

策略

繼續演繹擴散

核心結論：①7月第一周資金面好於6月底市場預期，PMI和資源品漲價顯示基本面不差。②白酒家電回撤對應週期股上漲，實質是一九向三七擴散，資源股價格彈性已下降，重視子行業龍頭價值股，從B到a。③資金面和基本面預期引起的情緒波動導致震盪市起落，目前情緒指標僅從低位略回升，多頭格局不變、中間小波折不足慮，看好二線價值成長和國企改革。

市場仍是多頭趨勢，熱點正在擴散。（1）6月4日《再次開啟多頭思維》轉向樂觀，核心邏輯是判斷金融監管政策和資金面步入轉折期，6月以來資金面確實有所好轉，市場整體上漲。目前投資者仍然擔憂7月金融監管會再次偏嚴，資金利率再度緊張，從央行公開淨投放來看，最近兩周確實有所收緊，但是市場流動性仍然較為充裕，資金利率仍然較為平穩。此外，6月全國製造業PMI回升至51.7%，高於市場預期的51.0%和5月的51.2%，需求、生產、價格都有所回升，說明經濟基本面韌性較強。（2）近期漂亮50回檔源於部分資金獲利兌現，熱點正在擴散。經過去年三季度以來大幅上漲後，目前漂亮50組合PEG只有0.76，仍然是A股中較優的資產組合。另外從資金角度看，最近一周多陸港通北上資金在賣出格力電器、五糧液等漂亮50類個股，但賣出的絕對金額並不大，更多的是部分資金獲利兌現。而近期市場仍然有很多熱點，包括鋼鐵、有色、煤炭等週期股，保險等金融股，還有新能源汽車主題近期都表現很好，這恰恰說明市場情緒在回暖，行情結構正在從漂亮50的“一九”行情向外擴散。

週期：角落裡的陽光。（1）近期週期股強勢源於價格上漲。6月中旬週期股持續上漲引起市場很大關注。週期股上漲主要有兩個方面原因，一是從宏觀上看經濟資料超預期，6月全國製造業PMI 51.7%，高於市場預期的51.0%和5月的51.2%。二是從微觀上看週期品價格近期大幅上漲。但17年年度策略報告中我們提出，16年週期品漲價因素驅動週期股業績迅速實現“從0到1”的反轉，此刻股價彈性較大，17年週期股業績“從1到N”緩慢推進，股價彈性將趨弱。（2）週期股從Beta走向Alpha。最近週期股尤其是資源股整體表現強有價格因素的刺激，但週期股的Beta效應正在減弱，週期有大行情的前提是固定資產投資增速趨勢性回升或者貨幣政策明顯放鬆，這兩個因素今年都看不到。但是週期行業龍頭的Alpha效應並不比消費差，這是“角落裡的陽光”。我國目前所處的大背景是經濟轉型，類似1970-80年代的日本，傳統製造業大量合併重組，以鋼鐵、化工、紡織為主的傳統製造行業規模收縮十分明顯，但是這些行業內部的龍頭公司卻在行業整合的過程中實現了加強，龍頭股溢價顯現。

應對策略：順應多頭趨勢。6月4日以來，震盪市已經開啟新一個上漲波段，7月市場或許出現漲幅趨緩或小幅波動，但上漲趨勢仍將延續，建議順應市場多頭趨勢。未來密切關注政策面變化，以及市場累計漲幅和市場情緒。結構上我們認為，震盪市業績為王，整體偏價值的風格不會變。4-5月因為金融監管力度大，市場風險偏好回落，出現了漂亮50獨領風騷的行情，隨著市場環境轉暖，市場結構有望從“一九”回到“三七”，從一線藍籌價值向二線價值成長擴散。此外國企改革進入政策再次加速推進期。

風險提示。業績不及預期、經濟增速下滑、改革進程緩慢、匯率貶值。

行業點評

有色金屬：2017版有色大典

投資策略。貴金屬：2017年下半年短期金價或有超跌反彈，前波金價下行主要消化兩利空：1、美國6月加息較強預期；2、歐元區風險釋放，法國大選落定。而東亞的地緣政治風險仍在可望刺激金價。總體而言，加息後金價有望反彈，中期震盪格局不變。A股貴金屬板塊估值已經大幅回落，目前關注估值已回落到30PE以下的公司如金貴銀業、興業礦業等。

基本金屬整體看需求端。銅價。共和黨基建、中國經濟托底和一帶一路產能輸出，三因素支撐銅價，未來需看以上任一因素質變成為價格上漲催化劑。鋁價。看供給：最受益供給側改革品種，淘汰落後產能、關停新建產能和“2+26城市大氣污染治理方案”，均對鋁價構成較強支撐，價格上漲節奏主要視政策執行力度。小金屬：2017年初至今金屬鈷、海綿鈦均上漲40%以上，碳酸鋰價格也表現亮眼，鹵水提鋰企業不斷分的行業景氣紅利。此外，隨著新能源汽車的不斷推進、國產大飛機C919的試飛成功並投入使用，看好鈷鈦價格；稀土5月以後出現反彈，得益於2015年以來的收儲及打黑的推進，稀土價格有所反彈。

貴金屬：過去兩年，相比於大盤，黃金股彈性較去年略有減弱，山東黃金、中金黃金、恒邦股份Beta小於1，其餘個股Beta均超過1。白銀股也顯示出高彈性，屬於“強攻擊”的品種，三大白銀股Beta值均大於1。

銅板塊：高Beta值和高相關性。從近兩年來看，銅板塊與上證綜指的Beta和相關性均較高，除銅陵有色以外Beta均超過1，顯示了銅板塊的攻擊性。

鋁板塊：與鋁價相關性較低。鋁板塊個股與上證綜指相關性普遍較高。彈性方面，鋁板塊相對於上證綜指的Beta值大多高於1.5。

鉛鋅板塊：具備金屬及工業屬性。鉛鋅板塊與大盤相關性高、彈性強。過去兩年內，鉛鋅股價與上證綜指的Beta值除建新礦業外均超過1，最高達到2.25。

錫鎳板塊：與大盤相關性較弱。錫鎳屬於小品種，相對應的投資標的也比較單一。

稀土板塊：攻擊段收縮。過去兩年時間，股價與大盤相關性高；彈性最高的是五礦稀土，Beta值達到1.34。而磁材中Beta值基本均高於1或接近1。

小金屬：稀缺性造就了高彈性。小金屬普遍與大盤相關性強。

新材料及新能源：大多屬於成長型個股。Beta值較高，股價與大盤相關度較高。

不確定性分析。有色板塊盈利情況直接受到金屬價格影響且波動性大。而金屬自身的供需輪動無法逃離週期束縛。除了供需面，金屬的金融屬性也增加了流動性層面的考量。因此1) 流動性收緊；2) 供過於求；3) 全球經濟疲弱壓制價格均會成為板塊的投資風險。

紙產品與林產品：集裝箱底板受益於集裝箱景氣度提升，OSB板正加速替代

上周大盤震盪上漲。上周（2017.07.03-2017.07.07）大盤震盪上漲，滬深300指數收3655.93點，同比下跌0.30%；上證綜指收3217.96點，同比上漲0.80%；深證成指收10563.72點，同比上漲0.32%；創業板指收1835.44點，同比上漲0.96%；中小板指收6971.46點，同比上漲0.36%。上周中小板指成分股日均成交量為71.52億股，環比上漲20.20%；日均成交額為1043.65億元，環比上漲18.63%。創業板指成分股日均成交量為34.79億股，環比上漲20.22%；日均成交額為602.39億元，環比上漲29.14%。

上周大部分行業均有一定上漲。上周大部分行業呈現上漲趨勢，漲幅前三行業為有色金屬、鋼鐵、採掘，漲幅分別為7.58%、5.61%、3.83%；跌幅前三行業為食品飲料、家用電器、醫藥生物，分別為-3.64%、-3.24%、-1.17%。

重點推薦組合。【萬里揚】【東百集團】【聯明股份】【東方鋳業】【易見股份】【道恩股份】【三環集團】【飛榮達】。

行業及公告追蹤。三星二季度業績展望營業利潤同比增長72%；LG化學與出光興產合作互用OLED材料相關專利。易見股份7月7日發佈2016年權益分派實施公告，每股發放現金紅利0.28元（含稅），股權登記日為2017年7月13日，現金發放日為2017年7月14日。

本周專題：集裝箱底板受益於集裝箱景氣度提升，OSB板正加速替代。集裝箱底板需求來源可分為三大部分：集裝箱新增需求、集裝箱更新需求、集裝箱底板損壞產生的修箱板需求。可以看出，集裝箱底板行業的景氣度直接和集裝箱行業景氣度正相關。近年來，隨著集裝箱客戶環保意識的提高，以OSB板（定向刨花板）作為底板的集裝箱開始普及，OSB底板的主要原料為生長快速的人工種植樹木，不僅性能遠優於膠合底板，還解決了原料供應難題、提高了木材利用率，極大降低了生產成本。

風險提示。宏觀經濟波動，集裝箱製造行業不景氣，原材料波動等。

食品：高端白酒行業跟蹤報告：短期擾動不改長期價值

高端白酒板塊調整與市場風格變化一致。上周各主要指數漲幅：上證綜指+0.80%、深證成指+0.32%、創業板指+0.96%；上證50-0.25%、中證500+1.43%、中證1000+2.11%。主要行業指數：有色7.37%、煤炭4.96%、鋼鐵4.70%；消費-3.31%、中證白酒-3.63%、家電-2.68%、醫藥-1.63%。食品飲料行業指標個股：五糧液-6.93%、海天味業-6.65%、古井貢酒-5.79%、伊利股份-5.47%、瀘州老窖-4.61%、貴州茅臺-4.06%、雙匯發展-2.86%、洋河股份-2.50%。由此可見：上周“漂亮50”集體失色，中小盤股更為活躍；消費板塊整體回檔，而前期沉寂的週期板塊強勁反彈；除高端白酒外，食品龍頭與大眾白酒跌幅同樣明顯。

消費稅加碼的消息給板塊短期調整提供了理由。7月5日，國家稅務總局到茅臺集團開展消費稅調研工作。近期國稅總局也要求地方國稅局加強消費稅監管。我們認為白酒行業是國家重要稅源之一，在宏觀經濟疲弱的環境下，被加強監管符合情理；我們預計此次監管重點在稅基認定，20%的稅率暫不會調整；假設白酒公司均被波及，實際影響也有限且是結構性的，如山西汾酒（16年稅率20%）基本已達到標準要求，徽酒四家上市公司（15-16%）接近標準，貴州茅臺16年大幅上調後（16%）影響也較小；按30%的淨利率測算，稅率提高1個百分點當年淨利潤增速減少約3%，我們認為不影響下一年增速。

高端白酒基本面依然強勁，食品飲料中最佳。2017上半年，茅臺集團實現營收（含稅）309億元，同比增長31.16%；利潤總額155.18億元，同比增長24.38%。從今年一季度的集團和股份公司資料對比來看，二者資料雖不完全同步但趨勢比較吻合。一季度茅臺集團含稅收入159.66億元（不含稅收入137.29億元），同比增長24.25%；利潤總額69.99億元，同比增長13.08%。股份公司第一季度營收133.09億元，同比增長33.24%；淨利潤61.23億元，同比增長25.24%。對比可知：上半年茅臺集團營收和利潤情況均高於第一季度；第二季度含稅收入150億元，利潤總額85億元，淡季不淡，加速增長。

估值未見泡沫，長期穩健首選。在2016年和2017年的行業投資策略報告中我們都提出“可選優於必需”的判斷。高端白酒是食品飲料行業裡唯一具有可選消費特徵的子行業，也是唯一具有量價齊升明顯趨勢的子行業。儘管2016年以來股價上漲明顯，但目前估值水準與國際水準相當，成長性卻顯著優於後者。我們建議把高端白酒龍頭公司作為底倉品種，除非行業基本面出現重大利空，否則應長期持有而不是頻繁波段操作。

風險提示：消費稅加強監管、投資風格切換、宏觀經濟和房產價格下行。

煤炭：煤價季節性反彈，關注旺季耗煤變化

6月水電出力多，7月初受壓抑，8月仍需觀察。1) 6月全國各地陸續進入汛期，當月全國水電發電量1134億千瓦時，環比增長19.43%，同比增速由負轉正，扭轉今年以來持續負增長狀況（新浪財經）。2) 7月初水電受到洪水影響，三峽-葛洲壩停機26台（煤炭資源網），輸出減少64%，導致近期耗煤增長；我們認為，當洪水退去，水電或將有所恢復。3) 去年洪水導致水電低於預期，今年的發展仍存在較大不確定性。4) 我們預計，七月下旬達用煤高峰，動力煤需求短期上漲仍是大概率事件。

鋼鐵6月中旬資料仍未改善，地產新開工並未見明顯好轉，下游需求增長主要體現為前期過度悲觀後的補庫存。6月中旬101家重點鋼企共生產粗鋼1861萬噸、日產量粗鋼186.10萬噸，環比增幅0.09%。重點鋼鐵企業鋼材庫存量1330萬噸，環比增幅4.51%（煤炭資源網）；在地產新開工未見明顯回升的前提下，我們對粗鋼的需求仍持悲觀態度，但由於焦煤存在季節性旺季補庫存反彈的機會，因此，我們認為，焦煤股的機會或將見於8-9月的季節性反彈。

進口煤受限，但各省產能置換穩步進行，山西釋放先進產能1290萬噸。1) 7月1日起禁止省級政府批准的二類口岸進口煤炭（新浪財經），河北9月底全面禁止柴油貨車運煤（中國卡車資訊網），山西環保督查及內蒙地區火工品管制（煤炭資源網），供應仍偏緊。2) 各省產能退出時間點仍是11月，但山西本周批復投產和新建13處煤礦，產能合計1290萬噸（煤炭市場網）。

七月煤價已超發改委期望空間。1) 截止7月7日，wind資料顯示，秦港5500報604元/噸，超出政策調控線；2) 神華、中煤7月現貨價上調30元/噸至600元/噸，月度長協價570元/噸（找煤網），長協價與現貨價發生背離體現了政策指導的效果。

國家電力投資集團與華能集團就重組展開接觸，密切關注央企改革。6日網易新聞報導，國家電力投資集團正與最大電企華能集團就重組事宜展開接觸。中國神華與國電電力7月3日晚間同時發佈公告稱，此次重大資產重組的交易對方為能源行業大型國企，標的涉及能源行業資產，申請繼續停牌一個月（新浪財經）。在國資委大力推動央企整合、煤電聯營的情況下，我們認為，國電集團與中國神華集團的合併或已是大概率事件。我們認為，煤電聯營將會是未來煤電行業整合的基本方略，推測未來或將以神華和中煤兩大煤炭集團為基礎，重組5大電力公司，最終有望形成兩個大型煤電合營綜合公用事業公司，因此，中煤能源（中煤集團旗下）、華能國際（華能集團旗下）有望成為下一波受益公司。

投資建議：短期煤價仍有反彈可能。但發改委制訂了動力煤價上下限，目前已經超過600元/噸的上限，或又將觸發政策對沖。煤炭股只是下跌趨勢中的反彈並非反轉，在無法論證需求好轉和供給政策具備確定性利好改變之前，我們更多關注国企改革和兼併整合的個性機會。建議關注：中煤能源，兗州煤業，冀中能源，陝西煤業，中國神華，新集能源，上海能源，藍焰控股，潞安環能，瑞茂通，冀中能源，開灤股份，平煤股份，*ST鄭煤。

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。

有色金屬：週期右側如何操作？兼2017年下半年投資策略

業績向好、股價下跌導致估值快速下降。在95個中報預披露個股中，14個預減少，2個虧損，其餘全部同比增長。除了一貫PE值在20倍以內的加工股（【太明亮組合】亞太科技、明泰鋁業、海亮股份，還有雲海金屬和博威合金），還有一批礦業股2017年PE回歸30倍以內，包括一貫強勢的新能源汽車產業鏈個股（鈷、鋰和銅箔），基本金屬（中金嶺南、盛屯礦業、興業礦業、西藏珠峰、錫業股份、紫金礦業）。配合上庫存下降和經濟資料超預期，週期股彈性驟起。當前不少龍頭個股估值仍在30倍以內，我們預計未來7-8月中報期中，仍會有不少個股業績超預期，因此板塊看多。

第一攻擊品種仍舊是火熱的新能源汽車板塊（鈷和鋰）。說來慚愧，由於長期跟蹤有色行業，目睹了太多品種價格暴漲暴跌，對於高位品種總是偏謹慎，擔心供給端會超預期釋放。為此，整個5月、6月我們團隊親歷了非洲剛果金、青海柴達木盆地和西藏的阿裡地區，實地走訪了鈷、鋰的礦產地以探究究竟。非洲的結論是鈷供給很集中，我們預計2017-19年的供給端增量大約1.1、1.5、1.5萬噸；青海的結論是鹽湖確實出現明顯增量，但每年增量也就萬噸以內；而西藏的結論則是幾乎沒有增量，身臨其境體會了高海拔地區生產作業的惡劣。

需求端的部分需要大的格局觀，目前主流的產業預期是2017-19年的全球新能源汽車增量是35、70和100萬輛（很難說2019年100萬輛新增量是否保守），對應的鈷、鋰新增需求量（假設單車用鈷8公斤，用鋰60公斤）約2800、5600、8000噸和2.1、4.2、6萬噸。配合上傳統需求的增長，單純比較礦產量和終端實業需求，2017-19年供需處於弱平衡狀態；因此鈷鋰價格維繫高位並非難事，甚至遇到貿易商、生產商囤貨需求以及類似上半年天齊鋰業停產檢修問題，價格還可能上行。

行業景氣向上是重要的，鈷、鋰都是未來兩年非常值得重視的品種，很可能走出2003-2007年基本金屬的大行情。

稀有金屬中，稀土無疑是最具攻擊性品種且是領頭羊，作為中國最具紅利色彩的品種，經歷2011年上半年價格上漲10倍後，相較於2011年的價格高點，當前跌幅普遍在90%，價格絕對底部。此後每年都有打黑、收儲預期，但是價格再也沒出現一波像樣行情。那這次區別何在？環保、打黑雖未形成雷霆之勢，但政策常態化，供需格局潛移默化改善，最簡單例子就是生產配額已多年未變，而下游需求類似磁材穩定增長（變頻、新能源汽車、電子產品、風能），庫存不斷消化。9月之前，國儲影響仍存，價格上行會進一步改善邊際利潤。礦業股彈性排序：廣晟有色、盛和資源、廈門鎢業和北方稀土。此外，磁材板塊也是不錯的選擇，中科三環、安泰科技，正海磁材、銀河磁體、寧波韻升。

此外，低估值的個股一貫是海通有色重視板塊。最典型是加工股：雲海金屬（特斯拉產業鏈）、明泰鋁業、海亮股份（從產業角度看，近期空調行業銷量超預期）、博威合金（業績超預期）、亞太科技、方大炭素（石墨電極）。礦業股中也出現一批低PE值個股：中金嶺南、盛屯礦業、興業礦業、西藏珠峰、錫業股份、紫金礦業。

最後，基本金屬方面，銅長期堅定看好，隨著新項目投產減少，供需不斷向好。鋁看好供給側改革不斷淘汰落後產能刺激鋁價，我們也會密切跟蹤。鋅價受益於低位庫存，高位支撐。

風險提示：供給側結構性改革、下游需求低於預期，A股系統性風險。

合規提示：海通自營（約定購回式證券交易專用證券帳戶）持有【600711盛屯礦業】超過總股本1%。

紡織與服裝：哪些標的估值切換行情值得期待？

隨半年報陸續發佈，對於明年戰略、經營規劃、行業情況以及公司業績的預期需求也隨之增加。我們根據行業及公司的發展態勢，率先提出“哪些標的估值切換行情值得期待？”

我們認為2018年業績仍然能取得較高、確定性增長的公司可分為兩類：1) 有望持續保持高增長，2) 以及業績增長確定、安全邊際強。以上兩類標的進入下半年後更易取得估值切換行情，建議積極關注。

- 1) 有望持續保持高增長：歌力思（18PE為24X）、跨境通（18PE為23X）、美盛文化（18PE為27X）、健盛集團（18PE為24X）。
- 2) 業績增長確定、安全邊際強：孚日股份（18PE為13X）、海瀾之家（18PE為12X）、華孚色紡（18PE為14X）、新野紡織（18PE為13X）

今年我們提出“業績為王”及“慢就是快”的選股邏輯，從產業發展趨勢及行業景氣度，結合公司基本面雙向選擇。根據中期策略《新消費背景下的“變革”與“堅守”》，我們提出前端模式快速反覆運算（開潤股份、歌力思、海瀾之家），後端“堅守”凸顯新價值（健盛集團、孚日股份、魯泰A），以及產業鏈轉型延伸（跨境通、美盛文化）和紡織景氣度（華孚色紡、新野紡織）仍維持的觀點。

上周扣現後低PE排名前五的標的有海瀾之家、航民股份、森馬服飾、魯泰A和七匹狼，安全邊際最強。在眾多錨股價（員工持股、定增價）倒掛的標的中，建議關注海瀾之家、美盛文化展演進。

風險提示：終端需求下滑、產能擴張不及預期、棉價波動等。

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。