

宏觀經濟

利潤增速加快源於非經營性收益——1-3月工業企業效益資料點評

1. 1-3月份工業企業利潤增速加快。16年1-3月份利潤總額累計同比較前值上升2.6個百分點至7.4%，1-3月份工業企業主營業務收入累計同比較前值上升1.4個百分點至2.4%。利潤總額當月環比上升至43.83%，創近4年同期當月環比新高，主營業務收入當月環比上升至23.27%，高於近4年同期當月環比均值。收入與利潤同比環比均得到改善。
2. 非經營性收益支援利潤好轉。1-3月工業企業毛利率較前值下降0.1個百分點至14.64%，工業企業利潤率較前值增加0.32個百分點至5.44%。毛利率對利潤改善貢獻有限，降費用效果進一步顯現，財務費用同比下降3.9%，降幅比1-2月份擴大1個百分點，我們認為利潤改善更多來自非經營性收益，3月投資收益同比較前值增長23.4個百分點至20.4%，營業外淨收入較前值增長28.8個百分點至68.3%。3月新增利潤中，30.5%來源於投資收益和營業外淨收入的增加。投資收益和營業外淨收入等非主營業務對利潤影響明顯，持續穩定增長仍需觀察。
3. 經營狀況改善，去庫存與去杠杆延續。3月份產成品存貨累計同比較前值下降0.21個百分點至0.01%，繼續處於去庫存中，需求改善的幅度超過生產，令企業被動去庫存。3月份應收賬款累計同比較前值上升0.71個百分點至8.53%，應收賬款增加主要源於房地產與基建投資帶來新訂單增加，與3月PMI新訂單回升超50%相吻合。從周轉率看，3月產成品存貨周轉次數較去年同期增加0.3次，應收賬款周轉次數較去年同期降低0.46次，降幅收窄，工業企業整體運營能力有所改善。工業企業資產負債率較前值增長0.13個百分點至56.94%，較去年同期下降0.5個百分點，杠杆率進一步降低。

風險提示。海外金融市場波動，經濟增長失速，政策調控市場超預期。

大市導航

鋼鐵：基本面支撐鋼價再創新高

今年粗鋼需求增速雖然不高但明顯超預期，更重要的是供給仍未跟上。前3月國內粗鋼資源投放同比下降7.5%，4月上旬和中旬全國日均粗鋼產量同比剛好持平，考慮4月出口仍不錯，則4月仍未多餘資源彌補前期供給缺口。如果從螺紋看，因出口仍高，則螺紋前三月供給同比減少更多，甚至4月螺紋投放同比仍可能下降。資源緊張、庫存低位、需求有增，使得未來三個月螺紋價格仍會新

高，並帶動其他品種持續維持不錯的盈利。鋼企一季度業績偏低可理解，因前 2 月仍虧，且因定價滯後 3 月份依然未能充分體現盈利，二季度鋼利潤環比同比將驚人。看漲鋼鐵指數 30%。新鋼股份、柳鋼股份、大冶特鋼仍可關注，河鋼股份、新興鑄管、武鋼股份、南鋼股份亦可重點關注。

風險提示。鋼價仍在盤整。

電氣設備：充電樁，國網充電設備中標候選人公示，推薦中標核心標的

(1) 國網公示-2016 年電源項目第二次物資招標採購，充電設備中標候選人。本次招標共計 33 包，功率合計 568308KW，均為直流充電樁。從單台功率來看，本次招標 125KW、60KW 為主流招標型號。

(2) 整體招標規模約 8.5 億元。基於產業情況，預計本次中標價格中樞略超 1.5 元/W，整體金額約 8.5 億元。

(3) 中標情況。本次中標候選人共計 17 家，其中上市公司包括：許繼電氣、國電南瑞、中恒電氣、和順電氣、科陸電子、長園集團、奧特迅等。其中和順電氣、長園集團等為本次新晉中標企業。

(4) 重點推薦和順電氣、中恒電氣。從充電樁產品對公司的業績彈性考慮，我們重點推薦和順電氣、中恒電氣等。本次為和順電氣首次在國家電網充電設備招標中預中標，意味公司產品終進入國網採購體系，預計將對公司未來在國網充電設備投標形成標杆性意義。預計 2016 年，公司充電設備大概率完成 3 億元營收，且存超預期可能。中恒電氣本次繼續在民營上市企業中，表現獨佔鰲頭，預計充電設備、直流充電模組銷售今年實現爆發增長。長園集團的深瑞繼保亦表現優異，公司在新能源汽車產業鏈持續佈局，本次中標為該領域後續增長奠定堅實基礎。

不確定因素：市場競爭風險。

電子元器件：中芯國際成為長電最大股東，強強聯手利好雙方

據港交所公告，中芯國際出資 4 億美金加上之前收購星科金朋時的 1 億美元股權轉為長電科技的股權，成為長電科技單一最大股東。

中長期對中芯、長電構成利好：

1) 中芯國際是具有國際影響力、國內晶圓代工領域絕對龍頭企業，營收在全球代工企業中排名第五。中芯國際具有更加國際化運營管理經驗，有利於長電-星科金朋的整合，快速實現扭虧。

2) 從技術趨勢上看，晶圓製造和封測界限趨於模糊，逐漸融合也屬大勢所趨，全球最大晶圓代工廠商台積電也涉足 bumping、Fan-out、CoWoS 等封裝技術。所以中芯國際成為長電的大股東，有利於其在先進封裝工藝方面的延伸。

3) 從對於長電的協同效應上看，有助於長電獲取訂單。中芯國際與長電的結合，可以為客戶提供一體化的服務，有助於中芯-長電的接單能力，有助於長電產能利用率的提升並優化客戶結構，也提升了中芯國際對客戶的吸引力。

此次長電科技以 15.36 元向中芯國際的子公司芯電上海發行股份，另外以 17.62 元的價格認購長電對中芯發行的新股。長電停牌於去年 11 月 30 日，至今上證指數下跌 14.28%，所以長電的股份短期有補跌壓力。王新潮作為過去長電的靈魂人物，此次從大股東位銜退居二線，對長電的影響程度有待觀察。

風險提示：大盤的系統性風險。

傳媒：解析海外教育產業，掘金國內教育經濟

政策解綁+資本佈局+供給改革助推教育產業新發展，參照中概股成熟經營經驗，掘金國內教育經濟。金寶貝內容研發+早教中心+電商玩轉早教市場，K12 培訓龍頭轉型線上教育平臺；達內科技，國內高端 IT 職業教育第一股，楓葉教育，手握稀缺教育資源強勢引領國際教育。對標 A 股，關注立思辰、拓維資訊、威創股份、全通教育、中國高科、保齡寶。

風險分析：教育行業增速穩定、缺乏爆發性。

重慶啤酒（600132）：盈利能力提升初或證實

近日公司披露一季報：2016 年 1 季度實現啤酒收入 7.34 億元/+4.21%，歸屬於上市 2521.07 萬元/+14.11%，基本 EPS 為 0.05 元。

2016 年開始公司戰略跟隨嘉士伯全球新規劃出現轉向。嘉士伯 2016 年開始在全球推廣 Funding the Journey 和 SAIL'22 專案（包括公司產品結構梳理、減員節流等計畫），核心在於提升盈利能力，公司也相應對管理架構進行了調整。16 年一季度公司實現毛利率 34.60%，同比減少 1.51pct，預計毛利率下降與公司架構調整有關。公司在本部設立管理總部的同時，對執行生產職能的各分公司實行車間化管理，削減了其自身綜合管理職能，將原計入管理費用的部分計入製造費用。不過整體費用率 23.79%，同比減少 1.86%。

從“搶份額”轉向“求利潤”，公司盈利能力將持續提升。考慮到“重慶”和“樂堡”品牌在 2015 年銷量同比大幅增長，預計公司產品毛利率將顯著改善。此外，銷售費用率 13.64%，同比減少 1.21pct；管理費用率 9.44%，同比增加 0.09pct；財務費用率 0.71%，同比減少 0.74pct，主要由於公司財務費用等由嘉士伯集團巴黎銀行資金池統一規劃，本期償還銀行貸款所致。公司經營性現金流量淨額 1.79 億元，同比增加 39.98%。

行業競爭走向競合趨勢不變，“求利潤”將成為共識。百威並購南非米勒並出售雪花股權後，我們保持對啤酒行業競爭格局趨緩的判斷不變。啤酒行業整體萎縮，加之進口啤酒、精釀啤酒來勢洶洶，各啤酒巨頭將勢必從“搶份額”轉向“求利潤”。重慶啤酒和華潤啤酒已率先關廠，優化網路佈局。行業龍頭華潤啤酒一季報業績大幅增長已經顯現產品結構升級、費用投放理性。我們預計更多啤酒公司也將採取相似戰略，行業整體盈利能力有望大幅提升。

嘉士伯在華資產注入公司視窗期臨近。嘉士伯在 2013 年 10 月收購重慶啤酒時曾做出避免潛在同業競爭的承諾，將在 2013 年起 4 至 7 年並爭取在更短時間內，按照符合國際慣例的合理估值水準，將其與重慶啤酒存在潛在競爭的國內啤酒資產和業務注入重慶啤酒。目前嘉士伯在華資產除重慶啤酒外，還有嘉士伯（廣東）、大理啤酒、烏蘇啤酒、華獅啤酒、金山啤酒等，估算與公司體量接近。

盈利預測與投資建議。我們預計公司 2016-2018 年 EPS0.58/0.72/0.88 元。目標價 17.5 元，對應 2016 年 30 倍 PE，現價 13.41 元，對應 2016 年 23 倍 PE，給予“買入”評級。

風險提示：大盤的系統性風險。

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。