

宏觀經濟

A股進入強制退市新時代

1. 強退制度如何造就不同的退市

退市率高低將與產業生命週期變遷相符。我們將每年退市上市公司家數/當年年末上市公司家數定義為退市率，從歷史上看新興市場股市的退市率遠低於發達國家，雖然A股早已確立退市制度，但至今A股僅有88家退市公司，整體退市率偏低，從03年至今年均退市率均值僅為0.36%，而同期美股年均退市率達到7.37%，A股多數“停而不退”，不符合優勝劣汰的市場法則。盲目提高退市率也誠然不可取，退市更多是維護市場秩序的手段而非目的，退市率高低需要符合產業生命週期的變遷，進入衰退期的企業可選擇退出或實現轉型。畢竟股市最首要的功能就是融資，退市制度的目的在於淘汰落後產能，為具有發展前景的企業融資輸血，避免“劣幣驅逐良幣”的現象發生。

法制化下的強制退市帶動主動退市占比將提升。從退市類型看，A股主動退市（如私有化、暫停披露資訊、轉板等，因財務指標不達標而選擇主動退市不能嚴格稱為主動退市）占比不高，從01年至今選擇私有化和暫停披露資訊實現退市的公司占比僅為11.8%和3.5%，在嚴格的審核發行制下A股的估值水準高企是退市意願降低的主因。而在國際成熟市場上，主動退市占比更高。歸根到底，退市是衡量成本收益的商業選擇，退市也利於降低商業成本、讓管理層專注於企業長期發展、減少代理成本、減少敏感資訊的披露等，隨著強制退市的法制化進程推進，市場不再為具退市風險的公司給予高溢價估值，屆時保留上市資質的收益減少，主動退市對更多企業而言也將是更明智的選擇。

2. 強退制度對市場表現的影響

14年10月確立“重大違法公司強制退市制度”以來，A股共有8家上市公司退市，其中4家通過吸收合併又重新上市，*ST二重和國恒因連續四年虧損而退市，分別在15年5月15日和21日收到交易所終止上市通知，退市博元因信披違規而被強制退市，於16年3月21日收到交易所通知，欣泰電氣因欺詐發行而被強制退市。在退市事件後次新股所獲超額收益越來越少，借殼上市板塊基本難獲超額收益。次新股歸根到底也是潛在殼公司，其估值中包含對殼資源的溢價估值，致使A股市盈率遠高於歐美日等成熟市場，當強退制度打開退市大門後，殼資源的溢價估值萎縮，這就使得折價發行的新股估值修復空間收窄，次新股的超額收益越來越小。借殼上市板塊包含已借殼和傳言將借殼的上市公司，在退市事件後市場對殼公司的熱情下降，借殼上市板塊難獲超額收益。

殼資源公司的超額收益漸萎縮。在借殼上市中，借殼方所持股權比例取決於注入資產估值和殼公司的市值大小，一般殼公司市值越小，在借殼重組後借殼方所持的股權比例越高，收購成本也就越低。

股權結構越分散的殼公司，原大股東控制力就越弱，借殼過程中新股東就處更有利的談判地位。殼公司的盈利能力大多較弱，迫於無奈公司才有賣殼之意，借殼交易成功概率更高。在退市事件後殼資源公司的超額收益明顯收窄。強退制度令賣殼的風險和難度加大，以法制化為後盾的退市制度執行力提升，投資者對殼公司的態度更謹慎，避免踩地雷。

風險提示：海外金融市場波動，經濟增長失速，政策調控市場超預期。

洪水雖猛，通脹難“飛”！——海通宏觀通脹研究系列專題一

今年以來，我國多地爆發洪水災害，引發市場對洪水沖高通脹的擔憂。洪災對糧價、畜肉價、菜價有何影響？到底能不能沖高通脹？本報告結合歷史經驗和當前形勢，對這一問題進行研究。

今年洪災概況。超強厄爾尼諾，引發降水異常。今年以來我國多地發生的洪災主要與厄爾尼諾現象有關，且厄爾尼諾的強烈程度堪比 98 年。據國家氣候中心預計，今年長江中下游梅雨量或將超過 98 年的 572.4 毫米。洪水肆虐長江，再演 98 汛情。此次洪災主要集中在長江流域，與 98 和 10 年洪災相似，但農作物受災面積或小於前兩次，而直接經濟損失或將偏高。

糧食：產量略降，價格難升。稻穀主產，首當其衝。此次受災最嚴重的湖北、湖南、江西、安徽、江蘇五省糧食種植品種以稻穀為主，五省稻穀播種面積占全國的 46.5%，產量約占全國總產量的一半。因澇減產，影響不大。在 98 和 10 年，該五省的稻穀均出現減產，但減產與當年的種植面積減少關係更大，洪災影響相對較小。且減產量相對整體比重不高，所以當年全國稻穀產量均保持增長。備有儲糧，價格不慌。首先，預計本次洪災導致的糧食減產量相對有限；其次，歷史經驗來看，洪災對糧價的衝擊也較小；再次，當前糧食庫存高企，如果後續不發生乾旱等自然災害，糧價難以大幅上漲。

禽畜水產：影響亦有限。洪災減產影響不明顯。長江中下游五省的禽畜水產在全國占比較高，但從歷史經驗看，洪災對養殖業產量衝擊並不顯著，這或與該地區養殖業規模化程度較高有關。對價格傳導亦不顯著。首先，98 年洪災前後，畜肉類價格表現出的主要是季節性波動，03 和 10 年洪災時也僅是在 10-11 月份略高於季節性，之後回歸正常。其次，玉米受高庫存打壓，價格持續處於低位，豆類下半年供需可能偏緊，但在飼料中占比較低，飼料成本對畜肉類價格的推升作用也非常有限。再次，當前豬肉價格仍在下跌，且考慮到去年下半年的高基數，畜肉類價格難以推升總體通脹。從歷史經驗看，蛋類和水產品價格受洪災影響也非常有限，且二者在 CPI 中占比較小，所以即使價格小幅上漲對總體通脹的影響也不大。

菜價：影響局部且短暫。洪災主要影響局部地區鮮菜的生產和運輸，並非全國性的，且夏季北方地區蔬菜生產量更充足，存在“北菜南運”的現象。再加上鮮菜生產週期較短，所以在 98、03 和 10 年洪災前後，全國鮮菜總體價格均未表現出明顯的超出季節性的上升。即使受災的部分地區的鮮菜生

產、採摘和運輸受到一定影響，也未持續很久，洪災一過，價格就出現了大幅回檔。當前鮮菜類價格開始止跌回升，但從往年經驗看，這種回升預計不會持續太久，而且也很難達到前期的高點，所以對整體通脹的衝擊並不大。

豬、菜主導，通脹無憂。年初以來，豬價、菜價的上漲共同推升了通脹，當前豬價已經開始下跌，而去年同期基數開始升高；菜價雖然止跌反彈，但力度較弱，仍處於低位，未來將受到季節因素和洪災的影響，所以豬價、菜價仍將是短期內主導通脹走勢的兩大因素。考慮到豬價回落、菜價弱反彈，短期內通脹上行的風險並不大。我們預測全年 CPI 為 2.1%，其中 3 季度穩定在 1.9% 左右，4 季度或因低基數小幅上行至 2.2%，但 17 年通脹有望穩步下行。就目前情況來看，洪災對整體通脹的影響相對較小。不過，長江中下游降雨或將繼續，究竟洪災是否會大超預期，還有待進一步觀察。

價值搭台後，誰來唱戲？

核心觀點：①震盪市波動源於政策改變情緒，目前國內外政策望再次階段性偏松，改革持續推進，市場走在上漲途中。②寬鬆模式的股市上漲節奏是價值搭台、成長唱戲，6 月下旬 2800 點以來市場重心價值搭台，未來逐步重視成長唱戲。③前期表現落後、行業景氣向上、有催化劑角度選唱戲品種：IT 國產化資訊安全（網路安全法落地）、教育（民促法推進）、核電（三代項目審批）。

價值搭台後，尋找唱戲的成長。政策偏松推動的行情，節奏上往往表現為價值搭台，成長唱戲，如 14 年 11 月底、15 年 8 月底、16 年 2 月。目前處於價值搭台階段，將逐步走向成長唱戲。借鑒 15 年 11 月前後兩段行情，唱戲的成長品種不同。

15 年 9 月中-11 月初領漲的成長是互聯網金融、網路安全、新能源汽車鏈等，11 月後領漲的成長是晶片國產化、IP、虛擬實境等。本輪行情，藍籌價值股帶動指數衝破 3100 點後，唱戲的成長股，預計也會與前一波不同。當下考慮提前佈局，選擇前期漲幅小、且未來有催化劑的領域，如 IT 國產化、教育、核電等。

信息國產化：IT 安全催化劑不斷。資訊安全是剛需，行業持續穩定增長。根據 IDC 資料，2015 年中國 IT 安全市場規模同比增速約 17%，預計未來 IT 安全行業複合增速將在 16% 以上。7 月 8 日經中央網路安全和資訊化領導小組批准，首次全國範圍的關鍵資訊基礎設施網路安全檢查工作已經啟動。IT 安全是典型的弱成本驅動、強政策驅動型行業。隨著檢查的深入和政策的持續倒逼，網路安全需求也將拓展至金融、電信、交通等資料密集型或資訊化程度較高的重要民生行業。行業中長期增長趨勢明確，且近期催化劑不斷，市場風險偏好回升階段板塊有望迎來上漲。

教育：資產證券化趨勢明確。近幾年伴隨著我國居民收入和消費水準的提高，以及 80 後、90 後一代進入生育高峰期，我國居民的教育需求與教育支出在快速增加。2015 年 10 月宣佈的全面放開二孩政策，將進一步增加居民未來的教育需求。

從 2015 年 10 月以來，海外上市的國內教育龍頭個股率創新高，好未來、新東方累計漲幅分別為 96%、108%，楓葉教育累計漲幅 256%。預期 K12 領域的龍頭企業好未來在 15 年淨利潤增速達 53%，未來 2 年淨利潤增速在 30%以上。國內教育相關個股中報業績同樣表現較好。根據德勤等分析，2016 年下半年教育法修法問題有望三審。教育產業景氣度持續較高，改革和資產證券化過程不斷推進有望推動板塊回升。

核電：政策、招標催化，核電景氣提升。根據核電“十三五”規劃，預計我國核電裝機容量對比現在尚有 3.5 倍-4.6 倍成長空間，未來 14 年需新增並網機組 90-120 台，每年在 6.5-8.5 台，投資規模在 1000-1200 億/年。預期 2016 年下半年將重啟核電三代項目審批，大概率 6-8 台機組。並且 2015 年及之前獲批項目陸續招標，行業景氣度向上。此外，據中核集團消息，中國首艘海洋核動力移動平臺即將在渤船重工進行總裝建造，未來將批量建造近 20 座該平臺用於輔助開發海洋資源。16 年以來，核能核電板塊市場表現不佳，板塊跌幅 24.6%，跌幅明顯超過創業板指跌幅 17%，相對於其他主題同樣表現落後。行業景氣度回升，政策催化劑有望推動板塊上漲。

風險提示：海外金融市場波動，經濟增長失速，政策調控市場超預期。

大市導航

家用電器與器具：家用空調 6 月資料點評：零售端快速增長，出貨端降幅收窄，拐點將至

產業線上近日發佈了 2016 年 6 月的家用空調產銷數據：當月產量 961 萬台，同比下滑 6.5%；銷量為 1000 萬台，同比下滑 5.2%；其中內銷 573 萬台，同比下滑 15.2%；出口 427 萬台，同比增長 14.1%。上市公司方面，空調龍頭企業格力和美的 6 月份內銷量分別同比降低 28.8%和 53.3%。

從零售端角度來看，6 月進入銷售旺季，零售增速明顯抬升，中怡康資料顯示空調零售量增長 18%，零售額增長 20%，銷售價格同比有所提升。

國內零售端快速增長，出貨端降幅明顯縮窄，預示著為期一年多的管道去庫存週期進入尾聲，拐點即將顯現，後續增速或將逐季明顯改善。推薦格力電器、美的集團。

風險提示：終端需求萎靡，庫存去化低於預期。

資訊服務：從 AI 融資額再創新高，看人工智能投資邏輯

CBInsights 資料顯示，人工智能公司總融資額在 16 年二季度再創新高，達到了 10.5 億美元，且根據 CB Insights 估計，16 年對 AI 創業公司的投資將比 2015 年增加 76%。2016 年以來，湧現出一批超過 1 億美元級別的 AI 公司融資並購。

團隊價值遠勝於商業價值，期望遠大於真實應用速度

對 AI 的追捧和期望可謂達到了歷史最高水準，並且一個有趣的現象是，那些還未形成收入的初創企業反而更受追捧。這一方面是因為其研發的某個引擎或演算法涉及 AI 的某些關鍵領域，引發了科技巨頭的競相收購；另一方面也是收購方真正想要的其實是其原始技術和人才競爭優勢，需要其快速融入收購方新產品開發。AI 可能是目前電腦為數不多的，團隊價值遠勝於商業價值的領域。

技術門檻逐步降低，看好有優質資料資源和應用場景落地的廠商

隨著開源演算法的越發普遍，AI 軟體將會變得迅速商品化，企業能以更低成本獲得所需的 AI 能力。對於那些科技巨頭來說，除了開放 AI 套裝軟體吸引人才，其擁有的資料資本更是其核心競爭力，儘管目前全世界的資料爆炸式增長，但只有 20% 在互聯網上，剩下的 80% 都被各大公司和組織佔據。

擁有尖端技術研發實力的畢竟是少數，那些以手上資料為資本，同樣可以輕鬆與擁有強大演算法的公司合作。此外技術門檻的降低帶來的另一個變化就是行業投資邏輯進入應用場景深化結合階段。更看好在某些領域有優質資料資源，且有產品化應用管道拓展能力的廠商。

相關標的：佳都科技（人臉識別）、遠方光電（生物識別）、科大訊飛（語音）；人工智慧+，同花順（金融）、東方網力（視頻）、思創醫惠（醫療）。

風險提示：相關應用落地不及預期。

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。