

2015 年 12 月 18 日

大市導航

有色金屬：底部配鎂+新興產業

有色金屬行業運行情況與主要觀點。金屬價格於 2015 年三季度仍處於下行通道。除了碳酸鋰漲勢強勁，同比環比均呈現下滑趨勢。當前對金屬價格的核心影響因數包括：美國加息、供給端限產和人民幣國際化（SDR），三者分別屬於短、中、長期影響。

短期加息影響：美元走弱預計成為大宗反彈的導火索。70 年代以來，曆往 5 次美國加息週期出現背景分為兩類：美國經濟在長期低利率水準下復蘇以及通脹高企階段，兩個不同時點中大宗價格表現截然不同。後者顯然對大宗是扼殺劑，而前者更多意味著美國經濟企穩，商品的供需屬性決定了大宗品的價格走勢。部分品種在 2016-17 年將出現供給短缺情況，其它大部分品種在未來兩年均處於弱供給過剩局面，一旦需求好轉，邊際彈性明顯。此次加息，12 月實施屬於大概率事件，美國經濟回暖本身支撐金屬價格，長期的加息預期支撐美元堅挺，一旦靴子落地，美元很可能受利好兌現下行，金價、基本金屬因此提振。

基本金屬和小金屬：看好加息後金屬價格反彈，主要得益於美國經濟堅挺以及美元走低。具體品種選擇下跌空間最大的鎳、鋅和稀土，對應標的吉恩鎳業、華澤鈷鎳、馳宏鋅鋅、中金嶺南、羅平鋅電和五礦稀土。

新能源：碳酸鋰價格繼續上漲，需求端持續向好屬於大概率事件，因此核心聚焦在供給端的產能釋放進度。按照我們統計，截至 2016 年中，新建產能釋放有限，因此原材料行業景氣將持續。首選龍頭天齊鋰業、贛鋒鋰業。關注西藏城投、西藏礦業。

新材料：石墨烯、3D 列印、軍工以及工業 4.0 是核心四大新興產業。2016 年是十三五規劃第一年，政策風不斷。關注領域：3D 列印，作為分散式製造業的關鍵，未來發展不可限量；感測器奠定物聯網時代萬物互聯基礎；碳家族材料作為新材料市場的寵兒，產業逐漸成熟。碳產業鏈關注烯碳新材、方大炭素、東旭光電；增材領域推薦金運鐳射；軍工材料主推紅宇新材、楚江新材，關注煉石有色。高端裝備新增推薦太原剛玉。

風險提示：中國經濟持續疲軟，大盤系統性風險。

新能源板塊：換個角度看鋰電，風采無限

換個角度看鋰電，風采無限。新能源汽車景氣度類似 09-11 年的光伏產業，且行業成長邏輯趨同，即政策催化+成本下降；以當時光伏行業龍頭標的業績及股價走勢看鋰電池未來發展空間，仍有較好的投資價值。其中電動汽車龍頭：比亞迪|多氟多，主產業鏈國軒高科|欣旺達，設備贏合科技|先導股份；分別對應保利協鑫，億晶光電、陽光電源，精工科技。

業績及股價對比。2010 年保利協鑫營收增速 260%，利潤由 09 年的-1.76 億元增加至 10 年的 34 億元，股價 2 年增幅達 6 倍；對比比亞迪 14 年新能源汽車業務營收增幅 600%，股價增幅 28%。11 年億晶光電營收大幅增加 760%，利潤由 2010 年的-3500 萬增加至 2011 年的 1.1 億，股價 2 年 10 倍增長；對比國軒高科營收增加 2.6 倍，股價增幅僅 63%。精工科技 2011 年光伏設備收入增長超 5 倍，股價 1 年漲幅近 8 倍；對應贏合科技、先導股份營收翻倍增長，股價增幅 60%（扣除新股效應）；而估值對比來看，相關個股仍有上升空間。

投資策略。重趨勢，重彈性。重點推薦整車標的-多氟多，動力電池：國軒高科、欣旺達，設備企業：贏合科技、先導股份。特別強調多氟多六氟磷酸鋰及動力電池業績確定性高，整車想像空間大；欣旺達短期消費電子業績打底，中期動力電池、儲能接力，空間巨大。

不確定因素：政策不達預期；行業競爭加劇；擴產低於預期；產品價格波動。

新能源板塊：電改催化電力服務後市場——美國電改案例分析

電改過程：發輸分離、配售放開。德州的電改過程基本可以概括為五步，一是發電以及輸電資產的分離，在發電端引入競爭機制；二是輸電端採取特許收入法，收取通道費替代賺取電力差價；三是在發電端與電網端之間建立電力的批發市場；四是售電端放開，制定眾多優惠政策培育新的售電商；五是搭建電力市場的“淘寶”，根據客戶需求開發差異化的電力套餐。

發電端：發輸分開，構建電力批發市場。授權計畫實體 QSE 是美國電力交易的核心，發電商向 QSE 上報發電量、價格，零售商也向 QSE 上報用電量、價格，QSE 代表發電商、售電商進入批發市場競價、交易、結算。零售電商在競爭性售電區域向使用者售賣電力，通過 QSE 在批發市場買電，通過 TDSP（輸配服務提供者）輸送電力，為終端使用者提供電力服務。

用電端：多元用電服務，搭建類“淘寶”電力交易平臺。電改過程中德州出臺一系列政策扶持新的售電企業參與競爭，而各個零售商根據使用者用電偏好開發眾多電力產品，提升服務效率，在此基礎上可提供運維、節能等全方位的能耗管理方案。

同時 PUC 開發了類似“淘寶”的 Power To Choose 電力交易平臺，連接售電商及工商業、居民用戶，用戶輸入所在地郵編，進行產品比較之後可以直接購買。

電改成效：降成本，提效率，峰穀價差拉大。德州電力批發市場有超過 1000 個活躍實體，售電市場近 200 餘個零售電商上千個電力“產品”，75%的負荷處於競爭性售電市場。目前德州各個輸配服務商區域內的最低年度合約電價比售電側開放之前要低 20%左右，如果考慮通貨膨脹，這一數字要達到 30%以上；同時競爭性電價還原“電力”商品屬性，電價峰穀價差拉大，催化更多的電力服務需求以及用電側管理商業模式。

國內電改政策密集出臺，開啟電力服務新業態。以 9 號文為核心，放開發電及售電端，以深圳為首延伸至 7 大省份。參照海外電力改革歷史及國內實際情況，電改將重塑電力工業體系，競爭性電價催化更多用能服務需求，原三產公司壟斷的大工業客戶也將有更多的選擇權。電改之後將產生眾多的服務業態以及與之相關的商業模式，包括簡單的售電服務賺取電價差，提供電、氣、熱綜合能源服務，用電/節電設備銷售企業，為電力系統提供電力需求回應、調峰調穀的輔助服務公司，專業化供電設備運維與管理提供商，電力及相關資料資產管理及挖掘服務，節電/節能服務提供者以及從電力相關業務延伸到金融、醫療等的全方位服務提供者。

投資策略：中國有近 300 萬家高耗能工商業企業，為售電企業未來最佳客戶，目前眾多公司通過提供用電資料、運維等粘住客戶，之後通過提供節能服務、售電以及其他附加值實現變現。重點關注能源互聯網龍頭企業積成電子；精準卡位電氣智慧化，利用電改契機創新商業模式的智光電氣；主業穩成長，積極擁抱電改的中恒電氣；具有較強互聯網思維，商業模式清晰的新聯電子以及積累大資料，轉型綜合能源管理解決方案提供商的安科瑞。

不確定性分析。電改速度低於預期的風險，市場競爭激勵盈利低於預期的風險。

汽車與零配件：無人駕駛系列 1：產業推進加快，行情預演開啟

技術進步突破法規制約。在國外，美國特斯拉、穀歌等自動駕駛技術快速推進，高速公路、停車、擁堵跟隨等領域已能實現自動駕駛；而美國公路法規面對極大的放開訴求。在國內，百度無人駕駛汽車成功實現城市、環路及高速道路混合路況下的全自動駕駛路試，預示中國無人駕駛技術正在追趕全球先進水準，甚至具備趕超潛力。

產業催化將屢超預期。早前市場認為自動駕駛/無人駕駛產業化實現時間應在 2025 年以後，但根據近期推進情況，特斯拉、穀歌、蘋果、百度、樂視、寶馬、沃爾沃、本田、博世等實力雄厚的巨頭玩家普遍預計 2020 年前推出量產計畫，相關車型開發和全路況路試將在 2016 年陸續開展，後續研發和供應鏈預計將明顯起步。

產業鏈機會依次發酵。產業鏈價值下沉，景氣度依次發酵。受產業技術進步、巨頭玩家的高頻佈局事件點、以及道路法規配套開發三者的相互催化，預計未來無人駕駛產業鏈將順應：電子器件放量——智慧系統開拓——智慧交通生態的順序，景氣度依次發酵。

板塊配路價值凸顯。縱觀自動/無人駕駛板塊，涉及細分板塊包括：電子元器件/汽車零部件/智慧交通等。早前市場對無人駕駛產業化的低預期，導致了相關板塊個股漲幅明顯落後。我們堅定認為，產業推進速度超市場預期，個股價值低估狀態迎來配路機遇。

投資建議。產業催化顯著，預計未來無人駕駛產業鏈將順應：電子器件放量——智慧系統開拓——智慧交通生態的順序依次發酵。早前市場預期偏低，相關個股漲幅明顯落後，具備發力機會。推薦龍頭標的：金固股份、亞太股份；關注中原內配、四維圖新、千方科技、數字政通、保千里、歐菲光等。

風險提示。系統性風險。產業推進低於預期。

傳媒：關注年底消費行情，新消費助力泛娛樂大熱

看好年底消費行情，大傳媒機會頻現。內容板塊：賀歲檔佳片湧現，泛娛樂當道，首推新文化，關注光線傳媒、華策影視、華誼兄弟。動漫遊戲：關注二熱點，影遊聯動與 VR 概念，關注奧飛動漫、天神娛樂、順網科技。教育板塊：看好估值低漲幅小公司，關注拓維資訊、銀潤投資、新南洋、皖新傳媒。體育板塊：短期回檔無礙長期看好，關注奧拓電子、道博股份、華錄百納。

風險提示：系統性風險。

青島啤酒（600600）：創新思維驅動“提質增效”

品牌力與市占率領先的國內啤酒巨頭。青島啤酒是國內首個突破千億價值的啤酒品牌，且市占率排名行業第二。近年來，公司主推“青島啤酒主品牌+全國性第二品牌嶗山啤酒+漢斯、山水、銀麥等區域品牌”的“1+1+N”品牌戰略，厘清發展層次，提高產品整合效率，實現產品上下突圍。近兩年公司逐步放緩外延式增長，每年僅有一起收購行動。

啤酒行業盈利艱難尋底醞釀轉機。2015 年前三季度，啤酒行業 8 家上市公司歸屬於母公司淨利潤為 30.39 億元，同比下降 12.59%，在食品飲料各子行業中增速墊底，且下滑趨勢不斷擴大。行業未來盈利改善將主要依賴於產品結構升級和費用率降低，百威英博與南非米勒世紀並購有望緩和國內競爭態勢，產生轉機。行業競爭格局穩定後，行業有望通過降低費用率、提高噸酒價格、控制大麥成本，實現整體盈利回升。

主品牌乏力和區域競爭加劇導致業績短期承壓。2015 年前三季度，公司實現營業收入 243.15 億元，同比下降 5.52%；歸屬於母公司股東的淨利潤 17.45 億元，同比下降 19.92%，均為近十年來的首次下跌。隨著國內中高端啤酒競爭愈演愈烈、進口啤酒數量激增實現部分替代，公司主品牌銷量增速

持續下降，中高端品牌占比下跌明顯，噸酒價格改善十分有限。公司應聚焦主品牌發力，抓住行業競爭趨緩契機降低擴張費用率，改善業績狀況。

發揮品牌優勢，從“增量擴能”到“提質增效”是良策。啤酒市場發展已從高增長階段進入低速增長的“新常態”，公司需積極實施品質型、差異化競爭戰略為未來發展占得先機。重點需突破：1) 抓住啤酒消費升級契機，發揮品牌優勢，樹立“精釀”思維；2) 堅持推進“大客戶+微觀運營”及互聯網行銷新模式，加強人才激勵機制創新；3) 通過合作結盟積極應對行業“攪局者”的強勢競爭。

投資建議。預計公司 15-17EPS 分別為 1.16 元、1.32 元、1.61 元，給予 2016 年 26X，目標價 34.32 元，給予“增持”評級。

風險提示。人才激勵機制不足，人工成本居高不下，經濟增速放緩拖累消費。

重慶百貨（600729）：競買及託管大股東資產，多業態協同打造重慶商業旗艦

重慶百貨公佈國企改革方案：（1）控股股東商社集團將公開掛牌轉讓旗下盈利及前景較好資產，公司將參與競買包括商社汽貿、商社電商、商社家維、仕益質檢、中天物業 5 家公司的全部股權，標的資產預估值為 7.03 億元，增值率 201%，最終價格以競價決定，現金支付。（2）商社集團旗下經營較弱的公司，將委託上市公司管理包括商社化工、商社進出口、商社投資等 7 家的全部股權和重慶聯交所 2.57%股權等。託管費為每年 800 萬元。

本次方案將有利於公司：（1）避免同業競爭，優化治理結構；（2）整合百貨、超市、電器、汽車 4S 店、購物中心等業態，提供一體化更優體驗，同時結合地產和家電服務實現協同效應；（3）線上線下跨業態協同，互聯網、車聯網將採集、分析和共用客戶大資料，精準行銷；（4）標的公司納入上市公司後將享受到銀行貸款、股權等融資管道的財務協同。

公司為重慶商業龍頭，規模行業領先；本次改革方案出臺將注入優質資產，改善治理，提升盈利水準；公司在 2014 年 4 月新董事長上任後，積探索優化供應鏈和業務轉型創新，未來有望持續優化供應鏈，嘗試開展買手自營等。目標價 45.43 元，關注複牌時點，買入評級。

風險與不確定性。資產整合效果低於預期；區域商業競爭環境趨向激烈帶來不利影響；改革和轉型進展及力度低於預期。

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。