

2015年11月27日

## 宏觀經濟

### 孰真孰假？——15年中國銀行業不良貸款率回顧及展望

15年接近尾聲，低風險高收益或已成往事，信用違約事件卻接二連三，令不少債權人的這個冬天格外難熬。15山水SCP001違約事件持續發酵，12舜天債可能被暫停上市，11雲維債遭遇評級下調等，我國信用風險漸暴露。15年不良貸款指標雙升，9月末不良貸款率已達1.59%，逼近“紅線”2%。而伴隨著經濟調結構、企業去杠杆、信用違約呈現常態化的趨勢，16年銀行不良貸款將進一步承壓。

不良貸款率處低位，但仍需警惕。目前全球不良貸款率約為4%，相比之下我國不良貸款率仍處低位，僅明顯高於韓國和加拿大等。國際經驗表明，不良貸款率與金融危機發生高度相關，我國經濟持續下行，須警惕不良貸款率的過快上升。過去我國不良貸款率曾接近30%，目前水準並不高。借鑒過去，政府信用與商業信用不分是高不良率的主因，AMC的成立、貸款分類方式的轉變，帶動不良貸款率扭轉直下，目前水準雖有限但風險不容小覷。

15年不良貸款率的四大風險點。風險點一：農商行和農業銀行首當其衝。農商行不良貸款自今年1季度便突破2%且全年持續上升，農業銀行成為首個不良貸款率突破2%的上市銀行。風險點二：西部地區貸款風險凸顯。就不良貸款分區域來看，長三角和珠三角仍為不良貸款的高發區域，東北地區仍是個別銀行的不良貸款集中區域，而西部地區不良貸款率上升較快或是今年一個值得注意的變化。風險點三：公司類貸款惡化較快。公司類貸款不良率高於商業銀行整體不良貸款率近60BP，且惡化增速較快；個人貸款類不良率較為穩定；而票據資產信用狀況較優，大部分商業銀行不存在該專案的不良貸款率。風險點四：批零、製造業是重災區。就國有四大行而言，批零的不良貸款率約達7%，建行和農行製造業不良貸款率超過4%。而房地產、建築等行業低於預期，不良貸款率基本持平於整體水準，甚至略低。此外，交通運輸、倉儲和郵政業，電力、熱力、燃氣及水生產和供應業，以及水利、環境和公共設施管理業的不良貸款率最低，目前均值不足0.5%。

16年不良貸款率風險猶存。經濟下行，地產低迷，不良率恐上升。中國銀行不良率對經濟狀況的反映程度有限，一是由於非市場化因素仍在，二是由於地產價格持續上漲掩蓋真實貸款企業資質。隨著市場化程度的進一步提高，地產價格增速回落，前期脫離實體資質的過度放貸問題逐漸暴露，銀行壞賬風險加大。信用事件頻發，亦推升不良率。信用違約與銀行不良貸款亦步亦趨，國家目前意在適度擴大總需求的同時，著力加強供給側結構性改革，兜底意願下降迫使明年信用事件

有增無減，打破剛兌加速或對銀行不良貸款形成考驗。關注貸款類占比上升。作為不良貸款的前瞻性指標，關注類貸款占比也不斷走高，截至 15 年 3 季度末，這一比例達到 3.77%，較 14 年底大幅增長 66BP，高於不良貸款率增速，這意味著未來不良雙升的局面或將延續。

表面數字或低估真實風險，信用資質變化需持續關注。一方面，銀行可能將不良貸款展期，這種實質性違約並未進入不良貸款範疇，另一方面，商業銀行業自 14 年加大壞賬核銷力度，且目前財政部或進一步放開不良貸款核銷政策，加之不良貸款資產證券化進程的加快，兩者均有助於抑制不良率上升。然而，我們預計真實的不良貸款率在 16 年或將維持加速上行態勢，需警惕個別地區和個別行業的信用風險爆發。

## 大市導航

### 鋼鐵：對未來幾年中國鋼鐵行業並購重組的猜測

目前並未有明確的要並購案例，只有一些增發以求募集緊缺資金的案例。

沒有發生並購的主要原因有二：一是目前時機仍未到，鋼企大面積虧損還有幾年，不少鋼企一年虧掉淨資產的 30%-50%，潛在收購方在這種行業趨勢下並不著急出手；二是潛在收購方沒有實力，我國大的鋼企大多為國有鋼企，杠杆已經放得很高，本身也有一些問題，大概只有寶鋼仍具實力，但寶鋼集團有自己的八一、韶鋼、湛江等需要先消化，不可能倉促並購其他鋼企。

但是我們認為並購事件一定會大量發生。根據鋼產量已經見峰值的國家（比如歐美日韓）的目前產量、鋼企數量、以及集中度的關係，我們預計我國鋼企數量將會從目前的 600 家減少到 50 家，未來的鋼企命運有四類：一是並購鋼企、二是被並購鋼企、三是拆掉賣給非洲印度二手設備的鋼企、四是破產做廢鋼處理的鋼企。也就是說，扣除破產清算和作為二手設備的鋼企 350 家，估計未來可能會發生 200 次左右的並購。但時間跨度很長，根據發達國家從粗鋼產量見頂回落到產量穩定，我國完成鋼鐵產業整合需要二十年的時間跨度，平均每月應該有一家。

具體到標的目前很難挑選，因為很多公司可能明年就沒有淨資產了，所以至少需要 3 年時間來觀察。根據發達國家經驗，粗鋼產量見頂之後的 10 年內，產量平均減少約 30%，我國粗鋼產量占全球 50%，我國粗鋼產量去年已經見頂，10 年內我國粗鋼產量無論下降 20%或 30%，由於我們的市場有效性、政府行為、本身鋼企的杠杆太高，都會導致這一本該快速出清的過程會內耗的更久，現在是鋼企淘汰賽。

標的雖很難找，但可大概猜測一下思路。央企要改革，問題重重的鋼鐵行業要涉及；供給側管理，產能嚴重過剩的鋼鐵更應該被關注。鋼鐵很分散、競爭很激烈，要朝減少競爭、提高集中度的方向。在“鋼鐵+央企改革+提高集中度+減少競爭”框架下，大概率央企中的鋼企數量要減少（現在為 9 家），要減少競爭就要按照片區地域協同，比如北方片區或者南方片區等類似的劃分。鋼鐵央企層

面的事情解決以後，可能才會涉及這些大鋼鐵集中內部的二級鋼企（但前提是二線鋼企要能熬到那個時候）和部分地方鋼企，完成這些以後，再加上不斷的破產退出等，格局漸具雛形，但要徹底達到未定，需耗時 20 年左右。總之，目前尚不是推薦具體並購標的時機。

風險提示：鋼價進一步下跌。

### 資訊設備：軍改在即，IT 先行

據《參考消息網》報導，在近日舉行的中央軍委深化國防和軍隊改革領導小組全體會議上，改革計畫被正式宣佈，啟動軍隊改革。此外，近日由參考消息報社和新華社解放軍分社，聯合策劃的強軍策系列文章，從聯合作戰指揮體制、領導管理體制、部隊力量結構持續優化、“天軍”和“網軍”等新型領域軍事力量體系等方面，進行了分析。

我們認為國防部或將於近日發佈國防和軍改消息。軍隊資訊化建設有望成為此次政策強調的重點。電腦行業潛在的受益板塊包括：（1）資訊安全：推薦啟明星辰、綠盟科技、衛士通；（2）國產化替代：推薦東方通、同有科技，關注浪潮資訊、華勝天成、太極股份；（3）軍工資訊化：川大智勝，關注旋極資訊；（4）北斗導航、衛星通信：關注華力創通、合眾思壯。

風險提示：估值系統性下降風險。

### 通訊服務：新軍改、軍工通信新風口

軍改方針指出，未來五年“軍工從蘇聯式走向美國式”：

- 1) 推動軍民融合取得重要成果；
- 2) 形成軍委管總、戰區主戰、軍種主建的格局（軍委—戰區/軍種—部隊）；
- 3) 搶佔未來軍事競爭戰略制高點，國防科技發展是具有基礎性、引領性的戰略工程；
- 4) 超前佈局，加強前瞻性、先導性、探索性的重大技術研究和新概念研究；
- 5) 積極謀取軍事技術競爭優勢。

由此展望：

- 1) 海軍、海防地位大幅提升：相關領域資訊化標的，重點推薦海蘭信，關注海格通信，其次關注中天科技、亨通光電等；

2) 衛星導航、衛星通信軍用全面發展：衛星導航領域，關注軍用北斗相關標的海格通信、振芯科技、華力創通；衛星通信領域，從國資序列的中國衛星、海格通信、南京熊貓、特發資訊，到“衛星通信”民參軍的信威集團、華訊方舟，均建議關注；

3) 軍用指揮調度資訊化及電子對抗關注海格通信、佳訊飛鴻、海能達、閩福發 A 等。

風險提示：系統性估值波動風險。

### 有色金屬：大宗投資機會顯現

減產，收儲，俄土共振，大宗暴漲，關注銅：銅陵有色、江西銅業。鋅：中金嶺南、馳宏鋅鋅。鎳：恒順眾昇、關注吉恩鎳業（停牌）。貴金屬：山東黃金、關注西部黃金。稀貴金屬：鎳（雲南鎳業），鈦（關注西部材料、寶鈦股份），鎢，稀土（關注五礦稀土），碳碳複合材料（博雲新材）。軍工新材料方面：楚江新材、關注煉石有色。

不確定性分析：大盤系統性風險。

### 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。