

## 策略

### 11月解禁額較10月降低。

10月產業資本二級市場淨減持19.51億，16年以來月均淨減持36.1億。在減持新規規範下，6月以來產業資本減持力度放緩。11月A股解禁市值約為1949億元，較10月降低。按照2017/10/31的股價估算，11月A股解禁市值約為1949億元，較10月的2621億元下降，全年月均解禁2220億元，2017年下半年A股整體比上半年解禁規模更大。

## 行業與主題熱點

### 家用電器：冰洗行業9月資料點評：冰箱內銷降幅縮窄，洗衣機內銷延續穩增，龍頭依舊靚麗。

9月洗衣機內銷出貨量再創新高，龍頭表現優於行業，市場集中度繼續提升。個股方面，我們認為美的集團估值提升有空間，安全邊際高。美的集團與小天鵝A自我改善邏輯強勁，有望穿越行業週期持續增長，重點推薦。

風險提示：原材料價格上漲。

## 重點報告

### 京津冀的下滑與江浙滬的回升——三季度地方經濟全景觀察

三季度地方經濟：過半下滑，依然分化。3季度全國GDP同比增速6.8%，為16年下半年經濟回升以來的首度回落。從省級層面看，公佈資料的24個省份中，15個省經濟增速較上半年下滑，9個未達年度增速目標，與全國經濟走勢保持一致。橫向比較看，前期墊底的東北尚未公佈資料，以京津冀為代表的華北地區經濟普遍下滑並暫居末位，以重慶為代表的西南地區經濟繼續領跑但優勢下降，而以江浙滬為代表的華東地區經濟穩中略升。

盈利持續改善，東北經濟回暖。雖然東北三省3季度GDP未公佈且大概率繼續墊底。但從工業、投資、消費看，東北經濟或較2季度改善。生產端，遼寧工業增速降幅明顯收窄，黑龍江持平而吉林微降；需求端，投資和消費也都是遼黑回升、吉林略降。價格端，東北地區房價和工業品價格均保持上升態勢。東北經濟的回暖，主要歸功於價格上升帶來的工業企業收入、盈利改善，並進一步令投資企穩、消費回升。

環保限產來襲，華北工業滑落。在已公佈資料的省份中，華北各省暫居末位，其中天津GDP增速大幅下跌2個百分點並墊底，其工業增速跳水至-6.1%。天津經濟由工業投資驅動，其投資/GDP高達78%，遠超北上廣深，15年以來持續推進的經濟轉型，疊加今年以來的環保限產，是天津工業經濟跳水的主因。同樣受環保限產衝擊的還有河北，3季度河北鋼材產量累計同比增速大跌至-2.9%，其支柱產業黑金採選、黑金冶煉等行業的收入、利潤增速也明顯下滑，前3季度河北工業增速回落至3.7%，GDP增速也暫居倒數第二。

仍靠投資驅動，西南繼續領跑。前三季度，西南地區的貴州（10.1%）、重慶（10.0%）經濟增速暫列前二。重慶GDP也超越天津，成為經濟體量第五大城市。但重慶經濟本質上仍是投資驅動，投資/GDP仍高達60%，約是北上廣深均值的3-4倍。但一方面投資驅動的模式效果遞減，重慶GDP增速自2010年以來持續下滑，今年3季度已降至09年以來的新低。另一方面也帶來了負債高企的隱憂，前三季度財政赤字2206億元，占其GDP的15%，其工業企業資產負債率高達60%，也明顯高於北京（45%）和上海（47%）。

三產支撐經濟，華東經濟趨穩。華東各省雖然經濟體量較大，但增速仍然保持穩定，其中上海、浙江GDP 增速不降反升，江蘇保持平穩。雖然與上半年相比，華東各省三季度出口有所轉弱。但因對投資依賴較低、及早進行產業升級，其經濟增長的貢獻主要來自於第三產業。16 年江蘇、浙江的研發經費/GDP 在各省中位居一二，充足的科研投入為東部地區產業升級以及第三產業的發展提供了人力與技術上的支援，也助於穩定經濟。

增長模式縮影，經濟短期滯脹。前三季度各省經濟表現各異，既是區域增長模式的差異，也是中國經濟的縮影。得益於地產去庫存和工業去產能政策的實施，上半年工業生產“量價齊升”，東北、華北地區經濟相繼回暖。但隨著去產能、去庫存政策見效、以及環保限產來襲，3 季度工業生產轉為“量縮價漲”，即經濟環境類似滯脹，其間華北經濟明顯轉弱，而 依靠投資驅動的西南地區也持續下滑，唯有第三產業主導的華東地區經濟穩中有升。

從高增長到高品質，從收供給到補短板。十九大報告明確提出，新時代我國社會主要矛盾是人民日益增長的美好生活需要 和不平衡不充分的發展之間的矛盾，新時代我國經濟也由高速增長階段轉向高品質發展階段。而在我們看來，目前收縮供給的去產能、去庫存政策已相繼見效，但杠杆依然高企，未來政策將更注重提高效率，並著重解決“不平衡不充分的發展” 問題。2018 年的政策主線也將轉為去杠杆和補短板。

### 造紙輕工：行業看翻倍空間，花開數朵各領風騷

行業仍有翻倍增長空間，公司市占率提升空間大。從房地產銷售角度測算，2016 年整體櫥櫃年銷售套數在1300 萬套左右，對應1500 億元的市場銷售額，我們預測至2022 年將實現需求翻倍。結合對比目前國內廚電銷售，2016 年抽油煙機銷售 近1800 萬台，灶具高達2200 萬台，一定程度上佐證了現代廚房需求的潛力。另一方面，國內整體櫥櫃的市場集中度極低，上市品牌合計不足15%，歐派作為最大的整體櫥櫃企業市占率不足5%，而歐洲成熟市場CR5 為35%，德國CR5 則高達65%，我國廚電行業抽油煙機CR5 為68.33%；而燃氣灶市場CR5 超過65%。

大眾青睞中端價位產品，廚電配套銷售提升空間大。整體櫥櫃產品檔次主要由門板材質決定，按價格從高到低依次為實木、烤漆、吸塑、雙飾板，其中吸塑和雙飾板的消費占比合計近60%，中端的價格受到消費者青睞。廚電配套銷售比率各家櫥櫃公司有較大差異，其中歐派在灶具銷售配套高達60-70%，為其他公司的2 倍，抽油煙機的配套銷售率普遍在30-40%。對比成熟的歐洲市場，櫥櫃基本都來自於櫥櫃銷售時配套，消費者不再單獨進行廚電選購。目前國內的櫥櫃公司主要通過 OEM 和戰略合作形式提供廚電配套，中高端櫥櫃品牌開始研發自有廚電，如金牌的廚電研發品牌malio，歐派也在上市後 進入廚電製造領域。

上市品牌跑馬圈地加速，單店內生性成長空間大。我們通過對國內分級城市的開店容量測算預測單品牌全國門店在3000 家以上，同時對比成熟傢俱如顧家全國門店數已達3000 家，定位中高端的廚電品牌老闆電器2016 年門店數2650 家，也 側面佐證了我們的假設。目前全國最大的歐派櫥櫃2016 年門店數僅為2088 家，今年通過歐鉅麗品牌下沉定位中低端市場迅速增加近700 家門店，而其他上市品牌也都以每年數百家開店速度跑馬圈地。從單店數據來看，歐派以164 萬的單店提貨額遠超其他上市櫥櫃品牌平均數76 萬，第二位志邦為92 萬，單店內生增長潛力巨大。

價格隨成本下降提升滲透率，大宗業務是必爭之地。目前定制櫥櫃的行業滲透率已接近60%，與手工打制櫥櫃相比除了價格偏高以外，具備很強的設計和配套優勢，未來隨著品牌的成本下降滲透率將進一步提升。我們從各上市品牌報表上也看出成本和經銷商批發價呈現逐年緩慢下行的趨勢，上市公司毛利率不變的情況下，價格下降滲透更多市場。此外，精裝房 比例的上升，未來櫥櫃大宗與零售市場很可能呈現二分天下的格局，我們保守測算到2020 年大宗市場年需求突破900 萬套，是2016 年的3 倍左右。而未來三年相當於存量產能1 倍的上市新增產能投放將讓公司有足夠的動力去開發大宗業務市場，志邦股份在大宗業務的絕對數和內部占比都領先其他品牌。

上市公司花開數朵各領風騷。我們最看好綜合實力和各項指標均遙遙領先的定制櫥櫃龍頭歐派家居。志邦股份作為規模第二的品牌，表現出了很強的盈利穩定性和與之匹配的管道經營效率，股權激勵方面綁定程度最高。金牌、皮阿諾作為高端 和中端代表，各具特色。索菲亞作為定制衣櫃龍頭進軍櫥櫃領域值得期待。

風險提示：行業競爭格局惡化，地產銷售加速下滑。

### 燃氣公用事業：收入、淨利增速均明顯提升，下游好於中游

歸屬淨利潤分析：增速提升，下游好於中游。17 年前三季度，14 家燃氣公司歸屬淨利平均增速為5.92%，比16 年前三季度3.57%的平均增速提升了2.35 個百分點，顯著快於15、16 年的平均增速。扣非後歸屬利潤平均增速為-8.53%，相較16 年前三季度-0.53%的增速降低8.00 個百分點，也低於15、16 年平均增速。綜合來看，非經常性損益主要源於政府補助和非流動資產處置，且政府補助均與企業業務密切相關。其中下游扣非歸母淨利平均增速為6.74%，同比提升了3.49 個百分點；中游扣非歸母淨利平均增速為-37.2%，同比下降了36.67 個百分點，中游增速下降較多或源于國家管輸費規範政策。

收入分析：增速大幅提高，管輸費規範效果明顯。17 年前三季度，14 家燃氣公司營收平均增速為20.99%，相比16 年前三季度提升22.52 個百分點，也顯著快於15、16 年平均增速。其中下游收入平均增速為13.3%，同比提升了13.84 個百分點；中游營收平均增速為45.45%，同比提升了48.76 個百分點，與歸母淨利增速變化的差異來源於氣量增長，收入增速加快，但中游管輸費率（毛利率）下降，歸母淨利增速大幅下降。

盈利能力分析：毛利率略降，淨利率略增。17 年前三季度，14 家燃氣公司綜合毛利率為22.8%，同比下降2.6 個百分點。其中，下游綜合毛利率22.8%，同比下降2.8 個百分點；中游綜合毛利率15.6%，同比下降9.5 個百分點，中游管輸費的下調顯著影響其毛利率。綜合淨利率為8.1%，同比上升0.2 個百分點。其中下游綜合淨利率10.5%，同比上升3.5 個百分點；中游綜合淨利率4.8%，同比下降3.4 個百分點。

費用控制：銷售、管理費率下降，財務費率上升。17 年前三季度，14 家燃氣公司銷售費用率平均為4.01%，同比下降0.98 個百分點；管理費用率平均為4.54%，同比下降0.39 個百分點；財務費用率平均為2.62%，同比提升0.5 個百分點。

投資建議。建議關注：福耀玻璃（全球汽玻龍頭，受益燃氣價格下降，成本節約）、富瑞特裝（LNG 儲運設備龍頭，受益 LNG 需求增長）、派思股份（大股東收購國外小型燃氣輪機公司，掌握分散式天然氣最稀缺資源）。

風險提示。（1）宏觀經濟持續下行，制約需求提升。（2）燃氣價格改革政策不達預期。（3）國際油氣價格波動。

### 商業貿易：基本面延續改善，把握龍頭、通脹及復蘇等主線機會

1. 消費資料延續回暖，網路零售額穩定增長。①2017 前三季度社零總額增長10.4%至26 萬億元，其中9 月增長10.3%，環比增加0.2 個百分點，自2017 年3 月以來增速均維持在10%-11%；百家零售額增速自1Q16 低點-4.8%以來持續改善，1-3Q17 增速分別為2.7%、3.6%和2%，同比增7.5、5.4 和1 個百分點；50 家增速2016 年下半年也開始逐月改善，2017 年7-9 月分別增4.9%、7.1%和4%，同比增加3.6、7.9 和1.7 個百分點。②2017 年前三季度實物商品網路零售額為36826 億元，同比增長29.1%，占比社零總額由2016 年同期的12.6%提升至14.0%。
2. 3Q16 以來行業基本面開始向好，3Q17 延續改善趨勢。我們曾在2017 半年報總結中提及行業基本面自3Q16起開始向好，2Q17 改善顯著，從3Q17 看行業延續改善趨勢。以批零行業36家公司為樣本：1-3Q17 收入增3.6%，同比增2.6pct，一二三季度收入增速各0.1%/5.6%/5.9%，二三季度同比各+6.4/+4.1ppt，二季度顯著改善三季度延續趨勢，且收入端自3Q16 起便延續回升趨勢；毛利率增0.3 pct，期間費用率降0.34pct；歸屬淨利增28%，扣非淨利增33%，歸屬和扣非淨利增速自3Q16 開始改善，1-3Q17 均增20%以上，其中3Q17 歸屬和扣非淨利增速剔除異常值後分別增61%和74%，繼續加速釋放彈性。淨利率和扣非淨利率各增0.5、0.52pct。2017 前三季度經營現金流147 億元增長31%。
3. 重點公司：整體延續改善，增長有分化。57 家樣本公司中有40 家扣非淨利正增長或扭虧（2016 年同期25 家）；收入和扣非淨利實現雙增長的公司有29 家。在收入和扣非淨利均位於行業前15 的公司中，由主業穩健增長所驅動的有永輝超市、江蘇國泰等。此外，蘇甯雲商收入加速利潤大幅減虧，王府井、家家悅、通靈珠寶、天虹股份

等也均較好增長。我們統計1-3Q17 收入&利潤增速同比改善，以及3Q17 收入&利潤較1H17 增長提速的個股發現，收入端1-3Q17 和3Q17 均改善的有蘇甯雲商、合肥百貨、鄂武商A、步步高等；利潤端雙重改善的有永輝超市、王府井等；天虹股份雖未實現雙重改善，但仍保持穩定的高增長。

4. 漲幅及估值。①漲幅：年初至今商貿指數跌5.6%，個股漲幅居前的有：永輝超市（100%）、蘇甯雲商（27%）、王府井（25%）、鄂武商A（23%）、老鳳祥（16%）、百聯股份（13%）等；②估值：2018 年PE 較低的有鄂武商A（11x）、歐亞集團（13x）、王府井（15x）、天虹股份（15x）等；PS 較低的有歐亞集團（0.32x）、銀座股份（0.32x）、中百集團（0.42x）等；RNAV/市值居前的有北京城鄉（3.1x）、歐亞集團（2.7x）、銀座股份（2.7x）等；現金/市值居前的有王府井（47%）、合肥百貨（45%）、百聯股份（34%）、家家悅（34%）等。結合PE/PS/PEG 估值有相對優勢的包括家家悅、天虹股份、王府井、步步高、合肥百貨等。
5. 推薦主線與個股。立足4Q2017 展望2018 年，推薦：①龍頭。產業變革加速期，有核心競爭力的龍頭將贏得更大市場份額。其中永輝超市處於收入成長提速、淨利率&ROE 提升、現金流加速創造的價值成長階段；蘇甯雲商在新零售格局中已具資源之勢，面臨外部環境+自身改善的成長新機遇，投資性價比高；②通脹。2018 年CPI 上行預期，把握超市機會，首選家家悅，推薦步步高；③復蘇。線下價值重估與中高端復蘇彈性大，首選王府井，推薦通靈珠寶、天虹股份；④國改。我們認為未來3 年是零售產業新格局加速形成階段，也是傳統公司以資源換成長的機遇期，具備豐厚資源且有國改或並購轉型潛力的龍頭值得重視，推薦百聯股份、合肥百貨、中百集團等；⑤其他績優與滯漲。珠寶績優股老鳳祥、優質供應鏈服務的江蘇國泰，以及滯漲但業績改善的青島金王等。【精選3 個標的】：蘇甯雲商、家家悅、王府井。

風險因素：消費持續疲軟；國企改革進程不達預期；轉型創新進度的不確定性。

## 策略點評

### 11 月解禁額較10 月降低

10 月產業資本二級市場淨減持19.51 億，16 年以來月均淨減持36.1 億。截止10 月31 日，從絕對規模看，10 月產業資本在二級市場淨減持19.51 億元，而9 月淨減持119.65 億元，2016 年以來產業資本月均淨減持36.1 億元。從相對規模看，10 月產業資本淨減持額/解禁市值為0.74%，2016 年以來均值為1.90%，淨減持額/成交金額為0.02%，2016 年以來均值為0.04%，淨減持額/自由流通市值為0.01%，2016 年以來均值為0.02%。從板塊看，產業資本在主機板淨增持12.05 億元，中小板淨減持1.26 億元，創業板淨減持6.20 億元，淨增持額/解禁市值分別為-0.83%、-0.15%、-1.75%，可見創業板減持力度最大。在減持新規規範下，6 月以來產業資本減持力度放緩。5 月26 日證監會例行發佈會上表態將修改大股東減持新規，次日《上市公司股東、董監高減持股份的若干規定》正式出臺，隨後交易所發佈配套完善規則。在減持新規的規範下產業資本減持力度放緩。

11 月A 股解禁市值約為1949 億元，較10 月降低。按照2017/10/31 的股價估算，11 月A 股解禁市值約為1949 億元，較10 月的2621 億元下降，全年月均解禁2220 億元，2017 年下半年A 股整體比上半年解禁規模更大。11 月解禁市值/自由流通A 股市值為0.43%，2016 年以來該比值均值為1.18%，解禁市值/成交金額為2.47%，2016 年以來該比值均值為1.99%，11 月解禁相對規模高於2016 年以來平均水準。2017 年全年6 月解禁規模最小，A 股上半年解禁規模小於下半年。從板塊看，11 月主機板、中小板、創業板解禁金額分別為882、741、326 億元，解禁金額/自由流通A 股市值分別為0.25%、1.03%、1.02%，解禁金額/成交金額分別為1.87%、3.94%、2.50%。11 月醫藥、傳媒、電子元器件等解禁壓力大，家電、建材、非銀行金融無解禁。按照2017/10/31 的股價估算，11 月醫藥、傳媒、電子元器件行業解禁壓力最大，解禁額分別為384、249、204 億元，而10 月分別為233、38、562 億元，解禁市值/自由流通市值分別為1.43%、2.39%、0.91%，而10 月分別為0.9%、0.4%、1.7%。11 月家電、建材、非銀行金融無解禁，而10 月解禁額分別為47、6、47 億元，解禁額/自由流通市值分別為0.5%、0.1%、0.1%。

10月並購重組熱點。世紀華通：發行股份購買菁堯國際100%股權、華聰國際100%股權、華毓國際100%股權、點點開曼40%股權、點點北京100%股權；西王食品：協議收購Kerr Investment Holding Corp. 100%股權。

風險提示：海外金融市場波動，經濟增長失速，政策調控市場超預期。

## 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。