

宏觀經濟

玩家結構、交易特徵、籌碼分佈

玩家結構：散戶占一半。A股投資者結構中最大的特點是散戶占比高、機構投資者占比低，散戶占一半（按自由流通市值計），而公募、私募、保險社保等機構投資者占比僅 22.5%。而成熟的市場，如美國標普 500 指數投資者結構中，個人投資者只占 14.1%，機構投資者占比高達 66.5%。機構投資者中，絕對收益投資者占比超過相對。絕對收益（包括私募、公募基金專戶、險資）與相對收益資金規模（股票型和混合型基金）的比例從 14 年 6 月的 9:10 升至 15 年底的 16:10。根據上市公司流通股統計，國家隊在 16 年 1 季度持股市值為 10930.2 億，絕對值較 15 年末的 12880.2 億有所下降，而 16Q1 和 15Q4 中央匯金投資有限公司持股市值分別為 16713 億和 18486 億。

交易特徵：換手率太高。從成交量占比來看，07 年來 A 股成交分佈一直穩定，個人投資者占比 85% 左右，機構投資者 12%，企業法人 3%。散戶占比高使得市場換手率高、投機氛圍濃厚，以流通市值計算 15 年主機板換手率達到 609%、創業板 1259%，16 年來主機板年化換手率 262%、創業板 797%，15 年為 16 年的 1.5-2.5 倍。而美國納斯達克市場是全球成熟市場上最活躍的股市，年換手率也不過 242%。當前 A 股類似 1980 年代臺灣股市、1970 年前美國股市。1985-1990 年的臺灣牛市期間，股市同樣 90% 的交易量都是由散戶完成，交易量巨大，且換手率極高。1989 年臺灣股市每檔股票平均年換手率接近 6 倍，而同期紐約證交所的股票年換手率僅 50%。美國在 1970 年前以散戶為主，機構投資者持股比例直到 1970 年也只占 20%。

籌碼分佈：基金愛新興行業，保險和 QFII 愛藍籌。依據中信一級行業分類，從 16 年 Q1 基金重倉股的行業分佈來看，醫藥、電腦、電子、傳媒、基礎化工等占比較高，其中醫藥+TMT 占比超過 40%。從基金前 20 大重倉股來看，偏新興成長股較多，比如網宿科技、宋城演藝、東方網力等。16Q1 國家隊持股市值最大的前五個行業分別為銀行、非銀、建築、醫藥、房地產，可以看出國家隊持股偏好低估值的大盤藍籌股，前五大行業合計占比 52.6%，較 15Q4 的 49.5% 有所上升。

16Q1 前五大持股份別為中國銀行、工商銀行、中國平安、興業銀行、中國中車。保險和 QFII 作為中長期的價值投資者，持股偏好比較相似，銀行是其第一重倉行業，在保險和 QFII 持倉市值中占比分別為 49.3%、36.4%。除此之外，兩者持倉也有一些差別，保險持有非銀、房地產等大盤藍籌股較多，占比分別為 9.1%、12.4%，個股如中國平安、金地集團等。

而 QFII 持有食品飲料、家電、汽車、醫藥等大消費類股票較多，占比分別為 15.3%、7.6%、3.5%、2.9%，個股如貴州茅臺、美的集團、恒瑞醫藥等。

風險提示：經濟增長超預期下滑，政策效果不達預期，海外市場大幅波動。

大市導航

化工：把握重點維生素品種的第二波投資機會

多重因素疊加，三季度部分維生素品種供給最為緊張。第一，G20 會議直接限制了浙江地區維生素的生產，其中 A、E、B5、D3 等受影響最為明顯；第二，原材料的供給不足，進一步加劇了供給的緊張，巴斯夫檸檬醛的供給不足影響了全球維生素 A 與 E 的供給，而江蘇天成的環保事件導致雙乙甲酯的緊張，雙乙甲酯是生產維生素 E 的重要原材料；第三，環保的影響限制了部分維生素產品的有效供給。

養殖景氣度提升，需求向好。下游養殖的景氣度提升，豬肉、雞肉價格不斷上漲，飼料需求增長，飼料行業盈利上行。維生素產量的 80% 用於飼料添加，飼料需求的增長帶動維生素需求的增長，此外，飼料盈利的提升對維生素漲價的接受程度提高。

逐步進入三季度簽單時期，海內外價格有望聯動上漲。國內生產的維生素 70-80% 用於出口，出口訂單都是按季度簽單，目前逐步進入簽訂三季度訂單的時期。上游生產企業、中間貿易商、下游飼料企業都認識到而三季度是維生素供給最為緊張，需求最為旺盛的一個季度，因此，在 5、6 月份海內外維生素企業大概率會上調主要維生素品種的報價，主要維生素品種會出現國內外價格聯動的景象。

維生素品種分化，重點關注維生素 A、E、B5。維生素產品出現分化，重點關注維生素 A、E、B5，目前維生素 A 報價 360 元/千克，創歷史新高，預計後面仍會有較大幅度的上漲；維生素 E，巴斯夫提高報價至 85 元/千克，產品處於漲價的初級階段；維生素 B5（泛酸鈣），供給最為緊張，價格仍將持續上漲，且持續週期較長。上市公司重點關注新和成（維生素 A、E）、億帆鑫富（VB5）、金達威（VA）。

風險提示。維生素漲價不及預期的風險。

上海機場（600009）：平季增速放緩 流量環比持平

上海機場公佈 2016 年 4 月經營資料。4 月旅客輸送量 544.92 萬人次，同比增加 8.17%，其中國內線同比增加 5.39%，國際線同比增長 13.22%；實現飛機起降 39,183 架次，同比增長 5.20%，其中國內航線同比增加 3.62%，國際航線同比增長 10.43%；貨郵輸送量 27.90 萬噸，同比增加 0.90%。

4 月份流量穩定增長。4 月機場流量增速穩定，飛機起降架次同比增長 5.2%，旅客輸送量同比增長 8.17%，貨郵輸送量小幅增長，各項經營資料環比持平。

國際線流量繼續領跑增速。運營資料拆分來看，客運需求國際線表現超過國內線。其中，國際線旅客輸送量增速為 13.22%，快于國內線近 8 個百分點，環比高 3 個百分點。國內線增速不及國際線，輸送量環比持平。從資料來看，出境遊的持續升溫帶動了國際線的亮眼表現，並且這一高增速有望得以延續。對於公司而言，由於國際航班起降費遠高於國內線，國際線流量較快增長則更有助於公司航空性收入的增加。但受經濟下行影響，反映貨運需求的貨郵輸送量資料環比下降，其增速遠低於旅客輸送量增速。

預計公司流量增速將保持增長勢頭。2015 年航空運輸市場有效需求出現了不同於往年的增長，由於虹橋機場趨於飽和，出境遊的持續火爆，以及浦東國際機場的區位優勢，上海機場旅客輸送量和飛機起降增速大幅改善；由於國際業務毛利率高，且需求量持續增大，各大航空公司紛紛加大國際業務，使得上海機場流量較快增長。目前浦東機場尖峰小時起降架次的產能利用率為 82% 左右，尚未飽和，且低於行業平均水準。預計在產能釋放週期，公司流量增速將保持增長勢頭，利好公司營業收入的進一步增長。

迪士尼的開園將成為業績的又一催化劑。上海迪士尼樂園將於 2016 年 6 月正式開園，預計迪士尼本身疊加區域旅遊熱度進一步升溫後，上海機場流量增長仍有進一步提升的空間，對航空以及非航收入帶動作用還會加強。

投資建議。我們預計公司 2016-18 年的 EPS 分別為 1.49 元、1.71 元和 1.92 元。目前公司估值在 20 倍左右，給予增持評級，目標價 37.25 元，對應 2016 年動態 PE 為 25 倍。

風險提示。需求增速不達預期，經濟持續下行的風險，人民幣匯率的大幅波動。

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。