

宏觀經濟

國改跟蹤：地方國改密集落地

1. 近期國企改革再升溫，催化劑來自兩方面：一是上海、山東、四川、重慶、福建等多省市制定並出臺了國企改革配套檔和實施方案；二是地方國企上市公司如冀東水泥、冀東裝備、河北宣工、嘉凱城等密集停牌。
2. 地方國改主要方向仍是混合所有制改革、資產整合重組、提高資產證券化率等。混改方面嘉凱城、上工申貝等國有股東擬協議轉讓所持股份，魯北化工擬籌畫引進戰略投資者。資產整合重組方面唐山國資委與北京金隅集團籌畫戰略合作，冀東水泥、金隅股份宣佈停牌，以及山西焦化收購大股東旗下煤炭資產等。
3. 區域角度關注推進較快的上海、山東、廣東、四川、重慶等。行業角度關注商貿、旅遊、機械、醫療、電腦、軍工等，關注相關公司如老鳳祥、重慶百貨、小商品城、西安旅遊、西安飲食、曲江文旅、天華院、上海機電、太極集團、長春高新、上海醫藥、東軟集團、廣電運通、中科曙光、航太科技、成發科技、風帆股份等。

風險提示：國改進度不達預期，系統性風險。

油氣企業：接受陣痛，方能涅槃

- 1、油價寬幅震盪。我們認為原油價格升至 40 美元/桶及以上時，葉岩鑽井就會“複出”。美國北達科他州一些地區的保本價格位於 20-25 美元左右。當原油價格漲至足以誘人的地步，將會有一波規模未明的產能巨浪迎面而來；短期看油價仍處於 25-40 美元區域盤整。
- 2、接受陣痛。因為 OPEC 決定保護市場份額，並非保油價，如果 2016 年油價還是不能突破每桶 40 美元關口，油氣企業危機就會演化成災難；第一，全球油氣版塊在 2014 年總債務是 3 萬億美元，是 2006 年年底的 3 倍，油價低迷惡化了能源企業和貸款的財務水準，很多是迴圈信用貸款，銀行為降低風險，會有數家銀行組成銀行團對石油公司聯合貸款，油氣企業拿不到錢，雪上加霜。第二，美國能源行業貸款細則規定，如果貸款者總貸款額達到總收入 4 倍，就會被列為“次級或更糟”；這個債務比例在 2014 年油價開始下降的時候很罕見，但是到 2016 年年底，整個行業的債務水平均值會達到這個比例，部分油氣企業或等不到黎明到來。

3、方能涅槃。引用全球最大油田服務公司謝倫貝謝（Schlumberger）CEO 觀點，石油業陷入了“有記錄以來最深重的金融危機”，大部分石油與天然氣運營商都不可能保持盈利，直到 2017 年，石油鑽探活動都不會有任何實質性好轉。由於儲備價值下降，迴圈貸款額度很有可能被降低，是大宗商品企業面臨的共性問題；對石油行業而言，不破不立態勢已經來臨。

風險提示：美元風險，大宗商品市場價格波動風險。

用望遠鏡看，A 股處於什麼階段？

回顧牛市：發酵于創新，擴散于放水。回顧本輪牛市，可以分為兩個階段，第一階段是發酵期，從 2012 年 12 月 4 日至 2014 年 11 月 21 日，創新和盈利驅動，創業板表現最優。美國創新浪潮席卷中國，帶來中國創業板公司 ROE 向上拐點出現，創業板結構性牛市開啟。驅動盈利顯著提高的原因有兩個方面，第一，創新技術的不斷滲透和運用；第二、人均收入水準提升，80 後、90 後人群進入消費高峰期，新興消費崛起。第二階段是擴散期，從 2014 年 11 月 22 日至 2014 年 6 月 12 日，央行放水，全面牛市開啟。2014 年 7 月，央企四項改革試點公佈，國內改革之輪發力，帶動風險偏好提升，此外央行正回購利率下調，貨幣逐步開始寬鬆。2014 年 11 月 17 日滬港通正式開啟，海外增量資金流向 A 股市場，11 月 22 日央行歷經兩年多之後再次開啟了降息週期，貨幣全面寬鬆開啟，在資金的推動下 A 股全面牛市開啟。

牛市終止：流動性衝擊，創新力減弱。A 股市場從 2015 年下半年開始遭遇了兩大衝擊：第一，流動性衝擊。國內去杠杆，導致杠杆資金被迫離場，流動性逐漸收緊，此後美國加息，人民幣有貶值壓力，為穩定匯率中國貨幣政策寬鬆空間必定受限，未來增量資金入市有限，資產價格承壓。在杠杆資金消退、貨幣寬鬆空間受限的背景下，此前增量資金入市推動股市上漲的模式不在，A 股逐步進入一個存量博弈的階段。第二，創新力減弱。美國創新動力減緩，全要素生產率跌入低點，美股止漲、開始震盪，國內中小盤盈利減弱。與此同時，A 股估值水準已經達到較高位路，遭遇兩大衝擊時難以維持過高的估值水準，牛市終止。

展望未來：休整期，震盪格局。當下 A 股進入中位震盪階段，以時間換空間。展望未來，A 股該如何再拾升勢，總結來看包括兩個方面，第一，創新重新發力，盈利改善；第二，改革持續推進，效率提升。（1）創新重新發力，盈利改善，類比美國 1994 年。當下與 1994 年經濟背景類似，均處於美聯儲加息週期，均出現創新階段性趨緩，盈利增速略有下滑。1994 年美聯儲加息，創新趨緩，全年納斯達克市場震盪，之後隨著 1995 年 win95 出現，創新接力，市場重新揚帆起航。（2）改革持續推進，效率提升，類比中國 1996-2001 年。中國 1996-2001 牛市的一大推動力就是改革，在經歷 1997 年 5 月-1999 年 5 月橫盤震盪兩年之後，中國改革開始發力，先後推進了國企改革、房地產改革等，誕生了第二波牛市。（3）潛在風險點是貨幣政策收緊。回顧中國 2008 年和 2011 年單邊熊市的歷史，可以發現它們均處於貨幣政策收緊期，此外還受到金融危機的影響。如今美聯儲進入

加息週期，中國通脹水準有抬頭跡象，需警惕貨幣政策收緊的風險，同時美聯儲加息往往會帶來區域性或者全球性的金融危機，需關注危機可能爆發的風險點。

風險提示。創新、改革不及預期，美聯儲加息、國內通脹水準超預期，海外金融市場波動。

大市導航

能源設備與服務：國網浙江公佈建設規劃，關注當地核心標的

(1) 國網浙江電力公司，承諾 2016 年在浙江建成電動車快充站 331 座。2020 年，充換電站超 800 座，充電樁超 21 萬個。按 500-700 萬元/站投資測算，2016 年浙江地區快充站總投資約 17-23 億元，其中設備投資約 10 億元，僅杭州一地，國網充電站投資規劃今年即有 3 億元。推薦浙江地域，核心標的：【萬馬股份、數源科技、中恒電氣】等。

(2) 2016 年為充電樁建設大年，據能源局規劃，今年建設充電站 2000 多座、公共、私人充電樁 96 萬個，設施總投資 300 億元。帶動相關企業業務快速增長，建議關注：萬馬股份、數源科技、中恒電氣、特銳德、通合科技、科士達、和順電氣等。

不確定因素：市場競爭風險。

鋼鐵：供需矛盾將觸發，看漲鋼鐵指數 30%

房地產和固定資產投資增加是核心邏輯。房地產投資與耗鋼密度高度相關，週期上與鋼企盈利趨勢也完全一致。

鋼材庫存降無可降。整個產業鏈鋼材庫存都幾乎處於歷史地位。

前三個月鋼材供應欠帳嚴重。前三個月日均鋼材供應減少約 7.5%，但全年看需求應該略有增長。去年大虧使得產業鏈各方訂單謹慎。

部分小鋼企難以復工。目前鋼企盈利不錯，但小鋼企開工率比去年均值低 13 個點，比去年同期低 24 個點，部分小鋼企已難以復工，讓出市場份額。我們預計現存鋼企產能利用率今年將提升 4 個點。

鋼價繼續明顯上漲，鋼企盈利可持續有時。供需矛盾將觸發，料鋼價繼續明顯上漲並帶動鋼企盈利繼續改善。

需求側好轉、供給欠帳、鋼價續漲、盈利繼續改善、鋼鐵指數前期跌幅較多是推薦邏輯。鋼鐵指數看漲 30%。

可以關注彈性大（噸鋼市值小或市銷比小）、絕對流通市值小、前期漲幅小、不會 st、淘汰受益品種，同時避免偏遠地區鋼企。建議關注大冶特鋼、永興特鋼、柳鋼股份、新鋼股份、南鋼股份、河鋼股份。礦業公司關注金嶺礦業。

風險提示。房地產投資會有波動。

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。