

2015 年 4 月 13 日

宏觀經濟

1. 經濟破 7% 風險，通縮風險未除。3 月以來經濟整體表現不瘟不火：中采和滙豐 PMI 走勢略有背離，但都處於歷史同期低位，地產銷量回升，但發電耗煤仍處低位。結合 1-2 月經濟開局不佳，1 季度 GDP 回落幾成定局，甚至存在破 7% 的風險。3 月 CPI 穩定在 1.4%，PPI 降幅略收窄，通縮短期緩解，但持續性仍存疑。
2. 流動性改善超預期。上周流動性超預期改善，貨幣利率降至年內新低，一則源於 IPO 募資規模縮水、打新衝擊將明顯下降，二則源於央行 3 月巨額中期借貸便利操作，三則源於人民幣匯率企穩、外匯占款趨回升。
3. 寬鬆政策更加透明。央行上周再度下調 7 天逆回購招標利率 10bp 至 3.45%，同時公佈春節期間進行了巨額 MLF 操作，期限 3 個月利率 3.5%，均有助於穩定利率預期。與此同時央行稱從 4 月起將按月公佈常備以及中期借貸便利操作情況，有助於增加寬鬆貨幣政策透明度和可信度。
4. 刺激政策正在醞釀。近期李克強總理考察東北，提出啟動一批增強發展後勁的重大基礎設施項目；中財辦主任劉鶴調研上海，或意味著本月底的政治局會議將有新的刺激政策出臺。
5. 美國加息糾結。上周公佈的 3 月 FOMC 會議紀要顯示，美聯儲官員們就 6 月是否加息存在分歧。部分官員支援美聯儲在 6 月會議上開始正常化貨幣政策，部分官員認為能源價格的下降和美元的升值將繼續抑制通脹，暗示加息應推遲到今年晚些時候。

大市導航

上周市場繼續創新高，上證綜指、創業板指分別站上 4000 點、2500 點，市場波動加大，創業板指連續出現 4.9%、6.2% 的日振幅。隨著指數的上漲，恐高心理自然出現，尤其是累計漲幅很大的創業板指連續大幅波動刺激著投資者神經。我們認為，用望遠鏡展望這輪大牛市，牛途還很長，用顯微鏡查看階段性波折，暫無需過濾。牛市里順應趨勢勝於猜測拐點，牛未老，勿恐高。

1、望遠鏡：牛途還很長

指數站上新臺階，不負期望的牛市。上周市場繼續創新高，上證綜指、創業板指分別站上 4000 點、2500 點，這是本輪牛市中值得紀念的一道風景。我們從 14 年 6 月《撥雲見日——2014 年中期 A 股投資策略——20140624》開始看多，從未動搖。14 年 8 月上證綜指 2200 點徘徊市場分歧很大，《海內外牛市基因探秘系列 1-4》以過去 70 年長視角指出無需糾結於 GDP，改革轉型可以改善微觀。14 年 10 月上證綜指 2300 多點

時市場分歧再次加大，《有一種冷叫你媽覺得你冷》指出市場短期波折源于心理，牛市未變。15年1-2月上證綜指橫盤，擔憂再起，重回存量、大小齊跌的觀點盛行，《我們為何如此堅定》、《越過山丘，美景盡收——金融繁榮到實體改善》、《資金入市詳解1-5》、《走向共和》再次闡述此輪牛市的邏輯、特徵，《邁向新高—20150316》、《大資料告訴你牛市在途—20150323》、《牛市新階段—20150330》提出增量資金入市第二次加速，上證綜指、創業板指將齊創新高。

望遠鏡展望牛市，4000點和2500點只是途中的風景。本輪牛市是社會變遷、技術進步、政策導向、資產配臚等多重因素共振的結果，是轉型牛、改革牛，詳見前期報告。12年12月開始的創業板牛市是轉型牛，是14年7月轉型牛+改革牛全面爆發的孕育期，類似02-05年的港口集運和地產股。用望遠鏡展望牛市，一輪牛市最終結束於產業發展動力充分釋放，如96-01年的家電飽和、05-07年的地產銷售瘋狂、2000年科網泡沫化。目前TMT+環保+新能源+高端裝備+生物醫藥等新興產業市值占比僅為17.6%，07年房地產+水泥+工程機械+鋼鐵+煤炭+有色市值占比29.6%。回顧二戰後代表性牛市，A股96-01年和05-07年、美國1942-68年和1982-2000年、日本1950-61年與1967-89年、臺灣1985-90年、香港84-97年，一輪牛市股指漲幅分別為3.3倍、5.1倍、13.6倍、14.2倍、11.7倍、27.6倍、17.9倍、19.5倍，核心區域是10-20倍，目前上證綜指才漲1倍，創業板指才漲3.4倍。A股07年、美國2000年、日本1989年、臺灣1990年、香港1997年股市高峰期市值/GDP為121%、172%、146%、176%、281%，核心區域是150-200%，目前A股市值/GDP（15E）才74.7%。股票市值/M2為82%、256%、77%、135%、170%，目前A股市值/M2（15E）才41.2%。

2、顯微鏡：暫不憂波折

牛市途中必有波折，目前暫不憂。任何一輪牛市，途中都會遇到波折，回顧A股牛市及震盪市，中期調整通常由三大因素導致：①管理層調控股市，如07年530上調印花稅率為股市降溫；②宏觀政策調整，如06年5月加息導致股市調整；③海外金融危機，如97年5月亞洲金融危機導致股市調整。這三類風險均值得警惕，需要跟蹤，目前無需擔憂。第一，3月以來資金入市第二次加速、股指向上突破正是源於政策暖調，如兩會期間央行和證監會領導對股市表態積極，近期新華社、人民日報連續發文對股市上漲評價正面，證監會新聞發佈會也未有意“風險提示”。第二，目前宏觀經濟增長下行壓力仍大，貨幣、財政、地產政策3月來紛紛放鬆，央行上周再度下調7天逆回購招標利率10bp至3.45%，近期李克強總理考察東北、中財辦主任劉鶴調研上海，本月底政治局會議仍可能繼續出臺穩中求進措施。第三，上周公佈的3月FOMC會議紀要顯示，美聯儲官員們就6月是否加息存在分歧，3月中來美元指數走平震盪，海外金融風險及資金流動衝擊尚早。

資金入市繼續，活躍度上升後波動率可能加大。我們一直強調這是增量資金入市的牛市，《資金入市詳解1-5》詳細分析了資金入市規模、節奏特徵，個人、機構、杠桿資金是三大增量資金主力。14年11-12月資金加速入場時，超級大戶是主力，超級大戶（1億以上）、大戶（500萬到1億）、中戶（50萬到500萬）、小散戶（50萬以下）帳戶規模環比增速為22.4%、17.4%、14.9%、10.3%。今年3月以來資金加速入場，四類帳戶規模環比增速為25.4%、34.2%、32.7%、15.5%，中大戶加速入場。14年下半年偏股型公募及陽光私募新增份額1448億，今年以來為2677億，機構資金增長迅猛也顯示資金入市加速。融資餘額目前1.62萬億，較年初增長6000億，動態測算15年融資餘額上限可達2.4萬億（假設15年券商淨資產增長10%，融資占總資產比例40%）。不過，從換手率、交易活躍度（單周參與交易的帳戶數/總帳戶數）來看，近期

市場熱度明顯上升，參考過去歷史，市場波動率將加大。相對欣慰的是，3月資金第二加速入場以來，杠杆交易占比在下降，這與資金入市結構變化有關，詳見資金入市系列報告。

3、策略：無需恐高，繼續做多

繼續樂觀，重視金融。上證綜指站上 4000 點，低點來累計漲幅 100%，恐高心態出現很正常，但以更長遠的視角展望牛市，對比二戰後海內外牛市，當前的漲幅、市值/GDP、市值/M2 還太小，而且引發牛市中期調整的三因素並未出現，因此無需過濾，牛市順應趨勢勝於猜測拐點。增量資金入市的趨勢行情中，價值股、成長股輪漲，創業板轉型牛整個大戲的主角，金融因改革創新現階段戲份多。存量債務路換和信貸資產支持證券發行註冊制緩釋信用風險、光大理財業務拆分、興業綜合金融拓展、招行員工持股計畫都將釋放銀行制度活力，券商業績靚麗。此外，從盤面看，過去 3 個月與 07 年 530 前相似，價值股漲幅小、成長股（概念股）漲幅大，而 530 市場進入中期調整期金融股相對收益明顯。由此可見，即便考慮向下風險，風險收益比角度，金融也是個不錯選擇。

成長看大環保（新能源汽車+環保），區域聚焦大上海。成長股中我們 3 月來一直強調大環保（新能源汽車+環保），政策面，“水十條”方案已在國務院常務會議審議通過，汽柴油國五標準將提前推行，新能源汽車補貼及招標等也有望陸續落地。

基本上，新能源汽車三月銷量超預期。資金面，目前已經募集完畢在建倉的新能源分級基金約 94 億。此外，《4 月行業比較月報》中以一級半投資看成長子行業估值，相比定增價，新能源汽車、環保相對低估。公司如松芝股份、東源電器、比亞迪、東方能源、碧水源、首創股份、理工監測、興源環境等。區域聚焦大上海，上海是經濟重鎮、股市票倉，從自貿區到國企改革，改革轉型中上海已在發揮領頭羊、試驗田作用。近期上海建設科創中心方案有望推出，2.0 版上海自貿區將以推動長江經濟帶通關一體化為核心，進一步發揮上海區位優勢，大上海主題將持續發酵。個股如國企改革的申達股份、申能股份、隧道股份，產業升級的上海機電、華昌達、愛建股份，產業園的張江高科、市北高新，迪士尼的豫園商城、美盛文化、春秋航空。

風險提示：政策推進不及預期。

晶方科技 (603005)：豪威 14 年訂單量超預期，15 年值得期待

事件：

公司公佈了 2014 年年報。營業收入 6.16 億元，同比增長 36.72%，歸屬於上市股東的淨利潤 1.96 億，同比增長 27.61%。

2014 年 EPS 為 0.88 元，符合我們的預期。毛利率為 52.22%，同比下滑 4.06 個百分點。期間費用率為 20.59%，同比上升 3.45 個百分點。預計與豪威在 2015 年的關聯交易額為 1.6 億。

點評：

全年營收利潤穩定增長，12 英寸線產能貢獻將在 15 年更明顯：公司 14 年收入和利潤的增量主要來自 12 英寸上量、指紋識別訂單的增長以及合併智瑞達的營收。拆分來看，我們估計 2014 年來自格科微的銷售額減少 17.8%，海力士的銷售額增加 44.6%，來自豪威的銷售額為 1.11 億，台積電（蘋果指紋識別）銷售額增加 297.2%，比亞迪的銷售額增加 240.3%。

格科微訂單減少我們估計主要是其戰略以及市場因素造成。公司的 12 英寸在 2014 年投產進度較快，所以來自豪威的訂單量迅速增加，我們預計公司對 2015 年與豪威的關聯交易預計數額有較大的超預期可能。iPhone6 及 plus、iPad 等蘋果新產品的推出，助力晶方在 2014 年來自指紋識別的訂單量增幅較大。另外我們估計 2014 年 12 英寸線產能還主要處於爬坡期，客戶新的晶片型號還處於在產線上試驗驗證階段，真正更大規模放量還需要時間，2015 年會是收穫年。

新產能爬坡，導致毛利率下滑，管理費用率上升，淨利率下降。公司 2014 年毛利率為 52.22%，同比下滑 4.06 個百分點。

我們分析主要原因可能是去年 12 英寸產能開始投產，開始計提折舊，而新產能發揮效應需要時間，造成毛利率下滑較多。

眾多新型號的晶片在產線上驗證試量產，導致研發費用增加較多，這也是公司管理費用率上升 5.12 個百分點的主要原因。

另外 10 月份合併的智瑞達只貢獻了收入，但未貢獻利潤，也是拉低公司淨利率的因素。我們認為隨著新產品試驗完成，量產規模迅速上升，規模效應發揮，盈利能力會上升到正常水準。

趨勢向好，2015 年將是收穫年。公司的 12 英寸線產能在 2014 年 Q4 上升很快，我們估計到年底產能規模相對於年初已經翻倍，2015 年還將繼續擴產，但前期會有一些新產品驗證工作，要實現營收規模增長需要一定的時間。2015 開始產能利用率會逐漸上升，所以我們認為 2015 年將是收穫年，業績高增長是大概率事件。

繼續看好。豪威、索尼等大客戶的訂單向中國大陸轉移，公司的 12 英寸晶圓級 CSP 封裝在全球率先量產，我們估計 2015 年開始 12 英寸對利潤的貢獻將更明顯顯現，將開啟未來 2~3 年的快速成長期，另外雙攝像頭如果成為行業趨勢則將使得市場空間增加 50%，所以公司可以享受一定的估值溢價，繼續看好。

風險提示：OV 的轉單進程快慢、格科微等客戶的訂單分配戰略、CIS 行業整體需求不足等。

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。