

宏觀

週期性行業集中度測算與展望

下遊行業：汽車見頂回落，家電整體改善。汽車行業龍頭優勢顯著，集中度呈“倒U”型：2016年上汽集團銷量占比23%，是第二名東風集團的1.5倍，CR2接近40%。家電行業集中度整體改善：16年空調、LCD電視銷量CR2分別為55%、39.6%，兩強格局凸顯，冰箱、洗衣機CR4均在40%左右。從時間序列看，空調集中度略回落，冰箱、洗衣機U型回升，LCD電視邊際改善。

中遊行業：鋼鐵化工回升，水泥持續向好，機械U型反彈。寶武合併令16年鋼鐵產量集中度反彈。鋼鐵行業產量集中度較低，過去4年連續下滑，16年因寶鋼、武鋼合併而回升，CR4、CR10分別為21.7%和35.9%。龍頭更替，水泥產能集中度持續上升。08年中國建材通過並購整合，取代海螺成為行業龍頭，兩者產能占比13.1%、9.8%。水泥行業集中度自05年以來持續上升，16年金隅、冀東合併助力集中度再上層樓，CR2、CR4、CR10分別升至33.4%、44.3%和59%。化工產量集中度穩中向好。龍頭企業擴張、小企業關閉停車，令氨綸行業產能集中度自13年見底回升，16年CR4、CR10分別升至47.4%和73.2%。粘膠行業同樣因龍頭擴產能而提升集中度，CR4從13年的38%升至16年的44.3%，CR10從67.4%升至69.3%。工程機械銷量集中度U型回升。以挖掘機為例，上一輪銷量集中度高點在07年，三大合資品牌占比48%，此後內資品牌份額持續擴大，三一重工占比從11年的11.2%升至16年的20%。而外資品牌占比保持穩定，全行業銷量集中度自13年見底回升，16年CR4升至47.4%，CR10升至86.9%。

上遊行業：電力反彈待察，煤炭高位震盪。火電行業集中度13年見頂回落，17年初反彈。中國發電仍以火電為主，我們從發電耗煤角度考察火電行業集中度。六大發電集團耗煤占比（CR6）從13年9月15%的高位持續下滑至16年底的13.8%，17年3月底回升至14.0%，持續性仍待觀察。神華一枝獨秀，煤炭產量集中度低位反彈。煤炭行業產量集中度偏低，90家大型煤企占比不到70%。但龍頭企業神華占比12.6%，遠超第二名中煤的4%。

行業集中度提升：增量模式 VS 存量模式。週期性行業集中度提升有兩種模式。一是增量模式，通過出口拓展“做大蛋糕”，其過程中龍頭優勢得到強化。1973年日本經濟轉型後工程機械、電氣機械、汽車等行業正是通過從“進口替代”轉向“出口拓展”實現了行業景氣度的進一步提升。從出口拓展角度看，我們認為下游的家電、中游的化纖、粗鋼、機械等行業集中度具備上升潛力。二是存量模式，在需求萎縮的格局下，剩者為王，實現行業集中度的提升。路徑之一是企業間比拼成本控制能力，適者生存，高效率企業收購低效率企業，這有賴於行業高度市場化，而從行業自主並購角度看，我們認為電氣設備、家電、有色金屬、汽車、機械設備、化工、建材等行業集中度仍具備上升潛力。路徑之二是由政府主導的僵屍行業並購整合，從而實現行業“瘦身健體”。目前看，我們認為這僅可能發生在鋼鐵、煤炭、電力行業。

大市導航

農業：關稅調整符合預期，內糖有望高位運行

關稅政策符合我們預期，內糖價格有望高位運行。2017年5月22日商務部對於進口食糖的關稅調整政策符合我們的判斷和預期，我們認為本次關稅的調整對國內糖市的影響長期性大於短期性，儘管5月22日當天期現貨價格未有大幅波動，但預計未來內糖價格將以時間換空間，保持於歷史高位運行為大概率事件，國內糖企有望從中受益，贏得更大的市場空間。

全球糖價已觸及“乙醇底”，未來將以時間換空間。2017年伊始，隨著印度、泰國將很快恢復產量的預期不斷充斥市場，原糖升勢戛然而止，從逾23美分/磅的高點開始回落至15美分/磅。我們認為，在全球食糖結束過剩連續去庫存的背景下，原糖下方底部較為夯實，15美分/磅已至食糖與乙醇生產的盈利平衡點，國際原糖預計中短期內主要維持在15-20美分/磅核心中樞運行。

國內食糖進入增產週期，但產量存在較大瓶頸。近五年來全國和廣西地區糖料種植面積幾乎連年下降，已經較歷史最高的種植面積水準下降了30%有餘。從2013/14榨季1330萬噸的年產量減到2015/16榨季的870萬噸，十年來最低水準。2016/17榨季開始國內糖產量重新回到了增產週期，2016/17榨季預計糖產量為930萬噸左右，2017/18榨季食糖產量預計將繼續回升，但是增幅量不會太大，未來較長的一段時間裡，1000萬噸的年產量將成為國內產量的一個較大瓶頸。

甘蔗收購價不斷提高，制糖成本已逾越6000元/噸。2016/17榨季預估出糖率較前一年有所回升，但仍處於十年來歷史較低水準，噸糖所需的甘蔗依然較多。同時，甘蔗收購價逐年攀升，2014/15榨季400元/噸、2015/16榨季的450元/噸，而2016/17榨季的甘蔗收購價格為480元/噸，幾乎每年10%的蔗料成本提升，再加上良種加價及運輸到廠費用，甘蔗到廠成本早已超過500元/噸以上，白糖含稅成本大幅提高到超過6000元/噸。

2017年消費或將持平，當期供求缺口持續存在。最近兩年食糖表觀消費較為低迷，基本年度增長率為零，甚至略有下滑。2017年消費量我們認為消費量持平為主，約1500萬噸。根據我們對於國內產量和消費的預估，2016/17榨季國內食糖當期缺口為630萬噸，2017/18榨季當期缺口亦將至少有500萬噸以上，國內當期存在巨大缺口的格局將持續存在。

風險提示：極端天氣影響、價格判斷不及預期。

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。