

2015 年 8 月 19 日

宏觀經濟

由守轉攻，財政接棒

2015 年穩增長：刺激力度漸強。“新常態”下經濟增長從高速轉向中高速，十八大提出“GDP 翻兩番”目標，意味著穩增長已成為貫穿 15 年的政策基調。

貨幣穩增長：上半年主力。寬貨幣是上半年穩增長的主力，具體包括三個方面：一是三次降准+開展多種公開市場操作，釋放流動性，其中 3 次降准淨投放 1.5 萬億元，逆回購共投放 9580 億元，SLO 投放 1800 億元。二是加大定向調控力度，在促進信貸結構優化的同時提升政策性銀行貸款占比，並運用再貸款、再貼現和抵押補充貸款等工具引導金融機構對小微企業、“三農”和棚改的支持力度。三是三次對稱降息，一年期貸存款基準利率均累計下調 75bp，旨在抵禦通縮風險、降低社會融資成本，同時下調信貸政策支持再貸款和抵押補充貸款利率，非金融企業及其他部門貸款利率已降至 6% 左右。

財政穩增長：年中漸發力。2014 年底中央經濟工作會議和 2015 年初全國兩會均強調要實施積極財政政策。積極財政年中發力，主要體現在四個方面：一是擴大赤字規模提高赤字率，並加大支出力度，上半年財政支出占收入比重 97%，創歷史新高。二是減稅降費，上半年營改增減稅 1102 億，1 季度減免小微企業行政事業性收費 240 億元。三是盤活存量財政資金，主要通過清理財政專戶等方式實現，上半年各級財政已收回沉澱和違規資金達 2500 億。四是保持政府投資規模，一方面地方債務路換升級，目前已公佈 2 萬億規模，高於 2015 年到期的債務總額 1.86 萬億，且未來或推出第三批債務路換，而財政部也表態這是穩增長的重要舉措；另一方面專項建設債券面市，採用股權方式投入，主要投向保障房、水利和城市管廊等 22 類與基建、民生相關的專案中。

我們估算減稅降費、盤活存量財政資金、地方債務路換償還後剩餘部分以及專項建設債券，將對沖 2.8% 的投資增速下滑，對沖 1.0% 的 GDP 增速下滑。

部委和地方：由守轉攻，推陳出新。部委層面，穩增長仍以投資為主，消費、外貿為輔，地方層面也是多點開花。2015 年以來，各部委屢次出臺政策穩投資，領域覆蓋傳統和新興產業。發改委 2014 年 11 月推出基建投資 7 大工程包，2015 年上半年在開工 228 個項目、累計完成投資 3.3 萬億的同時，再次推出新興產業工程包和高端製造工程包，反映穩增長正由守轉攻，不再僅限於基建托底。8 月中旬央行下調人民幣對美元匯率中間價，但在順差可觀、出口占全球比重較高的背景下，對出口的提振或較為有限。

大市導航

航空航太與國防：中航工業資產證券化方向不變，再申堅定看好

事件：8月18日晚間，中航資本、中航科工、中航電子、中航飛機、中航機電公告共同對沈飛集團和成飛集團現金增資合計不超過50億元。其中，中航資本、中航科工分別增資19億元，中航電子增資5.4億元，中航飛機增資4.4億元，中航機電增資2億元，8月19日將共同複牌。

點評：十大軍工集團中，中航工業資本運作走在最前列，行動最為積極。此次多家同時停複牌涉及共同投資事項，符合我們此前預期。此次增資後，沈飛、成飛兩大集團將成為上市公司參股公司，相當於沈飛、成飛兩大集團變相通過上市公司進行融資，可見在此前兩家集團共同注入成飛集成的方案終止後，中航工業資產證券化大方向仍不為所變。我們判斷，隨下半年國企改革不斷深化，以中航為代表的軍工集團資本運作有望逐步落地，堅定看好下半年軍工行業表現。

中航資本/中航科工/中航電子/中航飛機/中航機電此次增資類似於PE投資，未來隨成飛集團、沈飛集團資產證券化，將極大受益。中航工業集團資產證券化處於收尾階段，我們推測沈飛集團、成飛集團的資產證券化有望在未來2年內完成。沈飛集團、成飛集團2014年營業收入分別為121、115億元，約為中航飛機營收212億元（對應市值1100億以上）的一半，按PS估值，粗略估計其上市後各自對應600億市值。此次增資實際相當於PE投資，未來隨著資產證券化，將極大受益，相關公司將按照其增資規模決定其受益程度。

除上述標的外，建議同時關注中航系其他標的：成發科技、中直股份、中航重機、中航動力、中航動控。關注中航黑豹、中航電測、中航三鑫、中航光電、成飛集成等。

風險提示。改革的不確定性。軍品訂單大幅波動。系統性風險。

互聯網軟體與服務：同花順證監會立案調查點評

事件：同花順收到證監會立案調查的通知。調查的原因是涉嫌違反證券期貨法律法規。在同花順同時發佈的另一個關於清理資產管理軟體進展的公告中，公司表示，公司於8月14日已經停止所有客戶資產管理軟體的運行，完全關閉了資產管理軟體中的所有帳戶。

點評：我們認為，此次證監會對公司的調查主要是對之前清理場外無序違規配資的延續和進一步清理。場外配資活動主要通過恒生HOMS系統、上海銘創和同花順系統接入證券公司進行，其中HOMS配資規模最大。

1、對公司的影響：對業績影響不大，主要是帶來消息面的利空。此次同花順的資產管理軟體，在公司整個業務收入中占比很小（同花順的資產管理軟體收入比重不足0.5%），因此對公司的影響主要是來自消息面的利空。

2、對行業影響。我們認為，這次事件只是對互聯網金融 IT 技術工具的有序管理和排查，並非打壓互聯網金融本身。之前互聯網金融在某些領域創新過快，在一定程度上超出了監管層的監管範圍，存在較大的潛在風險。從目前政府出臺的關於互聯網金融的指導意見可以看出，政府對互聯網金融的定位非常清晰：必須圍繞“滿足中小微企業和個人投融資需求，進一步拓展普惠金融的廣度和深度”角度進行產品和服務創新，以便發揮“現有金融機構難以替代的積極作用”，總結來說就是互聯網金融是作為傳統金融機構的一個輔助角色。所以我們對未來互聯網金融的判斷：（1）監管的力度會逐步加強；（2）支持互聯網金融發展的方向不變，但要明確其定位。在未來互聯網金融發展的眾多形式中，力圖從根本上顛覆傳統金融的形式可能會受阻，而服務于傳統金融機構以及符合監管層對互聯網金融定位的企業，在互聯網金融相關支援政策下仍存在較大的成長空間。

風險提示：互聯網金融的發展面臨一定的政策風險。

三安光電（600703）：盈利能力繼續提升，化合物半導體業務即將突破

公司公佈中報。報告期內，實現銷售收入 22.91 億元，同比增長 5.26%；實現歸屬上市公司淨利潤 9.04 億元，同比增長 35.76%；其中第二季度實現銷售收入 13.65 億元，同比增長 0.81%，第二季度實現歸屬上市公司淨利潤 5.50 億元，同比增長 25.57%。上半年綜合毛利率為 48.17%，同比上升 6.97 個百分點，淨利率為 41.18%，同比上升 10.78 個百分點。

盈利能力繼續大幅提升，驅動淨利潤快速增長。由於全資子公司廈門三安光電產能未充分釋放，上半年收入規模小幅增長，但毛利率和淨利率水準繼續提升，帶動淨利潤仍能達到 35.76% 的較快增速。毛利率水準的快速提升主要是得益於 LED 晶片業務良率提高，開工率飽滿，規模效應顯現，而另外剝離日芯光伏後合併費用減少導致的管理費用減少等因素進一步提升了淨利率水準，保證淨利潤額的快速增長。

全資子公司廈門三安即將逐步進入調試階段，產能和效益將釋放。公司此前 170 台 MOCVD 爐，擴產的廈門三安光電的主體基礎建設已實施完畢，訂購的 100 台腔 MOCVD 設備已經到達 32 台腔，15 台腔 MOVCD 正在調試階段，剩餘設備基本安裝就緒，即將逐步進入調試階段，後期將會逐步釋放產能和效應，為公司 LED 晶片傳統主業增長提供了產能的支援；LED 行業集中度在提高，三安光電作為絕對龍頭，產能規模、技術專利和產品層次具備明顯競爭優勢，將顯著受益國際需求轉移和國內行業整合進程。

控股子公司廈門三安積體電路公司即將全面試產，軍民兩用值得期待。

給予“買入”評級，海外整合助力公司跨越式發展。公司是國內 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。大基金成為三安二股東，是為公司的 III-V 族化合物業務的發展添加了騰飛翅膀。暫時不考慮大基金入股後，

公司潛在的境內外產業並購，我們預計 15/16/17 年實現淨利潤 22.22/30.97/42.10 億元，同比增長 52.00%/39.33%/35.94%，每股收益 EPS 分別為 0.93/1.29/1.76 元，給予“買入”評級，目標價 46.5 元（15 年 50X）。

風險提示：LED 晶片價格波動風險，後續動作不確定的風險。

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。