

2016年07月28日

銷售部 - 投資策略

大市導航

食品：全球乳品價格跟蹤報告——7月中旬國內外奶價漲跌互現

恒天然全脂奶粉、無水脂肪拍賣價上升，黃油、乳酪、脫脂奶粉拍賣價小幅下跌。7月19日全球乳製品第168次拍賣中全脂奶粉價格2079美元/噸，較前次拍賣價增0.82%。本次拍賣中黃油、脫脂奶粉、乳酪價格呈下跌趨勢，黃油均價2687美元/噸，下跌4.99%；脫脂奶粉1927美元/噸，下跌0.57%；乳酪2886美元/噸，下跌0.55%。無水脂肪價格微升0.19%至3628美元/噸。

大洋洲脫脂奶粉價格環比持平，全脂奶粉價格環比略降。16年6月11日-24日，大洋洲脫脂奶粉平均價格1850美元/噸，環比持平，同比降9.76%；全脂奶粉2100美元/噸，環比降1.75%，同比降9.68%。1) 澳大利亞近期幾次降雨，旱情有所緩解使得飼料購買壓力有所減小。2) 新西蘭新的牛奶產季開始，目前一種比較主流的觀點認為新西蘭乳業的恢復與歐盟乳品生產的放緩更加有關。

美國脫脂奶粉、歐盟全脂奶粉價格環比上漲，歐盟脫脂奶粉價格環比下降。6月11日-24日，歐盟脫脂奶粉平均價格1925美元/噸，環比降0.65%，同比降3.75%；全脂奶粉2300美元/噸，環比增0.55%，同比降10.24%。6月，美國A級脫脂奶粉平均價格為1764美元/噸，環比增1.65%，同比降8.4%。歐盟4月份牛奶產量同比增加1.2%，這是進入2016年以來同比增長率最低的月份。東歐的俄羅斯1至4月嬰兒奶粉進口（此產品禁令沒有涉及）同比下降0.7%。

中國原奶價格相對穩定，上游養殖企業壓力較大。7月13日主產區生鮮乳價格為3.39元/kg，環比降0.29%，同比降0.6%。

2014年初開始，國內原奶供大於求，奶價持續大幅下跌，加之國際國內市場大宗飼料原料的價格大幅反彈，給原本很困難的奶牛養殖業，帶來了更大的壓力。目前，整個行業的危機已經從個體奶農發展到中小養殖企業進而蔓延到奶牛養殖集團，生存壓力之下，“殺牛倒奶”也成為了大型養殖企業的無奈選擇。

奶價預測。據USDA預測，2016年全球和中國原奶產量都有望實現1%左右的溫和增長。從需求端來看，2016年中國乳製品需求將有所恢復。USDA預測液體奶和奶粉消費量將分別增長2.23%和0.85%，相比前幾年穩定增長時期，需求增速仍顯低迷，反映了當前內生實際需求依然偏弱，國內消費量的增長可能更多是受到降價促銷的推動。同時，國際原奶價格僅為國內1/2。綜合分析，我們判斷未來一年恒天然全脂奶粉價格有望從當前2079美元/噸溫和回升至約2500美元/噸，國內奶價仍將在3.5元/kg左右低位徘徊。

投資建議。行業盈利空間有望進一步提升。未來一年原奶價格仍將低位利好行業毛利率持續回升，產品結構升級對毛利率的拉動作用仍將持續。原奶價格大幅波動導致部分企業退出，市場集中度持續提升，伊利、蒙牛雙寡頭格局得以鞏固，有利於後期行業銷售費用率的降低。我們預計行業毛利率有望提升 1-2pct，銷售費用率小幅下降 1pct 以內。乳製品行業告別高增長之後，內部分化逐漸凸顯。擁有全產業鏈競爭優勢和全球資源整合能力的龍頭企業未來增長趨勢更為明確，重點推薦伊利股份。

風險提示：系統性風險，乳品價格下跌。

資訊科技服務：《國家資訊化發展戰略綱要》10 年綱領性檔出臺，資訊化和網路強國關乎國計民生

中共中央辦公廳、國務院辦公廳印發《國家資訊化發展戰略綱要》，是規範和指導未來 10 年國家資訊化發展的綱領性檔。

《戰略綱要》提出網路強國“三步走”的戰略目標：（1）2020 年核心關鍵技術部分領域達到國際先進水準；（2）2025 年，建成國際領先的移動通信網路，湧現一批具有強大國際競爭力的大型跨國網信企業；（3）到本世紀中葉，資訊化全面支撐現代化建設，網路強國地位。

堅定持有符合產業大方向，擁有關鍵技術和獨特產業鏈地位的公司。

《戰略綱要》強調要掌握資訊技術的制高點，改變核心關鍵技術受制於人的局面，湧現一大批擁有國際競爭力的大型跨國網信企業。對於電腦產業來說，那些符合產業大方向，擁有管技術和在產業鏈中擁有獨特地位的公司擁有長期投資價值。

首次將資訊強軍納入資訊化戰略，資訊安全自主可控支援力度空前。

《綱要》重點提出了網路安全要“堅不可摧”的戰略目標，明確了資訊安全自主可控是國家互聯網產業建設重要目標。近期國家不斷強調加強網路空間、資訊技術、人工智慧領域的戰略高技術，維護網路空間安全是國家創新經濟發展重中之重，IT 安全有更大的彈性。

電腦行業趨勢向上，配額比例降低帶來投資機會。

對於電腦板塊來說，國家對資訊化和科技創新的支持力度空前，行業正處於趨勢向上的黃金髮展期。科技的創新從未停止，硬體層的提升和自主可控是基礎，而“資料化”和軟體演算法的提升則是脈絡，智慧駕駛、人工智慧等將使得資料的應用形成爆炸式的增長。電腦板塊目前配額比例的降低，恰恰帶來了較好的投資機會。

關注相關受益標的：（1）信息強軍：綠盟科技，中海達；（2）關鍵技術：四維圖新，中科曙光，網宿科技，景嘉微；（3）信息化：同花順，通鼎互聯，遠方光電，佳都科技，太極股份、南天資訊。

風險提示：短期市場波動風險。

飲料：進口啤酒市占率難以超過 5%

進口啤酒快速增長，但遠非市場主流。2008 年以來，我國進口啤酒數量和金額的複合增長率分別為 52.45%和 47.92%。

2014 年我國啤酒進口數量與金額增速分別達到頂峰後，2015 年開始下滑，而 2016 年上半年進口數量與金額增速分別為 40.00%和 33.40%，增速進一步放緩。進口啤酒在華的高速增長使得部分消費者誤認為其已成為中國啤酒市場的流行趨勢，實際上在經過高速增長之後，2015 年進口啤酒量也僅占國產啤酒總銷量的 1.4%。

品牌眾多、市場散亂導致未來有隱憂。德國啤酒從金額和數量來看都是我國進口啤酒中的龍頭，不過由於品牌極為分散，很難形成如百威、嘉士伯和喜力一般的品牌力，同時難以提升進口啤酒消費者的忠誠度。近年來進口啤酒均價不斷下降，國產啤酒均價穩中有升，反映國內消費者面對進口啤酒的理性程度不斷提高。這一點在進口葡萄酒方面已有先例。

預計未來進口啤酒市占率難以超過 5%。進口啤酒雖然在“品種與口味”和“工藝與品質”兩個方面有一定優勢，但國產啤酒在新鮮度、價格、品牌認知度和市場覆蓋率方面更勝一籌。隨著進口啤酒單價不斷下降，經銷商的利潤空間將受到擠壓，銷售熱情可能由熱轉涼。日本進口啤酒量占比不足 1%，美國剔除兩大品牌後進口占比不足 3%。進口啤酒在這兩個市場僅以豐富產品類別為主，遠沒有成為主流。現今國內快速增長的進口啤酒，絕大多數也是海外不知名品牌。

轉變戰略是國產啤酒阻擊進口的關鍵。內資啤酒品牌與外資品牌之爭始於上個世紀 90 年代，如今中國啤酒市場上前四大品牌有三家被內資品牌佔據，說明其有豐富的與外資品牌競爭的成功經驗。近年來國產啤酒陷入內憂（惡性競爭）外患（需求下滑），主要是由於經營戰略墨守成規。但 2016 年我們觀察到龍頭企業幾乎一致的從低價搶份額轉向升級賺利潤，並從產品定位和品牌塑造兩個薄弱環節開始發力，預計將逐漸對進口啤酒產生阻擊效果。

給予行業“增持”評級。自 2015 年 10 月 13 日百威英博和南非米勒發表並購聲明以來，我們持續調研跟蹤啤酒行業並發佈了多篇行業與公司深度報告。我們認為啤酒行業的盈利狀況將出現拐點式變化。給予啤酒行業“增持”評級。優先推薦躋身行業龍頭且淨利率提升空間較大的華潤啤酒，主業改善明顯的重慶啤酒以及有國企改革可能的燕京啤酒和珠江啤酒，同時建議關注青島啤酒。

風險提示。個別企業改革進程緩慢、啤酒銷量繼續明顯下降、啤酒行業競爭繼續加劇。

宏圖高科（600122）：創新啟動商業+文化雙場景，業務成長與金融變現空間廣

商業+文化+金融多元平臺，股權激勵充分。宏圖高科目前主要從事 IT 連鎖、工業製造、房地產開發和金融投資等業務，考慮並購匡時拍賣完成後，將形成商業、文化、金融多元化平臺。公司 2015 年收入 187 億元，同比增長 7.1%；歸屬淨利 4.2 億元，同比增長 15%，主要來自電子商貿業務。公司控股股東三胞集團持股 21.6%，公司員工持股和股權激勵合計授予股權比例超 7%。

3C 連鎖轉型新奇特產品+體驗業態，聚流增利。公司旗下 3C 連鎖業務為宏圖三胞，在全國共有 456 家門店，廣泛分佈於東部省份。近 5 年 3C 連鎖業務收入和淨利 CAGR 分別為 11%和 12%。扁平化的直采供應鏈、低成本擴張的多元化管道、專業售後服務構成公司傳統 3C 零售核心優勢。

申達股份（600626）：戰略方向清晰，業務有序延伸

申達股份正在從傳統的紡織貿易向產業用紡織轉型，具體業務則正經歷服裝用紡織向汽車用紡織內飾、到高毛利的硬飾，以及碳纖維新材料方向延伸。截至 2015 年，公司收入 77 億元，紡服貿易、汽車內飾、新材料三板塊占比分別為 82%、15%、3%。

基本面有一定支持，預計業績增厚明顯。

進出口貿易板塊主要為紡織服裝領域的品牌商提供供應鏈服務。定增項目中擬收購海外 PFI 增厚業績。汽車內飾業務已實現了車內紡織品類全覆蓋，規模國內最大。11-15 年複合增速達到 20%。定增一方面擬擴建產能，另一方面擬收購海外 NYX 公司 35%股權（2015 年 1-9 月實現業績 1.7 億），業績增厚可期。目前新材料業務主要集中于柔性土木合成材料，未來定增擬投建 2000 噸產能的碳纖維及其預浸料生產基地，進一步向高端汽車產業鏈配套延伸，符合未來戰略新興方向。

定增底價 10.53 元有支撐，大股東認購顯信心。

公司去年年底發佈定增預案，擬募集不超過 12.49 億元，拓展新材料領域的碳纖維業務，同時強化在汽車內飾件領域的生產與佈局。公司大股東申達集團擬認購 31.07%，彰顯出對於公司未來發展的強烈信心。定增底價 10.53 元/股，具有較強的安全邊際。

受益上海國企改革，存在集團資產注入預期。

公司控股股東申達集團的母公司上海紡織集團在定增方案出臺期間出具承諾，未來有望實現集團整體或核心業務上市；或者將對控股或間接控股的部分外貿業務資產，逐步注入上市公司。上海紡織集團旗下擁有申達股份和龍頭股份兩家上市公司。

風險提示：定增進展低於預期，新建項目效益低於預期。

廣東明珠（600382）：正式獲取定增批文，大股東控制權直接增厚

大股東持股比例上升，企業動力訴求改善。定增完畢後，公司大股東深圳金信安及一致行動人興甯金順安和興寧眾益福擬分別認購本次發行，發行完成後持股比例大幅上升。

參與廣東省興寧市土地一級開發。專案總用地面積為 13481 畝，周邊土地出讓樓面地價約為 800 元/平左右，對應總出讓金大約 110 億元。政府規劃每年出讓土地不低於 1500 畝。定增資金到位有助專案推動。

多元化發展值得期待。定增直接增厚企業現金，打開進一步成長空間。此前參股企業已獲得廣東城市新能源車替代訂單，並進入新能源汽車車型目錄。

資產負債率低，一旦項目滾動基本面有望根本改變。預計 2016、2017 年公司每股收益分別是 1.32 和 1.68 元，考慮到公司轉型土地一級開發之後業績提升潛力較大，給予公司 2016 年 15 倍 PE，對應目標價為 19.8 元，給予“買入”評級。

風險提示：行業基本面復蘇不達預期。

宏圖高科（600122）：創新啟動商業+文化雙場景，業務成長與金融變現空間廣

商業+文化+金融多元平臺，股權激勵充分。宏圖高科目前主要從事 IT 連鎖、工業製造、房地產開發和金融投資等業務，考慮並購匡時拍賣完成後，將形成商業、文化、金融多元化平臺。公司 2015 年收入 187 億元，同比增長 7.1%；歸屬淨利 4.2 億元，同比增長 15%，主要來自電子商貿業務。公司控股股東三胞集團持股 21.6%，公司員工持股和股權激勵合計授予股權比例超 7%。

3C 連鎖轉型新奇特產品+體驗業態，聚流增利。公司旗下 3C 連鎖業務為宏圖三胞，在全國共有 456 家門店，廣泛分佈於東部省份。近 5 年 3C 連鎖業務收入和淨利 CAGR 分別為 11%和 12%。扁平化的直采供應鏈、低成本擴張的多元化管道、專業售後服務構成公司傳統 3C 零售核心優勢。

基於現有的 3C 連鎖優勢，公司將加大新奇特產品占比，提升門店互動體驗，大幅提升線下聚客能力和毛利率。公司目前大多數門店都已引入新奇特產品，包括機器人、可穿戴設備、智慧家居、生

活創意產品等。在供應鏈端，公司聯手 Brookstone 和 IDT，構建完整的新奇特產業鏈；門店端也向體驗式展示轉型，每種商品均為客戶提供現場試用體驗，吸引客戶前來體驗和購買。

收購匡時國際，進軍藝術品拍賣，發展延伸空間充足。公司擬以 12.97 元/股合計 27 億元價格發行股份購買匡時國際拍賣公司全部股權，並募集配套資金不超 15 億元，用於連鎖店面拓展、匡時國際增設子公司等項目。全球藝術品拍賣市場 2015 年規模達 160 億元，近年呈增長趨勢。中國為第二大市場，將隨高淨值人群壯大而持續增長。匡時國際在國內位居成交額前三，在品牌形象和信譽、客戶資源以及專業人才等方面具備核心優勢。匡時國際未來有望通過在國內外繼續開拓市場、拓展非書畫品類拍賣、開展藝術品投資以及藝術品電商等方面持續拓展，支持業績的持續提升。

結合商業+文化場景，構建金融生態圈變現流量。公司金融類資源包括具備支付牌照的子公司國采支付、控股子公司宏圖小貸以及持有錦泰期貨、華泰證券、江蘇銀行等公司股權。未來公司和集團將繼續籌備理財、征信、消費金融等多項牌照，構建全面的金融服務基礎。公司將利用商業流量，發展消費相關金融業務；以及依託藝術品拍賣，發展藝術品相關金融業務潛力大，空間廣闊。

盈利預測和估值。假設公司 2017 年全年並表，預測 2016-18 年收入分別為 204 億元、226 億元和 245 億元，同比增長 9%、10.9%和 8.3%；歸屬淨利為 5.24 億元、8.11 億元和 9.5 億元，同比增長 24.4%、54.6%和 17.2%。考慮定增攤薄股本影響，2016-2018 年 EPS 為 0.46、0.56 和 0.65 元。其中 2017 年原有業務、拍賣和投資收益分別貢獻 EPS0.34 元、0.14 元和 0.08 元，參照可比公司估值，前兩項分別給予 30 倍和 35 倍目標 PE；持有金融股權每股公允價值為 2.6 元，合計對應目標價 17.65 元，給予“增持”評級。

風險因素：3C 及新奇特產品需求下滑；藝術拍賣市場波動風險；定增進程風險。

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。