

## 宏觀經濟

## 減持對市場影響有限，三季度迎來低潮

下半年解禁節奏放緩，但定增解禁規模略多於上半年。（1）全年相對解禁規模不大，下半年解禁節奏放緩。全年解禁市值規模約為 2.2 萬億元，較去年下降 32.4%。從解禁市值/流通市值和解禁市值/成交額角度看，16 年兩大比值分別僅為 6.3% 和 1.9%，相對解禁規模遠低於歷史水平。從月度解禁規模看，12 月和 6 月將是兩大解禁高峰月，第三季度的解禁市值和家數處全年最低水準，上半年的解禁市值和家數遠超過下半年，下半年解禁節奏略有放緩。（2）全年定增解禁市值占比過半，下半年定增解禁規模略超上半年。16 年定增解禁市值達到 1.12 萬億，占總解禁市值 50.5%，其中下半年為 6043.8 億，下半年將面臨更大規模的定增股份解禁潮。由於 15 年定增發行時的較高基準價和溢價發行，有 117 家公司自發行日後股價漲跌幅（後複權）為負，占總解禁公司家數的 22.5%，對這些定增股份持有者而言，減持的難度加大。

預計下半年解禁限售股減持 428 億，產業資本整體淨減持 773 億。（1）預計下半年解禁限售股減持額約為 428 億元。一般來說，當前解禁股的減持額大小最能反映此時解禁股持有者的減持意願變化，在牛市中，當月解禁股當月減持額/解禁股減持規模和當月解禁股當月減持額/解禁規模更高，在熊市和震盪市中，此兩大比值均有所下滑。截止到今年 1 月，熊市的主跌浪結束，展望未來中期市場進入震盪階段，由此按照歷史上震盪市中增量和存量解禁股減持的比例關係，可推算 16 年下半年解禁限售股的減持額約為 428 億。（2）預計下半年產業資本整體淨減持規模約 773 億元。上半年非解禁股減持額占比回升至 52.9%，以上半年解禁股減持金額與非解禁股減持金額比例推算，則下半年產業資本總減持規模約為 909 億。不考慮監管因素影響，產業資本增持額與市場估值密切相關，當前 A 股市場與 09 年 9 月-11 年 3 月的震盪市類似，估值區間均位於 18~30，區間增持額/減持額達到 15%，由此推算下半年的產業資本增持額約為 136 億元，產業資本淨減持規模約 773 億元。

產業資本整體淨減持額占資金流出額的 10.7%，不影響資金供求平衡格局。（1）預計淨減持規模不大，下半年資金流入與流出額基本平衡。解禁潮下的減持對市場來說是資金流出，一般來說，淨減持額越小，其對市場的衝擊越小。下半年預計資金總流入 7080 億，資金總流出 7253 億，產業資本減持額僅占資金總流出額的 10.7%，產業資本減持對市場的衝擊影響不大。（2）從板塊看，中小創解禁市值/流通市值之比遠高於主機板，中小創比主機板面臨更大的減持壓力。從行業看，食品飲料、電腦、家電、傳媒、通信、輕工製造和電子元器件等行業國企解禁市值/總解禁市值的規

模整體偏小，從而這些行業解禁後的減持壓力更大。從個股看，我們通過以下兩個條件：解禁股本/流通股本超過 20%，1 月 28 日至今漲跌幅超過 30%，篩選出 33 只減持壓力較大的個股。

風險提示：經濟增長放緩，政策風險。

## 常見選股因數在板塊間的有效性分析

我們結合篩選法和回歸法，對市值、估值、技術、基本面 4 個方面、8 類因數在不同板塊的選股效果進行了綜合研究。總體而言，選股空間是在分析因數有效性時是不可忽視的部分，許多在全市場範圍內區分度不明顯的因數，在某些特定板塊卻存在顯著的選股效果。

總市值：市值因數是 A 股市場有效性很強的因數，在絕大部分板塊，小市值股票的收益率都遠高於大市值股票，且該因數的選股效果遠優於其他因數。但在一些大盤股中，主要是虧損的大盤股和低估值的大盤股中，小市值股票和大市值股票之間的差異並不明顯。整體而言，總市值因數在小盤股中的選股效果最強，中盤股次之；在高估值板塊選股效果最強，低估值板塊相對較弱。

估值：以篩選法來看，估值因數在全市場樣本空間內不存在選股效果，但分板塊來看，低估值股票的收益率要遠高於高估值股票。值得注意的一點是，該因數與其他因數相關性較強，因此在控制其他因數後（回歸法），低估值股票與高估值股票的收益表現並無顯著區別。

特異度：單個特異度因數無論是從全市場來看，還是分板塊來看，都是所考察 8 類因數中最穩定的因數（t 值最大），選股效果也僅次於總市值。但實際上，該因數是諸多技術面因數（如換手率、前一個月收益、Beta 等）的綜合，因此當在模型中增加該因數時，並不能提高模型調整 R 方。整體而言，特異度因數的大部分解釋能力可以被其餘因數（如 Beta 和月收益率等）所解釋，它本身並不包含過多的額外資訊。

月收益率：月收益率因數與特異度相關性較高，因此在納入特異度的回歸模型中，該因數的顯著性較差；但在剔除特異度的模型中，月收益率因數在小盤股和大盤股板塊，均存在顯著異於 0 的因數收益率。

換手率：換手率因數是個值得特別關注的因數，在全市場範圍內，以篩選法來看，該因數幾乎不存在選股效果；但在控制其他因數之後，例如分板塊來看，或是全市場以回歸法來看，低換手率股票的後續收益表現均明顯強於高換手率股票。而從回歸斜率系數值（全市場）來看，換手率因數的選股效果僅次於總市值。整體而言，換手率因數在中盤股中的表現優於小盤股和大盤股板塊；在低估值板塊中的表現優於中、高估值板塊。

**Beta**：高 Beta 股票的收益表現顯著強於低 Beta 股票，在所考察的 8 類因數中，Beta 因數是唯一一個在所有板塊都表現顯著的因數。而從斜率係數代表的因數收益率來看，該因數在各板塊的有效性僅次於總市值和換手率因數，是 A 股市場有效性相對較強的因數。

盈利因數：在中、大盤股板塊，股價與 ROE 高度相關；且對於盈利的上市公司，這種相關性更為明顯。

風險提示：大盤系統性風險。

## 大市導航

### 減持對市場影響有限，三季度迎來低潮

下半年解禁節奏放緩，但定增解禁規模略多於上半年。（1）全年相對解禁規模不大，下半年解禁節奏放緩。全年解禁市值規模約為 2.2 萬億元，較去年下降 32.4%。從解禁市值/流通市值和解禁市值/成交額角度看，16 年兩大比值分別僅為 6.3% 和 1.9%，相對解禁規模遠低於歷史水準。從月度解禁規模看，12 月和 6 月將是兩大解禁高峰月，第三季度的解禁市值和家數處全年最低水準，上半年的解禁市值和家數遠超過下半年，下半年解禁節奏略有放緩。（2）全年定增解禁市值占比過半，下半年定增解禁規模略超上半年。16 年定增解禁市值達到 1.12 萬億，占總解禁市值 50.5%，其中下半年為 6043.8 億，下半年將面臨更大規模的定增股份解禁潮。由於 15 年定增發行時的較高基準價和溢價發行，有 117 家公司自發行日後股價漲跌幅（後複權）為負，占總解禁公司家數的 22.5%，對這些定增股份持有者而言，減持的難度加大。

預計下半年解禁限售股減持 428 億，產業資本整體淨減持 773 億。（1）預計下半年解禁限售股減持額約為 428 億元。一般來說，當前解禁股的減持額大小最能反映此時解禁股持有者的減持意願變化，在牛市中，當月解禁股當月減持額/解禁股減持規模和當月解禁股當月減持額/解禁規模更高，在熊市和震盪市中，此兩大比值均有所下滑。截止到今年 1 月，熊市的主跌浪結束，展望未來中期市場進入震盪階段，由此按照歷史上震盪市中增量和存量解禁股減持的比例關係，可推算 16 年下半年解禁限售股的減持額約為 428 億。（2）預計下半年產業資本整體淨減持規模約 773 億元。上半年非解禁股減持額占比回升至 52.9%，以上半年解禁股減持金額與非解禁股減持金額比例推算，則下半年產業資本總減持規模約為 909 億。不考慮監管因素影響，產業資本增持額與市場估值密切相關，當前 A 股市場與 09 年 9 月-11 年 3 月的震盪市類似，估值區間均位於 18~30，區間增持額/減持額達到 15%，由此推算下半年的產業資本增持額約為 136 億元，產業資本淨減持規模約 773 億元。

產業資本整體淨減持額占資金流出額的 10.7%，不影響資金供求平衡格局。（1）預計淨減持規模不大，下半年資金流入與流出額基本平衡。解禁潮下的減持對市場來說是資金流出，一般來說，淨減持額越小，其對市場的衝擊越小。下半年預計資金總流入 7080 億，資金總流出 7253 億，產業資

本減持額僅占資金總流出額的 10.7%，產業資本減持對市場的衝擊影響不大。（2）從板塊看，中小創解禁市值/流通市值之比遠高於主機板，中小創比主機板面臨更大的減持壓力。從行業看，食品飲料、電腦、家電、傳媒、通信、輕工製造和電子元器件等行業國企解禁市值/總解禁市值的規模整體偏小，從而這些行業解禁後的減持壓力更大。從個股看，我們通過以下兩個條件：解禁股本/流通股本超過 20%，1 月 28 日至今漲跌幅超過 30%，篩選出 33 只減持壓力較大的個股。

風險提示：經濟增長放緩，政策風險。

## 有色金屬：上游產能集中趨勢明顯

### 1. 克魯茲大筆投資 鈷礦石硝煙再起

2016 年 6 月 15 日，美國克魯茲資本集團宣佈收購位於加拿大不列顛哥倫比亞省的 WarEagle 鈷礦。集團管理層認為，隨著新能源汽車市場的不斷擴大，未來對鈷的需求有望大幅增長，這給鈷礦的供給端提供了很大的想像空間。集團希望能成為下一個全球主要的鈷生產商。消息公佈當天，克魯茲集團股價上漲了 63.33%。

當前世界範圍內的鈷供給主要由嘉能可，自由港與歐亞資源三家公司把控，在過去幾年中，三家公司都發起了與鈷相關的並購活動，未來鈷礦資源有望進一步集中。

### 2. 境內資本湧動 大步走出國門

2012 年以來，國內的鈷相關公司開始涉足鈷產業鏈的上游業務，具體形式包括並購已有項目和參與新項目開發兩種，其核心是把握住礦石的開採，保證上游的供應充足，進而提升自己在整個產業中的話語權。

2016 年 5 月，洛陽鉬業出資 26.5 億美元收購了自由港集團位於剛果(金)的 Tenke 銅鈷礦的 56% 權益。2015 年，Tenke 生產鈷金屬 1.6 萬噸，占當年世界供給的 16%，截至 2015 年 12 月 31 日，Tenke 擁有證實和概略級別儲量含鈷金屬 50 萬噸，可支援約 25 年的開採，以及探明和控制級別資源量含鈷金屬 130 萬噸，發展前景巨大。洛陽鉬業此舉可謂近年境內鈷產業資本走向世界的最高潮。

而早在洛陽鉬業之前，鵬欣資源等公司早已開始了嘗試。除了格林美仍聚焦於中游產業，收購凱力克以增加中間產品的生產外，其餘公司的項目基本都與礦石有關。可見在不久的未來，鈷上游產能的不斷集中將會對整個產業產生深遠的影響。

風險提示：下游需求增長放緩，鈷替代材料出現。

## 軟體：體育資訊化，產業黃金時代的助推器

報告摘要：時代，它偷偷的在改變；全民，有了“爆棚的體育心”。曾幾何時，滿大街的 KTV 轟動轟動的響，酒桌上的觥籌交錯映紅了臉…。如今卻是全國各地都在風靡馬拉松賽，報名火爆的不要不要；朋友們要死要活的要去走路，就是要佔領微信運動的封面；運動社交軟體也層次不窮的出，大家交友曬跑忙不停……更有文章將這種現象稱之曰“中產階級的新宗教”。如果我們的目光再往現象的內裡望一層，就會發現這場浩浩蕩蕩的大規模群眾運動根本離不開“體育資訊化”這個神器。

體育資訊化——體育產業黃金時代背後的助推器。2016 年 5 月，國家發佈體育發展“十三五”規劃，對體育事業未來發展進行佈局，體育產業發展迎來“黃金期”。2020 年，全國體育產業有望形成萬億市場規模。體育資訊化作為未來體育行業發展的助推器，發展空間極大。“互聯網+”已經滲透到我國的各個行業，成為各行各業尋求新模式的神助攻。國家政策+“互聯網+”+全民健身意識的提高共同推動體育資訊化快速發展。支付產業鏈，實現資料運營戰略升級。

硬體資訊化：場地資訊化+票務系統+賽事轉播。場地資訊化集中於場館 Wifi 和場地智慧化的建設，“雲計算技術”、“三網融合技術”、“物聯網技術”、“移動互聯網技術”、“新型平板顯示技術”等互聯網為體育場館的智慧化建設提供了潛在驅動力。隨著對體育賽事的熱情上升，票務系統市場發展潛力大。賽事是體育行業發展的關鍵因素，觀眾對於賽事的轉播熱情度很高，未來發展空間大。轉播硬體既包括在轉播過程中的硬體，比如攝像頭、調音台等等，這些是賽事轉播節目製作的關鍵。也包括轉播媒介、電視傳統媒體和電腦等新媒體。

軟體資訊化：票務系統軟體+賽事轉播軟體。在賽事期間，賽事場館門票的防偽及製作、查驗技術一直是賽事主辦方最為關注的工作之一。智慧票務系統可以實現電腦售票、檢票、查詢、匯總、統計、報表、防偽等各種門票通道門禁控制管理功能。賽事轉播節目製作中的軟體包括網路的傳輸、編解碼等等，這些軟體部分都支撐著賽事轉播節目能夠順利成功。

服務資訊化：賽事應急保障+體育大資料的應用+VR。對體育突發事件的應急保障是賽事成功的重要保證。體育大資料應用廣泛，不管是收集觀眾的資訊資料還是比賽時的資料資訊都能夠通過提供個性化服務變現，還可以提供各種類型的增值服務。智慧設備中 VR 在賽事中的應用值得關注，VR 可以應用於虛擬訓練領域；在觀看體驗上也可以使用 VR 技術，可以增強觀眾的沉浸感受；VR 還可以助力體育行銷，提高公司收入。

相關標的：體育生物識別方面，推薦遠方光電；場館資訊化方面，推薦達實智慧、廣聯達，建議關注中智華體；票務系統方面，推薦廣電運通、新北洋；賽事直播及版權方面，推薦光一科技、捷成股份；賽事應急運維，推薦真視通，建議關注金橋資訊；體育大資料和互聯網彩票方面，建議關注人民網；體育 VR 方面，推薦川大智勝，建議關注艾比森。

風險提示。體育資訊化政策推進進程低於 預期的風險，IT 技術在體育行業的應用低於預期的風險，系統性風險。

## 傳媒：全民健身計畫發佈，政策持續加碼開啟新一輪體育消費盛宴

6月23日，國務院印發《全民健身計畫》，指出到2020年每週參加1次及以上體育鍛煉的人數達到7億，經常參加體育鍛煉的人數達到4.35億，體育消費總規模達1.5萬億。疊加體育十三五規劃大力扶植和資本不斷介入，預計體育產業尤其全面體育賽事再上風口。行業景氣度高，估值回歸合理。推薦三夫戶外、雷曼股份、雙象股份、天音控股、當代明誠。

風險提示：經濟下行風險，盈利能力持續下滑風險。

## 通信設備：物聯網板塊熱點擴散，強烈看好！

關注熱點擴散後的二線物聯網標的：智慧家居領域（邦訊技術等）、智慧交通&智慧醫療領域領域（國脈科技&億陽信通）、初靈資訊等。

物聯網投資側重平臺及重點行業物聯網應用龍頭（平臺、下游應用占物聯網產業價值鏈60%以上；NB-IoT標準覆蓋了60%的廣義物聯網應用場景）；未來五年，全球NB-IoT設備將超百億，對應百億美元量級晶片市場、千億美元量級物聯網應用市場，應用領域涵蓋公共事業、物流、農業、交通、醫療、工業等多領域。重點關注：1）平臺型公司（宜通世紀）；2）大行業物聯網應用龍頭（交通：高新興；水務：三川智慧；醫療：思創醫惠；電力：東軟載波、新聯電子等）。

風險提示：市場及相關板塊的系統性估值波動。

## 伊力特（600197）：高管變動或提升公司改革幾率

事件：公司近日收到公司董事長、董事徐勇輝先生的書面辭呈。辭職後，徐勇輝先生不再擔任公司職務，同時增補陳智先生為公司董事候選人。

董事長之位雖懸而未決，但兵團改革東風漸起。公司董事長徐勇輝先生辭去董事長、董事及相關職位後，公司暫未有任命新董事長。公司暫僅增補陳智先生為公司董事候選人。公司新增補董事，現公司黨委書記陳智先生曾任新疆伊帕爾汗香料股份有限公司董事長，並將伊帕爾汗（830935）成功帶入新三板市場。根據伊帕爾汗披露的招股說明書，2013年12月，伊帕爾汗將公司註冊資本由2,012萬增加至2,235.5萬元，增加的223.5萬元由公司47名員工認繳，從而完成了公司的員工持股計畫。而彼時伊帕爾汗的掌門人正是陳智先生。截止2015年末，陳智先生仍持有伊帕爾汗226,300股，占比0.94%；董監高管理層共持股835,300股，占比3.47%。

公司有望受益於兵團改革“東風”。公司實際控制人兵團四師國資委在2014年工作總結報告中提出未來工作的重點之一是要積極發展混合所有制經濟，或將推出員工持股計畫、引入非公資本等改

革方案，提高企業經營效率，公司有望受益於兵團改革“東風”。短期來看，我們認為具體的兵團改革方案可能尚需時間，但公司新增董事陳智先生或有望給公司的改革帶來了更多的希望。另外，公司基本面扎實，在疆內業績穩定，且市占率高，是近期白酒行情中滯漲品種。

公司多年奉行“穩字當頭”，16年繼續發揮內部協同效應。公司自上市以來經營業績十分穩定。受益在新疆地區極高的市占率，即使是白酒行業報表堪憂的2013年，公司仍然實現營業收入17.53億/-0.52%；淨利潤2.73億/+15.24%。公司自上市以來，淨利率水準一直維持在15%左右。2015年伊力特實現營業收入16.38億/+0.57%，白酒行業毛利率52.79%，同比增加0.20pct；疆內市場毛利率53.23%，同比增加0.26pct；疆外市場毛利率51.65%，同比減少0.13pct。銷售費用率3.94%，同比減少2.00pct，主要是由於在浙江地區的廣告費用下降，以及公司通過與子公司現代物流簽訂運輸合同，使得裝卸費費用成本降低。管理費用率4.52%，同比增加0.33pct，財務費用率-0.84%，同比減少0.71pct，整體費用率7.62%，同比減少2.38pct。

盈利預測與投資建議。我們預計公司2016-2018年EPS0.73/0.82/0.94元，可比公司2016平均PE41倍，給予公司2016年25倍PE，對應目標價18.25元，“買入”評級。如果改革如期實現，預計公司盈利能力將在此基礎上進一步提升。

風險提示。公司換屆進度弱於預期。

## 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。