

債券

民企債投資仍需謹慎

- 1) 民企信用風險頻發。今年以來民營企業信用風險多發，輝山乳業、宏橋、西王、天信等多個大型民企集團先後暴露風險，即便是萬達這樣的民營企業龍頭也飽受負面消息的困擾。本月26日洪業化工發佈公告稱公司業績出現重大不確定性，其發行的3只公司債申請停牌，若洪業化工出現債務問題，有可能牽連其擔保方玉皇化工，後者為洪業化工7.495億元的債務提供了擔保。民營企業間因擔保互保而發生信用風險的傳染，此前已經有西王集團的前車之鑒，我們擔心事件的發酵可能會使得本來就十分脆弱的市場偏好進一步降低。
- 2) 機構風險偏好趨降，民企債需求減少。政策方面，對委外、銀行理財的監管雖有所放緩但仍將推進，機構風險偏好趨降，對民企債的需求還會減少。
- 3) 再融資不暢對民企影響較大，仍需防範風險。債市的持續調整影響民營企業的再融資，5月份民企債淨融資由正轉負，6月以來尚未有好轉。目前存續的民企債年內還有接近2400億元的到期量。我們認為，未來隨著融資環境惡化的影響慢慢體現，民企資金面壓力加大，可能會有更多的民企爆出信用事件，屆時市場偏好將進一步降低加劇民企再融資難度，形成惡性循環。

行業點評

農業：畜禽盈利下滑，龍頭表現仍佳

剔除溫氏股份，海通農業重點公司業績增速在2%左右。67家農業公司中已有25家發佈2017年中報業績預告，預告中值之和為47.37億元，同比下降5%。同時，我們對海通農業重點關注的29家公司進行了盈利預測，這29家公司盈利增速為-26%，剔除溫氏股份後則為2%。根據我們預測，業績同比下滑的有14家公司，主要集中在禽養殖板塊。業績同比增長的有15家公司，集中在飼料、制糖板塊。

畜禽盈利下滑，龍頭表現仍佳。上半年豬價高位回落，雞價持續低迷，糖價高位運行，相應的禽養殖板塊同比業績大幅下滑，養豬板塊也多有下滑，而制糖板塊同比大幅增長。此外，飼料、種子、疫苗等板塊表現分化。

- 1) 飼料：今年初以來，飼料企業銷量增長明顯，我們預計上半年海大集團、大北農、唐人神業績增速分別在35%、50%、115%，通威股份由於光伏業務全面並表且增長較快，預計增速在200%。新希望由於種禽業務虧損以及屠宰業務盈利下降，預計下滑15%，禾豐牧業、金新農預計也有所下滑，分別在-10%、-5%。
- 2) 制糖：年初以來國內糖價持續高位運行，上半年現貨均價達6770元/噸，同比提升1340元/噸。制糖企業中糧糖業、南寧糖業業績大幅好轉，預計中糧糖業利潤增幅250%，南寧糖業扭虧為盈。

- 3) 禽養殖：上半年雞苗均價僅1.1元/羽，處深度虧損狀態，父母代雞苗價格也從年初的70元/套，跌至不足7元/套，下游的毛雞、雞肉價格受禽流感等影響也處低迷狀態，禽養殖企業業績大幅下滑，預計益生股份、民和股份、聖農發展、仙壇股份業績下滑幅度分別在-137%、-210%、-82%、-69%。
- 4) 畜養殖：年初以來豬價持續下跌，二季度生豬養殖利潤大幅縮窄，導致上半年多數企業業績下滑，如溫氏股份、正邦科技、天邦股份下滑幅度預計分別在-54%、-54%、-26%，其中溫氏股份還受黃羽雞業務拖累。牧原股份由於出欄量同比增長100%以上，業績仍保持增長，預計增幅在17%左右。
- 5) 疫苗：疫苗企業上半年業績出現明顯分化，口蹄疫龍頭生物股份受益客戶規模擴張，預計增速在35%左右，瑞普生物由於豬苗和華南生物增長，增速也在30%左右。普萊柯和中牧股份受招采政策影響，預計分別下滑10%和5%。
- 6) 種子：今年玉米價格同比大幅下滑，玉米種植面積繼續調減，玉米種子龍頭登海種業受此因素影響，預計上半年淨利潤下滑40%左右，相比一季度降幅收窄。而水稻龍頭隆平高科受益隆兩優、晶兩優等優勢品種放量，預計淨利潤增幅在60%左右。

風險提示。農產品價格大幅下滑；自然災害。

紙產品與林產品：箱板瓦楞紙：短期紙價承壓，看好下半年旺季漲價行情

從去年下半年箱板瓦楞紙經歷了3個階段價格劇烈波動：

第一階段（去年11月到今年1月），此階段受到環保限產、能源漲價、運輸費用上漲以及G20、霧霾等事件的影響，紙價從11月啟動，12月迎來高峰，在1個月內上漲超過50%，供給端緊縮以及年末需求增加造成供需失衡，疊加市場紙廠與經銷商的炒作與哄抬行為，使得此輪提價的幅度與速度都十分之快。

第二階段（2月中旬到3月末），在此階段箱板瓦楞紙進入節後市場淡季，需求不振疊加下游紙箱加工廠庫存較高，紙價迅速回檔，並且帶動原材料價格下跌，紙價下跌幅度與原材料下跌幅度較為一致，屬於市場供求關係變化帶來的調整。

第三階段（5月中旬至今），此輪上漲是由於原材料漲價推動並且紙廠聯合提價行為導致的。原材料廢紙由於受到進口洋垃圾政策的影響，市場出現恐慌性上漲，大型紙廠互相形成默契，一方面停產檢修保證市場供給合理，另一方面積極採購原材料拉動廢紙價格推動成品紙行情。

漲價引發下游“堅壁清野”，上下游矛盾加劇。近期由於原紙廠頻繁對下游提價，且提價幅度大、預付款需要跟隨紙價提升等做法引發下游紙箱廠的不滿。長三角、京津冀、東北等地區紙箱廠開始聯合抵制漲價，應對上游廠商哄抬紙價的“堅壁清野”行動堅決推進，紙箱廠內幾乎無訂單甚至放假，各種紙箱同業聯盟協會將在全國遍地開花，並且處於產業鏈終端的包裝使用者也齊聲聲援紙箱廠。原紙廠與紙板廠、紙箱廠的矛盾短期愈發激烈，我們預計玖龍、理文包裝紙龍頭企業短期就會出來釋放降價信號穩定市場。

原材料漲價推動成品紙行情。原材料廢紙價格近期波動較大，中小紙廠多持觀望態度購買較為謹慎，未來也會存在一部分剛性需求。廢紙原料行情若回落必然會對原紙市場產生不利影響，所以大型紙廠或以定期採購來支撐廢紙行情。此外政策趨嚴，未來廢紙供應縮緊，禁止洋垃圾政策未來預計會大幅減少廢紙進口種類和

數量，對廢紙供給又會造成衝擊。我們預計進入下半年9月份後下游需求增加疊加前期累積的剛性需求，廢紙與箱板瓦楞紙有可能進一步價格上漲。

環保督查淘汰中小產能是紙價催化劑。第三批中央環境保護督察工作全面啟動，而第四批中央環境保護督察也將在7月份啟動，其中箱板瓦楞中小產能眾多的浙江、山東等地是這次督查的重點。疊加環保部要求7月1日前完成排汙許可證核發工作，中小污染產能去化加速進行。其中瓦楞紙市場在淘汰中小產能的背景下受影響最大，供給持續收縮。

短期紙價小幅下跌，看好下半年旺季漲價行情。我們認為箱板瓦楞紙短期內處於淡季，紙箱廠與紙板廠的聯合抵制漲價行動使得紙價承壓，但環保因素加上大紙廠對廢紙以及紙價的影響力都構成支撐，所以短期紙價預計會小幅下降但不會暴跌，而進入9月份旺季之後，下游需求提振、補庫存因素、第四批環保督查以及廢紙的供應緊張都會支援紙價有繼續上漲的空間。建議關注三大龍頭企業：玖龍紙業、理文造紙與山鷹紙業。

風險提示。（1）原材料價格波動風險；（2）未來產能大量投放致使行業供過於求；（3）環保督查去產能效果不達預期。

傳媒：電影行業——重點資料詳析

重點電影行業觀點：1) 同口徑預計17年整體國內電影市場增速14.7%；2) 通過供給端、需求端資料對比發現，銀幕增速遠高於票房增速，致使單銀幕、單院線產出、上座率下滑；3) 觀影人次進入低增速，中國電影行業進入產品驅動階段。對標美國，在人均觀影次數、單銀幕產出、上映率、單影片票房產出等方面具有明顯差異，優質影片供給是克服差距關鍵；4) 院線競爭方興未艾，格局待定。

風險提示：票房增速不達預期，系統性風險。

有色金屬：工信部召開鋁業座談會，堅定推進改革

上海金屬網等媒體報導，6月28日下午14:00-16:30，工信部召集中鋁、中電投、神火、魏橋、雲鋁等10家電解鋁企業和中國有色金屬工業協會召開電解鋁行業2017年上半年運行情況座談會，宗旨是為準確把握上半年電解鋁行業運行和相關工作進展情況，分析預測行業運行趨勢。百川資訊的資訊顯示，工信部對參會企業上半年取得的成績表示了肯定。當被問到中央對本輪供給側改革政策的態度，工信部的答覆是中央對供給側改革的態度是一貫的，必須嚴格執行。

回顧上半年電解鋁供給側改革的進程，我們認為，此次國家推進改革的態度非常明確，4月份四部委聯合頒佈《清理整頓電解鋁行業違法違規專案專項行動工作方案》，各地政府紛紛回應，山東、新疆兩個電解鋁產能大省都有企業開始減產。新疆嘉潤鋁業二期15萬噸產能、山東魏橋集團25萬噸產能均計畫在6月30日前停槽完成，這個時間點也正好是《方案》中規定的地方核查的節點時期。

風險提示：下游需求不及預期。

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。