

## 大市導航

### 商業貿易：行業依然底部徘徊，首選可持續的成長

1. 消費資料仍處低位元，環比有改善跡象。2016年1-7月份社零總額名義增速為10.3%，位於近兩年來較低水準，但6、7月份單月增速已較年初2-4月份顯著回升。全國百家大型零售企業零售額2016年上半年同比下滑3.2%，但2016年7月單月同比增長1.3%，連續兩月環比改善。

2. 行業上半年收入繼續負增長2.2%，扣非歸屬淨利降14.97%。以批零行業38家上市公司為樣本，上半年收入同比下降2.2%；毛利率同比提升0.46個百分點，期間費用上升0.72個百分點；歸屬淨利同比降28.87%，扣非淨利降14.97%。

分季度來看，從2015年3季度開始，扣非淨利的降幅已逐季收窄，由-75.87%收窄至-13.8%，體現行業在探底過程中對衝擊的逐步消化，未來降幅有望進一步緩和甚至拉平。從更能代表行業內生增長的20家樣本資料看，2016年上半年收入同比下降4.81%，扣非淨利同比下降18.44%，結論也與上述相符。

消費疲軟導致的收入略降以及競爭加劇和費用剛性上漲導致的費用率增加，抵消了毛利率的上升，2016年上半年淨利率為2.13%，同比減少0.85個百分點，扣非淨利率1.94%，同比減少0.34個百分點，其中二季度兩項利潤率均較一季度弱。

行業未來可能繼續處於低迷將倒逼企業進行更大力度的改革（股權激勵、引入戰投等）和轉型（O2O、金融、第二主業拓展等），有望帶來中長期效率提升。

3. 重點公司表現：繼續分化，增長稀缺。2016年上半年45家樣本公司中僅9家實現收入正增長，僅13家實現扣非淨利正增長，1家實現扭虧為盈（新華都），體現零售行業中業績增長的稀缺。收入和扣非淨利均排名前15的公司中，由於零售主業經營良好的有永輝超市（17.7%，39.8%）、歐亞集團（3.7%，10%）、大東方（2.6%，25.1%）和合肥百貨（-0.6%，5.16%），另外鄂武商A（19%）、天虹商場（15.8%）的扣非淨利增速也位於行業前列。此外，小商品城2016年上半年收入增155%，扣非淨利增225%，主要由於地產結算和租金市場化帶動主業增長等。

4. 行業估值。目前批零行業整體PE（TTM）為33.1倍，略高於歷史平均水準；部分優質股估值低，如鄂武商A、王府井、歐亞集團、中百集團、重慶百貨等，PE在15-20倍區間或PS在0.3-0.5倍區間。目前批零行業基金持倉基本處於標配水準。

5·行業觀點及推薦。雖然 2016 上半年行業基本面收入、利潤增速、盈利能力在底部徘徊，但行業在近 5 年時間消化電商衝擊、控三公消費等利空後，動態看，不排除行業盈利弱復蘇的可能。

行業基本面業績分化，建議精選個股：（1）業績為王，更加重視績優、低估值&高股息，推薦鄂武商 A、永輝超市、歐亞集團、小商品城等；（2）價值型個股。市場偏價值的風格不變，零售價值型個股受青睞，RNAV 相比目前市值較高的公司有銀座股份、歐亞集團、鄂武商 A、百聯股份、北京城鄉、華聯股份、王府井、大商股份等；（3）國企改革。推薦重慶百貨、蘭生股份、中百集團、王府井、鄂武商 A、歐亞集團、合肥百貨、翠微股份、廣百股份等，相比市值以上公司均具有較高的資產價值溢價。同時關注國企殼資源公司，如津勸業、武漢中商、南寧百貨、漢商集團、中興商業、北京城鄉等，可組合投資；（4）佈局新業態和新服務機會。推薦轉型便利店、生鮮超市等新業態的中百集團，致力於供應鏈服務提升的江蘇國泰，以及轉型物流地產的東百集團等。

風險提示。消費疲軟壓制行業業績和估值；國企改革進程慢於預期；轉型進程的不確定性。

### 食品：擁抱最好的（高端白酒）和“最差”的（啤酒）子行業

可選優於必需。高端白酒報表品質持續靚麗，近期提價鞏固向好趨勢。相比之下調味品、乳製品、飲料等景氣下降，啤酒調整近三年已出現改善信號，華潤、百威、重啤、珠啤業績超預期。

開源不如節流。增量和漲價壓力都較大，通過結構升級間接提價成為主要途徑，但在持續升級之後邊際貢獻遞減。業績改善更多依賴成本和費用控制。啤酒進入升級拐點，未來彈性大時間長。

從週期定位角度，高端白酒在底部右側，啤酒在底部，肉製品、乳製品、調味品依次接近底部。

投資建議：堅定持有高端白酒，底部佈局啤酒板塊。重點推薦貴州茅臺、五糧液、洋河股份、重慶啤酒、燕京啤酒、青島啤酒、雙匯發展、伊利股份、金禾實業，關注瀘州老窖。

風險提示：經濟低迷、系統性風險等。

### 有色金屬：吶喊鈷板塊建倉機會

理由三點：1 新能源板塊盤整 3 個月，透徹。2 九月初開始補貼，物流車目錄政策逐步落地。3 盛屯礦業股價低於實際控制人成本；華友鈷業中報虧損利空出盡（其實單看二季度扭虧還是超預期的）；洛陽鋁業收購鈷礦進展順利。綜上，觸底反彈建倉良機。

風險提示：產品價格回落等。

## 石油化工：石化行業 2016 半年報分析

原油價格。2015 年布倫特原油現貨均價為 52.34 美元/桶，同比-47.1%。2016 年以來油價整體上升，但依然處於底部區域，2016 年上半年布倫特原油現貨均價為 40.86 美元/桶，同比下跌 29.3%，環比下跌 13.4%。

石化產品價差。今年上半年，乙烯-石腦油價差達到 700 美元/噸，創 2014 年以來最高價差水準。代表石化行業盈利變化趨勢的乙烯-石腦油價差在油價企穩回升的帶動下，價差逐步改善。

油氣開採板塊：上半年油價整體上行，盈利改善。2016 年上半年 4 家油氣開採行業上市公司合計實現營業收入 52.15 億元，同比降低 14.75%。合計實現歸屬母公司淨利潤 6587 萬元，淨利潤率 1.26%，在一季度整體虧損的基礎上，實現中期業績扭虧。

油服板塊：上半年收入同比回落 28%，利潤分化嚴重。2016 年上半年 12 家油服行業上市公司合計實現營業收入 325.40 億元，同比降低 26.75%。實現歸母淨利潤 8.56 億元（剔除業績波動較大的中海油服和石化油服），同比下降 23.8%。

煉化板塊：上半年景氣回暖，盈利能力改善。2016 年上半年 31 家煉化行業上市公司合計實現營業收入 1564.10 億元，同比增長 2.84%。實現歸母淨利潤 56.31 億元，同比上升 52.18%。

未來油價將逐步回升，長期均衡價格為 60 美元/桶。2015 年布倫特原油均價為 52.5 美元/桶，同比下降 47%，處於底部區域。我們認為短期油價將在 40~55 美元/桶震盪，長期均衡價格為 60 美元/桶。

本輪石化行業景氣高點有望在 2016-18 年出現。乙烯-石腦油價差持續擴大，預示著石化行業盈利持續改善。按照 6-8 年一個完整的石化週期計算，我們預計本輪石化行業景氣高點有望出現在 2016-18 年。

我們認為 2016 年石化行業主要關注油價與週期。在油價震盪上行過程中，可關注油氣價格反彈直接受益的洲際油氣、新潮能源、中天能源、勝利股份等；在石化行業景氣提升過程中，關注業績彈性大的上海石化、衛星石化、恒逸石化、齊翔騰達、神霧環保等。

風險提示：油價持續下跌、石化產品價差回落、行業景氣度下行。

## 農業：養殖繼續暴利，農業盈利大增

1、67 家農業公司 2016 年上半年收入和歸母淨利潤分別為 1571.7 億元和 156.6 億元，同比分別增長 8.5%和 204.9%。盈利能力方面，由於豬價和雞價大幅上漲，2016H1 行業毛利率為 20.6%，同比

大幅提升 7.0 個百分點；費用率方面，2016H1 期間費用率為 10.4%，同比提升 0.1 個百分點，表現平穩。

2、子板塊分析：養殖仍是驅動業績主因，飼料盈利開始加速。

1) 畜禽養殖：二季度利潤增速放緩，總體仍大幅提升。由於 2015 年二季度時豬價已經逐步走高，所以今年二季度養豬企業利潤同比增速放緩，但上半年總體仍大幅提升，溫氏股份、牧原股份、雛鷹農牧、正邦科技上半年利潤分別增長 305%、2190%、8694%、9427%。從禽養殖看，由於雞價回暖，益生股份、民和股份、聖農發展業績同比大幅扭虧，仙壇股份也實現快速增長。

2) 飼料：收入開始回升，利潤增長提速。飼料板塊上半年收入和利潤分別增長 2.3%和 42.6%，其中單二季度收入增長 5.5%，為 2015 年以來首次出現回升。由於二季度原材料玉米和豆粕價格下滑，飼料企業相應降價，但由於生豬補欄積極性的提升，最終收入仍實現增長。從利潤角度看，由於原材料成本下降，企業毛利率提升，加上大部分飼料企業開始向下游切入生豬養殖，受益養殖景氣，利潤同比增長 42.6%。

3) 動物疫苗：二季度招標影響減弱，業績好轉。上半年疫苗板塊收入微增 1.9%，相比一季度時下滑 9.6%來說已經明顯好轉，主要由於二季度招標業務影響較小。同時，上半年利潤增長 18.8%，而一季度時為 13.3%，也有所提升。個股看，中牧股份等業績下滑 10%以內，其他企業都實現增長，尤其普萊柯在一季度業績下滑 6.4%的情況下最終半年報增速達 27.7%，表現突出。

4) 種子：隆平高科二季度虧損導致業績下滑，拖累板塊總體增速。上半年隆平高科利潤下滑 15.2%，使得板塊總體增速由一季度的 26%下滑至 15%。同時登海種業表現仍較好，業績同比增長 30.3%。

風險提示：宏觀經濟下滑，農產品價格大幅下跌。

### **基礎化工材料製品：供需共振，新和成上調 VE 價格至 100 元/千克**

1.繼 8 月 24 日吉林北沙上調 VE 價格至 96 元/千克後，新和成於 9 月 1 號起調整飼料級維生素 E50 粉國內市場價格，上調 VE 價格至 100 元/千克。

2.供需共振，VE 價格將繼續上行。供給端明顯收縮（行業格局重塑，有 4+3 到 4+1；海外裝路開工下降，國內原材料供給緊張），需求逐步進入旺季，多因素導致供需共振，VE 價格仍將繼續上漲。

3.DSM 的環保問題或將影響嚴重。DSM 是全球最大的維生素生產企業，其瑞士工廠，因裝路和技術老舊，工業工程不足，當地政府要求整改，限制污水排放，並給出明確的排放目標；8 月初，DSM 停車檢修 3 個周，目前仍未能復產，之前我們預期，未來 DSM 將下降 30%的產量負荷，目前來看，嚴重程度可能超預期。

4.VE 上漲新和成、浙江醫藥都受益顯著。新和成，一方面，VE 價格的上漲同時帶動了 VE 有交叉的香精香料的價格的上漲，另一方面，按照 15 年銷量計算，VE 價格每上漲 10 元/千克，增厚 EPS 為 0.24 元（價格由年初的 40 元/千克，此次調價前是 90 元/千克，已經上漲至 100 元/千克）；浙江醫藥，VE 價格每上漲 10 元/千克，增厚 EPS 為 0.23 元。

風險提示：經濟下行、系統性風險。

### 電力：電動車放量可期，配網板塊快速增長

一次設備歸屬母公司淨利潤同比增長 9.98%。各板塊的淨利潤增速分別為：輸變電 12.94%，配電 95.13%，低壓電氣-3.74%，鐵塔電纜 23.03%，發電設備-33.52%，電機及零部件 6.35%。

二次設備歸屬母公司淨利潤同比增 30.83%。各板塊的淨利潤增速分別為：智慧電網 109.82%，智慧用電 9.50%，電廠&工業自動化 17.58%，節能環保 33.32%，電源 1.97%，智慧表-23.26%。

2016 年三季度業績預測。2016 年第三季度，有 35 家歸屬母公司淨利潤同比預測增速上限超過 40%，5 家歸屬母公司淨利潤同比預測增速上限介於 20-40%，4 家歸屬母公司淨利潤同比預測增速上限介於 0-20%，7 家公司歸屬母公司淨利潤同比預測增速上限為負。部分企業三季度高增長主要源於以下幾個方面：（1）電網投資節奏的影響。2015 年下半年，國網招標量快速上升，多數訂單於今年前三季度交貨，推動配電、鐵塔及電纜等公司業績提升；（2）電動汽車電機電控，方正電機、大洋電機收購電動車驅控的優質資產，並錶帶動業績高增長。近期政策落地將進一步推動出貨量的爆發。（3）2015 年產業並購頻發，並表因素。

關注電動車、電改、配網、工業 4.0、碳交易相關標的。電力設備 2016 年上半年業績整體有所增長。我們認為，需要在高增長明確、投資具加大趨勢的子版塊尋找投資機會。建議關注-電動車動力總成及充電、電改、配網、工業 4.0、碳交易核心標的。

核心標的。（1）電動車動力總成-方正電機、合康變頻、大洋電機、藍海華騰。（2）電改-安科瑞、智光電氣。（3）配網-銘信電氣、國電南瑞。（4）工業 4.0-匯川技術、新時達、長園集團、科大智能。（5）碳交易-銘信電氣。

風險提示：行業競爭風險。

### 人福醫藥（600079）：大股東全額認購增發，看好公司長期發展前景

大股東大比例增持，看好公司長期發展前景。擬發行不超過 157,657,657 股 A 股股票，當代科技出資不超過 28 億元以現金全額認購，鎖定期三年，扣除發行費用後擬全部用於償還銀行貸款、償還

超短期融資券。我們估算此次定增可以為公司減少財務費用 1.14 億元。堅定看好公司國際化戰略以及公司在麻藥和醫療服務領域的佈局，以及公司長期發展前景。

盈利預測與投資建議。我們看好公司在製劑出口、醫療服務、麻藥領域的佈局。不考慮專利挑戰成功對業績影響，預計 16-18 年歸母淨利潤分別為 8.86、12.54、15.30 億元，按照增發後股本 14.44 億股計算，對應 EPS 分別為 0.61、0.87、1.06 元/股，同比增長 35%、42%、22%。考慮到可比公司估值，給予公司 2017 年 31 倍 PE，對應目標價 26.97 元/股，“買入”評級。

風險提示：海外業務不達預期的風險。

## 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。