

2016年12月23日

銷售部 - 投資策略

策略

混改：國企改革新動力

國企改革受重視程度不斷提升，預期重建。12月14-16日中央經濟工作會議在京舉行，會議明確提出明年“要深化國資國企改革…混合所有制改革是國企改革的重要突破口”，國改進入深化的新階段。回顧可以發現從今年6月底以來國改受重視程度在不斷提升，國企改革主線，經歷13年底到15年中預期不斷升溫，15年中到16年中市場預期不斷降溫後，16年下半年以來預期有所改善，雖然市場整體上仍有懷疑和猶豫，但中央經濟工作會議明確定調，未來改革不斷落地，國改預期重建中。

混改成為國改新動力、新亮點。回顧國改進程，各細分領域推進有緩急之分，混改同樣經歷了預期升溫-降溫-修復的過程。十八屆三中全會後，混改在實際推行中遭遇困難，預期降溫。究其原因，從國有資本看是擔心國有資產流失，從非國有資本看產權保護問題使得民企參與積極性不高。針對兩類問題，近一年都有相應保障政策出臺。9月28日，劉鶴主持召開發改委混改試點專題會，首次提出“推進混合所有制改革是深化國企改革的重要突破口”，這一提法隨後也超預期的出現在12月中央經濟工作會議中，混改在國改中的地位明顯提高。企業層面，聯通、中石油、中船、國網等多家央企近日表示研究混改也印證混改正在提速，可以預計明年混改將成為深化國企改革的突破口與主戰場。

引入戰投資、股權激勵對業績提升力度較強，借殼、整體上市、各類激勵等混改公告發佈後超額收益明顯。映射到資本市場，不同的混改方式也會帶來不同的經營效果，市場的反應也各不相同。回顧13年11月-15年已發生混改的國企上市公司，我們發現，引入戰略投資者和實施股權激勵的公司業績提升力度較強，進行借殼、整體上市、員工持股、股權激勵的上市國企，市場給予公司的溢價較高。

七大重點混改行業。12月14-16日中央經濟工作會議提出混合所有制改革是國企改革的重要突破口，按照完善治理、強化激勵、突出主業、提高效率的要求，在電力、石油、天然氣、鐵路、民航、電信、軍工等領域邁出實質性步伐。

國企改革精選組合。國企改革包括混改、資產整合、各類激勵等多種途徑，我們前期多篇報告已有闡述分析，策略與行業分析師合作梳理的最新國企改革組合15只。

風險提示：國企改革推進不及預期，經濟增長失速，政策調控市場超預期。

宏觀

實體經濟觀察：防風險，促改革

下游行業：地產 11 月房價環比增速回落，12 月中旬地產銷量跌幅擴大。乘用車 11 月經銷商庫存穩定，12 月前兩周批發增速仍持平。家電 11 月產量增速仍高，12 月白電線下零售呈倒 V 形。文體娛樂方面，上周電影票房、觀影人次環比回升、同比下滑。

中游行業：鋼鐵方面上周鋼價沖高回落，開工率再降，社會庫存繼續回補，需求、價格似有走弱之勢。上周高標水泥價格環比微幅下滑，庫容比創同期新低。化工方面 PTA 產業鏈價格續漲，下游需求改善帶動庫存回補，而上游限產保價。電力方面，11 月工業用電量增速再升，12 月中旬發電耗煤增速亦較上旬回升。

上游行業：上周煤炭價格平中有跌，港口煤炭庫存繼續回升，動力煤供需格局走弱。上周美聯儲鷹派加息令美元指數創新高，OPEC 與非 OPEC 達成聯合減產令油價繼續上漲。上周美元回升壓制銅、鋁價格，但需求預期推動銅庫存回補。交運方面，11 月全國貨運量增速創新高，鐵路貨運量增速更創 6 年新高。上周美元指數繼續壓制 BDI 指數。12 月工業經濟整體表現整體平穩。終端需求中，上中旬地產銷量增速、前兩周乘用車銷量增速均較 11 月持平。工業生產中，鋼企開工率逐周下滑，上中旬發電耗煤增速小幅回落。各行業庫存漲跌互現，整體呈緩慢回補態勢。而生產資料價格環比漲幅也較前期收窄。

穩增長已非當務之急，穩增長雙刃劍效果也逐漸顯現：既為改革創造了條件，也令風險因素積聚。中央經濟工作會議定調 17 年為供給側結構性改革深化之年，同時稱要把防控金融風險放到更重要的位置，意味著 17 年經濟工作主線將由穩增長轉向防風險、促改革。

大市導航

食品加工：乳品行業 12 月月報：國內外價格保持小幅上漲

國內原奶價小幅回升，國際原奶價格多數上漲。12 月 7 日主產區生鮮乳價格 3.50 元/kg，11 月生鮮乳均價 3.47 元/kg，環比漲 0.73%。10 月國內主要原料奶產區價格環比漲 0.94%，其中東北、華北地區漲幅較大，分別環比上漲 2.89%、2.50%，華東地區下跌 0.27%。國際上，12 月 20 日，恒天然全脂奶粉拍賣均價 3568 美元/噸，環比增 1.98%；9 月份，美國 A 級脫脂奶粉均價為 2019 美元/噸，環比上漲 8.35%；9 月 31 日-10 月 14 日，大洋洲脫脂奶粉均價 2400 美元/噸，環比減 2.04%，全脂奶粉均價 2800 美元/噸，環比減 3.03%；同期，歐盟脫脂奶粉均價 2300 美元/噸，環比持平，全脂奶粉均價 2937.5 美元/噸，環比減 0.42%。

國內乳品進口量增價跌，國際奶粉出口同比減少。國內原奶供給方面，9 月種牛進口量同比減 35.45%。進口方面，1-9 月工業奶粉進口 49.67 萬噸同比增 9.7%；嬰幼兒配方奶粉進口 15.3 萬噸，同比增 27.7%；液態奶進口 48.75 萬噸，同比增 56.2%。2016 年 1-9 月，主要乳製品出口國共出口奶粉 264.86 萬噸，同比減少 4.9%。飼料原料價格方面，9 月份國內玉米價格環比下降 1.6%；豆粕價格環比下降 0.2%；苜蓿草進口量環比下降 0.08%；燕麥乾草進口量環比下降 0.52%。

乳製品產量較快增長，主要產品價格相對穩定。11 月，國內乳製品產量同比上升 10.24%；前三季度乳製品 7 家上市公司共實現收入 685.39 億元，同比減少 6.50%；歸母淨利潤 47.82 億元，同比增加 23.15%。12 月 9 日，優酪乳零售價 14.07 元/公斤，同比增 0.64%；牛奶 11.30 元/公斤，同比增 1.53%。主要乳產品價格相對穩定。

市場表現。1-11 月乳製品板塊下跌 0.42%，上證綜指下跌 11.90%，乳製品板塊跑贏大盤 11.47 個百分點。板塊中漲幅前三名為燕塘乳業、伊利股份、三元股份，漲幅分別為 20.10%、10.47%、7.41%，跌幅前三名為光明乳業、科迪乳業、貝因美，跌幅分別為 17.68%、13.28%、9.58%。

投資建議：上游勿喜，中游勿悲。1H17 之前國內奶價維持低位利好行業毛利率全年維持高水準，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、下游需求不足以及行業近兩年競爭激烈推動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。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：1) 公司當前股價對應 16 年 PE 不到 18 倍，與白酒龍頭對比並從長期成長性角度考慮，估值有修復空間；2) 公司在行業增長放緩背景下，競爭優勢突出，中高端產品保持較快增長，產品結構持續升級；3) 公司 15 年銷售費用超 130 億元，歸母淨利潤 46 億元，未來如果行業競爭環境改善，公司利潤端彈性大確定性強。

主要不確定因素。紐西蘭地震對原奶生產影響，食品安全問題，消費需求因促銷減少而下降。

傳媒：海外引進劇：數量受限、精品不減

第一部分：中國海外電視劇引進歷史：受到較大外交政策影響

第二部分：電視臺海外劇引進規定：先審後播，時長、數量、播出受限制

第三部分：視頻網站海外劇引進規定：先審後播，數量受限制

第四部分：視頻網站引進劇現狀：優質海外劇引進加強差異化競爭

第五部分：A 站、B 站海外劇現狀：UGC 內容存在高版權風險

第六部分：政策管控下，引進劇數量受限、精品不減

風險提示：政策監管加嚴，系統性風險。

汽車與零配件：2017 國改見效年，看好汽車產業充分參與

1、國改全面加速中，看好 2017 國改見效年。國企改革自今年 6 月底加速推進，7 月國改試點全面鋪開，9 月底發改委混改試點專題會、首提混改是深化國改的重要突破口、新階段；12 月國資委通報政策面“1+N”檔體系已完成、八項試點全面鋪開，並設 4300 億引導基金力挺創新驅動戰略。

2、汽車產業具有推進國改的迫切訴求。中央及地方國有汽車企業是我國汽車產業中堅力量，如一汽、東風、長安、上汽、廣汽、江淮、華域、威孚等龍頭整車及零部件企業。我國汽車產業起步較晚，國企長期存自主創新、經營效率等諸多問題亟待解決，加快汽車行業國改進程、促進效率提升迫在眉睫。

3、看好汽車行業通過混改、整體上市、員工激勵等形式、充分參與國改浪潮，相關個股未來有望受益于國改帶來的效率提升、質地優化、價值回歸。建議關注上汽集團、江淮汽車、長安汽車、江鈴汽車、威孚高科等。

風險提示：國企改革不及預期。

有色金屬：鈷動態資訊

因剛果金現任總統 12 月 19 日到期不離任，導致反對派衝突，政府發言人表示共有 11 人死亡，其中包括首都金夏沙的 9 人和盧本巴希市的 2 人。觀點：1、全國經濟體量小，反對派沒有資金實力反對。2、局部戰亂可能有，大規模內亂可能性不大，原因執政黨勢力強。供給端短板因素會刺激價格上行。後續資訊緊密跟蹤。

風險提示：爆發大規模衝突。

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。