

2015 年 4 月 27 日

宏觀經濟

(1) PMI 跌跌不休，通脹短期穩定。4 月滙豐製造業 PMI 回落至 49.2，創 12 個月新低，主要分項指標均轉差，顯示經濟短期仍在尋底。近期油價、豬價持續回升，而蔬菜價格也季節性反彈，物價有望短期企穩，但通縮風險仍未消除。

(2) 貨幣極大寬鬆。得益於 4 月大幅降准，我們估算超儲率或創下 4% 左右的 8 年新高，而貨幣利率也降至 2.5% 的 3 年新低，金融市場流動性極大改善。泰勒規則下與 7% 左右 GDP 增速以及 1.5% 左右 CPI 對應的貨幣利率中樞就在 2.5% 左右，未來貨幣利率或持續低位。

(3) 寬鬆再添新招，指向降低利率。上周傳聞央行注資政策性銀行超 600 億美元，意味著央行通過政策性銀行曲線 QE（購買地方政府債等）成為可能。傳聞央行將在全國試點信貸抵押再貸款，意味著銀行可以用優質貸款作抵押向央行借出資金，類似美聯儲通過 QE 購買資產證券化資產；而上周克強總理兩周內考察三家銀行，仍直言銀行需繼續降費，自貿區將引入海外廉價資金，均指向降低國內融資成本。

(4) 政策儲備充足。發改委稱，針對經濟運行的三種情況，制定了三個政策工具箱，當經濟平穩運行時多出促改革、調結構政策，當經濟出現波動時加大預調微調力度，當經濟下滑時採取更大的穩增長措施。而當前經濟下行壓力加大，政策儲備工具依然充足。

(5) 希臘再陷僵局。週五希臘在歐元集團會議上談判未能達成援助協定，這讓希臘的償債壓力倍增，“鬧錢荒”的希臘即將在 5、6 月頻繁迎來償債要求。

大市導航

核心結論：

①長期看牛途還很長，宏觀政策繼續積極，短期趨勢未變，但市場熱度已大幅上升、股市政策微變，投資從大膽跑到悠著走。②基金持有創業板自由流通市值的 22.5%，一輪牛市中主導產業市值占比、機構持倉上升，如 05-07 年金融、地產鏈。

③新興產業是本輪長牛主角，如互聯網先進製造、新能源軍工、生物醫藥等行業。價值股是配角，政策催化時階段性表現。主題看好大上海、長江經濟帶。

主要邏輯：

趨勢未變，刺激加大。(1) 上周股指再創新高，《策略週報—好牛借力，再上一級—20150420》觀點再次得到驗證。短期看，市場向上趨勢未變，宏觀政策面繼續積極，發改委稱“政策預研儲備比較充分，還有較大的政策空間，只要應對得當，能夠保持經濟運行在合理區間”。賺錢效應驅動下增量資金不斷入場，這種正回饋趨勢延續，銀證轉帳、融資餘額均在增長。(2) 情況在微妙變化，波動和刺激加大。牛市最終結束源於主導產業發展動力耗竭，目前還很遠。牛市的中期調整多由管理層調控股市、宏觀政策調整、海外金融風險三因素導致。目前來看，後兩個因素沒任何跡象，但第一個因素微妙變化，需密切跟蹤。從 4 月新華社、人民日報、人民網等官媒中發表的股市相關文章看，對股市評論一直正面積極，不過，證監會的“警示”仍然不斷。此外，隨著市場熱度上升本身波動就會加大，密切跟蹤股市政策，隨著登山海拔的上升，風也會變大。

創業板，是飛蛾撲火？還是重返正途？(1) 基金 1 季報公佈完畢，前十大重倉股中創業板市值 1510 億，按照 14 年年報資料中重倉股占比倒推，基金全部持倉中創業板市值 3465 億，占創業板自由流通市值的 22.5%。回顧過去牛市，一輪牛市都會孕育、發展一批新藍籌，如 96-01 年的家電、05-07 年的金融和地產鏈。目前國內主導產業正處於從地產向以互聯網為代表新興產業更迭的開始階段，新的主導產業仍在孕育和擴散中。(2) 《策略專題-從機構行為剖析：創業板為何“升升不息”—20150402》中指出，機構投資者在創業板上的賺錢效應驅動增量資金進一步投向創業板，推動創業板“升升不息”。當下基金追逐新興成長的行為與 07 年偏好金融地產藍籌的行為如出一轍，本質上是對主導產業未來前景的看好。行業角度看，一輪牛市漲幅排序可分為四個層次，05-07 年地產有色等地產鏈（主導產業）為第一梯隊、銀行為代表的金融服務為第二梯隊，消費品為第三梯隊，TMT 為第四梯隊，本來牛市的主導產業發生變化，一、四梯隊對調，以 TMT 為代表的新興產業（包括高端裝備、環保、新能源、生物醫藥等）作為主導產業，長期看是本輪牛市主角。

應對策略：大膽跑到悠著走。(1) 繼續向前，大膽跑到悠著走。牛市的中期調整多由管理層調控股市、宏觀政策調整、海外金融風險導致，目前均未質變。不過，市場熱度已大幅上升，近兩周來證監會對股市“警示”不斷，密切跟蹤股市政策動向，相比 3 月初投資從閉著眼睛大膽跑進入睜大眼睛悠著走階段。(2) 創業板代表的新興行業是長牛主角，價值股是配角，政策催化時階段性表現。本輪牛市的主導產業就是創業板代表的新興行業，12 年 12 月他們先走牛與 02-05 年地產、外貿相關公司先走牛一樣，星星之火先出現。市場風格經歷小一個月搖擺後，市場重新再平衡，成長主角與價值階段性表現的特徵仍將持續。(3) 主題看好大上海、長江經濟帶。

風險提示：政策推進不及預期。

航太資訊（600271）：一季報業績超預期，按兩下拐點或很快來臨。

(1) 業務淡季與產品降價雙重不利因素下業績超預期，營改增有望持續爆發。公司 Q1 實現營收 36.3 億元，同比增 7.0%，其中母公司實現營收 9.9 億元，同比增 53.6%；歸屬於上市公司股東的淨

利潤為 3.2 億元，同比增 15.8%，其中母公司實現淨利潤 3.7 億元，同比增 169.8%。公司未公佈分項業務收入，結合母公司情況分析，我們估計營收和利潤增長可能主要來自營改增用戶數的快速增長。防偽稅控業務是公司利潤的主要來源，Q1 是稅控業務的傳統淡季，同時去年 8 月開始稅控專用設備從金稅卡（1249 元）改為金稅盤（420 元）+報稅盤（290 元，選配），同比有設備銷售單價大幅下降的負面衝擊，但公司仍然實現了營收穩健增長、淨利增長快於營收增長，這意味 Q1 營改增用戶數大概率已開始爆發，後續利潤增速將逐季加速上行，2015 年全年業績超預期的可能性很高。

（2）毛利率小幅提升，銷管費用率基本持平。公司 Q1 綜合毛利率約為 21.6%，同比上升約 1.2 個百分點，我們推斷可能是稅控收入占比提高所致。若營改增順利實現全國推行，則全年的毛利率水準有望出現明顯上升。公司 Q1 銷售費用同比增 17.7%，銷售費用率增加 0.3 個百分點；管理費用增 21.0%，管理費用率增加 0.6 個百分點；兩項費用合計增長 19.8%，費用率合計提升約 0.9 個百分點。從全年來看，我們預計銷管費用率將比 2014 年出現一定程度增長。

（3）應收賬款餘額小幅增加，經營性淨現金流基本持平。一季度末公司應收賬款餘額約為 13.0 億元，較年初增加約 3.3 億元，經營性淨現金流約為-10.2 億元，經營效率有所下降。公司目前持有貨幣資金 40.0 億元，財務風險較小。

（4）安全邊際最高、風險收益比最好的電腦公司，盈利估值得兩下有望很快來臨，“買入”評級。公司積極推進非稅業務發展，基於龐大的企業用戶基數和來源於金稅、金融支付業務的大量高品質資料，我們看好公司非稅業務的發展前景。我們預測公司 2015~2017 年 EPS 分別為 2.08 元、2.44 元和 3.35 元，未來三年年均複合增長率為 39.3%。公司目前股價對應 2015 年僅 26 倍，PEG 為 0.7 倍，是電腦板塊中安全邊際最高、風險收益比最好的公司之一。“買入”評級，6 個月目標價為 72.80 元，對應約 35 倍的 2015 年市盈率。

風險提示：營改增業務推進滯後風險；非稅業務進度不達預期風險；市場競爭加劇風險；板塊估值系統性下降風險。

中航動力（600893）：業績符合預期，靜待專項強力扶持

事件：

公司發佈 2014 年報：實現營業收入 267.64 億元（YoY3.74%），歸屬於母公司淨利潤 9.36 億元（YoY14.57%），基本每股收益 0.50 元/股。

點評：

業績符合預期，將進入快速成長通道。公司 2014 年完成重大資產重組的並表，業績與我們此前預測一致，主要利潤來自航空發動機整機及維修業務貢獻。我們判斷我國航空發動機產業 2013-14 處於轉型過渡時期，2015 年起將逐步迎來高增長。公司營收總體增速不快主要因老產品有所下滑，新產品處於逐步量產前夕，與我們對產業判斷一致，預計 2015 年起公司業績將逐步進入快速成長通道。

航空發動機及衍生品業務保持平穩，未來隨新型號逐步量產及維修業務相應增加，發動機業務將快速增長。公司航空發動機及衍生品業務營收同比下滑 2.03%，毛利率增加 0.56 個百分點。我們認為營收小幅下滑的主要原因是零部件交付結算帶來的短期波動，以及航空發動機老產品有所下滑，而發動機新產品處於量產前夕，維修業務較快增長帶來毛利率水準小幅提升。未來隨新產品逐步進入量產，以及我國發動機保有量快速增長帶來的維修業務增加，公司發動機業務增速將迅速提升，拉動公司業績快速增長。

航空外貿小幅增長，預計未來將穩定增長。航空外貿出口業務收入同比小幅增長 0.96%，主要得益於公司積極開拓海外市場，但毛利率水準下滑 2.01 個百分點，我們判斷主要原因是受世界經濟增長緩慢、美國等發達國家製造業回歸影響。外貿航空新產品開發和試製正加速進行，預計未來隨外貿新型號新產品研發生產，且受益世界航空製造業穩定增長，公司外貿航空業務仍將繼續保持穩定增長。

非航產品穩定增長，未來隨航空產品快速增長，非航產品比重將逐步下滑。非航產品營收盈利能力相對不強（毛利率 5.19%），未來隨公司航空發動機及相關產品收入快速增長，非航產品對公司業績貢獻將進一步減小。

航空發動機重大專項有望超預期，公司作為我國整機龍頭將極大受益。近年來，國家對航空產業高度重視，政策和資金支援持續加碼，規模超 1000 億的航空發動機及燃氣輪機重大專項公佈的預期強烈。我們認為在當前國家安全戰略升級和經濟轉型大背景下，發動機產業發展亟待加速提升，兩機專項投資規模有望超預期，未來 20 年達 2000 甚至 3000 億元。公司作為我國發動機產業龍頭，將極大從中受益。

盈利預測與投資建議：

目標價 62 元，“買入”評級。我們預計 2015-16 年 EPS 分別為 0.62、0.80 元。目前航空發動機板塊可比上市公司 2015 年的 PE 估值約為 148 倍（若剔除估值較高的成發科技後為 88 倍）。考慮到公司的作為發動機整機生產商的龍頭地位，我們認為公司應享有一定估值溢價，給予公司 2015 年 100 倍 PE，目標價 62 元，“買入”評級。

風險提示：軍品訂單大幅波動，航空發動機相關政策公佈晚於預期等。

成發科技（600391）：再申堅定看好

內貿航空發動機處於新老交替期，短期收入主要來自哈軸貢獻。公司定位於航空發動機零部件供應商，內貿航空業務短期主要來自中航哈軸貢獻，批生產的內貿航空發動機需求以大修機和換發為主，產量相對穩定。

外貿航空業務貢獻公司近 2/3 收入，新產品處於研製階段，與 GE\RR\PW 大訂單將保證未來幾年穩定增長。公司外貿航空業務 14 年收入超 2 億美元，占公司 2/3 收入，是公司目前業績主要構成部分。公司 2014 年內與 GE、RR、PW 簽訂大訂單，配套新型號新產品亦處於研製階段，且公司正逐步由單純轉包零部件加工向“單元體”等高技術含量的轉包項目轉變。

我們判斷未來公司外貿航空業務將穩定增長，且毛利率水準將觸底回升，仍是公司業績重要支撐和保障。

在研航空發動機需求向好，公司有潛力成為我國發動機整機產能重要補充。公司航空發動機產品目前正處於新老產品更替期，批生產的發動機需求以大修和換發為主，新型號處於快速研製中。隨大飛機國家重大專項和空軍戰略轉型的需求帶動，我國航空發動機市場需求呈爆發式增長。我們判斷，公司曾作為我國重要發動機整機廠之一，未來有望成為我國航空發動機產能重要補充，分享龐大蛋糕。民用領域對航空發動機需求更為龐大，公司正積極參與國內商用飛機發動機的研製工作，未來成長前景極為廣闊。

公司目前市值相較於其它發動機板塊公司被明顯低估，未來有極大成長空間。目前公司市值 175 億元，相較於其它發動機板塊公司被嚴重低估，當前市值主要體現其外貿轉包業務及內貿航空零部件業務價值。中航動力目前 1007 億元市值，長期看我們認為公司有望成我國發動機產能補充，目前公司價值被明顯低估，未來有較大成長空間。

盈利預測與評級。

目標價 67.75 元，“買入”評級。我們測算 2015-16EPS 為 0.32、0.53 元，2015 年每股銷售額 SPS7.97 元。考慮目前航空發動機板塊可比公司估值水準，給予公司 2015 年 8.5 倍 PS 估值，6 個月目標價 67.75 元。雖短期 PE 估值較高，但中長期看公司成長彈性極大，我們堅定看好公司成長價值，“買入”評級。

風險提示。

（1）軍品訂單的大幅波動。（2）新產品研發量產晚於預期。（3）世界經濟持續下滑，外貿航空業務增長不達預期。（4）相關政策公佈晚於預期。。

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。