

2015 年 1 月 26 日

市場回顧與後市分析

上週五市場沖高回落。終盤，上證綜指上漲 0.25%、深圳成指下跌 0.30%，中小板指數和創業板指數分別下跌是 1.48%和 2.68%。

政策面上和消息面上，上周公佈 4 季度經濟略超預期，而通縮風險仍在加大，4 季度 GDP 增速與 3 季度持平，歸功於消費穩定、投資回升，而出口仍在回落。降息以來上中下游短期改善，1 月滙豐製造業 PMI 底部反彈，但房地產投資出現負增，15 年投資存在隱憂。貨幣政策上，1 月 21 日央行公告 MLF 操作，1 月 22 日時隔 1 年重啟 500 億 7 天逆回購，流動性寬鬆繼續呈現，我們認為流動性主導的本輪牛市行情仍將繼續。此外，上週五證監會新聞發佈會還公佈對 16 家中小公司資訊違規披露等問題的處罰決定，顯示監管層意在引導市場向著較為健康的方向發展。

投資策略上，我們維持市場中期牛市不變的判斷，市場有望在震盪中上行。操作上，堅守金融藍籌，佈局中盤藍籌，關注農業、消費股、國企改革和一帶一路等主題性板塊機會，警惕創業板和中小板的業績下降風險和估值回落風險。

重要新聞

◆【央行副行長：今年將從五個方面推動金融改革】

1 月 23 日，在“2014 年金融改革、支援實體經濟進展成效等舉行吹風會”上，央行副行長潘功勝表示，2015 年的金融改革，央行將根據十八屆三中全會和中央經濟工作會議的精神推動有關金融改革，重點有下面幾個方面：

一是加快推動利率市場化改革。適時推出面向企業和個人的大額存單，擴大金融機構負債產品和市場化定價範圍，加強金融市場的基準利率體系建設，完善市場化利率體系和利率傳導機制。同時健全中央銀行利率調控體系，增強中央銀行利率調控的能力和宏觀調控的有效性。

二是進一步完善人民幣匯率市場化形成機制。2014 年央行已經跨出了很大的一步，今年將繼續加大市場供求決定的力度，增強人民幣匯率浮動彈性。

三是穩步推進了資本專案的可兌換。包括有序提高個人資本項下的交易可兌換程度，推出合格的境內個人投資者試點，建立宏觀審慎框架下的外債管理制度，健全全國統一聯網管理的跨境資本流動監測體系等。

四是推動存款保險制度的儘快出臺。

五是落實政策性金融機構改革方案。農發行的改革方案國務院已經批准了。開發銀行和進出口銀行改革方案也會很快獲得中央和國務院的批准。同時，將繼續鼓勵金融市場創新，完善互聯網金融發展的政策措施、監管框架和機制，完善金融風險的監測預警和處置體系等等。

◆【地方救樓市新年再出招：決心之大或超乎意料】

儘管 2014 年末多地樓市“翹尾”，但市場整體依舊低迷。進入新年的短短 20 多天中，地方政府再次出手救市，比如浙江省紹興的“微刺激”主要以購房稅收補貼為主，而廈門和四川省則集中在清理樓市的行政干預、全面取消限購。有分析稱，地方救市決心可能出乎很多人意料。

與此同時，中央層面也為地方盡可能提供政策“方便”。日前，住建部部長陳政高提出，房地產庫存高企的三四線城市，再蓋新樓進行整體安置已沒必要，住建部擬出臺收購商品房用於保障性住房指導意見。國務院發展研究中心一位負責人表示，由於三四線城市的房地產仍處於下行通道中，因此今年地方救市的願望更加強烈。這些城市地方政府救市措施會更加多樣，力度也將比去年要大。

瑞銀首席經濟學家汪濤表示，從去年來看，限購限貸退出後，樓市成交沒有從根本上好轉。“為保證土地收入及地方經濟增長，今年會有更多地方政府採取更大幅度的稅收減免等措施，千方百計來刺激地方樓市增長。”

◆【保險資金獲准設立醫療健康產業投資基金】

近日，保監會批准第二家保險私募基金試點，同意陽光資產管理股份有限公司發起設立陽光融匯醫療健康產業成長基金。

據悉，基金採用有限合夥制的組織形式，按照市場通行模式運作，預計募集資金 50 億元人民幣，其中首期募集 30 億元，主要投向醫療健康產業鏈中的成長期企業股權。基金管理人引入核心團隊持股機制，增強長期激勵約束，維護投資者利益。

保監會相關負責人表示，保險業與醫療健康服務產業具有天然的產業相關性，保險資金發起設立醫療健康產業基金，是貫徹落實新“國十條”和國務院《關於加快發展商業健康保險的若干意見》的具體體現，有利於整合資源，發揮產業協同效應和保險資產管理優勢，提高醫療健康管理效率。下一步，保監會將加強政策研究和持續監管，促進保險資金設立私募基金業務健康發展，增強保險業服務民生和實體經濟的能力。

◆【申萬宏源掛牌在即 業內稱上市首日難現暴漲】

申萬宏源將於週一（1 月 26 日）正式登陸深交所。業內普遍預期，申萬宏源上市後市值將超 2000 億，登上深市總市值第一的“寶座”。不過，業內人士分析稱，由於目前多數券商的股價均已回檔到宏源證券停牌時的價位，申萬宏源上市首日難現大幅暴漲。

根據申萬巨集源公告，申萬宏源上市首日開盤參考價（即時行情顯示的前收盤價）確定為 14.88 元/股，上市首日不設漲跌幅限制。儘管理論上申萬巨集源開盤集合競價為即時行情顯示的前收盤價的 900%以內，但業內多分析，開盤價不會出現超過 14.88 元/股太多的情況。

同時，在下述三種情況下，申萬巨集源將實施臨時停牌：盤中成交價較當日開盤價首次上漲或下跌達到或超過 10%的，臨時停牌時間為 1 小時；盤中成交價較當日開盤價首次上漲或下跌達到或超過 20%的，臨時停牌至 14 時 57 分；盤中換手率達到或超過 50%的，臨時停牌時間為 1 小時。

有上市券商相關人士解釋稱，這就是說，開盤後申萬宏源的股價在 14 時 57 分前，最高上漲 20%。

興業證券分析師曾素芬給出的申萬宏源合理價值在 10-15 元之間。招商證券有關市場人士則表示，若看好未來發展，以後上漲到 20 元上下屬於比較正常。

◆【中國平安再度出手海外不動產收購】

近日，基匯資本公告稱，已經代表中國平安，成功收購了倫敦市中心一棟地標性建築 Tower Place。據海外媒體報導稱，中國平安是以 4.19 億歐元的價格，從德意志銀行資產及財富管理公司下的一支共同基金手中購入該資產的。

近年來，中國大型保險集團海外抄底不動產的熱情與日俱增。在 2013 年豪擲 2.6 億英鎊買下英國倫敦地標性建築勞合社（全球著名的保險交易市場）大樓之後，又再度爆出消息：中國平安又在倫敦大手筆買樓了。

中國平安首席投資官陳德賢透露，中國平安在海外的不動產投資，和其在境內投資成熟商業地產、寫字樓的資產配置屬性一致，即通過投資有價值的商業地產和辦公樓宇，來獲得穩定可觀的租金回報。除中國平安外，這兩年，安邦保險、中國人壽、泰康人壽也分別在歐美國家收購不動產。

片仔癯（600436）：老樹發新枝，傳統中藥 OTC 牽手互聯網

我們對中藥 OTC 的總體看法：（1）我們看好品牌中藥 OTC 企業在新的市場環境下，牽手互聯網，重構管道，精準行銷。

品牌中藥 OTC 企業過去一年由於需求疲軟，增長放緩，如果走出困境是當務之急。求變，已經成為當前第一要務。醫藥新模式層出不窮，品牌 OTC 開始走出傳統行銷模式，借力互聯網管道推廣與行銷。這方面同仁堂、東阿阿膠、片仔癯都已有所動作。（2）我們看好品牌中藥 OTC 作為稀缺性資源品，後續繼續提價能力。（3）我們看好品牌中藥 OTC 在跨出藥業方面，繼續在日化領域做大做強的決心。

我們對公司的現在看法：2014 年業績塵埃落定，2015 年不會更差。從公司 2014 年全年快報：營業收入 14.35 億元，同比增長 2.79%，歸屬於上市公司股東淨利潤 4.40 億元，同比增長 2.31%。2014

年度，公司利潤總額與上年度相比略微有所增長。其中，藥品業務業績有所下降，化妝品業績增長幅度較大；2014 年年度公司投資收益與上年同期相比增幅較大，主要系公司出售部分可供出售金融資產—興業證券股票所致（增厚 4600 萬淨利潤）。2014 年公司股價平淡無奇，我們認為和公司提價進度低於預期，國內反腐、海外市場通縮等原因導致的業績增長放緩相關。經過測算，第四季度公司營業收入同比增長 8%，與 2014 年 Q1-Q3 分別增長 11.8%、2.7%、-10.3%相比，我們認為公司經營狀況 2015 年不會更差。業績低谷確定股價低谷。

片仔癯和銀之傑合作，意在未來管道重構，精準行銷。換屆一年，新管理層欲展宏圖，關注國企改革投資主線。新一屆管理層換屆已經接近一年，正值董事長劉總施展宏圖之時。2015 年，建議關注國企改革投資主線，關注混合所有制等國有企業改革措施，有望激發國企活力。公司長期具有高端品牌價值。在做優主業的同時，把藥妝、日化業務作為新的利潤增長點。繼續看好。

風險提示：新產品市場開拓的風險、片仔癯提價進度。

數碼視訊（300079）：影視業務結算因素引致業績低於預期，OTT 運營、P2P 及軍工業務帶來想像空間

事件：數碼視訊發佈業績快報：2014 年歸屬於上市公司股東淨利潤為 17779.74 萬元-19147.41 萬元，同比增長 30-40%。

（1）業績增速低於預期主要系影視業務未能進入結算週期所致，2015 年影視劇貢獻將加速提升。
（2）OTT 用戶發展將呈現加速，業績貢獻有望逐年提升。2014 年下半年起，公司與各地廣電運營商合作佈局 OTT 用戶聯合運營，內蒙等地業務啟動態勢良好。我們預計到 2015 年年底 OTT 用戶將要達到 500 萬，收入貢獻有望達到 9000 萬元，對應業績彈性顯著提升。
（3）雙向網改仍將刺激傳統廣電設備業務仍穩健增長。超光網、數位化高清設備等業務有望保持 20-30%的複合增速，CA 模組業務有望保持 10%左右的複合增速。在廣電運營商加速雙向網改的背景下，傳統廣電設備業務穩健增長是大概率事件。
（4）P2P 業務佈局帶來互聯網金融領域的想像空間。數碼視訊的豐付通 P2P 平臺自上線以來，業務擴展喜人。
（5）基於高清視頻技術的軍用視頻指揮業務亦在穩步推進之中。以傳統廣電領域的高清視頻技術為基礎，在充分考慮軍用系統特性的基礎上，數碼視訊實現跨行業的用戶延伸。

考慮公司經營業績貢獻正在由傳統廣電設備類業務向廣電 OTT 用戶運營、金融 P2P 平臺及軍隊視頻系統轉變的特徵，我們預計未來估值水準有望顯著提升，買入評級。

風險提示：OTT 推進的進度低於預期、OTT 業務開發中的終端佔用成本急劇提升、體感遊戲發佈低於預期、影視內容整合進度及效果低於預期、P2P 平臺盈利水準低於預期、金融 IC 推廣及其市場份額低於預期、軍工業務推進低於預期、經濟系統性風險。

通富微電（002156）：不可忽視的中國半導體力量

國內半導體產業面臨絕佳發展機會：1）晶片國產化保障資訊安全，上升到國家戰略；2）國家積體電路產業基金成立，預計先進產能擴充、國際並購等陸續出現；3）產業轉移趨勢不可避免。

通富微電：1）市值成長空間大；2）切入展訊、海思以及臺灣一流客戶晶片封測業務；3）產能佈局合理，非公開增發募集資金擴充產能助公司快速發展。公司開始進入發展的快車道，給予“買入”評級。在半導體產業轉移、國家及地方對半導體產業大力支持的背景下，公司自身在積極尋求突破，先進產能佈局和一流客戶開拓方面都有比較大的進展，我們認為公司未來幾年將進入快速發展通道。在不考慮有可能的外延式發展的情況下，預計 14/15/16 年 EPS 分別為 0.18、0.31、0.45 元，增長速度分別達 88.1%/74.5%/47.8%，給予“買入”評級，6 個月目標價 13.5 元（鑒於公司未來幾年業績的高速增長、外延式發展預期，我們給予公司 16 年 30X PE）。

風險提示：半導體產業景氣波動、大客戶訂單放量進度組緩慢等。

申萬宏源（000166）：強強聯合，提升整體實力

申銀萬國證券吸收合併宏源證券完成，合併後的申萬宏源將於 2015 年 1 月 26 日在深交所掛牌上市，股票上市首日開盤參考價 14.88 元/股。本次發行完成後公司總股本 148.57 億股，其中流通股本 32.55 億股。公司上市開盤市值 2200 億元，對應 14PB6 倍，高於目前上市大型券商的平均估值：根據備考財務報表，對應 13PB6.86 倍；預計對應 14PB6 倍。估值水平高於目前上市大型券商的平均 3.5 倍的 PB 水平。

上市公司母子架構，定位綜合金融平臺：上市主體為“申萬宏源集團股份有限公司”，註冊于新疆，為投資控股公司，主營業務為金融投資、股權投資。下設申萬宏源證券有限公司，註冊於上海，從事證券業務。形成“投資控股公司+證券子公司”的母子公司結構。合併後公司淨利潤行業第三，業務和區域具備互補性，但 1+1 是否大於 2 存在不確定性：申萬、宏源加總後的 13 年總資產超 1000 億、淨資產 332 億，營業收入和淨利潤分別為 101 億和 31 億，均躋身行業前列。

合併後的公司 14 年經紀業務市場份額上升至第四位。從業務結構上看，雙方具有較強的互補性。申萬是一家傳統型的券商，以經紀業務為主要收入來源，在新三板、研究等業務上具備比較優勢；而宏源證券近年來特色業務優勢突出，在債券承銷、資產管理等業務上具備較強實力。兩家公司零售用戶端區域上也具備一定的互補性，申萬的客戶以上海及周邊的東部地區為主，而巨集源的客戶以新疆等西部地區為主。考慮到雙方將進入磨合期，雙方能否取長補短有待進一步觀察。

風險提示：大盤波動風險及公司整合仍具有不確定性。

雷曼光電（300162）：業務拓展打開盈利空間

公司主要業務為 LED 顯示幕的銷售。LED 行業目前雖然出貨量增速很快，不過由於門檻較低，新進入者較多，因此拉低了螢幕的銷售價格，未來增長空間有限。因此，公司接下來的計畫是積極向體育傳媒領域拓展。上周公司在北京開了場新聞發佈會，會上公佈了未來的新業務計畫。我們認為一共有二點值得關注。

公司原本只是出售電子屏，現在計畫向下游拓展，進軍廣告業務。公司發佈了中甲聯賽俱樂部官方合作夥伴權益包和官方贊助商權益包，分別允許中標者在每場比賽中使用 LED 屏播放 5 分鐘和三分鐘廣告，對應招標價分別為 600 萬和 360 萬元，重點面向金融、汽車、電商、啤酒、電子產品、運動裝備等行業進行邀標，每個行業限一名贊助夥伴。我們認為向下遊拓展將為公司帶來新的利潤增長點，且廣告主的積累也將為公司的業務帶來協同效應。

公司董事長李漫鐵表示，移動互聯網已經被確定為雷曼在體育領域新的發展方向。為此，雷曼將推出個新 APP 產品“第 12 人”。該產品的主要功能具備了市面上一般看球類應用的資訊、社交、電商、競彩等功能，且還可以實現球迷手機屏和賽場 LED 屏之間的互動。球迷可以通過支付一定的積分將對球隊球員的祝福連同自己的姓名發送到 LED 屏上，實現與俱樂部、俱樂部球星、現場球迷的現場互動，充分發揮了粉絲效應。該 APP 預計將會在 2015 賽季開賽時同步上線。我們認為該功能類似於 YY 上的粉絲給主播送獎品，未來的盈利空間巨大。此外，為了能得到更好的展示效果。雷曼還推出了一款被製作成易開罐的形狀的 LED 屏，瓶身可以 360 度播放相關飲料產品廣告，效果十分震撼，為雷曼全球首創專利產品。

我們看好雷曼在體育傳媒領域的先發優勢和後續業務的佈局，建議積極關注。

風險提示：業務拓展不及預期。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。