

2015 年 1 月 28 日

市場回顧與後市分析

昨日市場受工業增加值利潤創新低和銀監會嚴查傘形信託降杠杆等負面消息的影響，上證指數盤中大幅下跌，尾盤略有回升。終盤，上證綜指下跌 0.89%、深圳成指下跌 1.16%，中小板指數和創業板指數分別上漲是 0.48%和 0.22%。

政策面上和消息面上，昨日央行再次實行逆回購，意在平穩春節前資金市場的穩定性，預計至年底將會繼續延續這一公開操作。昨日公佈的 12 月大幅工業企業利潤下滑進一步加劇。2014 年 12 月當月全國規模以上工業企業利潤總額同比下降 8.0%，降幅比 11 月擴大 3.8 個百分點。這是自 2011 年 10 月國家統計局發佈單月資料以來的最大降幅，預示著經濟仍處於較弱的底部區域，市場仍在等待新的寬鬆政策的出爐，我們認為寬鬆政策只會延後不會缺席。此外，一帶一路國家級戰略規劃有望近期推出，將會使得市場聚焦新的主題投資機會。

投資策略上，我們維持市場流動性驅動的中期牛市不變的判斷，短期將延續震盪，但不改向上趨勢。操作上，堅守金融藍籌，佈局中盤藍籌，短期關注農業、消費股，主題投資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風險。

重要新聞

◆【20 個省份明確“一帶一路”戰略定位及發展重點】

“一帶一路”戰略提出一年多來，中國沿線省份都已提前佈局，今年進入實質操作階段。在近期陸續召開的地方兩會上，沿線省區市濃墨重彩地將“一帶一路”寫入政府工作報告中，對今年的推進工作作出具體安排。據梳理發現，有 20 個省份在今年政府工作報告或高層會議中明確了各自在“一帶一路”戰略中的定位及發展重點。

雖然國家層面的“一帶一路”規劃尚未出臺，但許多省份主動融入這一大戰略。目前，“一帶一路”核心區域有 16 個省份，其中，“絲綢之路經濟帶”包括新疆、青海、甘肅、陝西、寧夏等西北 5 個省份，重慶、四川、廣西、雲南等西南 4 個省份，以及最新擴圍的內蒙古；“21 世紀海上絲綢之路”則囊括江蘇、浙江、福建、廣東、海南等東部沿海 5 個省份以及最新擴圍的山東省。

此外，黑龍江、遼寧、河南和湖北也明確表態，積極融入“一帶一路”建設。

◆【“高送轉”問題頻出監管層要求每單必查內幕交易】

上市公司 2014 年年報披露漸入佳境，兩市公司頻頻高調推出“高送轉”預案，刺激股價強勢上漲。但在“高送轉”方案頻出的同時，卻伴隨著大股東乘機減持、資訊披露存在瑕疵，甚至涉嫌內幕交易等問題。據悉，此現象已引起監管部門高度重視。證監會已要求對上市公司“高送轉”每單必查內幕交易。

1 月 27 日，大橡塑大股東提議推出以資本公積向全體股東每 10 股轉增 13 股的高送轉方案，當日股價封於漲停板。同日，備受質疑的海潤光伏公告了對交易所針對其高送轉和股東減持的問詢函答覆，股價應聲大跌 8.63%。相對於大橡塑的控股股東不僅承諾屆時投贊成票，而且承諾在股東大會審議之前不減持，此前多家公司大股東在推出高送轉前後通常伴隨著大手筆減持，引起市場詬病，被指涉嫌內幕交易。

統計顯示，自大富科技於 2014 年 11 月 11 日第一家公告收到股東高送轉的提議以來，截至 2015 年 1 月 10 日，滬深兩市共有 41 家上市公司披露了類似的股東提議，其中深交所上市公司 36 家，占比 88%，包括 32 家為中小板和創業板公司。伴隨高送轉公告的是上市公司股價的大幅波動。統計顯示，其中 30 家公司的股價在披露當日上漲，4 家漲停，27 家公司的股價在公告披露後的三個交易日內平均累計漲幅接近 14%，明顯超越大盤。此類大股東提議高送轉方案的頻繁出現，存在諸多不規範之處，比如資訊披露不完整、涉嫌操縱股價乃至內幕交易等，已引起監管部門的高度重視。

◆【近十項國企改革方案有望率先出臺】

醞釀一年多的國企改革在 2015 年邁入關鍵期。近日，國務院國資委研究中心副主任彭建國表示，2014 年雖然沒有出臺大的政策，但國資改革各方面技術性的工作做得比較多，為 2015 年政策出臺和實施奠定堅實基礎。目前，關於深化國有企業改革指導意見及八九個相關配套檔已趨成熟，有望率先出臺。

彭建國稱，在頂層設計方面，本輪國企改革主要體現在頂層設計和摸著石頭過河相結合，因而對頂層設計非常重視，原來計畫方案是在 2014 年年底推出，但因為全國情況複雜、難度很大，而且事關重大，時間進度要服從品質，各個方面正在緊鑼密鼓地工作，爭取在春節前推出。頂層設計以“1+N”的形式呈現，即一個國企深化改革的總體指導意見和三四十個相關方面改革的配套文件。目前，關於深化國有企業改革的指導意見及八九個相關配套檔已漸趨成熟，有望率先出臺。一些方案已報到國務院改革辦，討論通過後將報由中央深改辦討論。應該說方案大部分都已達成共識，不存在太大爭議。

◆【上海確定 2015 混改方向：國企集團公司整體上市】

1 月 27 日，上海市第十四屆人大三次會議舉行了多場專項審議。在名為“深化國資改革，促進企業發展”的審議會中，上海市國資委主任徐逸波表示，上海發展混合所有制的主要實現形式就是發展公眾公司，推動集團公司的整體上市和核心資產上市，目前上海已經有一系列的安排。例如華誼集團提出了非常明確的目標，未來的目標就是整體上市，電氣集團、儀電集團都提出了要整體上市的發展目標，但是要實現這個目標，必須要分步驟地來推進。

上海市國資委主任徐逸波稱，今年上海國企改革重點在四個方面：一是國資流動平臺規範運作，實質性啟動部分國資流動專案。二是推動集團公司整體上市，發展混合所有制。三是推動國有企業改革轉制、創新轉型的雙輪驅動，為上海建設全球有影響力的科技創新中心發揮作用。四要建立長效的激勵約束機制，全覆蓋地實行國有企業任期制契約化管理，推動國有企業領導人員薪酬制度改革。

上海市副市長周波稱，上海的混合所有制改革要以上市公司為主要實現形式。徐逸波透露，待國務院國資委出臺股權激勵相關方案後，上海國資將加快推進股權激勵。

◆【今年 PSL 出臺可能性增加使用範圍或擴散至國有銀行】

近日，市場傳出消息稱，一些商業銀行正在申請抵押補充貸款（PSL）。隨著去年 12 月末外匯占款資料的披露，業內普遍預計，2015 年外匯占款將延續零增長態勢，PSL 作為數量型工具抵補基礎貨幣投放缺口的可能性也就越來越大。而如果穩增長的壓力轉到中央政府，在赤字率受限的情況下，那麼就不得不繼續依賴 PSL，預計今年 PSL 會擴散至國有行和部分股份制銀行。

央行去年在國開行先行先試這類新型貨幣政策工具，其初衷是通過國開行為棚戶區改造直接投入資金，避免流動性注入金融機構後，出現資金空轉。按此思路延伸，今年 PSL 會將使用範圍擴至商業銀行（如國有大行和股份行），通過銀行抵押合格信貸資產，引導商業銀行的資產負債行為，繼續發揮定向寬鬆的貨幣政策。

從 PSL 一般為 3-5 年的貸款期限來看，其目標投向主要以大型民生工程、基建專案為主。而在當前經濟下行未見探底的背景下，拉動經濟的三駕馬車中，出口受全球需求低迷的影響，短期難見大起色；消費的提升也並非一蹴而就，因此，今年穩增長的重擔仍要落在投資上。特別是在地方政府財政收入（特別是土地財政收入）下降、城投失去地方政府債務融資職能、短期內 PPP 模式實踐尚存諸多不足等因素的掣肘下，依賴 PSL“補血”基建投資資金則顯得尤為重要。

金正大（002470）：大合作，大服務

金正大是國內複合肥行業龍頭。2014 年底複合肥總產能 700 萬噸，其中普通複合肥 280 萬噸、硝基複合肥 190 萬噸、控釋肥 180 萬噸、水溶性肥 50 萬噸。

公司具備四大優勢：（1）行業龍頭、品牌效應；（2）複合肥產品差異化率高，盈利能力強；（3）完善的行銷網路；（4）研發實力強。

大合作，大服務。國際合作：與以色列耐特菲姆公司和挪威阿坤納斯公司分別簽訂了戰略合作協定，共同引領中國水肥一體化發展。國內合作：依託現有管道優勢，可加強與農藥、種子公司戰略合作，打造強大的農資連鎖行銷體系。

春耕旺季的到來有助於公司銷售和盈利提升。今年氮肥、磷肥出口政策放鬆，國內化肥價格有望在化肥銷售旺季（即春耕季節）實現銷售和價格的提升。作為國內複合肥龍頭企業，公司將受益。

“買入”投資評級。

風險提示：產品價格回落，國內外合作進展緩慢。

撫順特鋼（600399）：軍工材料巨頭，業績井噴前夕

公司業績快速增長，主要源於產品結構優化，高毛利率的高溫合金產品快速放量。公司 2014 年前三季度實現營業收入 42.43 億元（YOY1.58%），歸屬母公司淨利潤為 0.23 億元（YOY42.66%），EPS0.04 元。我們認為公司前三季度收入同比基本持平情況下，業績快速增長的主要原因是產品結構調整，高毛利率的高溫合金產品營業收入大幅增長。

未來 20 年我國高溫合金市場需求近 3000 億元，高溫合金產品將拉動公司業績實現爆發式增長。我國海空軍裝備建設提速，民用航空市場需求更為龐大，艦船、發電等燃氣輪機國產化是大勢所趨，我們預計未來 20 年我國發動機及燃氣輪機需求超萬億，帶來約 3000 億元的高溫合金需求。高溫合金產品 2013 年產量 3023 噸，貢獻公司 60%的毛利，我們預計 2014 年全年產量有望達到 5000 噸。公司二期技改項目於 2013 年啟動，預計 2015 年完工。項目建成後公司高溫合金產能將有望達到 1 萬噸，且大規模生產後毛利率將有望進一步提升，預計 2015 年公司業績將迎來爆發式增長。

高強鋼、特冶不銹鋼未來將複製高溫合金發展模式，產量、毛利率均大幅提升，帶來巨大業績彈性。公司的產品主要應用於航空、航太、兵器、艦船等軍用領域以及核電、石化等民用領域。隨著我國大力發展高端裝備製造業，特鋼下游需求量高速增長。公司高溫合金軍品國內市場佔有率達到 80% 以上，高強鋼國內市場佔有率達到 90% 以上，未來將極大受益於我國高端裝備製造業大發展。公司自 2009 年開始的百億技改分兩期，預計二期將於 2015 年建成。技改結束後公司三大特鋼高溫合金、超高強度鋼、特冶不銹鋼產能將分別由 2013 年的 3023 噸、5075 噸、4333 噸分別提升至年產能 1 萬噸，且規模化生產後毛利率水準有望大幅提升。公司將突破產能瓶頸，迎接下游巨大需求，業績將迎來井噴式增長。

盈利預測與投資建議：隨下游需求高速增長，公司技改項目大幅提升產能，公司業績有望迎來大爆發。再考慮公司非公開發行募集資金及降息帶來的財務費用降低，以及定向增發後對股本的稀釋，我們預計公司 2014-2016EPS 分別為 0.07、0.65、0.98 元。海、空軍裝備建設不斷提速、核電重啟將帶來巨大需求，公司極富成長性，可比公司鋼研高納 2015 年估值為 51 倍，考慮公司二期技改完成帶來的巨大業績彈性，以及長期快速成長的確定性，我們給予公司 2015 年 70 倍 PE，對應六個月目標價 45.50 元，“買入”評級。

風險提示。技改進程低於預期，軍品訂單大幅波動，技改籌資導致短期財務緊張。

通富微電（002156）：業績超預期，具備黑馬相

公司公告 2014 年業績快報，營收約 21.00 億，同比增長 18.81%，淨利潤 1.21 億，同比增長 100.03%。淨利潤增長超過公司在三季報中給出的 60%~100%增長的區間上限。

業績超預期，高端封裝產能開始進入收穫期。公司前幾年在先進封裝領域的研發以及產能的投入開始進入收穫期，成功導入了展訊、海思以及臺灣某大客戶的訂單，隨著公司繼續大規模擴張先進封裝產能，我們預期公司未來幾年將繼續維持快速成長態勢。

未來幾年是中國半導體產業發展的黃金期。晶片國產化保障資訊安全，上升到國家戰略。雖然國內半導體晶片需求龐大，但國產化比例太小，大部分都需要從歐美日韓等國家進口，國內消耗的 80%的晶片都需要進口，尤其是高端晶片幾乎全部進口。“缺芯（晶片）少魂（作業系統）”的局面一方面直接阻礙我國工業發展，另一方面國外晶片製造商有可能通過在晶片設置漏洞竊取機密資料以及公共資訊，從而威脅國家安全。

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。目前國內積體電路產業無論是技術還是產業規模都整體落後於海外，中國本土公司面臨著研發基礎較弱、人才缺乏等問題，特別是 IC 設計，前期投入和風險都高於其他產業。要快速縮小與國外公司的差距，最快捷最直接的方式就是借助國家扶持，實施並購重組做大做強。國際並購可以獲得技術專利與人才，進入國際一流產業鏈。並購重組已經成為當前中國積體電路產業做大做強、產業鏈協調發展的必然趨勢。

產業鏈向大陸轉移的趨勢不可阻擋。中國大陸憑藉其巨大的消費市場、相對低廉的勞動力成本，以及國家政策的大力支持，且隨著中國大陸半導體企業技術水準的提升，從積體電路設計、晶圓製造以及封裝測試環節，半導體產業鏈從韓、台等地區向大陸轉移的趨勢愈發明顯。

公司有望成為半導體板塊的一匹黑馬。目前 A 股半導體封測類上市公司主要有長電科技、華天科技、通富微電、晶方科技等。其中通富微電的市值比另外三家小很多，只有長電科技市值的 41.75%，華天科技市值的 60.91%，晶方科技市值的 55.70%，從這個角度看，通富微電市值成長空間比較大。通富微電的市值小於其他封測廠商，當然也有其自身原因，比如在過去經營策略偏穩健，發展步伐偏慢，但我們現在看到，公司的基本面狀況正在發生較大改變。1）成功切入展訊、海思以及臺灣某大客戶的產業鏈。隨著公司 Bump、FC 等先進封裝技術的成熟，公司已成功獲得展訊、海思以及臺灣某大客戶的訂單，2015 年將放量。另外公司已經與上海華虹宏力、華力在晶片設計、8/12 英寸晶片製造、凸點製造、微凸點測試等中段工藝技術、FC/TSV/SiP 等先進封裝測試技術方面進行戰略合作，這是上游晶圓製造廠對通富微電管理和技術水準的肯定，有利於實現全產業鏈貫通、優勢互補、資源分享，達到協同發展的目的。2）戰略開始偏向積極主動。2014 年 3 月，公司與蘇通產業園簽署投資專案協議，在蘇通產業園設立先進封測產業基地，在當前各地積極發展半導體產業的環境下，不排除公司繼續在其他省市擴建產業基地的可能。另外，公司已公佈非公開發行股票預案，

正在等待證監會審核，募集的資金也主要投向先進封測產能的擴充。在國家半導體大基金的支持下，不排除公司有其他更多的加快公司發展步伐舉措的可能。

有望成為半導體板塊黑馬，“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 0.19、0.31、0.45 元，增長速度分別達 100.0%/64.0%/47.8%，“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：1、行業景氣度波動；2、國家半導體扶持政策力度弱於預期；3 大客戶訂單放量進度緩慢

中國國旅（601888）：業績符合預期，後續看點頗多

中國國旅 2014 年業績快報：收入 199 億元，增長 14%；權益利潤 14.54 億元，增長 12.3%；EPS 1.49 元（我們預計 1.52 元），業績符合預期。

我們預計，海棠灣免稅購物中心 2015 年銷售額有望達 55 億元，同比增長約 45-50%，將有效拉動 2015 年業績增長；預計 2015-16EPS 1.92、2.21 元。目前股價對應 15PE 24 倍，估值有支撐。

後續看點主要有：

（1）靚麗的財報，從一季報開始；（2）中免商城大幕已拉開，公司零售業務從服務特定人群向服務 13 億中國人延伸，但市場期待很低；（3）首都機場免稅店 2015 年到期，浦東機場免稅店 2016 年到期（目前均由日上免稅運營），招標有望陸續啟動，中免迎來新的機遇，市場對此期待同樣很低；（4）一帶一路、中國東盟關係升級，邊境免稅/異國免稅為中免帶來新的機遇。

我們建議積極買入，目前股價基本沒有包含中免商場/首都浦東機場等預期，未來超預期概率較大；按 15PE30 倍，6 個月目標價 58 元。

風險提示：海棠灣免稅銷售低於預期，突發事件，稅收體制或電商的潛在影響。

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。