

2015年12月16日

宏觀經濟

尋找高負債風險下的幸運兒 —— 融資成本節約的分行業測算

負債有多大？非金融上市企業總負債約 23 萬億，有息負債達 10.5 萬億。有息負債增長腳步雖已放緩，但有息負債率居高不下，12 年至今維持在近 30% 的高位。三季度末有息負債增速出現小幅回升，有息負債率或進一步承壓。

誰的負債最多？分行業而言，公用事業、有色金屬和房地產，有息負債率居前。其中公用事業有息負債高達 45%，明顯高於其他行業；有色金屬、房地產的有息負債率亦較高，均達到 35%。

負債結構如何？根據負債來源，非金融上市企業的有息負債結構可體現為：貸款/非標/債券=7/1/2。貸款和非標占比達 80%，其中貸款約 7.5 萬億，非標約 1 萬億。債券僅約 2 萬億，但規模增速不斷提升。

融資利率下降了嗎？預計 15 年下降至 5.5%。自 08 年金融危機後，非金融上市企業融資利率持續攀升，截止 14 年底企業融資利率仍高達 6%。過去一年多來，得益于寬鬆週期的開啟，預計 15 年非金融企業融資利率下降至 5.5%。

誰的融資利率最高？分行業來看，非金融上市企業融資利率差異大，利差可達 280BP，其中鋼鐵最高，而地產最低。其中 14 年末鋼鐵行業融資利率高達 7.14%，是唯一突破 7% 的行業。與此相反，地產行業融資利率 14 年僅約 4.35%。

融資成本節約了嗎？我們預計 15 年非金融上市企業融資成本節約規模或超 1000 億元，可節約利息支出約 18%，或可節約財務費用支出約 20%。其中，貸款融資成本節約規模達 750 億元；債券融資成本節約規模約 50 億元；以上估算並未考慮非標轉標的影響，而事實上，12 年大規模發行的信託將於今明兩年集中到期，若考慮非標後，企業融資成本或可再節約 250 億元。

誰的債券發行規模最多？就發行規模而言，公用事業是傳統發債大戶，而房地產、石油石化今年發債規模突飛猛進。但發債規模不等於受益程度，當存量有息負債較低時，行業受益低息債券發行的程度將明顯加大。從債券路換比例而言，傳媒、商貿零售和交通運輸行業路換比例較高，均達到 15% 以上，同時電力及公用事業、房地產和煤炭行業路換比例尚可，達 10%。

誰的債券利率下行最多？一方面，不同行業債券融資結構存差異；另一方面，不同行業受益於不同債券品種收益率的下行。

綜合而言，紡織服裝、食品飲料行業受益較大，其中紡織服裝行業下行達 238BP，食品飲料行業下行達 229BP。

誰的融資成本節約最多？從絕對水準來看，石油石化、地產、公用事業和建築幅度大，通過低息債券節約融資成本規模超過 10 億元。就相對水準而言，食品飲料和石油石化明顯受益，利息支出節約比例分別達到 10%和 8%。若考慮非標轉標的影響，地產是最大贏家，煤炭和有色金屬等產能過剩行業受益亦可觀。

未來誰是希望？誰是風險？交通運輸、電力及公用事業等基建相關行業或持續受益。一方面，目前淨資產 40%的約束仍在，這兩類行業中仍存發債空間的上市企業比例高達 50%；另一方面，基建類行業的信用資質有保障，信用利差有望維持低位。

而水泥、鋼鐵和煤炭等產能過剩行業或雪上加霜，不僅發行利率下行有限，且發債通道或受阻。自 11 月初山水水泥信用事件以來，推遲和取消發行的短融和中票規模已達 618 億元，其中水泥行業受影響顯著，目前已有北方水泥、聯合水泥、冀東發展和華新水泥等 4 家水泥企業取消債券發行計畫，規模共計達 41 億元。相比截止 11 月底的全年發行規模，綜合行業是重災區，取消發行規模達全年發行量的 60%，同時建材（水泥）、電力設備、煤炭和鋼鐵的風險亦升，占比均超過 10%。

大市導航

汽車與零配件：2016 年度投資策略

1、2015 年裡，後市場、互聯網汽車、新能源汽車成為趨勢爆發點，攻擊核心龍頭，帶動精選板塊實現全面高額收益。2、2016 年思路不變，行業弱復蘇，但卻是汽車科技大年，並穿插自下而上轉型並購。白馬具有 10-20%的穩健收益，進攻風口集中在“新能源+互聯網”汽車，個股邏輯將更科技化、更生態化、更細節化，三個重點細分方向。

3、【自動駕駛】最強勁的技術浪潮，特斯拉、蘋果、穀歌、百度等都將加入生態佈局，行情將圍繞電子器件放量》》智慧系統開拓》》智慧交通生態陸續展開。關注龍頭【金固股份、亞太股份、中原內配、四維圖新、千方科技、數字政通】。

4、新能源汽車除並購納入資產外，最佳表現將在【物流電動化】。城市公交後的下一個滲透領域，盈利和空間更大。推薦【納川股份】。

5、【車聯網】隨著汽車保有量爆發擴張，互聯網車險、二手車、後市場、共用汽車等，都將以車聯網為智慧載體，未來裝配率將快速提升，【得潤電子】是龍頭。

風險提示：系統性風險。

汽車與零配件：自動/無人駕駛 產業推進加快，行情預演開啟

1、技術進步突破法規制約。特斯拉等自動駕駛技術快速推進，高速公路、停車、擁堵跟隨等領域已能實現自動駕駛，使得美國公路法規面對極大放開機會；國內，百度無人駕駛汽車成功路試，預示中國無人駕駛技術正在追趕。

2、產業催化將屢超預期。早前市場認為無人駕駛產業化將在 2025 年後，但特斯拉、穀歌、蘋果、百度、樂視、寶馬、沃爾沃、本田、博世等巨頭玩家普遍預計 2020 年前量產，車型開發和路試將在 2016 年陸續發佈，後續研發和供應鏈將明顯起步。

3、板塊配股價值凸顯。自動/無人駕駛板塊，涉及電子元器件/汽車零部件/智慧交通，低預期導致個股漲幅明顯落後，我們堅定認為產業推進速度超市場預期，個股價值低估狀態迎來配股機遇。

4、行情將圍繞【電子器件放量、智慧系統開拓、智慧交通生態】陸續展開。關注龍頭【金固股份、亞太股份、中原內配、四維圖新、千方科技、數字政通、保千里、歐菲光】等。

風險提示：系統性風險。

電子元器件：2016 集結號已經吹響，【IOT】為大主題，建議長線持有，積極佈局。

1.IOT 為未來 5 年大方向，下沉到各個行業就有不一樣的表現形式，我們判斷 IOT 為下一個風口，必須重點關注。

2.IOT 沉浸到工業層面，為工業 4.0，建議關注相關個股包括【勝利精密】，【智雲股份】，【錦富新材】，【長園集團】。

3.IOT 沉浸到零售領域推薦【合力泰】，醫療領域建議關注【思創醫惠】，環保領域建議關注【漢威電子】，建議長線持有。

風險提示：系統性風險。

電子元器件：量子通信繼續大漲，建議大家積極參與！

1.2014 年 10 月首發報告，市場沸騰，到了今年還繼續熱炒，主要原因是方向正確。

2.後續仍將是重要主題，因為 2016 年催化劑不斷，落地逐步推進。

3.標的角度講，建議關注浙江東方（600120），除此之外，我們建議關注神州資訊、華工科技等。

風險提示：量子通信推進不及預期。

軟體：世界互聯網大會開幕，中外巨頭齊聚烏鎮共論“互聯網+”

相關重點個股推薦：

【綠盟科技】公司作為中國網路安全的領軍企業與本屆互聯網大會的安保技術支援單位，將在三天會議過程中，保障大會順利召開。2015 年是資訊安全元年，未來行業生態向好，公司近期與騰訊前述雲安全戰略合作，其 SDS（軟體定義安全）、威脅情報和安全資料分析等技術領先優勢應用釋放空間打開。

【銀江股份】公司的智慧移動終端與大會 VIP 志願服務指揮系統相連通，該套系統是公司研究院研發的雲平臺軟體和專有定制終端構成，讓每個志願者都能實現定位，工作資料統計及分析、即時管理。公司是本屆大會智慧化提升專案的成員，負責本次大會志願者行動的整體資訊化管理與服務工作。同時公司今日複牌，並購智途科技、杭州清普，加速佈局智慧城市智慧交通、醫療及電子政務細分領域資料運營。定增過會也使公司有充足資金投入智慧城市項目建設。買入評級。

其他參會及建議關注標的：

【互聯網金融】潤和軟體、銀之傑、金證股份、新大陸、漢鼎股份；

【互聯網醫療】創業軟體、榮科科技；

【網路安全】啟明星辰、綠盟科技、藍盾股份、衛士通、任子行。

風險提示：科技股估值系統下降風險，“互聯網+”推進不達預期。

鋼鐵：明年粗鋼產量下降 6%，倒閉潮臨近

2016 年粗鋼產量下降 6%。考慮到明年固定資產投資增速和房地產投資增速，預計 2016 年粗鋼消費下降 6%，而鋼企鋼材庫存和社會鋼材庫存變化不大，鋼材出口增速大幅下降甚至可能負增長，粗鋼產量下降約 6%。

巨虧繼續倒閉潮臨近。預計明年重點鋼企虧損企業虧損額度在 1100 億元以上，這些鋼企的淨資產約 6000-7000 億元，明年淨資產將虧損掉將近 20%，不少鋼企淨資產就如八一鋼鐵一樣很快就成為負值，明年或將會有一批高負債、缺現金的鋼企倒閉。

金融資本承擔後果。行業 4 萬億負債，平均負債率 70%，噸鋼負債 4000 元，那些瀕臨破產的鋼企則更高。但過去幾年來行業幾乎沒有盈利，產業本身已經沒有能力解決負債及推動整合，鋼企大面積破產清算是必然，一旦清算，資產幾乎毫無價值，最後或將給銀行和投資者帶來上萬億的損失。

風險提示：警惕部分企業可能突然爆出巨虧。

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。