

2015 年 9 月 08 日

大市導航

食品：2015 中報總結：可選消費優於必需，龍頭公司強者恒強

食品飲料行業整體成長性、盈利性、現金流同比略有改善，但第二季度較第一季度低迷。我們以業內 72 家上市公司為樣本，1H15 收入同比增 4.6%，增速提升 1.7pct；歸母淨利潤增 5.1%，增速提升 14.2pct。其中飲料行業收入增 2.8%，增速提升 8.5pct，第一、二季度分別增 8.8%和 0.2%，增速提升 20.2 和 4.4pct；食品行業增 6.3%，增速下降 6.1pct，第一、二季度分別增 7.8%和 5.1%，增速下降 4.7 和 8.8pct。全行業毛利率為 44.68%，同比提升 0.64pct；期間費用率為 21.4%，同比增加 0.58pct。經營活動產生現金流 331.3 億元，同比增 138.3%。

各子行業看可選消費先行回暖，必需消費疲態延續。葡萄酒、調味品歸母淨利潤同比增長較快，增速分別為 22.7%和 16.2%；啤酒、軟飲料、肉製品、黃酒及其他酒類同比負增長，增速分別為-2.3%、-5.9%、-10.3%和-11.2%。必需消費品（如乳製品、肉製品、調味品、軟飲料、啤酒、黃酒）受宏觀經濟形勢影響，景氣度繼續回落；可選消費品（如白酒、葡萄酒）調整時間早（2012 年底）、幅度大（價格腰斬），需求端呈現企穩回升態勢，供給端劣勢企業退出，市場份額向優質企業集中。

子行業內部分化加劇，呈現強者恒強、弱者轉型態勢。過去三年多數食品飲料子行業相繼出現調整，原因包括需求大幅萎縮（白酒、葡萄酒）、原料價格上漲（乳製品、肉質品）、行業競爭激烈（啤酒）等。對比歷史資料我們發現，經歷調整後各子行業內部分化加劇，優質龍頭企業競爭優勢和市場份額穩步提升，經營穩定性、持續性向好，而劣勢企業往往通過轉型或者並購謀求突破。

受益風險偏好降低，首推價值龍頭。我們認為市場風險偏好下降是推動食品飲料板塊獲得收益的主要邏輯。目前看悲觀情緒上升，板塊推力加強，而機構配額處於歷史底部。中報顯示機構投資者配額食品飲料占比 2.68%，一年前 5.63%，兩年前 8.71%，近年高點超過 17%。剔除指數基金和 QFII，主動型投資產品占比幾乎為零。從市盈率、成長性、現金流、股息率四個維度篩選，我們優先推薦以下組合：洋河股份、貴州茅臺、伊利股份、雙匯發展。

主要不確定因素。股市下跌影響可選消費、食品安全問題。

石油化工：中俄能源領域互補性合作進一步加深

中俄雙方簽署了多項能源合作協定。1) 據路透社報導，俄羅斯國家石油公司 Rosneft 就收購中國化工集團 30% 股權簽署了框架協議；2) 據中國證券網報導，中石化集團與俄羅斯石油公司簽署協議，中石化有權收購俄羅斯石油公司所屬東西伯利亞油氣公司和秋明油氣公司 49% 的股份；3) Rosneft 表示中海油服將在 2016 年為其與挪威 Statoil 在鄂霍次克海的合資項目搭建兩座探井；(4) 據華爾街見聞網站披露，俄羅斯天然氣 Gazprom 表示，向中國供應天然氣將於 2019 年 5 月之 2021 年 5 月期間啟動。

中俄之間能源領域互補性合作進一步加深。側重於上游開採的俄石油公司參股中國化工企業；側重於石化業務的中石化參股俄羅斯上游油氣開採，表明雙方能源合作又提升了一個層次，由以前的簡單並購，提升為互補合作。利於兩國能源領域抵禦低油價衝擊，利於兩國石化企業的長遠發展。

中國化工集團改革進一步推進。中國化工集團此次引入俄羅斯石油，有助於產業鏈向上延伸、降低原料成本、完善產品結構。中國化工集團目前下屬 9 家上市公司：風神股份、沙隆達 A、河池化工、天華院、天科股份、瀋陽化工、藍星新材、滄州大化。

中國石化集團上游油氣開採業務實力增強。中國石化一直在努力增強上游油氣開採實力。中石化集團在海外的油氣權益產量近 3000 萬噸，此次參股俄羅斯石油公司兩大油田，有助於有助於中石化完善上游業務、集團業務的一體化優勢進一步增強。

我們認為石化行業的關注點是原油價格與石化行業體制改革。

我們預計短期油價低位震盪，中長期看漲。石化行業將受益於油價上漲，關注油氣開採、業績彈性大、煤化工等公司，如中國石油、中國石化、上海石化、齊翔騰達、恒逸石化、丹化科技等。

石化行業將受益於油氣全產業鏈的放寬准入改革將主要體現在以下幾個方面：(1) 常規油氣區塊向民企開放；(2) 油氣進口權放開；(3) 油氣價格市場化。在壟斷放鬆的同時，石化央企自身也會進行改革：(1) 專業化分工、整合；(2) 資產或業務的互補性重組。

投資建議。關注中國化工集團下屬上市公司的投資機會。在油價企穩反彈預期下，穩健選擇中國石化 (PB 0.9 倍、PE 12 倍、受益於油價反彈、央企混改穩步推進)、彈性選擇上海石化 (純煉化企業，業績彈性大，2Q15 油價反彈，帶動公司盈利環比增長 32 倍)。

風險提示：原油價格持續低迷，改革進度低於預期，政策風險。

房地產：上海靜安、閘北兩區合併預期升溫，市北高新最大受益

事件：政府官方微博表示閘北區靜安區“撤二建一”工作正在醞釀和聽取意見過程中。一旦合併完成，有利於區域資源整合，為各自發展提速。

市北高新一—閘北區上市公司。委書記韓正已明確指出，閘北區以市北高新為抓手帶動全區轉型。公司打造聚能灣孵化平臺，線下運營和線上服務等產業生態圈培育模式上已具備明顯實力。閘北區政府實力增強有望加大企業發展力度。

相關受益——金融街。年內取得閘北火車站北廣場核心商業地塊，有望借機打造恒隆、久光後上海又一核心商圈。

風險提示：房價漲幅過快帶來的政策調控。

交通運輸：短期國內線運營增速下滑不改中期供需格局變化

近兩周國內航線需求增速出現一定程度的下滑，增速水準下降至個位數。但我們注意到國際需求始終維持高增長（30%+）。

國內線增速有所下降主要受到閱兵因素和 2015 年新增假期因素的影響。整體來看，行業供求關係、客座率水準以及票價仍然比較穩定。我們目前對該板塊的看法是，航空板塊完成二次探底後，整體估值已大幅下降至 10 倍附近，估值優勢已經開始顯現，這從上周板塊走勢相對堅挺也能一窺究竟。從基本面出發，我們認為航空中期趨勢仍有再度崛起的可能。

一是目前的估值優勢；其次匯率因素的影響從中期看也將呈現邊際效應遞減的態勢；此外，低油價環境低油價對未來淡季中的低端出行的促進效應預計仍然明顯。目前看，行業需求增速水準，尤其是國際航線的強勢格局並未發生變化，後續大盤企穩，理性回歸後，航空股估值+業績的優勢有望再度獲得市場關注。中期看好成長型標的春秋航空，以及傳統彈性標的東方航空。

風險提示：需求增速不達預期。

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。