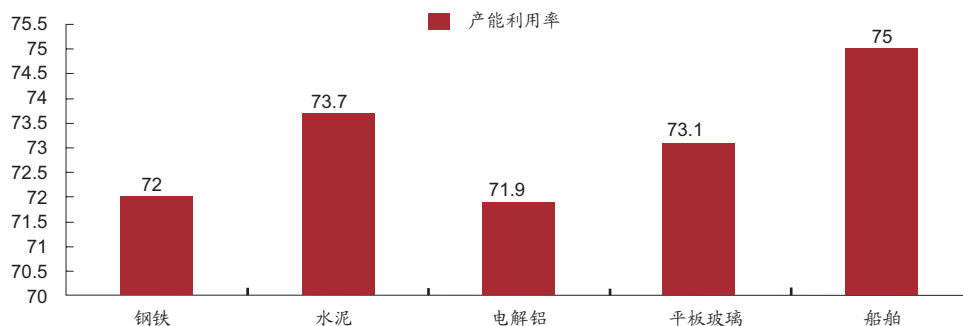
工程机械行业在经历前几年的快速增长之后，巨大存量和较低设备利用率制约了新增需求，但是经过2012、2013年市场去库存消化和调整，目前行业低点已过，整体已经基本稳定，总体微弱复苏，中、长期呈向好趋势。2014年部分下游行业投资环境有所好转，高铁、公路、铁路、城市轨道交通以及市政建设等领域利好不断，预计将步入微弱复苏期。

维持工程机械行业推荐评级，我们看好行业的龙头以及有外部事件驱动的上市公司，比如柳工和徐工。

4.4 推荐：水泥行业

水泥行业在过去一年表现当中，明显强于与建材行业相关的其他周期性行业，包括钢铁、玻璃、煤炭等。水泥价格、行业经营景气程度均强于钢铁、煤炭，水泥具备区域垄断性和低库存的特点，尤其是水泥行业的销售半径与区域垄断性的特点，区域寡头的形成有利于竞争环境的改善，亦有利于行业协同的建立和维持。

图16：资本品各子行业产能利用率对比



数据来源：WIND

4万亿投资刺激导致行业产能新增巨大，“去产能化”周期远较“去库存化”周期为长，但行业龙头并购及各地政府主动淘汰落后产能的进程仍在持续，在供给端的逐渐好转且产能有效净化的背景下，随之新型城镇化的启动，以及中西部地区的上市公司业绩增速提升有保障。

因此，我们认为，水泥行业的投资机会及选股侧重供给侧。全行业角度，规模新增产能冲击引致最恶劣时期已过，供求边际在改善中。核心逻辑在于，产能利用率和行业集中度持续提高，行业景气持续上升，业绩增长源于产品价格同比提高。

重点推荐的区域为新疆、西北、华东、中南和东南区域，A股重点公司为海螺水泥、华新水泥、江西水泥、祁连山、天山股份、塔牌集团。

4.5 推荐：金融业

银行业：推荐评级，银行业是熊市的弃儿，牛市的宠儿。在经历了5年估值连续下滑之后，市场对银行风险的担忧被过度放大。目前上市银行有不错的安全边际，随着下半年政策和经济的企稳，预计银行股的估值修复将为投资者带来稳定的投资收益。

从超额收益的角度，推荐浦发、兴业、平安、民生，从高分红和稳定收益角度，推荐建行、工行。

券商：推荐评级，新“国九条”和2014年创新大会明确券商要向现代投资银行转型，未来行业的驱动力在于直接融资比例提升、财富管理业务提速、三板做市商初步形成、互联网金融公司倒逼券商业务模式转型。这将要求行业加快业务创新，持续提升杠杆率，提高行业ROE水平。

预计直接融资比例将持续提升，新型资产管理业务推出，机构间将尝试交叉持股，行业牌照放开导致重组加速。根据监管政策解读和草根调研，预计未来佣金率不会大幅下滑，将维持在0.065%以上。交易制度活跃促使新三板规模将超预期，重组/资产证券化/优先股/中小企业私募债等业务扩容将促进投行业务多元化。收益凭证将成为券商新融资渠道，预计信用交易业务未来仍有增长空间。

推荐中信证券、海通证券。

保险：推荐评级，尤其是看好寿险公司

从承保业务来看，寿险保费收入实现开门红，全年新单保费和新业务价值有望爆发式增长，产险业务虽然综合成本率攀升，但仍有望维持比较稳定的承保利润。从投资端看，投资新政推出后，保险资金可配置投资品种范围扩大，同时高收益率固定收益类产品占比上升，未来保险投资收益有望得到较大改善。

从保险公司的资产和负债久期对比而言，资产端的久期明显低于负债端久期。在利率上升的情况下，资产端下跌的损失明显小于负债端的损失，即净资产收益增加。而在利率市场化的情况下，贷款期限的延长，及“以旧换新”的出现，银行的资产久期会扩大；受货币市场基金及其他理财产品的影响，存款期限明显缩短，导致银行资产端久期明显缩小，这种久期的错配将增加银行的资产风险，导致净资产收益损失。所以，在利率上升窗口期，对保险和银行而言，存在明显的不同影响。

具体到保险行业不同的公司来看，寿险公司的负债久期往往长于财险类公司，因此，寿险

公司更为受益于利率的上升；同样是寿险公司，期缴类产品比例大的，现金流充足的公司更为受益于本轮升息周期的来临。而银保、趸交比例高的公司现金流压力大，并不能利用本次窗口期锁定高收益的固收类资产。

4.6 谨慎推荐：房地产股受政策影响较大，优质房地产股值得关注

房地产市场政策系统性规则正在制定，加之人民币汇率贬值和国际资本流出，对房价造成一定影响。另货币政策趋近稳健，将减少新增货币对资产价格的冲击。更为市场化的政策将为刚性需求提供合理的恢复性增长。房地产市场出台系统性规划的可能加大，上市房地产公司融资重启，关注具有兼并重组优势且有市场竞争力的房地产龙头。

4.7 谨慎推荐：食品饮料及相关消费股

白酒股的龙头企业目前估值合理，虽短期缺少上涨的催化剂，但估值日益变得有吸引力。建议负债率低、现金流充裕的增持优质白酒公司，比如五粮液。在未来白酒行业的淘汰和重组过程中，拥有现金支持的龙头公司将具有更为强大的兼并收购能力。关注植物蛋白饮品的投资机会。

关注大消费行业当中，具有竞争力的企业。尤其是以大品牌、小市值的企业值得长线投资。

4.8 谨慎推荐：钢铁、电力、煤炭等传统行业板块

受万亿新投资拉动，基础设施新增投资规模强力拉动基础设施建设板块新需求，钢铁、电力行业迎来难得的周期逆转机会。

能源价格上期上涨趋势不变，在经济低谷期，能源价格便宜，投资能源企业正逢其时。推荐目前低估值的石油和煤炭大型企业，尤其是盈利能力强的企业。

4.9 中性：耐用消费品缺少成长性，电子元器件走势分化

家电板块受房地产调控放松的预期影响下，出现估值修复。电子、消费行业估值较高，受苹果、三星目前的景气度较高的影响，短线走势较强，但存在阶段性回调风险，谨慎参与。

4.10 谨慎推荐：有色金属等大宗商品价格企稳

中国经济结构调整，大宗商品价格下行压力仍然较大。但新投资周期的启动，已带来大宗商品价格短期的企稳，关注上述周期行业的阶段性阶段。小金属存在讲故事的主题投资机会，包括镍、铝、锌等品种在国际市场有资金追捧。黄金价格短期或将考验1200美元/盎司，按照巴菲特所言，即使跌到800美元也不会买。不过考虑到美元长期贬值的可能性，黄金仍然需要充当天然货币的角色。

4.11 减持：创业板、TMT及文化传媒行业

估值过高，创业板故事讲到人人皆知的地步。近期新股发行重启对创业板和中小板估值提升有正强化的过程，但估值与成长的不匹配使得投资者参与风险大增，因此，尽管短期创业板个股仍可能持续上扬，但其风险与收益明显不成正比。

5. 主题投资：自下而上的寻找“国企改革”机会

本届政府治理经济的主要方针就是向改革要动力。过去30年享受的改革红利并没有消失，而是进一步的强化。而国企改革正是本轮经济改革的主要方向，把握住这一点，对证券市场的投资者意义重大。

毫无疑问，国企改革是2014年的重大投资热点，并将在9月份国企改革方案出台之前预热。

按照18届三中全会的精神要求，经济体制改革是全面深化改革的重点，核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。必须积极稳妥从广度和深度上推进市场化改革，大幅度减少政府对资源的直接配置，推动资源配置依据市场规则、市场价格、市场竞争实现效益最大化和效率最优化。政府的职责和作用主要是保持宏观经济稳定，加强和优化公共服务，保障公平竞争，加强市场监管，维护市场秩序，推动可持续发展，促进共同富裕，弥补市场失灵。

从国资管理的角度，将会借鉴淡马锡的经验，从而减少国有资本管理人对企业具体经营事务的干预。但市场对此仍莫衷一是。

当然，我们应该看到，国企改革的目的不是压缩国资的生存空间，而是不断提升国资的经营效率。因此，盘活存量，引入市场资金，激发经营活力仍是国资改革的主要目标。

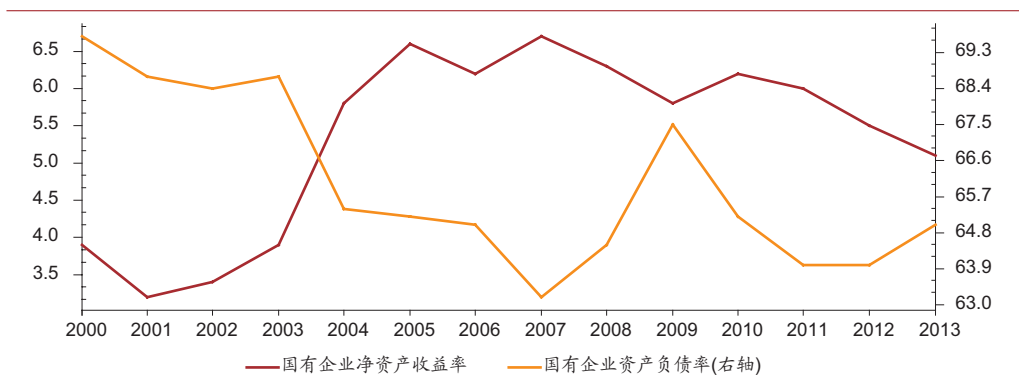
国企改革的方法有很多种，一种是自上而下的改革，包括建立类似淡马锡的国有资本投资控股公司和资本运营公司，通过建立独立董事会来降低政府的行政干预，使得政企彻底分离；另外一种是自下而上的，由国有企业自身开展混合所有制改革，通过盘活存量资产，减少一股独大的弊端，从而提升盈利能力和企业经营效率。

本次并不重点研究宏观方向的国企改革，以及淡马锡模式对中国国企改革带来的借鉴意义，而是更多的研究混合所有制对微观层面企业层面所带来的机会和挑战，以及由此带来的二级市场投资机会。

对比1997年至2002年期间，由朱镕基总理领导的国企改革，主要通过建立现代企业制度，采取下岗分流、资产转让、兼并收购及MBO等方式来盘活存量资产，提升国企企业经营业绩，这也为2005-2007年的牛市奠定了市场的业绩基础。

而本次国企改革的背景提出，与1997年有相似之处，都在于国企经营的业绩下滑影响了存量资本的活力和效率。尤其是经济增速的下滑和国资投资回报率的下降均会影响市场的效率。有数据表明，自2007年以来，整个国企的股权回报率逐年下滑，目前中国国企整体的ROE已经低于5.5%，回到了2003年中期的水平。

图17：自2007年以来国企整体ROE连续7年下滑



数据来源：WIND

我们都知道，国有资本在资本市场所占据的地位是民资无法撼动的。中国资本市场要出现牛市，必须要解放国资产的生产力，提升国资产的经营效率，从而恢复市场对国资产的信心，才能激发以国资产为主导的蓝筹股的集体上行。

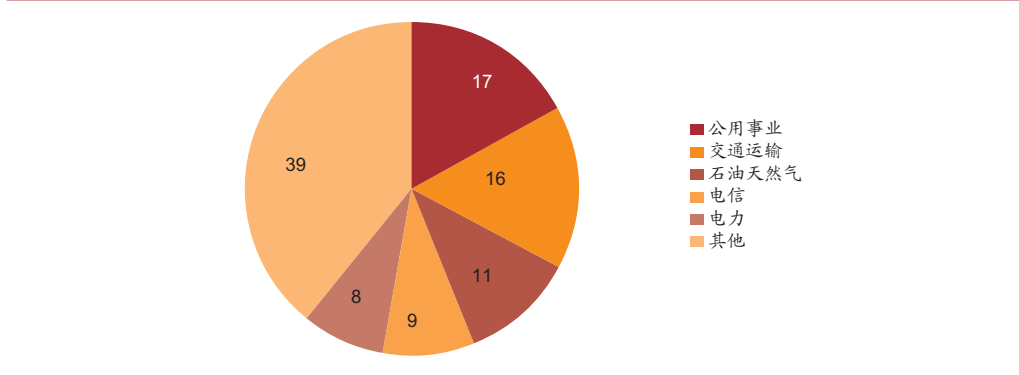
因此，我们认为，本次国企改革的成功与否是未来2-3年内牛市能否形成的充分必要条件。

从混合所有制的实现方式来看，主要包括以下几种：整体上市、分拆上市、分立、引进战略投资者、股权激励、员工及管理层持股的方式；

从投资逻辑来看，除了市场热衷于地方国企改革的思路以外，我们更加推动央企改革的思路。尽管段时间来看，地方国企由于资金规模较小，市值更灵活，更适合于短期跟风盘的热炒。但占据市场中流砥柱位置的仍然是央企。如何改变央企的现状，是本轮国企改革的主要矛盾之一。

央企主要集中在以下领域：银行、石油天然气、资本品、保险、建筑等领域，因此，上述行业的国企改革将是未来市场能否走出牛市的根本条件。

图18：国有资产行业分布（单位：%）



数据来源：WIND

根据国资委主任阐述混合制四种实现思路来看，对于类似于金融、石油天然气这两个涉及国民经济命脉的重要行业和关键领域的行业而言，保持绝对控股仍然是必要的，国有资本持股比

例不能低于50%，但仍可以通过各种方式转让部分股权和资产给民营和外资，这对于盘活存量资本，充实资本金，仍是有必要的。

由于目前国企改革仍处于初始阶段，政策制定者可能会先将一些优质企业作为国企改革试点。同时，鉴于地方政府债务压力增大或国企改革深入推进，各地政府也已开始选择一些质量较差的国企进行改革，通过盘活国有存量资本，来缓解地方债务压力。

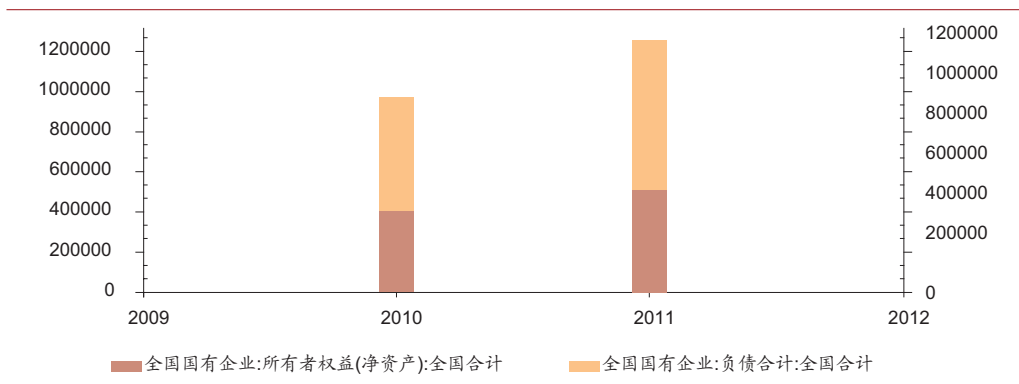
比如像国有银行和保险等蓝筹公司完全可以借助普通股和优先股定向融资来解决目前资本金不足的问题。而类似于像中石化这样的垄断行业，仍可以采取下游行业分拆上市的方式来获得经营资金，从而为进一步的扩大上游油气资源做准备。

从央企改革的角度来看，受益者主要集中于逐步引入竞争的原有垄断行业，包括：石油石化、电信、铁路和港口；从地方国企改革的角度来看，主要受益者在于食品饮料、家电及零售等竞争性板块，主要为这些先行先试省市的龙头企业。

国企改革进程是一个长期的过程，至少要在2020年之前才能完成，当前仍存在一些阶段性的困难。包括：1）混合所有制中国有资本持股下限的问题；2）管理层持股，涉及各方利益，推进较缓慢；3）国资委管理模式要优化升级；4）传统行业（钢铁、纺织），行业趋势不好、企业又特别庞大，行业集中度有望进一步强化。

虽然改革存在困难，但国企改革是激发存量资产，驱动经济结构升级的核心动力；由此理顺“宏观经济增长、微观盈利改善、蓝筹估值提升”这些中长期逻辑，并且涉及50万亿的国资规模、区域覆盖面广，影响广泛。这的确是一个机会众多、需要长期关注的主题。

图19：国有净资产超过50万亿，总资产超过120万亿（截至2011年）



数据来源：WIND，华林证券

6. 资产配置策略：权益类资产比例提升至7成

回顾过去25年，研究统计表明，平均房价上涨了9倍，黄金上涨了5倍，上证综指上涨了21.9倍，但人民币对内贬值超过68%。如果投资者能够长期持有以上证50指数ETF为基础的投资标的物，将它当作房子一样持有，这样不仅能够跑赢通胀，也能够跑赢一切实物资产，因此，投资A股实现10年10倍的回报应该也不难。

6.1 股票资产（70%）

考虑到目前A股名义估值水平较低，可逐步增加低估值蓝筹股的长期投资占比。维持低估值蓝筹股至4成；或配置指数型基金，推荐配置大盘指数基金ETF（510050）、上证金融ETF（510230）。

6.2 债券：主要配置可转债（20%）

可转债作为具有绝对保本线的债券而言，只要持有到期，就既能获得本金，也可以获得利息；如果中间转股，更能在持有期获得超额收益。当正股出现上涨机会的过程中，可转债的看涨期权的价值能够得到较大的提升。

表4：到期收益率从高到低排名前十的可转债（截至6月13日）

代码	名称	最新	纯债价值	到期收益率	转股溢价率	纯债溢价率	剩余期限	转股价值	债券评级
110020.SH	南山转债	96	99.1221	6.4869	0.2592	-0.0315	4.3452	76.2406	AA
125089.SZ	深机转债	97.2	94.7665	4.4635	0.4171	0.0257	3.0877	68.5921	AAA
110017.SH	中海转债	95.2	92.7415	4.4487	1.0018	0.0265	3.137	47.5581	AAA
127002.SZ	徐工转债	94.8	87.2392	4.083	0.1657	0.0867	5.3671	81.3239	AAA
110023.SH	民生转债	92.19	84.9163	3.8946	0.2292	0.0857	4.7562	75	AA+
110019.SH	恒丰转债	98.59	93.4566	3.1708	0.1296	0.0549	2.7781	87.2781	AA
113001.SH	中行转债	101.72	98.5243	2.9669	0.0281	0.0324	1.9726	98.9362	AAA
110018.SH	国电转债	105.47	97.7492	2.827	0.0982	0.079	3.1863	96.0352	AAA
128005.SZ	齐翔转债	105.5	91.419	2.5763	0.0955	0.154	4.8466	96.304	AA
113006.SH	深燃转债	98.71	82.1276	2.2127	0.2085	0.2019	5.5041	81.6785	AA+
110011.SH	歌华转债	102.96	95.8689	1.9615	0.3512	0.074	2.4548	76.2001	AAA
113005.SH	平安转债	106.9	85.4778	1.3905	0.0824	0.2506	5.4466	98.766	AAA
110015.SH	石化转债	107	96.3601	1.0802	0.0407	0.1104	2.7014	102.8112	AAA
128004.SZ	久立转债	107.41	82.6478	0.9434	0.2559	0.2996	5.7041	85.5263	AA
110024.SH	隧道转债	109.7	86.1405	0.8762	0.0252	0.2735	5.2548	107.0031	AA+
113002.SH	工行转债	106.36	97.012	0.4896	0.0093	0.0964	2.2192	105.3824	AAA
110012.SH	海运转债	103.81	97.6689	0.3028	0.2976	0.0629	1.5699	80	AA
113003.SH	重工转债	111.2	88.8418	-0.277	0.1784	0.2517	3.9781	94.3633	AAA
128001.SZ	泰尔转债	108	87.5541	-0.611	0.0256	0.2335	3.5753	105.3004	AA
110025.SH	国金转债	115.6	78.9222	-0.928	0.1125	0.4647	5.9205	103.9059	AA+
128003.SZ	华天转债	121.5	84.7254	-1.5081	0.0547	0.434	5.1644	115.1951	AA
110022.SH	同仁转债	115.99	91.3968	-1.6174	0.1829	0.2691	3.4795	98.0538	AAA
126729.SZ	燕京转债	105	97.2752	-1.7967	0.1281	0.0794	1.337	93.0748	AA+
127001.SZ	海直转债	128	88.2817	-2.895	0.11	0.4499	4.5178	115.3191	AA+
110016.SH	川投转债	131	97.9344	-5.4112	-0.0019	0.3376	2.7726	131.2431	AA+
128002.SZ	东华转债	178.1	83.5037	-9.1016	-0.0006	1.1328	5.1178	178.0251	AA
125887.SZ	中鼎转债	135.36	100.3166	-12.9282	-0.0081	0.3493	1.6658	136.4553	AA

数据来源：WIND、华林证券

看好偏债性、且到期收益率较高，跌破100元面值，具备较高安全边际的可转债，包括南山转债、徐工转债和民生转债。

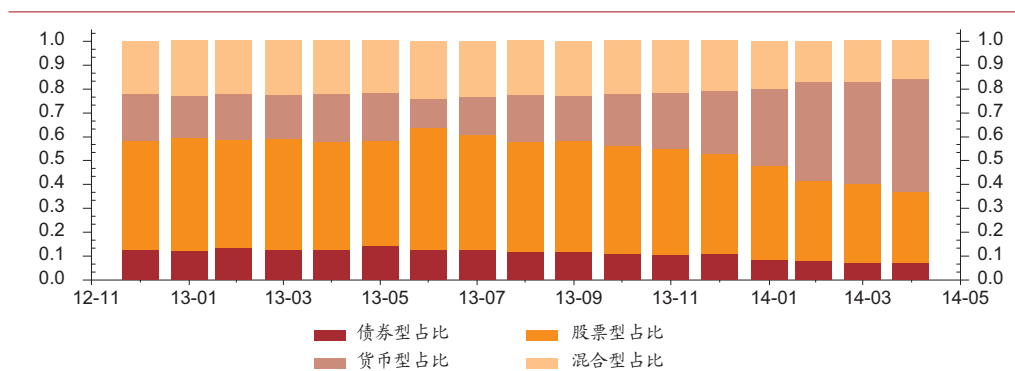
6.3 货币现金类资产（10%）：减少配置货币型基金及各类现金产品。

从基金产品结构来看（不考虑QDII基金），股票型基金占比从2013年6月的半壁江山，到2014年4月份仅三成，货币市场基金占比从2013年年中的不足两成到目前接近五成。仅从基金的产品结构的构成来看，这与2005年非常相似。

由于2005年货币基金7天年化收益普遍高于一年期定期存款利率2.25%（税后仅1.8%），自2004年第四季度以来，货币基金就出现被市场投资者疯狂追捧的现象，这与2013年以来各种宝宝和货币基金受市场追捧的现象有非常大的相似之处。2005年三季度末，货币基金总规模达到2037亿元，占基金总资产比重达43%；2005年底，货币仅总规模达到1868亿元，占基金总资产比重达40%；2006年一季度末达到2278亿元，占据基金总量的半壁江山。以上数据对比来看，目前市场有点像2005年当时的A股市场，由于缺乏赚钱效应，导致资金更加保守的追求稳定的收益性产品——货币基金。但不幸的是，一旦股市的牛市回来，货币基金也将遭遇泡沫破裂的风险。比如2007年当时由于股市走牛，加之央行连续加息打压固定收益市场，投资者流传着“货基整一年，不如股基涨一天”。一些货币基金承受着巨额赎回的压力，2007年也成为货币基金最为艰难的一年。

由此总结出一个历史的经验，在货币基金风靡一时之际，往往是股基最难过的阶段，而股基最疯狂的时候，曾经风光一时的货基和“宝宝们”也难免需要面对投资者的背叛。

图20：自2011年以来四大类型基金的占比



数据来源：WIND、华林证券

6.4 不动产及大宗资产（0%）：实物型资产已极大高估，减持黄金及投资型房产等实物资产。

互联网教育

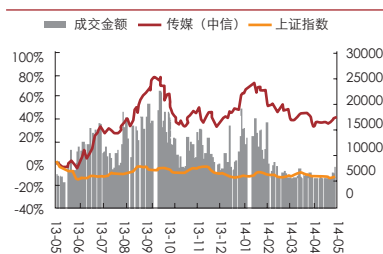
推荐

投资顾问：鲁利

执业证编号：S1280612080002

Email: lul@chinalions.cn

电话：0551-62874632



数据来源：WIND、华林证券

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

教育互联网化带来的产业效应及投资机会

——互联网教育行业报告

主要观点：

• **引言：**数千年来，教育作为选拔人才的稀缺资源为少数人拥有；而千年后，随着互联网的发展，互联网改造传统教育行业序幕拉开：上世纪90年代末因互联网诞生远程教育；21世纪初随着传统线下培训机构转战线上，在线教育进入公众视野；21世纪10年代，互联网基本普及，互联网改造传统教育行业的序幕也渐渐拉开。

• **中国教育金矿：**活到老，学到老，是中华民族的传统美德。从天真孩童到懵懂少年到而立青年到不惑壮年再到知天命的中年，我们的教育从被动接受的学前启蒙教育到主动选择的K12教育到高等与职业教育再演化到定制养成的公益、冥想灵修等。这一过程伴随个人认知能力演进与教育细分需求演进而展开。

• **教育互联网化的商业模式和产业化进程：**教育互联网化分为2C、2B2C和线下2C三中商业模式，其核心是线下线上的流量转化。而在产业演进上，2C仍在创业、2B2C在A股上市、线上2C在美股上市。

• **中国教育互联网化带来的投资机会：**自去年首届国际在线教育峰会正式将2013年定为我国在线教育元年以来，国内在线教育得到包括BAT（百度、阿里巴巴、腾讯）在内的各方关注与重视，近期教育部在线教育研究中心也已在加入EDX的清华大学正式成立，而随着我国人口结构的变化和互联网渗透率的不断提高，未来互联网教育行业的发展前景值得持续关注。重点推荐：全通教育、拓维信息、立思辰、科大讯飞。

• **风险提示：**相关国家政策风险；中国文化属性变革风险。

1. 传统教育遇见互联网：从私塾到MOOC（大规模在线开发课堂）的发展

中华民族有着5000多年的悠久历史，期间教育的内容和形式也不断的发生变化。从远古时期自发学习到夏商周的教育机构“成均”、春秋战国的“私塾”、再到唐朝的“书院”、清朝的“洋务学堂”以及新中国的“学校”，办学模式经历官办、民办、官民合办但以官办为主的一系列模式，不变的是教育的本质：为统治阶级选拔人才所用。

然千年后，随着互联网的发展与普及，互联网改造传统教育行业的序幕拉开。20世纪90年代，互联网进入中国，也因此诞生了网络教育，网络学院开始起步。这种教育方式便捷门槛低，使得很多低学历甚至是无学历者获得学历进而找到工作，这是中国互联网教育的始祖；而到21世纪初很多线下培训机构转战线上，以论坛、社区、网校的形式提供线上学习和交流平台，在线教育逐渐进入公众视野；到21世纪10年代，随着互联网的普及，互联网改造传统教育行业序幕渐渐拉开：社会化网络红利吸引BAT等互联网巨头、各路互联网创业者进入在线教育行业，国外MOOC更是如火如荼，提供线上免费名校公开课共享优质教学资源。

表1：从私塾到MOOC的发展

时期	阶段特征	教育形式	代表机构	学习内容	特点	目的	学习者
远古时期	原始社会	劳动中学习	野外	生存技能	自发性	生存	所有人
夏商周	奴隶社会	官府办学	成均	礼、乐、射、御、书、数	文字出现	学而优则仕	少数人
春秋战国	封建社会	民间、私学兴起	私塾	儒、墨、法等百家争鸣	自由、平等	学而优则仕	少数人
魏晋南北朝	封建社会	私学、家学	私塾	科举制度设立	均等教育机会	学而优则仕	少数人
唐、宋、元	封建社会	官办、私学	书院	儒、玄、老、庄等	书院兴盛	学而优则仕	少数人
明	封建社会	教育衰落	国子监	宗学、武学、医学	名存实亡	学而优则仕	少数人
清	半封建半殖民地	癸卯学制	洋务学堂	朱程理学、戊戌变法	现代教育萌芽	学而优则仕	部分人
新中国	社会主义社会	管办学校为主	学校	科学技术知识	现代教育	学而优则仕	多数人
90年代末	互联网开始发展	远程教育平台	网站	网络学历教育	未来获得学历	学而优则仕	多数人
21世纪	互联网开始普及	线上培训	网校	在线培训网校	未来提高成绩	学而优则仕	多数人
10年代	互联网快速发展/改造传统行业	大规模在线开放课程	MOOC	名校公开课	优质教育资源开始共享	全人教育	所有人
接下来	网站、客户端、APP盛行、实时ON-line	多终端云接入	泛互联网	各种个性化知识	碎片化、扁平化、高效化、共享化	个性化学习	所有人

资料来源：申万研究

2. 从启蒙教育到定制养成的中国教育金矿

中国人的一生是学习的一生。从天真孩童到懵懂少年到而立青年到不惑壮年再到知天命的中年，我们的教育从被动接受的学前启蒙教育到主动选择的K12教育到高等与职业教育再演化到定制养成的公益、冥想灵修等。这一过程伴随个人认知能力演进与教育细分需求演进而展开。

2.1 启蒙教育：以亲子教育和家庭教育为主导

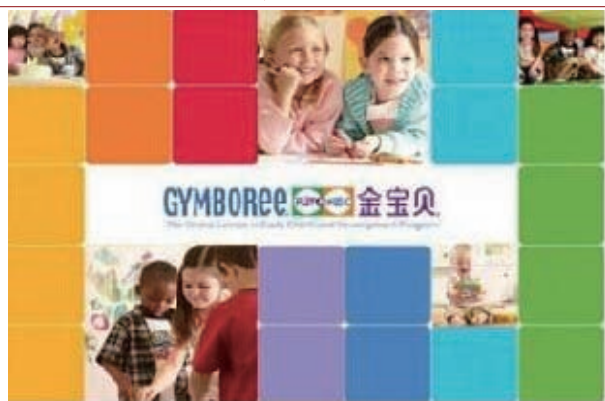
启蒙教育是对儿童智力和天性进行开发的教育，形势丰富，特点主要是通过家庭教育以及亲子互动的寓教于乐形式展开。近期再次热播的《爸爸去哪儿》某场程度就是一种亲子启蒙教育的范本，不仅节目嘉宾参与节目的过程是一种亲子启蒙教育，对观看节目的观众来说也是一种亲子启蒙教育，亲子教育的其他形势还包括APP、互动游戏以及早教中心等。

图1: 《爸爸去哪儿》宣传海报



资料来源：互联网

图2: 金宝贝国际早教中心



资料来源：互联网

就学前教育而言，70后、80后普遍缺乏启蒙教育，90后好转，00后和10后将普遍拥有启蒙教育，这是因为00后及10后的80、90后父母们已从自己身上体会到启蒙教育以及家庭教育的重要性。启蒙教育领域相关细分行业包括学前教育培训、APP与游戏、玩具与儿童用品、在线旅游等。

2.2 K12教育：学习主动性差，学校教育及监护人为主导

K12即Kindergarten through twelfth grade,为基础教育的统称，指从幼儿园（Kindergarten，通常5-6岁）到十二年级（grade12，通常17-18岁）；K12部分包含了启蒙教育，这里只要指中、小学教育。

当前中国中、小学教育的核心仍然是升学，小升初、中高考均是K12阶段的主要目的，而伴随着升学压力和竞争，K12阶段的外语教育、学科竞赛等增加升学砝码的教育内容也越来越受老师和家长的重视，升学压力倒逼老师和家长对K12教育投入越来越大，相应带来的投资机会越来越多。

图3：迪士尼儿童英语



资料来源：互联网

图4：方直科技中小学在线学习平台



资料来源：互联网

K12阶段的教育本质是反天性的活动，因为玩耍是孩子的天性，因此学习需要在父母和老师的引导下完成，其特点就是学生主动性差，监护人为主要决策者。K12教育领域相关细分行业包括教学同步软件、家校信息平台、教育信息化、线下线上培训等。目前K12在线学习（包括1V1）模式大部分已进入A轮-C轮融资，相对成熟，线下模式则以早教和兴趣培训为主，仍处早起阶段。K12教育领域过去一年创投事件主要集中在：在线学习、垂直社区、教育信息化、线下培训中心等领域；互联网方面以在线题库、在线家教与1V1为主。

2.3 高等与职业教育：主导寻找，人生终将辉煌

高等与职业教育包括高等教育和职业教育，高等教育从最基础的考试（高考、考研、出国等）到外语培训、证书培训（CPA、CFA、司考）与MOOC；职业教育包含更广阔的技能与证书培训如新东方烹饪学校、蓝翔技校等。其特点是学生基本形成了自我认知能力，同时也因为就业生存压力或因梦想而主动选择。

图5：新航道雅思培训合肥站



资料来源：互联网

图6：新东方考研英语培训



资料来源：互联网

2.4 定制化养成教育：用户追求自我实现和境界提升，定制化旅行方式居多

读万卷书不如行万里路，定制养成或定制化教育，并不是一个专有的教育品类，但其需求却实实在在存在，这种教育以定制化的角色扮演、公益旅行及冥想灵修等为形式，电影《私人定制》、《非诚勿扰2》、《Hold住爱》中的部分场景即为该类代表。

图7：电影《非诚勿扰2》中的角色扮演



资料来源：互联网

图8：电影《Hold住爱》中剧情



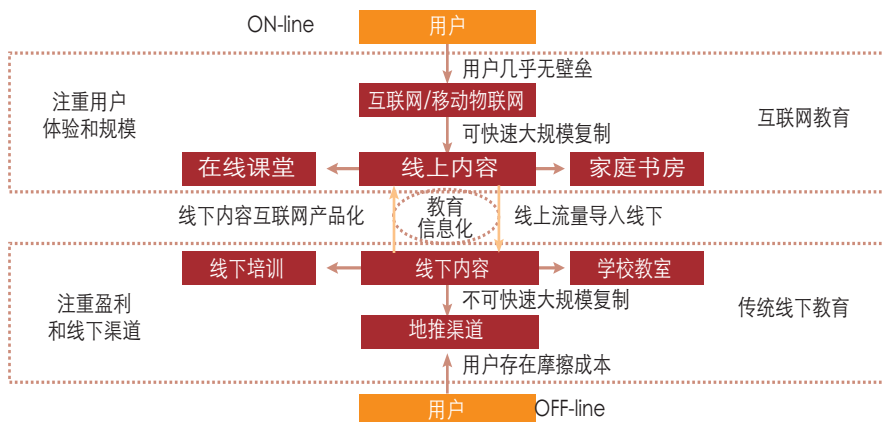
资料来源：互联网

3. 教育互联网化

3.1 教育互联网化的商业模式：2C、2B2C和线下2C

教育互联网化分为2C、2B2C和线下2C，其核心是Online/Offline流量转化，根据互联网化程度，互联网对传统教育的改造可分为三种模式：纯线上模式（纯互联网）、线下向线上导流量模式（教育信息化）、线上向线下导流量模式（线下培训导流）。

图9：互联网改造传统教育行业



资料来源：申万研究

表2：教育互联网化过程中的三种模式

教育模式	核心	特点	优势	劣势
2C纯线上	线上用户体验	实现难度大	可快速大规模复制	难保证用户体验
2B2C信息化	O2O场景化	O2O闭环	用户粘性高、可较快复制	垂直领域需要前期深耕
向线下2C导流	基于线下设计产品	服务线下	ARPU值高	难以快速大规模复制

资料来源：华林证券

1、2C的纯线上模式。2C模式即纯线上导流模式，直接通过互联网获得用户并提供服务，核心是用户体验，特点是用户体验实现难度大。其形式包括在线视频（直播、录播）和线上学习（在线题库、作业批改、师生互动等）等，代表有一起作业、100教育等。

2、2B2C的信息化模式。2B2C模式即教育信息化模式，通过固定教育场景的信息化（2B）导流线上（2C），实现教育的互联网化，核心是O2O场景转化，特点是O2O闭环，代表产品有全课网、全课豆豆等。

3、线下2C的导流模式。线下2C导流模式即通过互联网平台获得用户再导流线下教育，本质是线下培训模式，核心是基于线下内容涉及在线产品，特点是为线下服务，代表有E学大等。

教育不像娱乐具备天然的用户偏好，自发学习难度大，因此在教育互联网化过程中因技术手段、用户习惯等限制使得用户体验尤其是纯线上2C模式的用户体验很难保证，这也使得过去若干年互联网教育模式长时间停留在网络社区等单一形式并缺乏商业模式。

3.2 教育互联网化的产业演进：2C仍在创业、2B2C在A股上市、线下2C美股上市

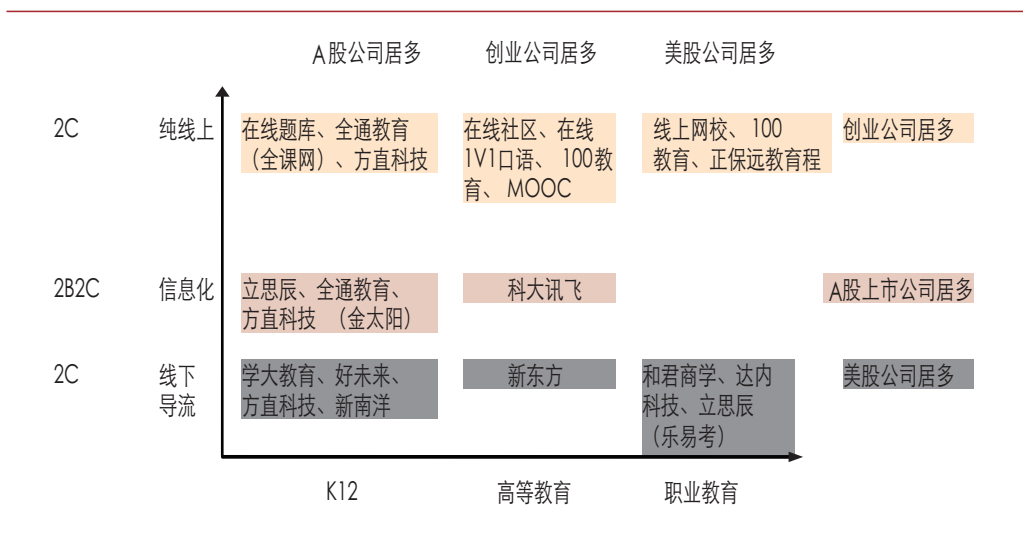
根据互联网教育的产业周期演进，可以看出传统的线下2C培训模式最成熟，无论是K12还是职业教育基本都进入IPO阶段；而线上2C互联网教育模式多处于天使创投阶段；K12领域居多的教育信息化公司居于中间，处于B轮-C轮融资阶段或已在A股上市。

1、A股上市公司主要集中在体制内K12教育信息化领域：如全通教育、立思辰、方直科技

2、美股上市公司主要集中在常熟的K12及高等职业领域的线下培训领域：如好未来、学大教育、新东方、达内科技。

3、纯线上的学习模式则更多处于市场化创业阶段

图10: A股K12信息化、美股线下培训、创业多为纯线上



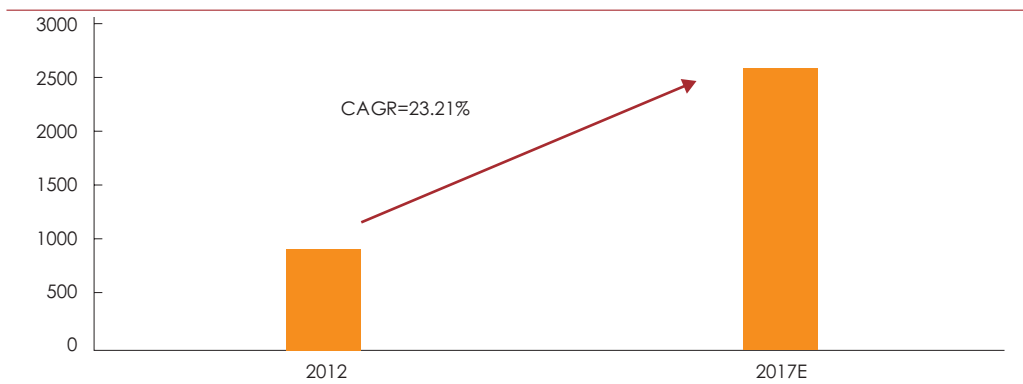
资料来源：华林证券

4. 中国教育互联网化带来的投资机会：高等与职业教育已触网，K12教育互联网化将爆发

自去年首届国际在线教育峰会正式将2013年定为我国在线教育元年以来，国内在线教育得到包括BAT（百度、阿里巴巴、腾讯）在内的各方关注与重视，近期教育部在线教育研究中心也已在加入EDX的清华大学正式成立，而随着我国人口结构的变化和互联网渗透率的不断提高，未来互联网教育行业的发展前景值得持续关注。

根据GSV的全球教育行业报告，2012年全球教育产业规模为4.5万亿美元，2017年预计将达到6.3万亿美元，行业实现年7%的稳定增长。其中按渠道拆分看，在线教育增长速度远高于传统线下教育，未来五年线上教育年复合增长率有望达23%，行业规模将由2012年的900亿美元提升至2017年的近2600亿美元。

图11: 全球在线教育市场规模预测（亿美元）



资料来源：GSV、华林证券

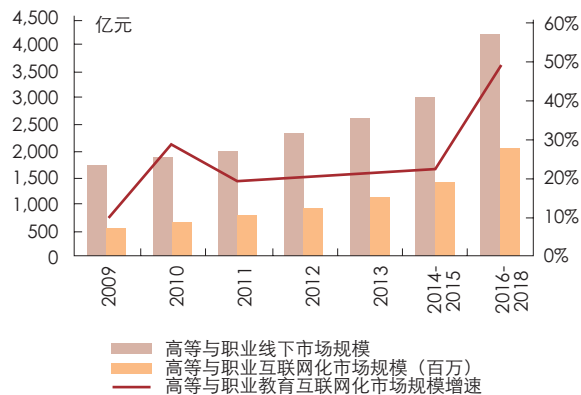
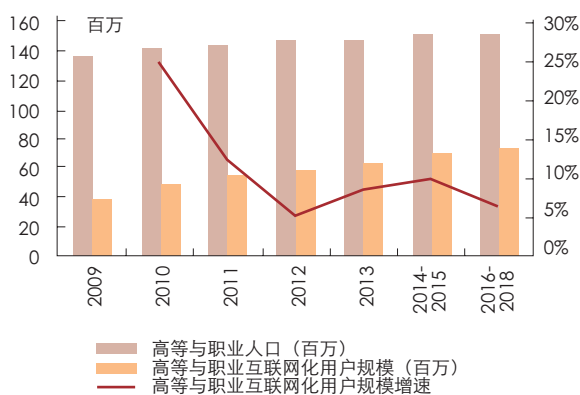
而根据潜在的用户数与相应的互联网渗透率，预计5年内中国教育培训市场规模将达7000亿元，互联网化市场规模将达4000亿元。其中K12线下产业规模2000亿元，K12教育互联网化市场规模将达1500亿元；高等与职业教育线下产业规模5000亿元，高等与职业教育互联网化市场规模将达2000亿元。

4.1 80、90后拉动高等与职业教育触网

教育的互联网化与受教育人群的互联网化有关。中国当前互联网化相对成熟的教育阶段主要集中在外语培训及职业技术培训领域，这与第一批互联网化的80后用户有直接联系。中国约在2002年后逐步普及互联网个人电脑（2010年10月Windows发布），以2002年为节点分析：2002-2014年间80-84年出生人口已进入工作岗位；85-89年出生人口经历着高考、上大学及步入工作岗位的阶段，他们已经完整走过了高等与职业教育阶段，直接拉动了高等与职业教育的互联网化；90-94年出生人口正经历上高中、大学及步入工作岗位，他们正逐步拉动高等与职业教育的互联网化。

目前80-90后大专院校在校学生约3000万人，假设毕业后5年均均为高等与职业教育潜在需求人口，约1.5亿人；假设未来3-5年高等与职业教育人均消费2000-3000元，高等与职业教育线下培训市场规模5000亿元。假设该阶段人口40-50%的互联网/移动互联网渗透率，高等与职业教育互联网化市场规模将达2000亿元。

图12：高等与职业教育需求1.5亿人，互联网化人口近半 图13：高等与职业教育互联网化市场规模2000亿元



资料来源：教育部、中国互联网络信息中心、华林证券

4.2 95、00后拉动K12行业互联网化大潮开启

K12阶段人口互联网化已经开始，该阶段人口不仅被互联网化的95、00后取代，其互联网化本身也已进入高速增长通道：

- 1、12-13年中国K12网民规模增速已达10%，之前年份几乎无增长（0-5%）；
- 2、12-13年K12阶段手机网民增速较10-11年的低增长上升至20%并超过其他人群（15%）；而K12阶段之后网民增速则由10-11年的30%以上下滑至10-20%；
- 3、随着K12阶段人口逐步被高互联网渗透率的95、00后取代，K12在线教育市场有望进一步繁荣。

图14: K12之后网民增速放缓

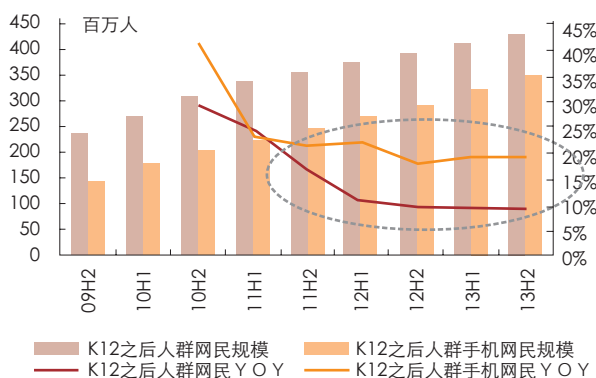
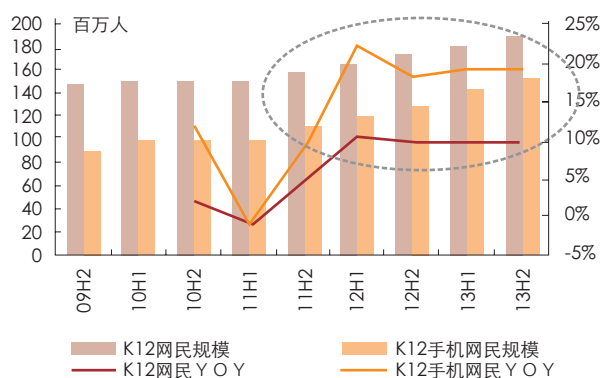


图15: K12阶段网民12-13年持续增长



资料来源: 中国互联网络信息中心、华林证券

目前95-00后K12阶段人口近1.6亿人, 假设未来3-5年K12人均消费1000-1500元(居民人均教育支出); K12线下培训市场规模达2000亿元; 假设K12阶段人口50-70%的互联网/移动互联网渗透率, K12教育互联网化市场规模将达1500亿元, 其中在线题库市场规模约341亿元、1v1市场规模约1132亿元。

图16: K12人口1.6亿互联网化人口近半

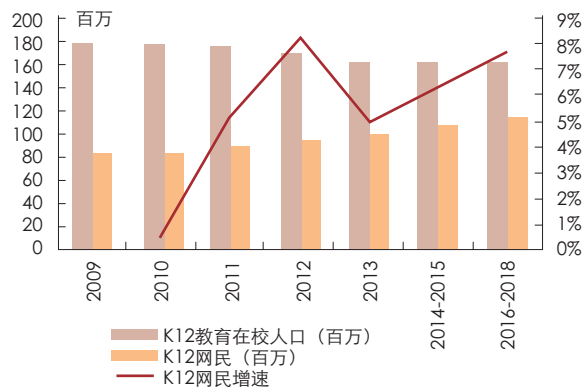
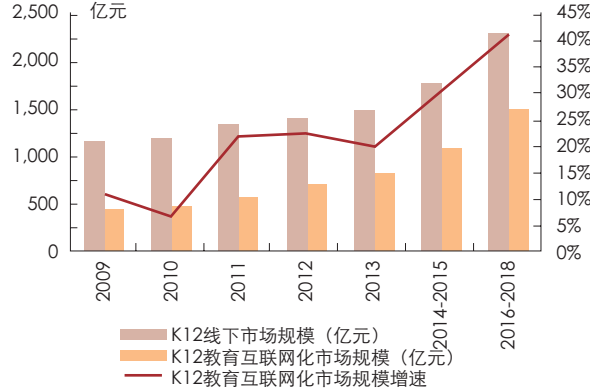


图17: K12教育互联网化规模1500亿元



资料来源: 教育部 中国互联网络信息中心、华林证券

总之近年来, 网民规模的稳步扩大及中小学数字化进程推进, 为在线教育用户数的增长提供了空间和基础, 而另一方面国内潜在教育产品的快速增长, 及教育方式通过网络的推陈出新, 也吸引了更多用户参与其中。从各细分领域市场来看, 2013年学前教育、K12教育、高等教育、职业培训及其他就教育市场规模分别为18亿、202亿、44亿、233亿、65亿, K12与职业教育占比分别高达35.94%和53.02%, 未来发展空间仍然很大。同时, 新浪的教育调查显示目前中国在线教育用户更偏向使用在线教育平台, 其次是网校, APP使用比例目前仍然较低。但未来移动端的增长不容小觑。

图18：各教育阶段教育占比

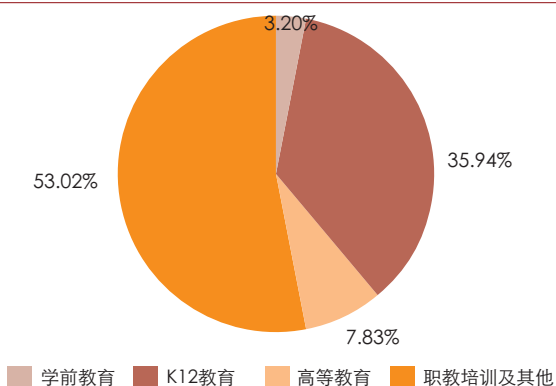
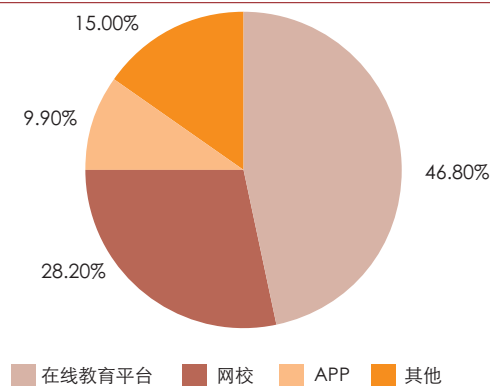


图19：在线教育平台使用度高



资料来源：教育部、在线教育白皮书、华林证券

5. 教育互联网化带来的投资机会

教育行业本身覆盖的范围较广且形式多样，目前国内在线教育市场总体仍处于初期发展阶段，但在海外却经历了多年发展并形成了多样的教学形式与经验。就现在我国的在线教育模式看，总体比较单一，分工上基本由内容、平台和技术三大提供商形成了一条产业链。首先内容提供商主要提供教育视频、学习资料等在内的学习知识及教育工具类产品；其次平台提供商多以具有互联网思维的线上机构主导，为教与学提供中介平台；再者就是技术提供商主要为平台或是公司提供整体技术解决方案及搭建云教育平台。当然现阶段国内上市的平台较少，内容与平台商界限也不清晰，已具有提供产品与在线入口的双重性质。

表3：三大主要提供商典型公司

内容提供商	平台提供商	技术提供商
好未来	微课网	华平股份
新东方	YY教育	立思辰
MOOC	传课网	天喻信息
正保远程教育	多贝网	科大讯飞
百度文库	粉笔网	拓维信息

资料来源：华林证券

6. 重点个股跟踪

6.1 全通教育（300359）

1、全通教育将全面转型K12在线教育服务提供商

公司将利用其校讯通所覆盖的7800所学校、2500万用户以及300万直接付费用户进行高附加值互联网教育服务变现，产品包括全课网（全课通包月）与全课豆豆在线视频客户端（按课时收费）等，预计14年完成1000所学校推广并获得100万活跃用户，15年开始大规模变现，公司将全面转型K12互联网教育服务提供商。

2、全课网、全课豆豆绕道运营商构建K12“家庭-家庭”互联网学习闭环生态系统

公司开始推广云阅卷系统和微课程任务单，学生在全课网和全课豆豆上完成任课老师布置课程任务并与老师进行在线学习辅导，前者使用场景在教室，后者在家庭，学习任务单将锁定在校学生导流全课网、全课豆豆，绕道运营商构建“家庭-家庭”互联网学习闭环生态系统，这将基本锁定所覆盖学校学生的所有K12学习及辅导刚性需求。

3、全课网、全课豆豆远期市场规模300亿元，15、16年业绩将爆发

全课网按照校讯通30%转化率以及25%付费转化率将获得30万付费用户，按年ARPU值180元（推广期按照360元一半）与60%分成比例计算，15年全课网有望实现0.3亿元收入；全课豆豆按照10%课时转化率，平均课时20小时、单价150元计算有望在15年实现近1亿元收入；假设远期用户全部转化，全课网、全课豆豆市场规模空间将达300亿元，全课网、全课豆豆15、16年有望贡献1亿元、7亿元，对应净利润0.3亿元、2.1亿元业绩将爆发增长。

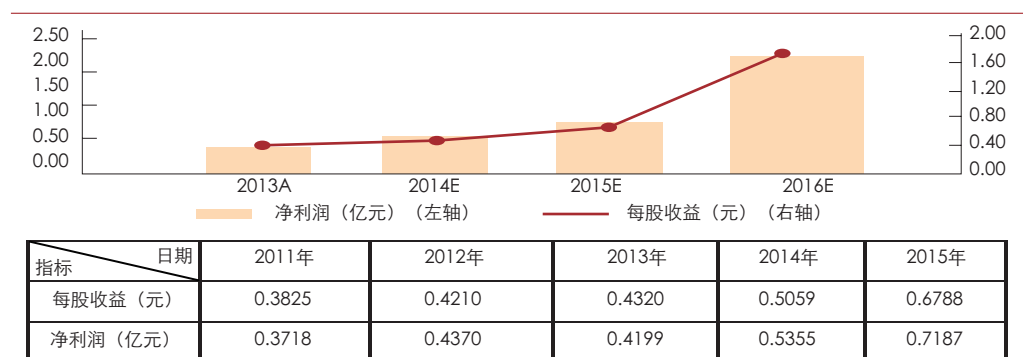
4、商业模式升级，战略规划清晰，新产品 2015 年或开始贡献业绩

从 B2B 到 B2B2C，公司商业模式在不断升级，但其“节约教师工作每一秒”的核心理念并未发生改变。公司战略规划清晰，未来 3 年目标是 1、做好传统基础业务，这也是公司业绩和转型的保证；2、夯实原有的同运营商合作的渠道，增加用户规模，提高 Arpu 值；3、“全课网”今年的发展以活跃用户数作为目标，2015 年进行部分收费，2016-2017 年将“全课网”打造为学习首选的教育信息化工具，未来以全课网在校园市场份额作为公司发展目标。公司顺应行业趋势，在巨大市场空间下，我们看好公司战略、管理层和运营团队，我们认为公司未来价值空间巨大。

5、盈利预测及投资建议

预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.59/0.71/0.91 元，对应 PE 分别为 91/75.1/58.9 倍，公司目前市值仅48 亿，教育产业未来空间巨大，公司商业模式独特，我们乐观看待公司在互联网教育产业的积极试水，给予公司“买入”评级。

图20：全通教育盈利预测



资料来源：东方财富网、华林证券

6、风险提示

(1) 云阅卷系统、微课程学习任务单等项目学校推广受阻，进程低于预期

(2) 相关政策风险

6.2 拓维信息（002261）

1、运营商资源是重要的比较优势

公司作为拥有电信系统级软件信息集成能力的企业，在多年的增值服务运营中与电信运营商各级公司建立起了良好的合作关系，运营商资源禀赋是驱动公司业务方向变化的内在因素，当中最为核心的是与运营商之间的全网计费通道所能产生的货币化价值。目前公司将战略定位于两点：互联网教育和手游。我们认为这两个市场均在移动互联网背景下具有较好的市场潜力，并与公司现有资源较为切合，未来获得成功的概率较大。

2、校讯通业务为转型互联网教育已经打好基础

公司校讯通业务在中国移动数字校园战略下获得了极大发展，目前业务已经涉及10余个省8000余家学校，覆盖人数超600万。校讯通本就是连接学校、学生、家长的重要平台，该业务已经为公司未来互联网教育打好了潜在的用户基础；同时公司在线下大力发展针对K12群体的培训教育，在线上大力发展名校联盟打造数字教学资源平台，线下线上双线布局的模式加上校讯通平台做为纽带，在互联网教育模式不清晰的行业背景下未来或能走出一条新的道路，摆脱纯粹以视频点播等传统意义上的互联网教育形态。

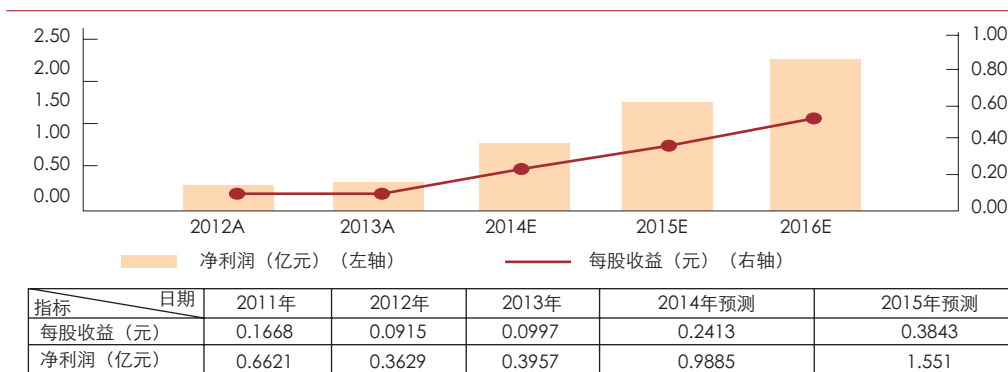
3、手游业务本年度将大幅提升业绩

公司手游业务虽从游戏代理起步，但起点明显较高。从2011年获得《植物大战僵尸》到如今《愤怒的小鸟》和《僵尸2》均是国外热门手游。前者月流水超1000万而《僵尸2》月平均流水已经超过2000万，强力助推了1Q公司业务增长。当然，在稳步积累代理发行经验之后，公司也将业务进一步延伸到游戏制作，通过控股或参股手游公司形式进入该领域。近期公司公告将以现金加股份形式收购《啪啪三国》开发者火溶信息公司，公司手游制作能力将获得加强。预计合并后将显著提升游戏业务板块的利润率水平。

4、盈利能力预测及投资建议

公司各项业务均发展良好，本年度净利润有望翻番。但考虑到本次收购对价或有虚高因素，导致EPS有大幅被稀释的可能性。我们保守预期完全稀释情况下2014年EPS为0.18元，目前价格基本已反应价值所在，予以“买入”评级。

图21: 拓维信息盈利预测



资料来源: 东方财富网、华林证券

5、风险提示

市场系统风险，有补跌可能。

6.3 科大讯飞（002230）

1、公司业务在多个领域已进入收获期，其中教育领域尤其突出，在公司收入比重已经接近1/3

教育领域应用加速，进入业绩爆发期：第一、口语评测业务基本垄断：普通话口语评测已在全国推广；英语口语评测在广东、江苏、重庆等多个省市高考中应用，后续推广预计只是时间问题；第二、教具和班班通产品推广良好，从公司语音数码产品的大幅提升可以得到印证。国家在教育信息化的加大投入，将有利于公司这块业务的快速增长。第三、并购广东启明、与人教社、北师大、外研社等战略合作，均为公司在教育产业链的整合提供有力支撑。

2、与启明信息强强联手，加速语音技术在车载导航中的普及应用

启明信息是一汽集团自主品牌前装车导航提供商。根据协议，双方将互相引入对方产品及技术，将车载智能终端与智能语音技术有机结合。合作内容包括：基于汽车内联网及非联网各类车载终端中的语音交互应用；针对当前及未来车载智能终端与智能手机互联互通相关技术进行深度联合；基于双方合作的车载智能终端及手机互联产品的合作运营等。与启明信息合作后，公司基本覆盖了国内前十大车厂。

3、汽车环境对语音技术需求强烈，公司超前布局，先发优势明显

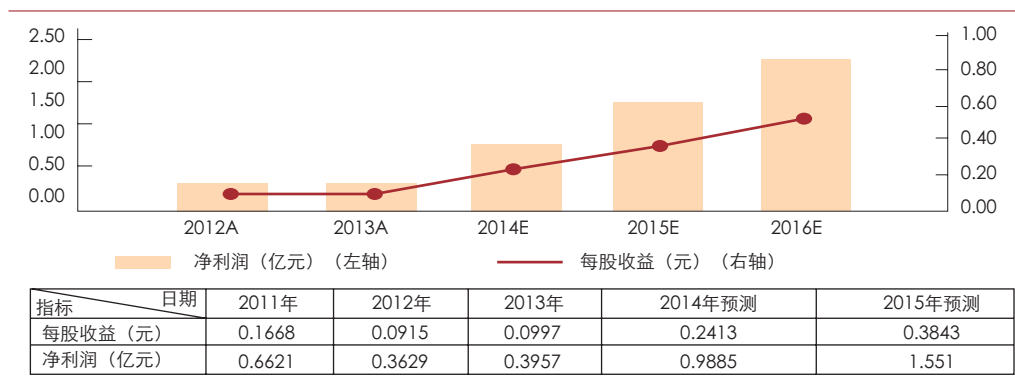
新交规发布后，广大用户对汽车环境下的“人车语音交互”需求空前高涨。公司通过世界首创的回声消除、语音唤醒以及不断完善的自然语言理解技术，已经引领了汽车智能语音应用的升级发展。昨天，公司的首款硬件产品小V声控车载电话在京东上线。凭借领先的技术和超前的布局，车载导航有望成为继手机、电视后公司下一个重要的市场。

4、盈利预测及投资建议

随着公司的智能语音应用在汽车领域普遍开花和广泛落地，越来越多的用户将感受到智能语

音技术给汽车带来的独特魅力。今年公司加大了市场拓展的力度，软硬一体化战略也正在付诸实施，后续的进展值得期待。预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.63、0.95 和 1.43 元，给予“买入”评级，目标价 35 元。

图22：科大讯飞盈利预测



资料来源：东方财富网、华林证券

5、风险提示

战略合作具体的实施内容和进度存在不确定性。

6.4 方直科技（300235）

1、站在在线教育的风口上，全球资本都在关注在线教育

过去一个月，整个在线教育市场发生几件事，谷歌投资在线教育软件 Renaissance，公司估值10 亿美元。阿里巴巴领投在线教育平台TutorGroup。欢聚时代YY 宣布投入10亿美元做在线教育。因而，我们可以看到大互联网公司以及产业资本对在线教育的嗅觉和重视，全球资本都在关注在线教育。

2、聚焦于中小学及学前教育的垂直公司

公司聚焦于面向中小学同步教育市场，有自身固定的用户群体，且线下光盘的覆盖面已经达到700-800 万量级，这是往线上延伸用户的基础。同时，公司线下用户贡献的ARPU 值只有10 块钱，往线上导用户，ARPU 值提升空间大。

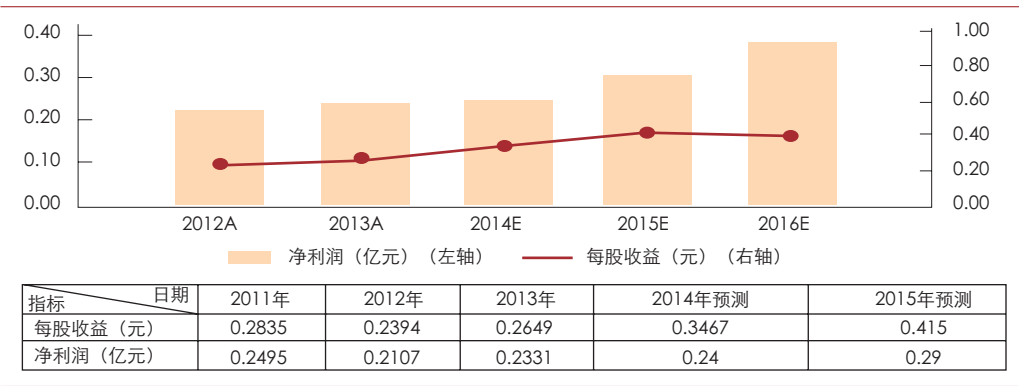
3、公司内容端也在不断丰富

在线上内容方面，除了光盘本身的同步教育内容之外，公司在逐渐增加线上口语教学、改错题、背单词等新内容，仅仅围绕着K12 同步教育丰富内容。在移动端领域，公司也在储备产品。

4、盈利能力预测及投资建议

公司K12教辅内容独具优势，在线教育产品正在布局中，给予“买入”评级，给予公司未来6-12 个月35 元目标价位，维持14-15 年EPS 分别为0.37 元和0.48 元。

图23：方直科技盈利预测



资料来源：东方财富网、华林证券

5、风险提示

- （1）金太阳产品推广效果低于预期。
- （2）公司互联网转型进展低于预期。

物流行业

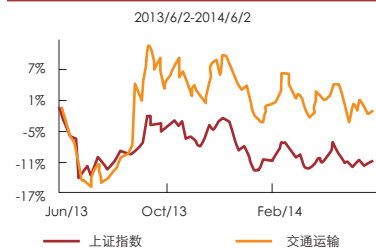
推荐

投资顾问：杨津

执业证编号：S1280612100002

Email: yangjin@chinalions.cn

行业指数与上证指数对比



数据来源：WIND、华林证券

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

电子商务与冷链物流： 生鲜电商推动冷链宅配

——O2O系列报告之二

主要观点：

• 现代物流

大物流即现代物流（modern times Logistics）指的是将信息、运输、仓储、库存、装卸搬运以及包装等物流活动综合起来的一种新型的集成式管理，其任务是尽可能降低物流的总成本，为顾客提供最好的服务。

• 生鲜电商大发展

我国生鲜电商诞生于2005年，易果网成立，2013年“本来生活”靠事件营销“褚橙进京”一炮而红，吸引了足够的眼球，激发了消费者的消费习惯转移，到2014年，类似的事件营销层出不穷，如顺丰优选推出“荔枝传说”，天猫“疯狂车厘子”等。

• 生鲜电商新模式

产地直供——运输能力提升后，产地直配成为了可能，在拥有冷链运输能力后，电商可以第一时间把新鲜的时令蔬果配送到消费者手中，而绕开中间商后，成本的下降也为冷链运输提供了成本空间，非产地时令蔬果的销售价格不再高不可及，从小众消费变为大众消费。

地主模式——随着生活水平的提高，中高端消费者除了有基本的“吃”的需求，还有体验农家生活的需求，电商抓住这一需求，推出“地主计划”。

C2B订单——C2B是一种变相的以销定产，即商家按照消费者的需求进货，典型的例子是乐视和小米，生鲜电商典型的案例有“天猫车厘子”和顺丰“荔枝传说”。

• 冷链宅配——生鲜电商的支柱

生鲜电商的发展离不开配送能力的支持，为了保证食品的新鲜、可溯源，需要电商具备快速的冷链运输能力、最后一公里配送能力以及从源头起的全程质量控制能力。

我国生鲜电商目前的竞争格局，领先的都是产业链上原有的公司，如具备大数据优势的电商平台、具备运输优势的物流企业、具备终端配送能力的社区商超，而生鲜生产商由于集中度低竞争激烈很少有可以从生产商向下垂直扩张的企业。

• 资本市场上的投资机会

- 1) 打通产业链，成为“大而全”的物流电商企业：如海博股份、农产品、锦江投资、东方航空。
- 2) 放弃自建或并购平台，专业从事第三方冷链物流的企业：如长江投资。
- 3) 冷链设备制造企业：如大冷股份、烟台冰轮、汉钟精机。

1. 前言

电子商务的发展不啻为一场产业革命，以大数据为核心，现代物流、电子支付为基础，电子商务与传统商业正在进行深度融合，上一份报告我们探讨了传统商业的触网以及电子商务对实业的渗透，并以欧美先进电商为蓝本对我国电商前景做了一些思考，本次报告我们重点关注电子商务演进的基础之一——物流。

2001年高校第一次开设电子商务专业，彼时电子支付受限于技术，大数据仍在萌芽，阿里巴巴刚开始做B2B并积累数据，腾讯在努力做QQ积累用户，百度在模仿谷歌做搜索，国内对电子商务的认识仍是简单的“给企业做个网页”，高校对电子商务的教授以物流为主，毕业生实习都是去货运站，电子商务专业甚至归属于交通运输学院。

2013年，大数据完成了十年积累，移动终端渗透率量变引发质变，电子支付覆盖率不断提高，电子商务开始了大规模对实业的“入侵”，这与成熟的物流是分不开的，物流、信息流、资金流是三角形的三个顶点。

传统的物流整合，随着菜鸟网络的成立已逐步完成，激烈的竞争下，现在的物流企业大多无法单纯依靠物流本身生存，仓储格局已逐步形成，唯一具有技术壁垒的就是冷链，本报告主要探讨冷链物流以及生鲜宅配。

2. 物流业现状

大物流即现代物流（modern times Logistics）指的是将信息、运输、仓储、库存、装卸搬运以及包装等物流活动综合起来的一种新型的集成式管理，其任务是尽可能降低物流的总成本，为顾客提供最好的服务。我国许多专家学者则认为：“现代”物流是根据客户的需求，以最经济的费用，将物流从供给地向需求地转移的过程。它主要包括运输、储存、加工、包装、装卸、配送和信息处理等活动。

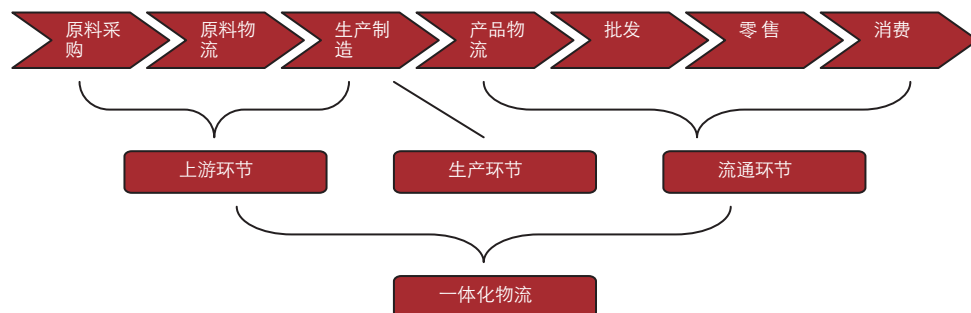
我们都知道经济学的“木桶效应”，随着信息化时代的来临，互联网、移动互联的渗透率加大，传统商业与互联网的融合逐步加深，物流成为电子商务三要素（信息流、资金流、物流）中的短板，中国物流业远远落后于经济，可以用四个字概括“小、散、乱、差”。

国内物流业过去大部分集中于仓储、运输、配送等基础环节，专注于降低成本，提供标准化物流服务，而现代化物流，要求物流企业专注于客户需求，提供个性化物流服务，从简单的“业务外包型”三方物流，变为“全程参与并提供解决方案”的一体化物流。这就需要物流企业依托“大数据”这一工具。

从投资的角度来讲，目前大部分上市公司的传统物流业务并没有很大的增长空间，充分的竞争、微薄的利润制约了传统物流上市公司的盈利增长，只有转型的物流公司才能打开股价上升空间。

淘宝的发展盘活了“三通一达”，而具备大数据优势的阿里巴巴、京东、顺丰等企业已经在一体化物流上具备了先发优势，传统物流业要突围主要依靠其扎根行业带来的行业优势，依托B2B业务发展垂直电商，如：中储股份-钢铁物流垂直电商，瑞茂通-煤炭流通垂直电商，保税科技-液体化工，恒基达鑫-LNG、象屿股份-粮食，或者依托一定的技术优势，如冷链。

图1：一体化物流

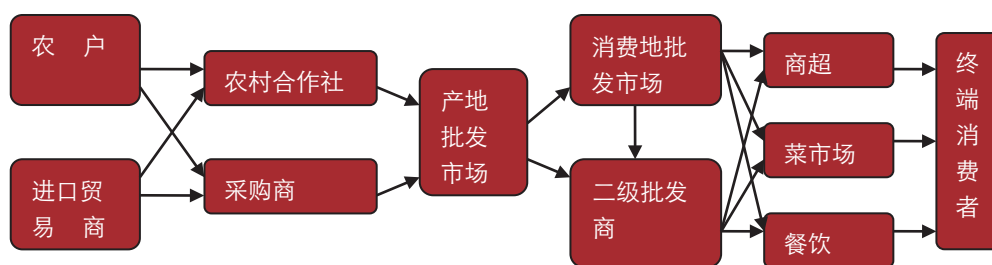


资料来源：华林证券

3. 生鲜农产品电商

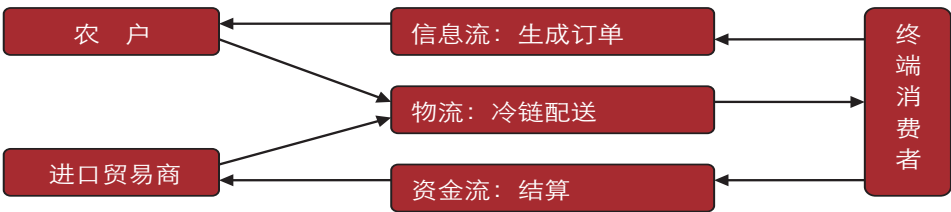
生鲜电商，指通过电子商务直接销售生鲜类产品，如新鲜瓜果、蔬菜、生鲜肉类、海鲜等，属于农产品电商的一种，传统的农产品销售以菜场、超市为主，从“田头”到“餐桌”，往往经历批发、中转、分拨，环节众多且不透明，长途运输冷链缺失，导致食物并非最新鲜。电商要做的，就是使生鲜农产品从生产端直接进入到家庭消费端，绿色有机、冷链运输快速保鲜、环节可控放心安全。

图2：传统农产品流通方式



资料来源：华林证券

图3: 电商农产品流通方式



资料来源: 华林证券

从图中可以看出, 电商的生鲜流通方式拥有众多优势:

- 1、减少了中间环节, 提高物流利润率, 增强终端价格竞争力
- 2、信息反馈快速, 消费者个性化需求得到满足, 用户粘性大
- 3、一定程度上以销定产, 避免库存积压, 以及过度生产
- 4、冷链配送统一, 配送过程中损耗大大减少, 全流程信息化管理, 溯源简便, 安全放心

生鲜电商实现了高效、安全、满足用户需求、减少生产商损失等重要作用。但生鲜市场一直被誉网购市场中的“蓝海”, 涉及到供货、保鲜、配送等环节的考验, 难度颇大

3.1 生鲜电商发展历程

我国生鲜电商诞生于2005年, 易果网成立, 到2008年, 出现了专门做有机食品的乐趣和沱沱工社, 当时的商业模式以小众的本地市场为主, 这是第一阶段, 到2009年, 国内食品安全事件频发, 引发公众对安全食品的需求, 嗅觉敏锐的电商大规模涌入生鲜行业, 代表性的有顺丰优选、京东生鲜, 但很多小规模电商并未熬过客户培育期, 2013年初优菜网、天仙配转让, 经历行业淘汰后, 2013年“本来生活”靠事件营销“褚橙进京”一炮而红, 吸引了足够的眼球, 激发了消费者的消费习惯转移, 到2014年, 类似的事件营销层出不穷, 如顺丰优选推出“荔枝传说”, 天猫“疯狂车厘子”等。

图4: 生鲜电商发展大事记

2005年	易果网成立	生鲜电商诞生
2008年	乐康、沱沱工社	生鲜品类逐步完善
2009年	顺丰优选、京东生鲜	食品安全、大电商进入
2013年	优菜网、天仙配转让	小众电商难以支撑
2013年	本来生活: 褚橙进京	事件营销大放异彩
2014年	顺丰优选: 荔枝传说	生鲜电商爆发式增长

资料来源: 华林证券

3.2 生鲜电商前景可期

在中国，一个行业要想大幅增长，离不开几个要素：政策支持、需求旺盛、资本投入、空间巨大。

3.2.1 政策

三农问题历来是中央重点关注的问题，每年的一号文件都聚焦三农，我们梳理了09年至今涉及支持农业及支持冷链物流的相关文件如下

表1：近年支持冷链物流的政策文件一览

时间	文件
2009.5	国务院关于当前稳定农业发展促进农民增收的意见
2010.6	农产品冷链物流发展规划
2011.8	国务院办公厅关于促进物流业健康发展措施的意见
2011.12	国务院办公厅关于加强鲜活农产品流通体系建设的意见
2012.12	商务部关于加快推进鲜活农产品流通创新指导意见
2013.2	中共中央国务院关于加快发展现代农业进一步增强农村发展活力的若干意见
2014.1	关于全面深化农村改革加快推进农业现代化的若干意见

资料来源：申万研究

3.2.2 需求

2013年，中粮我买网与易观国际联合发布《食品网购白皮书》，在现代人生活节奏逐渐加快的背景下，越来越多的人选择更节省时间的网络生鲜订购，2013年生鲜食品占食品网购比例已经达到6.73，比例最大的是进口食品12.95%。

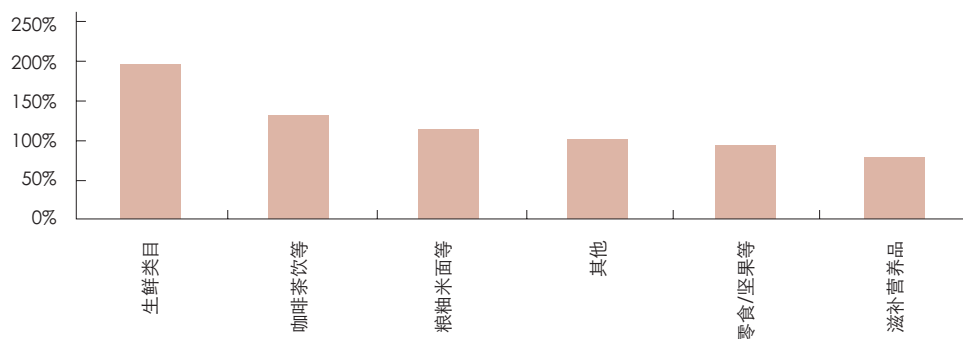
表2：2013年网购食品分类

进口食品	12.95%
粮油	12.63%
休闲食品	11.27%
食品关联商品	8.38%
生鲜食品	6.73%
饼干蛋糕	6.37%
地方特产	6.23%
果汁饮料	6.14%

资料来源：中粮我买、易观国际

2013年，顺丰优选销售额4亿，较2012年增长536%（中国电子商务研究中心）；淘宝（含天猫）同比增长195%。是所有品类中增速最快的品类。

图5：2013年淘宝（含天猫）食品类销售增速



资料来源：阿里巴巴研究中心

根据中粮我买和易观国际的报告，2013年除综合型平台外的垂直电商食品类网购金额为324亿，其中生鲜类占比6.73%，有机食品1.5%，地方特产6.23%，这三类都是生鲜电商及冷链运输的覆盖品类，而综合类平台以天猫和京东为主，2013年天猫农产品销售额是500亿，生鲜占比13.84%，京东100亿，生鲜占比按14%估算，可以大致算出2013年生鲜网购金额为130.18亿，而2011、2012年这一数据分别为10.5、40.5亿，12年、13年增速分别是286%、221%，这些数据说明我国生鲜电商的需求非常旺盛。

表3：我国生鲜电商交易规模

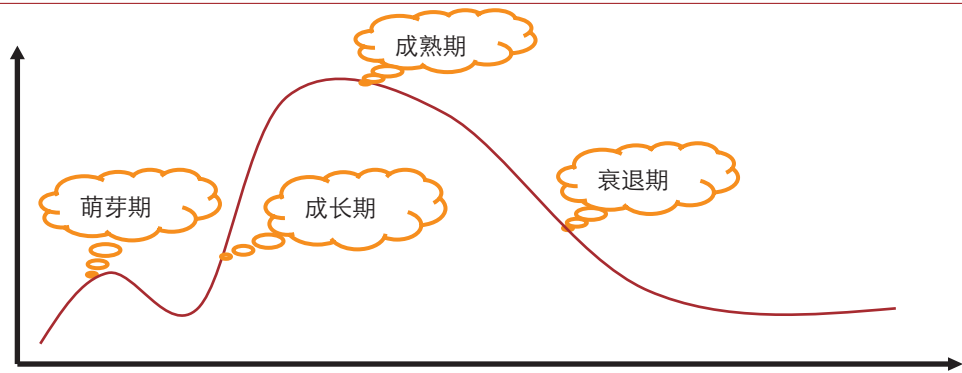
年份	交易额	同比增长
2011年	10.5亿	
2012年	40.5亿	286%
2013年	130.18亿	221%

资料来源：中粮我买、易观国际

3.2.3 资本投入

行业的发展离不开资本的大幅投入，每个行业经历了萌芽期后，无一例外会经历创业者大面积极失败的阴影，而雄厚资本的投入，将再次带领行业进入快速成长期。

图6：行业发展周期



资料来源：华林证券

近年来，因为生鲜电商重复购买率高、可以与客户互动增强粘度、搭售成功率高等特点，大量资本进入生鲜电商，涵盖了传统电商、垂直电商、商超以及物流企业等产业链上的每一环，说明资本对行业前景非常乐观。特别作为电商鼻祖的亚马逊，2014年5月投资2000万美元入股美味七七，是其进入中国十年以来首笔投资，说明其对中国生鲜电商市场的看重。

表4：近年来资本进入生鲜电商列表

分类	名称	上线时间	上线内容
传统电商	京东	2012.7	上线生鲜频道，与第三方合作
		2013.9	上线生鲜自营，加速拓展生鲜品类
	阿里巴巴	2013.7	天猫宣布试水冷链物流。首期将为“水果生鲜”提供配套冷链服务，配送范围将覆盖上海始发至北上广深杭、天津、武汉、重庆、成都、宁波、温州、西安等26个网购热门城市。
	苏宁易购	2013.7	正在依托江苏知名生鲜商品“阳澄湖大闸蟹”，并支持全国下单配送。目前正在依托分布在苏宁全国58个大区的本地运营优势，实现本地生鲜特产的采购，目前已与全国数十家生鲜直供商达成合作关系。
		1号店	2013.4
	2013.7		上线自营蔬菜，涵盖根茎类、叶菜类和菌菇类蔬菜等40种
	淘宝	2012.6	套包生态农业频道等也陆续开始经营生鲜业务。
	亚马逊中国	2013.6	亚马逊中国推出海鲜频道“鲜码头”。
	2014.5	亚马逊2000万美元投资生鲜电商“美味七七”，是其入华十年首笔投资。	
垂直电商	中粮我买	2013.7	获得赛富投资基金数千万美元注资，融资将用于中粮我买网未来几年内全国市场布局及渠道拓展
	沱沱公社	2010.4	中国电子商务领域旗舰九城集团倾力推出国内首家专业提供新鲜食品的网上超市--沱沱公社。
		2012	2012年，沱沱公社的销售额是2350万元，增长180%。配送方式是自营全程冷链配送
	菜管家	2009.12	5000m ² 的冷链物流中心，实现从农产品上游生产到配送及终端销售于一体的一条龙服务
商超	永辉超市	2013.4	上线生鲜电商平台“半边天”，以套餐形式销售生鲜产品，单价从最低338元到最高1188元不等。目前处于内部资源整合阶段。
	山姆会员网上商店	2013.4	沃尔玛旗下网上超市，生鲜类包括蔬果、肉类、海鲜
		2012.5	定位于中高端视频B2C,水果、肉、水产、奶在内的生鲜频道占整个优选销售额的50%
物流企业	顺丰优选	2013	到2013年底，顺丰优选的销售额裸达到1亿元。在上海广州和深圳等地推出常温食品配送，在北京还提供生鲜产品配送上线顺丰优选电商平台，售卖的产品定位在食品、水果和生鲜，生鲜业务目前占其三分之一的比重

资料来源：申银万国

3.2.4 生鲜电商行业空间

电商是传统商业的延伸，要测算生鲜电商的行业空间有多大，要从三个维度来看：电商占社销零售总额的占比，网购中生鲜电商的占比，以及农产品社销总额中网购农产品的占比。

2012、2013年实体农产品流通总额为2.45、2.63万亿，而网购的渗透率不足1%，相比而言，服装类渗透率高达20%。而美国市场中，农产品网销占比也仅有1%。

农产品渗透率低，主要是由于过去几年，电商整体占社销总额比例比较低，整体网购占比

快速提高过程中，找到更容易让消费者从实体购买转向网购的品类，风险更低收益更高，比如如服装，而农产品不论从购买习惯还是运输能力上讲，都不具备优势。而目前网购占比增速开始放缓、热门品类渗透率逐步饱和的情况下，正是农产品电商大规模扩张之时。

在2012、2013年生鲜电商增长率都超过2倍的背景下，保守估计14、15年生鲜电商规模可以有一倍的年均复合增长，分别达到260亿、520亿的规模，从投资角度来看，由于上市公司结构问题，资本市场上我们更多的关注冷链运输的市场规模，目前冷链运输成本占比在30%左右，随着冷链行业资源整合的推进，这一成本将呈下降趋势，按照25%的成本占比，14、15年冷链运输规模将有65亿、130亿。

表5：生鲜及冷链市场规模测算

	2012	2013	2014E	2015E
农产品流通总额	2.45万亿	2.63万亿	2.84万亿	3.07万亿
增速		7.3%	8%	8%
生鲜电商规模	41亿	130亿	260亿	520亿
增速	286%	221%	100%	100%
渗透率	0.2%	0.5%	0.9%	1.7%
冷链运输规模		39亿	65亿	130亿

资料来源：华林证券

3.3 生鲜电商的新模式、新亮点

上一节我们提到，加入生鲜电商竞争的主要有B2C垂直电商、大平台电商、传统商超以及物流企业，经营模式也是多种多样，而根据介入主体的不同，又各有优势。相对于传统的电商模式，农产品生鲜电商加入了其特有的元素。

3.3.1 产地直销

随着科技的进步，大棚种植让反季蔬果成为现代生活不可或缺的一部分，但反季蔬果的口感不及时令蔬果，消费者对消费品的需求不断细化，在运输能力提升后，产地直配成为了可能，在拥有冷链运输能力后，电商可以第一时间把新鲜的时令蔬果配送到消费者手中，而绕开中间商后，成本的下降也为冷链运输提供了成本空间，非产地时令蔬果的销售价格不再高不可及，从小众消费变为大众消费。各大电商纷纷推出产地直供时令蔬果。

3.3.2 地主计划

随着生活水平的提高，都市人群越来越远离原始的土地耕种，中高端消费者除了有基本的“吃”的需求，还有体验农家生活的需求，近年大量涌现的“农家乐”很好的说明了这点，电商抓住这一需求，沱沱工社推出“地主计划”，客户可以租用沱沱工社的有机农场土地，从种植到采摘全程参与，或委托公社按照要求种植、采摘并配送。阿里巴巴推出“耕地宝”，借助土地流转政策，安徽农民、浙江兴合电子商务有限公司和阿里巴巴聚划算平台联合推出首个互联网定制私人农场，全国有3560名用户认购了430余亩土地的一年期使用权，销售额超过200万，这些土地将改变以往先产后销的模式，农民按照投资者的需求种植，避免了“菜贱伤农”，也给消费者提供了一种新的消费模式。

3.3.3 讲故事

讲故事是电商管用的营销手段，比如淘宝的“爆款”策略，典型的案例是“褚橙进京”，褚橙进京是本来生活2012年推出的一个营销策略，原云南红塔集团董事长、“烟王”褚时健出狱后74岁高龄重新创业种橙十年，本来生活将产地云南的“褚橙”进入北京，引入的是一种励志精神，据说这种甜中微微泛酸的橙子，像极了人生的味道。

褚橙正式发售日11月5日前五分钟就卖出800箱，当天卖出1500箱，并带动网站其他品种的销售，原打算卖一周的首批20吨褚橙两天销售完毕，导致断货5天，第二批货到后，在双十一的第二天11月12日开卖，当日销售超过1000单，截至12月6日，本来生活共进货200吨，共4万箱，可见“故事营销”的威力。

图7：本来生活“褚橙进京”



资料来源：互联网

3.3.4 C2B订单模式

C2B是一种变相的以销定产，即商家按照消费者的需求进货，典型的例子是乐视和小米，生鲜电商典型的案例有“天猫车厘子”和顺丰“荔枝传说”。

天猫车厘子

2013年6月27日到7月8日，13天内共有84531人在线预订，订单总金额1500万，预定美国西北车厘子168吨，相当于国内一座中型超市9年的销量，美国政府派驻驻华大使骆家辉与天猫总裁在美国驻华使馆进行了交接仪式，这次C2B事件营销有两个意义，第一，凭借电商强大的营销能力，单品“爆款”无往不利；第二，电商“口碑”很重要，实际上淘宝上还有很多商户推出了预售车厘子，但销量很小，天猫的配送能力、产品质量控制能力保证了单品销量。

图8: 天猫车厘子



资料来源: 互联网

顺丰荔枝传说

2014年5月, 顺丰优选推出“荔枝传说”, 联合高州市政府, 打造“首届网络荔枝文化节”, 以600年古树和杨贵妃“一骑红尘妃子笑”的典故进行“讲故事”营销, 再辅以顺丰绝对优势的配送速度, 保证荔枝的新鲜, 取得了巨大的成功。

图9: 顺丰优选: 荔枝传说



资料来源: 互联网

4. 冷链物流宅配

生鲜电商的发展离不开配送能力的支持, 为了保证食品的新鲜、可溯源, 需要电商具备快速的冷链运输能力、最后一公里配送能力以及从源头起的全程质量控制能力。在这点上, 生鲜电商相比普通消费品电商, 存在一定的行业壁垒, 资本的介入都是对产业链上已有产业的投资、收购, 而重新搭建平台变得困难重重。

我国冷链宅配目前的竞争格局就是这样, 领先的都是产业链上原有的公司, 如具备大数据优势的电商平台、具备运输优势的物流企业、具备终端配送能力的社区商超, 而生鲜生产商由于集中度低竞争激烈很少有可以从生产商向下垂直扩张的企业。

4.1 电商平台

对电商平台来说，充足的流量可以带来大量的客户，平台积累的大数据优势保证了其销售能力，难点在于质量监控、冷链及时配送以及最后一公里宅配，各大电商平台的发展模式也各有侧重，下面我们分别分析亚马逊、天猫以及京东。

4.1.1 亚马逊

亚马逊2007年开始向西雅图地区提供生鲜电商服务，直到2013年才开始将这一业务扩展到洛杉矶地区，2014年进入旧金山、纽约，并计划2014年覆盖北美40个大中城市及德国部分城市。

这一“缓慢”的进程与与其仓储及配送的策略有关，生鲜配送是一个分散采购——集中仓储——分散配送的过程，亚马逊的选择是自建仓储中心，并使用自有运输网络进行采购、配送等服务，全部自建的模式，决定了其试点——扩张的覆盖节奏。

这样做的优点是可以充分发挥大数据的优势，一旦运输网络建成其反应速度、终端反馈速度等都将具备极大的优势，缺点是推进相对缓慢。作为快节奏的电商，这缓慢的节奏也说明了生鲜电商的难度。

仓储

07年亚马逊在西雅图试点生鲜电商后，高企的仓储及运输成本制约了其快速扩张，其2012年以7.75亿美元现金收购Kiva System，Kiva的机器人仓储服务可以使仓储货物订单处理速度提高2-4倍，解决了仓储成本高企的问题，才将供应范围快速扩张，每扩张一地，皆在当地建立集中仓储，以期用最快的速度处理订单。

配送

亚马逊大部分商品采用自有冷链物流，保证了快速反应、质量控制、以及灵活增减运力的能力，在冷链运输上，基本上摆脱了对FEDEX、UPS的依赖。在配送方式上，基本使用约定配送，如客户不方便签收则留在客户家门口并提供两小时保温功能的包装袋，这一点在国内相对较难解决，因为国内城市大部分住户不是独栋，国内电商使用的是另一种模式——社区自提，后面会有详细介绍。

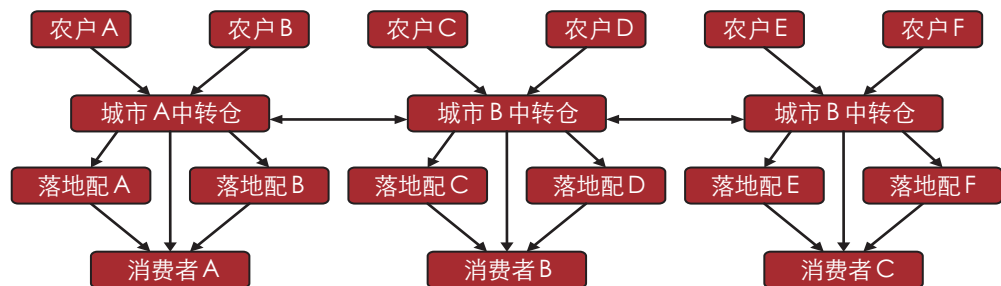
4.1.2 阿里巴巴

与亚马逊的自建物流、自建仓储不同，2013年5月28日，阿里巴巴集团、银泰集团联合复星集团、富春集团、顺丰集团、三通一达（申通、圆通、中通、韵达），以及相关金融机构共同宣布，“中国智能物流骨干网”（简称CSN）项目正式启动，合作各方共同组建的“菜鸟网络科技有限公司”正式成立。其目标是通过5至8年的努力打造一个开放的社会化物流大平台，在全国任意一个地区做到24小时送达。

菜鸟整合了电商、仓储、物流、终端等资源，实现了货物流通全领域整合（见图1），解决了生鲜电商跨区销售难，保鲜难的问题，并有效控制了成本。其目的不仅仅在于为自己的天猫和淘宝平台提供冷链配送服务，而是作为第三方物流为所有生鲜电商提供服务，野心更大，秉承了马云一贯的平台思维。

菜鸟用阿里巴巴擅长的事件营销：天猫车厘子、阿拉斯加海产、荷兰郁金香等案例，很好的检验了其生鲜配送的能力。

图10：冷链配送流程图



资料来源：华林证券

4.1.3 京东

2013年10月，京东与深耕山西的唐久便利店展开O2O合作，以此为范本，2014年3月17日，京东宣布在上海、哈尔滨、温州、西安、乌鲁木齐、东莞等15座城市的上万家便利店进行O2O合作，包括快客、好邻居、良友、美宜佳，与便利店进行信息系统、会员体系、消费信贷体系及服务体系的整合。

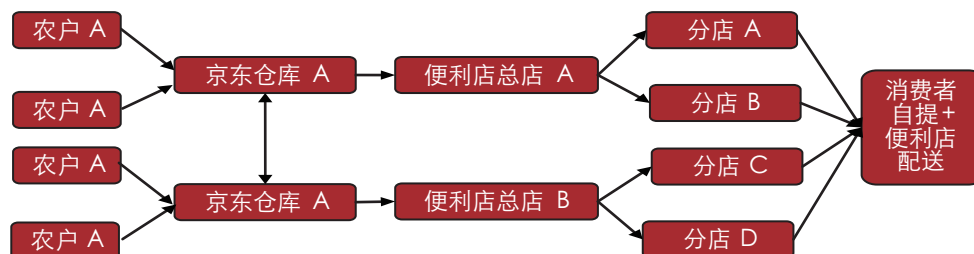
与天猫、淘宝注重营销，注重大数据而依赖三方物流不同，京东在发展的过程中一直是自建仓储，自行配送，拥有高效的仓储中心和配送网络，其快速配送能力是其核心竞争力，在进军生鲜电商时具有天然优势，只需要对仓储和配送系统进行升级，增加冷库和冷链运输能力即可，从这一点来看，京东在生鲜宅配上比菜鸟更有优势，毕竟资源的整合及磨合需要时间，且效率相对较低。

对京东来说，难点在于“最后一公里”，即生鲜品进入仓储中心后，如何更高效的配送到消费者手中，在落地配像亚马逊一样使用自有冷链不是个好的选择，投入较大，且管理难度较高，在国内竞争节奏快的环境下，京东选择了与便利店合作，将网点众多的便利店作为其仓储中心与消费者之间的节点，实现渠道下沉，避免了低回报的大幅终端投入和繁杂的触角管理。

这种京东仓储——便利店总店——便利店分店——配送/自提的模式源于台湾，台湾的便利店系统非常发达，消费者下单后可以在社区便利店自行提货，或由社区便利店进行不需要冷链运输只需要简单保温箱的短途送货。

这种模式优点是辐射深度广，渠道下沉程度高，并且可以讲线上、线下客户资源互通，但缺点同样明显：1）中间环节增多，便利店的配送速度很难达到京东“211限时达”的要求；2）退换货、货损处理较难；3）社区配送碎片化便利店配送积极性不高；4）便利店将线下客户向线上导入积极性不高；5）由便利店配送客户忠诚度下降；6）线下客户服务体验不可控。这些因素影响下，京东的生鲜电商之路困难重重。

图11: 京东冷链配送流程图



资料来源：华林证券

4.1.4 其他潜在平台：苏宁、微信

在电商高速扩张的这个时代，没有什么模式是不可复制的，阿里巴巴拥有大数据的核心竞争力，京东有仓储物流，那么苏宁的线下门店资源和微信的移动端入口优势，都是现有生鲜电商的潜在威胁，只需进行电商网站的并购合作，共享了门店资源和移动入口后，可以很快进入生鲜领域，这也是腾讯一直在做的事情。

4.2 物流企业

顺丰

平台电商主要依赖其大数据、平台入口能力切入生鲜电商，而物流企业在这一点上无法与平台竞争，但顺丰走出了另一条路。

2012年5月31日，顺丰优选正式上线，北京区域全品类配送，2012年12月12日，顺丰优选“时令优选”频道上线，特色经济产品开通全国配送，到2013年12月1日，顺丰优选常温食品配送覆盖全国，凡是顺丰速运可到达的地方均可配送顺丰优选常温食品，冷链配送覆盖城市有北京、天津、嘉兴、上海、苏州、无锡、杭州、广州、深圳、东莞、佛山11城。

经过2年的发展，顺丰完成了从食品切入电商平台，2014年5月18日，518加顺丰新一代实体店“嘿客”在杭州、南京、南宁等城市同时开业，基本覆盖了除青海、西藏以外的全国各个省份。至此，顺丰成功打通线上、线下。

图12: 顺丰“黑客”



资料来源: 互联网

顺丰黑客与英国的Argos比较类似, 通过现场的二维码和触摸屏网上下单, 由顺丰进行配送或客户自提, 并在店内提供试衣间、洗衣、家电维修、ATM、产品展示等服务, 与Argos不同的是, 其店内并没有存货。

在电商争夺PC、移动端入口、完善物流、提升客户体验的时候, 顺丰在夹缝中开拓出一个新的模式, 增加了客户的线下体验, 用高效的物流服务将线下客户引流至线上, 或许能成为一个搅局者。

锦江投资

锦江投资有上海地区最大规模的11万吨冷库, 与上海水产合资组建的中高端海产品交易平台“水锦洋”2013年上线, 主营金枪鱼, 已经在天猫和1号店上线, 实体直营店4家, 品类相对比较小众。

图13: 锦江“水锦洋”



资料来源: 互联网

东方航空

东航作为航空公司, 拥有航空快速运输及快速清关的能力, 东航产地直达2013年上线, 向客

户提供全球范围商品的产地直购，这一尝试海航在2011年已经有过，但已经夭折，航空运输有三个问题，其一是成本高，第二时间长，最后是商品进口后的配送能力不足，目前东航并没有很好的解决这个问题。

4.3 商超

生鲜电商的竞争者包括商超，有农产品、永辉超市、华联综超等，拥有线下网点优势及冷链配送经验的商超，介入生鲜电商主要依赖自建或收购电商入口以弥补短板。

农产品：旗下依谷网2011年3月成立，面向白领家庭的农、副食品网，目前全国有近200家直供基地，实现食材从产地到餐桌，全程可溯源，从田头到分拣到配送实现了全程冷链。缺点是网站入口导入流量进展缓慢，在与平台大电商的竞争中劣势明显，成立三年仍无法突围而出就是明证。

图14：农产品“依谷网”



资料来源：互联网

永辉超市：2014年1月15日试运行公司O2O商业平台——永辉微店，切入移动端入口，但目前只支持福州的八家店，这也是一个无奈之举，PC端网站入口已经形成对新入者的巨大壁垒，流量导入成本很高，农产品的依谷网就是例子，移动端作为混乱的战场仍有机会，但我们认为虽然超市有其产品及仓储配送优势，但永辉明显在互联网时代落后一步，其管理层的互联网思维比较局限，前景并不明朗。

整体来看，商超行业在切入O2O这一点上行动迟缓，只能成为参与者，无法成为搅局者。

5. 投资标的

我们回到对物流业的研究上来，基于上述分析，有几类公司将受益生鲜电商、冷链宅配的快速发展：

1) 打通产业链，成为“大而全”的物流电商企业：通过自建或收购电商平台，利用自身物流优势进行生鲜电商扩张的企业，如海博股份、农产品、锦江投资、东方航空。

2) 放弃自建或并购平台，专业从事第三方冷链物流的企业：像顺丰一样的以物流起家渗入电商很难，但冷链物流是电商切入生鲜绕不开的一环，自建难度大，并购与合作就成为中型电商很

好的选择，优质的具备冷链运输能力的物流企业有潜在并购与合作的机会，且其本身业务有估值提升的空间。如长江投资。

3) 冷链设备制造企业：受益行业扩张带来的固定投入增加，如大冷股份、烟台冰轮、汉钟精机。过去10年国内制冷设备行业收入CAGR为20.3%，而冷链设备增速在15-20%，未来10年内，我国的冷藏车年均增长将达到28%以上，冷藏库年均增长30%以上。

5.1 海博股份

2013年海博股份收购菜管家，实现强强联合，优势互补，菜管家的短板在于稳定的货源和仓储配送环节，海博股份的大股东光明集团旗下拥有农场和上海蔬菜集团，有知名品牌爱森肉，海博则有申宏及香港极限天资的海外牛羊肉冻品渠道，从仓储配送来看，海博拥有353张BH货车牌照，可以为菜管家提供冷链配送服务，其仓储能力仍稍显不足，但土地优势可以很好的解决这个问题。

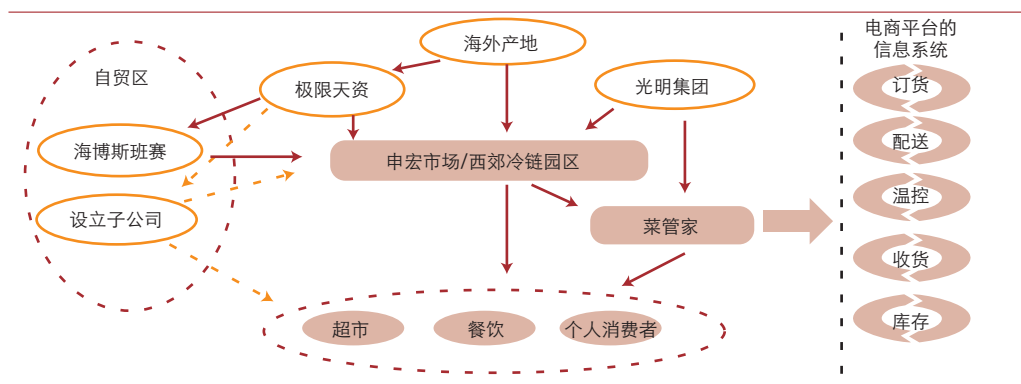
图15：海博“菜管家”



资料来源：互联网

2014年5月，“菜管家”副总经理宋轶勤在参加电子商务与冷链物流大会上表示，菜管家今年内将把业务延伸到华东地区，并且将与海博股份一同打造一个第三方农产品冷链物流平台。

图16：海博物流体系



资料来源：申万研究

预计2014、2015年公司EPS0.36、0.40元，短期内公司股价受到地产业务不确定性的压制，但长期来看将受益于物流业务的发展。

5.2 长江投资

长江投资旗下控股子公司上海陆上货运交易中心有限公司，拥有B2B电商平台56135.com，以上海为中心，组建长三角各大中城市的城市物流配送网络，为B2C电商和电视购物企业提供配送服务。

图17：56135.com



资料来源：互联网

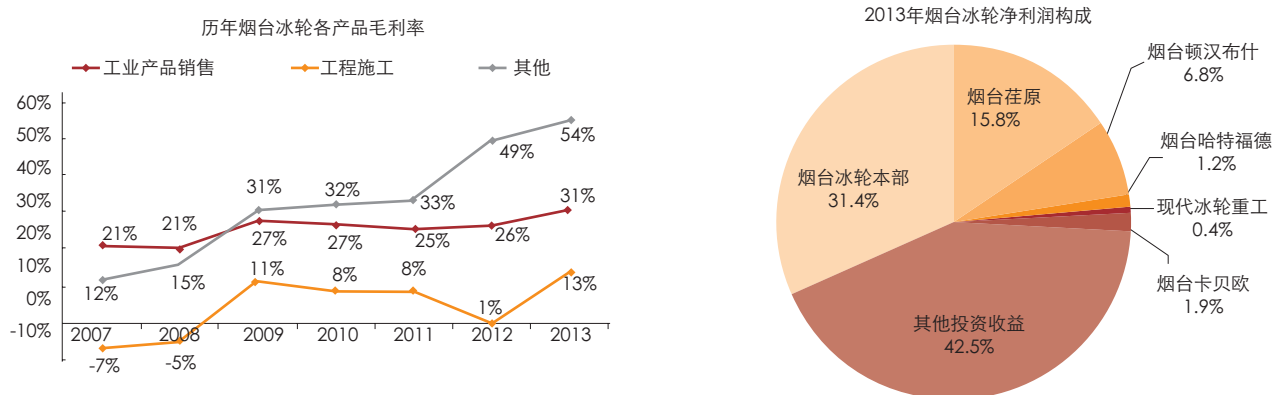
陆交中心2013年获得1号店冷链物流配送资格，并成为天猫制定冷链物流配送商之一，13年冷链配送超过40万件，运力稍显不足。

陆交中心2008年与福建飞远等公司发起成立了COD联盟（中国宅配联盟），在落地配环节有丰富的经验，伴随着电商平台的高速发展，运力提升后三方冷链物流业务有望高速发展。

5.3 烟台冰轮

生鲜电商大发展必然会带动冷链设备制造业的景气度上升，在冷链运输中，仓储中心冷库、冷藏运输设备都是增长点，烟台冰轮主营冷冻冷藏和工业制冷设备，相对而言，烟台冰轮的食品冷冻冷藏比例比大冷股份更高，其毛利变化和净利构成如图：

图18: 烟台冰轮毛利率与净利润



资料来源: 中金公司

预计公司14、15年EPS为0.58、0.67元,从历史走势来看,制冷设备制造的几个公司PE波动区间在15-30倍,合理股价在20-25倍PE,对应14年股价为11.6-14.5元。

6. 风险提示

- 1) 宏观经济不景气,终端销售下滑;
- 2) 新业务模式不达预期及订单执行不足风险。

通信行业

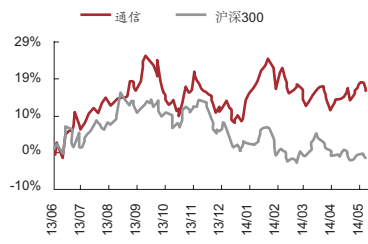
推荐

投资顾问：李伟

执业证编号：S1280612060002

Email: lw@chinalions.cn

行业指数与沪深300指数对比



数据来源：WIND、华林证券

转型焕发生机，4G业绩落地

——2014年通信行业策略

主要观点：

• **2014年下半年我们建议紧抓主线，精选个股。**2014年初至今通信行业累计上涨15.12%，沪深300下跌6.9%，延续了去年的超额相对收益，但绝对涨幅已经失去了往日的辉煌。我们认为，这与市场资金匮乏，新经济转型带来的向好有紧密的联系，下半年随着FDD—LTE牌照的发放，通信行业有望再度成为市场焦点。

• **最看好通信运营市场，转型焕发生机。**智能手机高速发展，移动端开始逐渐取代PC成为人们最为熟悉的伙伴，同时4G建设驱动网速的进一步提升，原来是桎梏的视频流量将不再是难题，我们认为势必引发新一轮运营变革，未来，随着我国移动互联网生态环境的不断优化以及人们消费习惯的转移，移动互联网的市场规模快速增长通道有望开启。那些快速向互联网/移动互联网转型的公司将迎来转型良机，有望分享千亿级别的市场。建议关注股票天源迪科、鹏博士、高新兴，精伦电子和新海宜。

• **4G投资落地，业绩是核心，小票可布局。**4G投资催生行业高景气度，市场对牌照、制式的预期变化为对产业链条上公司实实在在业绩的关注。建议关注股票中兴通讯。设备子版块和技术制式进步（3G升4G）、运营商投资紧密相关，周期特性明显，利润率趋势向下、技术革新带来的淘汰危机，造成该板块内的公司难以重现3G辉煌，预计将结合自身优势、依托产业背景，或并购切入热门行业，建议紧密关注营收和市值规模较小的公司，具体为世纪鼎利、日海通讯、通鼎光电、三维通信、三元达。

• **风险提示。**政策风险、运营商博弈风险、竞争和价格风险

独立性声明：

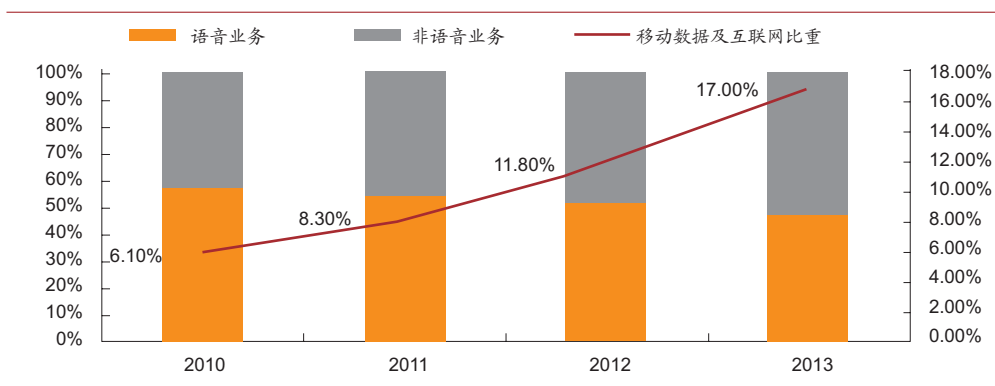
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1. 看好通信运营市场，转型焕发生机

1.1 移动数据和互联网业务贡献日益加大，增值业务发展格局将变。

根据工信部发布的数据，2013年，行业发展对语音业务的依赖持续减弱，非语音业务收入占比首次超过一半，达到53.2%的水平。其中，移动数据及互联网业务收入占行业比重由2010年的6.1%增至2013年的17.0%，已经明显突出了市场需求转型的特色。

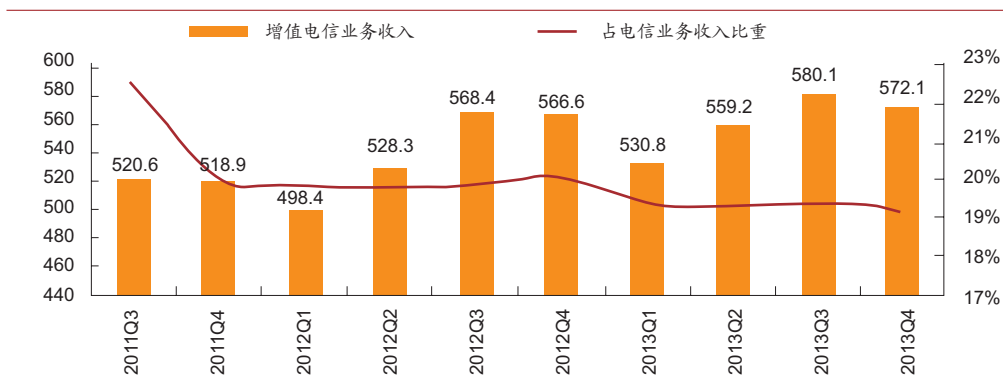
图1：2010-2013年非语音业务收入贡献



资料来源：工信部

移动数据和互联网业务的蓬勃发展却无法掩盖传统增值业务收入的增速下降。从2011年开始，增值电信业务收入开始下降，占电信总业务收入下降至20%左右后稳定。

图2：2011-2013年增值电信业务收入各季度发展情况



资料来源：工信部

传统增值业务收入增速的下降，主要是新型移动互联网厂商的冲击所造成的。微信、来往、易信等OTT业务的爆发式成长，分流了运营商的增值服务业务量。

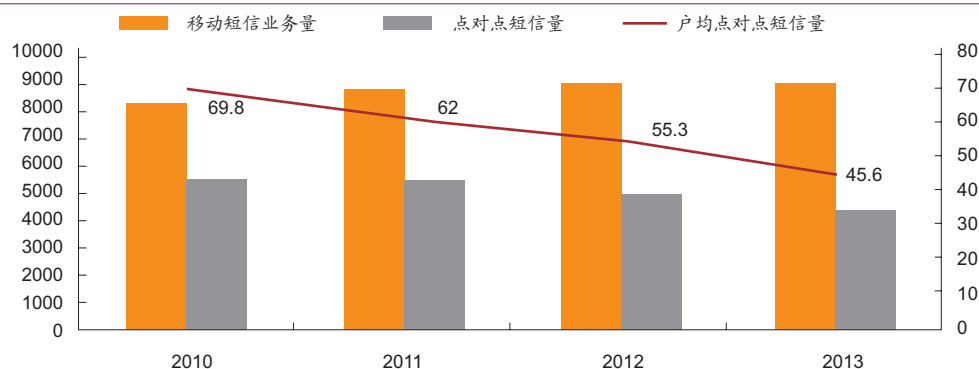
图3：新型移动互联网厂商及其 OTT应用



资料来源：互联网

以短信业务为例：2013年，点对点短信量累计达到4313.4亿条，同比下降13.7%，降幅同比扩大了6.8个百分点，降幅非常显著。

图4：2010-2013年短信业务情况



资料来源：工信部

1.2 转售出台，转型迈出第一步

1. 2013年5月17日世界电信日，工信部在官方网站正式下发《工业和信息化部关于开展移动通信转售业务试点工作的通告》。通告包含正文及其附件《移动通信转售业务试点方案》、《移动通信转售业务试点申请材料及审查说明》，并对移动转售业务试点政策进行了解读。

2. 2013年9月18日，中国电信、中国联通和中国移动三大运营商召集下游移动转售业务商召开移动转售业务答辩大会。

3. 2013年11月12日，备受各界关注的虚拟运营商名单正式曝光。中国联通和中国电信确定了各自14家业务合作伙伴，其中迪信通、乐语、苏宁、国美、天音、爱施德、京东、阿里（万网在线）、话机世界9家公司均和中国联通、中国电信达成合作协议；巴士在线、华翔联信、苏州蜗牛、中期、远特5家公司与中国联通达成合作协议；畅捷通（用友）、北纬通信、连连科技、三五互联、长江时代、分享在线、朗玛信息7家公司成为中国电信的合作伙伴。

4. 2014年4月8日，中移动确定了17家业务合作伙伴，相比于联通和电信晚了4个月。其中，迪信通、苏宁、国美、天音、爱施德、阿里成为三家运营商共同的合作伙伴，其他企业包括分享在线、北纬通信、三五互联、巴士在线、华翔联信、朗玛信息、鹏博士、世纪互联、中邮普泰、银盛、中兴视通。

图5：三大运营商共同虚拟运营合作伙伴



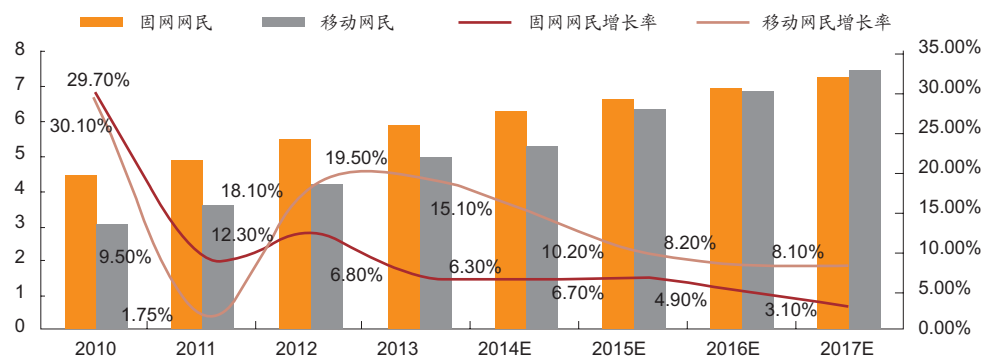
资料来源：互联网

今年，已开始进行企业和运营商的业务对接工作，并于2014年年中开始正式运营。我们认为，行业主管部门开放虚拟运营商，避免三大运营商彻底沦为管道，提高增量市场，打开利润空间。这也无疑是从顶层推动整个通信行业向互联网/移动互联网转型的路上迈出了坚实的一步。

1.3 互联网转型大背景下增值服务市场空间广阔

2013年，移动互联网流量达到132138.1万GB，同比增长71.3%，比上年增速提高31.3%，继续向商业化变现道路稳步迈进。而我国平板及移动设备保有量占到世界保有量的1/4左右，其对移动互联网的需求巨大。

图6：2010-2017年我国移动互联网渗透情况



资料来源：艾瑞咨询

我国移动互联网生态环境不断优化的主要原因在于：一是移动互联网用户仍保持较快增长，用户注意力持续向移动端转移。二是运营商联合互联网公司推“免流量”、“送流量”活动，引领移动互联大流量消费时代，催熟商业化环境；三是传统互联网公司继续加大在移动互联网市场的投入，优化产品用户体验，丰富商业化产品形式与种类，为服务提供方、移动开发者提供优质的平台服务，致力于营造良好的生态环境。

未来，随着人们消费习惯的转移，移动互联网的市场规模快速增长通道有望开启。这正给了通信增值服务商一个向互联网/移动互联网转型的大好良机，有望分享这个千亿级别的市场。

图7：移动互联网市场版图



资料来源：艾瑞咨询

在目前这个时点，运营商由于互联网OTT业务的冲击，面临管道化的危机，同时“国家基础设施公司”、营改增等行业政策也在倒逼运营商转型，而那些自身积极转型向互联网/移动互联网领域的“软”公司、或者是自身转型以摆脱运营商投资周期性困扰的“硬”公司，在未来的发展将会远远好于止步不前的公司，无论是从行业空间，还是运营模式、发展机遇方面来看，我们更看好具有转型基因的个股。

推荐标的及简要理由：

1. 锐意转型移动互联、大数据的**天源迪科（300047）**

公司领导层锐意进取，在电信及联通的 BSS 市场都有很强积累，同时转型决心强烈，积极拓展移动互联网、大数据、智慧城市等领域，主营增长稳健，外延预期强烈。

2. 民营宽带龙头公司**鹏博士（600804）**

合并长宽后已成最大的民营运营商，并且努力拓展移动转售/OTT/WIFI 智慧城市/互联网教育等新领域，积极拥抱互联网。

3. 主营稳固，积极开拓新业务的**高新兴（300098）**

公司传统业务稳定，其中通信基站业务或将随着 4G 建设的深入即将迎来新一轮的增长，转型业务近年来受益于智慧城市的建设稳步推进，从区域市场开始向全国市场发展，未来将给公司业绩增长提供强有力支撑。我们认为，随着 4G 时代的到来，公司凭借其多年积累仍有新的业务空

间可挖，未来发展空间广阔，值得看好。此外，公司在移动物联网业务上也受益于智慧城市业务的转型，发展势头良好，未来市场空间广阔。

4. 扭亏概率大、机顶盒业务或带来惊喜的**精伦电子（600355）**

公司结合国家三网融合政策，与合作伙伴展开密切合作，在多个省多个城市实现本地化试点部署。未来将借势三网融合，扩展增值业务平台，未来将为公司带来业绩增长，同时天堂硅谷善举牌具有一定的参考意义，公司全年扭亏概率较大。

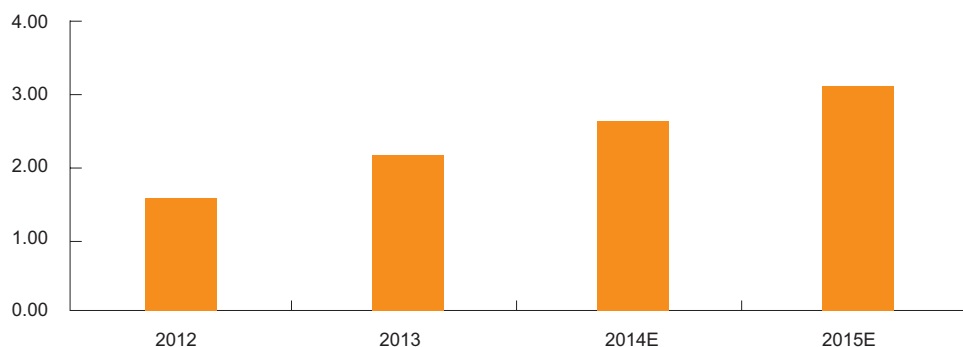
5. 通信系统设备结构调整、LED业务带来惊喜的**新海宜（002089）**

公司目前已发展成通信、软件（含手游）、LED几大业务齐头并进，通信系统设备由于结构调整带来毛利的提升，同时LED业务受益于技术和成本上的优势，今年预计将有较大的突破。

2. 4G投资落地，业绩是核心，小票可布局

2013年，我国信息消费市场规模达到2.2万亿，同比增长35%，国务院发布的《国务院印发关于促进信息消费扩大内需的若干意见》明确指出到2015年，我国的信息消费市场规模将超过3.2万亿。

图8：我国信息消费市场规模（万亿）

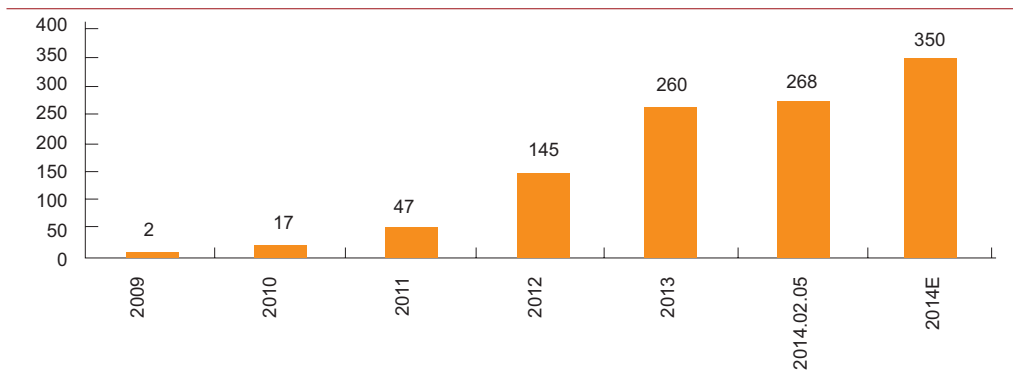


资料来源：WIND

2.1 4G：搭建“信息消费”空中通道

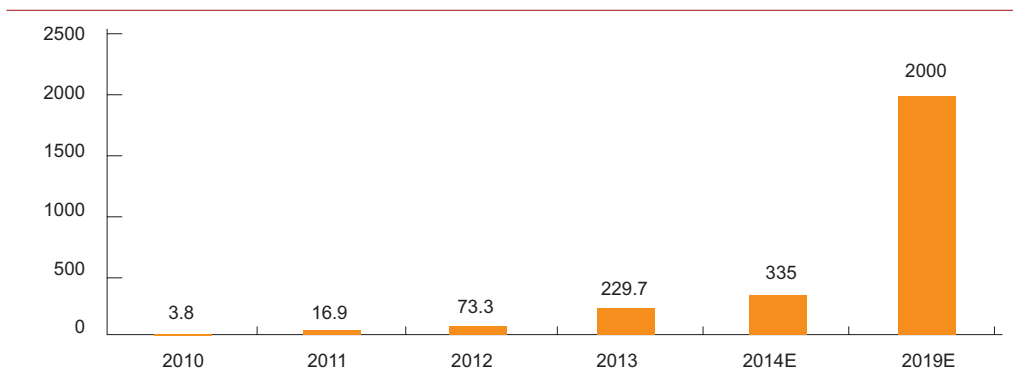
截至2014年2月5日，在全球100个国家内已有268张LTE网络正式进入商用。预计到今年年底，全球LTE商用网络总数将达350个，现在LTE网络已成为历史上建设最快的网络，建设速度远超当年WCDMA时代。2013年底，全球的LTE用户数突破2亿大关，呈指数型增长态势。预计未来全球LTE用户数将继续保持高速增长，至2019年可能超过20亿。

图9：全球LTE商用网络数



资料来源：中移动研究院

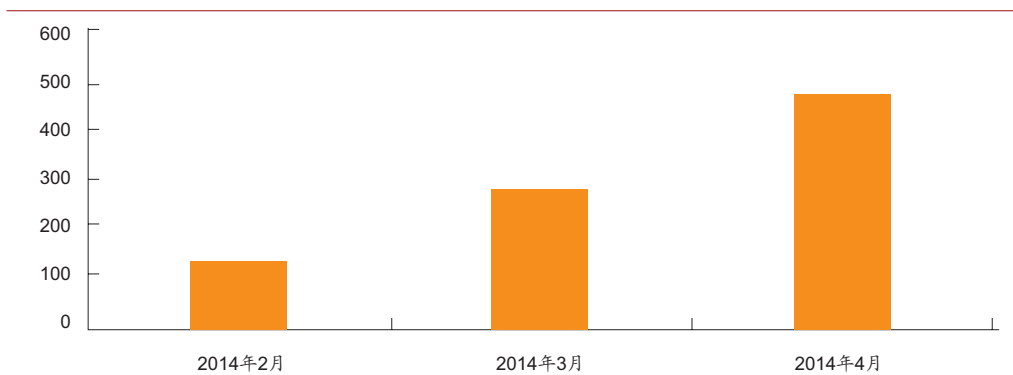
图10：全球LTE用户数（百万）



资料来源：中移动研究院

2014年5月14日，中国移动发布全新的4G套餐，套餐资费降幅最高达50%，并推出了流量共享、流量清零周期延长等套餐新政。除提升4G套餐竞争力之外，中国移动同时于6月6日发布了自主品牌手机M811，公司在4G终端领域发力，力图进一步完善4G产业链布局。中国移动的以上举措旨在加速抢占4G市场份额，巩固其先行者优势，力图彻底摆脱3G时代的颓势。

图11：中国移动4G用户数（百万）



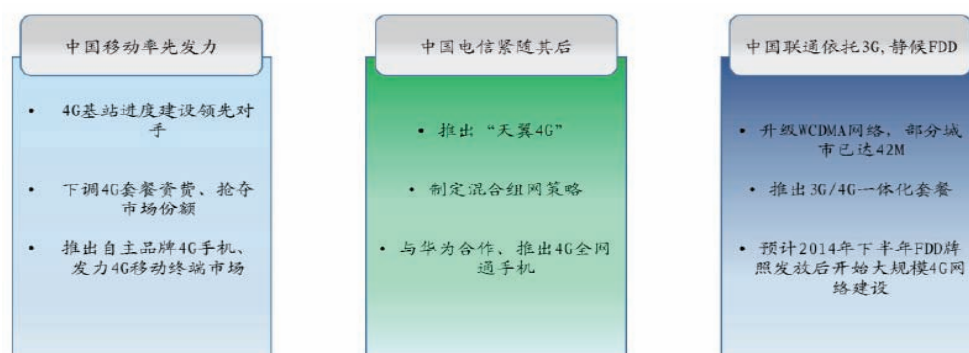
资料来源：中移动研究院

对于中国电信，我们预计未来三年他将需要持续投入更多的资本到新建基站和配套设施建设当中。2014年2月14日，公司正式推出4G业务品牌，“天翼4G”，目前电信的4G服务采用TD-LTE制式，我们预计今下半年中国电信将获得FDD牌照，并陆续推出基于FDD的4G服务，中国电信确立了“混合组网”的4G发展策略。中国电信董事张王晓初在“2013年天翼大会暨移动互联网论坛”上表示，公司在广大人口稀少地区采用FDD，在市区人口密集地区采用TDD方式，将采用综合方案满足用户需求。”

中国联通继续升级3G WCDMA的网络，部分地区下行网络速度达到42Mb/s. 基于此，我们预计联通将进一步增强3G服务的竞争力，加大3G投入，充分利用既有的HSPA+网路。公司将以合理节奏开展TD-LTE部署，等待下半年的FDD-LTE牌照下发，才会掀起大规模建设浪潮。与中国电信类似，未来，中国联通也将采取FDD+TDD的混合组网方式发展4G业务。

中国联通于3月18日公布的3G/4G一体化运营策略及一体化套餐合作计划印证了我们判断公司将继续发展3G业务的观点。中国联通董事长常小兵指出，公司将在打造全球最大的WCDMA 3G网络的基础上、通过LTE与WCDMA的双网协同为客户提供更好体验。综合来看，3G+4G、FDD+TDD的模式将是中国联通在4G时代的主要经营方向。

图12：三大运营商4G最新进展总结



资料来源：上海贝尔阿尔卡特

我们认为2014是中国4G商用的元年。未来，三大运营商将在这一全新领域展开激烈的“卡位战”。一方面，在3G时代受挫的中国移动将全力推进4G建设，争取重回往日巅峰。中国移动披露的2014年资本支出预算总额为2252亿，相比上一年实际支出增长21.8%。中国电信的资本支出预算虽然增幅较小，但公司曾公开表示，如果2014年内FDD牌照能够顺利发放，还将追加200亿元的金额用于基站建设。总体而言，已借助3G业务缩小差距的电信与联通也不会坐以待毙，未来两家公司在巩固发展3G用户的基础上，将积极拓展4G网络建设，紧跟移动的步伐。

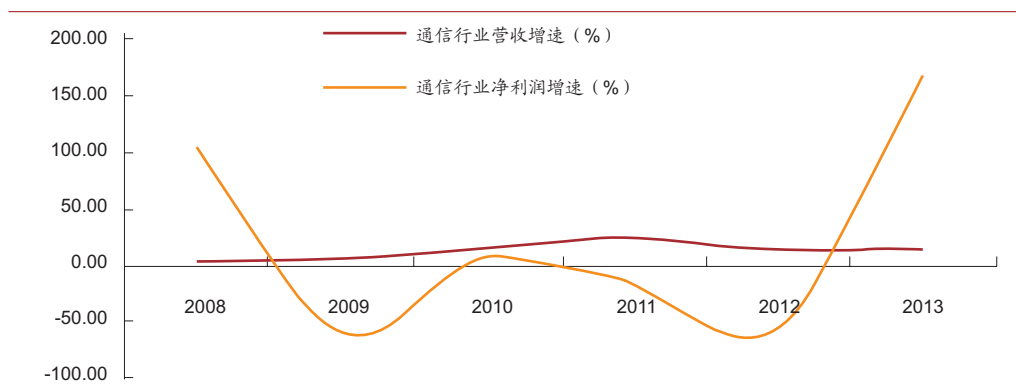
2.2 关注行业景气传导，小票可布局

2013年，通信行业整体营收同比增长16.26%，归属于母公司股东的净利润同比增长168.12%，营收表现尚可，净利润表现一扫11、12年增收不增利的窘境，增幅达到近5年峰值。

分子行业来看，无线设备净利润同比增长433.72%，主设备净利润同比增长147.79%，二者是拉动行业业绩增长的主要动力，主要受去年年底国内4G牌照发放驱动新一轮建网投资所致，我们

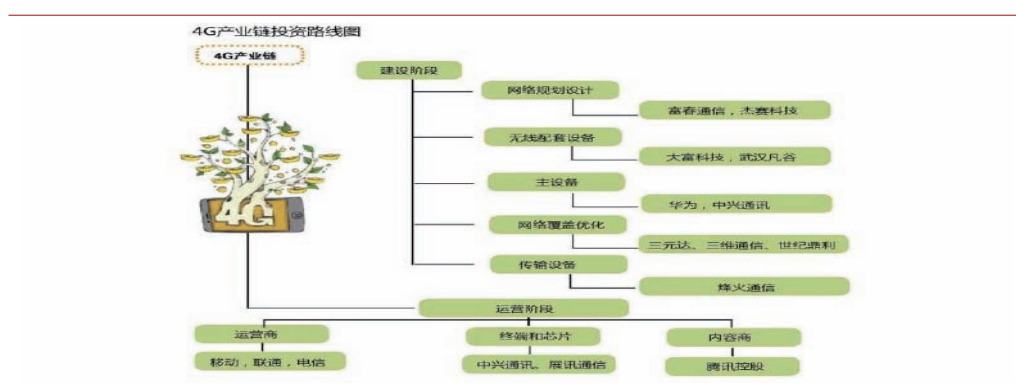
认为这一趋势仍将延续；网维网优子行业由于3G建网趋近尾声，4G施工和网优需求尚未释放，整体业绩表现不佳，同时考虑到未来国家基站公司的成立，相应网维网优厂商话语权进一步削弱，并且三大运营商共站共址等也将势必削减网维网优行业开支，我们建议密切关注无线建网景气传导周期，和网维网优行业内自身的资本运作。

图13：通信行业营收和净利润增长情况



资料来源：WIND

图14：4G产业链投资路线图



资料来源：互联网

目前4G FDD牌照尚未发放，TD牌照先行，中国移动主导着4G建设，从公司已公布的财报和调研情况来看，目前行业景气度已传导至无线和主设备子版块中，更下游的网维网优则受制于技术的选择和投资的分批性，目前尚未看到业绩上的好转，我们建议优选产业链条偏前期的子行业。

通信行业兼顾周期性和成长性，设备子版块和技术制式进步（3G升4G）、运营商投资紧密相关，一方面是有波峰波谷的周期特性，另一方面利润率趋势向下、技术革新带来的淘汰危机，造成该板块内的公司难以重现当年辉煌，我们预计将结合自身优势、依托产业背景，或并购切入、或部分涉足热门行业，建议紧密关注营收和市值规模较小的公司，具体为中兴通讯、中天科技、通鼎光电。

1. 主设备商中兴通讯（000063）

我们认为对于通信企业来说特别是通信设备类公司，将集体受益于4G网络的大投资，从2013

年下半年4G牌照的释放开始，首先看好主设备商：中兴通讯，理由：历经2012年的建设低谷后，全球电信市场逐渐回暖，特别是2013年中移动投巨资建设的4G先期将以F频段升级为主，原中移动3G市场份额较高的国内设备商中兴通讯将显著受益，且公司当前正在逐步收缩业务战线，不再盲目上马不赚钱项目同时甩卖非主营业务产品线，内部人员费用管控显著，对终端项目力求利润率和现金流，不再盲目追求收入规模，看好公司发展趋势。

2. 看好稳定增长的行业龙头中天科技（600522）

公司自产光棒的量已扩充到200吨（约贡献3800万利润），随着2013年光棒项目产能的进一步释放，毛利率也将稳步提升。同时公司射频电缆和海底线缆快速增长，有潜力继续高成长，收入增速预计分别为30%和100%。考虑到公司业务多样性，未来业绩主要还是看光缆、海缆及射频电缆业务，给予公司“推荐”评级。

3. 享受毛利率提升过程，积极转型移动互联网的通鼎光电（002491）

随着各项产能的逐步释放，特别是光纤自给率的提高（从50%到100%），公司毛利率将有明显提升。下一步只要招标收入不出现大的意外（大幅降价概率低），公司的业绩将逐步释放出来，同时公司积极布局移动互联网流量经营及本地生活服务。

3. 风险提示

➤ 政策风险、运营商博弈风险、竞争和价格风险

公司研究

海格通信

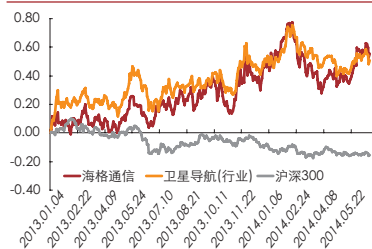
推荐

投资顾问: 何永慧

执业证编号: S1280613030001

Email: heyh@chinalions.cn

个股走势与行业指数、沪深300指数对比



数据来源: WIND、华林证券

——海格通信

主要观点:

- **2013年回顾。**北斗应用2013年是起始年, 2014年是大力推广年。2013年北斗系统ICD文件正式版发布, 一方面国内外相关企业均可开发北斗终端, 市场竞争将异常激烈, 另一方面大众消费市场将迅速打开。行业迎来了快速发展的增长期, 总的来说板块表现抢眼。

- **放眼2014年。**政策驱动与终端需求将深刻影响行业面貌。2014年2月, 中央网络安全和信息化领导小组成立, 信息安全被摆放到前所未有的高度。受Win8操作系统禁令、金融机构降低IBM服务器依赖等事件推动, 芯片导航国产化浪潮成为市场焦点, 军队信息化建设及军工民用前景广阔。

借鉴全球卫星导航产业的发展轨迹, 未来的应用将沿着国防、特定行业和大众三个层次展开。国防应用会率先展开, 但是大众应用将来会是主战场。短期来看, 面对国防应用需求的公司会率先反应。

在北斗产业成长初期, 元器件和终端的盈利能力和产业话语权较高, 投资机会侧重于上游产业链中的芯片和终端设备提供商;

- **投资策略:** 推动行业长期发展的引擎正强劲, 我们对2014年卫星导航行业基本面乐观, 认为行业机遇大于行业竞争。基于事件驱动理论的投资思路, 采用自上而下的方法来梳理投资思路。所以首先排除没有芯片核心技术的上市公司, 我们认为有军用背景且具备自主芯片研发能力的终端制造商, 未来更有能力将军工民用产业化, 将此类公司作为投资重点, 获得超额收益的可能性将高于行业整体配置。综合产品竞争力、公司背景实力和公司战略分析等因素考虑, 推荐: 海格通信。

- **风险提示。**军方采购慢于预期; 芯片性能不达预期; 民用市场竞争激烈; 市场拓展不及预期。

独立性声明:

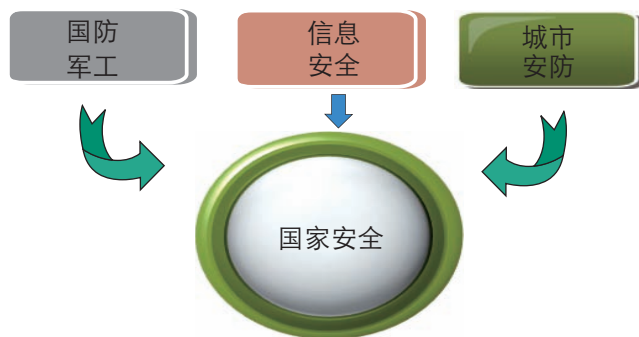
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

1. 卫星导航行业发展前景

1.1 政策方向指引投资机会

十八届三中全会超预期设立国家安全委员会，中央国家安全委员会的设立，标志国家安全已成为国家核心重点要务。国家安全委员会的设立将催生新的投资热点：国防军工、信息机密（安全）、城市安防等。

图 1：国家安全的三个主题投资机会



资料来源：WIND、华林证券

不同时代，国防有不同的特点。现代军事战争主打信息战，新军事变革的核心，就是信息化和智能化，信息化设备是国家安全的有利保障。

图2：不同时代国防的特点



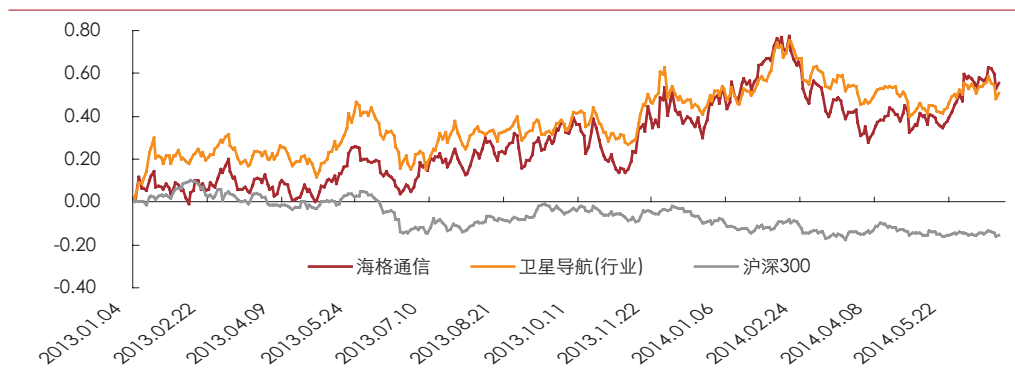
资料来源：WIND、华林证券

国防信息化建设，网络安全、信息安全为基础，导航与定位是信息化战争的北斗星。我国目前操作系统和服务器行业基本为外资所垄断，芯片安全是操作系统和服务器的根基，因此芯片导航国产化需求最为迫切。2014年受Win8操作系统禁令、金融机构降低IBM服务器依赖等事件推动，芯片导航国产化将迎来大规模发展。

2. 2013年卫星导航行业运行情况

2.1 行业市场表现大幅领先大市

图3：个股走势与行业指数、沪深300指数对比



资料来源：WIND、华林证券

2.2 行业发展概况

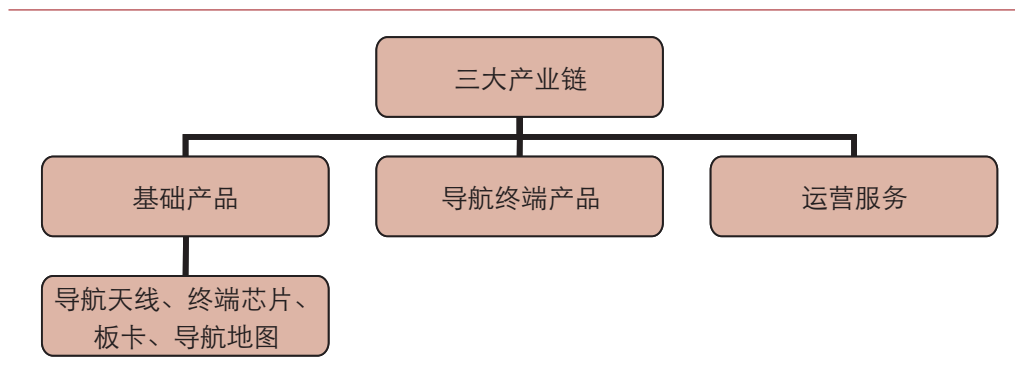
全球导航系统包括美国GPS、欧洲伽利略、俄罗斯GLONASS、中国北斗导航系统。由于导航系统对国防和民用产业具有重要作用，各主要导航系统都在加速升级和建设。

目前我国导航产业 95%以上被 GPS 系统垄断，并且 GPS 产业上游基础领域也被国外厂商掌控。基于导航系统对国防和民用产业的重要性，我国政府出台一系列政策支持、促进北斗导航系统的应用。

2.2.1 北斗导航的三大产业链

北斗的发展将形成基础产品（包括导航天线、终端芯片、板卡、导航地图等）、导航终端产品和运营服务三大条产业链。

图4：北斗导航的三大产业链



资料来源：东方财富网

2.2.2 北斗导航的四大功能

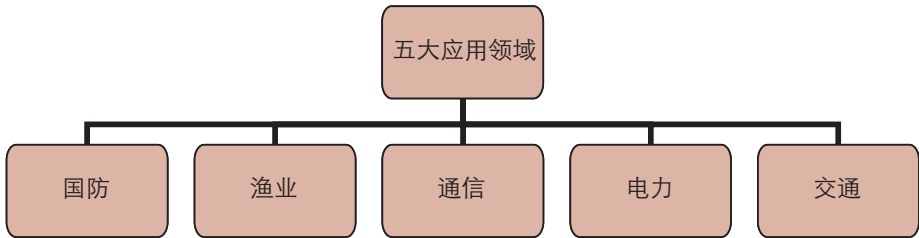
图5: 北斗导航的四大功能



资料来源：东方财富网、华林证券

2.2.3 北斗导航的五大应用领域

图6: 北斗导航的五大应用领域



资料来源：东方财富网

2.2.4 北斗导航产业链厂商分布情况

图7: 北斗导航产业链厂商分布情况

产业链		主要厂商
北斗基础产品	北斗导航天线	上市公司：振芯科技、中海达、四创电子、盛路通信、海格通信 非上市公司：深圳华颖锐兴科技、佛山阿普思通信
	北斗终端芯片	上市公司：振芯科技、中国卫星、北斗星通、海格通信、华力创通 非上市公司：东方联星、复旦微电子
	板卡(OEM卡)	上市公司：北斗星通、振芯科技、江苏三友、四创电子、合众思壮、同洲电子、华力创通、海格通信
	GIS/导航地图	上市公司：四维图新、超图软件、合众思壮 非上市公司：高德、凯立德、瑞图万方、灵图、易图通

产业链	主要厂商
北斗导航终端产品	上市公司：国腾电子、合众思壮、海格通信、江苏三友、华力创通、北斗星通、中国卫星、 非上市公司：上海华测、深赛格、南方测绘
北斗导航运营服务	上市公司：北斗星通、振芯科技、中国卫星、海格通信、中海达、合众思壮 非上市公司：神州天鸿、国智恒、中兴恒和、上海普适

资料来源：海通证券

2.3 我国卫星导航产业投资机会

2.3.1 行业发展方向及空间

借鉴全球卫星导航产业的发展轨迹，2013年至2015年是北斗导航系统的示范阶段，将主要由国家推动，军用和特种行业是主要的受益领域，未来的应用将沿着国防、特定行业和大众三个层次展开。国防应用会率先展开，但是大众应用将来会是主战场。短期来看，面对国防应用需求的公司会率先反应。按照《国家卫星导航产业中长期发展规划》发展目标估算，未来七年我国卫星导航与位置服务产业规模复合增速达22%，预计到2020年增长8倍，市场规模达4000亿元。

2.3.2 上游芯片设备提供商最先受益

在北斗产业成长初期，元器件和终端的盈利能力和产业话语权较高，投资机会侧重于上游产业链中的芯片和终端设备提供商；随着下游应用推广，用户数大幅增长和规模效应加强有助于增强下游服务提供商的话语权，因此在产业成熟后期投资机会在于下游应用服务提供商。

2.3.3 行业整体趋势向好，上游芯片产业链公司经营良好

图8：上游芯片产业链公司概况（截止日期2013-12-31）

证券代码	证券简称	2013年导航产品营业收入（万元）	2013年导航产品营业利润（万元）	较2012年营业收入增长	毛利率	市值数据（亿元）	市盈率（倍）
002465	海格通信	17413	9899	23.10%	62.73	146.74	44.63
600118	中国卫星	不详	不详	不详	不详	198.78	63.29
300101	振芯科技	2493.42	710.29	-0.90%	28.49	57.29	687
002151	北斗星通	20815	7493.3	31.76%	35.93	58.18	141.53
300045	华力创通	7228.64	4136.75	23.80%	57.23	48.75	363.8

资料来源：上市公司公告

3. 投资要点总结

决定企业能否分享北斗产业快速增长机遇的四大标准为：具备自主芯片研发能力、军用背景、产业链完善、民用产业化潜质。

4. 海格通信公司运营情况

4.1 海格通信上市公司概况

海格通信是老牌军工信息设备商，公司前身为广州无线电厂，专注军工通信50年，业务主要围绕军用通信技术展开。无线通信业务是公司的传统业务，优势明显，收入将保持10%-20%增速。

作为科技含量极高、人力资本密集的战略新兴产业，人才储备对企业未来发展非常关键，海格通信是军用通信整机厂家中拥有技术开发人员和博士最多的企业，海格通信在军品领域拥有优势，多个北斗终端产品获得军品评标得分第一。

公司北斗导航已构建“天线-芯片-模块-终端-系统-运营”完整北斗产业链，公司射频芯片自信为国内第一，基带芯片落后国外技术半年左右（国内东莞泰斗北斗基带芯片技术最强），产品以军用为主，也有少量行业应用。

一体两翼战略成型：“无线通信、卫星导航、民用通信”，最早布局民用通信业务的企业之一，2011年竞拍取得海华电子49%的股权，以海华电子为载体，大力拓展民品业务，2013年民用通信产品营业收入超2亿元，营业利润超6880万元，占主营业务收入比例超10%。

4.2 海格通信主营构成分析

图9：主营构成分析（截止日期 2013-12-31）

项目名	营业收入 (万元)	营业利润	毛利率(%)	占主营业务收入 比例(%)
工业（行业）	161548.34	84143.28	52.09	95.95
服务业（行业）	4684.50	3578.15	76.38	2.78
其他业务（补充）（行业）	2143.11	1817.79	84.82	1.27
合计（行业）	168375.96	89539.22	53.18	100.00
通信产品（产品）	84947.06	49302.57	58.04	50.45
北斗导航（产品）	17413.11	9899.13	56.85	10.34
卫星通信（产品）	14331.28	4691.83	32.74	8.51
数字集群（产品）	952.20	272.49	28.62	0.57
频谱管理（产品）	17325.35	8108.48	46.80	10.29
模拟仿真（产品）	11026.67	6965.38	63.17	6.55
气象雷达（产品）	7309.42	4067.00	55.64	4.34
民用通信产品及其他（产品）	12927.76	4414.56	34.15	7.68
其他业务行业（补充）（产品）	2143.11	1817.79	84.82	1.27
合计（产品）	168375.96	89539.22	53.18	100.00
国内（地区）	166232.84	87721.44	52.77	98.73
其他（补充）（地区）	2143.11	1817.79	84.82	1.27
合计（地区）	168375.96	89539.22	53.18	100.00

资料来源：上市公司公告

4.3 财务状况

4.3.1 主要财务指标

图10: 主要财务指标

财务指标	2014-03-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
审计意见	未经审计	标准无保留意见	标准无保留意见	标准无保留意见
净利润(万元)	1929.61	32619.85	26323.67	23320.74
净利润增长率(%)	15.6379	23.9183	12.8766	-3.2875
加权净资产收益率(%)	0.4200	7.3700	6.1400	5.4900
资产负债比率(%)	26.9168	17.2106	8.5269	9.8641
净利润现金含量(%)	-1178.1514	123.0609	42.3822	-0.0494
基本每股收益(元)	0.0290	0.4900	0.7900	0.7000
每股收益-扣除(元)	-	0.3800	0.6300	-
每股收益-摊薄(元)	0.0290	0.4905	0.7917	0.7014
每股资本公积金(元)	4.3963	4.3963	9.7926	9.7926
每股未分配利润(元)	1.2683	1.2392	1.8658	1.7474
每股净资产(元)	6.8943	6.8653	13.0495	12.8578
每股经营现金流量(元)	-0.3419	0.6036	0.3355	-0.0003
经营活动现金净流量增长率(%)	-846.7746	259.8092	96883.4(P)	-100.1112

资料来源: 上市公司公告

4.3.2 盈利能力指标

图11: 盈利能力指标

财务指标(%)	2014-03-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
营业利润率	-0.3517	19.2779	18.8503	21.5116
营业净利率	7.0659	20.6634	21.8316	23.6608
营业毛利率	43.7547	53.1782	52.4954	49.8536
成本费用利润率	7.4428	27.7865	28.8135	33.1003
总资产报酬率	0.4318	6.7164	5.9927	5.6663
加权净资产收益率	0.4200	7.3700	6.1400	5.4900

资料来源: 上市公司公告

4.3.3 发展能力指标

图12: 发展能力指标

财务指标(%)	2014-03-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
营业收入增长率	76.0447	39.0222	21.1631	3.5042
总资产增长率	32.5110	19.2988	0.0590	1.3898

营业利润增长率	-205.6287	42.1756	6.1738	-0.8284
净利润增长率	15.6379	23.9183	12.8766	-3.2875
净资产增长率	5.2587	5.2188	1.4907	0.6070

资料来源：上市公司公告

5. 海格通信的管理团队及管理

股东实力雄厚：控股股东是广州无线电集团有限公司（18.25%），实际控制人是广州市国资委（持有广州无线电集团有限公司：100.00%）。

公司管理团队及管理水平：公司出身名门（国营第七五〇厂），人才储备丰富，军用通信整机厂家中拥有技术开发人员和博士最多的企业。

公司董事长：杨海洲，1962年生，无线通信专业，香港浸会大学工商管理硕士（MBA）、中山大学首届高级工商管理硕士（EMBA）；高级经济师。荣膺“2013年（第十届）广东十大经济风云人物”。颁奖词是：“把一个濒临破产的地方国企弱小的军品业务，拓展为国家骨干的防务公司和资本市场的明星企业，从单一为海军提供产品，拓展到海陆空天一体、规模发展、军民融合的市场格局。”

6. 海格通信的竞争优势

6.1 公司有相对估值优势

相对北斗产业链可比公司，海格通信2013年40倍以上的估值水平具有一定相对估值优势。

图13：上游芯片产业链公司概况（截止日期 2013-12-31）

证券代码	证券简称	2013年导航产品营业收入（万元）	2013年导航产品营业利润（万元）	占主营业务收入比例	毛利率	市值数据（亿元）	市盈率（倍）
002465	海格通信	17413	9899	10.34%	62.73	146.74	44.63
600118	中国卫星	不详	不详	不详	不详	198.78	63.29
300101	振芯科技	2493.42	710.29	9.56%	28.49	57.29	687
002151	北斗星通	20815.02	7493.3	35.93%	58.12	58.18	141.53
300045	华力创通	9497.79	5615.22	20.15%	61.19	48.75	363.8

资料来源：上市公司公告

6.2 体制优越，军方客户资源优势

海格通信是老牌军工信息设备商，公司前身为广州无线电厂，实际控制人是广州市国资委，专注军工通信50年，业务主要围绕军用通信技术展开。公司2014年上半年截至目前与特殊机构签署的北斗导航合同已超2亿元，该合同金额约占公司最近一个经审计会计年度营业总收入的12.38%，合同的履行将对公司的营业收入和营业利润产生积极的影响。

6.3 研发实力雄厚，芯片性能具竞争力，北斗产业链完善

研发实力雄厚，北斗产业链完善：军用通信整机厂家中拥有技术开发人员和博士最多的企业，海格通信在军品领域拥有优势，多个北斗终端产品获得军品评标得分第一。

公司北斗导航已构建“天线-芯片-模块-终端-系统-运营”完整北斗产业链，公司射频芯片自信为国内第一，基带芯片落后国外技术半年左右。

作为A股市场唯一完成“通信电台-卫星通信-北斗导航-雷达-电子对抗-数字集群-模拟飞行器-频谱监测”国防信息化系统全面布局的企业，具备“国防信息化项目总成方案提供商”能力，这种稀缺性在同行中目前无其他企业可以匹敌。

“客户资源、体制优势、研发实力”构成了公司的核心竞争力。

6.4 发展战略具前瞻性，率先布局民用产业显成效

战略目标：“以全球的视野，将海格通信建设成为电子信息领域军民融合规模发展的高科技创新型企业”。

在国防信息化建设加速推进、重要领域产业国产化浪潮下，北斗导航的国防应用会率先展开，但是大众应用将来会是主战场。公司2011年竞拍取得海华电子49%的股权，以海华电子为载体，大力拓展民品业务，2013年民用通信产品营业收入超2亿元，营业利润超6880万元，占主营业务收入比例超10%。

7. 海格通信的盈利预测

图14：盈利预测

盈利指标	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
每股收益（元）	0.2338	0.2639	0.327	0.516	0.6631
净利润（亿元）	2.3321	2.6324	3.262	4.5666	5.8811

资料来源：上市公司公告、东方财富网

8. 风险提示

- 军方采购慢于预期；
- 芯片性能不达预期；
- 民用市场竞争激烈；
- 市场拓展不及预期。

投资策略

投资顾问：陈昌明

执业证编号：S1090112030074

Email: ccm@chinalions.cn

电话：0755-82707037

高效交易模型探讨

主要观点：

- **站在巨人的肩膀上：**世界金融与资本的中心美国华尔街，在其过百年的历史中诞生了许多载入史册的投资大师，例如以价值投资闻名天下的格雷厄姆以及其最出名的学生有股神之称的巴菲特；以“反身理论”独步股市江湖的量子基金创始人索罗斯等等，本人自身最为推崇或受其影响最深的两位投资大师则是杰西·利弗莫尔和威廉·欧奈尔两位大师。两位大师身处于华尔街历史上的不同时期但均赫赫有名，更难能可贵的是两位大师将其投资理念详细的毫无保留的分享给了全世界的投资者。我们完全可以站在这些巨人的肩膀上，学习、研究他们的投资逻辑，然后融会贯通形成适合自己的投资体系。

- **经典案例分析：**俗话说说不幸的人都有着各自的原因，但幸福的人原因却都大同小异。通过大量的研究历史上表现优异的个股，我们不难发现这些个股在形态结构、技术指标、量价关系、公司基本面方面都有类似的规律可寻。

- **陷阱防范：**一将功成万骨枯，在牛股爆发背后还有非常多当下看符合交易体系的个股最终没有变成市场的明星而陨落的例子。资本市场是一个处处充满陷阱的地方，投资者需带着一双慧眼亦步亦趋的谨慎行事。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1. 站在巨人的肩膀上

世界金融与资本的中心美国华尔街，在其过百年的历史中诞生了许多载入史册的投资大师，例如以价值投资闻名天下的格雷厄姆以及其最出名的学生有股神之称的巴菲特；以“反身理论”独步股市江湖的量子基金创始人索罗斯等等，本人自身最为推崇或受其影响最深的两位投资大师则是杰西·利弗莫尔和威廉·欧奈尔两位大师。两位大师身处于华尔街历史上的不同时期但均赫赫有名，更难能可贵的是两位大师将其投资理念详细的毫无保留的分享给了全世界的投资者。我们完全可以站在巨人的肩膀上，学习、研究他们的投资逻辑，然后融会贯通形成适合自己的投资体系。

1.1 “CAN SLIM” 威廉·欧奈尔

【C = Current quarterly earnings per share; 可观或者加速增长的当季每股收益和每股销售收入】大黑马的特征，就是盈余有大幅度的增长，尤其是最近一季。最好的情况，就是每股收益能够加速增长。

【A = Annual earning increases; 年度每股收益真正增长的潜力股】值得你买的好股票，应在过去的4-5年间，每股收益年度复合成长率达25%至50%，甚至100%以上。一只好股票必须是年度每股收益成长与最近几季每股收益同步成长。

【N = New products, New management, New highs; 新产品、新管理方法、股价创新高】公司展现新气象，是股价大涨的前兆。它可能是一项促成营业收入增加及盈余加速成长的重要新商品或服务；或是过去数年里，公司最高管理阶层换上新血液；或者发生一些和公司本身产业有关的事件。股价走势若能在盘整区中走强，向上接近或穿越整理上限，则更值得投资。

【S = Supply and demand; 供给与需求，关键点上的大量需求】通常股本较小的股票较具股价表现潜力。一般而言，股本小的股票流动性较差，股价波动情况会比较激烈，倾向于暴涨暴跌，但是，最具潜力的股票通常在这些中小型成长股上。

【L = Leader or laggard; 市场领导股】该股票在行业中的地位，是否是行业龙头。不买落后股，不买同情股，全心全意抓住领涨股。股市中强者恒强、弱者恒弱是永恒的规律，一旦大盘涨势结束，最先反弹回升创新高的股票，几乎肯定是领涨股。所以，不买则已，要买就买领涨股。

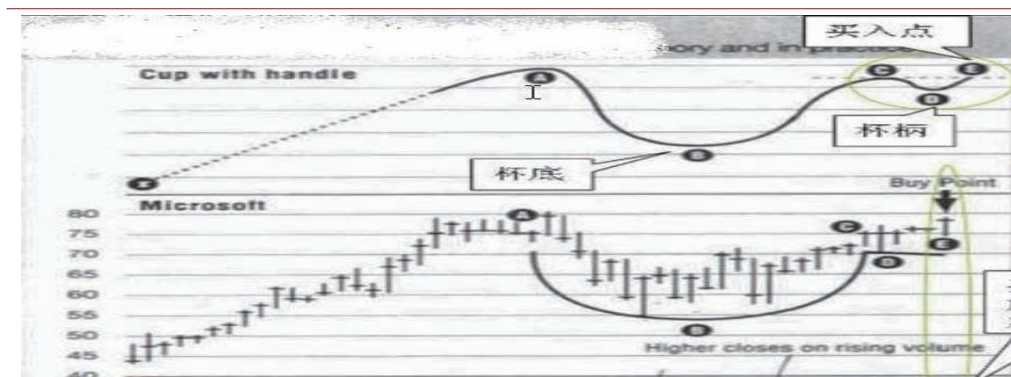
【I = Institutional sponsorship; 机构投资者的认同，跟随领导者】该股票有无有力的庄家、机构大股东。股票需求必须扩大到相当程度，才能刺激股票供给需求，而最大的股票需求来自大投资机构。适于投资者买进的股票，应是最近操作业绩良好的数家大投资机构所认同的股票。

【M = Market direction; 大盘摆脱了熊市、进入牛皮市、甚至大盘已经走在右侧】大盘走势如何，如何来判断大盘方向。你可以找出一群符合前6项选股模式的股票，但一旦看错大盘，这些股票约有七八成将随势沉落，惨赔出场。所以，必须有一套简易而有效的方法来判断大盘处于多头行情或是空头行情。

“杯柄形态（Cup-with-a-handle）”

除了上述“CAN SLIM”七步选股法则外，威廉欧奈尔通过研究近百年美股历史上牛股，发现了一种高效的“杯柄形态”。

图1：杯柄形态



资料来源：互联网

杯柄形态是一个牛性的持续形态。如它的名字所示，这个形态有两个部分：杯和柄。其中杯是在一段上涨后形成，看起来像个圆形底，当杯的部分完成后，出现一段盘整行情，这就是柄。当柄这段盘整行情被突破后，价格将延续此前的上涨趋势。

(1) 趋势：作为一个持续形态，杯柄形态前的趋势为上升趋势。理想情况下，这个上升趋势的时间为数月，还处于趋势早期。此前的上升趋势越成熟，那么该持续形态的成功率越低。

(2) 杯：杯的形态应该为U型，看起来像个圆底。一个V型的底部对杯柄形态来说太急促了。缓和的U型可以确认这个“杯子”是一个巩固阶段。完美的情况下，“杯子”两边的高度相等，但是大部分情况并不这样。

(3) 杯高：理想情况下，杯子的深度为此前上升趋势的1/3回撤幅度，或者更少。对于波动大的市场，这个回撤幅度可以为1/3到1/2。极端情况下，可以达到2/3。

(4) 柄：有时候，这个柄会以向下倾斜的旗形或者小三角形形态出现，有时候则只是一个简单的小幅回撤。柄回撤的幅度可以达到杯上涨高度的1/3，最好不要超过这个幅度。柄回撤的幅度越小，该形态的牛性就越足，突破时表现得也越显著。

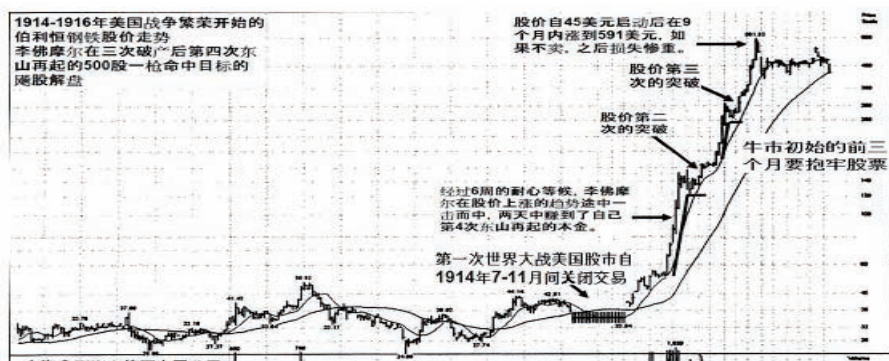
(5) 时间：杯子的形成时间可以为1到6个月，或者更长。柄的时间则为1-4周。

(6) 成交量：当柄突破时，应该有明显放大的成交量。

(7) 目标价：目标价可以为杯底部到杯右边波峰的距离。

与其它形态一样，最重要的是抓住形态的本质，而不是细节：杯柄形态中的杯子是一个碗状的巩固阶段，而柄是一个小回撤，随后出现一个放量的突破。

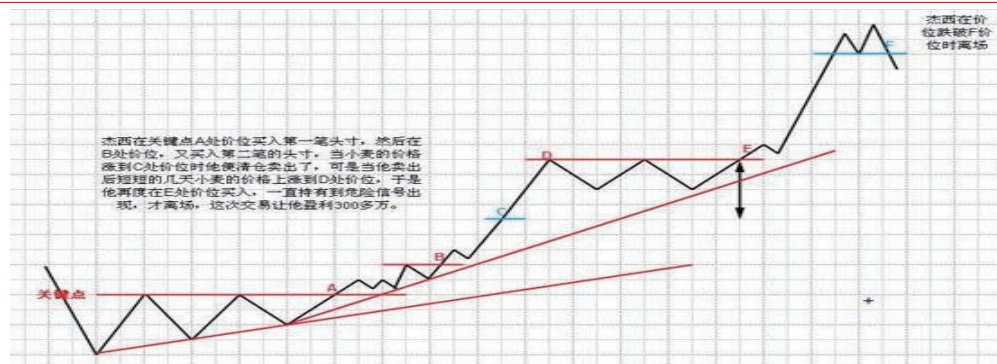
1.2 “股票大作手”杰西·利弗莫尔



资料来源：互联网

上图是利弗莫尔第三次破产后通过漫长的等待，依靠仅500股的交易额度，在伯利恒钢铁上一击即中第四次东山再起的经典之作。知道今天他的此次交易依然为人所津津乐道。

利弗莫尔的交易策略强调一个“最小阻力位”和“关键点位突破”。



资料来源：互联网

(1) 市场大势

查看最小阻力线，以确定市场的整个方向。记住，利弗莫尔从来不用“牛市”和“熊市”这两个词，因为它们会形成一种思维定势，而他认为这种思维定势会使思维缺少灵活性。他用的词是“最小阻力线”。他要查看当时的最小阻力线是积极，还是消极，或者是中立的。在交易之前，必须查看当时股票交易市场的大势，在进入交易之前，最重要的是确定最小阻力线是否和你的交易方向一致。

(2) 市场时机关键点

反转关键点是买进的恰当的心理时刻，实际上，它代表着趋势的一种转变。持续关键点是证实一次行情已经经过调整，但仍延续同样的趋势，这是一个巩固阶段。它做了两件事情：它证实基本趋势没有改变；它提供了一个买进、卖出或增加你现有头寸的位置。但要记住，在股票突破上线之后，你才应该增加你的头寸。

只下注在突破关键点上。筑底期、调整期、震荡期、洗盘期买进的股票，承受时间成本，承受折磨成本甚至承受可能永远没有行情的成本。牛股结束震荡期后进入流畅期的特点，他的走势会越来越快，越来越凌厉，越来越霸气。有人认为强势股太高不安全，对于强势牛股做错无非砍仓，弱势股就安全么？就不错么？任何股票的最佳买入点均位于其底部运动结束，股票价格创出新高之际。你想要那些价格最具上升空间的股票吗？那么，请你以“逢高买入，更高卖出”的理念来代替“逢低买入，逢高卖出”的理念。

寻找与等待精确的买点是成功投资最关键的一步，买入即有盈利，只有盈利才是你持股信心的源动力！一个好的买点会给你一个好的心态，有了好的心态才能正确从容的持仓及做好风控。如果没有一个良好的开端，你就会看到自己的头寸遭到严重威胁，那么在坚持到底的过程中就会经受很多困扰！概括提纯：1、整数关键点；2、价格的极端变化关键点；3、反转关键点；4、持续关键点；5、趋势关键点；6、全新高、全新低两极关键点。

（3）资金管理

不要赔钱，不要丢掉你的筹码。一个没有现金的投机者就像是一个没有存货的商店老板。现金就是投机者的存货，就是他的生命线，就是他最好的朋友，没有它，你就不能做生意，不要丢掉你的现金！概括提纯：1、分批买进；2、10%止损；3、持有现金，耐心等待所有有利的条件都出现；4、截断亏损，让利润奔跑；5、利润取半；6、交易强势股；7、远离消息和内幕；8、确定风险收益比，耐心等待大行情；9、确定止损，买进止盈；10、时间止损；11、买进领头羊；12、摊高加码；13、基本面持续优秀。

2. 经典案例分析

俗话常说不幸的人都有着各自的原因，但幸福的人原因却都大同小异。通过大量的研究历史上表现优异的个股，我们不难发现这些个股在形态结构、技术指标、量价关系、公司基本面等方面都是有规律可寻的。

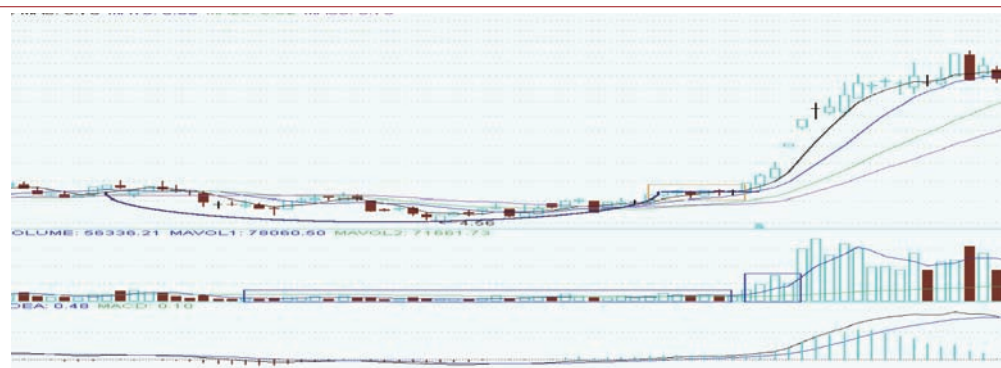
2.1 奋达科技（002681）

图2：奋达科技日线图



资料来源：华林证券

图3：奋达科技第一波拉升局部放大图



资料来源：华林证券

图4：奋达科技第二波拉升局部放大图



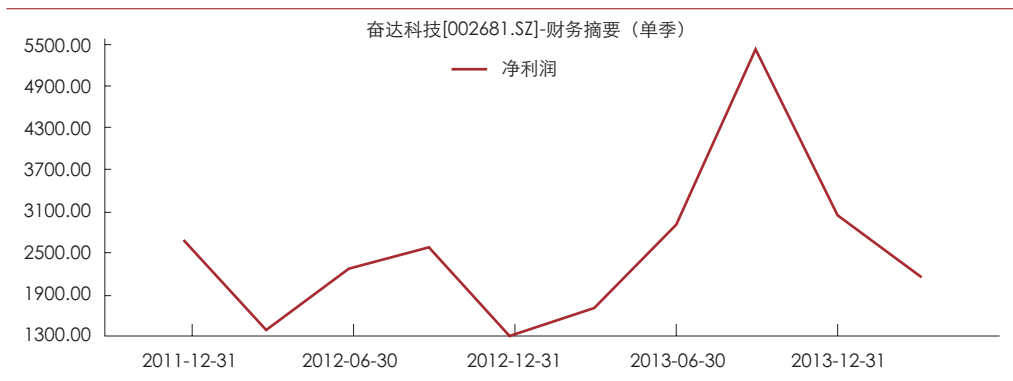
资料来源：华林证券

图5：奋达科技整个上升趋势对应的中小板指走势



资料来源：华林证券

图6：奋达科技净利润曲线（数据来源：wind）



资料来源：华林证券

奋达科技在2012年12月4日的最低价3.64元到2013年12月4日经过了一年时间上涨至最高37.29元，涨幅近乎10倍。从波浪形态上看奋达科技也完成了一个完美的5浪上涨形态。

下面我们就针对其上涨趋势中的两波主要拉升阶段，就其当其时的形态、量价、均线、基本面、市场环境等做下研究。

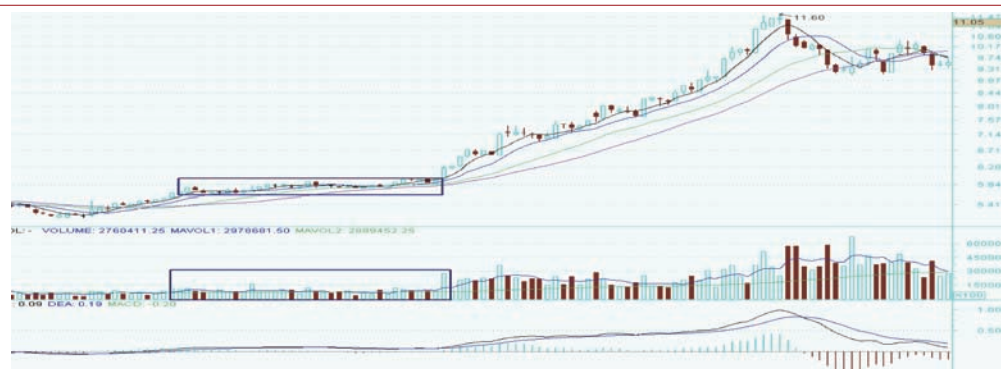
首先从形态上看，在2012年12月4点最低3.64元之后，该股在1个半月的时间内上涨41%最高至5.44元，并且量能明显放大，且将MACD指标成功拉至零轴上方，短期均线（5、10、20、30日均线）多图排列。从波浪理论的角度此波上涨为其上升趋势的1浪，并且也有明显的次级别5浪结构出现。（本文所探讨的交易体系是不参与这波1浪上涨，主要参与个股的3浪甚至是3浪3的主升阶段。1浪上涨的确立是用来帮助我们确认该股前期的下跌趋势结束，也就是为右侧的主升交易做准备的）之后便开始了一个历时近3个月的横盘震荡。在横盘震荡期间最为明显的特征就是量能持续的萎缩，均线反复缠绕。之后在2013年5月13日已一根涨幅超过3%的放量阳线顺利突破，此后量能连续释放，均线多头排列并向上发散，开始了主升浪。在此之前的横盘震荡也是一个很标准的威廉欧奈尔的“杯柄”形态（如图2所示）。奋达科技的第二波拉升在整个形态结构、均线上与第一波如出一辙。

除了技术面之外还有什么内在原因使得该股出现了如此强烈的上升走势呢？首先是整体的市场环境，我们对照中小板指数在奋达科技上升趋势中的表现不难发现，中小板指数自2012年12月4日期也出现了一波持续的上涨，“2012年12月4日”同时也是奋达科技见低点的日。所以该股上涨的大环境，也就是威廉欧奈尔CANSLIM中的M是一个多头的氛围，这也为个股表现提供了的良好土壤。

另外公司基本面方面，从图5可以看出自2012年底开始奋达科技的净利润曲线出现了一个持续的大幅上升，这也是此股能够大幅上涨的一个最重要的内在因素。

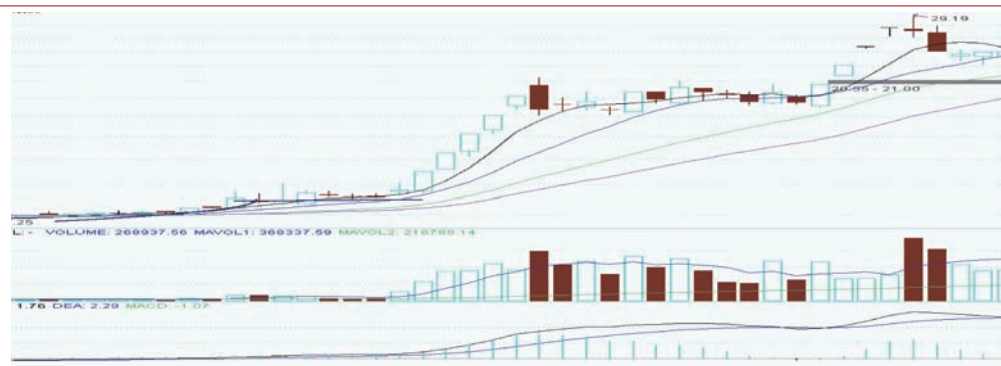
2.2 民生银行 (600016)

图7: 民生银行日线图



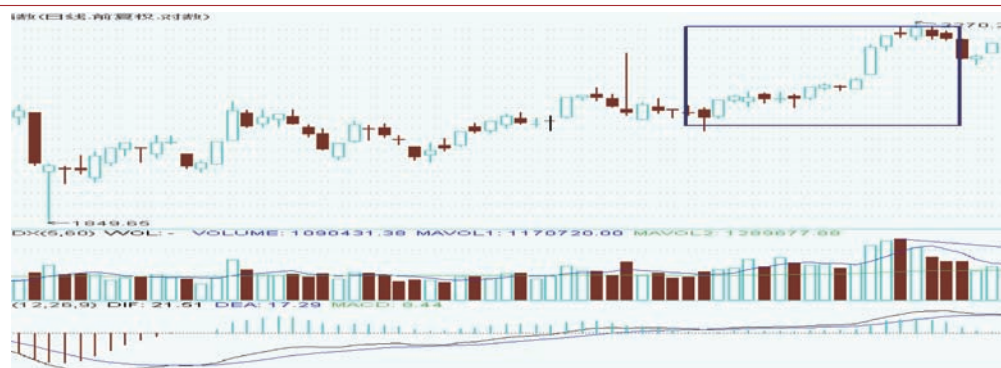
资料来源: 华林证券

图8: 主升浪前的盘整结构局部放大



资料来源: 华林证券

图9: 同期上证指数走势



资料来源: 华林证券

银行股作为2012年底至2013年除引领市场的主力军，其中民生银行的走势也是非常经典的。

民生银行与2012年9月5日提前上证指数3个月见到了阶段性低点5.08元后有一波小幅上涨。然后从2012年10月23日至2012年12月4日，在沪指再次探底的大环境下走出了强势盘整的形态。

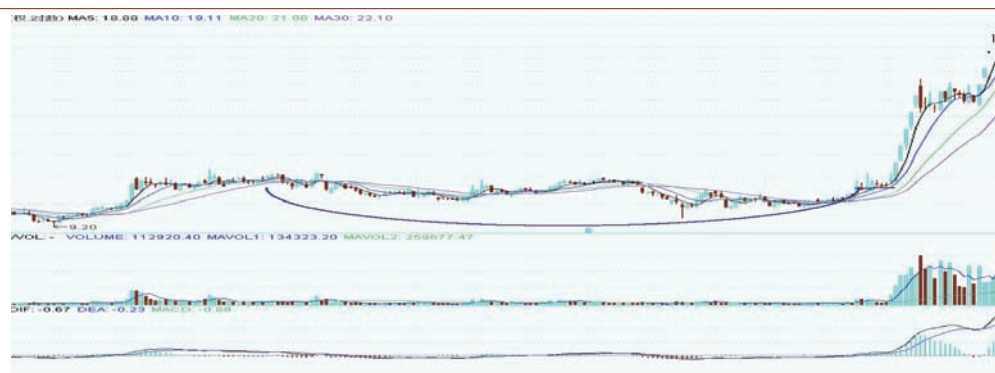
研究图7民生银行盘整形态可以发现，在此期间30日均线保持上升趋势不变，短期的5日10日均线反复缠绕；量能在此期间保持着整体缩量态势；MACD指标始终处于零轴上方。

2012年12月4日沪指见底反弹，民生银行也顺势放量突破盘整区间开始了快速且大幅的上涨。

同时大盘也处在一个持续的局部上升趋势中，为个股的表现提供了良好基础。

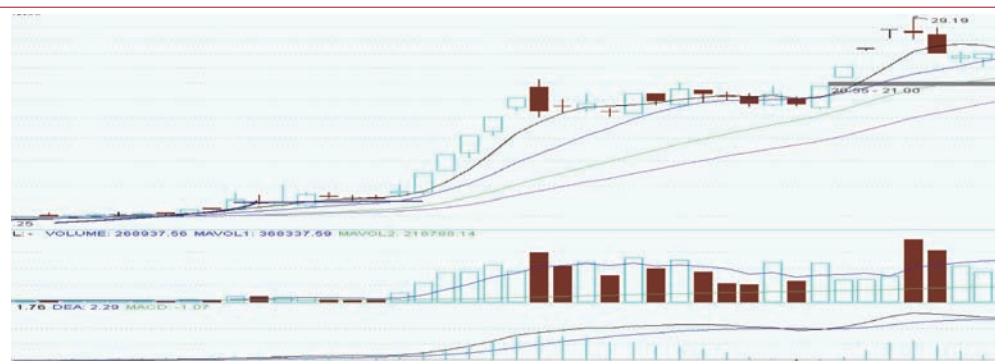
2.3 陆家嘴（600663）

图10：陆家嘴日线图



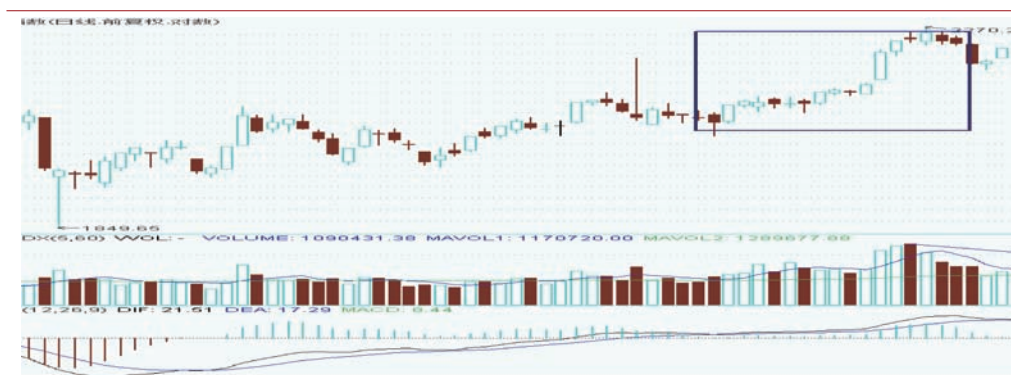
资料来源：华林证券

图11：陆家嘴主升浪局部放大图



资料来源：华林证券

图12: 同期上证指数走势



资料来源: 华林证券

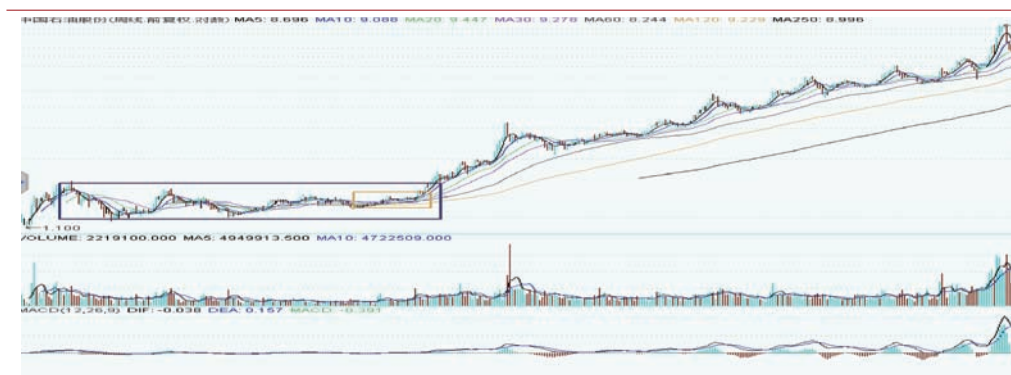
2013年8月-9月的行情中,上海自贸区的概念无疑是最风光无限的,陆家嘴、上港集团、上海物贸、外高桥等股票都有一波持续猛烈的上涨。其中陆家嘴的走势同时还非常的切合本文高效模型的形态。

陆家嘴与2012年12月4日与大盘同步见底后出现了一波放量上涨的趋势,于2013年1月22日最高见12.76后开始调整。

我们同样再来研究一下陆家嘴在一波上升之后盘整走势形态等方面的特点。在整个盘整期间量能一直保持在一个较低的水平,盘整后期量能是极度的萎缩;短期均线反复上下缠绕;MACD也是在零轴附近缠绕。在股价突破的前夕,出现一小段上涨将MACD拉至零轴上方,均线形成多头排列,然后放量突破开始了猛烈拉升。此股除了技术形态同时在消息面上也有利好的推动。此外同期的上证指数也是在一个波段上升中,大环境也提供了个股突破拉升的良好基础。

2.4 中国石油H股 (00857)

图13: 中国石油H股周线图



资料来源: 华林证券

图14：中国石油H股盘整形态局部放大



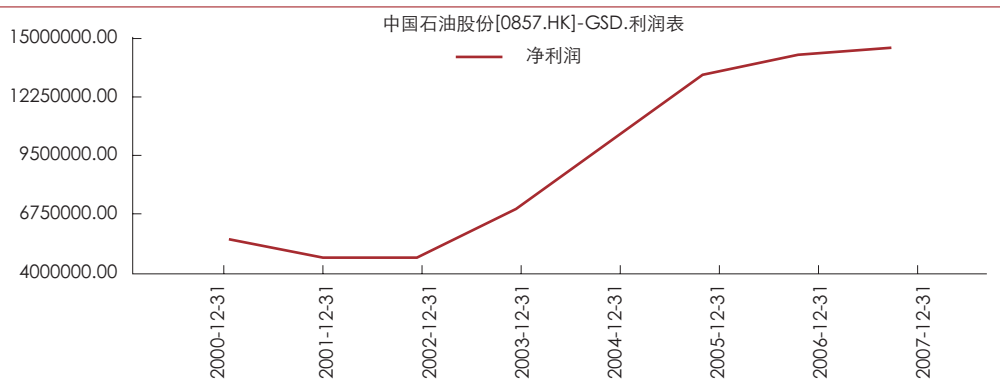
资料来源：华林证券

图15：同期恒生国企指数周线图



资料来源：华林证券

图16：2000年-2007年中国石油净利润曲线



资料来源：WIND

中国石油2000年4月在香港上市后，短暂下跌后便开始了为期7年的一个上涨趋势。分析其整个上升趋势，当中也同样出现了本文所探讨的高效模型中的特征。

整体形态上中国石油H股自2004年4月低点之后至2000年9月完成了整体上升趋势的1浪上涨，随后开始了为期近1年的一个不规则震荡调整。随后与2003年5月突破开启拉升之旅。

在这将近1年的盘整结构中中石油H股同样出现了一下特征：量能逐步并且持续萎缩；均线反复缠绕；在突破拉升前MACD站稳零轴；短期均线粘合缠绕并和中期均线形成多头排列，中期（30、60）均线向上。

除了上述技术面的因素外，公司自身的经营情况也出现了显著的变化。由图15可以看出2001年基本就是中石油净利润的一个低点，从2003年开始中石油的净利润出现了快速大幅的上涨，这与股价的上涨时点和周期也是基本吻合的。

同时对比图14的恒生国企指数的走势，其突破盘整形态进入持续上涨的时点也同样是2003年5月份，这也为当时中石油H股的拉升提供了很好的市场环境。

下面是“股神”巴菲特买入中石油H股的过程：

“2003年4月1日公告大量买入中石油H股，此后1个月连续增持7次，增持1倍以上。2003年4月25日公告总共买入23.39亿股中石油H股。”

巴菲特的买入并增持的过程再对照上述的技术走势发现，虽然巴老是最坚定最著名的价值投资者，但对买入时点的把握也同样拍案叫绝。这一案例同时也说明了价值分析和技术分析并不是对立，相反如果能将两者融会贯通将会令投资事半功倍、如虎添翼。

2.5 总结：

（1）形态：在前期下跌趋势结束后出现反趋势的一波上涨（1浪），确认上升趋势的开始。随后运行盘整或回调形态（2浪）；

（2）量价：在反趋势的第一波上涨必须放量堆量，在此后的调整形态中必须持续的缩量；

（3）均线：在盘整形态中短期均线缠绕，中期均线由走平开始向上，并且在股价突破时中期均线能形成有效的多头排列；

（4）基本面：个股的季度净利润和EPS要持续的增长，最好是季度同比环比均能保持增长；

（5）大势：大盘必须是处于一个趋势性或者阶段性的上涨中。

3. 陷阱的防范

一将功成万骨枯，在牛股爆发背后还有非常多当下看符合交易体系的个股最终没有变成市场的明星而陨落的例子。资本市场是一个处处充满陷阱的地方，投资者需带着一双慧眼亦步亦趋的谨慎行事。

在上一章节里面我们探讨的都是成功的案例，其实还有非常多在当其时个股均满足了上述条件但最后没有成功突破。包括上一章节所举例的个股中在莫一段时间也满足了模型的条件但在那个时间段也没能成功突破。接下来我们就探讨一下这个问题。

在第二章中我们通过案例的分析总结高效交易模型的五点特征，同时再结合上述案例中股价突破的时间点会发现，个股再满足了形态、量价、均线和基本面的条件后能否成功的突破很大

一部分的原因在于大市。市场环境转暖持续上升，个股的突破概率就会大大提高。

大市的走势是集合了宏观面、政策面、资金面、情绪面等多方面因素的一个综合反映。这也决定了没有人能够100%的判断准大盘的拐点，也只能通过各种手段大致的判断市场一个方向。以上种种原因也就导致了投资者在对市场判断上可能会经常出现失误。

同时个股突破的成功与否大多时候是由大市所决定，这就需要投资者运用其他手段来约束自身的交易行为从而对冲相应的假突破风险。例如止损原则，不同的投资者可根据自身的风险承受能力设定不同的止损线，威廉欧奈尔是将买入后下跌8%作为止损标准；例如仓位管理，采取分批建仓的原则。本文就不在此做详细描述。

总之一点是，在大盘处于上升趋势或阶段性反弹时此交易模型的成功概率才会高。如大盘处于弱势，往往会发生突破失败。

投资策略

华林证券开平营业部

股息率量化投资法

股票投资的方法有很多，其中，量化交易是比较时髦的一种。提到量化交易，很容易就联想到专业投资机构、自动交易、高频交易、对冲、套利等，普通投资者似乎摸不着边。其实不然，这里给出一个普通投资者也能做的量化投资方法——股息率量化投资法。

本文最后给出一个股息率量化投资法的实施简介，可以作为实施其他量化模型的参考。

1. 收益来源导向的投资模型

为实现投资收益，一般是通过宏观分析、行业分析、公司分析、以价值低估、风险偏好等选择投资标的、确定投资组合，再通过技术分析确定介入时点和调整投资组合等来实现。这种方法说起来并不是很复杂，但做起来就要求就比较高，要求很专业，而且也未必获得很好的投资收益，这一点可以从基金的收益率排行榜就可以看出。而一般投资者选择投资一个股票，往往是做上面的某一、两个步骤，就确定买入股票，其结果可想而知，能获取较高的稳定收益的概率非常小。

这里介绍的股息率投资方法是：直接的从投资收益的来源的两个方面来考虑，建立股票池保证投资组合里股票股息收入和利用股息率的变化调整投资组合获取资本增值。

投资收益来源	投资模型简述
股息	根据股息分配方案，确定投资股票池，确保股息收入
股本增值	根据股息率变动调整投资组合，获取价差

2. 股息率投资案例

2.1 2003年巴菲特投资中国石油H股案例

2003年，巴菲特以均价每股1.65港元的价格大举买入中国石油H股23.38亿股，总价值4.88亿美元。巴菲特后来更是多次解释投资中国石油：他们（指中国石油）将把利润的45%拿出来进行分红。这非常重要，我几乎不记得有美国的那家公司曾经这么书面做出过这样的承诺。中石油信守了承诺。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

从这个案例来看，投资中国石油，巴菲特最看重的是分红，而且是分红收益很高吸引的他投资这家公司，我们回顾了从2003年巴菲特买入中国石油到2007年巴菲特高位卖出大部分中国石油H股的盈利以及分红情况，帮助投资者更加明晰这次投资案例。

中国石油	每股收益	中期分红	末期分红	当年分红	分红收益率
2003年	0.4元	¥ 0.098841	¥ 0.079324	0.178165	10.13%
2004年	0.59元	0.115919	0.147511	0.263430	14.98%
2005年	0.75元	0.157719	0.180325	0.338044	19.22%
2006年	0.79元	0.202806	0.154699	0.357505	20.33%
2007年	0.81元	0.205690	0.156860	0.362550	20.62%

注：汇率按照2003年1港元可兑换1.0657元人民币计算，即巴菲特的投资成本价可以简单记为每股1.7584元人民币。

从这个表格可以看出，巴菲特通过四年分红实际已经获得了相当于成本的65%的分红，后来其在2007年中国石油H股攀上14元上方逐步卖出，获利极为丰厚。

这个案例实现了股息、价差双丰收。

3. 股息率投资基础

3.1 股息率定义

股息率是股息与股票价格之间的比率。在投资实践中，股息率是衡量企业是否具有投资价值的重要标尺之一。股息率等于股息与股票买入价之比。

3.2 股息率的意义

股息率是挑选收益型股票的重要参考标准，如果连续多年年度股息率超过1年期银行存款利率，则这支股票基本可以视为收益型股票，股息率越高越吸引人。

股息率也是挑选其他类型股票的参考标准之一。决定股息率高低的不仅是股利和股利发放率的高低，还要视股价来定。例如两支股票，甲股价为10元，乙股价为20元，两家公司同样发放每股0.5元股利，则甲公司5%的股息率显然要比乙公司2.5%诱人。

3.3 持续高派息公司的特点

- 1) 持续的盈利能力
- 2) 良好的现金流
- 3) 一定程度规避假业绩风险

4. 量化模型与模拟投资测算

4.1 股票池

构筑和调整股票池的条件

1) 最近三年连续高股息率

市场每天处于高度的波动之中，很难保证在波动中能获取确定的收益，只有派息股票才能为投资者提供比较确定的收益来源。虽然股票的价格变化不可预知，但是投资者至少知道，他们可以得到股息方面的回报。我们在投资过程中有一些确定性的因素可供参考，那么上市公司的分红记录就非常值得我们去认真的研究。

构筑和调整股票池的量化方法：

以过去的连续3年的股票除息日的股息率为指标按年加权平均作为比较指标，用横向比较的方法来确定股票池。

2) 流通市值在200亿以下

限制流通市值主要是考虑有利于获取资本增值（赚取交易价差），小流通市值盘股更活跃，更容易获取市场价差。

3) 其他参考指标包括现金分红比率、大股东的变化、股本变化、盈利能力化、现金流变化等可能影响未来每股分红的指标

股票池可根据以上的条件进行动态调整。

参照上面的前两个条件，根据2011年-2013年的现金分红情况得到股票池：

序	股票代码	股票简称	13年每 10股股利 (税前)	12年每 10股股利 (税前)	11年每 10股股利 (税前)	14年5 月26日 股价	13年 股息率	12年 股息率	11年 股息率	流通 市值 (亿)
1	002522	浙江众成	8	3	3	6.66	12.01%	4.50%	4.50%	14.9
2	002269	美邦服饰	7.5	2.8	8.4	8.83	8.49%	3.17%	9.51%	88.7
3	600123	兰花科创	6	2.63	6	7.82	7.67%	3.36%	7.67%	89.3
4	601010	文峰股份	5	3.6	4.2	6.7	7.46%	5.37%	6.27%	12.3
5	600177	雅戈尔	5	5	4	6.74	7.42%	7.42%	5.93%	150
6	002372	伟星新材	8	8	8	11.47	6.97%	6.97%	6.97%	44.2
7	300186	大华农	5	3	6	7.46	6.70%	4.02%	8.04%	29.5
8	600395	盘江股份	4.5	3	8.5	7.04	6.39%	4.26%	12.07%	117
9	002651	利君股份	12.2	6.8	3.2	19.12	6.38%	3.56%	1.67%	11.7
10	601566	九牧王	7	7	6	11.07	6.32%	6.32%	5.42%	13.8
11	002003	伟星股份	5	8	7	7.91	6.32%	10.11%	8.85%	23
12	600377	宁沪高速	3.6	3.8	3.6	5.75	6.26%	6.61%	6.26%	218

序	股票代码	股票简称	13年每 10股股利 (税前)	12年每 10股股利 (税前)	11年每 10股股利 (税前)	14年5 月26日 股价	13年 股息率	12年 股息率	11年 股息率	流通 市值 (亿)
13	600660	福耀玻璃	5	5	4	8.28	6.04%	6.04%	4.83%	166
14	600863	内蒙华电	2.2	3	1.2	3.66	6.01%	8.20%	3.28%	64.4
15	601369	陕鼓动力	3.5	3.5	3.5	5.88	5.95%	5.95%	5.95%	96.4
16	002242	九阳股份	5	5	1.3	9	5.56%	5.56%	1.44%	68.5
17	600070	浙江富润	3	3	3	5.5	5.45%	5.45%	5.45%	15.1
18	000987	广州友谊	5	5	5	9.26	5.40%	5.40%	5.40%	33.2
19	603366	日出东方	7.1	5.3	3.5	13.3	5.34%	3.98%	2.63%	18.8
20	600376	首开股份	2.4	1.8	1.5	4.5	5.33%	4.00%	3.33%	101
21	601158	重庆水务	2.62	2.7	2.33	5.01	5.23%	5.39%	4.65%	240
22	002308	威创股份	3.5	2	2.5	6.8	5.15%	2.94%	3.68%	56.8
23	601567	三星电气	5	5	5	9.75	5.13%	5.13%	5.13%	13.1
24	601009	南京银行	4.06	4.6	3	7.96	5.10%	5.78%	3.77%	236
25	601933	永辉超市	3	2	2	6.07	4.94%	3.29%	3.29%	186
26	601800	中国交建	1.85	1.88	1.79	3.77	4.91%	4.99%	4.75%	50.9
27	600266	北京城建	3.7	4.4	2	7.64	4.84%	5.76%	2.62%	81.5
28	600004	白云机场	3.3	3.7	3.5	7.06	4.67%	5.24%	4.96%	81.2
29	002701	奥瑞金	9.8	10	-	21.17	4.63%	4.72%		68.6
30	002251	步步高	6.62	5	5	14.31	4.63%	3.49%	3.49%	77.8
31	600033	福建高速	1	1	1	2.18	4.59%	4.59%	4.59%	29.2
32	600012	皖通高速	2	2.2	2.1	4.44	4.50%	4.95%	4.73%	51.8
33	300031	宝通带业	3	3	2	6.67	4.50%	4.50%	3.00%	14.3
34	600143	金发科技	2	1	3	4.49	4.45%	2.23%	6.68%	115
35	600350	山东高速	1.26	1.51	1.55	2.96	4.26%	5.10%	5.24%	99.6
36	601313	江南嘉捷	3	2.5	1.5	7.31	4.10%	3.42%	2.05%	19.6
37	002300	太阳电缆	3.51	4	3.3	8.64	4.06%	4.63%	3.82%	26
38	000528	柳工	2.5	2.5	3	6.26	3.99%	3.99%	4.79%	70.4

数据来源：华林证券

4.2 买入、卖出量化指标及模拟投资测算

测算方法：

1) 根据上面的股票池的股票进行测算

2) 测算指标：动态股息率

12年的当天动态股息率 = 11年每股税前股利/当天股票收盘价格

13年的当天动态股息率 = 12年每股税前股利/当天股票收盘价格

14年的当天动态股息率 = 13年每股税前股利/当天股票收盘价格

3) 测算时间段

2012年1月1日 - 2014年2月20日

4) 测算变量:

A、最多持有股票数量

关系到资金的利用率，就是把总资金分成几份来投资，分散投资降低风险。测算过程中，每次买入某只符合买入动态股息率标准的股票的资金量是其中的一份。

B、买入动态股息率

动态股息率上升达到该数值，就是买入信号。

C、卖出动态股息率

动态股息率下降跌破该数值，就是卖出信号。

5) 测算目标 (D)，投入资金的算术平均年化收益率。

测算结果 (部分):

A最多持股数 B买入股息率 C卖出股息率 D算术平均年化收益率

A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D
5	8.60%	4.20%	24.33%	5	7.20%	6.20%	18.67%	5	7.20%	4.80%	13.13%
5	7.40%	5.20%	24.33%	5	8.00%	6.20%	18.58%	5	8.00%	6.60%	13.12%
5	8.60%	4.00%	24.25%	5	7.60%	5.60%	18.56%	5	5.00%	4.40%	12.99%
5	8.60%	5.20%	24.23%	5	8.40%	6.00%	18.52%	5	6.40%	5.00%	12.80%
5	7.00%	5.20%	23.58%	5	7.60%	5.80%	18.49%	5	6.80%	4.80%	12.78%
5	8.00%	5.20%	23.52%	5	8.60%	6.20%	18.41%	5	5.60%	4.60%	12.74%
5	8.60%	5.40%	23.38%	5	7.20%	6.40%	18.22%	5	5.60%	4.80%	12.68%
5	7.40%	5.00%	23.19%	5	7.80%	6.00%	18.00%	5	6.20%	5.00%	12.59%
5	8.40%	4.20%	23.19%	5	6.60%	5.80%	17.98%	5	7.60%	7.00%	12.50%
5	8.40%	4.00%	23.12%	5	8.20%	6.00%	17.96%	5	6.20%	5.20%	12.29%
5	7.40%	5.40%	23.10%	5	7.60%	4.20%	17.92%	5	6.00%	4.80%	12.28%
5	8.60%	4.40%	23.08%	5	7.00%	6.40%	17.91%	5	8.40%	6.60%	12.26%
5	8.40%	5.20%	23.08%	5	7.20%	6.00%	17.89%	5	5.60%	4.40%	12.19%
5	8.60%	5.00%	22.81%	5	7.80%	4.40%	17.86%	5	7.80%	6.80%	12.10%
5	8.00%	5.40%	22.72%	5	7.60%	4.00%	17.85%	5	6.60%	4.60%	12.07%
5	8.20%	4.20%	22.64%	5	6.80%	5.60%	17.64%	5	8.60%	6.80%	12.01%
5	8.20%	4.00%	22.58%	5	7.00%	4.60%	17.61%	5	7.80%	6.60%	11.98%
5	8.20%	5.20%	22.48%	5	7.00%	6.00%	17.59%	5	6.00%	4.40%	11.79%
5	8.60%	4.60%	22.41%	5	7.80%	6.20%	17.41%	5	8.20%	6.60%	11.74%
5	7.80%	5.20%	22.30%	5	8.40%	6.20%	17.38%	5	5.40%	4.40%	11.71%
5	8.40%	5.40%	22.24%	5	7.40%	4.20%	17.26%	5	6.60%	4.80%	11.54%
5	7.00%	5.40%	22.16%	5	7.40%	4.00%	17.20%	5	8.00%	6.80%	11.47%

A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D
5	8.00%	5.00%	22.13%	5	7.60%	6.20%	17.14%	5	5.60%	5.00%	11.44%
5	7.60%	5.20%	22.12%	5	6.40%	5.40%	17.09%	5	8.60%	7.00%	11.38%
5	7.20%	5.20%	22.07%	5	6.80%	5.80%	16.93%	5	5.20%	4.60%	11.31%
5	8.40%	4.40%	21.97%	5	8.80%	5.80%	16.84%	5	8.80%	6.60%	11.21%
5	8.00%	4.60%	21.76%	5	7.60%	6.40%	16.83%	5	8.40%	6.80%	11.09%
5	7.60%	5.00%	21.76%	5	8.20%	6.20%	16.83%	5	6.60%	4.40%	11.09%
5	8.40%	5.00%	21.69%	5	7.60%	4.40%	16.82%	5	6.00%	5.20%	10.94%
5	8.20%	5.40%	21.65%	5	7.20%	5.00%	16.72%	5	7.80%	7.00%	10.81%
5	7.80%	5.40%	21.53%	5	6.40%	5.80%	16.56%	5	8.20%	6.80%	10.58%
5	8.20%	4.40%	21.43%	5	7.60%	6.00%	16.50%	5	8.00%	7.00%	10.54%
5	8.60%	5.80%	21.41%	5	6.60%	6.00%	16.48%	5	8.40%	7.00%	10.46%
5	8.40%	4.60%	21.32%	5	8.80%	5.60%	16.43%	5	8.80%	6.80%	10.26%
5	8.20%	5.00%	21.18%	5	7.20%	6.60%	16.39%	5	8.20%	7.00%	9.96%
5	8.00%	4.20%	21.14%	5	6.60%	5.00%	16.29%	5	6.60%	4.20%	9.89%
5	7.20%	5.40%	21.08%	5	7.00%	4.80%	16.22%	5	6.40%	4.60%	9.73%
5	7.60%	4.60%	21.08%	5	7.40%	4.40%	16.19%	5	8.80%	7.00%	9.62%
5	8.00%	4.00%	21.04%	5	6.20%	5.60%	16.17%	5	5.80%	4.80%	9.51%
5	8.60%	5.60%	20.99%	5	8.80%	6.00%	16.09%	5	6.00%	5.00%	9.41%
5	8.00%	5.80%	20.92%	5	6.60%	5.60%	16.08%	5	6.40%	4.80%	9.21%
5	7.60%	5.40%	20.86%	5	8.80%	5.00%	16.06%	5	6.60%	4.00%	9.18%
5	7.80%	5.00%	20.86%	5	8.60%	6.40%	15.97%	5	6.40%	4.40%	8.83%
5	7.40%	5.60%	20.81%	5	7.40%	6.60%	15.93%	5	5.80%	4.20%	8.00%
5	8.20%	4.60%	20.79%	5	8.00%	6.40%	15.90%	5	6.00%	4.60%	7.79%
5	6.80%	5.40%	20.79%	5	6.20%	5.40%	15.86%	5	6.20%	4.80%	7.69%
5	7.40%	5.80%	20.76%	5	6.80%	6.20%	15.75%	5	6.40%	4.20%	7.65%
5	8.60%	4.80%	20.72%	5	6.00%	5.40%	15.66%	5	6.20%	4.60%	7.63%
5	7.00%	5.60%	20.72%	5	8.80%	6.20%	15.63%	5	6.20%	4.40%	7.55%
5	8.00%	5.60%	20.46%	5	6.80%	4.20%	15.59%	5	5.80%	4.00%	7.38%
5	7.80%	4.60%	20.41%	5	6.80%	4.00%	15.55%	5	6.40%	4.00%	6.97%
5	7.40%	4.60%	20.38%	5	7.00%	4.20%	15.52%	5	5.80%	5.00%	6.95%
5	8.40%	5.80%	20.34%	5	7.00%	4.00%	15.46%	5	6.20%	4.20%	6.04%
5	8.00%	4.80%	20.18%	5	6.80%	4.40%	15.43%	5	6.00%	4.20%	5.81%
5	6.60%	5.40%	20.04%	5	8.80%	4.20%	15.32%	5	5.20%	4.40%	5.39%
5	8.00%	4.40%	19.96%	5	6.80%	5.00%	15.29%	5	6.20%	4.00%	5.36%
5	8.40%	5.60%	19.91%	5	5.80%	5.20%	15.23%	5	6.00%	4.00%	5.17%
5	7.20%	5.60%	19.87%	5	5.80%	4.60%	15.13%	5	9.00%	5.80%	5.12%
5	8.20%	5.80%	19.77%	5	7.20%	4.20%	15.08%	5	5.60%	4.20%	5.07%
5	7.80%	5.80%	19.73%	5	6.40%	5.20%	15.05%	5	9.00%	6.00%	5.06%
5	8.40%	4.80%	19.65%	5	7.20%	4.00%	15.00%	5	5.40%	4.20%	4.61%

A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D
5	7.60%	4.80%	19.57%	5	8.40%	6.40%	14.99%	5	9.00%	6.20%	4.59%
5	8.60%	6.00%	19.56%	5	6.80%	6.00%	14.79%	5	9.00%	6.40%	4.59%
5	7.00%	5.00%	19.54%	5	7.80%	6.40%	14.75%	5	5.60%	4.00%	4.46%
5	7.20%	5.80%	19.53%	5	6.80%	4.60%	14.68%	5	9.00%	4.00%	4.17%
5	7.00%	5.80%	19.46%	5	8.80%	4.40%	14.66%	5	9.00%	4.20%	4.17%
5	8.20%	5.60%	19.34%	5	7.20%	4.60%	14.56%	5	9.00%	4.40%	4.17%
5	6.80%	5.20%	19.31%	5	6.40%	5.60%	14.54%	5	9.00%	4.60%	4.17%
5	7.80%	5.60%	19.27%	5	7.60%	6.60%	14.50%	5	9.00%	4.80%	4.17%
5	8.00%	6.00%	19.17%	5	8.20%	6.40%	14.46%	5	9.00%	5.00%	4.17%
5	8.20%	4.80%	19.12%	5	7.00%	4.40%	14.44%	5	9.00%	5.20%	4.17%
5	8.80%	5.20%	19.06%	5	8.80%	4.00%	14.39%	5	9.00%	5.40%	4.17%
5	7.40%	6.20%	19.04%	5	7.20%	4.40%	14.02%	5	9.00%	5.60%	4.17%
5	7.80%	4.20%	18.99%	5	8.80%	4.60%	13.98%	5	5.40%	4.00%	3.99%
5	7.80%	4.00%	18.92%	5	5.80%	4.40%	13.93%	5	9.00%	6.60%	3.38%
5	7.40%	4.80%	18.92%	5	8.80%	4.80%	13.91%	5	9.00%	6.80%	3.18%
5	8.80%	5.40%	18.88%	5	7.60%	6.80%	13.83%	5	9.00%	7.00%	2.93%
5	7.80%	4.80%	18.87%	5	5.40%	4.80%	13.66%	5	5.00%	4.20%	2.13%
5	6.60%	5.20%	18.87%	5	5.40%	4.60%	13.53%	5	5.20%	4.20%	2.01%
5	7.40%	6.00%	18.79%	5	8.80%	6.40%	13.43%	5	5.00%	4.00%	1.51%
5	7.40%	6.40%	18.76%	5	7.40%	6.80%	13.41%	5	5.20%	4.00%	1.40%
5	7.00%	6.20%	18.75%	5	8.60%	6.60%	13.21%				

数据来源：华林证券

测算结果分析：

（上表只是部分的测算结果数据）

1. 参数得出的收益率都为正收益；
2. 收益来源的大部分来源于买卖价差，小部分来源于股息；
3. 参数B（买入动态股息率）、参数C（卖出动态股息率）对收益率的影响较大。参数B的最佳范围是：7.4%-8.4%，参数C的最佳范围是：5.2%-5.8%。在这个范围内，测算得出的平均收益率为：21.18%，最大收益率为：24.33%，最小收益率为：18.49%。
4. 参数A是体现投资的分散程度，最佳取值范围是4-8，

5. 局限性和注意事项

以上的测算，只是根据行情数据和上年派息的情况了测算股息率，还有很多影响股息率的因素没有考虑。因此，测算的结果具有一定的局限性。参数的选择不同，大市环境的不同（虽然测算选择的大市环境是大市下跌的），交易笔数的不同也会影响到测算结果的准确性。

需要注意以下事项：

1. 送股、配股、增发会扩大股本，摊薄业绩，影响未来每股的股息；
2. 定期报告利润的变化、现金流量，对未来每股派息也有影响；
3. 大股东的变化会带来派现金息的意欲的不确定性；
4. 市场行情的变化，对测算参数会产生影响，要根据市场环境进行调整；

6. 股息率投资法总结

股息率投资法是通过研究现金分红记录，确定投资股票池，争取锁定一定的股息收入，再根据动态的股息率调整投资组合，通过买卖价差，获取资本增值，来实现相对稳定的投资收益的一种投资方法。

该投资法适用于稳健型投资者。

7. 股息率量化投资法的实施

这里简单介绍利用东财网Choice金融终端来实现这个量化投资，当然，也可以利用其他软件、或者通过编程来实现。但关键的因素是“数据”。模型需要的数据很多，选取数据齐全、导出数据方便的投资终端会事半功倍。

这里作为一个Choice金融终端的量化模型例子，可参考应用到其他模型。

股息率量化投资模型可以分为三部分：

第一部分：股票池构建和调整部分

第二部分：投资组合调整部分

第三部分：模型测算及参数调整部分

下面对三部分进行简单介绍

第一部分：股票池构建和调整部分

在安装了Choice金融终端的系统中运行Excl，选择Choice菜单项，点选历史行情，获取最近3年的历史行情数据，添加最近3年的每股现金分红数据和除息日期，添新列计算除息日股息率，再添加新列计算加权平均股息率，此加权平均股息率就是构建股票池的主要指标；另外一个重要指标流通市值可以通过添加实时行情收盘价和流通股本，计算后获得。当然，还可以添加股本变化、报告期盈利变化、盈利预测、现金流变化等数据，通过模型计算调整加权平均股息率指标。

在符合流通市值条件（例如：流通市值<200亿）的股票中，选取加权平均股息率排名前40的进入股票池；

为了确保所选的股票是持续稳定派息的，可计算最近3年股息率总方差作为参考指标。

通过以上方法，采取固定时间间隔或大市累计变化幅度，计算一次，来调整股票池。

第二部分：投资组合调整部分

首先，确定发出买入信号的股息率条件，这里根据上面测算结果暂定为7.9%；确定发出卖

出信号的股息率条件，根据测算结果定为5.5%。这两个参数应根据大盘的高度、市场利率等因素做调整，市场利率下降或大盘的高度上升，可作适当下调，反之亦然。

其次，建立股票池EXCL表，添加最近一期每股派息，再添加一列<买入预警价>，列值为根据买入信号的股息率反推的股票价格。

再次，建立买进股票EXCL表，当有股票符合条件买进后，添加到此表中；当表中股票符合卖出条件卖出后，删除此股票记录，此表设定最多5条记录，每次买入最多是总资产的五分之一。此表还要添加最近一期每股派息，再添加一列<卖出预警价>，列值为根据卖出信号的股息率反推的股票价格。

买进最多记录数决定分散投资的程度，记录数越大越分散，个股风险降低了，但资金的使用率也同时降低，降买入的股息率，可以提高资金的使用率，但会增加风险，这几个参数之间要相互配合，才能获得较高的稳定收益。

最后，根据以上建立的两个EXCL表，在动态行情分析软件中，为表中每个股票设置买入预警和卖出预警。当然，这两个表发生变化，预警设置必须做相应的修改。当动态行情分析发出预警，就作出相应的买入或卖出，调整投资组合。

第三部分：模型测算及参数调整部分

这部分主要是利用Choice金融终端导出测算需要的相关数据，再用编程软件（如：VFP、FoxTable等），进行模拟投资测算，测算出最佳参数，调整量化投资模型的相关参数，令投资模型达到最佳效果。

投资策略

投资顾问：蒋为

执业证编号：S1280612030002

Email: jiangw@chinalions.cn

电话：010-64405978

上无封顶、下可保底的投资品种

——可转债

1. 前言

“可转债在保底的保单下，附送一张通往牛市的火车票根。请注意，不是高铁，是普快，但终点一致。在熊市里，它是火种；在牛市中，它是火焰。”

“可转债是100%保底，上不封顶的投资品种。”

“可转债，是一个可以让投资者安心睡觉的投资工具。”

“可转债不是一个暴利工具，但是却有可能给你带来安全的暴利。”

以上是投资可转债受益者对可转换债权感性的认识，或许我们的读者觉得有点夸张，通过本文对可转债的简单介绍，我想让大家初步认识可转债，试着投资可转债，甚至喜欢可转债。

可转债，其实质就是一张债券加上一张认购权证。虽然利息不是一般的低，但是好在有保底，无论熊市有多熊，也能做到早涝保收，拿回本金，外加上固定利息（每年1%—2.x%）。但是要是赶上牛市，上不封顶，持有人一样也能骑在牛背上与牛共舞！

2. 初识可转债

2.1 可转换债券定义

可转换债券：英语为：convertible bond。公司发行的含有转换特征的债券。在招募说明中发行人承诺根据转换价格在一定时间内可将债券转换为公司普通股。转换特征为公司所发行债券的一项义务。可转换债券的优点为普通股所不具备的固定收益和一般债券不具备的升值潜力。

2.2 可转债的特征

债权性：与其他债券一样，可转换债券也有规定的利率和期限，投资者可以选择持有债券到期，收取本息。

股权性：可转换债券在转换成股票之前是纯粹的债券，但在转换成股票之后，原债券持有人就由债券人变成了公司的股东，可参与企业的经营决策和红利分配，这也在一定程度上会影响公司的股本结构。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

可转换性或叫期权性：可转换性是可转换债券的重要标志，债券持有人可以按约定的条件将债券转换成股票。转股权是投资者享有的、一般债券所没有的选择权。可转换债券在发行时就明确约定，债券持有人可按照发行时约定的价格将债券转换成公司的普通股票，实质上是属于看涨期权，可以在规定的转换期内按约定的价格行使该权利。若股票的价格低于转股价（即事先约定的价格），可转债持有人将不会行使该权利，而是将可转债持有到期，获得本金及利息；若股票的价格高于转股价，持有人将行使该权利，在转换期内按照转股价转换成股票，获得股息收入及资本利得，因此可转债结合了债券的安全性、收益固定的特征及股票长期增长潜力的双重优势。

此外，可转债还具有相对股票“较高收益、较低风险”的特征，即可转债的价值会随股票价格的上涨而增加，同时抗跌性比股票好，即可转债价值的下降幅度低于股票价格的下跌。可转债的最低价值是纯债价值与转换价值的最大值，其中纯债价值主要受市场利率影响，与股价无关，而转换价值主要受股价影响，与其同方向变化。当基础股票价格上涨到一定水平时，可转债的最低价值主要表现为转换价值。而可转债的转换价值随股价上涨而增加，因此可转债的最低价值随股价上涨而增加，分享股价上涨带来的收益。同时可转债的期权价值也随股价的上涨同方向变化，因此可转债的总价值（可转债的最低价值加上期权价值）随股价的上涨而增加。当股价下降到一定水平时，可转债的最低价值主要表现为较为稳定的纯债价值，不受股价的影响，此时可转债价值的下降主要是由于期权价值的下降，但价值下降的幅度有限，能较好的减少股票市场的系统风险及个股带来的非系统风险，表现出较强的抗跌性。此外，转股价格向下修正等权利还可以帮助投资者规避股票市场的下跌风险，获取超额利益。因此可转债投资具有相对股票“较高收益、较低风险”的特征，适合投资者投资。

3. 透视可转债

3.1 可转债的基本要素

有效期限和转换期限：指债券从发行之日起至偿清本息之日止的存续期间。转换期限是指可转换债券转换为普通股票的起始日至结束日的期间。发行人都规定一个特定的转换期限，在该期限内，允许可转换债券的持有人按转换比例或转换价格转换成发行人的股票。我国《上市公司证券发行管理办法》规定，可转换公司债券的期限最短为1年，最长为6年，自发行结束之日起6个月后方可转换为公司股票。

股票利率或股息率。可转换公司债券的票面利率（或可转换优先股票的股息率）是指可转换债券作为一种债券的票面利率（或优先股股息率），发行人根据当前市场利率水平、公司债券资信等级和发行条款确定，一般低于相同条件的不可转换债券（或不可转换优先股票）。可转换公司债券应半年或1年付息1次，到期后5个工作日内应偿还未转股债券的本金及最后1期利息。

3.2 可转债的四大核心要素

3.2.1 转股价——可转债的投资准绳

转股价：转换比例或转换价格。转换比例是指一定面额可转换债券可转换成普通股票的股数。用公式表示为：

转换比例=可转换债券面值/转换价格

转换价格是指可转换债券转换为每股普通股份所支付的价格。

用公式表示为：

转换价格=可转换债券面值/转换比例

转股价可以说是一个可转债最重要的元素，其它几乎所有的条款和投资行为都以它为准绳。当转股价低于股票市场价的时候，等于可以低价买入股票，所以可转债的价格就会上涨并维持在面值100元以上；当转股价高于股票市场价时，等于高价买入股票，不值得，所以可转债价格下跌，向面值靠拢甚至跌破100元。转股价是可转债的一颗活生生跳动的核心。它能决定可转债是健康的、病态的、恐惧的还是疯狂的，甚至是精神病或者植物人。

例如，某公司意图发行可转债，它的可转债募集说明书公告日前20个交易日公司股票交易均价为9.5元（也就是前20个交易日收盘价加起来除以20天），到了公告日前一交易日公司股票交易均价为10元，那么转股价就择高定为10元；如果20日均价为9.5元，前一日均价跌为9元，那么择高转股价定为9.5元。

3.2.2 下调转股价条款——可转债的起重机

公司的发展壮大，处处都需要资本的支持，能够低息借到钱固然是好，但是到期了，还是要把好不容易借到手的一大笔钱还回去，舍不得。如果能让借款人变成公司的股东，就等于把借到手里的钱变成了公司自己的钱，不用还了不说，还可以直接投入在企业经营上，这在资本严重紧缺的中国市场上，是何等的美事啊！正是基于“把债主变成股东”的伟大动力，上市公司在募集说明书中会提出“下调转股价条款”，又名“向下修正转股价条款”。

“下调转股价条款”的基本思想是：假如上市公司的股票市场价，在一定的时间段内，低于设定的一个阈值，那么上市公司有权在一定的条件下下调转股价。下调修正后的转股价格一般应不低于一个特定日期前20个交易日内该公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，同时修正后的转股价格不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。

比如：深圳机场可转债的转股价是5.66元，如果深圳机场股票价格在任意连续20个交易日内有10个交易日低于5.66元的80%——也就是4.81元。

可见，通过“向下修正股价条款”，上市公司可以合法地通过适时下调转股价，降低持有人转股的门槛，促进持有人转股，把持有人牢牢绑定在自己的马车上。而下调转股价，确实能把转股获利的可能性大大增加了，往往会立竿见影地刺激可转债的市场价格应声而涨，从而给持有人带来套利机会。

3.2.3 强制赎回条款——可转债的玻璃天花板

“强制赎回条款”的基本思想是：

在可转债转股期内，如果本公司股票市场价格在一定的时间段内，高于设定的一个阈值（一般是当期转股价的130%），那么上市公司有权按照略高于可转债面值的一个约定赎回价格（一般是103元）赎回全部或部分未转股的可转债。

简而言之，股价已经远远超过约定转股价，您已经赚到了，赶快转股吧！否则我就以低价赎回！要么您在市场上赚30%以上（转股或者卖出可转债），要么103元卖给我，二选一！

发行公司设立赎回条款的主要目的是降低发行公司的发行成本，避免因市场利率下降而给自己造成利率损失，同时也处于加速转股过程、减轻财务压力的考虑。通常该条款可以起到保护发行公司和原有股东的权益的作用。

3.2.4 回售条款——可转债的保险单

回售保护条款的核心思想：

在可转债存续的一定时间内，如果公司股票收盘价在N个交易日低于当期转股价格的一个阈值（这个阈值一般要低于向下修正转股价）时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值的103%或面值100元+当期计息年度利息回售给本公司。任一计息年度可转债持有人在回售条件首次满足后可以进行回售，但若首次不实施回售的，则该计息年度不应再行使回售权。

事实上，只要准确抓住以上四大要素，所谓纲举目张，不到五分钟你就能看懂一只可转债。“把债主变成股东”是上市公司发行可转债的伟大动力，所以设定以上条款正是基于此目的！

4. 可转债投资策略

4.1 可转债套利

当可转债的转换平价与其标的股票的价格产生折价时，两者间就会产生套利空间。如果套利操作的成本足够小，人们就可以通过套利交易实现其中的价差收益。在海外成熟市场，可转债套利的基本思路是：“做多可转债，做空股票”。

（注：转换平价 = 可转债市价 ÷ 转换比率 = 可转债市价 × 转股价 ÷ 100。一旦实际股票价格上升到转换平价水平，任何进一步的股价上升都肯定会使可转债的价值增加。因此，转换平价可视为一个盈亏平衡点。如果转换平价低于股票市价，称为转换贴水；反之，则称为转换升水。正常情况下，可转债表现为转换升水，如果出现转换贴水，则有套利机会。）可以分为两种情况：

4.1.1 非转换期内的套利机会

上市公司发行可转债，一般都会规定 6 至 12 个月的非转换期，即只有在可转债发行半年或一年之后，可转债方可开始转股。由于在这段时间内，市场对于发行人公司股价走势的判断会存在较大的分歧，可转债的期权价值有可能被高估，也有可能被低估。当可转债的期权价值被低估并出现转换贴水时，可转债与其对应的股票之间就会存在套利的空间。这种套利机会十分普遍，为何不能用套利方式来实现其中的利差收益呢。这就不得不提到国内可转债套利的一个政策性制约：部分股票的融券卖空行为是被严格禁止的。事实上，如果没有这种限制，股价会受到卖空的压力，可转债会受到套利者的追涨，转换平价与股价之间的价差是不可能如此之大，也不可能存在如此之久。但是由于缺乏股票做空的机制，这一价差只有到了转换期才可能被拉平。因此，这种差价实际上成为转换期来临前股价下跌的风险报酬，而不再是无风险的套利空间了。

4.1.2 转换期内的套利机会

进入转换期后，可转债随时可以转股，股票和可转债的走势将基本上趋于一致。正常来说，在转股期内，可转债的转换平价与标的股票价格之间的价差应该为正，即可转债表现为转换升水。但是，当可转债或股票交易波动较大时，可转债也有可能较短的时期内出现一定比例的转换贴

水。这时，如果操作得当，就可以获得一笔套利收益。从可转债的市场实际走势分析，进入转股期后，的确有一些可转债在盘面中出现过转换贴水。

需要指出的是，根据国内目前的转股规定，可转债在T日申请转股后，T+1日才能将所转股份卖出，因此，转换期内的可转债套利还需要承担“持有一天股票”的价格波动风险。只有当利差能够完全覆盖这一风险并在扣除交易成本之后仍有盈余，才能肯定地取得一笔无风险的收益。

向下修正转股价套利：

假设某可转债的转股价为10元，其向下修正转股价触发条件为：“本公司股票在任意连续20个交易日中有10个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时……”，那么当正股股价有几个交易日低于9元时，公司为了不触发向下修正转股价条款，有可能适当释放利好，或者出资拉抬股价，让股价重新站上转股价的90%——9元。这就是套利机会。因此假设该股股价连续数天跌破了9元，在8.5元以上徘徊，但又没有掉头向下，市场整体情况也比较稳定时，投资者可以适时买入，比如以8.5元。果然，不几天以后公司释放利好，公司股价站上9元，几天内稳健套利收益5.88%。

回售保护条款套利：

假设某可转债的转股价为10元，其回售保护触发条件为：“如果公司股票收盘价连续30个交易日低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权……按面值的103%（含当期计息年度利息）回售给本公司……”，那么当股价即将触发该条件时，公司为了避免回售的发生，可能会采取种种措施提振股价。这样，套利的机会就出现了。假设该可转债正股股价已经连续十几个交易日低于转股价的70%——也就是7元，而股市整体并没有大熊，公司经营也正常时，投资者可以适当买入，比如6.5元。果然，几天后公司宣布利好，公司股价重新站上7元，十几天内套利收益达到7.69%以上。

4.2 可转债——中长期持有的最好投资品种

可转债的底部确定，而且100%保底；顶部上不封顶，貌似不确定，但是30%~40%的上涨却是大概率事件，等于保险收益区间是确定的；甚至时间也确定，五、六年之内（实际99%都是不到期即可提前获利）。

规则一：全部以面值100元买入，以收盘价卖出。

规则二：全部以可转债上市后的最低价买入，以收盘价卖出。

规则三：全部以可转债的面值100元买入，以场内最高价卖出。

收盘价单利收益，也就是简单计算每只可转债以其收盘价减去面值100元，然后除以100元面值成本，所获得的收益即为每只可转债的单利收益率，最后简单汇总一下即可。请注意收盘价往往远远小于最高价。但是即使如此，汇总以后总收益依然高达4316.81%！

假设投资人碰到每个可转债都以面值买入，然后以最高价卖出，12年来如果最初投入1万元，最后结果是63万；如果最初投入10万，最后是630万。

投资者所需要做的就是一件事：100元以下，越跌越买；100—130之间，不动如山；130元以上，安全就继续持有，赚多了就变现，收放自如！（甚至标准放松点，接近100元，或者回售保护价以下。）

4.3 个债建议

久立转债（128004）：募投项目稳步进行，与天津钢管强强联手。隧道：1季度业绩稳增，中标项目保障未来业绩，国企改革主题机会。平安转债（113005）：传统与非传统业务合作发力，“战车型业务构想”。华天：或受益于国家欲设立的1200亿芯片扶持基金。国电转债（110018）：火电业绩佳，改革或有大进展。中行转债（110017）：到期前转股可能性大，长期等待机会。中海：纯债价值推动价格上涨，董事会通过转股价下修议案。东华、川投：正股走势强劲，博弈强赎。

在股市的趋势性机会仍不明确的背景下，建议中长线持有可转债，操作要兼顾安全边际、流动性和股票弹性。目前，等同于正股的工行转债和安全边际高的中行转债仍是主要选择。民生转债的攻守兼备特性比较突出，可以择机买入。国金转债成交活跃，正股弹性高，也可用于博弈反弹，但值得注意国金转债和正股的估值均较高。

怎样看待这个市场

投资心得

投资顾问：段磊

执业证编号：S1280611010033

Email: duanlei@chinalions.cn

证券市场之于股民相较于赌场之于赌徒，相信不少投资者是这样看待中国股市。07年大牛市之后中国证券市场达到顶峰，参与者众多，使得对于股市的研究加速发展。基本分析，技术分析等等许多流派。然而判断一种分析方法的好坏只有一个标准，那就是赚钱。不论方法多玄妙，多高深不能帮助我们从中获利都是空谈。本人作为一个80后从业不足十年的市场人谈一谈对于中国股市的走向以及分析方法的一些个人看法。

先扯一点题外话，中国目前许多城市公交车早已实现无人售票，前门上后门下方方便自己也方便他人。笔者经常与一位新东方的外教一同乘车，是一位白人老头。每到人多的时候，车厢内摩肩接踵不足为奇，这时候靠近前门的乘客从前门下车相信大家也不会理解成没有素质的表现。而这位白人老头却墨守成规的每次按照规则挤到后门下车，哪怕他坐在前门第一个位置。

例子不用引申，大家都理解。文化的差异，思维习惯的差异造成的不同选择。放眼证券市场，参与者的不同造成不同的市场表现。横向的对比国际市场是切不可取的，单纯的拿同行业的公司各项数据拿到国际市场去对比估值更多的只是画饼给自己心理安慰。这是笔者给出的第一条忠告。

回到中国股市，07年是分水岭。07年之前股市是少数人的游戏，中国证券市场起步晚，尽管到现在也不算成熟和全面。07年有赖于股权分置改革，全流通，以及当时赚钱的示范效应，吸引参与者不断涌入，资金推动造就了07年大牛市。

07年之后延续至今都属于同一个时代——为透支的涨幅而埋单的时代。

如果以年线作为分界线，这个周期是由牛市转猴市以及熊市的时代。随着节奏的变换，单纯年线我们已无法分辨当前市场是处于熊市还是猴市。笔者的习惯是加入两年线，三年线综合研判。技术分析使用的重点是周期越长，有效性越大，这一点十分重要。尊重趋势，顺应趋势，趋势不会轻易改变。当前延续一年半的趋势就是上证指数以2000点为低点无法有效跌破，两年线为高点。趋势不会轻易改变并且仍将延续下去，这是笔者的观点。

至于何时能够出现牛市。大胆猜测，2017年前后：中国传统，十年为一代，经历一代人的时间，参与者能够忘却曾经的伤痛，才能使得市场重现辉煌。

另一方面，也许有人还没注意，创业板已经走出了牛市，尽管当前出现调整是山峰还是山顶尚无定论。但分析其大涨原因有二：创业板都是新股上市不存在历史遗留问题无深度套牢盘产生的抛压；市场无新增资金，创业板普遍流通盘偏小便于小规模资金控制。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

当然，两年前提出的新兴产业多集中于创业板也可以归咎为原因之一。联系到现在这个时刻，我们从顺应趋势来看仍可从中小市值个股中寻找机会，相较于创业板的高位不确定性，笔者更看好中小板品种。在无法复制07年资金堆积起来的牛市前提下，资金的增加必然有个从小到大的过程，那么创业板之后，中小板相对位置更低，且流通市值更利于操控。

现在市场上存在许多死户，也称“僵尸户”。究其原因，无非是在曾经的高点介入，而未及时止损的投资者，散户习惯称为“被套”。其实不存在“套”，套的是你的心，我们持有一只股票有且只有一个理由——那就是存在上涨的可能性，而不是因为套着，我就不能出来。这是人性的弱点，也是大部分散户亏损严重的原因。

当然，现在所说的一切判断不过站在当下这个时间点，如果将时间周期拉长，若干年后回望也许一切将被推翻。但承受这种以季甚至年计的煎熬我想应该是每个投资者都不希望发生在自己身上的。

有一种想法很荒谬：等到牛市所有股票都会上去的，我也会解套的。随着今年IPO的二次开闸，A股市场的标的早已超过两千大关，并且仍将继续增加下去。这么多公司必然有优有劣，不论怎样的经济环境。这也是相对于过去我们的认识一定要扭转的观念。

本文没有办法帮助你选出超预期的行业，捕捉大黑马。市场永远是一个博弈，当我们身在其中的时候就没有办法看清自己，螳螂捕蝉黄雀在后。比较简单的办法是把自己定位成操盘手，当你手上有上亿资金你会如何操作，或许会明晰一些。欲将其亡，先将其狂。市场中的争斗仍将延续下去，变化是唯一不变的主题。

与广大投资者共勉。