

2016年08月01日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀經濟

### 生產短期改善，通脹短期無憂

石油跌黃金漲，國內股跌債漲。上周美日股市小幅下跌，歐洲股市震盪，韓印等新興市場股市有漲有跌，石油大跌黃金大漲，工業金屬穩定，國內仍是股跌債漲。

美國經濟不佳，日本寬鬆不力。美國2季度GDP初值僅為1.2%，遠低於預期的2.5%，主要源於投資大幅下滑。而上周美聯儲再度決定維持利率不變，稱經濟形勢只允許以緩慢的速度加息，年內加息或將泡湯。日本上周略微擴大ETF購買規模，但維持利率不變，意味著寬鬆貨幣政策的空間日益縮小，而加碼財政政策是新方向。

生產短期改善，通脹短期無憂。得益於7月中下旬的顯著改善，7月發電耗煤和粗鋼產量增速比6月有明顯回升，意味著7月工業生產有望繼續改善，而7月工業品價格PPI也有望繼續回升。7月乘用車銷量增速繼續回升至20%以上，但地產銷量增速仍在繼續回落，是經濟增長的隱憂。7月以來菜價穩定而豬價持續回落，我們預測7月CPI或繼續下降至1.7%，通脹短期無憂。

貨幣先緊後松，匯率貶值放緩。上周初貨幣利率短期偏緊，但得益於央行連續三周淨投放，後半周流動性顯著改善，貨幣先緊後松。美國經濟低預期、加息延後，美元大幅貶值，而人民幣兌美元則創出1月新高，資金流出有望短期緩解。

抑制資產泡沫，推進專案落地。上周政治局會議首次提出“抑制資產泡沫”，意味著短期不會出臺降息、降准等刺激性政策，火熱的地產市場或將繼續降溫。而國務院常務會議推進重大項目落地，下半年積極財政政策仍是重要對沖手段。

利率長期下行，配鎊類債資產。本輪價格上行的主要原因是供給收縮，但是價格上漲與供給收縮存在天然的矛盾，因為價格上漲又會使得供給增加。比如年初以來上漲的菜價、豬價、油價均先後見頂回落，即源於各自供給均出現明顯改善。我們認為在全球經濟低迷的背景下，通脹僅是短期風險，而長期仍面臨通縮風險。與此相應利率下行是長期趨勢，而穩定收益的國債和類債券的高股息藍籌股均是未來的核心戰略資產。

## 不必過慮

不是新一輪下跌，沒漲高就調不深。市場下跌源於事件性利空，宏觀背景未惡化。27日市場大跌誘因是網傳的“史上最嚴的銀行理財監管方案”，28日銀監會稱《辦法》處於內部研究論證和徵求意見階段。我們認為，市場大跌本質上是獲利回吐，行情上漲主邏輯沒破壞，即國內外宏觀政策偏暖期、國企改革推進。今年來對政策更敏感的債市一直領先於股市，債市不斷新高說明政策偏暖邏輯未變。短期事件性利空消化後，市場仍處於機會期。短期調整不必過慮，沒漲高就調不深。

27日的大跌讓投資者心存疑慮，擔心再來一次大跌，經歷15年6月來的3次大跌，1次回檔後，投資者的不安全感加劇，回顧15年6月來的4次下跌可見，跌的深源於前期漲的高，且有自上而下的利空，15年6月15日、8月中、16年初、16年4月中市場下跌之前，上證綜指最大漲幅（之後最大跌幅）分別為70%（-35%）、24%（-32%）、29%（-28%）、17%（-10%），創業板指分別為137%（-41%）、29%（-38%）、64%（-34%）、27%（-15%），個股中位數分別為142%（-55%）、51%（-40%）、82%（-40%）、39%（-20%）。看看這次，5月中下旬來，上證綜指最大漲幅（目前最大回撤）為10%（-4%），創業板指為16%（-8%），個股中位數為24%（-13%）。在沒有宏觀背景惡化的利空出現前，目前回撤幅度與前期上漲幅度的對比關係比較合理，不用太擔憂短期調整的深度。

回歸價值源於利率下行，是健康的節奏。6月以來價值股明顯占優，源於債券利率快速下行。1月底上證指數2638點以來，大量低估值、高股息率的藍籌股漲幅超過30%，如美的集團、貴州茅臺、雙匯發展、伊利股份、上汽集團等。今年以來股市和債市聯動性更強，債市領先股市。當前債市上漲趨勢未變，中證全債指數已經創年內新高，10年期國債收益率接近年內新低，債券市場收益率降低，使得低估值、高股息、業績穩定增長的價值股投資價值凸顯。價值搭台後，終將走向成長唱戲。6月來，高股息的藍籌價值股及業績穩定的消費價值股表現優異，源於利率下行和打擊炒殼炒主題等監管從嚴。價值股的上漲有助於市場估值中樞的抬升，目前PE：上證紅利/創業板指已經高於16年來均值，明顯高於14年來均值。

應對策略：不必過慮。6-12個月的中期觀點，上證綜指從5178點跌至2638點標誌著單邊下跌的熊市已經過去，股市進入震盪市。目前判斷，短期事件性利空消化後，市場仍處於機會期，國內外政策再次步入階段性偏松期、國企改革推進的邏輯背景沒變。未來需跟蹤的變數是，經濟資料是否明顯好轉、通脹資料是否明顯上升、海外政策環境是否從緊，如果出現這些變化需警惕國內政策環境因此變緊，此外如出現地緣政治等突發因素，則對市場不利。消費和高股息類價值股為底倉，重視國改主題，看好上海國改股。中期而言，仍是震盪市的大格局，業績為王，且7-8月是中報公佈期，業績穩定增長類股仍是底倉品種。

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

### 旅遊服務業：國際研究 2：Priceline-全球盈利能力最強 OTA

Priceline 是總預定額第二和淨收入、淨利潤均第一的全球性 OTA。

2015 年 Priceline 總交易額超過 555 億美元，淨收入近 86 億美元，營業利潤率 38%，淨利潤率 30%，分別達 33 億美元和 31 億美元。旗下除了 Booking.com 還有 Priceline.com, Agoda, Rentalcars, Kayak, Opentable 等子公司，涉獵酒店、機票、郵輪、打包旅遊、租車、餐飲等預定和元搜尋引擎領域。主要收入來源包括作為代理商的傭金收入和做市商模式下的差價收入以及廣告和其他收入（比如訂餐會有餐廳方面的會員費和食客方面的訂餐費等）。

成功要素 1：及時改變商業模式。

Priceline 最初以反向定價成功抓取資本市場眼球，然而隨著時間推移，驗證其長尾市場並非想像中的肥尾市場，Priceline 隨即在 2003-05 年間轉變思路：收購 Travelweb, Active Hotels, Booking, 進入透明定價模式和歐洲酒店預訂市場。

成功要素 2：與歐洲酒店市場完美契合。

歐洲酒店市場是高度分散的以單體酒店為主的形態，同時在 Priceline 剛進入歐洲時，剛好是歐洲線上旅遊滲透率開始提高的時點。受益於單體酒店的需求和線上旅遊滲透率提升的雙重優勢，Booking 在歐洲的發展可謂奇跡，酒店預定間夜量的 10 年 CAGR 約 43%，2015 年超過 4.3 億間。

成功要素 3：薪酬激勵制度完善。

Priceline 不僅內部設有專門的薪酬委員會，還聘用外部薪酬諮詢機構同時為高管進行薪酬設計，構成包括 3 部分：底薪、獎金和股權激勵；其中股權激勵和獎金部分的份額越來越大：2015 年高管人均薪酬 770 萬美元，股權激勵占比超過 80%，底薪占比則不到 6%。

國內思考小筆記。

目前歐美的線上滲透率均已超過 50%，而亞太相對較低，在 20-30% 之間。國內 OTA 領域經歷幾年價格戰，未來何時轉好仍是未知數。但大概率來說，攜程作為行業龍頭機會最大，不僅在收入端將保持持續高增長，在整合第二第三之後營業利潤率很可能恢復到早年的 20-30% 之間的水準。在酒店領域、差旅、休閒旅遊產品特別是出境遊子板、以及目的地服務的整合上潛力仍較大。

途牛雖然起步較晚，但更專注於休閒旅遊產品，在這一子領域的市場份額在快速追趕攜程，近期也宣佈進軍機酒領域。途牛目前以及未來一段時間也許仍將承擔一定程度的虧損，但隨著市場份額的擴大，未來仍有機會。

風險提示：宏觀經濟下行風險，地緣政治風險，出境遊增速下滑風險，OTA 行業惡性競爭以及價格戰風險，去哪兒私有化風險，整合不達預期風險。

## 通信設備：5G 在途，物聯網春天已來

物聯網從應用場景需求到產業鏈、萬事具備，NB-IoT 標準作東風，堅定看好：預期 9 月華為、中興發佈 NB-IoT 移動晶片，可能再次帶來板塊性機會。短期精選個股，推薦宜通世紀（圍繞物聯網應用管理平臺+典型的應用場景入口積極佈局）、推薦高新興（交通領域電子車牌佈局領先，現金充足、圍繞物聯網佈局整合潛力大）。

流量爆發，5G 在途，4.5G 過渡應急：5G 標準根據 3GPP 國際標準組織路標，2018 年第一階段凍結、2019 年底完成全部標準凍結，2020 年開始商用。以直播為代表的高流量應用推動移動互聯網流量加速增長，華為及部分海外發達國家城市開始試點建設 4.5G 網路作為面向 5G 的過渡，廣東移動攜手華為也在深圳於 6/23 開啟首個 4.5G 網路試驗區。流量爆發背景下，我們年初以來對光通信板塊看好，推薦烽火通信、光迅科技以及新易盛；關注中天科技、亨通光電、永鼎股份為代表的光纖光纜板塊主業增長、轉型新興領域的佈局。

風險提示：市場的系統性波動。

## 飲料：國際巨頭誕生在即，國內從競爭走向競合

近日，中國商務部有條件批准了百威英博收購南非米勒。至此，百威英博獲得了所有地區相關監管機構的許可。同日，南非米勒董事會建議其股東們接受百威英博上調後的 45 英鎊的報價。

收購完成後，將誕生國際啤酒巨無霸。2015 年 10 月百威英博報價南非米勒以來，先後獲得了歐盟，南非，美國，中國等共 23 個司法部門的批准。近期，由於受英鎊貶值的影響，百威英博還上調了 1 英鎊現金選擇權報價至 45 英鎊。坊間甚至一度傳出收購可能再起波瀾的消息。不過，南非米勒董事會建議其股東們接受百威英博的報價，使得市場和投資者們有理由相信這筆交易的最終完成僅是時間問題。收購南非米勒之後，新百威英博將超過雀巢成為世界上最大的消費品公司，並在全球啤酒市場的市占率超過 30%，進一步拉開與現今第三名喜力（Heineken，市占率大約 9%）的差距。

新百威注重盈利能力提升，在華加強高端推廣。2016 年 2 季度，百威英博全球營收增長 4%，總銷量下滑 1.7%；2016 年上半年，全球營收增長 3.6%，銷量下降 1.7%。其三大全球品牌柯洛娜，時代和百威，2 季度增長 8.4%，上半年增長 7.2%，其中柯洛娜和百威品牌主要得益於在中國市場的表現良好。百威英博預測中國啤酒行業 16 年 2 季度銷量下滑 8%，16 年上半年下滑 6%。百威英博 2 季度在華銷量下降 2.3%，而營業收入上升 3.9%，單價收入上升 6.3%。得益于高端品牌在華快速增

長，特別是百威品牌實現高個位數增長。2 季度報表再次驗證百威英博策略轉變，在華轉向高端推廣而不是搶佔份額，百威英博 2 季度 EBITDA 率 32.1%，同比增加 5.6pct；上半年 EBITDA 率 29.7%，同比增加 3.4pct。

國內啤酒從競爭走向競合，抱團取暖是大勢所趨。新百威英博失去雪花股權，加之外延擴張和新建產能都有難度，短時間無法顯著提升在中國市場的市占率，推廣高端品牌提高盈利水準的訴求更為強烈，同時與唯一參股上市公司珠江啤酒的合作有望加強。從百威英博 2016 年的半年報來看，公司在華推廣高端品牌的策略貫徹的十分有效，EBITDA 率不斷提升。

面對更加強大的新百威，其他國內啤酒公司更加應該未雨綢繆，抱團取暖。我們認為華潤啤酒與燕京啤酒結盟的概率上升，唯有此類合作才有可能降低國內企業被新百威逐個蠶食的風險。

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。主要原因：一是啤酒消費進入成熟期，龍頭企業低價爭搶份額已不合時宜，“求份額”轉向“求利潤”將成為趨勢；二是啤酒行業 CR5 接近 80%，競爭格局初步穩定；三是因為股權激勵、股東更換等原因，多數啤酒上市公司改善業績動力提升。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：國企改革進程緩慢、啤酒銷量繼續明顯下降、啤酒行業競爭加劇。

### 資訊科技服務：用時間換空間，電腦等待時間的玫瑰

上周《國家資訊化發展戰略綱要》的發佈標誌著未來 10 年國家資訊化發展的綱領性檔出臺，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。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。

目前，一方面，電腦公司估值已有所回落，部分公司 2017 年 PE 水準已接近歷史底部，另一方面，電腦整體趨勢向好，而市場對電腦配路比例的降低就帶來了投資機會。此外，市場即將進入中報行情，我們預計今年電腦仍有好的中報和三季度報。

用時間換空間，部分公司 17 年 PE 已接近歷史底部。我們對電腦板塊公司 17 年預測 EPS 所對應市盈率，與歷史最低市盈率統計做了比對，發現部分公司 17 年 PE 已接近歷史底部，如南天資訊、綠盟科技、佳都科技、新大陸、四維圖新、美亞柏科、易華錄等等，電腦公司投資價值已逐漸顯現，唯一等待的就是時間。

三季度重點關注雲計算和人工智慧，以及無人駕駛和金融科技。推薦標的：（1）虛擬的網路戰爭已經開始，IT 安全有更大的彈性。推薦綠盟科技和中科曙光。（2）金融科技 Fintech 繼續圍繞 IT 與金融創新展開，首推南天資訊和同花順。（3）無人駕駛繼續看好四維圖新、中海達。（4）人工智慧建議關注佳都科技、遠方光電和東方網力。（5）雲計算，IaaS 層國產化運營已成定局，雲端關注網宿科技和雲賽智聯，移動端看好通鼎互聯。

風險提示：短期市場波動風險。

### 航空貨運與物流：《“互聯網+” 高效物流實施意見》提速智慧物流發展

發改委印發《“互聯網+” 高效物流實施意見》，是頂層設計層面推動智慧物流又一重拳。從 15 年下半年發改委發佈《關於加快實施現代物流重大工程的通知》，提出引入資訊化發展現代物流，智慧物流開始受到重視。2016 年 4 月 21 日，國務院辦公廳發佈關於深入實施“互聯網+流通” 行動計畫的意見，提出加強智慧流通基礎設施建設、鼓勵拓展智慧消費新領域等八條意見。2016 年 7 月 20 日，國務院總理李克強強調部署推進“互聯網+物流”，提出包括構建物流資訊互聯共用體系，加快建設公共資訊平臺，提升倉儲智慧化水準，鼓勵發展冷鏈物流；推動物流與“雙創” 相結合，促進物流與製造、商貿、金融等互動融合，推進互聯網+車貨匹配；加大用地等政策支持，鼓勵金融機構重點支持小微物流企業發展在內三大物流政策。此次發改委印發《“互聯網+” 高效物流實施意見》，進一步釋放政策紅利支持智慧物流發展。

此次政策明確提出相關配套工程和執行時間，加快智慧物流發展步伐。此次政策提出構建物流資訊互聯共用體系，提升倉儲配送智慧化水準，發展高效便捷物流新模式，營造開放共贏的物流發展環境，加強組織協調，加大資金、土地、稅收、金融等政策支援力度，加強人才隊伍建設七大任務，同時，針對任務配套了四項專項工程，並對工程完成時間提出具體規劃。此次政策是現有配套工程最明確，時間規劃最清晰的推動智慧物流發展政策，行業發展有望提速。

相關推薦標的。注入優質供應鏈管理企業打開成長空間的聯明股份；轉型物流地產，團隊實力雄厚的東百集團；佈局跨境電商物流，產業鏈並購推動未來發展的新寧物流；危化品運輸龍頭，LNG 物流先驅恒通股份。

風險提示：宏觀經濟波動風險，技術發展長期滯後風險。

## 國電南瑞（600406）：資產注入，成就百億市值成長之路

智慧電網龍頭，國網設備產業化平臺。公司主要從事智慧電網業務，實際控制人為國家電網公司，是國家電網設備產業化平臺公司。2014 年國家電網智慧化建設改造總投資額為 775 億元，公司占比 7.88%，是智慧電網的行業龍頭。

六年淨利潤複合增長率高達 30%，2015 年業績觸底反彈。2009-2015 年，公司營業收入複合增長率 32.62%，歸屬於母公司所有者淨利潤複合增長率 31.61%，總體實現了快速增長。公司淨利潤增速分為三個階段，其中：2009-2013 年為快速增長期，主要受智慧電網投資增加以及資產注入帶動；2014 年淨利潤同比下降，主要因電網審查，造成智慧電網投資減少；2015 年公司已經觸底反彈。

資產整合+效率提升，成就百億市值成長之路。公司發展壯大的主要途徑有四個：（1）智能電網需求拉動；（2）南瑞集團優質資產注入；（3）再融資，發展新業務；（4）期間費用下降，尤其是管理費用率的下降。

自 2009 年以來，公司先後進行了三次資產注入。2009 年公司收購南瑞集團城鄉電網自動化、電氣控制及成套設備加工業務資產；2011 年公司受讓南瑞集團持有的繼遠電網公司、中天電子股權；2013 年公司購買南瑞集團持有北京科東、電研華源、國電富通、南瑞太陽能股權、穩定分公司資產負債。經過幾次增發收購，公司營業收入由 2009 年的不足 18 億元提升至 2015 年的 97 億元，市值由不足百億提升至目前的 360 億元。

資產注入有望年內再啟動，公司市值有再翻倍空間。2013 年 11 月，南瑞集團出具承諾函，承諾將在重組完成後（2013-12-30）3 年之內解決普瑞特高壓、中電普瑞、南瑞繼保與公司之間的同業競爭問題。我們認為，2016-2017 年公司有望再次啟動資產注入，未來南瑞集團有望通過公司的平臺實現整體上市。截至 2015 年末，南瑞集團總資產 427.70 億元，淨資產 222.60 億元，營業總收入 238.54 億元，淨利潤 28.37 億元。集團目前的收入、淨利潤是公司的兩倍多，隨著集團資產的注入，公司市值有再翻倍可能。

風險提示：行業政策發生變動的風險，產品技術創新風險，南瑞集團延後履行資產整合承諾的風險。

## 天津港（600717）：被忽視的價值股，國企改催化望修復

倚天津而仗國資，背景雄厚業務實。天津港目前的實際控制人是天津市國資委，實力雄厚，而天津港背靠腹地，與京津冀和周邊地區結合緊密，容易產生協同效應，而天津港自身貨物輸送量一直居於行業翹楚，2015 年，公司完成輸送量總計 3.59 億噸，比上年同期增長 3.60%；

板塊存在補漲需求，公司安全邊際較大。2016 年年初以來，大盤低迷時，港口板塊跑輸大盤 6.27%（截至 7 月 28 日）；大盤反彈至 7 月 28 日，港口板塊反彈幅度嚴重低於其他行業，存在一定的補漲需求；在此價值窪地上，天津港的估值也相對便宜，具有較大的安全邊際；

貨運逆勢而漲，散運量價齊升。天津港的貨運輸送量在其他港吞吐低迷時，依然逆勢而行。作為北方第一大綜合港，承擔了天津港區主要的散雜貨和約一半的集裝箱吞吐作業，2015 年公司貨物輸送量為 3.6 億噸，約占整個天津港區貨物輸送量的 67%，其中散雜貨 2.9 億噸，占比近 80%。而港區不斷擴建碼頭等基建，並構建物流體系，在此階段，散貨運價抬頭，將對港區的散貨注入更強的發展活力，魚龍舞指日可待；乘國改追政策，多行整合。天津港緊跟國企改革浪潮，與唐山港集團簽署框架合作協定，共同出資在京唐港區設立集裝箱碼頭公司。此舉對於優化天津周圍港口群的資源配銘將有極大的戰略意義；在天津自貿區各項政策優惠下，結合京津冀協同發展戰略，將曹妃甸納入自貿區範圍，融海鐵聯運，建東疆二島，貫通亞歐簡化通關手續，多項舉措助力天津港吸納航運資源，擴充港口資源，增加輸送量；避同業競爭，並購新設著良方。為防止同業競爭，天津港先後通過被天津港發展並購的方式，完成股權上的整合，而為進一步完成港口資源的整合，天津港（集團）與秦皇島港成立了津冀港口投資發展有限公司作為過渡性安排，整合天津港周邊港口資源，而該部分資產將在 2018 年年底之前以適當方式注入天津港，此舉一箭雙雕，對於天津港未來發展將帶來濃墨重彩的一筆；

盈利預測。預計公司 2016-2018 年 EPS 分別為 0.77 元、0.80 元和 0.85 元，港口行業平均 PE 為 25 倍，保守給予天津港 2016 年 20 倍估值，目標價 15.4 元，給予“買入”評級。

風險提示。進出口貿易下滑，同業競爭問題未解決。

### **華鑫股份（600621）：上海儀電唯一地產上市平臺，打造智慧產業社區綜合運營商**

公司致力於成為“智慧產業社區開發商和運營商”。上市公司前身為成立於 1952 年的黃浦區社會福利食品煙鬥組，經過 60 年的歷史轉變，從最初的製造業不斷向商務不動產進行轉變，於 2014 年完成全面退出製造業。2015 年，公司明確了聚焦“智慧產業社區綜合運營商”的戰略。

房地產業務占比高，項目儲備集中在上海、蘇州。2015 年公司實現主營業務收入 32150 萬元，其中房地產業務收入 27961 萬元，占到主營收入的 87%。公司的土地儲備有兩塊，分佈在上海青浦和松江，合計 459821.70 平方米；投資專案有 2 個，位於江蘇蘇州和上海浦東，目前都處於在建狀態；在售的 3 個項目均位於上海，屬工業辦公類，尚未預售。

背靠上海儀電，智慧城市建設經驗豐富。華鑫股份是上海儀電旗下唯一地產上市平臺，實際控制人為上海國資委。上海儀電集團以“引領資訊產業發展，服務智慧城市建設”為目的，為智慧城市建設提供整體解決方案，參與智慧城市的運營，建設經驗豐富。



已公告 2017 年之前解決同業競爭問題，等待資產注入。大股東華鑫銘業承諾：1) 凡上市公司參與競標的專案，華鑫銘業及其下屬子公司均不參與競標；2) 2017 年 12 月 31 日前，以市場化的方式逐步將存在同業競爭情況的相關業務於資產注入到上市公司，使上市公司成為華鑫銘業下屬唯一商務不動產運作平臺。

打造 A 股智慧園區第一股。我國的產業園區建設受中國經濟增速換擋、製造業步入困境影響已步入瓶頸期，迫切需要通過智慧化建設來實現轉型升級。上市公司致力於成為智慧產業社區綜合運營商，具備先天優勢：旗下儲備的商務不動產項目較多，股東層面上海儀電擁有完整的智慧城市構架體系，儲備了一批擁有強大引擎的高精尖公司。公司未來有望在智慧產業方面與大股東產業形成協同效應，打造 A 股智慧園區第一股。

投資建議：公司未來有望成為 A 股智慧園區第一股，給予“增持”評級。公司轉型聚焦智慧產業社區運營商，專案佈局長三角區域，未來有望與大股東的智慧產業社區產生協同作用。大股東承諾 2017 年之前解決同業競爭，旗下相關業務注入到上市公司預期強烈。我們預計公司 2016、2017 年 EPS 分別為 0.31、0.38 元，截止 7 月 28 日，公司收盤價為 11.58 元，對應 2016、2017 年 PE 分別為 37.35 倍和 30.47 倍。2016 年給予公司 45XPE，對應目標價 13.95 元，給予“增持”評級。

風險提示：公司智慧園區項目推進不及預期，大股東解決同業競爭、資產注入不及預期。

### **濱化股份（601678）：迴圈經濟帶來成本優勢，產業鏈進一步延伸**

迴圈經濟一體化帶來成本優勢。濱化股份在不斷豐富新產品、延伸產業鏈的過程中，形成了迴圈經濟一體化的綠色產業發展模式。迴圈經濟一體化帶給了濱化股份特有的成本優勢，成為了公司的核心競爭力。公司的水、電、鹽等生產要素的自給率均超過 50%，給公司帶來了巨大的成本優勢。

延伸氯鹼產業鏈，實現公司資源綜合開發利用。濱化股份新建五氟乙烷、四氯乙烯項目作為公司氯鹼產業鏈的延伸，可以利用環氧乙烷製備副產物二氯丙烷，變廢為寶，所得產物五氟乙烷作為一種新型高效綠色環保製冷劑，有廣闊的市場前景。

不但將現有裝璜副產的氯化氫氣體資源化綜合利用，而且還能延伸燒鹼產業鏈，減輕燒鹼的銷售壓力並實現公司資源綜合開發利用。

投資行業熱點，豐富產品結構。濱化股份擬建六氟磷酸鋰、電子級氫氟酸專案。六氟磷酸鋰是鋰離子電池的常用電解質，隨著新能源汽車市場的快速增長，鋰離子電池銷量也隨即攀升，其關鍵材料六氟磷酸鋰的需求也強烈看漲。隨著光伏行業和電子產業的快速發展，國內電子級氫氟酸市場仍然缺口巨大，新建電子級氫氟酸專案能夠彌補市場缺口，帶來良好的經濟效益。

轉型新材料生產，瞄準碳纖維市場。濱化股份擬投資 3 億元新建高性能碳纖維試驗專案。以此項目為起點，打造原絲到製品的完整碳纖維產業鏈，實現公司由基礎化工品生產商向新材料生產商轉型。碳纖維市場需求高速增長，而中國碳纖維市場缺口巨大，主要依靠國外進口。中國碳纖維行業有巨大的發展空間，一旦碳纖維相關製造技術突破瓶頸，將具有較好的市場前景。

盈利預測與投資評級：我們預計濱化股份 2016~2018 年 EPS 分別為 0.26、0.36、0.42 元。按照 2017 年 EPS 以及 18 倍 PE，我們給予公司 6.48 元的目標價，給以“增持”投資評級。

風險提示：項目建設不達預期；產品價格大幅下跌。

## 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。