

宏觀經濟

不良資產證券化啟航

1. 不良資產證券化啟航。中國或將開展不良資產證券化，首批額度 500 億，中行或為首單發行人。我國曾於 2006-2008 年之前發行過四單重整資產證券化產品（06 信元、06 東元、08 建元、08 信元），發行人以 AMC 為主，預計此輪重啟國有大行將加入發行行列。
2. 政策助力，空間廣闊。2015 年下半年以來，央行、銀監會等頻提積極探索不良資產證券化，2 月 16 日八部委聯合發文提到“選擇少數符合條件的金融機構探索開展不良資產證券化試點”，政策支持力度較大。首批額度僅占當前商業銀行不良餘額 3.9%，後續或仍有較大提升空間。
3. 化解不良貸款壓力，防範系統性風險。截至 2015 年底，商業銀行不良貸款餘額 1.27 萬億，不良率 1.67%，較 14 年底提升 0.42 個百分點，已連續 10 個季度上升，而實際不良率可能更高。去產能加速推進，過剩產能行業信用風險升溫，進一步推升不良壓力，而當前不良處置主要是通過 AMC，成本較高，不良資產證券化的推出有利於拓寬銀行不良貸款化解途徑，防範系統性金融風險。
4. 仍面臨一定困難。一是資訊披露、稅收、會計處理等規則仍待完善；二是不良貸款不確定性高，估值和現金流預測難度較大，交易結構設計和信用評級面臨挑戰；三是投資者範圍或仍有限，若次級份額仍由商業銀行持有，則不利於轉移和化解不良風險。

大市導航

醫藥與健康護理：政策力推，老有所依不是夢

主要觀點：1) 養老產業的需求旺盛，但人民群眾給付能力不足。2012 年人均城鎮可支配收入僅為 2.46 萬元，遠低於 4.24 萬元的平均養老床位費用。2) 長期護理險或為產業轉捩點，關注十三五規劃綱要出臺帶來的政策性機會。根據日本經驗，長期介護險是日本養老市場的拐點。預計隨著 2016 年 3 月十三五規劃綱要的出臺，相關政策會陸續落地，建議密切關注。3) 養老模式方面，居家養老優於機構養老與社區養老。從盈利能力、可複製性、市場空間等方面來看，居家養老均優於機構養老和社區養老。

投資建議：關注 3 月份由十三五規劃綱要引發的主題型投資機會。建議關注相關標的：澳洋科技、南京新百、雙箭股份、新華錦、湖南發展等。

風險提示：高估值的風險；政策出臺進度慢於預期的風險。

有色金屬：鋰鹽漲價壓力測試

碳酸鋰掀起漲價狂潮，歷史上漲多跌少，現價暴漲持續。在 1998 至 2009 年間，碳酸鋰年平均價格增長至原先的三倍以上，尤其在 2003 至 2007 年間迅猛增長 170%；在 2010 年一月碳酸鋰價格下滑；2011 和 2012 年價格又一次回升至 6000 美元/噸左右。經過了 2013 年至 2014 年前十個月的調整，碳酸鋰受新能源汽車需求拉動，開啟了本輪上漲。本輪上漲的起點為 2014 年 10 月，對應電池級碳酸鋰 39000 元/噸，工業級碳酸鋰 37000 元/噸。截至 2016 年 2 月 18 日，電池級碳酸鋰已達到 15-16 萬元/噸。

碳酸鋰價格大漲主因新能源汽車需求拉動和上游資源瓶頸。碳酸鋰在 2015 年大漲 150%，主因有二：1、新能源汽車對鋰鹽需求拉動明顯。據鋰業分會秘書長測算，2015 年國內正極材料對碳酸鋰需求為 4.5 萬噸，比上年增加 1.40 萬噸，同比增長 45%，短缺 1.15 萬噸，足以帶動鋰價大幅上漲；2、上游資源有瓶頸。與正極材料競爭格局不同，鋰鹽的產業鏈中，加工產能相對集中，資源供應更是高度壟斷，從而使得需求爆發時，產能依舊有序釋放，能夠發揮定價權。

上游鋰資源開發進度加速，礦價看漲。由於國內鋰鹽加工原料對外依存度過高，海外鹵水進口受洪災影響減少，礦石主要依賴進口泰利森。泰利森每年鋰精礦產出有限，隨著張家港碳酸鋰加工廠被天齊鋰業收購，其對外銷售銳減，目前主要負責保證兩大股東天齊鋰業和雅保的原料供應。此舉很大程度上降低了其他鋰鹽廠的開工率，更限制其產能擴張。因此，請務必閱讀正文之後的資訊披露和法律聲明鋰上游資源開發進度加快。

中游產業成本增加明顯，能否傳導看競爭格局。鋰離子電池的原材料一般分為四個部分：正極材料、負極材料、電解液和隔膜。正極材料和電解液廠商在整個鋰電產業鏈中地位極其相似，都是產能過剩或彈性生產，本身並不存在絕對的技術瓶頸和產能瓶頸。在上游原材料漲價時，很難向下游傳導，導致毛利率急速下滑。因此，競爭格局決定了各產業的議價能力，決定了生存空間。

正極材料受碳酸鋰漲價影響較大。在 2015 年裡，碳酸鋰年初至年底上漲 148%，磷酸鐵鋰成本被動上升 20%，價格上漲 10%，正極材料廠商向下游轉移成本的能力並不強。截至 2015 年底，國產磷酸鐵鋰報價 16.5 萬元/噸，上年同期 15 萬元/噸；國產 NCM 三元材料 12.5 萬元/噸，上年同期 12 萬元/噸。

六氟磷酸鋰大漲主因產能瓶頸而非碳酸鋰成本推動。我們預計，六氟磷酸鋰由於產量擴張慢於需求增長，因此價格仍將繼續上漲，毛利率將進一步提升，畢竟，碳酸鋰漲價和單耗對其成本提升作用遠低於出廠價的漲幅。

下游新能源整車成本占比不大。碳酸鋰成本一般體現在正極材料和電解液中，按照 13 萬元/噸價格（2015 年底）計算的話，占車用鋰電池單元成本的 11%左右，占電池組的 8%左右，整車的 4%左右，比例較小。

不確定性。政策風險；匯率風險；價格風險；氣候風險；項目達產風險。

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。