

2015 年 4 月 23 日

宏觀經濟

策略：重心重回成長，占比創新高——15 年基金 1 季報點評 20150422

目前，基金 2015 年 1 季報均已公佈，我們以普通股票型基金重倉股為樣本分析。

(1) 板塊特徵：小票占比創歷史新高。15 年 Q1 基金重倉股中主機板占比 50.1%，為 06 年以來最低水準，環比降 20.4 個百分點；中小板+創業板占比 49.9%，創歷史新高，其中中小板占比 27%，環比升 10.9 個百分點，創業板占比 22.9%，環比升 9.5 個百分點。以創業板為代表的成長大幅跑贏大盤推動持倉結構變化。

(2) 行業特徵：新興占比提升，金融占比下降。15 年 Q1 基金重倉股占比明顯上升的行業有：電腦、傳媒、電子、通信等，合計上升 15.2 個百分點至 33.1%；明顯下降的行業有：非銀、房地產、銀行、軍工等。相比滬深 300 指數權重，大幅低配的行業有：銀行、非銀、食品飲料等；大幅超配的行業有：電腦、醫藥、傳媒等。

(3) 持股特徵：集中度有所下降。15 年 Q1 基金重倉股中前 20 大占比 25.7%，環比降 6.7 個百分點，前 10 大占比 17.9%，環比降 4.2 個百分點，持股集中度在 14Q4 短暫上升後再次下降；中國平安仍為持股規模最大的個股。

大市導航

長江經濟帶靜待爆發，重點關注交運、建築建材標的

長江經濟帶和 15 年中央經濟工作會議中與“一帶一路”、“京津冀”並稱三大區域戰略，而後兩者目前均有實質舉措相繼落地，而從當前經濟形勢以及其他區域戰略的落地進程看，長江經濟帶進一步細則落地時點正日趨成熟，邏輯包括：

短期經濟壓力山大，政策維穩亟需基建護航。我們認為繼前屆政府大力推行的公路、鐵路基建，本屆政府很有可能會以長江經濟帶和黃金水道戰略作為下一重要突破口。

其他區域戰略持續落地，政策重心有望向此傾斜。“一帶一路”、自貿區、京津冀區域戰略齊頭並進，目前均有實質舉措相繼落地。目前在長江通關一體化，商檢一體化等軟體配套提前就位的基礎上，長江經濟帶相關硬體配套的出臺已迫不及待。

中國戰略上已勾勒出陸上絲綢之路（譬如渝新歐）+長江經濟帶（黃金水道）+自貿區（長江口上海自貿區）+海上絲綢之路的全球物流通道，長江是橋接陸上和海上絲綢之路的唯一長距離水運通道，區域政策推進上“只會遲到，不會缺席”。

相關標的：交運和建築建材板塊最先受益，建議重點關注重慶港九、葛洲壩、南京港、上港集團、華新水泥、萬年青。

風險提示：長江經濟帶政策推進速度低於預期。

銀行：銀聯牌照放開，利好興業、工行

①國務院發佈關於實施銀行卡清算機構准入管理的決定，銀聯牌照放開。②允許銀行申牌，利好興業、工行。興業工行 IT 系統基礎好，清算業務規模大，且業務轉型和創新積極，申牌獲牌可能性較大。③今年改革不可低估，銀聯牌照之後，後續利好持續可期。④寬鬆不停，改革持續催化，重申積極看好！首推興業！近期關注南京。

風險提示：風險提升，資產品質壓力超預期。

春秋航空（601021）：行業週期反轉疊加公司前瞻性戰略佈局奠定高增長基調

國際化戰略清晰，定位東北亞市場，獲得高彈性。2014 年 10 條日本航線，今年已經超過 14 條。目前公司整個國際航線有 35 條，計畫今年做到 45 條，國際運力占比從 2014 年 17%增長到 30%。今年春運國內運力只增長 7%，但國際增長 123%，國際航班密度翻番。

中秋內生加外延擴張動力強勁，運營效率看高一線。目前 50 架運力規模，年底達 56 架，明年 70 架左右，預計年均複合增速 20%以上。國內將繼續拓展二三線旅遊城市，依託強大的旅行社資源優勢，保持 95%左右的客座率水準；國際則將進一步拓展東北亞和東南亞市場。短途國際市場底部復蘇，運營效率預計增長顯著，客座率水準有 10 個百分點左右的提升空間，彈性空間大。

航線補貼收入具備常態化特徵。和河北省續簽三年期的合作規劃，航線補貼持續，新航線政府補貼將隨運力投放有增無減，因此整體補貼收入將具備常態化特徵。

預計 Q1 盈利高增長，全年 EPS3.39 元。

風險提示，油價大幅波動，航線拓展低於預期。

環旭電子（601231）：一季度新產能投放，期待規模效應

事件：

公司公佈 2015 一季報。一季度收入 42.59 億元，同比增長 22.52%；歸屬於上市公司股東的淨利潤 1.41 億元，同比下滑 10.50%。一季度 EPS 為 0.13 元。

點評：

一季度營業收入同比增長 22.52%。主要是受益於 Apple Watch 在一季度開始量產，公司的營收有所成長。iPhone6 及 Plus 的熱銷，我們估計也是一季度公司營收成長的原因之一。

一季度淨利潤增速同比下滑 10.50%。為了為 Apple Watch 準備產能，公司投資擴產的全資子公司環維電子投產後，相關的成本及費用增加較多，所以造成一季度淨利潤增速同比有所下滑。Apple Watch 由於下游的組裝環節良率問題，造成備貨量不足，也是使得環旭電子負責的生產環節新投放產能產生的效益尚不能完全覆蓋增加的成本及費用的原因。我們估計隨著下游良率問題的解決，備貨量的提升，環旭負責的主機板 SiP 環節的規模效應也會體現。

毛利率和淨利率下滑。公司一季度毛利率為 11.00%，同比下滑 1.85 個百分點；管理費用率 6.60%，同比下滑 0.45 個百分點；淨利率 3.32%，同比下滑 1.22 個百分點。一季度子公司環維電子產能投產，折舊費用提升，及人員、研發等費用的增加，都是造成毛利率、淨利率下滑的原因。我們認為隨著 Apple Watch 備貨量的上升，盈利能力將恢復到正常水準。

繼續看好環旭電子，可穿戴龍頭，SiP 產品符合行業發展趨勢。我們看好公司未來幾年的發展，主要理由有：1) 微小化系統模組符合電子產品短小輕薄的趨勢，在可穿戴時代大有可為，將會有越來越多的產品應用。2) 微小化系統模組產品的複雜度會越來越高，集成的晶片也會越來越多，單個產品的價值量可能將成倍的增加；3) 微小化系統模組是一種融合了封裝和 EMS 兩種技術的產品，而全球封測龍頭日月光公司的大股東，所以環旭在做微小化系統模組方面具有其他公司無法匹配的技術優勢，公司必將成長為全球 SiP 業務的領頭羊；4) 環旭的 EMS 業務是母公司日月光為客戶提供一站式服務的重要一環，公司有希望充分受益於母公司前段封裝測試的強大接單能力，獲得迅速發展。

主要不確定因素。Apple watch 銷售低於預期；產品單價下降過快等。

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。