

## A 股市场策略研究报告

## 结构性行情 蓝筹成长机会均等

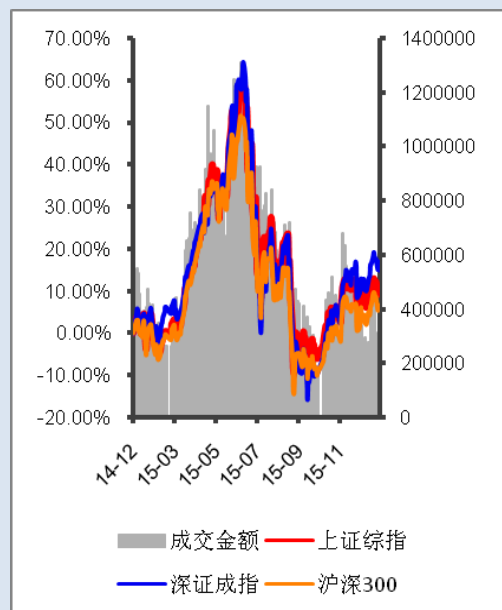
2016 年 1 月 5 日

### 2016 年 A 股市场投资策略

研究员：李哲明  
执业证书编号：S0170511040002  
电 话：0411-39673243  
邮 箱：lizheming@daton.com.cn

未经授权刊载或者转发证券研究报告的媒体，应承担相应的法律责任；  
研究报告只是投资决策的参考依据。

股指最近一年走势



资料来源：wind 资讯

#### 近期相关报告

1. 迎接新常态，布局新蓝筹  
2015年度A股市场投资策略
2. 牛市进入下半场，蓝筹股王者归来  
2015 年中期 A 股市场投资策略

#### 1. 15年走势回顾

15年是波澜壮阔的一年。投资者经历了大喜大悲。从主要指数看，全部呈现正收益，中小创表现突出。从申万一级行业指数看，大部分呈现正收益。

#### 2. 国际经济分析

美联储宣布加息，对新兴市场构成重大打击。我们认为A股的牛熊周期成因与美联储无关。

#### 3. 国内经济及政策分析

2016 年宏观经济将有所下行，预计经济增速回落至6.5左右%。习近平总书记为“供给侧改革”下了定义，其意义影响深远。中央经济工作会议凸显五大任务。股票将成为“资产荒”时代的优良配置标的。注册制以及新三板、战略新兴板的逐步推进标志着我国金融市场进入股权时代。

#### 4. 市场资金供求分析

16年资金需求量大约为18000亿元左右。资金供给为20000亿元左右。总体上，资金供给大于资金需求，资金面处于宽松状态。

#### 5. 业绩与估值分析

预计16年A股业绩将低于15年，增长在-5%左右。总体上，当前A股估值合理。

#### 6. 投资策略

我们认为上证指数16年的合理波动区间为2900点-4400点。基于上述判断，建议超配非银金融、传媒、医药生物、信息技术、环保、新能源汽车等板块，以及国企改革、新兴消费、美丽中国、中日韩自贸区概念等主题投资板块。

**风险：美联储加息超预期、经济数据疲软、改革进程低于预期**

## 1.15年走势回顾

15年是波澜壮阔的一年，这一年里，既有突破5000点时成交量创2万亿天量的壮丽景象，也有7月股灾的惊心动魄。投资者经历了“千股涨停-千股跌停-千股停牌”模式般大喜大悲的考验。为了避免金融危机的传导，中国政府也组织了史无前例的“救市”行动。中央出手果断，各部委措施空前强劲。不过非常措施后的去杠杆使市场元气大伤，成交量及两融余额滑落谷底。四季度市场对供给侧改革的预期十分强烈，中国向外界展示了改革不停步的决心和勇气。注册制呼之如出，股权时代的到来，赋予中国资本市场新的力量源泉。“中小创”重新领军，股指恢复正常水平。从主要指数看，全部呈现正收益。其中创业板涨幅最大达88%，新兴经济的力量不容小觑。沪深300指数涨幅最小为6%。截止12月30日代表整个市场的上证综指涨幅为10%，远超世界经济火车头美国的道琼斯指数。从申万一级行业指数看，大部分呈现正收益。其中计算机、轻工、纺织服装、休闲、传媒等行业涨幅较大，而金融行业则不幸垫底呈现负收益。

**表 1：市场指数涨跌幅**

证券代码	证券简称	收盘价	涨跌幅%
399006.SZ	创业板指	2779.51	88.86
399005.SZ	中小板指	8542.20	56.42
399001.SZ	深证成指	12889.83	17.02
000001.SH	上证综指	3572.88	10.46
000300.SH	沪深 300	3765.18	6.55

数据来源：WIND 大通证券研究发展部 截至 12 月 30 日

**表 2：各行业指数涨跌幅**

代码	简称	收盘价	涨跌幅(%)
801750.SI	计算机(申万)	6947.49	105.77
801140.SI	轻工制造(申万)	4032.8	92.40
801130.SI	纺织服装(申万)	4201.42	91.68
801210.SI	休闲服务(申万)	7229.59	80.53
801760.SI	传媒(申万)	1824.37	80.50
801770.SI	通信(申万)	3524.29	77.21
801080.SI	电子(申万)	3582.41	75.62

801230.SI	综合(申万)	4127.15	74.47
801010.SI	农林牧渔(申万)	3706.77	68.39
801730.SI	电气设备(申万)	7196.92	62.68
801150.SI	医药生物(申万)	9119.4	58.57
801030.SI	化工(申万)	3630.52	57.72
801890.SI	机械设备(申万)	1985.96	49.28
801880.SI	汽车(申万)	5866.07	49.10
801200.SI	商业贸易(申万)	6011.02	47.76
801180.SI	房地产(申万)	5991.25	46.64
801110.SI	家用电器(申万)	5216	44.64
801170.SI	交通运输(申万)	3568.72	34.13
801740.SI	国防军工(申万)	1916.56	30.15
801710.SI	建筑材料(申万)	5733.47	28.53
801120.SI	食品饮料(申万)	7014.66	27.28
801160.SI	公用事业(申万)	3536.14	23.99
801050.SI	有色金属(申万)	3885.68	17.08
801720.SI	建筑装饰(申万)	3257.71	14.95
801040.SI	钢铁(申万)	2815.96	1.88
801020.SI	采掘(申万)	3682.4	0.83
801780.SI	银行(申万)	3392.82	-1.06
801790.SI	非银金融(申万)	1985.55	-16.24

数据来源：WIND 大通证券研究发展部 截至 12 月 30 日

## 2. 国际经济分析

### 2.1 美联储10年来首次加息及其影响

北京时间12月17日凌晨，美联储宣布将联邦基金利率提高0.25个百分点，新的联邦基金目标利率将维持在0.25%至0.50%的区间。这是美联储2006年6月来的首次加息，也意味着，全球最大的经济体正式进入加息周期。

自联邦公开市场委员会10月份会议以来收到的信息显示，经济活动在以温和步伐扩张。通胀继续低于委员会2%的长期目标，在部分程度上反映了能源价格以及非能源进口产品价格的下跌。总体而言，将国内和国际局势发展纳入考量之后，委员会认为，经济活动以及劳动力市场展望面临的风险均衡。鉴于经济展望，以及认识到政策行动影响到未来经济表现所需要的时间，委员会决定将联邦基金利率目标区间上调至0.25%-0.5%。货币政策立场在此次加息之后将继续保持宽松，因此支持劳动力市场形势进一步好转以及通胀回归2%。

在确定联邦基金利率目标区间未来调整的时机和幅度方面，委员会预计，经济形势演变将使其有理由仅以渐进方式上调联邦基金利率；联邦基金利率可能在一段时间内继续低于预期中的长期水平。不过，联邦基金利率的实际路径将取决于未来数据所显示出的经济前景。

委员会维持这一现有政策：将所持机构债券与机构抵押贷款支持证券的到期本金再投资到机构抵押贷款支持证券，并在标售时将到期国债展期，直至联邦基金利率的正常化进程已经进行了相当长一段时间。这一政策通过将委员会所持长期证券维持在可观水平，应该会有助于保持宽松的金融状况。

美联储声明中表示，此次加息之后货币政策仍然保持宽松，实际利率路径将取决于经济前景和数据。点阵图显示美联储预期2016年底利率可能达到1.4%，这意味着美联储可能加息四次。同时相比9月预期，本次官员们对2016年利率预测重心有所上移，这超出了此前市场的部分预期。

在随后的新闻发布会上，耶伦的发言明显鸽派。耶伦反复强调未来加息步伐将是缓慢的，在被问及此次加息对居民和企业信贷的实际影响时，耶伦估计中长期贷款利率变化将很小，信用卡贷款和其他短期贷款利率可能会小幅上升。总体上，加息25个基点及随后耶伦的鸽派态度完全符合市场预期。尽管已经加息，但在会议声明中，美联储强调未来货币政策仍将宽松。

预计第二次加息最早要到16年3月，最可能是16年6月。美联储16年可能加息4次、每次25个基点。如果完全按照这个指引，第二次加息时间点应该是16年3月。但是16年美联储加息步伐将低于市场预期，尤其是第二次加息需要观察相关数据，1次2次议息会议很难达成共识，因此6月再次加息可能较大。

历史上，美联储加息对新兴市场均构成重大打击。从亚洲金融危机，到08年全球金融危机，再到本轮新兴市场的动荡。这些危机几乎都发生在美国货币政策的紧缩时期。美国加息意味着从全球回收流动性，势必会带来新兴市场的动荡。2014年加息预期产生后，新兴经济体已经出现资本净流出。全球大多数汇率都选择和美元挂钩，根据IMF统计，56%的国家仍然采用相对固定的汇率制度，且绝大多数盯住美元。导致的结果是各经济体货币政策受限，甚至完全丧失独立性，跟着美国货币政策走。在美元宽松周期时，这些经济体货币有升值压力，资金流

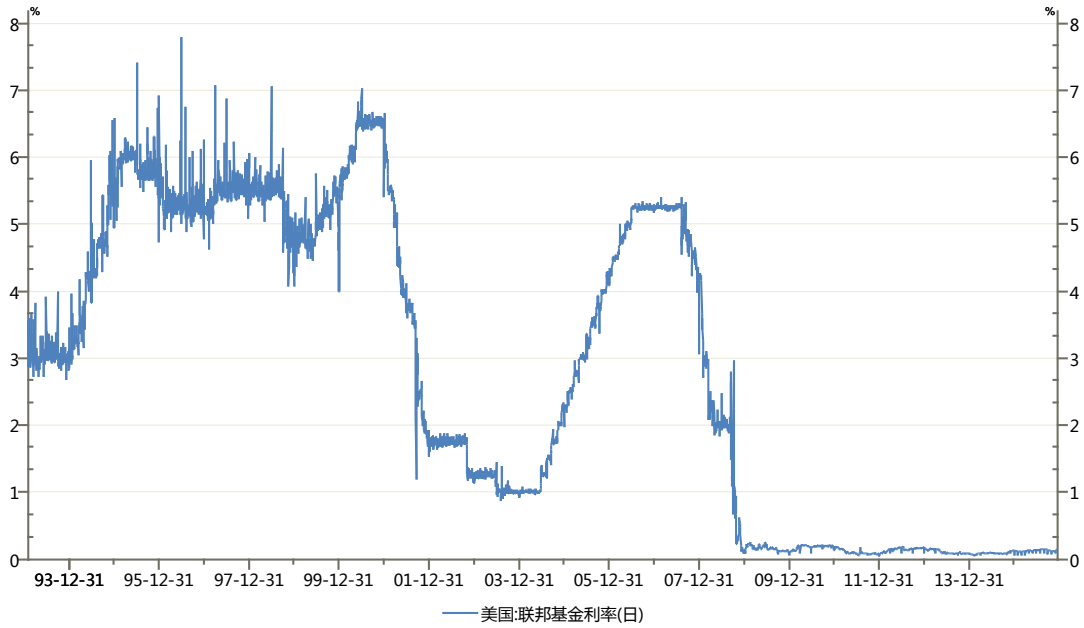
入迫使其选择宽松，导致泡沫产生和杠杆提升。美元紧缩周期时，货币又面临贬值压力，货币政策被迫紧缩。历次美国加息受影响最严重的往往是外债高、外储少的经济体。近期阿根廷汇率就出现30%的贬值。

美联储加息可能引发短期内国际资本流出中国，特别是热钱。但是中国经济相对其他国家来说高速增长，资本流出规模应该有限。不过人民币兑美元走势来看，与中美利差存在着高度正相关。08年以来由于美国QE，利率下降，中美利差上升，因而人民币兑美元持续强势。但从14年开始中美利差缩窄，意味着人民币兑美元逐渐积累贬值压力。预计在16年将会有2到4次加息，届时需要防范阶段性人民币贬值压力加大。

最近有市场分析人士认为 A 股大牛市一般在美国进入加息周期 1-2 年后发生。简要回顾：美联储的加息周期是 1994-1996 年和 2004-2006 年以及 1999-2001 年的短周期。A 股在 2008 年以前出现过的的大牛，分别是：1996-1997 年大牛市：上证指数从 300 点升至最高 1500 点。1999-2001 年大牛市：上证指数从 1000 点升至最高 2200 点。2006-2007 年大牛市：上证指数从 1000 点升至 6000 点。

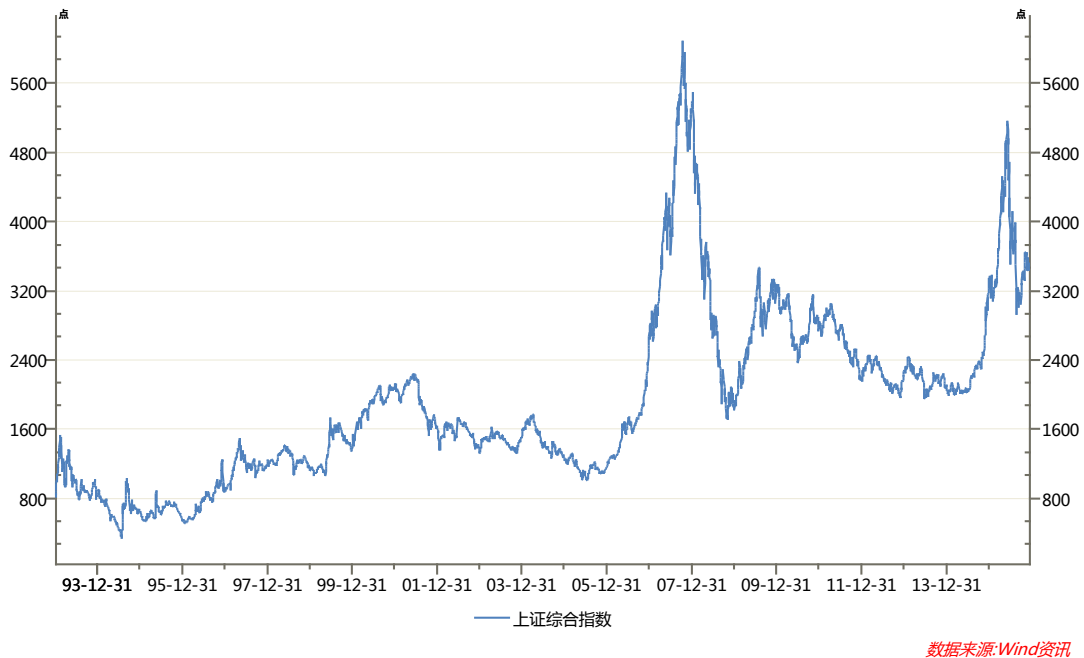
从新兴市场指数看，在美联储加息后确有先跌后涨的现象，不过我们认为至少 A 股的牛熊周期成因与美联储无关。实际上 08 年以前中国经济尤其是金融市场相对封闭，受到国际市场的影响较小。09 年以后随着全球一体化趋势愈演愈烈，特别是中国成为世界第二大经济体，发达经济体的货币政策对国内市场影响日益明显。不过 A 股市场仍以内因为主，否则就无法解释 14-15 年的本轮大牛市行情。

图1：美国93年以来的加息周期



数据来源：WIND大通证券研究发展部

图2：A股牛熊周期以内因为主



数据来源：WIND大通证券研究发展部

### 3.国内经济及政策分析

#### 3.1 16年经济继续下行

近年来，我国宏观经济仍处于惯性下行的通道之中，15年上半年在资本市场活跃的带动下GDP达到7%的增长目标，三季度以来总体经济运行再度下行。由于需求不足，而长期形成的产能过剩仍然存在，因此，工业生产增速明显出现下台阶的走势。16年受需求依旧不足的影响，去产能的进程还将加快，因而下行的走势还将继续。

2016年宏观经济将有所下行，预计经济增速回落至6.5左右%，2016年是中国经济缓慢下行的第四年，宏观基本面亮点不多。从三大产业的情看，服务业的增长情相对较好，但制造业仍将处于下滑过程中。从三大需求的角度看，我们预计消费的增长平稳略升，投资增速有所下行，出口的情难以好转。

通胀方面，预计在粮食库存过剩、大宗商品难以大幅抬头、内需疲弱的宏观背景下，CPI及PPI继续存在通缩风险。我们预计2016年CPI或在1.5%左右，PPI维持负增长。疫情带来的禽畜类价格的攀升可能是CPI上行风险之一，但是冲击或有限。通胀或暂时不会成为政策放松约束，但警惕过度宽松或将带来未来通胀的抬头。

货币政策面，2016年有小幅利率下行的空间，我们预计利率下调空间25-50BP，相较于过去一年多的降息，空间已经不大。预计存款准备金率在2016年有可能下调3-4次，达到250-300BP，总体看，宽松利率不如2015年。2016年宏观经济的重点是防范“黑天鹅”，显然预计2016年宏观经济的不确定性对资本市场的影响不正面，但如果没有特别意外的事件生，2016年的宏观经济走势对市场说索然无味，难以形成较明确的利好，也难以形成特别大的利空.也符合近几年资本市场的运行大概率和宏观经济走势脱钩的趋势。

#### 3.2 “供给侧改革”意义深远

近期，“供给侧”成为经济政策表述中的高频词。11月10日，在中央财经领导小组第十一次会议上，习近平总书记强调，在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力。

11月11日召开的国务院常务会议，也提出以消费升级促进产业升级，“培育形成新供给新动力扩大内需”。而在早前公布的十八届五中全会公报中，也有“释放新需求，创造新供给”的措辞。

“供给侧”与“需求侧”相对应。需求侧有投资、消费、出口三驾马车，三驾马车决定短期经济增长率。而供给侧则有劳动力、土地、资本、创新四大要素，四大要素在充分配置条件下所实现的增长率即中长期潜在经济增长率。07年以来，中国经济增速逐年下滑。从需求侧看，外需不振，出口很难提升；投资增速在房地产趋势性下降的背景下也下滑至谷底；内需一直保持平稳。近年来政府加大基建投资、降息降准等刺激需求的政策效果也不理想。纵观世界经济历史，美国曾在20世纪70年代陷入滞胀，英国也在20世纪70-80年代面临滞胀叠加结构性问题的窘境。作为供给学派的典型实践，“里根经济学”和“撒切尔主义”分别采用减税和国企改革等措施帮助经济走出衰退的泥潭。供应学派的诞生建立在反对凯恩斯主义的基础上。凯恩斯主义的核心是注重需求侧的管理，通过刺激需求达到经济调控目的。而该学派强调经济的供给方面，认为需求会自动适应供给的变化。

供给侧改革是一种寻求经济新增长新动力的新思路，主要强调通过提高社会供给来促进经济增长。对于如何拉动经济增长，需求侧管理与供给侧改革有着截然不同的理念。需求侧管理认为需求不足导致产出下降，所以拉动经济增长需要“刺激政策”来提高总需求，使实际产出达到潜在产出。供给侧管理认为市场可以自动调节使实际产出回归潜在产出，所以根本不需要所谓的“刺激政策”来调节总需求，拉动经济增长需要提高生产能力即提高潜在产出水平，其核心在于提高全要素生产率。

什么是全要素生产率？就是在资本、劳动、土地等生产要素投入量不变的情况下，推动生产率提高。尤其是处于转型期的中国，在技术创新不足的情况下，更多从改革入手，以提高全要素生产率。也就是说，制度创新、组织创新能力决定着全要素生产率的提升空间，也决定着“供给侧改革”的成效。手段上，包括简政放权、放松管制、金融改革、国企改革、土地改革、提高创新能力等。

当然，经济界许多有识之士也认识到，我国的“供给侧改革”与西方英美等国不同。习近平总书记在中央财经领导小组第十一次会议上的讲话，更全面地为



“供给侧改革”下了定义，在产业层面、调控层面、财税制度层面、资本层面的部署，勾勒出了“供给侧改革”的重点。也被称为“四个歼灭战”。

其一，“要促进过剩产能有效化解，促进产业优化重组”。化解过剩产能，通过价格调整、企业整合淘汰、拓展外部市场是主要方式。其二，“要降低成本，帮助企业保持竞争优势”。这意味着企业将通过结构性减税获益。其三，“要化解房地产库存，促进房地产业持续发展”。这是对房地产作为支柱产业的再次确认。这是在调控层面消除供给制约。其四，“要防范化解金融风险，加快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者权益得到充分保护的股票市场”。这一论述表明了最高领导层对股市发展的态度。这是在资本层面强调供给的稳定性。

### 3.3 中央经济工作会议凸显“供给侧改革”重点

中央经济工作会议2015年12月18日至21日在北京举行。习近平在会上发表重要讲话，总结2015年经济工作，分析当前国内国际经济形势，部署2016年经济工作，重点是落实“十三五”规划建议要求，推进结构性改革，推动经济持续健康发展。李克强在讲话中阐述了16年宏观经济政策取向，具体部署了16年经济社会发展重点工作，并作总结讲话。

会议重点内容体现为五个方面：

#### 1. 积极的财政政策加大力度，货币政策适度宽松

会议提出，“积极的财政政策要加大力度，实行减税政策，阶段性提高财政赤字率”，2016年财政政策将发挥更大的作用，此前市场普遍推测的减税政策正式明晰，财政支出和政府投资仍需对稳增长提供支持，由降税造成的财政减收将通过赤字来弥补。而“阶段性提高财政赤字率”的表述，符合我国渐进式改革特征，也表明不会出现财政赤字在短期内激增的情形。

会议同时提出“稳健的货币政策要灵活适度，为结构性改革营造适宜的货币金融环境，降低融资成本，保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长，扩大直接融资比重，优化信贷结构，完善汇率形成机制”。会议强调货币政策与结构性改革的适应性，表明不会实施过度宽松的货币政策拖累结构性改革的进行；而

降低融资成本和保持流动性合理充裕，则意味着 16 年降息、降准仍有操作空间，前者作为价格工具需进一步引导实体融资成本下行，后者则须视跨境资本流动的状况对冲市场流动性的变化，以维持存量流动性的充裕。

## 2. 化解过剩产能：多兼并重组，少破产清算

会议提到，供给侧改革的任务之一是积极稳妥化解过剩产能（去产能），一方面，要研究制定全面配套的政策体系，依法为实施市场化破产程序创造条件，加快企业破产清算案件的审理；另一方面，会议强调在产能去化的过程中，需妥善处理社会稳定和结构性改革的关系，包括财税支持、不良资产处置、失业人员再就业和生活保障等。此外，会议尤其提出，要“尽可能多兼并重组、少破产清算”，表明从政府的角度来看，产能去化的过程仍不得不考虑失业率的提升和对社会稳定的影响；因此，产能去化的途径将主要以企业间的兼并重组为主，而非简单直接的破产和淘汰；这将使得市场出清带来的冲击相对温和，而产能过剩行业的兼并重组也将为资本市场提供了更多的投资机会。

## 3. 化解房地产库存：扩需求，控供给，松政策

在供给侧改革的五大任务中，“去库存”主要针对的是房地产市场库存高企的问题。会议从提高需求、调整供给、政策支持三个方面提出了房地产库存去化的主要举措。从需求端来看，一是扩大农村的住房需求，包括加快农民工市民化、允许农业转移人口在就业地落户等；二是释放城市住房需求，包括购租并举的住房制度、将公租房扩大到非户籍人口等；三是激发房屋租赁市场需求，主要是鼓励购买库存商品房，增加租赁房源，并鼓励发展房屋租赁专业化企业。从供给端来看，一是鼓励房地产开发商调整营销策略，适当降低房价以利于消化库存；二是促进房地产企业兼并重组，提高产业集中度，以控制和缩减供给端的扩张。而从政策层面，会议提出取消过时的限制性措施，这意味着当前仅剩的一线城市限购政策有进一步松动的可能。

## 4. 降低企业成本“组合拳”：简政放权+降税清费+低利率+要素价格市场化

会议提出在推行供给侧改革的过程当中，要打出“组合拳”开展降低实体经济企业成本的行动。除了上文提及的降低企业税负，还包括通过简政放权降低企

业交易成本；通过精简“五险一金”降低企业人力成本；通过维持低利率的环境降低企业财务成本，通过降低电力、物流价格，降低企业生产成本。

## 5. “改革”与“开放”仍将齐头并进

会议在阐述推进供给侧结构性改革的同时，仍然强调了深化改革和对外开放的重要性。深化改革方面，主要明确了五大重点领域的改革措施，包括国企改革、财税体制改革、金融体制改革、养老保险制度改革和医药卫生体制改革；对外开放方面，则重点提及国际产能和装备制造合作、自贸区及投资协定谈判、改善利用外资环境、保护外资企业合法权益、重视知识产权保护等内容，同时强调通过“一带一路”国家战略、亚投行和丝路基金等机构，为对外开放形成有力支撑。

### 3.4 “资产荒”时代，股票成为优良配置标的

08年以来各国央行先后启动宽松货币政策，向市场注入大量资金，导致全球资本过剩。然而实体经济复苏缓慢，其投资回报率不高，难以满足高风险资产的需求。这一矛盾，在中国尤其明显。我国自2011年以来实际GDP增速持续下滑，实体经济盈利能力的下降，使得实体经济本身对于资金的吸纳能力下降，银行惜贷行为以及不良资产的上升就是明。尤其是13年以来房地产等高回报行业也进入历史性拐点，优质项目大幅减少，最明显的标志是号称高收益的信托资产规模增速大幅下降。于是近来庞大的资金纷纷转向具有政府背景的基建项目领域。这一现象也导致政府或类政府平台成为国内为数不多的加杠杆的社会部门。

近年来央行引导实际融资利率的下行。2014年11月以来，央行货币政策由定向宽松转向全面宽松，经历了6次降息和4次降准。当前，一年期存款基准利率已经降至1.5%，代表长期资金的中国10年期国债利率已创下2010年以来的新低水平。展望16年，我们认为10年期国债利率依然有望继续下行。长期利率的降低将进一步拉低传统固定收益类产品的收益率。国内财富市场的大量资金面临“资产荒”。

16年央行仍将维持宽松的货币政策，名义利率仍有下行空间。低利率时代，股票将成为吸纳社会资金的最佳方式。从美国的经验来看，其无风险利率下行的阶段，共同基金规模急速扩张，大类资产配置转移向股市。股市表现为大幅上涨。

近期保险资金在A股频频举牌就是上述社会现象在中国的映射。相信随着国内利率市场化进程的完成，以银行理财为代表的社会资金将加大对股票资产的配置力度。股票将成为“资产荒”时代的优良配置标的。

### 3.5注册制改革揭幕，金融市场迎来股权时代

第十二届全国人大常委会第十八次会议15年12月21日至27日召开，会议审议通过了《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用<中华人民共和国证券法>有关规定的决定(草案)》的议案，明确授权国务院可以根据股票发行注册制改革的要求，调整适用现行《证券法》关于股票核准制的规定，对注册制改革的具体制度作出专门安排。该决定的实施期限为两年，决定自2016年3月1日起施行。

草案规定了授权事项、实施期限和相关配套要求三方面的内容。在授权事项中，草案提出，全国人大常委会授权国务院对拟在上海证券交易所、深圳证券交易所上市交易的股票的公开发行，调整适用证券法关于股票公开发行核准的有关规定，实行注册制度，具体事项由国务院做出安排，报全国人大常委会备案。

根据草案，授权决定的实施期限为两年，自授权决定实施之日起算。授权决定实施期间，国务院要加强对股票发行注册制改革工作的组织领导。证监会要会同有关部门加强事中事后监管，切实保护投资者合法权益，并认真总结经验，及时提出修改完善证券法有关规定的建议。

全国人大法律委员会认为，落实“推进股票发行注册制改革”任务，涉及证券法相关制度的调整。证券法修订草案已经全国人大常委会初次审议，鉴于对证券法的全面修改涉及资本市场法律制度的顶层设计，目前国务院有关部门正在针对前一时期证券市场异常波动的情况，认真总结经验教训，研究在证券法修改中进一步完善相关制度，需要一个过程。

在会议上，肖钢就草案作出说明。肖钢说，推进股票发行注册制改革是党的十八届三中全会决定的明确要求，也是2015年政府工作报告确定实施的重要任务。与股票发行核准制度相比，注册制是一种更为市场化的股票发行制度，其主要内容是以信息披露为中心，完善信息披露规则，由证券交易所负责企业股票发

行申请的注册审核，报证监会注册生效。

目前我国资本市场正处于重大改革前夜，注册制和以“新三板分层和战略新兴板建立”为代表多层次资本市场建设将在2016年加速推进。上述变革是深化金融改革的缩影。注册制的推进是我国资本市场发行制度的根本性转变，意味着整个资本市场监管体系的重大变革。也是中国资本市场20多年的总结和再出发，将对未来资本市场的发展产生巨大的影响。注册制是IPO发行制度演变发展的必然趋势，该制度的实施有利于降低企业上市成本，有利于资本市场优胜劣汰，有利于上市企业的规范治理。注册制以及新三板、战略新兴板的逐步推进标志着我国金融市场进入股权时代。

## 4. 市场资金供求分析

### 4.1 资金需求

2016 共有 1377 亿股限售股进入流通，共计解禁市值 24700 亿元（按照 2015 年 12 月 18 日收盘价）。从全年分布看，年初和年末减持压力较大。解禁市值最多的公司是温氏股份，其数量达到 25 亿股，解禁市值 1217 亿元。解禁市值前 20 名公司类型上由首发原股东和定向增发投资者构成。其中定向居多。

**资金需求：**按照最近一年实际的解禁减持占比计算，实际减持需要资金 4000 亿元。一级市场发行方面，根据 15 年实际募集资金情况以及排队待审企业判断，明年 IPO 发行可能提速，战略新兴板将建立，都将增加融资需求。不过上市公司再融资将成为最大的压力源。估计大约需要 14000 亿。总之，资金需求量大约为 18000 亿元左右。

**表 3：2016 年限售股解禁季度分布**

截止日期	本期开始流通股数合计(万股)	本期开始流通市值合计(万元)	无限售条件股份数量(万股)	无限售条件股份市值(万元)	限售流通股份数量(万股)	限售流通股份市值(万元)
2016-1-31	1,714,762.69	28,115,724.27	13,671,387.33	173,266,304.86	4,104,087.62	70,395,593.08
2016-2-29	1,123,078.09	19,870,551.65	7,161,178.78	96,784,651.12	3,837,595.07	50,864,949.52
2016-3-31	1,265,042.73	25,087,578.15	5,481,083.47	111,296,993.54	2,549,645.32	55,446,546.76
2016-4-30	1,055,411.99	17,521,422.95	5,425,844.35	81,109,761.26	992,093.56	29,137,712.08
2016-5-31	881,288.43	24,647,687.78	6,080,224.58	117,869,781.31	1,455,450.82	46,853,726.78

2016-6-30	1,412,036.60	32,220,885.24	9,220,218.95	131,250,971.09	4,240,233.77	79,841,925.98
2016-7-31	778,176.21	9,995,912.73	6,738,886.30	107,175,423.02	743,347.89	17,829,664.39
2016-8-31	1,311,317.61	15,753,884.74	6,491,455.56	100,124,084.54	2,983,958.66	41,510,694.73
2016-9-30	724,462.89	15,340,698.35	4,602,442.64	87,741,884.31	1,372,776.00	26,923,887.35
2016-10-31	169,440.21	3,309,813.49	1,673,077.45	32,413,112.56	647,836.61	13,897,935.35
2016-11-30	1,183,711.72	25,276,059.40	6,808,800.25	118,445,469.87	2,249,548.31	39,297,241.03
2016-12-31	2,152,495.36	30,195,895.31	7,813,714.03	137,164,861.34	2,083,283.08	48,668,457.11

数据来源：WIND 大通证券研究发展部 日期截至 12 月 18 日

**表 4：2016 年解禁市值前 20 公司**

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量(万股)	流通市值(万元)	流通股份类型
300498.SZ	温氏股份	2016-11-2	255,519.26	12,172,937.71	首发原股东限售股份
601211.SH	国泰君安	2016-6-27	324,889.16	8,222,944.64	首发原股东限售股份
600023.SH	浙能电力	2016-12-19	1,061,309.03	8,193,305.69	首发原股东限售股份
000333.SZ	美的集团	2016-9-19	197,125.00	5,858,555.00	首发原股东限售股份
600958.SH	东方证券	2016-3-23	215,866.35	5,405,293.42	首发原股东限售股份
600606.SH	绿地控股	2016-6-30	270,504.82	4,858,266.56	定向增发机构配售股份
601166.SH	兴业银行	2016-1-7	287,272.01	4,708,388.16	定向增发机构配售股份
002739.SZ	万达院线	2016-1-22	28,600.00	3,733,444.00	首发原股东限售股份
600061.SH	国投安信	2016-2-16	120,582.76	3,464,342.57	定向增发机构配售股份
600015.SH	华夏银行	2016-4-26	290,034.80	3,329,599.55	定向增发机构配售股份
002018.SZ	华信国际	2016-5-23	72,868.50	3,212,043.56	定向增发机构配售股份
600688.SH	上海石化	2016-8-22	438,000.00	3,000,300.00	股权分置限售股份
000555.SZ	神州信息	2016-12-30	62,821.62	2,889,794.36	定向增发机构配售股份
600009.SH	上海机场	2016-3-2	83,348.21	2,558,789.90	股权分置限售股份
000027.SZ	深圳能源	2016-2-15	252,696.66	2,549,709.33	定向增发机构配售股份
000166.SZ	申万宏源	2016-1-26	206,995.47	2,254,180.64	首发原股东限售股份
600566.SH	济川药业	2016-12-26	61,082.43	1,751,233.27	定向增发机构配售股份
601186.SH	中国铁建	2016-7-18	124,200.00	1,730,106.00	定向增发机构配售股份
000582.SZ	北部湾港	2016-12-26	69,002.69	1,504,948.78	定向增发机构配售股份
002673.SZ	西部证券	2016-3-25	39,556.96	1,477,452.53	定向增发机构配售股份

来源：WIND 大通证券研究发展部 日期截至 12 月 18 日

**表 5：2015 年一级市场募集资金情况**

	日期	2015 年第 1 季	2015 年第 2 季	2015 年第 3 季	2015 年第 4 季
集资金额合计	募集资金(亿元)	2,489.22	4,463.93	2,582.21	2,658.00

	实际募集资金(亿元)	2,429.31	4,373.92	2,559.04	2,621.94
IPO 统计	首发家数(家)	71	122	0	30
	首发股数(亿股)	122.13	101.46	0.00	19.34
	首发募集资金(亿元)	481.60	983.98	0.00	87.61
	首发发行费用(亿元)	34.49	59.19	0.00	10.41
	首发实际募集资金(亿元)	447.10	924.79	0.00	77.20
	首发市盈率	64.99	65.92	0.00	44.28
增发统计	增发家数(家)	153	168	195	182
	增发股数(亿股)	312.16	563.12	307.46	302.69
	增发募集资金(亿元)	1,997.69	3,454.84	2,582.21	2,570.39
	增发费用(亿元)	25.34	30.23	23.17	25.65
	增发实际募集资金(亿元)	1,972.35	3,424.61	2,559.04	2,544.74
	增发市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00
配股统计	配股家数(家)	1	3	0	0
	配股股数(亿股)	0.78	3.70	0.00	0.00
	配股募集资金(亿元)	9.93	25.11	0.00	0.00
	配股费用(亿元)	0.08	0.59	0.00	0.00
	配股实际募集资金(亿元)	9.85	24.53	0.00	0.00

数据来源: WIND 大通证券研究发展部 日期截至 12 月 18 日

## 4.2 资金供给

按照股票型 80% 仓位、混合型 60% 仓位、债券型 40% 仓位计算, 预计基金能够为 A 股市场带来 5000 亿新增资金。预计私募基金能够带来 1000 亿元资金。券商集合理财规模保守估计能带来 1300 亿资金。从 A 股新增开户数方面统计, 预计 A 股新增开户达到 5000 万户以上, 个人投资者预计能够带来 5000 亿元资金。16 年深港通启动在即, 6 月 MSCI 指数将可能接纳 A 股, 随着资本市场的国际化, QFII 等海外资金将逐渐增加对 A 股的投资力量。保险资金也将提高对 A 股的投资比重, 养老金也将入市, 因此, 16 年资金供给为 20000 亿元左右。

总体上, 资金供给略大于资金需求, 资金面处于宽松状态。

表 6: 2015 年基金发行情况

	截止日期	2015 年第 1 季	2015 年第 2 季	2015 年第 3 季	2015 年第 4 季
新成立基金	总数	140	368	129	135
	发行份额(亿份)	2,999.42	8,328.80	2,795.08	1,606.62
	平均发行份额(亿份)	21.42	22.63	21.67	11.90

	截止日份额(亿份)	2,216.81	6,871.07	2,816.32	1,606.91
股票型	只数(只)	55	121	45	10
	发行份额(亿份)	1,305.56	2,022.48	150.01	71.40
	占比(%)	43.53	24.28	5.37	4.44
	平均发行份额(亿份)	23.74	16.71	3.33	7.14
	截止日份额(亿份)	902.18	1,622.62	132.28	71.40
混合型	只数(只)	62	223	55	74
	发行份额(亿份)	1,511.51	6,057.91	2,471.17	1,118.51
	占比(%)	50.39	72.73	88.41	69.62
	平均发行份额(亿份)	24.38	27.17	44.93	15.12
	截止日份额(亿份)	1,020.86	4,598.83	2,463.50	1,118.51
债券型	只数(只)	11	9	15	33
	发行份额(亿份)	90.42	140.68	81.33	268.82
	占比(%)	3.01	1.69	2.91	16.73
	平均发行份额(亿份)	8.22	15.63	5.42	8.15
	截止日份额(亿份)	84.95	243.68	81.33	268.82

数据来源: WIND 大通证券研究发展部 日期截至 12 月 18 日

**表 7: 2015 年私募基金募资情况 (仅限公布数据的私募)**

	截至日期	2015 年第 1 季	2015 年第 2 季	2015 年第 3 季	2015 年第 4 季
全部产品	总数	3334	7160	2978	1363
	发行规模(万元)	4,403,295.86	10,294,791.02	7,358,504.00	395,583.81
	平均发行规模(万元)	5,816.77	11,034.07	50,057.85	9,418.66
股票型基金	总数	2844	6594	2486	1148
	发行规模(万元)	3,482,157.86	9,382,811.15	6,818,758.00	268,337.81
	平均发行规模(万元)	5,189.51	11,090.79	66,850.57	12,777.99
混合型基金	总数	36	125	87	64
	发行规模(万元)	26,885.00	71,625.00	11,130.00	2,500.00
	平均发行规模(万元)	3,840.71	10,232.14	3,710.00	2,500.00
债券型基金	总数	97	124	159	89
	发行规模(万元)	648,833.00	504,557.10	496,724.00	91,436.00
	平均发行规模(万元)	23,172.61	10,968.63	14,192.11	6,095.73

数据来源: WIND 大通证券研究发展部 日期截至 12 月 18 日

**表 8: 2015 年券商集合理财统计**

	截至日期	2015 年第 1 季	2015 年第 2 季	2015 年第 3 季	2015 年第 4 季
--	------	-------------	-------------	-------------	-------------



新成立产品	总数	960	1535	879	464
	发行份额(亿份)	657.41	1,242.61	610.90	211.91
	平均发行份额(亿份)	1.28	1.79	1.83	1.48
股票型	总数	490	752	298	235
	发行份额(亿份)	341.46	798.27	154.18	101.25
	平均发行份额(亿份)	1.19	2.13	1.39	1.66
混合型	总数	187	328	219	99
	发行份额(亿份)	129.77	241.44	172.60	48.44
	平均发行份额(亿份)	1.15	1.24	1.73	1.13
债券型	总数	236	419	336	127
	发行份额(亿份)	159.43	185.85	261.71	62.22
	平均发行份额(亿份)	1.92	1.82	2.57	1.60

数据来源: WIND 大通证券研究发展部 日期截至 12 月 18 日

**表 9: 2015 年 A 股新开账户月度统计**

日期	合计	个人	一般机构
2015-01	2725559	2716183	9376
2015-02	1493861	1488175	5686
2015-03	6271939	6259899	12040
2015-04	15667604	15652221	15383
2015-05	14721600	14706472	15128
2015-06	15896181	15878209	17972
2015-07	7119422	7105298	14124
2015-08	4850385	4840473	9912
2015-09	4075320	4067133	8187
2015-10	4100900	4092952	7948
2015-11	5914884	5901146	13738
合计	82837655	82708161	129494
平均	7530696	7518924	11772

数据来源: WIND 大通证券研究发展部 日期截至 12 月 18 日

## 5.业绩与估值分析

### 5.1 业绩分析

2015 年前三个季度全部 A 股净利润（指归属母公司净利润，下同）增速为 1.14%，相较于半年报 7.80% 的增速大幅下降。剔除金融、中石油、中石化后的

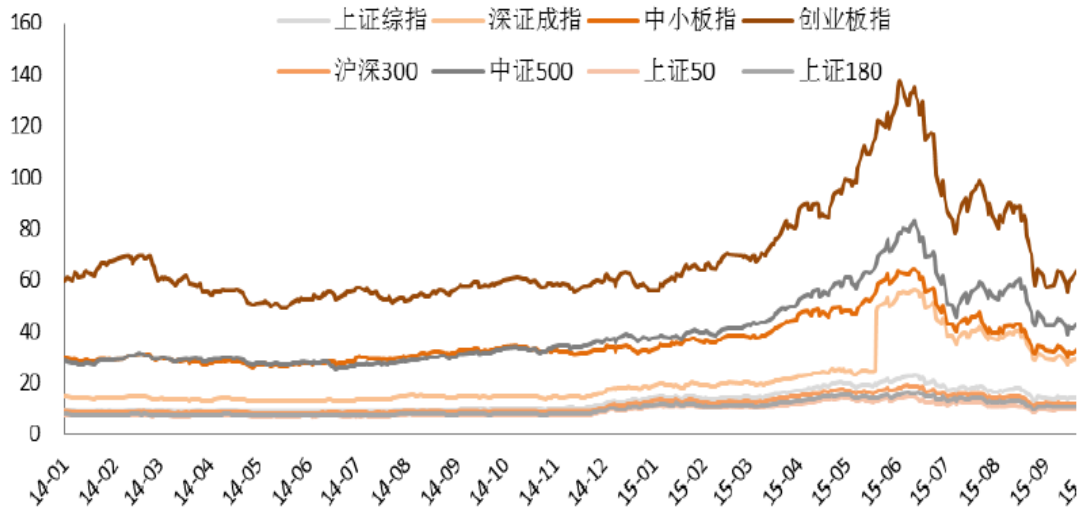
上市公司三季报增速为-0.13%，同样远低于半年报 9.69%的增速。预计四季度情况不会有太大改善，业绩持续放缓。2015 年 A 股全年业绩增速将接近零增长。

2016 年我国处于经济转型和变速阶段的关键期，经济环境不容乐观。预计 GDP 增速将为 6.5%左右，将继续探底。具体来看，PPI 下降带来的成本改善不能拉动毛利率的显著回升。政策对于新兴产业、服务业等领域进行支持，这些领域的需求相对较好，支撑业绩增长的基本面环境较好。供给侧改革带来的影响尚需时间体现，部分行业可能存在加快去库存的机会，但期盼盈利改善为时太早。上游资源类行业业绩改善的契机可能要等待全球通胀的回升，强美元和联储加息的背景下，上游继续去产能，盈利恐怕仍在恶化过程中。因此预计 16 年 A 股业绩将低于 15 年，增长在-5%左右。

## 5.2 估值分析

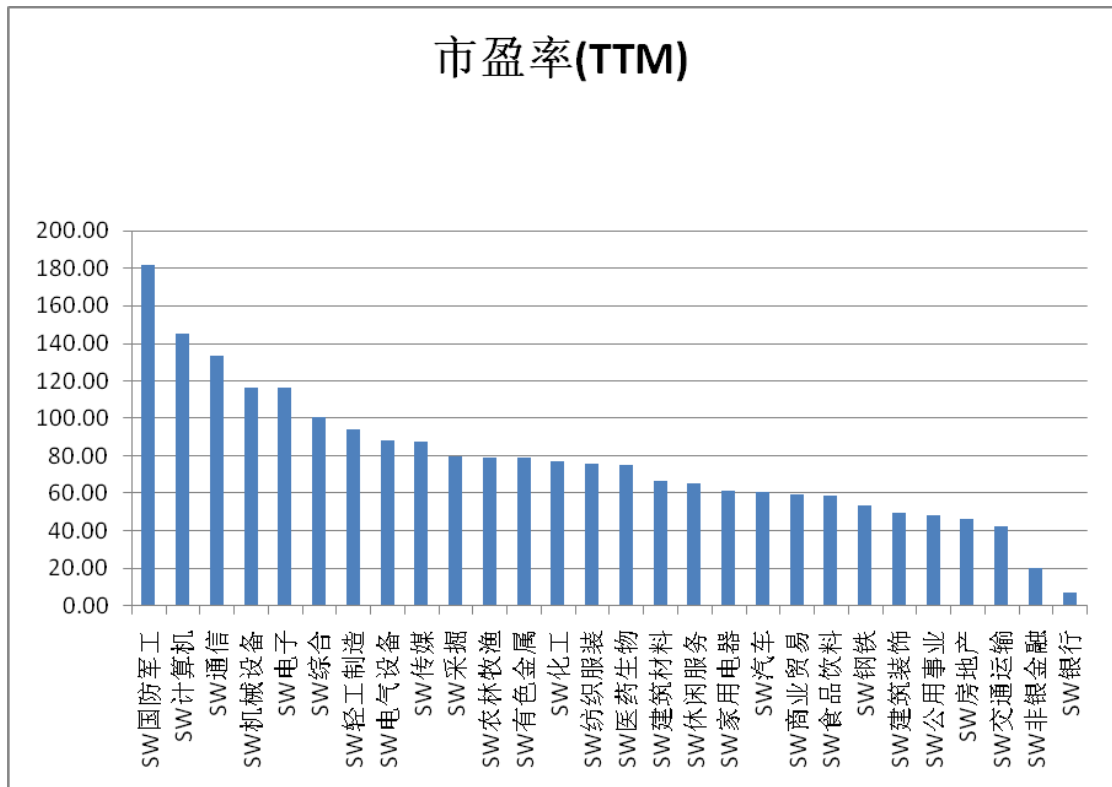
从估值角度来看，截止12月25日，上证综指、深证成指、中小板指和创业板指的市盈率（TTM）分别为16.88、37.77、40.13和73.73倍，基本接近历史平均水平。本月估值排序较高的5个行业是：国防军工、钢铁、有色金属、计算机和综合，其动态市盈率分别为217.06、120.24、104.18、102.71 和97.51 倍；估值较低的5个行业是：公用事业、建筑装饰、家用电器、非银金融、和银行，其动态市盈率分别为24.98、21.05、19.20、15.51 和7.23 倍。从相对估值水平看，大多数行业在历史均值附近。总体上，A股估值水平合理。

图3：主要指数估值水平



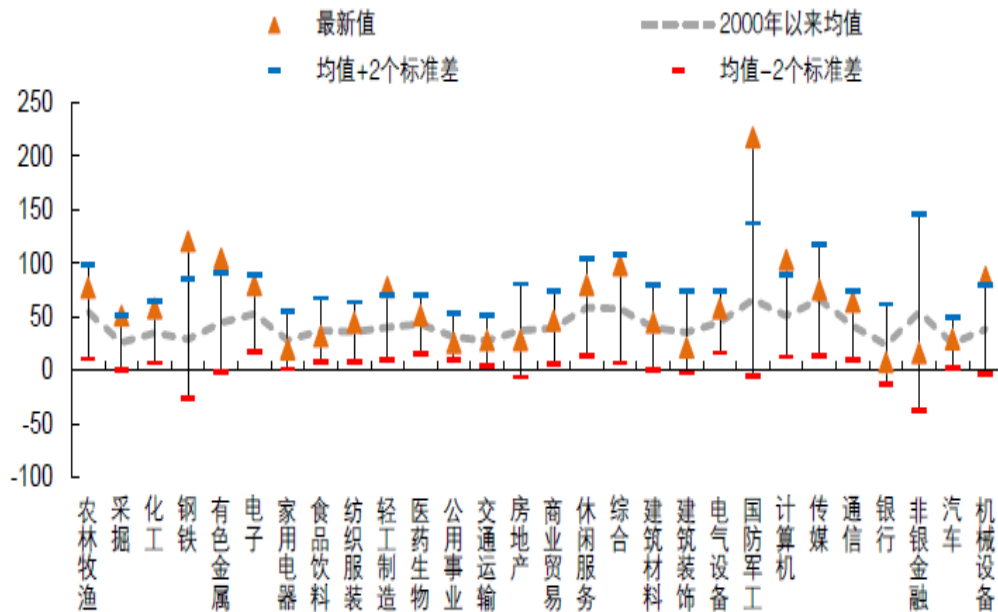
数据来源：WIND 大通证券研究发展部

图4：各行业估值水平



数据来源：WIND 大通证券研究发展部

图5：大多数行业在均值附近



数据来源：WIND 大通证券研究发展部

## 6. 投资策略

### 6.1 综合分析及行业配置

美联储正式进入加息周期，对中国有短期影响。国内经济 16 年继续下行，政府及时启动供给侧改革。中央经济工作会议部署“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”等五大任务，经济保障措施有力。在“资产荒”时代，大类资产配置中股票成为最好的投资标的。注册制将进入两年准备期，中国股权时代终于到来。市场资金面仍旧充沛，上市公司 16 年业绩进入负增长可能性较大。估值水平方面，A 股总体上处于合理水平。在新旧经济并存，改革日渐深化的背景下，蓝筹股和新兴成长板块皆存在机会，结构性行情可能成为 16 年的主要特色。基于上述前提，我们认为上证指数 16 年的合理波动区间为 2900 点-4400 点。基于上述判断，建议超配非银金融、传媒、医药生物、信息技术、环保、新能源汽车等板块，以及国企改革、新兴消费、美丽中国、中日韩自贸区概念等主题投资板块。

## 6.2 主题概念

### 国企改革

在 9 月份国企改革的顶层设计出台之后，相关配套文件一直在陆续落地的过程中。央企层面，2015 年央企整合动作不断，国有资产优化布局结构的步伐一直在稳步推进过程中。15 年以来，央企整合已经在高铁、核电、航运、铁路基建、航空发动机等领域稳步推进。地方层面，随着国企改革配套细则陆续落地，地方改革也在紧锣密鼓推进，在地方各级政府盘活资产的内生驱动和供给侧改革的外部推动下，2016 年地方国企“三个一批”的步伐会加大，混改、整体上市也将迎来大动作。

### 新兴消费

2012 年，我国第三产业 GDP 占比首次超过第二产业，服务经济主导的时代将不可避免地到来。随着全面建成小康社会的提速，体育、文化、教育等生活性服务业具备巨大的发展潜力。新兴消费进步快速增长期。体育方面，体育赛事门票、版权费上升很快，9 月份中超联赛版权卖出 5 年 80 亿的天价，11 月份广州恒大俱乐部亚冠决赛单场门票收入超 2 亿。影视传媒方面，除了各类影视剧、网络剧、综艺节目的火爆以外，近几年我国的国产电影票房同样屡创新高。

### 信息技术

当前信息经济产业正呈现出前所未有的发展速度，新产品、新技术不断涌现，而每一类新产品进入渗透率快速提升的黄金阶段，都将造就一批伟大的公司。以苹果为代表的智能硬件加速渗透，歌尔声学市值加速膨胀。互联网金融、互联网医疗、手游、智能电视相继加速渗透，期间也诞生了东方财富、乐视网、卫宁软件、掌趣科技等细分领域龙头。未来重心将更多向后端数据处理和运用转移，对应云计算、大数据将迎来重要发展机遇。

### 美丽中国

“十三五”规划的十大目标包含加强生态文明建设（“美丽中国”），这是“美丽中国”首次写入五年规划。我们认为环保和新能源产业将极大地受益于“美丽中国”概念。环保行业是“美丽中国”的直接受益者。2015 年，环保利好政策频现，除生态文明建设被列入“十三五”规划外，国务院连续出台了包括《生态文明体制改革总体方案》、新《环境保护法》等政策，意在通过严厉执法提升

环境保护力度。新能源汽车作为先进制造和清洁能源的代表产业，将率先引领制造业腾飞，目前我国正呈现这一趋势。2015 年新能源汽车供给端产量持续超预期，新能源汽车 1—10 月新能源汽车产量 181225 辆，同比增长 2.7 倍。其中纯电动汽车产量 93032 辆，同比增长 2 倍；插电式混合动力汽车产量 60126 辆，同比增长 1.9 倍。

### **中日韩自由贸易区**

中日韩自由贸易区这一设想是 2002 年在中日韩三国领导人峰会上提出的。2012 年 11 月 20 日，在柬埔寨金边召开的东亚领导人系列会议期间，中日韩三国经贸部长举行会晤，宣布启动中日韩自贸区谈判。中日韩自由贸易区是一个由人口超过 15 亿的大市场构成的三国自由贸易区。自由贸易区内关税和其他贸易限制将被取消，商品等物资流动更加顺畅，区内厂商往往可以降低生产成本，获得更大市场和收益，消费者则可获得价格更低的商品，中日韩经济总量占世界的 20%，尤其在当前美国尚未从经济危机中恢复、欧债危机不断发酵的情况下，亚太须充分发挥世界经济三大“引擎”之一的作用，中日韩自贸区一旦建成，势必为这一“引擎”再添强大动力。

**风险：美联储加息超预期、经济数据疲软、改革进程低于预期**

## **—正文完毕—**

### **● 分析师声明**

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

### **● 公司评级、行业评级及相关定义**

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级

含义分别为：

### 公司评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5% 与-15% 之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

大通证券股份有限公司

## ● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料,我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司