

2015 年 12 月 31 日

宏觀經濟

減持解禁是洪水猛獸嗎？

減持禁令到期會有多大洪水？預計 1 月份實際減持規模小於 1400 億。今年下半年限售股解禁金額為 1.24 萬億，其中大股東占比 67%，即 8300 億，這部分限售股份將累計到 1 月 8 日一次解禁。今年上半年當月限售股解禁中當月減持的比例平均 15% 左右，以此估算，1 月大股東解禁部分的減持金額理論上 1245 億。考慮存量大股東流通股份的減持，按歷史上存量和增量的比例關係，估算合計減持金額理論上 2075 億。這是比較激進的估算數，現實中還有個約束條件，過去半年有 1655 家公司發生了增持，從增持公司的占比看，估計實際減持金額至少打七折，即 1400 億。目前滬深兩市月成交金額在 20 萬億左右，1400 億的減持規模只占其 0.7%，而且今年 5、6 月減持高峰期，產業資本減持金額分別為 1469 億、1246 億，這樣看來 1 月 1400 億也沒太可怕。此外，如果 1 月 8 日大股東集中減持，不排除出現類似視窗指導類措施燙平衝擊。

產業資本增減持會左右市場嗎？（1）從歷史上看，產業資本增減持並不會改變市場原有運行趨勢。產業資本減持高峰共出現三次，07 年 4 月-08 年 1 月、09 年 5 月-12 月、14 年 12 月-15 年 6 月，都發生在行情整體比較熱的階段，而減持並沒改變市場上漲的趨勢。從股票市場資金供求關係來看，13-15 年產業資本淨減持規模分別為 1056 億、1415 億、2108 億，在資金總流出中占比分別為 18%、14%、11%，不及 IPO 再融資對資金供求關係的影響，並不是市場決定性影響因素。（2）哪些行業和個股明年 1 月解禁壓力大？行業方面，通信、電力、機械等行業面臨較大的解禁壓力，解禁金額在市值中占比都在 4% 以上。個股方面，我們通過以下兩個條件：今年下半年解禁市值占總市值 30% 以上（表明解禁數量大）、7 月 8 日至今漲跌幅 50% 以上（表明股價較高），篩選出了 26 只個股，如海聯訊、菲利華、萬福生科等，這些個股在明年 1 月份或面臨較大的解禁壓力。

繞不開的股權時代。（1）股權時代勢不可擋，資金仍充裕。12 月 23 日國務院常務會議審議通過了《關於進一步顯著提高直接融資比重 優化金融結構的實施意見》。中國直接融資比例只有 18%，美國為 80%，經濟轉型需要大力發展資本市場，充分發揮資本市場直接融資功能，這有利於降低企業融資成本，也有利於新興行業的快速發展。投資角度，利率下行使得各種固收類產品的收益率都出現趨勢性下降，大類資產配額轉向權益市場是必然選擇，近期保險資金頻頻舉牌從側面反映出產業資本的取向，中期而言不用擔心資金流出。（2）守望春風，很好的做多時間視窗。維持週報《守望春風》觀點，年初流動性寬鬆、“十三五”政策亮點增多將再次提升市場風險偏好。春季是很好的做多時間視窗期，下一步值得警惕的時間視窗期是 3-4 月，國內巨集微觀資料漸出，去產能、

去杠杆如落地，信用風險有可能釋放，海外將再次迎來美聯儲議息會議，當前國內投資者普遍預期不加息，如加息則是利空。而市場糾結的風格問題，當下沒有大風，春季切換時機尚不成熟，未來需警惕 16 年年中 A 股納入 MSCI 可能引發階段性切換。持有成長，尤其是文教衛體等新興消費和農業現代化，主題如小市值殼公司。

風險提示。經濟增長超預期下滑，政策效果不達預期。

新能源板塊：中國核電進入 3.0 時代

中國重啟核電，產業景氣復蘇。15 年核電重啟，中國核電發佈我國首套核電套裝軟體以及一體化軟體平臺，三代技術趨於成熟；12 月份國務院一次核准 4 台核電機組，催化產業景氣向上。未來中國將繼美國、法國、日本、俄羅斯之後成為全球核電成長的主要驅動力。同時隨著核電安全性、機組效率以及經濟性的提升，全球眾多國家加大政策扶持，日本、韓國擇重啟核電戰略，世界核電產業景氣復蘇。

十三五期間每年核准 8 台新開工。2014 年中國核發電占總發電的比例僅為 2.2%，遠低於全球平均值 11%，長期看空間巨大。中國核電產業“十三五規劃”到 2020 年，核電並網裝機規模達到 58Gw，在建裝機規模達到 30Gw 以上，合計 88Gw，目前仍有近 37Gw 的缺口，預示著未來五年每年核准項目 8 個左右，實際投資裝機在 8Gw 的水準。

內陸及海外核電市場或超預期。目前內陸籌建核電機組近 100 座，規模達 120Gw，是現有裝機量的 4 倍以上，如批准內陸核電建設，產業將迎來爆發式增長。同時隨著三代技術的成熟，核電繼高鐵之後成為新的名片，目前全球“一帶一路”國家共計畫新建 77 座核電機組，合計 83Gw 的裝機容量，是國內裝機量的近 3 倍，10%-20%的市場份額就意味著每年約 2-3 台機組的出口量。未來內陸及海外核電市場或超預期，帶動核電產業景氣高漲。

千億市場，成長確定性高。按照十三五期間國內平均每年 8 台機組的審批以及海外 2 台機組的出口規模來測算，每年的裝機規模約 10Gw，按照 14 元/W 的投資成本，每年的投資額約 1400 億元，其中設備占比 60%左右，市場空間 840 億；長期來看因核電經濟性可媲美火電機組，符合產業發展趨勢，同時隨著內陸核電的批准以及一帶一路提振出口，預計 2020 年之後設備市場將超千億。

投資彈性及成長性測算。我們以 2020 年各個細分設備市場的規模以及各個公司目前的份額得出其未來該業務的潛在營業額，與 14 年總的營收來比較測算其未來的成長性；同時以目前各個公司核電業務占營收的比例測算其彈性。成長性測算前四位分別為台海核電、中國一重、江蘇神通、中核科技，彈性測算前四位元分別為台海核電（83%）、江蘇神通（41%）、中核科技（17%）、中國一重（15%）。

投資策略：核電設備板塊市場，建議關注行業空間大，未來成長性強以及彈性大的標的，關注江蘇神通、台海核電、中核科技以及中國一重。電站投資及運營板塊，參考其未來成長性、目前估值水準以及資產的稀缺性，建議關注 A 股中國核電以及港股中廣核電力；同時關注國電投核電潛在上市平臺中國電力新能源。

風險提示。核電裝機低於預期，海外市場拓展不順利，核電安全事故。

大市導航

鋼鐵：11 月份重點鋼企噸鋼虧損 280 元。

鋼協披露，11 月份我國重點鋼企虧損 146.27 億，當月虧損面 61%。2015 年 1-11 月份重點統計鋼鐵企業實現銷售收入 26664 億元，同比下降 19.3%，虧損 531.32 億元，去年同期是盈利 243.87 億元，銷售收入利潤率為-2%，去年同期為 0.74%。11 月份當月重點企業虧損 146.27 億元，虧損企業 62 家，虧損企業虧損額為 159 億元。

噸鋼虧損 280 元。11 月當月算，即使上非鋼產業，我國重點鋼企噸鋼虧損約 280 元，僅僅算主業，則噸鋼虧損約 350 元。為過去幾年最差月份。

鋼價反彈，盈利改善有限。12 月份鋼價和礦價均有一定反彈，鋼企毛利也有所好轉，但在需求不起，開工較低的情況下，很難持續，但可使鋼企一定程度上減虧。

明年情況更糟。我們預測明年粗鋼產量下降 6%，虧損更為嚴重，但不排除中間的波動性改善。

風險提示：鋼價短期反彈後再次下調。

汽車：汽車顛覆時代：總論——不容錯過的汽車變革浪潮。

我們預言，新能源、無人駕駛、汽車共用是未來汽車實現方式，電動化、智慧化、共用化將推動汽車定義、製造和服務的巨大變革。

電動化，打開了汽車產業的潘朵拉盒子，製造護城河被填平。2014-2015 年車企形成新舊勢力，比亞迪、眾泰、多氟多等成為新能車傑出代表，而 2016 年物流電動化、資訊化將再造一批新勢力。

智慧化，實現人-車-環境的智慧互聯，推動車聯網商業價值挖掘，實現自動駕駛的終極目標。互聯網車險、二手車、後市場、自動駕駛等，將推動汽車電子裝配的快速提升，並帶來汽車大資料、雲計算的蓬勃發展，複製智慧手機由“硬”到“軟”的產業投資機遇。

汽車共用，是共用經濟的延伸和最優載體，出行隨機性和車輛閑路率成為汽車共用盛行的核心根源。流量平臺壟斷格局已成，滴滴快的、Uber、嗒嗒巴士等，B2B 線下平臺將成投資盛宴。

建議超配汽車新經濟方向，圍繞電動化、智慧化、共用化長期挖掘成長和主題機遇。電動化配路上下游龍頭，包括【天齊鋰業、多氟多、比亞迪】，但物流電動化機遇最大，關注【納川股份、科泰電源】；智慧化將推動汽車電子、車聯網、智慧交通長期景氣，關注【亞太股份、金固股份、得潤電子】等；汽車共用將是長期風口，線下租賃平臺將成核心資源，關注【商業城】。

風險提示：系統風險等。

新能源：六氟磷酸鋰—當下最景氣的鋰電材料。

1、新能源汽車超預期放量，動力電池供不應求。預計今年新能源汽車產量在 35 萬輛左右，不斷超市場預期，使得動力電池供不應求，今明兩年預計新投產能 20Gwh，催化電池原材料需求景氣度。

2、六氟磷酸鋰供需格局反轉，價格持續上升。按照 1Kwh 鋰電池 0.144Kg 的六氟磷酸鋰需求來看，預計 2016 年國內六氟磷酸鋰需求 8600 噸，目前國內主流供應商有效產能 9000 噸，產能利用率大幅增加。供需格局反轉，六氟磷酸鋰漲價通道被打開，從 2015 年年中的 9 萬元/噸增長至目前 26 萬元/噸，增幅為 206%。

3、擴產週期長，景氣度可持續 1 年以上。六氟磷酸鋰技術門檻高，生產工藝要求嚴格，環保審批以及設備採購時間較長導致擴產週期長，同時擴產後產能釋放也有較長時間，目前主流供應商產能集中，擴張的週期在 1.5 年以上。

4、業績彈性大，單噸利潤高增長。六氟磷酸鋰成本普遍在 9 萬元/噸左右，隨著價格的持續攀升，單噸利潤快速增長，業績彈性凸顯。重點關注六氟磷酸鋰龍頭企業多氟多（3000 噸）、九九久（2000 噸）。

風險提示：新能源汽車產量不達預期、產品競爭加劇導致利潤下滑。

銀行：救市退出路徑或持續明確，退出實際尚不具備，無需擔憂。

匯金公司將 8 月 18 日從證金公司受讓的上市公司股票轉讓給全資子公司匯金資管，其中銀行業包括四大行和光大銀行。8 月證金購入持有的股份並未變動。

1、救市股份和原來持有的股份分別管理，或反映救市退出路徑安排明確。

2、海外所有救市和後續退出經驗看，救市退出是必然，是市場預期之中。

3、無論退市路徑的何種選擇，退市的時機主要由市場趨勢確定，擇機而動，均為市場持續向好趨勢明確，採用緩慢溫和的節奏。另外也受到入市價格的影響。

投資建議：退市路徑將持續明確，借鑒海外經驗，目前的市場和價格不足以支撐階段性退市舉措，且國際匯率波動和國內經濟結構調整，經濟和金融較為複雜的局面，階段性不具備明確退市條件。且退市僅影響波幅，不影響趨勢。

我們 2016 年投資觀點：等待信號，堅定加倉。供給端改革的效用和力度是銀行股後續趨勢的核心，穩增長效力，利率水準下行直接動力，金改、混業和行業創新可能成為催化。2016 年個股推薦：股權分散仍有產業資本介入可能性，業務結構符合經濟結構和行業未來趨勢調整方向，基本面平穩優於行業，低估值彈性品種或先行。建議關注北京銀行為首的城商行和平安銀行、興業銀行。年底節前資金面震盪，短期行業絕對收益明確，相對收益略弱，配路建議關注低估值品種，北京銀行、平安銀行和工商銀行。

風險提示：系統性風險等。

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。