

## 大市導航

### 消費升級原因及對國產化的推動

核心結論：①這次消費升級以三四線城市為首，源於四個動力：人均 GDP 邁過拐點、基建的消費效應出現、管道下沉和產業轉移、人流和消費傾向變化。②美國、日本 1970、80 年代進入消費升級期，本土品牌迅速崛起。我國已經處於類似階段，家電、汽車等自主品牌滲透率不斷提高。③對標海外龍頭，我國通訊、白酒、家電、傢俱及院線龍頭規模已經領先，但其他國產品牌公司規模仍然較小。

消費升級加速，三四線為首。2016 年以來的這一輪消費升級的背景與前幾次不同，三四線城市消費升級成為這一輪消費升級的一個重要特徵。在網購、電子產品、汽車、家電家裝等領域，三四線城市也已經成為我國重要的市場。

消費升級加速器一：人均 GDP 邁過拐點。截至 2016 年，我國人均 GDP 已經約 8000 美金，已經進入消費服務業快速增長的工業化後期。截至 2015 年末，我國一線、二線、三線、四線、五線及以下地區人口占比分別約為 6%、19%、21%、32%、22%，其中一線至四線城市人均 GDP 分別在 1.6 萬美元、1.1 萬美元、9000 美元、6000 美元左右。我國的三四線城市平均人均 GDP 也已經超過 6000 美元的拐點，也已經進入消費服務業快速發展的產業結構轉換階段。

消費升級加速器二：基建的消費效應出現。目前我國的一線、二線城市人均 GDP 都遠超 1 萬美元，已經具備輻射帶動周邊城市共同發展的能力。16 年 7 月國務院通過《中長期鐵路網規劃》提出未來將建設“八橫八縱”鐵路網。高鐵、高速等交通物流體系的不斷完善，也有利於我國消費服務業發展。

消費升級加速器三：管道下沉和產業轉移。根據 2015 年資料，三四線城市人口約占全國的 53%，隨著交通等基礎設施的不斷完善，三四線城市在土地、能源、勞動力、市場等方面的相對優勢逐漸顯現。近幾年來，產業向三四線城市轉移的趨勢已經開始出現，如華為、騰訊、阿裡巴巴。三四線城市的巨大消費潛力，吸引了如京東、萬達、星巴克等各類商貿零售和休閒服務企業的管道下沉。

消費升級加速器四：人流和消費傾向變化。根據統計局資料，我國本地農民工數量同比增速近五年來一直高於外出農民工數量增速，且在 2016 年進一步回升，從 2015 年的 2.7% 回升至 3.4%。反映出農民工進入一二線城市的意願有所降低，而更加願意留在本地就業。80 後、90 後人群已經進入消費高峰期。相對於上一代，年輕一代消費群體的消費需求更強，消費傾向更高。

消費品牌化的中國製造漸起。美國、日本在 1970s-1980s 經歷了消費高峰期，本土品牌迅速崛起。我國居民消費需求爆發，也將推動國內相關自主品牌的發展。以家電、消費電子和汽車產業為例，我國自主品牌的滲透率在不斷提高，未來汽車自主品牌有望複製家電和手機領域自主品牌崛起的趨勢。我國大部分龍頭企業與相應的海外企業相比規模仍然明顯較小，國內僅有白酒、家電、通信、傢俱、電影院線等行業的龍頭市值超過海外相應上市公司，其他大部分消費龍頭市值規模與國際企業相比差異巨大，仍處於發展初期段。

風險提示：經濟超預期下行風險，海外爆發金融危機風險

## 農藥與化肥：氮磷肥實現扭虧，複合肥業績增長 —— 化肥行業 2016 年報及 2017 年一季報分析

### 化肥行業分析

原料價格：無煙煤價格上漲。2017 年一季度國內無煙煤均價為 914 元/噸，同比+4.0%；國際天然氣均價為 14.00 EUR/mwh，同比+7.7%；磷礦石（28%）均價為 340 元/噸，同比-10.5%。

化肥產品價格回升，但仍處底部區域。2017 年一季度尿素均價為 1724 元/噸，同比+28.3%，環比+17.7%；磷酸二銨均價為 2300 元/噸，同比-7.1%，環比+23.3%；氯化鉀均價為 1793 元/噸，同比-5.6%，環比+7.2%。

產品-原料價差環比擴大。2017 年一季度尿素-1.5x無煙末煤平均價差為 353 元/噸，同比+1305.3%，環比+123.6%；磷酸二銨-1.7x磷礦石平均價差為 1722 元/噸，同比-5.9%，環比+33.7%。

### 上市公司分析

氮肥板塊：尿素價差擴大，實現扭虧。2017 年一季度 9 家氮肥板塊上市公司合計實現營業收入 96.60 億元，同比下降 3%；實現歸屬母公司淨利潤 4.03 億元，同比增長 396.51%；淨利潤率 4.17%，同比增長 5.53 個百分點。

磷肥板塊：業績扭虧為盈。2017 年一季度 3 家磷肥板塊上市公司合計實現營業收入 208.39 億元，同比增長 120.40%；實現歸屬母公司淨利潤 2701 萬元，同比增長 106.56%；淨利潤率 0.13%，同比增長 4.49 個百分點。

鉀肥板塊：盈利有所下降。2017 年一季度 2 家鉀肥板塊上市公司合計實現營業收入 23.92 億元，同比下降 6.50%；實現歸屬母公司淨利潤-2.10 億元，同比-251.00%；淨利潤率-8.77%，同比下降 14.20 個百分點。

複合肥板塊：業績有所提升。2017 年一季度 8 家複合肥板塊上市公司合計實現營業收入 163.67 億元，同比增長 19.41%；實現歸屬母公司淨利潤 10.76 億元，同比上漲 18.20%；淨利率 6.57%，環比增長 6.31 個百分點。

## 未來展望

行業處於底部，盈利有望改善。目前化肥行業處於低谷期，自 2012 年以來，主要化肥品種價格進入下跌通道。雖然化肥產品價格較 2016 年年底有所回暖，但依然處於底部區域。化肥行業整體產能過剩，加上產品價格處於低谷期，企業盈利能力大幅下降。2017 年中央一號文件和剛結束的全國兩會都對農業供給側改革給予關注，我們認為隨著未來化肥行業供給側改革推進，行業盈利水準有望有所提升。此外，根據農業部印發的《到 2020 年化肥使用量零增長行動方案》，要調整化肥使用結構，大力推廣高效新型肥料。另工信部在 2015 年對推進化肥轉型意見中指出要大力發展新型肥料，力爭到 2020 年我國新型肥料的施用量占總體化肥使用量的比重從不到 10% 提升到 30%，未來新型肥料占比將逐步提升。

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。

## 有色金屬：C919 首飛在即，帶動全產業鏈爆發

政策利好促產業升級，未來或將開啟萬億市場。2016 年以來，國務院、發改委等先後公佈了《關於促進通用航空業發展的指導意見》、《通用航空“十三五”發展規劃》等重要政策，已將航空產業列入未來中長期我國產業發展的重點。據空客公司預測，未來 20 年，全球航空客運量年均增長率為 4.5%，需要新增 32425 架客機，總價值超過 5 萬億美元，用於替代退役客機和支持機隊的發展。另外，按照波音公司的預測，未來 20 年內全球新客機需求將高達 3.7 萬架，而僅中國市場需求便超過 6000 架，未來或將開啟萬億規模市場。

四次試飛成功，C919 首飛在即。C919 項目啟動於 2008 年 11 月，是我國首款完全自主智慧財產權的民用客機。2016 年底，中國商飛公司 C919 飛機首架機交付試飛中心，至今已成功進行了 4 次測試，包括第一次自主滑行測試、第二次自主滑行測試、第三次高速滑行測試以及第四次高滑抬輪試驗，有望在今年 5 月首飛。

先進材料首次大規模應用，上游原材料個股受益顯著。C919 大飛機是先進材料首次在國產民機的大規模應用，其中第三代鋁鎂合金材料、先進複合材料在 C919 機體結構用量分別達到 8.8%、12%；鈦合金和其他鋁合金的用量也分別達到了 9.3% 和 18%。另外，機艙內部將首次啟用芳砜綸纖維製作椅罩、門簾，將使得飛機減重 30 公斤以上，每架飛機能夠節省超萬元成本。上游相關原材料上市公司和零部件供應商受益顯著。

多項關鍵技術獲突破，機體結構國產化率較高。在 C919 的研製過程中，研製人員共規劃了 102 項關鍵技術攻關，包括飛機發動機一體化設計、電傳飛控系統控制律設計、主動控制技術等。機體結構件方面，54 家標準件製造商成為大型客機項目的供應商或潛在供應商，國產化率較高。中航工業集團承擔了 C919 飛機大部件的主要製造任務。機頭由成飛公司製造，前機身和中後機身由洪都集團製造，機翼由西飛公司製造，後機身和垂尾由沈飛公司製造，前、主起艙門由哈飛公司製造。

梳理 C919 產業鏈，掘金投資機會。上游原材料壁壘較高，競爭格局相對穩定，原材料個股受益顯著，推薦寶鈦股份。寶鈦集團有限公司自 C919 大飛機項目啟動以來，已先後承擔了國家 Ti-3Al-2.5V (TA18) 管材、熱處理的 Ti-6Al-4VEIL 厚板、處理的 Ti-6Al-4V 合金型材、TB5 板材工程化研製四個 DK 型號用材料研製任務。中游方面，中航工業集團與美國 GE 的合資公司昂際航電將為 C919 提供綜合航電系統的設計，也將帶動我國機載設備技術的發展；中航工業集團在國內一枝獨秀，受益最大。

風險提示：下游需求不及預期。

#### **公用事業：環保公司 16A&17Q1 小結：16 年監測及大氣表現最好，17 年 Q1 業績增長提速**

我們分析了 90 家環保公司的 16 年報及 17 年一季報情況（水 34 家，固廢 28 家，大氣 15 家，監測 8 家，節能 5 家）。

①整體來看，環保板塊 16 年全年歸母淨利增速為 12.90%，17 年 Q1 歸母淨利增速為 21.93%。17 年 Q1 環保板塊業績增長提速，高於 16 年 Q1 及 16 年全年業績增速。2017 環保板塊取得開門紅，預示行業高速增長仍將持續。②分板塊來看，五個板塊中，16 年表現最好的為監測，歸母淨利同比增速 25.74%，其次是大氣板塊，歸母淨利同比增速 18.52%（15 年為 23.36%）；17 年 Q1，表現最好的仍是監測板塊，歸母淨利同比增速為 36.18%，而大氣板塊歸母淨利增速繼續回落至 9.92%。

市政 PPP 進入執行和兌現期。14 年國家推廣 PPP 的背景是國務院 43 號文出臺限制地方城投公司發債，15 年財政部公告兩批接近 8500 億元的 PPP 示範專案，政府的職責從環保項目的投資、建設、運營者，轉變為環保服務的購買者。16 年財政部公告第三批接近 12000 億元示範專案；上市公司 PPP 大額訂單不斷落地，且向龍頭企業集中；PPP 逐漸從專案採購、中標，過渡到執行和業績兌現期。建議關注 PPP 相關公司：碧水源、興源環境、東方園林。

#### **電力：電力行業 16A&17Q1 小結：火電業績築底，水電關注高股息率個股**

2016 年，26 家火電公司營收增速中位數為-6%，扣非後歸屬利潤增速中位數為-31%，較 15 年大幅下降。盈利下滑的主要原因是：（1）16 年初，火電標杆電價平均下調 0.03 元/千瓦時；（2）煤價

在 2016 年下半年出現大幅上漲，燃料成本提升；（3）宏觀經濟下行，電力需求疲弱，火電平均利用小時數下降。2016 年扣非歸屬淨利潤增速前 5 家公司依次是：華電能源（+228%）、華銀電力（+104%）、ST 南電 A（+83%）、穗恒運 A（+28%）和國電電力（+14%）。2017 年 1 季度，26 家火電公司營業收入同比增速中位數為 15%，由於煤價維持高位，扣非後歸屬利潤增速中位數為-81%。

2016 年，11 家水電公司營收增速中位數為-6%，扣非後的歸屬利潤增速中位數為 25%。16 年營收下降的主要原因是火電降價導致部分水電同步降價，2017 年 1 季度，11 家水電公司的歸屬淨利潤增速中位數為-23%，扣非後利潤增速中位數為-25%。2016 年扣非利潤增長最快的前 3 名企業為梅雁吉祥（+285%）、桂冠電力（+221%）、長江電力（+89%）。2017 年 1 季度，11 家水電公司扣非後利潤增速中位數為-25%。

全社會用電量穩健增長，第二產業用電需求提升。2017 年一季度全社會用電量約 1.45 萬億千瓦時，同比增長 6.9%（16 年同期 4.8%）。其中，一產、二產、三產及居民用電增速分別為 10.1%、7.6%、7.8%及 2.8%，對應的增長貢獻分別為 2.0%、75.5%、16.2%及 6.3%，第二產業用電需求的復蘇對全社會用電增速增長貢獻較大。3 月當月，全社會用電量約 5139 億千瓦時，同比增長 7.9%。

火電業績築底，關注供給側改革。用電需求回暖，電煤成本有望回落，火電業績築底。2016 年，在電價下降，煤價大幅上漲的背景下，火電業績大幅下滑甚至虧損。17 年 4 月，發改委緊急下發《關於召開發電計畫放開和降低電煤採購成本座談會的通知》，促進降低電煤採購成本。火電供給側改革穩步推進，國家發改委和能源局在 16 年出臺《關於促進我國煤電有序發展的通知》，嚴控煤電總量規模，暫緩核准建設電力盈餘省份煤電項目，火電業績築底，建議關注供給側改革機會以及低估值火電公司：浙能電力、建投能源。

水電關注業績向好、高股息率個股。水電行業建議關注業績向好，高股息率個股。水電行業 17 年 1 季度業績回落，主要是由於來水情況不及 16 年同期。17 年 1 季度水電平均利用小時數為 623 小時，同比降 9.8%。建議關注業績向好、高股息率個股，如長江電力（按 2017 年 5 月 2 日收盤價計算，股息率約為 5.18%）。

風險提示。宏觀經濟增速波動、競爭加劇，將影響行業需求及上市公司盈利水準。

### 資訊服務：電腦行業 5 月研究框架：堅持業績的確定性和估值的合理性

整體觀點：下半年比上半年好。業績的確定性和估值的合理性，成為目前投資電腦標的的判斷標準，也是我們推薦標的重要參考。從估值角度看，下半年三季度，隨著估值切換效應，如果看 18 年電腦估值，則到了近 10 年歷史最底部，估值中樞又下降了一個臺階。業績的確定性方面，隨著中報的發出，三季度這個時間點，業績更為明確。

堅持推薦確定性的白馬。今年電腦那些估值底清晰，內生增長穩健的中大白馬是配股的重點。從估值和未來增速匹配性的角度，參考電腦行業平均對應 2017 年約 36 倍的估值水準，我們建議關注那些 17 年估值在 20 多倍、未來兩年增速在 30%以上，或者估值在 30 倍左右，未來增速在 35%以上，所屬細分行業高景氣的優質中型白馬。

電腦行業 2016 年報總結：整體增速約 22%，內生增長占比約 6 成。2016 年是電腦行業由移動互聯時代邁向智慧化時代轉型的起始。行業利潤增速由 15 年的 17.1% 上升至 21.5%，這一方面是因為部分子行業處於高景氣週期，同時也顯示 15 年上半年的並購高峰也為 16 年帶來了部分並表業績影響。

風險提示：市場波動風險。

### 傳媒：從 Netflix 到四大視頻網站，中國付費視頻迎爆發期

對標海外成熟市場發展模式，中國付費視頻市場已進入爆發期。美國付費視頻行業只經歷了 10 年就已達到成熟水準（規模增速降到 10% 左右），用戶付費習慣培養成熟，觀眾中線上視頻觀看比例已超 60%，視頻網站使用者付費比例超 90%，付費視頻花銷已達人均每月 9 美元，付費內容占總觀看時長逾 40%；而付費視頻在中國的發展只比美國晚四年，當前中國付費視頻市場處於持續爆發期（規模增速 90% 左右）。我們預計未來四年中國付費視頻行業將會持續爆發，線上視頻平臺和內容製作公司將會得益于付費模式的紅利。我們認為美國流媒體巨頭 Netflix 盈利模式是未來中國上市公司發展模式的參考。

風險提示：市場競爭激烈，行業不達預期，宏觀經濟不景氣，大盤系統性風險。

### 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。