

2015 年 2 月 3 日

## 市場回顧與後市分析

昨日大盤延續調整趨勢。終盤，上證綜指、深證成指、中小板指數和創業板分別下跌了 2.56%、1.68%、0.39%、上漲了 0.97%。板塊方面，電腦、軍工、傳媒漲幅靠前，分別上漲 1.81%、0.46%、0.43%；建築、非銀金融和銀行板塊領跌，分別下跌了 3.59%、3.36% 和 3.10%。全市場共有 40 只個股漲停，8 只個股跌停。

週一因大盤股的利空因素較為集中而導致滬深股指出現較大幅度下跌，小盤股因業績相對較好，故受到部分資金的青睞。我們認為，雖然近期市場不乏利好消息，但投資者的情緒較為悲觀，成交量的急速下降亦對券商等金融板塊形成利空。權重股頻現減持新聞，對股指的繼續上行形成重大壓制，大盤的止跌企穩只能依賴市場自身對於負面情緒的消化。

綜上，我們對股指繼續保持謹慎，建議投資者降低倉位。板塊上，繼續推薦軍工和業績增長較為確定的二線藍籌。

## 重要新聞

### ◆【28 省份亮出 2015 年改革清單：國企改革被提及最多】

近期，各省份陸續召開兩會，改革成為地方兩會中的熱詞。除了吉林、海南、廣東三省外，迄今已公佈今年政府工作報告的 28 個省份均明確了改革重點。國企改革、財稅金融改革、農村改革、價格改革是提及最多的領域。

在 28 個省份公佈的政府工作報告中，談及改革無一不提國企改革。其中，“兼併重組”、“混合所有制改革”、“整體上市”、“國有資本投資公司試點”是各地推動國企改革的關鍵字。

財稅金融改革也是各省份都提及的領域，擴大“營改增”試點範圍、發展民營銀行、深化投融資體制等是其中亮點。

而“三農”問題向來是各省政府工作的重中之重，在 28 個省份今年的政府工作報告中，農村改革均未缺席。“農村集體產權”、“林權改革”、“農村土地承包經營權確權登記”、“土地流轉”等是其中的關鍵字。

此外，物價保持低位為價格改革創造了空間。因此，多數省份在今年改革重點中都提及推進價格改革。尤其是水、電、油、氣等資源類產品價格改革。醫療服務價格改革也是今年改革重點。可以預見，在全面深化改革的關鍵之年，這些標誌性的改革將扮演重要角色。

#### ◆【今日稅收征管法徵求意見結束為直接向個人徵稅預留空間】

2月3日，國務院法制辦結束《稅收徵收管理法修訂草案》向社會公開徵求意見。修訂草案最快今年6月份提請全國人大審議。專家稱，此次修法，為中國包括個人所得稅、房地產稅等直接向個人徵收的稅收改革預留空間，為中國由間接稅為主轉向直接稅為主的稅制格局改革鋪平道路。

據介紹，此次向社會徵求意見後，國務院要與央行、銀監會、國土部、發改委、工商總局等相關部委分別舉行座談，各個部門形成書面意見上報。修訂草案有望下半年提請全國人大審議，全國人大常委會一般要審議三次，如果順利，2016年新《稅收征管法》有望通過實施。

專家表示，未來要更多地向個人直接徵稅，首先需要能夠充分獲取個人資訊，包括個人財產資訊、交易資訊等。相關國家部委以及銀行等金融機構對這些資訊有所掌握。需要指出的是，自2008年以來，《稅收征管法》啟動修訂已歷時六年卻依然“難產”的主要原因，就在於各方在“涉稅資訊共用”等問題上難以達成共識。此次徵求意見稿明確要求部委、金融機構等協力廠商機構向稅務機關提供涉稅資訊。

#### ◆【民生銀行預計今年4月份將產生新行長史玉柱反對空降】

2日，民生銀行(600016.SH,1988.HK)相關負責人表示，新行長人選將按照民生銀行公司章程進行，預計今年4月份將產生新行長。目前民生銀行經營一切正常。

在2月1日的民生銀行緊急投資者交流會上，面對投資者關心的行長人選問題，民生銀行董事長洪崎表示，目前由其代任一段時間，對業務和經營層面不會有任何影響。2日，民生銀行相關負責人稱，民生銀行將按照公司章程進行換屆選舉，選舉之前將確定行長候選人名單，股東大會召開時將選出新行長。

2月2日，巨人網路董事長史玉柱發佈微博稱，十幾年前，個別領導曾向民生銀行委派一無能力行長，導致銀行發展停頓，耽誤幾年。考慮到業務能力、文化認同、與團隊融合、與董事會溝通的風險，如果這次領導再委派一個陌生人，空降到民生當行長，股東大會上自己將投反對票。

在2014年11月18日最新修訂的民生銀行公告章程裡對行長任命做出規定，民生銀行設立行長1名，由董事長根據提名委員會的提名向董事會提議，董事會決定聘任與否。行長的任職資格須經中國銀監會核准。

#### ◆【412家創業板公司預告年度業績近七成報喜】

2月2日，在主板市場明顯調整的過程中，創業板卻表現強勢，當日創業板指數逆市收紅。創業板指數獨漲的邏輯或許來自於亮麗的業績：412家創業板公司中有275家報喜，占全部公司的66.75%，其中業績預增超100%的公司就有36家。412家公司預計盈利額約366億~423億元，同比增長15%~33%。

截至2日，除中青寶外，包括新近上市企業在內的407家創業板公司完成2014年業績預告或業績快報披露工作，另有5家公司已披露年報。據統計，上述412家公司合計實現淨利潤366.36億~423.29億元，同比增幅約15.03%~32.9%。截至2日收盤，創業板總市值約2.51萬億元，對應市盈率約59.39~68.62倍。

資料顯示，目前約 141 家公司 2014 年淨利潤有望過億，其中 碧水源預計實現淨利約 8.93 億~10.56 億元，為創業板第一家有望淨利突破 10 億元的公司；華誼兄弟預計淨利潤約 7.98 億~9.32 億元，藍色游標預計淨利潤 6.81 億~7.46 億元。

儘管創業板業績總體向好，但仍有 11 家公司報虧。若再算上業績預減的 105 家公司，創業板業績報憂的公司家數占比約 28.16%。另有 21 家公司預告業績基本持平。

### ◆【國內首個 P2P 債權交易市場上線】

近日，國內首個 P2P 債權交易中心投之家二級市場正式上線。上線當日，17 點 18 分發佈的首個債權組合 40 分鐘即完成交易。

投之家 CEO 黃詩樵表示，投之家二級市場整合了目前 P2P 網貸行業大量優質資源，包括了網貸之家研究所掌握的網貸行業資料、線下考察風控團隊以及互聯網技術團隊。旨在為投資人和債權人提供安全、高效、一站式的交易服務，提高金融資產的流動性。

據介紹，投之家所推出的二級市場僅收取債權組合整體收益 20% 的交易手續費，同時還將所收取費用的 50% 注入專項贖回基金。當有收益權發生贖回逾期時，投之家通過專項贖回基金（啟動資金 300 萬元，並從每筆交易提取部分費用不斷注入）在 7 天內向投資人先行全額贖回債權。

### 張江高科（600895）：創新中國發展，研發園區崛起

我們看好公司的邏輯在於：中關村試點政策推廣、400 億元創投基金及總理支持“眾創空間”預示張江面臨新的發展機遇；張江新孵化模式正在醞釀，公司創投平臺日趨完善，PE 項目進入收益期；直接受益多層次資本市場建設；上海自貿區正式擴區至張江等園區，公司做為張江園區唯一上市開發主體將充分受益；公司收回張江技術創新區內部分土地房產，更高產業能級二次開發帶來巨大想像空間；我們預計，公司“土地+PE”兌現價值在 368 億，對應 RNAV 是 23.77 元。考慮到公司屬研發園區龍頭，中國創新發展橋頭堡，三板市場、註冊制等多層次資本市場建設直接打通張江創投“進退通道”。

我們以 RNAV，即 23.77 元為公司 6 個月的目標價，“買入”評級。

風險提示：行業面臨加息和政策調控兩大風險。

## 華天科技（002185）：公佈非公開增發股票預案，擴充產能迎接全球產業轉移

事件：公司公告以不低於 11.65 元/股，非公開發行股票數量合計不超過 17160 萬股，募集資金總額不超過 20 億元，主要投向“積體電路高密度封裝擴大規模專案”、“智慧移動終端積體電路封裝產業化項目”、“晶圓級積體電路先進封裝技術研發及產業化項目”、“補充流動資金”等。

點評：

增發融資擴產正當時，承接全球半導體產業向大陸轉移。本次投資主要是用於天水、西安及昆山廠區的擴產、研發及產業化項目，由於全球半導體產業正經歷著產能從台韓等地區向中國大陸及東南亞轉移，本次投資將提升公司的生產規模以及技術水準，擴大公司生產規模，承接全球產業轉移。

此次投資項目順應積體電路封測技術發展潮流。本次募集本次募投項目主要投向 MCM（MCP）、QFP、QFN、DFN、BGA、SiP、MEMS、Bumping、TSV 等屬於未來積體電路封裝行業的主流產品，符合行業技術發展趨勢。

此次融資專案分佈合理。天水憑藉成本優勢擴產 MCM、QFP 等優勢高密度封裝專案；西安有人才優勢以及一定的成本優勢，發展 QFN、BGA、SiP、MEMS 等較高階封裝；昆山地區有人才優勢，實施晶圓級封裝、TSV-CIS、指紋識別等研發及產業化項目，項目研發及量產成熟後還可以往成本更低的西安公司擴產。

堅定看好華天科技的投資價值，看好公司未來的發展：1）憑藉巨大的消費市場、相對低廉的生產成本，全球半導體產業向中國大陸轉移，國內龍頭企業受益；2）國內 IC 設計和製造業的崛起，勢必帶動產業鏈下游的封測企業的成長；3）國家對半導體行業的重大支援，將有利於華天等國內封測企業進行更多的國際收購，快速提升技術水準並進入全球一流客戶供應鏈；4）公司在天水地區的傳統封裝提供穩定現金流的支持下，在西安、昆山子公司進行了更先進的封裝技術的佈局，未來發展前景光明；5）公司的管理團隊優秀，股權結構合理，管理層獲得充分激勵。從經營指標上看，華天在國內封測上市公司中管理與運營效率更好，成本管控能力更強；6）公司近幾年業績增長快速，估值優勢明顯。

“買入”評級。我們預計公司 14/15/16 年淨利潤規模達 2.98/4.51/6.19 億元，對應最新股本的 EPS 分別為 0.43、0.65、0.89 元，明後年指紋識別業務可能超預期。“買入”評級，目標價位 20.4 元，對應 2015 年 31 倍估值。

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。

## 華昌達（300278）：收購重大資產複牌分析

華昌達今日複牌，此前公司公告了收購的 DMW 公司的歷史業績情況、優秀的 14 年業績等驗證了我們此前對公司 15 年淨利潤會出現數倍增長達到 1.5-1.8 億元左右的預測。另外，公司此前已披露擬 10 轉增 10 股，顯示公司管理層對公司經營具備信心，對公司複牌股價有訴求。

雖然 DMW2014 年 1-9 月歸母淨利潤僅為 883 萬元，但是由於 2014 年下半年美國經濟復蘇勢頭明顯，14 年新簽訂單集中在 4 季度，我們估計全年淨利潤將有望達到 2000 萬元左右，與 13 年持平，並且伴隨 14 年底市場大幅好轉，預期 2015 年 DMW 公司有望獲得超過 5000 萬的淨利潤。由於華昌達收購 DMW 公司採用全現金收購，預期手續僅需 1-2 個月可完成，15 年約可並表 10-11 個月，我們在原預計華昌達公司（含華昌達本部和德梅科）15 年將獲取淨利 1.1-1.3 億元的基礎上（2015 年，不考慮收購 DMW，預期華昌達本部淨利潤 2400 萬元，德梅柯淨利潤 11200 萬元），估計尚可增加 4000-5000 萬元淨利潤。另外，我們預計華昌達本部 2015 年將進入恢復期和上升期，通過逐步接受 DMW 轉來的訂單，收入端將獲得明顯增厚，從而帶動利潤協同增長。預計 2015-2017 年每股收益 0.65、0.90、1.19 元，給予 2015 年 35-40x 動態估值，目標價值區間 22.74-25.99 元，買入評級。

風險提示：1、收購後協同效應不達預期。2、經濟下滑影響投資主體改造生產線進度放緩。

## 三維通信（002115）：業績一季一季的好轉

國內市場，4G 使用者滲透速度遠超 3G，給予公司基本成長環境：網路優化和網路規劃，關鍵在於使用者的增長。網規網優需求，不是 4G 基站建完之後就會自然成長，而是隨著用戶數的增長，而需求逐步成長。2014 年中國移動的 4G 用戶數規劃為 5000 萬戶，而實際成長為 9000 萬戶，超額 80% 完成指標。2015 年中國移動規劃完成 2.5 億用戶，大概率將會超額完成。網規網優的需求將會大幅度增長。所以，僅僅就國內而言，公司將會回歸正常的盈利水準。公司歷史資料表明，1 億左右的淨利潤將是合理的估計。

海外業務的成長，將是主要超預期部分：海外的先進國家，在 2-4 年前，已經完成基礎的基站建設，現階段主要是運營維護和網規網優建設，與三維通信的主業完全一致。公司積極的開拓海外市場，預計在亞太地區取得突破，我們認為，這將是主要的超預期部分。另外，由於海外的毛利率遠高於國內的集采價格，所以，海外訂單的價值將遠超國內訂單的價值。

投資建議：由於公司海外業務有望超出市場預期，打開市值想像空間，我們預測 2014-2016 年的盈利預測為 0.03，0.40 和 0.71 元。買入評級，目標價約 16 元，2015 年估值為 40 倍 PE。

風險提示：行業發展不達預期，公司發展不達預期，市場系統風險。

## 奧康國際（603001）：業績反轉支撐下的投資機會

我們推薦奧康國際，首先是基於對行業 2015 年大體判斷：服裝子行業尚未出現清晰的投資邏輯，龍頭企業作為標杆，其整合資源的能力、探索未來成長方向的動力預計將走出獨立的個股行情；展望 2015 年服裝子行業，我們認為國內服裝零售增速下了一個臺階至 10% 的增速水準，但呈現出結構性差異，傳統強勢的品牌/管道增速明顯放緩，新興的網路品牌、區域實體品牌/模式快速崛起；較國外百年零售歷史，中國囿於服裝零售歷史短（1990 年至今 25 年）、零售能力較弱，在互聯網零售的強勢衝擊下，消費者要求更加苛刻，企業的行銷目的，由搶空間直接跨入搶客戶階段，根據近期行業跟蹤，我們預計 2015 年國內消費需求至少不會進一步惡化，電商衝擊也已常態化，預計企業的分化將更加明顯，龍頭企業的品牌號召力，加之相應的戰略及資源的匹配，有望進一步通過產業內並購來明顯提高市占率；具體來看，我們預計 2015 年優勢品牌企業的業績增長，除終端門店的自然增長外，並購式的外延式擴張將成為主流。

其次，我們認為奧康國際 2015 年的業績反轉概率較大：消費平淡、電商衝擊、逆勢擴張，公司 2012 年以來業績開始放緩、下滑，2014 年 1 季度收入、淨利潤增速分別達到週期性底部，2014 年 2、3 季度以來收入端下滑幅度開始收窄。我們選取了 A 股市場上以加盟為主的可比龍頭公司七匹狼、羅萊家紡、森馬服飾，企業面臨相似的衝擊，調整步驟大致相似，但考慮到不同公司的戰略選擇不同，業績的波動節奏略有不同。公司因大力扶持加盟商、加大促銷力度，2011 年以來，應收賬款周轉率明顯下降、毛利率水準明顯下降。根據調研回饋，目前消費雖然平淡，但已過了最低迷的時期，電商對線下實體的衝擊也已趨於常態化，預計 2015 年公司收入水準將呈現輕裝上陣後的自然增長；公司利潤在 2013、2014 年連續兩年下滑後，隨著 2015 年毛利率水準的逐步提升，大概率將出現業績反轉。

再次，公司過去三年專注於終端門店的逆勢擴張，投入力度最大，我們認為公司未來將定位于管道商（奧康的產品競爭力突出，較之於男裝，受同等定位的國際品牌衝擊極小），未來的“築巢引鳳”在提升估值的同時，預計也將增厚公司業績。

強烈推薦，目標價 22.64 元。

不確定因素：終端需求持續惡化、新品牌建設不達預期、老店建設不達預期。

## 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。