

## 宏觀經濟

## 生產暫時改善，通脹短期無憂——2016年7月經濟資料前瞻

預計7月工業增加值同比增長6.2%。7月全國製造業PMI微降至49.9，指向製造業景氣繼續轉差。但7月六大電廠發電耗煤同比增速7.1%，中上旬粗鋼產量同比增長6.2%，均較6月明顯提高。發電和鋼鐵增速的回升預示7月工業經濟或繼續改善，同比增速或持平6月的6.2%。

預計7月固定資產投資累計增速8.8%。7月下旬30大中城市地產銷量同比增速回落至11.4%，7月增速約為10%，略低於6月。銷售端降溫將拖累地產投資增速再下臺階。6月製造業投資當月同比已降為負值，工業通縮、需求不足的背景下，低迷狀態短期難以逆轉。為應對經濟下行壓力，預計7月基建仍將發力，或繼續保持20%左右的高增長，但獨木難支，7月投資累計增速或繼續回落。

預計7月社會消費品零售總額同比增長10.0%。繼6月汽車消費回升後，7月前三周乘聯會狹義乘用車批發銷量同比增長約30%，廣義乘用車銷量增速有望在20%以上，對7月消費有較大提振。但房地產銷售持續降溫，將對地產相關的傢俱、建築裝潢類消費構成拖累。綜合來看，預計7月社消零售增速穩中微降。

預計7月出口增長率-2.6%，進口增長率-6.6%。全球貿易整體萎縮，我國出口也將長期面臨挑戰。7月中國製造業PMI新出口訂單指標回落至49.0，預計7月出口同比-2.6%。7月以來煤、鋼等主要大宗商品價格普漲，但國際油價大幅回檔，發改委下調成品油價格，PMI進口指標雖小幅反彈但仍在收縮區間，預計7月進口同比-6.6%，貿易差額持平至480億美元。

預計7月新增信貸10000億，社融總量1.34萬億，M2增速11.5%。儘管近兩月地產銷售降溫，但前期高銷售量仍將對居民中長貸產生滯後的提振作用。非居民中長貸方面，企業整體融資需求依然疲弱，7月地方債發行大降至4000億，對存量信貸衝擊減小。但一般經歷6月的短暫寬鬆後，7月信貸會季節性回落，預計7月新增信貸1萬億人民幣。7月票據監管仍將衝擊表外融資，企業債淨融資規模約為2500億，全月新增社融總量預計在1.34萬億。去年7月份受救市因素影響，M2增速大幅飆升，考慮到高基數，預計7月M2同比下降至11.5%。

預計7月CPI同比增長1.7%，PPI同比-1.7%。近期全國暴雨漸緩，菜價也回歸穩定，但豬價仍跌，對CPI同比將構成重要拖累。預測7月CPI食品價格環比-0.2%，同比降至1.7%。7月以來大宗商品價格普漲，預測7月PPI環漲0.2%，PPI同比降幅有望繼續縮窄至-1.7%。通脹僅是短期風險，而長期將重新面臨通縮壓力。

## 大市導航

### 保險：NBV 增速將超預期，配路價值顯現——保險行業 2016 年半年報前瞻

中報業績前瞻：淨利潤下降，NBV 增速超預期。1) 淨利潤同比大幅下降，符合市場預期。預計國壽、平安、太保和新華上半年淨利潤同比分別增長-65%、5%、-46%和-50%。2) 2 季度淨資產環比穩中回升，預計國壽、平安、太保和新華上半年末淨資產較年初分別增長-3.3%、7.7%、0.6%和-0.3%。3) 保險公司新業務價值增速預計遠超預期，國壽、平安、太保、新華上半年 NBV 預計同比大幅增長 50%、45%、45%和 20%。

利潤下降的主要因素：投資收益大幅減少、傳統險準備金折現率下調。1) 上半年，利率下行疊加股市低迷導致投資收益大幅減少。保險公司資金運用收益同比下降 42.32%。資金運用收益率 2.47%，同比下降 2.69 個百分點。2) 750 天移動平均國債收益率在 2016 年大幅下移，使得傳統險準備金折現率下調，從而導致準備金多提，稅前利潤相應減少。3) 利潤下降是由市場環境外生因素和去年高基數所導致的，屬於中短期現象，且易被市場充分預期。

壽險新業務價值增速預計遠超預期。1) 2016 年上半年預計國壽、平安、太保、新華 NBV 增速分別為 50%、45%、45%和 20%；個險新單（不含萬能險）增速預計分別為 65%、40%、71%和 30%。2) 新業務價值高增長的驅動因素包括：1 工業經濟下行與保代考取消導致增員難度下降，代理人較年初繼續大增；2 上市保險公司強調內涵式發展，加強代理人培訓與考核，有效提升代理人品質與人均產能；3 上市保險公司推進價值轉型，產品價值率保持穩定；二季度嚴格停售高預定利率與高現價激進型產品，負債成本下降；4 太保、平安等保險公司推進客戶經營轉型，進行精準行銷與個性化服務；5 低息環境降低保單銷售難度。

產險承保利潤率預計小幅上升。上半年上市產險公司保費增幅整體略有提升，預計中國財險、平安產險、太保產險綜合成本率分別降至 96%、95%和 99.5%。

監管政策推動保險業長期健康發展。1) 償二代推動投資的風險導向和產品的價值轉型。2) 限制中短存續期產品終結了“資產驅動負債”激進模式。3) 險資運用市場化改革有利於投資收益率的提升。4) 商車費改有利於車險承保盈利改善。

估值歷史低位，中報存在超預期的可能性，配路價值顯現，推薦中國太保和中國平安。市場對於利差收窄和利差損風險已經充分反應，悲觀預期或將改善，而低息環境下，保險產品吸引力顯著增強，保單銷售持續好轉，個險新單保費和新業務價值增速仍會較快。

不確定性因素。權益市場下跌導致業績與估值雙重壓力。

## 傳媒：《綜藝節目專題報告（一）總論篇》

綜藝節目是一種娛樂性的節目形式，通常包含了許多性質的演出，例如音樂、舞蹈、雜技與搞笑等類型。

網路綜藝產能爆發：根據六大視頻網站已經上線和計畫上線的網路綜藝統計，2016 年的網路綜藝總數量超過 93 檔，其中還不包括視頻網站開放計畫中產生的 PGC 網路微綜藝。

網路綜藝播放量可觀：依靠專業的製作團隊、高額的製作成本，生產更加豐富有趣的內容，數量呈幾何倍數增長。據年初行業資料顯示，新增的 26 檔節目總播放量就高達 63.06 億次，全網排名前 20 的網綜播放量更是累計達到 73.49 億，而同期的電視綜藝卻遭遇了收視率下跌。

當互聯網與綜藝節目相遇，互聯網視頻企業的盈利本能與普羅大眾新的娛樂消費需求交織在一起，網路綜藝迎來了自己的黃金時代。

風險提示：收視率不達預期，節目版權問題。

## 資訊服務：網路安全行業新一輪洗牌，大型安全廠商平臺化發展是大趨勢

國內方面，南洋股份昨日公告 57 億收購天融信 100% 股權，後者是國內老牌安全廠商，在防火牆等領域較有競爭力，有一定管道優勢。此外，《網路安全法草案（二次審議稿）》公開徵求意見將於 8 月 4 日截止，頂層法案的確立對行業標準確立、生態建設至關重要，協同聯動、共建安全已逐漸成為一種共識。

國外方面，8 月 2 日，賽門鐵克宣佈完成收購 Blue Coat，合併完成後，新公司將向全球客戶提供一流的安全防護和雲安全服務。

安全行業新一輪洗牌，大型安全廠商平臺化發展是大趨勢

大型安全廠商平臺化發展，將被收購企業以模組化的形式嵌入自己的平臺，是大趨勢，這在網路安全行業尤為明顯。因為新收購的標的不僅有利於公司本身的技術提升，更是對原有業務的缺失環節進行填補。

一方面，眾多的安全細分領域使得老牌安全廠商不可能將有限的資源投入所有領域，以培育試點+收購的方式是相對比較有效的。這從海外安全巨頭的紛紛轉型和收購佈局中已得到驗證。

另一方面，每次 IT 技術出現一波創新浪潮時相關的安全初創企業便如雨後春筍般爆發，比如 00 年時的互聯網，現在的雲安全、移動和物聯網安全、工控安全等，這也為安全廠商外延佈局提供了機會。

如今，安全行業又在新一輪 IT 技術的帶動下迎來新的洗牌，行業也將迎來新一輪並購浪潮。對於國內安全廠商來說，並購不僅是在新安全趨勢下保持自身領先性的重要推動力，也對公司開拓國內外市場帶來積極意義。

關注標的：中科曙光（完整的雲計算產業鏈）、綠盟科技（專業安全廠商，雲安全落地迅速）、啟明星辰（專業安全廠商，內生外延高增長）、美亞柏科（電子取證、網路空間監管）、浪潮資訊（伺服器國產替代）、東方通（基礎軟體龍頭）。

主要不確定因素。IT 安全投入不及預期。

### 石油天然氣：川氣東送管道公開引資，石化行業混改進一步推進

中國石化公告，經公司第六屆董事會第七次會議審議，董事會同意以中石化川氣東送天然氣管道有限公司(簡稱“管道有限公司”)為平臺進行公開引資，具體包括：同意管道有限公司本次引資方案，本次引資完成後，中國石化對管道有限公司的持股比例為 50%。

點評：（1）川氣東送引總投資 626.76 億元，是我國繼西氣東輸工程後又一項天然氣遠距離管網輸送工程。“川氣東送”管道骨幹起自四川省宣漢縣境內的普光氣田首站，自西向東途經重慶市、湖北省、安徽省，浙江省、江蘇省，止於上海末站，骨幹路全長約 1702 公里。

（2）我國油氣管道主要集中在中石油、中石化手中，其中中石油天然氣管線在全國總天然氣管線總長的 70%以上。在改革的大背景下，要求石化行業打破壟斷，引入各類資本的呼聲日益提高。

（3）油氣管道資產盈利穩定、現金流不錯，因而受到資金的青睞。

（4）此次，中石化川氣東送管線公開引資，引入外部資本，與中石油此前幾次引入資本進入天然氣管道業務類似。通過引入社會資本，推進混合所有制改革，打破壟斷，提升效率。

（5）中石油天然氣管道資產改革舉措回顧。（a）2013 年 6 月，中石油、泰康資產、國聯基金設立合資公司，其中中石油以西部管道資產作為出資，占註冊資本 50%，泰康資產、國聯基金分別出資 360 億元、240 億元，分別占註冊資本 30%和 20%。（b）2015 年 11 月，中石油公告稱擬將中亞管道 50%的股權出售給國新國際公司。（c）2015 年 12 月，中石油公告稱，將以中油管道為平臺對東部管道、管道聯合及西北聯合進行整合，交易完成後，中石油將持有中油管道 72.26%的權益。

（6）關注石化行業改革主線：管制放鬆、平臺整合。管制放鬆，主要體現為在油氣開採、油氣價格、油氣管網、油氣進口權等領域打破壟斷，引入市場化競爭機制，實現經營效率提升。關注洲際油氣、新潮能源、泰山石油、勝利股份等。平臺整合，則主要是三桶油對旗下資產進行專業化重組、平臺化整合。借助上市公司平臺，實現專一資產的整體上市，達到減少同業競爭、提升經營效率、提升企業價值的目標。關注泰山石油、大慶華科、山東海化。

主要不確定因素。油價回落、石化產品價差下降。

### **建築工程：推薦白馬，靜待市場趨勢明朗**

當前時點建議重點配銜白馬股，靜待市場出現趨勢性走向後再做配銜調整。其邏輯，一是監管新政使得“轉型”邏輯難以持續強化；二是市場走勢判斷分歧加大，配銜白馬股在策略上攻守兼備。

近期國企改革主題關注度較高，尤其是上海國企改革，通過改革提高管理效率，降低費用率，進而提高企業盈利能力是建築國企改革主題的中長期邏輯。我們建議在建築行業的國企改革主題投資中，可以依據兩種思路選股：1) 尋找隱性資源較多的個股；2) 尋找能夠有持續政策催化的個股。

總體而言，我們建議優選相對滯漲的白馬股，選股邏輯：1) 所在細分市場的景氣度：從自上而下角度看，新興基建領域（軌道交通、海綿城市、地下管廊等）及 PPP（對基建及園林股訂單拉動明顯）。2) 主題催化的可能性；例如近期有望持續發酵的上海國企改革。3) 業績與估值匹配性。基於以上考慮，建議重點關注：隧道股份、鐵漢生態、中國建築、金螳螂、中工國際，此外還有已經在停牌的寧波建工、蘇文科。

主要不確定因素。訂單推遲風險、回款風險、經濟下滑風險。

### **華鑫股份（600621）：上海國資“小而美”，改革預期“強而急”**

上市公司於 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。

項目儲備集中在上海、蘇州。公司的土地儲備有兩塊，分佈在上海青浦和松江，合計約 46 萬平方米；投資在建項目有 2 個，位於江蘇蘇州和上海浦東；在售的 3 個項目均位於上海，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。上海儀電集團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。大股東華鑫路業承諾不參與上市公司參與競標的專案，且在 2017 年 12 月 31 日前解決同業競爭，相關業務資產注入到上市公司，使上市公司成為華鑫路業下屬唯一商務不動產運作平臺。

上市公司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。

主要不確定因素。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。

### 長江投資（600119）：受益於國企改革、參股金屬交易中心打開利潤增長點

公司實際控制人是上海市國資委。主營業務是以陸交中心為核心的現代物流板塊。具體包括：（1）跨境電商供應鏈服務平臺業務，為跨境電商提供國內集中採購管理服務；（2）“e管通”流通領域標準系統平臺業務，完成跨境電商從配送到推廣的服務；（3）物流擔保業務，與中國出口信用保險公司深度合作；盤活平臺中小客戶零星不動產、存量資產。

2014年12月公司參股金屬交易平臺，設立上海長江聯合金屬交易中心，未來或為公司最重要盈利板塊之一。公司參股金融交易平臺有利於進一步強化在智慧流通領域的行業優勢。通過金屬交易中心，公司能夠結合上海陸上貨運交易中心平臺資源，充分發揮現有的物流、倉儲、礦業資源優勢，為金屬生產、貿易和投資提供公開的協力廠商平臺，為金屬市場提供交易、資訊、質檢、倉儲、運輸、保險、結算等協力廠商服務。

公司主營物流業務收入來源穩定，2015年供應鏈服務營業收入大幅提升，毛利率處於行業內較高水準。在跨行業投資的戰略下，公司參股金屬交易中心於2015年下半年正式運行，顯著提升公司盈利能力。2016年第一季度淨利潤占到公司總體淨利潤的68%。增持評級。

主要不確定因素。交易所運營合規風險，金屬交易市場熱度下降風險。

### 上海梅林（600073）：內部積極變化多，外乘上海國改東風

上海國企改革主題海通再執牛耳，推薦組合表現強勁，其中【上海梅林】自我們推薦以來已有10%漲幅，跑贏大盤12pct。

堅定減虧+事業部改革改善公司業績。去年公司新管理層上任後，大刀闊斧清理虧損企業，今年以來，湖北梅林、捷克梅林、榮成梅林、重慶梅林陸續停產。同時，事業部改革效果初現，企業經營效率大幅提升。

收購SFF，打造牛肉行業龍頭。預計SFF收購進程有望明年初正式完成交割，前期合作和調整已經展開。我們認為本次收購有利於公司完善牛肉領域佈局，助力公司打造牛肉行業龍頭。

基本面向好，未來或實行股權激勵。上海國企改革東風再起，我們判斷隨著上海自上而下改革進程的推進，公司未來或有望推出激勵計畫以完善治理結構、激發活力。

主要不確定因素。收購進度不及預期，需求下滑，食品安全問題。

## 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。