

固定收益

從萬達看民企債投資

1. 基本面分析：運營良好，資金面較緊

大連萬達集團層面基本面尚可，資金面較緊但短期到期壓力不大。

萬達商業是萬達集團中資產規模最大的集團企業，16年營業收入占整個集團收入的56%。目前萬達商業已經形成完整的商業地產產業鏈，土地獲取能力和項目執行能力很強，17年一季度萬達商業實現營業收入260多億元，同比增加，毛利率有所降低但保持在較高水準。現金流方面，企業經營性現金流逐年增加，但投資性支出較大且仍需繼續投入，若未來公司融資管道不暢或不能合理控制成本，可能對公司的償債能力造成不利影響。資產方面，一季度末萬達商業擁有956億元的貨幣資金，對短期債務的覆蓋率較高；土地儲備面積超過6700多萬平米，且收購成本較低，資產品質高。

萬達文化是集團尋求轉型發展的重要方向，包括電影、旅遊、體育等板塊，16年營業收入約占集團的1/4。企業近年來收購頻繁，據不完全統計，萬達文化12年以來的海外收購金額超過了110億美元。由於對外投資消耗大量資金，企業現金流不穩定且缺口較大，資產上流動性較差，非流動資產中長期股權投資和商譽占比較高，截至1季度末，公司有547億的商譽資產，可能有減值風險。但收購戰略受集團總部支援，能夠獲得資金援助，且短期內負債到期。

債券到期壓力來看，儘管萬達集團有合計超過1000億元的債務，但年內到期的很少，只有25億的PPN，2018年到期的也只有45億元PPN和6億美元的海外債，集團層面來看債券的到期壓力不大。

2. 從萬達看民營債投資風險

民營企業受負面消息衝擊的風險：民營企業受負面消息衝擊，常見的有兩類，一是經營問題上出現負面消息，二是實際控制人出現負面資訊。前一類比如今年3月份中國宏橋被沽空機構質疑，受此影響股債雙跌。後一類的案例也有很多，比如佳兆業、華通路橋、雨潤食品均有出現實際控制人風險，民營企業發展壯大過程中，創始人/實際控制人的外部資源（包括政企關係、融資管道）和內部凝聚力對企業至關重要，一旦出現重大突發事件，企業運營和再融資都會受到衝擊，很可能成為企業陷入債務危機的“導火索”。

民企債在負面衝擊中的表現：1) 民營企業在出現負面消息後，短期內都出現了估值大跌的情況，但如果負面消息無法證實，或者證實後對企業經營不會造成實質性損害或企業資質本身較好，短期內債券沒有償付問題，債券估值會逐漸修復。比如宏橋海外美元債的估值已經從90美元恢復到99美元左右。2) 短久期博弈價值相對較高，如果債券絕對估值下跌到一定程度，可以適當博弈。即便是最終發生了信用事件，短久期的債務更有可能及時得到償付，風險較小。

3. 民企債投資仍需謹慎

1) 民企債市場偏好趨降。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，萬達飽受負面消息的困擾，洪業債停牌引發玉皇化工擔保風險升溫，信用事件此起彼伏下，使得本來就十分脆弱的市場偏好進一步降低。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。此外，對於上市民營企業或擁有上市企業的民企發行人，由於上半年IPO的提速和註冊制腳步的臨近，使得“殼”資源的價值趨降，擁有“殼價值”的加分項會減少很多。

2) 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。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。

策略

誰在買漂亮50？

核心結論：①16年3季度以來市場分化加劇，集中在消費行業的漂亮50表現優異，源於估值和盈利匹配度更優。②漂亮50買盤來自公募和陸港通北上資金，前十大流通股東中公募占比由16Q1的10.7%升至17Q1的13.7%，今年陸港通北上資金971億，71%買入漂亮50。③中證100和上證50的獨立行情始於16年8月陸港通總額度上限取消之時，與港股牛市相呼應。維持市場樂觀及一九向三七擴散。

中國漂亮50興起源於估值和盈利匹配度更優。（1）16年3季度以來市場分化加劇，漂亮50個股表現優異。為了更深入的研究漂亮50興起的原因，本文構建了漂亮50個股組合，這些個股今年以來漲跌幅中位數為42%，去年1月底以來更是高達85%，表現十分優異。（2）漂亮50興起主要源於估值和盈利匹配度更優。目前漂亮50組合PE（TTM整體法）為24.8倍，上證綜指、中小板、創業板、全部A股為15.7倍、41.6倍、51.4倍、20.2倍，經過大幅上漲後漂亮50估值處於中等水準，但其17Q1淨利潤增速高達32.6%，遠高於上證綜指、中小板、創業板、全部A股的17.9%、26.6%、11.7%、19.9%，目前漂亮50組合PEG只有0.76。

漂亮50主要由公募和陸港通北上資金買入。（1）過去一年公募基金大幅買入漂亮50。我們根據上市公司財報中披露的前十大流通股東，漂亮50組合投資者結構中公募基金占比上升明顯，由16Q1的10.7%升至17Q1的13.7%，公募基金重倉股中持有的漂亮50組合市值由16Q1的613億升至17Q1的1238億，在公募基金重倉股總市值占比由16Q1的11.9%升至17Q1的22.3%，意味著公募基金近1/4持倉是漂亮50組合。（2）陸港通北上資金不斷買入漂亮50。除了上市公司十大流通股東外，還有部分投資者未在公司財報中披露，其中就包括陸港通資金，這也是漂亮50買入的主力。今年以來北上資金持續流入，其中滬股通北上資金269億，深股通北上資金702，合計971億。通過對北上資金每日買入十大活躍個股進行統計，今年以來買入金額前十大個股占總金額的82%，其中有9只為漂亮50個股，占總金額的71%。

A股國際化助推漂亮50，一九向三七擴散。（1）A股國際化加速，漂亮50與美股港股同步走牛。A股漂亮50走出獨立行情和A股國際化加速的大背景有關，中證100和上證50為代表的漂亮50走出獨立強勢的時點正好是16年3季度末，16年8月16日國務院批准《深港通實施方案》，並於當日取消滬港通、深港通總額度限制。而在此背景下，龍頭公司更容易全球對標。（2）市場已在好轉，風格正從一九向三七擴散。過去三周多，政策面和資金面已經在發生變化，股市也確實在上漲，滬深300已經突破17年4月中和16年12月初高點，創16年1月底這輪上漲以來的新高，上證50和中證100已經回到15年底的高點，呈現了牛市形態。今年1-5月總市值超500

億元的一線價值藍籌股表現一枝獨秀，6月以來總市值為100-500億元二線價值成長股表現更優，投資風格正在從一九向三七擴散。

風險提示：貨幣政策持續收緊。

行業點評

電子元器件：全面屏大戰一觸即發，產業變革中尋找投資機會

全面屏強勢來襲，有望成為智慧手機近期主要賣點。全面屏普遍意義上是指屏占比較高（通常在90%以上）、超窄邊框、機型外觀漂亮、顯示區域大，理念是bigger display in a smaller body，已經成為手機設計的新潮流。近年部分廠家已經推出全面屏手機或接近全面屏的手機產品，如SHARP在2014年推出首款三面超窄邊框手機Aquos Crysta，小米2016年10月推出屏占比達91.3%的小米MIX，三星2017H1推出18:9的Galaxy S8，另外Sony、LG也都推出或計畫推出全面屏手機。同時據digitimes報導，iPhone 8大概率應用四面窄邊框的全面柔性OLED屏，大幅擴大顯示區域面積。我們判斷全面屏有望成為今年手機PK的核心賣點，並在蘋果、三星的帶領下加速普及。

2017下半年全面屏將大規模出貨。隨著三星發佈S8以及蘋果即將發佈的iPhone8都配備全面屏，有望引發一大批手機廠商跟進，包括華為、OPPO、Vivo、魅族等手機廠商紛紛準備全面屏的新機。根據Ofweek的預測，預估2017年下半年將成為全螢幕手機上市的高峰期，全年出貨量有望上看1億支，預估2018年待供應鏈更成熟後，出貨量將持續提升，未來有機會成為標配。根據群智諮詢的估計，17年全面屏智慧手機全球出貨量將在1.3-1.5億台，滲透率將達到10%，下半年開始爆發，預計到18年技術成熟，將迎來全面普及。

顯示面板+模組是全面屏核心關鍵環節。隨著螢幕從16:9轉向18:9甚至18.X:9，將直接帶動螢幕單價提升10%-15%。對於柔性OLED來說，其輕薄、柔性、結構簡單的特點先天符合全面屏的要求，有望伴隨全面屏獲得快速的普及。但是現階段OLED產能有限，預計今明兩年除三星和蘋果外的手機廠，全面屏手機只能採用LCD顯示器，會出現四大變化：1）新型背光、點膠與佈線技術縮減BM和邊框區域面積；2）TFT工藝LTPS比a-Si更有優勢；3）面板驅動晶片由COG向COF演進；4）高難度的R角/U槽等異性面板切割工藝。

全面屏需對手機內部空間重新“編排”，將引起供應鏈重大變革。全面屏因為邊框寬度大幅縮減，對前置攝像頭、指紋識別、受話器、天線、壓力觸控等都帶來了新挑戰，需要全新的設計與佈局。1）指紋識別In/Under Display方案技術難度大，需求急迫；2）前置攝像頭小型化需要突破；3）受話器需要新變化，移至邊框、骨傳導（壓電陶瓷）、螢幕激勵等是潛在方案；4）淨空區域縮減，天線需要新設計；5）側邊壓力觸控可以取代正面Home鍵或虛擬按鍵。

行業“增持”評級，關注優勢企業。全面屏手機的到來為手機產業鏈多個環節帶來全新的發展機遇，技術難度的增加將直接帶動零部件單價和獲利空間的提升，同時掌握先進技術的行業龍頭將率先獲益。在顯示面板與模組方面，建議關注京東方（面板）、深天馬（面板）、合力泰（模組）等；在電子零部件方面，建議關注匯頂科技（指紋）、歐菲光（指紋+前攝模組）、舜宇光學（前攝）、歌爾股份（聲學）、瑞聲科技（聲學+觸控）、信維通信（天線）、金龍機電（觸控）等；在加工設備方面，建議關注大族鐳射（鐳射加工設備）、精測電子（顯示檢測設備）、聯得裝備（顯示模組設備）、智雲股份（顯示模組設備）等。

風險提示：全面屏方案產品良率過低，成本過高，進展不達預期。

軟體：AI視頻：羞答答的玫瑰，靜悄悄的開

AI視頻：電腦視覺+深度學習的最佳產物

AI視頻指的是利用電腦視覺及深度學習、對視頻內容進行理解，進而完成視頻資料的結構化分析，以實現相關的目標檢測和跟蹤、人物識別、動作識別、情感語義分析等功能。當下人工智慧技術的發展歷程，實際上是由資料、技術、產品三者不斷迴圈推進的一個過程。視頻作為現今人類接受外界資訊最重要的媒介，視頻的應用無疑AI發展中重要一環。

安防最先落地，海康大華不再是硬體公司，而是資料和軟體公司

在諸多行業的推廣應用中，安防監控行業成為了國內AI視頻技術率先落地的行業。而海康威視和大華股份等龍頭企業，佔據智慧安防監控入口優勢，針對安防視頻資料的海量增長，公司具有優化深度演算法，為使用者提供優質有效內容的核心競爭力。在底層演算法逐漸開源的背景下，處於上游硬體龍頭企業依靠強大的資金優勢和海量視頻資訊資源，就將著眼佈局上游產業，涉足演算法和晶片環節，從整體產業鏈角度提升公司AI視頻核心競爭力。

投資建議：

安防是國內AI視頻率先落地的應用場景，建議關注行業內佔據攝像頭資料入口，並向上游佈局演算法和軟體的龍頭公司。重點推薦海康威視、大華股份。

風險提示：行業應用低於預期。

輕工製造：箱板瓦楞紙：短期紙價承壓，看好下半年旺季漲價行情

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撐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。

家用電器：家電行業2017二季度及半年報前瞻

從整體板塊來看，2017上半年家電板塊量價齊升，邏輯不斷強化，龍頭表現亮眼，半年報整體業績增速有望突破50%的重點上市公司有：哈爾斯、TCL集團、華帝股份以及浙江美大；17年上半年整體業績增長預計接近30%或以上重點上市公司包括格力電器、海信科龍、小天鵝A、老闆電器、蘇泊爾、愛仕達、萊克電氣以及飛科電器；上半年板塊行情火熱，但板塊估值及業績匹配度高，相對優勢仍然明顯。我們預計下半年成本回落推動盈利能力再上臺階，業績有望保持上半年的快速增長。

投資建議與重點標的推薦：1) MSCI闖關成功，短期提振市場情緒，中長期引部分海外資金進入，美的集團、老闆電器等幾大家電龍頭率先入選成分股，且18年調整期間我們判斷格力將不再受停盤因素影響，可獲選入池，加上絕對收益投資者占比穩提，外部環境繼續催化下半年行情。2) 行業整體看，行業估值和基本面匹配度高，比較優勢突出。A股各行業龍頭PEG多大於1，且PE估值對自身行業平均享受溢價，家電白馬龍頭PEG小於1且PE估值相對板塊折價明顯，安全邊際高配置價值明顯。3) 空調行業終端需求旺盛超出市場預期，帶動管道庫存降低至2個多月，全年空調內銷出貨增速有望實現超過20%的高增長。

個股標的我們建議重點關注自身改善邏輯較強的公司，如格力電器、美的集團、小天鵝A等。另外建議關注17年預測業績增速普遍在30%以上，目前17年PE估值回落至20餘倍，在細分領域擁有較強競爭優勢的小家電龍頭，如哈爾斯、愛仕達等。

風險提示：終端需求不及預期，原材料波動強烈。

煤炭：6月29日板塊上漲點評

昨日盤中煤炭股領漲，漲幅1.8%，焦煤股漲幅居前。正如我們前期提示，近期焦煤和鋼鐵庫存較低，而鋼鐵盈利很高，市場對焦煤預期較為悲觀，跌幅較大，近期上漲屬於補庫週期的反彈。看好高彈性的焦煤龍頭：神火股份、冀中能源、潞安環能。

動力煤方面，由於煤炭進入7、8月的季節性旺季，煤價仍有望維持強勢，但未來如果工業需求下滑，預計煤價高點會逐季下降，在整體一二線藍籌漲幅較大的情況下，煤炭股屬於有基本面支撐，低估值藍籌補漲的邏輯。我們推薦的動力煤公司：中煤能源，兗州煤業，陝西煤業。

風險提示：內蒙安檢結束，產能會有增長，政策實施時間和力度不確定，去產能慢於預期。

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。