

2015 年 7 月 13 日

宏觀經濟

拯救大兵央行，股災驚天逆轉

1. 經濟不溫不火，通脹小幅反彈。6 月全國製造業 PMI 低位走平，而中觀行業資料也指向工業經濟依然不溫不火：下游地產銷量增速再創新高，但汽車銷量增速轉負；中游鋼鐵產量負增庫存走高，而電力耗煤增速跌幅擴大。李克強表示二季度以來我國經濟運行緩中趨穩，處於合理區間，許多指標出現回升勢頭。我們預測 2 季度 GDP 增速有望穩定在 7%。6 月 CPI 由上月 1.2% 升至 1.4%，預測 7 月 CPI 反彈至 1.5%。
2. 流動性繼續改善。上周貨幣利率小幅下降，R007 均值從 2.88% 降至 2.58%。得益於 6 月末定向降准，估算 6 月超儲率有望回升至 3.5% 的高位，加之逆回購重啟持續投放貨幣，未來流動性有望持續寬鬆。
3. 央行背書股市，降息空間受限。近期股市持續暴跌，引發金融風險擔憂，而央行的及時介入穩定了股市預期，但其在危機時期提供的額外流動性也為通脹預期的上升埋下隱患。6 月通脹回升至 1.4%，我們預測年末通脹有望反彈至 1.7%，這意味著當前 2% 的存款利率進一步下調空間有限。
4. 救市政策頻出，股災驚天逆轉。上周各部委積極救市，包括一行三會，國資委甚至公安部，政策涵蓋了央企、保險、上市公司增持，限制和排查股票和股指賣空，銀行股票質押貸款展期等，並成功實現股市從跌停到漲停的大逆轉。
5. 耶倫表示年內將加息。週五，美聯儲主席耶倫在俄亥俄州公開講話表示，預計今年晚些時候採取首次加息的步驟是合適的，從而開始貨幣政策正常化。

重勢到重股

政策重拳救市，市場震盪築底。①組合拳強力出手，救市保衛戰拐點出現。我們認為市場中期調整底部已經出現，一方面，救市政策力度空前，已經扭轉預期和局勢，另一方面，本輪暴跌源於去杠桿，被動去杠桿已經結束，以場內融資餘額為例，目前上證綜指和萬得全 A 指數回到 4 月初水準，

融資餘額也已降到此水準。②市場仍需要時間震盪築底。我們對市場築底的形態判斷始終認為是震盪築底。市場需要時間震盪築底、積蓄能量，源於幾個因素。第一，前期暴跌並未充分換手，套牢盤出逃和持倉結構調整，形成短期震盪的拋壓。第二，暴跌破壞了投資者情緒，資金入市趨緩。第三，上週四、五市場大漲與一半股票停牌、籌碼有限有關，本周開始大規模復牌將改變供求關係。

短期矯枉過正，分化在所難免。①短期瘋狂反彈是矯枉過正，並非常態。本輪股市下跌是暴風驟雨式的毀滅性的殺跌，政策強力出手後市場迅速矯枉過正，上週三開始，A股從最低點以來的反彈，90%以上的公司反彈幅度超過20%，其中56%的公司反彈更是在30%以上，創業板公司則是在7月10日上演了集體漲停的瘋狂。這種矯枉過正源於強大政策帶來的預期轉變，也源于大量股票停牌導致的籌碼稀缺。這不是常態，隨著市場情緒回歸理性、停牌公司大規模復牌，市場將恢復正常。②瘋狂過後回歸理性，結構分化在所難免。回顧96年12月和07年530中期調整後的市場表現：1996年1月-12月上漲的第一階段，上市公司股價表現與淨利潤增速幾乎無關，而在12月中期調整過後，96年12月-97年5月的第二階段中，淨利潤增速更高的公司組股價漲幅明顯更為優秀。15年來個股漲幅與1季度實際盈利沒關係，一定程度上也是偏向講故事和題材概念，但此次急跌過後進入7、8月中報業績密集披露期，業績確定性將成為下一階段影響市場結構的關鍵。

策略：重勢到重股。暴漲暴跌後重新審視未來市場，戰略上應該積極還是防禦？我們認為，應該積極。進入股災後時代，短期政策刺激帶來的快速反彈後，市場仍將在博弈中震盪築底。不過市場演繹方式或發生變化，去年下半年到今年上半年，市場情緒極度高漲，杠杆交易盛行，故事與題材齊飛，散戶好似股神，為不折不扣的散戶牛市，經歷暴跌後市場將進入去偽存真、精選個股的分化階段，機構投資者的重要性上升。參考07年經驗，530暴跌後市場風格明顯向績優股傾斜，本輪調整後將迎來7、8月中報密集披露期，業績確定性大概率將成市場聚焦核心。中期深挖轉型成長股，短期聚焦三類機會：第一，錯殺的優質成長股，尤其關注即將復牌的個股。兩市過半個股停牌，供給嚴重不足，資金短期追逐復牌個股。

7月10日復牌的64只個股全線上漲，其中60只漲停，短期幾乎體現不出差異性，本周大量公司復牌，精選被錯殺的優質個股。第二，穩定增長的白馬成長股。05年來除了單邊快速上漲的行情，白馬成長股在三季度均有明顯相對收益，進入中報期業績穩定的白馬成長股是個優選。第三，事件驅動的機會。

風險提示：系統性風險。

三安光電（600703）：與軍工單位簽訂戰略合作協定,III-V族化合物半導體業務前景光明

公司於2015年7月11日與上海航太電子通訊設備研究所簽訂了《戰略合作協定》，雙方力求探索一種最佳的軍民產業融合模式，戰略合作期限為十年，雙方共同開發並推廣室內外LED智慧照明通

訊 (LiFi) 產品、車聯網系統產品、光電智慧監控產品等各種積體電路應用領域，產品所需的晶片將從三安光電採購；航太研究所保證三安光電作為砷化鎵、氮化鎵積體電路晶片領域最重要的流片平臺，在同等競爭力和技術水準條件下，絕大部分砷化鎵、氮化鎵積體電路晶片流片優先選擇三安光電。

與軍工單位合作，說明發展 III-V 族化合物半導體具有國家戰略意義。上海航太電子通訊設備研究所隸屬中國航太科技集團公司，是國防科研事業單位，主要承擔雷達地面站和衛星應用、通訊設備等產品的研發、開發和生產。功率放大器、射頻開關等 III-V 族化合物半導體器件在高功率傳輸領域展現的優異的、不可替代的物理性能優勢，使得砷化鎵高速半導體器件產品不光廣泛用於手機電話、無線區域網路、光纖通訊等消費電子領域，還可用于微波雷達、導航制導等軍事通信領域。此次與航太研究所的合作定位在民用，鑒於航太研究所的國防單位性質，此次合作也有望推動三安光電的 III-V 族化合物半導體的軍工方面的應用，所以三安承擔起國家重任發展國產化合物半導體業務具有重要意義。

化合物半導體積體電路需求增長迅速，國產化箭在弦上。LTE 浪潮帶動智慧移動終端出貨量大增，化合物半導體市場增長明顯加速，產業內相關公司營收增長驚人，如 Avago2015 年一季報營收 16.35 億美元，同比大增 130.61%。市場需求絕非曇花一現，無線網路升級、衛星導航、汽車電子、物聯網等應用催生廣闊市場空間。相比國內快速增長的巨大市場需求，國內砷化鎵微波器件產值明顯偏低錯失市場增長紅利，化合物半導體國產化進程箭在弦上。

公司與國家積體電路產業投資基金合作發展國產半導體，意義重大。公司已經與國家積體電路產業投資基金股份有限公司（大基金）開展全面合作，大股東轉讓部分股權，大基金成為公司第二大股東；同時公司與華芯投資（大基金的唯一管理機構）、國開行、三安集團簽訂戰略合作協定，成立 25 億美金專項基金，同時國開行提供 200 億優惠貸款，助力公司以 III-V 族化合物半導體業務發展。大基金的出資者主要由財政部、國開金融、中國煙草等有政府背景的單位組成，其投資的

企業意味著有國家信用背書。大基金入股三安光電，將有利於為公司提供各種資源保障，通過產業鏈整合、海內外並購，進一步推動公司快速做大做強 III-V 族化合物半導體業務，加快國際化發展步伐和產業鏈一體化佈局，躋身世界同行業前列。

三安光電已確認為國內 LED 晶片絕對龍頭企業，產能規模、晶片專利和產品層次具備明顯競爭優勢，將顯著受益於國際需求轉移和國內行業整合進程。III-V 族化合物半導體器件呈現爆發增長態勢，未來市場前景廣闊，公司已具備技術和市場儲備，此次大基金入股，並與多方簽訂戰略合作協定，是為公司的 III-V 族化合物業務的發展添加了騰飛翅膀。繼續推薦。

風險提示：LED 晶片價格波動風險，後續整合動作不確定的風險。

旗濱集團（601636）：員工持股完善激勵，轉型升級動力足

事件：公司近日公佈關於擬實施第一期員工持股計畫暨複牌公告，此次持股計畫預計參與人員包括公司部分董事、監事、高級管理人員及骨幹員工、擬籌集資金總額約 2000 萬元。

點評：

員工持股加大激勵力度，有望進一步完善增效機制。公司的員工激勵進度及力度在建材板塊居前；2012 年公司授予管理層股權激勵，2014 年第 2 期成功解鎖，2015 年最後一期仍有解鎖可能；此次員工持股計畫的推進進一步彰顯公司與員工共同成長的靈活機制。

公司股價已具一定安全邊際；大股東、管理層、各參與定增的股權方訴求一致，後續突破可期。公司最新股價 6.69 元，已經低於大股東現金參與 3 年期定增的價格（7.2 元）；同時大股東最近 1 筆股權質押融資額較大、且已臨近警示線，做大、做強公司是最優選擇。天堂矽谷參與 2015 年 4 月的定增，開啟公司主業外的外延擴張想像空間；同時近日南京瑞森（2014 年公司定增的第 2 大參與方，其一致行動人江蘇瑞華參與 2015 年公司定增）宣佈增持公司股票計畫，顯示出對公司發展的堅定信心。

公司一帶一路戰略領先，汽車、航空用等高端新玻璃拓展值得期待；中長期主業受益於行業整合。公司 2015 年正式開啟一帶一路戰略，首度落子馬來西亞，預計年內當地浮法玻璃生產線建設開啟、2016 年年底建設完成；同時，公司明確向下游科技含量較高的玻璃延伸，在變色玻璃、柔性/曲面玻璃等方面有積極進展；2015 年 4 月公司收購並表紹興旗濱（原浙玻）後，在產產能躍居國內第 1，產能約達 9600 萬重箱-1 億重箱，生產成本優勢顯著（成本較小企業低 30%左右），中長期看將是去產能行業整合過程之最終勝出者。

“買入”評級。預計公司 2015-2017 年 EPS 分別約為 0.41、0.78、1.17 元；考慮公司海外佈局、轉型升級預期，給予公司 2 倍 PB（基於最新每股淨資產）。

風險提示：玻璃價格跌幅超預期，原材料價格大幅上漲，海外玻璃生產線、新業務進展不達預期。

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。