

2015 年 9 月 1 日

大市導航

有色金屬：隔夜大宗暴動，油價大漲帶動金屬價格反彈

美原油產量下滑，OPEC 表態擔憂當前低油價，多重利好大幅推升油價。油價大漲大幅刺激金屬價格於底部位元強勁反彈。

基本金屬：庫存低，價格接近成本價，中國寬鬆可望提升金屬價格，關注中金嶺南、雲鋁股份、江西銅業。

貴金屬：油價上升提升通脹，美加息後利空出盡，關注山東黃金、西部黃金、剛泰控股。

風險提示：系統性風險。

房地產：降低公積金購房要求，應對潛在衝擊，有利地產投資恢復

地產貸款政策再度寬鬆。8 月 31 日，三部委發文要求“對擁有 1 套住房並已結清相應購房貸款的居民家庭，為改善居住條件再次申請住房公積金委託貸款購買住房的，最低首付款比例由 30% 降低至 20%”。

政策方向符合預期，但力度超預期。

(1) 與上周放鬆外資行業准入類似，本次新政頒佈，同樣是在傳統 9、10 月旺季到來之前。中國地產政策向來屬於先有現象後有政策，極少出現未雨綢繆提前行動。事件信號意義在於——經濟下行期，高層高度重視地產穩定運行。

(2) 當前二套房優惠力度基本接近 2008 年，考慮三線及以下城市總房價較低，公積金政策調整對支持行業去庫存有實質意義。

有利降低股災衝擊，對新開工投資恢復具備積極影響：

(1) 目前不論新開工、投資三線城市占比均在 50%-60%，因此三線城市復蘇力度直接決定房地產投資、新開工後期復蘇力度。考慮三線城市公積金可貸款總額占購房款比重明顯高於一二線城市，新政對確保三線城市需求市場，降低三線城市新房庫存並穩定後期房地產投資意義重大。

(2) 樂觀預計 2015 年 4Q 投資有望觸底，中性看 2016 年 1Q。2013 年以來，行業土地購路處於持續下行階段，行業資金杠杆（土地銷售額/商品房銷售額）從 2012 最高峰時 25% 一路回落至目前僅 10%。不論市場好壞復蘇與否，開發商實質處於持續降庫存，同時保留更多現金狀態。考慮目前行業資金面改善趨勢明顯，我

們認為樂觀看如果旺季如期放量，開發商 2015 年 4Q 將有序補庫存。從中性預期看，2015 年 1Q 開始行業投資大幅下行，因此 2016 年 1Q 將進入低基數期。

以上兩點原因造成後期新開工和投資逐級復蘇是大概率事件。

放鬆預期下，未來仍存在大量可選擇政策路徑。考慮政府已經從最高層面體現穩定經濟增長和促進房地產市場健康發展的決心，我們認為如果房地產市場不能有效恢復，除降息、降准等傳統宏觀貨幣工具外，我們認為政府仍存在大量政策後手可供選擇（包括繼續差別化信貸、降低資本金要求、行政干預、財稅政策、土地和戶籍政策、網路管理和保障房制度等）。

投資建議：截至 2015 年 8 月 31 日，A 股市場 PE（TTM）在 18.79 倍，房地產板塊動態 PE（TTM）在 22.66 倍。政策

對立足剛需的萬科 A、保利地產，佈局中小城市的榮盛發展、中南建設具備明顯利好。考慮估值水準，建議戰略性配路萬科 A、保利地產，主題推薦國企改革。

風險提示：行業基本面復蘇不達預期。

電氣設備：配電網建設改造行動計畫下發，關注配網核心標的

（1）能源局印發配電網建設改造行動計畫，2015-2020 配電網建設改造投資不低於 2 萬億元，2015 不低於 3000 億元。

（2）2014 年，國網配網投資 858.5 億元，南網 110KV 及以下投資 354 億元。配網投資面臨爆發性增長。

（3）配網投資具內生訴求。有需求：主網建設基本完畢，配網嚴重落後。有動力：電改導致電網利差縮小，配網占總損耗的 60%，有動力進行節能改造。有必要：能源互聯網要求配網更智慧，實現智慧互聯。

（4）重點關注配網板塊標的：路信電氣、北京科銳、國電南瑞、許繼電氣、森源電氣、積成電子、四方股份等。

風險因素：市場競爭風險。

伊利股份（600887）：市占率持續提升，未來關注品類拓展

2015 上半年收入 290 億/+9%；營業利潤 31 億/+23%；歸母淨利潤 26.6 億/+16%；EPS 為 0.43 元。2Q15 收入 150 億/+5%；營業利潤 16 億/+20%；歸母淨利潤 13.6 億/+12.5%。

需求疲軟導致收入增速放緩，重點產品保持快速增長。上半年國內消費需求疲軟，乳製品行業競爭激烈，乳企紛紛降價促銷，導致公司收入增速放緩。但液態奶市占率提升 2.3pct 至 29.6%，與第二名差距拉大。新品推廣進展順利，金典收入增 20%、金領冠珍護增 33%、暢輕和每益添分別增 60%和 51%、新品安慕希增 9.8

倍、核桃乳收入約 2 億。目前安慕希供不應求，隨著明年上半年新產能投產，將放量增長，並帶動整體液體乳收入增長。

精耕現有管道，開發新興管道，銷售網路日益完善。公司擴大管道精耕試點城市範圍，深入推進管道精耕計畫，上半年試點城市銷售額同比增幅平均超 50%。此外繼續加強母嬰管道建設，通過提高母嬰管道門店滲透率、重點產品鋪貨水準等關鍵行銷舉措，鋪貨率已達到 73%/+9pct，銷售額同比增 45%。公司已完成互聯網戰略及電商優化運營規劃，上半年電商平臺銷售額增長近 9 倍。此外公司積極開拓餐飲、藥店等其他新興管道，已與九州通藥業集團簽訂戰略合作協定，為奶粉業務開啟全新行銷模式。

原奶成本下降與產品結構升級帶動盈利能力提升。國內原奶價格自 14 年 2 月以來降幅超 20%，我們判斷原奶價格低迷至少持續至明年上半年。原奶成本下降、產品結構升級，公司毛利率提升 1.7pct 至 34.8%。1H15 銷售費用率為 20%/+0.9pct，因廣告費及運輸費增加；管理費用率為 4.5%/-0.9pct，因職工薪酬下降；財務費用率為 0.7%，去年同期為-0.2%，因匯兌損失增加以及利息支出增加。上半年淨利率為 8.96%，同比增 0.51pct。

全產業鏈佈局，精細化管理下龍頭地位難以撼動。1) 全球化佈局，控制國內外奶源，規模化牧場比重已達 100%，提升原奶品質、降低成本；2) 加強研發，實現品類拓展（如常溫優酪乳安慕希、植物蛋白飲料核桃乳等），未來不排除借助並購進一步豐富產品品類的可能；3) 精耕現有管道，開拓新興管道，並借助互聯網和大資料實現精準行銷，提升消費者粘性。

此外，公司 2014 年開始探索產業鏈金融模式，保障上游供應及下游銷售的順利運營。公司龍頭地位難以撼動。

主要不確定因素。行業競爭加劇，食品安全問題。

免責聲明

本文件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。

本文件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，謹請閣下注意本文件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(不包括負責本檔內容的分析員)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。