

2016 年 01 月 05 日

## 宏觀經濟

### 去產能 4.0 時代來臨，信用風險凜冬將至

11 月以來，高層頻頻談及“供給側改革”，對待“僵屍企業”要狠下刀子，而 12 月召開的中央經濟工作會議將“去產能”列為來年五大任務之首，這意味著去產能將進入全新的 4.0 時代，去產能攻堅戰已經吹響號角！去產能經歷了哪些歷史進程，政策效果如何，哪些行業將首當其衝？市場對過剩產能行業談虎色變，未來風險是否會繼續惡化？對債券市場影響幾何？本專題將嘗試對上述問題進行思考。

去產能政策梳理。1) 政策針對的產能過剩行業有哪些？綱領性檔中，鋼鐵首當其衝，水泥、電解鋁、平板玻璃等行業亦被反復提及。工信部自 2010 年起逐年公佈工業行業淘汰落後和過剩產能企業名單，涉及 18 個行業。13 年國務院公佈五年內化解過剩產能的任務目標，曾屬於過剩行業的光伏和風電兩大行業未被列入。2) 去產能進入 4.0 時代。去產能 1.0 時代：2006 年至 2009 年，加快推進產能過剩行業結構調整；去產能 2.0 時代：2009 年至 2012 年，著力於淘汰落後產能；去產能 3.0 時代：2013 年至 2015 年，清理嚴重過剩產能；去產能 4.0 時代：2015 年 11 月起，供給側改革、進一步強調去產能、清理僵屍企業。3) 去產能的主要方式？國務院出臺綱領性的指導意見，工信部和發改委牽頭，各部門、各地區具體落實去產能各項工作。國家從淘汰落後產能和禁止新增產能兩大方面下手，出臺多項政策措施，包括實施產能等量或減量路換，嚴禁新增產能，支持優勢企業兼併、收購、重組落後產能企業等措施強力遏制產能過剩行業盲目擴張，以及價格手段等。4) 去產能的效果何如？淘汰落後和過剩產能的國家總體目標均完成或超額完成，只有個別省份的部分行業未能按期完成當年任務。但由於新增產能更多，不少過剩行業的產能仍淨增。從反映產能利用情況的有效指標——央行 5000 戶工業企業景氣擴散指數中的設備能力利用水準看，國家化解產能有了一定的階段性效果。從行業產能利用率資料看，化解產能過剩效果不明顯。

產能過剩行業信用展望。1) 2016 年到期量大，二季度為到期高峰。鋼鐵、煤炭、水泥等行業信用債到期量將達到近年來高點，到期高峰在 2016 年第二季度。這一方面是由於債券發行量不斷擴大，另一方面，期限趨於縮短，短融超短融發行量提升，未來一年內到期的債券占比顯著提高。2) 債務償還主要通過三條路徑。第一是靠企業自身的現金流，這部分又分為存量和流量，存量即帳面上積累的資金，體現為貨幣資金等流動性資產，流量為企業通過經營和投資等活動獲取的現金流，體現為經營性和投資性現金流；第二是通過再融資來進行借新還舊，體現為籌資性現金流；第三是在難以償債情況下依靠外部支援，包括政府支持、集團或股東支持、金融機構支持等，對國企而言以

政府支持為主。3) 現金流：無盈利支撐，好轉難以持續。從自身存量現金流來看，產能過剩行業貨幣資金對短期債務的覆蓋程度遠低於整體水準。從自身流量現金流來看，產能過剩行業經營性現金流重新回落，投資性現金流壓縮受限，自由現金流缺口仍存，無盈利支持的現金流好轉難以持續。4) 再融資：難度加大，惡性循環。過剩行業 16 年的再融資風險不容小覷，一方面來自於銀行放貸意願的持續下降。另一方面，受信用違約事件影響，債券發行取消或推遲發行的頻率變高，過剩行業債券融資受阻。再融資難度加大會形成“信用風險上升→銀行惜貸、債券難發→再融資能力下降，借新還舊難以為繼→信用風險進一步上升”的惡性循環，加劇產能過剩行業的違約風險。5) 外部支持：鐵腕去產能，外部支持趨降。去產能居於五大任務之首，而去杠杆和去產能互為因果，降成本是去產能的必要條件，這意味著去產能或成為政府今年經濟工作的重中之重。為確保去產能的成效，政府對於信用違約的容忍度將上升，市場化處置或將成為政府面對瀕死的僵屍企業決定救還是不救時的優先選項。

違約常態化，嚴防信用風險。1) 天不時、地不利、人不和，違約常態化。天不時：三期疊加，經濟增速連續下滑；地不利：產能過剩行業信用基本面持續惡化；人不和：國家政策層面強力去產能，力推供給側改革，清理僵屍企業。產能過剩行業信用風險的釋放只是開始，將會有越來越多的違約企業浮出水面，違約將會變得如同評級下調一樣稀鬆平常。2) 產能過剩行業高等級安然無恙？覆巢之下，安有完卵！山水違約以來，十年國債和債市整體 5 年 AAA 中票收益率分別下行 30 和 38BP，而鋼鐵 AAA 和 AA+ 等中高等級債券收益率卻整體呈逆勢上行趨勢，AAA 和 AA+ 最高上行 39 和 45BP，煤炭也呈現相同的特徵。一方面由於情緒衝擊，另一方面也由於風險偏好回落，迫於風控或委託者的壓力，對產能過剩的行業往往採取“一刀切”。展望 2016 年，信用事件頻發的態勢仍會延續，風險偏好也難回升，產能過剩行業中高等級債即使是被錯殺，市場恐怕也將“一錯再錯”。

## 熔斷機制加劇了市場恐慌

1. 2016 年首個交易日 A 股市場迎來開門黑，市場首次啟動指數熔斷。13 點 12 分三個交易所啟動 5% 閾值的熔斷機制，按交易規則停止交易 15 分鐘後重新連續交易，僅僅 10 分鐘後市場恐慌情緒加大，股指直接衝擊 7% 閾值，全市場 2016 年首日交易停止。
2. 作為應對股市異常波動的手段，熔斷機制在國外使用次數並不高，美國 1988 年實行熔斷機制至今，只有 97 年 10 月 27 日實行了一次熔斷機制，而韓國只在 00 年 4 月 17 日、00 年 9 月 18 日和 01 年 9 月 12 日實行了 3 次熔斷機制。國內股市過去 10 年，共計 138 次觸及 5% 以上閾值，其中，33 次觸及 7% 閾值，2015 年市場異常波動中 36 次觸及 5% 閾值，11 次觸及 7% 閾值。
3. 熔斷制度就是在期貨交易中，當價格波幅觸及所規定的點數時，交易隨之停止一段時間，或交易可以繼續進行，但價幅不能超過規定點數之外的一種交易制度。由於這種情況與保險絲在過量電流通過時會熔斷而使得電器受到保護相似。由於 A 股首次遭遇熔斷機制，市場產生磁吸效

應，恐慌心理一定程度放大，5%熔斷恢復交易後，期間堆積的相當多的掛單大量成交，促使熔斷期結束後股指直接奔向 7%的第二閾值，一定程度上擴大了市場的風險。

風險提示：市場心裡影響較大，短期震盪風險加劇。

## 大市導航

### 建材：產能去化“鈍刀子割肉”，建材板塊投資機會幾何？

行業景氣回顧：需求見頂，盈利能力進入虧損邊緣。2015 年前三季度水泥、玻璃產量分別同比降 4.7%、7.5%，行業需求見頂且進入負增長時代；水泥產能繼續增長、玻璃產能微幅縮減，產能利用率繼續下行，盈利能力進入虧損邊緣。其他建材僅玻璃纖維行業景氣上行。

行業景氣展望：“鈍刀子割肉”的漫長去產能進程即將來臨。

需求端，地產長週期下行，基建增速高峰已過，投資端 2 大需求引擎均失去向上彈性。水泥需求將進入長期陰跌階段，而玻璃需求則更不樂觀。

供給端，政府激勵扭曲、市場機制缺失，傳統產業去產能過程必將漫長而又痛苦。水泥有基建對沖的需求結構、相對有序的競爭、生產靈活、未經歷過嚴格意義上的“寒冬”、國企占比及在地方經濟中的地位較高均決定了其要有成規模的產能退出遙遙無期；玻璃產能出清時點的來臨或較早，但若非出現需求斷崖式的下跌，其產能縮減亦是反復且漫長的過程。

玻纖行業景氣將逐步見頂後高位盤整。未來風電新增裝機難再有 2015 年的爆發性增長，玻纖行業需求增速回歸相對平穩狀態；行業景氣已至 2012 年以來的相對高位，高景氣激發企業投資衝動，考慮產能建設週期及行業冷修期的來臨，預期供給側增量相對有序，景氣有望高位盤整。

投資主線：精選成長，擁抱轉型，關注“國企改革”及“供給側改革”。我們從產業趨勢、公司資質兩個維度精選行業“沙漠之花”，中長期持續推薦 4 大成長標的；同時，基於上市公司平臺價值，我們精選實際控制人有強轉型決心、轉型方向契合產業升級趨勢之個股。此外，我們建議關注持續政策催化下的“國企改革”、“供給側改革”主題投資機會。

精選成長：推薦長海股份（業績繼續快速增長確定性高，估值較低，股權融資在即，新材料領域拓展預期）、再升科技（依靠持續的技術研發合作及資本平臺，推進以“空氣污染控制+高效節能”為導向的纖維多元化應用，股權融資在即）、偉星新材（家裝零售管道優勢顯著，大行業小龍頭、市占率提升可期，穩健的低杠杆高分紅價值標的）、東方雨虹（防水材料行業唯一龍頭，砂漿、砂藻泥等品類擴充可期，管道升級及工長資源價值挖掘值得期待）。

擁抱轉型：推薦秀強股份（小市值，訴求強，轉型教育，已設立教育產業基金、收購全人教育，後續有望在幼教、教育資訊化等領域持續外延擴張）、建議關注金晶科技（大股東股權分拆改革承諾限售股解禁價格不低於 9.95 元/股，管理層股權激勵已授予，訴求一致，後續或有轉型預期）。

關注“國企改革”及“供給側”改革主題：寧夏建材（中材集團水泥同業競爭解決承諾）、冀東水泥（區域景氣弱、供給側有望率先改善、京津冀一體化）。

風險提示：投資超預期下滑，房地產持續低迷。

## 券商：吐故、納新，享受政策紅利 —— 證券行業 2016 年投資策略

中國資本市場起步較晚，券商業務結構較為單一，這種業務模式下，券商業績對市場環境更為敏感，形成“靠天吃飯”的局面。隨著行業壁壘逐漸縮小、業內競爭加劇等因素，券商通道業務的利潤率將逐漸被擠壓，倒逼券商業務轉型我們認為我國證券行業當前發展階段和美國上世紀 70、80 年代相類似，綜合國內發展現狀與國際經驗，我們認為未來證券行業主要有三大發展趨勢：

趨勢一：展業模式向“O2O”轉變，財富管理由 2.0 時代向 3.0 時代邁進。互聯網的快速發展、競爭加劇倒逼券商經紀業務從原有的線下網點擴張向“線上+線下”結合的競爭模式轉變，客戶規模是發展關鍵，經紀業務從“通道”轉變為“入口”。同時隨著互聯網金融的普及、財富管理需求的大爆發，財富管理正由 2.0 時代向 3.0 時代邁進。

趨勢二：向投資銀行本質回歸，直接融資、並購重組迎來美好時代。隨著註冊制推出預期加強，直接融資門檻大幅降低。市場將有望注入新的活力，並購重組或迎來最好時代。做市商業務具有廣闊的成長空間。

趨勢三：重資產，資本仲介業務將更為成熟。在券商業務需求和政策支持的雙重催化下，券商資本規模和杠杆率不斷提升。我們認為未來國內證券行業的杠杆率將慢慢向國際投行靠攏，有進一步提升空間。儘管未來融資類業務增速將趨緩，但隨著國內金融產品種類的增加以及市場規模的增長，平穩增長仍可期。

預計 2016 年券商業績同比小幅下滑 10-20%，市場已充分預期。考慮到明年業績同比基數非常高，我們認為明年券商業績同比增長的可能性並不大，我們預計明年券商業績將小幅下滑 10-20%，主要體現在經紀佣金率仍處於下滑通道，日均股基交易額維持萬億高位的可能性不大；自營不確定性強，趨勢性牛市概率較低。即便如此，券商業績仍處於歷史較高水準，考慮到目前估值仍在歷史底部，安全邊際相當高，且市場對明年券商業績下滑已有充分預期，持續看好券商明年的投資機會。重點推薦：廣發證券（IPO 儲備項目數行業領先，股票承銷實力較強，直接受益於投行收入恢復）、招商證券（業務佈局全面，IPO 儲備專案居前）、華泰證券（前瞻性強、經紀份額最大，未來財富管理轉型具優勢）。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

## 石油天然氣：化工企業轉型——把握新機遇，期待新成長

定增是重大資產重組的主要動力，盈利能力下行驅動戰略調整。我們在滬深兩市中選取了 597 個 2015 年重大資產重組樣本，統計結果如下：（1）發行股份（定增）購買資產是主要的重組形式，占比高達 76%；（2）橫向整合是主要的重組目的，占比高達 52%；（3）電腦、醫藥生物、電子等新興行業通過橫向整合進行高速擴張；（4）傳統週期性行業轉型步伐加快，機械、輕工製造、化工、房地產等行業公司進行深度戰略調整的絕對數量排名靠前；（5）盈利能力下行是公司進行戰略調整動因之一，進行戰略變革和戰略轉型的公司中超過八成採用定增方式融資。

油價低迷、產能過剩，化工行業整體盈利不佳。2014 年下半年以來油價快速回落，目前油價不到 40 美元/桶，油價的下跌直接影響了化工企業盈利。我國化工行業約有 60%~70% 的產品領域存在產能過剩問題，這些領域過剩程度從 30%~50% 不等，部分產品（如電石、對二甲苯、甲醇、PVC 樹脂、PTA）的開工率不足 70%。去產能任重道遠。

聚焦新產業、擁抱新成長。通過增發等形式募集資金、收購資產實現產業轉型、業務拓展，成為經營困難的化工企業脫困的重要途徑。2015 年化工行業定增募資規模達到 1311.5 億元，同比增長 238%；發行股份購買資產依然是化工行業的重要資產重組形式，占比達 71%，協議收購次之，占比為 23%。

我們對轉型公司做了統計分析，眾多化工公司的轉型方向主要歸集為以下幾類：供應鏈金融（金浦鈦業、傳化股份、瑞豐高材）、新材料（百川股份、雅化集團、湘潭電化）、生物醫藥（澳洋科技、萬潤股份、藍帆醫療、寶通科技、雙龍股份）、農資電商（金正大、史坦萊、諾普信、新都化工、司爾特）等。

建議關注投資機會：正轉型（湘潭電化、金正大）；國企轉型（石油濟柴、滄州大化）；連續兩年虧損（\*ST 金化）；增發補流（亞星化學、天晟新材）等。

風險提示：轉型進度不達預期、原油價格持續低迷、轉型領域政策風險等。

## 石油天然氣：化工企業轉型——把握新機遇，期待新成長

定增是重大資產重組的主要動力，盈利能力下行驅動戰略調整。我們在滬深兩市中選取了 597 個 2015 年重大資產重組樣本，統計結果如下：（1）發行股份（定增）購買資產是主要的重組形式，占比高達 76%；（2）橫向整合是主要的重組目的，占比高達 52%；（3）電腦、醫藥生物、電子等新興行業通過橫向整合進行高速擴張；（4）傳統週期性行業轉型步伐加快，機械、輕工製造、化

工、房地產等行業公司進行深度戰略調整的絕對數量排名靠前；（5）盈利能力下行是公司進行戰略調整動因之一，進行戰略變革和戰略轉型的公司中超過八成採用定增方式融資。

油價低迷、產能過剩，化工行業整體盈利不佳。2014 年下半年以來油價快速回落，目前油價不到 40 美元/桶，油價的下跌直接影響了化工企業盈利。我國化工行業約有 60%~70% 的產品領域存在產能過剩問題，這些領域過剩程度從 30%~50% 不等，部分產品（如電石、對二甲苯、甲醇、PVC 樹脂、PTA）的開工率不足 70%。去產能任重道遠。

聚焦新產業、擁抱新成長。通過增發等形式募集資金、收購資產實現產業轉型、業務拓展，成為經營困難的化工企業脫困的重要途徑。2015 年化工行業定增募資規模達到 1311.5 億元，同比增長 238%；發行股份購買資產依然是化工行業的重要資產重組形式，占比達 71%，協議收購次之，占比為 23%。

我們對轉型公司做了統計分析，眾多化工公司的轉型方向主要歸集為以下幾類：供應鏈金融（金浦鈦業、傳化股份、瑞豐高材）、新材料（百川股份、雅化集團、湘潭電化）、生物醫藥（澳洋科技、萬潤股份、藍帆醫療、寶通科技、雙龍股份）、農資電商（金正大、史坦萊、諾普信、新都化工、司爾特）等。

建議關注投資機會：正轉型（湘潭電化、金正大）；國企轉型（石油濟柴、滄州大化）；連續兩年虧損（\*ST 金化）；增發補流（亞星化學、天晟新材）等。

風險提示：轉型進度不達預期、原油價格持續低迷、轉型領域政策風險等。

## 醫藥與健康護理：醫藥行業 2016 年一月月報觀點

我們認為，板塊估值高企和行業增速下滑的矛盾將貫穿 2016 年全年，新的產業趨勢和新的成長領域或將是主要的投資機會所在。從目前的情況來看，我們認為 2016 年的投資機會主要包括三個方面：1）具備顛覆性的技術創新，典型的包括從基因測序到精準醫療的主題延伸；2）部分有望顯著受益於新醫改的細分領域，如服務、商業、康復養老等；3）國企改革的相關催化，如目前估值具備較強安全邊際、短期存在較明顯催化劑的國藥系等。短期來看，整個市場運行方向不明，在投資方面建議結合催化劑，配路部分安全邊際較強的優質龍頭。

政策層面。《中醫藥法(草案)》獲國務院常務會議通過。藥審改革繼續深化，化學藥 BE 試驗備案管理制、臨床資料核查等政策細則逐步落實；工信部消費品司副司長吳海東指出製劑出口和創新將是《醫藥產業“十三五”規劃》的重點。

市場層面。12 月份全指醫藥指數上漲 6.45%，上證綜指上漲 2.72%，滬深 300 指數上漲 4.62%，醫藥指數跑贏大盤。12 月份醫藥板塊漲幅前 20 名中次新股、原料藥板塊、精準醫療、小市值個股居

多；其中原料藥相關有億帆鑫富，受安邦增持影響，同仁堂表現搶眼，精準醫療相關中源協和上漲較快。

海通醫藥 12 月月度組合表現。海通醫藥的 2015 年 12 月月度組合：恒瑞醫藥、愛爾眼科、華東醫藥、片仔癀、信邦製藥、華蘭生物、瑞康醫藥、國藥股份，當月漲幅 7.08%，跑贏醫藥指數 0.64 個百分點。

未來建議繼續超配醫藥板塊，給予“增持”評級。醫藥製造業承壓，醫療服務、醫療器械、醫藥流通領域趨勢整體向好，趨勢明確；其次醫藥企業中創新已經漸成氣候，企業轉型的速度可能會超過市場預期，未來空間很大，十三五期間，泛醫療服務和創新將是行業發展的兩大趨勢，也是未來市場投資的主要方向。

海通醫藥 1 月組合。建議估值支撐力度高，2016 年成長邏輯明確的公司。1 月組合為信邦製藥、長春高新、澳洋科技、東富龍、愛爾眼科、恒瑞醫藥、老百姓、國藥股份（排名不分先後）。

風險提示。政策多變期，板塊估值波動和內部分化仍將繼續；市場風格轉換的可能風險。

## 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。