

2015 年 8 月 25 日

大市導航

機械工業：工業 4.0 調研筆記及思考

系統集成適合本土企業。工業 4.0 是機械行業中未來最有長期發展前途的大板塊。2014 年海通機械提出投資機器人行業要分辨是做機器人本體的，還是關鍵零部件的，還是做系統集成的，我們認為機器人系統集成是留給本土企業發展智慧製造的市場，這部分的市場容量大於機器人本體許多倍，是帶明顯工業服務性質的高端製造行業。

“工業 4.0”層次分明。目前國內的“工業 4.0”有些只是在生產線上局部或全部用機器人代替人完成自動化的功能，有些則能做到車間級的 MES 和工廠級的 ERP 管理功能。實現數位控制功能可以是傳統的封閉式數控系統，現在也有開放式數控系統；設備層的工業控制網路可以用現場匯流排或工業乙太網實現；MES 系統是介於底層設備和 ERP 之間的中間層；ERP 系統是管理層，制定物料、財務、排產計畫，企業資源計畫。

我國各企業智慧製造進展有別。階段一：半自動化屬於工業 2.0：機器換人之半自動指上料和下料靠人，加工過程靠機器。階段二：全自動化也算工業 2.0：機器換人之全自動指上料和下料和加工過程都靠機器，有全自動的單機設備和生產線。階段三：自動化後加資訊化算工業 3.0，比如加 MES 系統和 ERP 系統後，除物質流外還有資訊流在系統內流動。階段四：工業 4.0：強調的是集成，橫向集成、縱向集成、端到端集成，智慧化：自我調整、自調整、自感知、自組織，從生產型向服務化轉型。

我國目前尚無階段四屬性的供應商，號稱工業 4.0 的大部分公司尚處在階段一和階段二供應商領域，進入階段三的都是少數。判斷供應商是否能提供到階段三的服務要看是否能解決數控系統的通信——目前我們所知道的是明匠智慧（號稱萬能板卡）、瑞博多（僅限 CNC box）有一定能力。

與階段四相關的伺服器硬體是華為、中興、浪潮做，Oracle 在中國做不到專案，辦公自動化是用友、金蝶、基礎軟體是中軟在做，雲都是國內企業在做，SAP 已被清除出中國。由於階段四涉及到工業運用方面的互聯網，既然涉足大資料和互聯網，就涉及到網路安全，在我國目前的政策下，外資公司困境重重，華為、用友網路前景看好。

風險提示：宏觀經濟下行風險；工業 4.0 推進進度低於預期。

公用事業：我思故我在②：迷茫中，可在電力股裡找溫暖

第一，電力股是中報景氣度整體向上板塊，而且超預期！電力企業受電價下調和電量低迷影響，收入一般，但中報的業績超出預期的不錯（火電企業行業利潤總額增 12%，利潤率 18%，同比增 3 個百分點；水電企業行業利潤總額增 44%，利潤率 23%，同比增 5 個百分點）。火電企業業績增長主要收益於煤價下跌（市場煤 15 年 H1 同比下降了近 20%，超過電價 5-10% 的降幅），和裝機容量穩健增長（同比增 6.4%）；水電企業主要受益於 14 年水電大年來水形勢不錯和裝機增長（同比增 4.5%）。

第二，電力股份紅率高兼具股債特性，股息率有保證（最高接近 4%）。

第三，電改與國改共振，電力股估值中樞在上行軌道。歐美電力企業普遍的估值在 12-25 倍，而中國全國性的電力公司估值無論 A/H 股多數在 15 倍以下。估值差異一方面源自海內外利息差異導致 dcf 法折現係數差異，另一方面源自電煤價格體系。在海外，電價和原材料價格煤價／氣價均市場化，電力企業盈利有穩定預期。而在國內，電價受管制，而煤價市場化，煤電聯動有漫長的滯後期，因此電力企業的盈利預期並不穩定。我們總結了近 30 家海外電力企業的業績情況，發現美國和歐洲電力公司的 ROE 一般在 8-12% 左右，多年均較為穩定，而中國火電企業 ROE 波動極大（11—14 年平均波動的區間為 4%—16%）。因此投資者在給國內的電力企業估值時會給予一定的折扣；未來伴隨電改帶來煤價電價共同市場化，配合國改，電力企業估值重心上移是大概率事件。

重點關注有發展前景的公司

浙能電力（核電概念：浙能與中核合作參股大量核電資產，投產權益裝機達 149 萬千瓦，在建核電權益裝機 210 萬千瓦。

集團公司潛在 625 萬千瓦籌建核電資產有注入上市公司可能性。大量在手現金帶來裝機高彈性：公司 160 億現金，可撬動 2000 萬千瓦新增機組投資，相當於再造一個浙能電力，15 年 pe13 倍）；深圳能源（董事長最近履新深圳國資委主任，碳減排+環保+非銀+電改試點多重概念）；

申能股份（集團董事長為上海前任國資委主任，看電改+國改+集團公司資產注入）；

桂東電力（能源互聯網+有業績）。

風險提示：改革不達預期；經濟波動帶來用電需求增速不確定性。

揚農化工（600486）：業績小幅增長，優嘉一期開始正常生產

揚農化工發佈 15 年中報，2015 年 1-6 月份公司共完成營業收入 18.02 億元，同比增長 11.96%，實現歸屬於上市公司股東的淨利潤 2.51 億元，同比增長 1.27%。

收入增加，毛利率平穩。報告期內公司收入增加 **11.96%**，主要是子公司優嘉公司一期項目建成投產及增加原揚農集團公司農藥業務。報告期內公司農藥行業毛利率 **25.21%**，同比下降 **0.28** 個百分點。其中由於草甘膦價格回落，除草劑收入下降 **6%**，毛利率下跌 **3.24** 個百分點。除草劑則由於高端品放量，收入增加 **15.73%**，毛利率 **27.41%**，同比增加 **2.87** 個百分點。

國內銷售大幅增加。在國內農藥市場，公司完成揚農集團與股份農藥的市場整合，理順業務流程，同步組建農藥製劑專業銷售隊伍，加強製劑銷售網路建設，強化市場研判，抓住重點客戶，把握原藥銷售節奏。上半年國內市場銷售 **7.37** 億元，同比增長 **44.76%**。在國際市場，公司面對諸多不利因素影響，深化與跨國公司的合作，積極參與市場競爭，全力抓好大噸位產品的銷售，上半年完成自營出口 **10.42** 億元，同比下降 **3.79%**。

優嘉一期開始正常生產，二期積極推進。優嘉公司一期項目已進入正常生產階段，並已完成安全、環保、職業衛生三同時驗收，上半年實現淨利潤 **7652.26** 萬。公司擬實施優嘉二期專案，包括 **3550** 噸/年殺蟲劑、**25000** 噸/年除草劑和 **1200** 噸/年殺菌劑，項目總投資合計約 **30** 億元。二期專案工程設計、行政審批等前期工作正在積極推進中，同步繼續開展了相關產品的工藝優化和清潔生產工作。我們預計項目到 **17** 年初投產。

麥草畏未來兩年將快速增長。**15** 年 **1** 月美國農業部(USDA)正式宣佈解除耐麥草畏棉花和大豆性狀技術的管制，轉基因作物推廣將驅動麥草畏需求或將大幅提升，麥草畏全球需求量預計將由目前的 **1.8** 萬噸爆發增長至 **5** 萬噸以上。預計公司麥草畏業務未來兩年將保持持續快速增長。

風險提示：下游需求低於預期。

中國建築（601668）：業績符合預期，積極佈局 PPP 以及一帶一路地區，地產銷售持續好轉下估值有望提升

- 1) 上半年收入同增 **10%**，歸屬淨利同增 **16%**，扣非後淨利潤同增 **20%**；
- 2) 經營現金流-**293** 億元，較 **14** 年同期-**326** 億元，有所改善，其中 **2** 單季度大幅淨流入；
- 3) 前 **7** 月建築新開工面積累計 **yoy-30%**，新簽訂單累計 **yoy-3%**，預計未來建築業務經營壓力較大；
- 4) 資金面+政策面推動下，地產銷售持續好轉，前 **7** 月地產銷售額同比增長 **20.1%**，合約累計銷售面積同增 **25.8%**。公司積極佈局“一帶一路”以及 PPP 項目（截至目前累計完成投資 **1360** 億），預計 **15-16** 年 **EPS** 分別為 **0.86** 和 **0.95** 元，地產持續復蘇下，估值仍有望提升，“買入”評級。

風險提示：經濟下滑風險，地產銷售低於預期，開工低於預期。

寶鋼股份（600019）：中報點評-業績穩定 後續微降

寶鋼股份上半年收入 808 億元，同比減少 17%，但營業成本 715 億元同比下降 19%，毛利率擴大約 1.7 個百分點。歸屬股東淨利潤 32 億元，同比增長 0.65%，扣非之後歸屬股東淨利潤 31 億元，和去年持平，每股收益 0.19 元，微增 0.66%。

從財務資料看，主要是公司現金流變動比較大，經營現金淨流量下降 34%約 38 億元，除了財務公司影響，主要是 6 月末經營性應付項目較少 8 億元，去年同期為增加 44 億元，兩者相比減少 52 億元；投資現金淨流量大幅減少 53 億元，主要是湛江專案和購買金融產品；籌資現金淨流量增加 83 億元，主要是今年債務融資規模上升 73 億元去年為下降；其他各項財務指標均變化不大。

從公司業務分行業看，鋼鐵製造業務毛利率增加 2.5 個百分點，而化工業務毛利率減少 2.6 個百分點。就鋼鐵製造業務來看，全線產品毛利率均明顯增加，冷軋毛利率增加 3.1 個百分點、熱軋增加 2.0 個百分點、寬厚板增加 4.6 個百分點、鋼管增加 1.7 個百分點、其他鋼鐵產品增加 8.6 個百分點。主要原因是雖然鋼價下跌較多，但原料跌幅更深，而寶鋼產品高端，且市占率較高，有一定定價權。

上半年 101 家重點鋼企（占全國產能 80%多）主營業務虧損 216 億元，考慮折舊調整估計虧損 240 億元，幾乎是去年同期的 5 倍，但寶鋼股份一家業績 33 億元（歸母 32 億元），顯示了寶鋼股份產品較強的競爭力。但由於寶鋼盈利的較大來請務必閱讀正文之後的資訊披露和法律聲明源是汽車板，且汽車產量和銷售已經負增長，因此下半年可能會受到影響。

風險提示。經濟繼續減速，影響寶鋼業績。

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。