

## 大宗行业

2017-2-12

行业研究 | 点评报告

评级 **中性** 维持

# 长江研究上游大宗组

## ——每周观点汇总 (30)

## 报告要点

## ■ 事件描述

长江研究上游大宗组推出上游各行业每周观点交流电话会议，钢铁、有色、建材、交运、化工、煤炭、建筑以及地产八大传统优势团队将就一周观点进行汇报。秉承“遍寻热点，尽释主题；深挖价值，精选成长；把脉周期，穿越牛熊”思路，长江研究上游大宗组“万变不离其『宗』”每周观点第 30 期观点如下。

## ■ 事件评论

- **钢铁**：本周需求预期有所强化，期货带动现货上扬
- **有色**：一季度供需总体偏乐观，铜比其他基本金属更看高一线
- **建材**：环保督察开启去产能预期，需求端弹性仍看新疆、西南
- **交运**：配置海运布局预期差，基本面加改革主线推荐铁路
- **煤炭**：旺季行情即将开启，看好焦煤标的
- **地产**：调控叠加错峰效应，春节成交大幅下滑
- **建筑**：一带一路风再起，重点推荐北方国际、中国交建、中国化学
- **化工**：亮点纷呈，加大配置

分析师 王鹤涛



(8621)68751760



wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512070002

分析师 葛军



(8621)68751589



gejun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120019

分析师 范超



(8621)68751757



fanchao@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513080001

分析师 韩轶超



(8621)68751781



hanyc@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512020001

分析师 马太



(8621)68751310



matai@cjsc.com

执业证书编号：S0490516100002

分析师 周松



(8621) 68751772



zhousong@cjsc.com

执业证书编号：S0490516100001

**风险提示：** 1. 资本市场大幅波动。

## 长江研究上游大宗组——周末夜话观点汇总

### 钢铁：本周需求预期有所强化，期货带动现货上扬

虽然下游成交仍未真正全面展开，但本周现货仍在期货强势反弹带领下取得上涨，其中钢价指数环比小幅上涨 0.67%，而长材指数上涨 1.41%，涨幅强于板材。

基于 2017 年开年信贷和重卡等指标显著改善，加之 3、4 月份旺季即将来临，需求中短期较强预期由此催生。而新疆计划投资超 1.5 万亿加速基建消息，则是彻底引燃了资本市场到实体的情绪，从基建角度为上述需求预期添砖加瓦。即使此事件对全国需求格局影响有限，但期螺周涨幅拉至 6.91%，已然切实说明预期是得到市场强化的，无论届时需求实质上是如何。

此外，本周长强板弱格局也主要归因于基建角度，建筑钢毕竟是基建的主要用钢品种。目前而言下游各大领域，也的确是基建投资有较大超预期可能。

就中长期而言，一方面，政策边际收紧之下，仍需关注主要下游地产景气程度，销售高点已过及潜在的利率上行趋势，或将致其景气程度大概率难以持续，也进而导致钢材整体需求面临一定程度回落风险；另一方面，行政化去产能渐入深水区叠加盈利好转，将有可能造就 2017 年去产能在政策与市场行为间拉锯格局，供给侧改革需密切跟踪政策出台频度以及重度。总体而言，2017 年钢价走势将取决于供需两端回落引发的缺口变动。

不同于近年估值驱动因素主导钢铁板块行情，在 2016 年业绩超预期与 2017 年业绩强预期的共振格局之下，今年以来盈利改善投资逻辑逐步强化，由此带动板块内部盈利较好的蓝筹股获取更佳相对收益。未来钢价涨跌大势确立或每一轮业绩披露，将是目前市场左侧交易钢铁股行为证实或证伪的鉴证。因此，2017 年对于钢铁行业价格、盈利等基本指标追踪，变得相对重要，其对钢铁板块的择时投资指向作用相比往年而言会充分加大。

具体推荐个股包括河钢股份、新钢股份、鞍钢股份、中钢国际、新兴铸管、酒钢宏兴、西宁特钢。

### 有色：一季度供需总体偏乐观，铜比其他基本金属更看高一线

对于基本金属，我们对美国的基建投资拉动，持谨慎乐观态度，我们认为美国的基础设施建设将面临时间比较长，量不一定超预期从而需求烈度不够。我们认为一季度在中国的年初开工需求季节性高峰的需求支撑下，基本金属需求总体较乐观，供需角度总体依然偏紧，但二季度或边际缓解。从价格的角度，目前价格（尤其是锌）等已经基本反映了之前由于供给端收缩，需求平稳，美国加大基建预期等利好因素，后期短期将继续维持高位，风险收益比支持铜在基本金属中比其他金属更看高一线。

对于贵金属，总体上我们对黄金今年的走势仍有积极预期，但相比 2016 年，相对逊色一些。由于今年具有欧洲主要国家的政治倾向性变化的可能，因此避险因素总体会继续

支撑金价。加之特朗普政府上台后，奉行温和美元政策，因此金价压力不大，但基于人民币的稳定以及通胀预期不高，金价尚缺催化因子。

对于小金属新材料，我们总体比较看好军工新材料。在国家处于军工现代化的加速阶段的背景下，我们对钛材和高温合金比较积极乐观。新能源汽车作为国家经济转型期的战略支柱产业，在去年经历骗补事件之后，产业从“野蛮式生长”转变为“精细化耕种”，相关机会将更多集中到龙头企业。锂价格总体将维持平稳，钴价格的上涨能否顺利被下游产业链所接受还有待观察。

总体上，我们建议投资者关注宝钛股份，铜陵有色，正海磁材。

## 建材：环保督察开启去产能预期，需求端弹性仍看新疆、西南

**价格：**本周全国水泥均价 344.4 元/吨，环降 2.6 元/吨，价格回落区域为上海、福州和郑州个别市场，分别下调 20、10 和 50 元；郑州、南昌、广州、淄博熟料价格分别下调 50、35、20、10 元。节后水泥需求恢复不足，部分地区水泥企业竞争加大，随着生产逐渐恢复价格出现下滑。本周浮玻均价 81.6 元/重量箱，环升 0.4 元，市场陆续恢复交易，下游加工企业和贸易商补库速度加快。

**库存：**水泥库存环升 1.0%，华东、中南上涨 2.6、1.9%；熟料库存环升 0.4%，华东、西南下降 1.4、1.3%，中南上涨 5.3%；粉磨开工率环升 0.9%，中南、华东、西北提升 3.0、0.7、1.7%。玻璃库存环升 150 万重箱，河北、广东、湖北、四川、江苏分别增加 282、227、183、126、104 万重箱。

**环保督察开启去产能预期？**2/12-2/22 水泥玻璃的环保督察的出发点是清理落后产能、调查环保达标情况，有几点值得关注：1、此次 8 个督查组都是副部级干部带队，级别高；2、此次督察会基于 12369 环保举报平台的举报事件有的放矢；3、落后产能要去，环保不达标要整改要增收成本。目前水泥落后产能(立窑+2000 以下小线)占比 5%左右，玻璃落后产能（格法）约占 1%，因此仅清理落后产能影响有限，但环保不达标情况涉及较多，如果都去掉，影响很大，如果技改或加收成本，那么影响短期供给，中期提高劣势产能成本。由于市场一直对水泥供给侧推进将信将疑，此次督察出台有望提升预期。从对价格的实际影响效果上，关注盈利差、落后产能多的区域，如西南、东北、华北。

**需求端弹性仍看新疆、西南。**新疆：一带一路战略、领导更替、维稳需求、PPP 模式兴起，共同带来了新疆基建崛起的出发点；疆内水泥需求有望大幅回升且 2-3 年可持续，价格弹性有望再现，龙头标的弹性巨大，首推天山股份、青松建化。西南：基建需求旺盛，新增产能收尾，竞争格局改善，首选华新水泥。

华东短期价格的回落也从一定程度反映了企业在高盈利下协同的边际意愿在减弱。本周东和中部价格有所回落，并不反映趋势，但却表明了企业的价格策略。

**玻纤价格有望迎拐点，重点配置中材科技、中国巨石。**近日玻纤下游需求有回暖趋势，主要风电回暖、热塑旺季；同时跟踪数据显示，新增产能投放低于预期，上半年投产仅泰山玻纤 10 万吨产能，目前风电纱、热塑纱有上涨迹象。

## 交运：配置海运布局预期差，基本面加改革主线推荐铁路

1) 海运行业方面，本周干散货运输市场运输成交不足，Capesize 续跌 3 成；集运市场淡季微调，运价小幅下滑；油运市场走势分化，运价涨跌不一；沿海散货运输市场交易回暖，运价止跌上扬。整体来看，随着春节长假的结束、国内工厂陆续开工，海运市场交易逐渐活跃，预计后续运价将逐渐回升。

集运市场，2017 年行业供需关系将环比改善，我们将行业评级上调至“看好”：供给和需求增速预计分别为 2.44%和 3.23%，需求增速自 2011 年以来首次超过供给增速。由于 2016 年班轮公司大面积亏损，伴随着并购重组频发，带来行业集中度的再度提升。参照 2011 年和 2012 年的情形，预计 2017 年班轮公司提价动力较强，行业盈利水平大概率随着运价中枢上修而明显改善。看好集运提价带动扭亏的中远海控，重申“买入”评级。

散运市场，预计 2017 年供给压力将大幅减小，产能利用率、运价和行业盈利大概率一同上行，运价和股价对需求的弹性有所增强，核心推荐 A 股散运相关度最高且有望受益“一带一路”政策的中远海特。

2) 铁路板块，我们看好广深铁路和大秦铁路。广深铁路的逻辑在于：1) 2016 年 12 月 1 日，发改委发布《铁路普通旅客列车运输定价成本监审办法（试行）》征求意见稿，铁路客运运价改革预期升温。公司客运收入占 6 成以上，若实现提价，将利于提升公司客运收入。假设普客提价 10%，公司归属净利润将提升 20%以上。2) 根据公司招股说明书的披露，我们预计公司拥有约 400 万平方米的土地可供开发，将成为公司价值重估的重要依据。3) 广铁集团铁路资源丰富，公司作为旗下唯一上市平台，将多种方式受益铁路改革。

大秦铁路的逻辑在于：1) 由于煤炭需求回暖、限产放松，2016 年 12 月核心资产大秦线运量增速维持较好水平（同比增长 16.7%），2017 年运量大概率较 2016 年改善，预计增速超过 10%；2) 煤运运价 2016 年年初下调 10%，公司管外运价 10 月以来已经连续两次上调 10%，管内运价随之上调可能性较高。由于大秦线运量管内占比为 90%左右，管内提价对业绩弹性更大；3) 目前公司 PB 为 1.21 倍，处于历史低位，估值将随着业绩改善而修复。

3) 从行业成长性和估值洼地的角度考虑，我们重点推荐韵达股份：1) 2016 年 1-12 月快递行业收入同比增长 37.3%，到 2020 年整个市场规模大约 7000 亿水平，目前 2800 亿的规模下仍有 1.5 倍以上空间。2) 电商快递行业优势向强者集中，三通一达市占率超 80%，4 家中的后起之秀韵达增速超行业均值的概率较大，公司承诺 2016 年利润 11.3 亿，公司提质效果明显，达成并超出承诺业绩的概率较高。3) 新业务布局海外市场，仓储业务，品质指标行业排名较前。4) 公司是 A 股唯一借壳上市没有完成配资的快递股，融资需求较强；5) 韵达目前对应 2016 年市盈率 45 倍，增长潜力来自提质降本，同时预计公司 2017 年 PE 为 37 倍，估值相对较为便宜。

4) 航空行业方面，本周公布国内和国际航线周转量同比增长 20.9%和 19.9%，增速维持较好水平。运价方面，国内和国际航线运价分别同比增长 4.5%和 4.7%。而客座率的话，国内航线客座率为 87%，因春季错期影响，同比、环比分别变化+5pct、+3pct。

## 煤炭：旺季行情即将开启，看好焦煤标的

动力煤：关注复产进度，后续供需弱于焦煤。本周六大电厂平均日耗 46.56 万吨，环比上升 3.37 万吨，周五库存 1189.10 万吨，环比上升 8.98%。北方四港日均吞吐量 92.8 万吨，环比上升 22.19 万吨，日均调入量环比下降 3.82 万吨至 72.5 万吨，四港库存合计 1027.4 万吨，环比下降 11.06%，港口煤价下跌 6 元。1 月至今港口库存持续下降，和往年相比出现了反季节的变化，主要源于 16 年年底安全检查后供给端出现主动收缩，目前蒙煤到港价格出现一定程度倒挂，加上部分煤矿尚未复产，导致发运量暂时上不去，港口库存持续下降煤价弱稳。随着元宵后供给端逐步恢复，后续或将以坑口煤价下跌（目前已有迹象）的形式实现港坑价差的回归，目前来看动力煤价格下行风险并未解除。

炼焦煤：春季复工目前来看偏乐观，煤价下跌主因节奏问题，后续依旧乐观。本周社会钢材库存环比上升 17.10%，建筑钢材成交量环比上升 31.07%，Myspic 指数环比上涨 0.67%，163 家钢厂盈利面环比上升 1.84 个百分点至 76.69%，产能利用率环比上升 0.05 个百分点至 83.04%，部分监控产地焦煤价格下跌。节后第一周钢贸商的出货数据虽然并未恢复到节前的水平（一般在元宵节后加速恢复），但向上的斜率比往年更陡峭一些，或许预示终端需求春节表现不错，也和此前信贷数据、重卡以及挖掘机数据的良好表现相互验证。本周社会钢材库存环比大幅上升，显示中间环节还在积极补库，钢厂钢材库存基本走平，比往年略有提前。从目前的调研情况和高频数据来看，终端需求还不错，后续还需进一步验证。节后钢厂及焦化厂已经开始进入去库的节奏，但我们认为不会持续太久，一是源于库存绝对量也就在往年区间的 50 分位不到，二是在终端需求不错的情况下库存去化会相对顺畅。目前进口煤价格和国内出现一定倒挂，后续大概率会收敛，我们认为进口煤向国内收敛的概率更高。本周是真空期，终端需求一般从元宵节之后加速启动，后续焦煤价格相对偏乐观。

看好焦煤标的表现。本周煤炭板块上涨 3.12%，跑赢万得全 A 指数 1.09 个百分点。元宵过后旺季行情将逐步开启，从目前的调研情况以及高频数据来看终端需求大概率较好，16 年 12 月以后煤炭股大幅调整，主要源于宏观预期相对偏悲观，目前无论从煤炭股本身还是从周期中的相对位置来看，板块都相对便宜，安全边际较好，看好现在时点到 3 月的旺季行情，推荐优质焦煤标的冀中能源、潞安环能及西山煤电等。

## 地产：调控叠加错峰效应，春节成交大幅下滑

政策层面依然偏紧，央行上调逆回购利率，但对地产影响相对有限。2 月 3 日，央行上调逆回购及 SLF 利率 10 个 BP，我们认为对地产销售和投资均有影响，但影响程度相对有限。一方面，由于逆回购利率调升将影响银行资金成本，或进而影响房贷利率或房贷折扣水平，从而影响居民购房意愿；另一方面，房企或受银行端融资成本变化对资金链造成影响，从而改变投资节奏。不过，我们认为本次逆回购利率上调一方面尚难以实质性影响房贷利率，另一方面房企目前资金链尚未看到明显恶化，因此对地产销售端、投资端影响都比较有限，不过需注意利率继续上调对个人房贷利率、房企银行融资造成实质性影响的风险。

**基本面仍在下滑，春节期间 75 城高频成交数据大幅下滑，主要是调控政策叠加春节错峰所致。**该数据来源于 Wind 中更新稳定的 75 个城市日度成交高频数据，汇总得到各城市月度成交数据。通过对比，我们可以发现 75 城日度成交高频汇总数据的累计同比走势与国家统计局公布的全国商品房成交数据走势吻合度较高，具有较强的代表性。

(1) 75 城成交：调控叠加春节错峰，成交同比大幅下滑。2017 年 1 月，75 城成交面积同比下降 27.74%，不仅相比去年 12 月和 1 月大幅下滑，相比 2014 年 1 月也下降了 17.60 个百分点。我们认为成交幅下滑原因主要来自两方面，一方面是本轮调控政策收紧幅度强于 2013 年，另一方面在于今年春节的错峰效应对 2017 年 1 月的影响，而 2014 年不存在此因素。而且，由于春节错峰效应，预计 2017 年 2 月份成交增速将有所回升，不过受调控收紧幅度影响，2 月份累计增速仍将大概率低于 2014 年同期。

(2) 各级城市成交：一二线城市同比大幅下滑，三线城市增速回落。从各能级城市来看，一二线城市成交大幅负增长，三线城市增速回落，分别同比增长-42.49%、-39.00%和 0.12%。一线城市大幅下降主要原因是楼市在去年率先复苏导致基数较高，二线城市受政策影响最大但楼市启动较晚，而三线城市增速回落主要原因为春节错峰所致，而且春节返乡置业或也构成一定正向贡献，目前三线城市楼市总体仍处于复苏状态。

虽然近期房企陆续公布的 1 月份销售数据大部分都比较好，例如万科销售面积和销售额都有接近 90% 的增长，但是我们认为不能作为楼市整体成交超预期的证据，根据万科情况来看，其销售增长较高的原因一部分在于 12 月认购但未签约的部分销售滚动到 1 月份进行确认，另一部分原因在于 1 月份推盘量也是相对于去年同期比较高的。

总体来看，我们认为在 2017 年政策难以看到反转的背景下，楼市成交也难以看到底部，而且 2016 年一季度是全年销售的高点，今年一季度楼市成交面临比较大的基数劣势，虽然 2 月份错峰效应会导致成交增速有一定程度的向上修复，但 3 月份成交增速有可能继续下行。

**投资建议：政策仍紧板块承压，谨慎看待板块行情。**房地产板块受到来自政策收紧、基本面下行的双重压力，短期来看两者尚未见到阶段性底部，我们对于房地产板块行情保持谨慎态度。从结构性机会上，我们认为在行业集中度提升的背景下，建议关注以下两类标的：(1) 成长性强而且确定性高的成长性个股，重点关注**新城控股**；(2) 业绩稳健增长、土地储备丰厚、具备逆周期发展能力的行业龙头，重点关注**招商蛇口**。

## 建筑：一带一路风再起，重点推荐北方国际、中国交建、中国化学

### 核心观点：

**1、一带一路：**一带一路作为国家战略持续推进，中国建筑企业在国际上具有超强的竞争力，国际工程承包市场份额在逐步扩大，过去十年 CAGR 超 20%。截止目前共有超过 70 个国家和国际组织积极参与“一带一路”建设，30 多个国家签署了共建“一带一路”的合作协议，20 多个国家已经有产能合作。2016 年，我国企业在“一带一路”沿线新签合同额 1260.3 亿美元，同比增长 36%；完成营业额 759.7 亿美元，同比增长 9.7%。

“一带一路”沿线国家及海外 2017 年建筑业总产值估算可达 10 万亿美元，是中国的 3 倍。中国企业的潜在市场为 1 万亿美元，占中国市场总额为 30%。人民币持续贬值，国际工程公司和海外业务占比较高的公司都将受益。有别于市场，我们认为国家“一带一路”战略将超越中国工程公司在海外修路架桥的传统模式，而是要拉动沿线国家区域整体开发建设，进而带动产品、设备和劳务输出。**整体来看，基建央企国企以及国际工程企业都将受益于一带一路国家战略的推进。重点推荐稳健的低估值的央企中国交建、中国化学、葛洲坝、中国铁建、中国中铁、中国电建等，国际工程公司重点推荐北方国际、中钢国际、中工国际等。**

**2、国企改革：**建筑行业国企央企占主导，建筑板块 90%以上的收入来自国企央企，但是国企央企效率显著低于民企。建筑行业大周期下行，建筑企业提升盈利和价值的核心因素已经从行业的红利转变为内部效率的提升。混合所有制通过引入非公有制经济，能提升建筑国企及央企的内部效率，从而提其盈利和估值。中央经济工作会议强调国企改革的突破口为混合所有制改革，地方政府连续出台混改政策。试点企业已经上报混改方案，2017 年是混改落地年。依循二条两条路径选择建筑混改股：

第一、推荐与混改政策相关度高的试点央企。考虑到铁路领域属于政策明确鼓励混改的领域，再加上商业二类里的军工领域已有兵工集团上报混改方案，则和铁路建设相关的商业二类上市国企混改几率较大；中交集团已上报国资委混改方案，**重点推荐中交集团控股子公司中国交建，以及被列入第一批混改试点“6+1”方案的中国核建等。**

第二、建筑混改区域分化较大，建议关注国改预期强烈或国企改革政策密集、且国资质量相对高的上海、北京、广州、山东、云南等地。**重点推荐混改预期强烈的上海国企改革龙头华建集团、隧道股份和安徽国改龙头安徽水利等。**

#### 核心组合：

**1、华建集团（600629）：建筑设计龙头，盈利提升空间大，受益于国企改革持续推进。**

(1) 公司整合了包括华东总院、都市院、上海院等公司，2016 年在国内建筑设计企业中排名第 1。公司主营包括工程设计和工程承包等，2015 年实现营业收入/归母净利润 42.68/1.47 亿元，YOY-6.5%/+9.4%。其中设计收入占比 70%。(2) 公司净利率远低于同行，盈利能力具有较大提升空间。公司 2015 净利率 3.75%，远低于同行 12%的平均水平。净利率远低于同行的原因是管理费用率较高，公司 2015 年管理费用率为 20.31%，远高于同行的 15%。目前公司管理层和核心人员无股权，上市之后如果市场化激励机制完善到位，盈利有较大的提升空间。(3) 国企改革持续推进，公司有望充分受益。公司作为上海国企改革的标杆，2014 年 11 月公告借壳棱光实业，2015 年 11 月实现整体上市。今年公司发行股份购买资产及募集配套资金已经获得证监会审核通过，增发完成后上海国资的控股比例进一步提升，随着国企改革的推进，我们判断后续无论是混合所有制改革或者股权激励/员工持股都将给公司带来实质性的改变，激发公司活力。(4) 超高层建筑设计第一品牌，BIM 实践和建筑工业化领头羊，以建筑设计为核心，向业务链两端纵向延伸，未来 EPC 业务或将实现爆发式增长。(5) 收购武汉正华，组建华中区域中心，外延加快。武汉正华的并入将增厚公司业绩，拓展巩固公司华中市场。我们预测公司 2016-2018 年净利润分别为 2.26/2.55/3.33 亿元，同比增长 54%/13%/30%。公司 2016-2018 年 EPS 0.70/0.89/1.07 元，对应 2016-2018 年的 PE 分别为 28/22/19 倍，给予“买入”评级。

**2、北方国际：**（1）公司在集团地位提升，从孙公司提升为子公司，公司是北方工业国际工程业务唯一平台。北方工业为我国军贸海外先行者，海外客户优质丰富，公司国际工程业务或大幅受益于母公司海外客户积累。2015 年，北方工业实现营业收入/归母净利润分别为 1,454.34/31.06 亿元，分别是公司收入/归母净利润的 34/14 倍，北方工业 2015 年净资产/总资产分别为 350.26/767.37 亿元，分别是公司净资产/总资产的 16/12 倍。公司作为北方工业集团唯一上市平台，后续仍有资产整合预期。（2）五大优质资产注入大幅增厚业绩，打造民品国际化大平台，实现双主业驱动。公司拟向北方科技等 3 家交易方采取发行股份及支付现金方式，购买北方车辆、北方物流、北方机电、北方新能源等。标的资产交易对价共 16.46 亿，现金支付 1.35 亿元；现金支付部分以非公开发行股票募集资金，发行价 25.20 元/股，募集资金 1.95 亿元。五大资产承诺 2016-2018 年净利润 1.15/1.35/1.55 亿元，该资产注入将大幅增厚公司业绩，拓宽业务范围。本次重组将整合北方工业内部国际工程和民品国际化业务，打造民品国际化大平台，实现双主业驱动。（3）国际工程承包龙头，海外订单饱满，业绩有保障。公司 2015 年营业收入/归母净利润 42.86/2.19 亿元，YOY+41.71%+18.56%。截至 2016 三季度，公司重大订单金额达 514.59 亿元，为 2015 年收入的 12 倍。（4）一带一路打开成长空间，人民币贬值持续受益。公司主要业务集中在东南亚和中东，在伊朗，巴基斯坦，老挝等国家积累了丰富的项目经验，随着我国“一带一路”战略的大力推进，未来或持续受益，公司业务范围和业务区域都将不断拓展。预测公司 2016-2018 年 EPS 0.98/1.37/1.80 元，对应 2016-2018 年的 PE 分别为 26/18/14 倍，给予“买入”评级。

**3、中国化学：**（1）**业绩拐点有望于今年出现。**受油价持续低迷影响，前两年国内煤化工相关产业景气度下滑，公司业绩承受较大压力，新签合同连续下滑。面对周期性压力，公司推进技术创新，持续加大研发投入，在煤化工、传统化工、化工新材料、施工新技术等领域取得突破，提高了公司的核心竞争力和市场占有率。同时改善在国内积极布局环保和市政、棚改灯基建领域，并开始拓展土地一级开发和 PPP 项目，国内订单回升。同时海外市场方面积极拥抱一带一路，大力开拓伊朗、埃及等新兴市场，海外订单大幅上升。公司 2016 年 1-11 月新签订单 531 亿元，同比增长 41%。其中国内合同额 323.84 亿元，境外合同额 207.17 亿元；新签国内合同 YOY 增长 12.3%，海外合同 YOY 增长 136.9%。公司业绩拐点大概率于今年出现。（2）**国企改革增强未来发展动能。**公司积极响应国企改革，已形成深化改革总体思路征求意见稿；研究制定了业绩考核和分配机制改革实施方案并多次征求意见；进一步优化了公司总部管理事项；正有序推进旗下多个子公司混合所有制改革；厂办大集体改革即将全面完成；“三供一业”分离移交取得明显进展。预测公司 2016-2018 年 EPS 0.57/0.63/0.70 元，对应 2016-2018 年的 PE 分别为 12/10/9 倍，给予“买入”评级。

**4、中国海诚：**（1）**集团资产整合平台，业绩反转可期。**母公司中轻集团旗下具有诸多优质资产，中国海诚是中轻集团旗下唯一上市平台，是集团资产整合平台。集团下面有四个国家级的研究院：中国制浆造纸研究院、中国食品发酵工业研究院、中国日用化学工业研究院、中国皮革和制鞋工业研究院，这些研究院实力国内顶尖，随着研究所改制的逐步推进，公司存在集团资产注入预期，未来或将直接受益。公司 2016 因诉讼致业绩下滑，但在手订单充足，业绩反转可期。（2）**积极开拓海外市场，连续签下大单，未来业绩有保障。**公司积极把握“一带一路”战略机遇，大力开拓海外市场，今年在阿联酋和埃塞俄比亚连续签订大单，合计超过 30 多亿人民币。埃塞俄比亚项目是 100%总

包，阿联酋的项目分包很小。两个项目今年和明年对公司的业绩贡献大。上述合同的签订和实施有助于提升公司海外项目的影响力，同时也为公司未来的经营业绩提供有力保障。海外巨额订单保障公司业绩。(3) **定增控股长泰，加码智能制造和智能机器人。**公司拟以不低于 12.29 元/股的价格，向包括控股股东中国轻工集团在内的不超过 10 名特定对象募集不超过 7 亿元资金。该预案已获证监会二次受理。长泰注入后，公司或将依托于长泰实现外延拓展。募集资金拟用于增资控股长泰公司并投入智能装备提质扩产项目（4 亿元）、公司扩大工程总承包项目（3 亿元）。提质扩产项目中主要用于布置机器人应用系统的生产及智能物流输送仓储系统的生产。国内 70-80% 的食品饮料厂是中国海诚设计的。食品行业的包装，仓储等未来可能需要换机器人。长泰在军工行业深耕多年，智能机器人业务业发展良好，未来能和中国海诚在业务上互补，实现协同发展。(4) **国企改革提升估值中枢。**长泰员工持股方案未能在定增的时实现。若定增控股长泰落地，长泰作为中轻集团三级企业，员工持股预期强烈，实施后从而有望激发员工活力，提升公司效率和估值中枢。预测公司 2016-2018 年归母净利润 1.32/2.41/2.73 亿元，分别同比增长-42%/83%/13%。2016-2018 年 EPS 0.32/0.59/0.67 元，对应 2016-2018 年的 PE 分别为 40/22/19 倍，给予“买入”评级。

## 化工：亮点纷呈，加大配置

### 1. 化工产品周度变化动态

节后归来，我们跟踪的石油和化工产品价格呈现普涨局面。领涨品种主要有 TDI、制冷剂、粘胶短纤、涤纶长丝等，领跌品种有甘氨酸等。我们分析一下涨跌的动因和持续性。

(1) TDI：持续上涨。本周国内 TDI 价格继续上涨，目前华东报价达 3.09 万元/吨，周涨幅为 9.4%。上海巴斯夫 2 月挂牌价达 3.2 万元/吨，比 1 月提高了 2000 元/吨；沧州大化报价提了 1500 元/吨，报价 3.0 万元/吨。TDI 属于房地产后周期产品。2016 年房地产复苏，销售良好，今年上半年装修市场良好，TDI 消费增加；而又无新增产能，开工率提高。继续推荐\*ST 沧大。

(2) 制冷剂：低位反弹。本周国内 R134a、R22 等制冷剂产品出现集体涨价。R134a 市场报价为 2.25 万元/吨，涨 12.5%；R22 市场报价为 1.1 万元/吨，涨幅 12.2%。需求方面，2016 年地产销售大增，今年装修市场向好，空调业需求升温，原料补库存持续旺盛。供给方面，今年是我国履行《蒙特利尔条约》的第一年，制冷剂 R22 生产量将会被重点削减，有利于减少行业供给。利好巨化股份、三爱富等。

(3) 粘胶短纤：继续提价。本周粘胶短纤市场迎开门红，节后伊始，粘短厂家陆续报涨。中端报价 1.71 万元/吨，上涨幅度在 400 元/吨。库存方面，行业整体库存 1-5 天不等，个别厂家处于零库存状态。随着下游棉纱厂陆续逐步返市开工，需求旺季来临，下游厂家进入补库存周期，预计后市其价格仍将上涨。利好三友化工、南京化纤、澳洋科技、中泰化学。

(4) 涤纶长丝：延续上行。本周国内涤纶长丝各产品普涨，POY、FDY、DTY 涨幅 300-450 元/吨不等。需求端，节后下游织造、面料企业都会陆续恢复生产和销售，行业开工积极性较高，下游厂家补库存意愿较强。成本端，PTA 和 MEG 价格的上涨对涤纶长丝助推其价格上扬。预计后市其价格仍将上涨。利好桐昆股份、恒逸石化、荣盛石化。

(5) 甘氨酸：价格下跌。本周，河北东华化工开工负荷提升，供应局面逐渐改善，甘氨酸市场价格大幅下滑，华东地区甘氨酸报价下滑至 9,500 元/吨，同比下降 13.7%。本周草甘膦市场报价在 24,550 元/吨，价格小幅回调。成本端，甘氨酸等原材料价格高位回落，草甘膦价格回落的可能性较大。相关公司江山股份，新安股份。

## 2.投资观点：加大配置

周期性板块：春节过后，下游放假归来，逐步开始复工，存在对原料补库之需要。我们调研了解，目前企业和经销商产品库存普遍偏低，濒临 3-5 月行业需求旺季，需要加大原料采购。消费端逐步复苏，好于预期。而供给方面，环保重剑高悬，行业开工并不能有太明显改观，供求关系继续改善，价格有望继续普涨。投资上，重点推荐粘胶短纤、染料、化肥、纯碱、TDI 行业。建议重点关注三友化工、南京化纤、闰土股份、山东海化、\*ST 沧大、华鲁恒升、金正大等。

(1) 粘胶短纤：受益于消费升级，内需继续增加；人民币贬值，出口向好；2017 年粘胶短纤行业基本无新增产能，供给趋紧。预计 3-5 月旺季价格有望达到 2 万元/吨，重点推荐关注三友化工、南京化纤。

(2) 染料：春节之后，下游印染行业逐步进入旺季，尤其到 3-4 月，产品销售将最为旺盛。当前，染料企业和印染企业染料库存不高，存在补库要求。环保趋严，限制行业开工，中小企业开工只有 50%。现在价格在中低位置，染料价格有望继续上行，可以持续到 4 月中下旬。按照涨价弹性，我们建议重点关注闰土股份

(3) 化肥：3-5 月春耕旺季逐步到来，化肥将会量价齐升，当前，经销商库存较低，行业开工率不高，预计旺季将会供给紧张，价格上行，推荐关注华鲁恒升、新洋丰等。政策频出，聚焦农业改革，中央一号文件刚出，继续推进农业供给侧改革，推动农业走向集中，对农业服务提出更高要求，复合肥龙头迎机遇，推荐金正大、新洋丰等。

(4) 纯碱：供求基本平衡，环保严格，限制部分企业开工，供给紧张，价格连续上涨，当前重质纯碱价格 2150 元/吨，龙头获利丰厚，估值较低，龙头公司年化业绩估值才 6-7 倍，推荐关注山东海化、三友化工。

(5) TDI：供需格局继续改善，价格继续上涨，推荐\*ST 沧大。

新兴成长板块：符合经济发展大势，前景良好，经过前期调整，估值已具吸引力，而且政策频出，催化行情。重点推荐海利得、鼎龙股份、国瓷材料、康得新。

## 风险提示：

资本市场大幅波动。

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。