

宏觀點評

經濟通脹穩定，貨幣回歸穩健—7月宏觀月報

經濟短期依然穩定。2 季度 GDP 增速穩定在 6.9%，6 月份工業增速跳升至 7.6%，從 6 月單月的投資、消費和出口資料看均有改善，而 6 月的發電量增速也從 5% 小幅回升至 5.2%，從各個指標來看 6 月經濟比 4、5 月明顯改善，而 2 季度經濟的穩定性要遠好於我們此前的悲觀預期。

上半年中國經濟的強勁表現主要應歸功於內需，消費和投資增速都保持穩定。從投資來看，今年以來製造業投資增速保持低位，基建投資增速緩慢走低，而地產投資和開工增速保持在 10% 左右高位，地產銷售增速保持在兩位數以上。綜合看來，依然是地產產業鏈的表現遠超預期。

三四線地產超預期。上半年的一二線城市地產銷售全面下滑，但三四線城市地產銷售極其強勁。而從 70 城新房價格走勢來看，一線城市已經止漲，二線城市漲幅回落，而三線城市漲幅仍高，6 月 70 個城市中所有三線城市房價同比漲幅已經全部轉正。因此，今年以來的地產銷售超預期，主要歸功於三四線城市地產的亮麗表現。而深耕三四線城市的碧桂園成為上半年地產銷售冠軍，引領內房股在今年上演上佳表現。

地產泡沫高潮已過。從全球城市化的發展經驗來看，人口會持續向大中城市集中，因此過去一二線城市房價上漲，其背後有著人口流入、經濟產業、醫療和教育資源等的支撐。但本輪三四線城市房價的大幅上漲，其實已與城市化的歷史規律相悖，其實質是歸功於地產去庫存政策，通過棚戶區貨幣化安路在當地大量拆房、發放房票，在短期人為製造出大量需求，這一行為確實有助於三四線城市房價的短期上漲，但由於缺乏經濟因素的支撐，長期來看其實是比一二線城市房價更大的泡沫。

貨幣政策回歸穩健。6 月份經濟短期改善，股市、債市、商品價格齊漲，一個不可忽視的原因是央行短期放鬆了貨幣政策，讓金融機構平穩度過中考核。但央行貨幣政策的短期放鬆，帶來的是銀行同業存單淨發行再創新高，銀行對非銀機構投資大幅回升，金融加槓桿捲土重來。而按照金融工作會議精神，要繼續去槓桿，堅定穩健的貨幣政策。而在過去兩周貨幣利率中樞再度回升，反映的是央行貨幣政策在短期放鬆之後回歸穩健，其投放貨幣未完全對沖財政繳款等因素的衝擊。

債券點評

民企債風險偏好難升

公司債違約後均受償，但今後難度加大。歷史上違約的公募公司債（11 超日債、12 湘鄂債、12 中富 01）在其違約一段時間（分別為 9 個月、11 個月、5 個月）後均全額受償，主要通過資產重組和抵押借款，主因上市公司殼價值。但預計今後公司債遭遇違約損失概率將提高，一方面隨著公司債擴容，很多新公司債發行人

為非上市公司（如五洋），而隨著 IPO 擴容，殼價值本身也在下降，另一方面，隨著個人投資者退出中低評級公司債，保兌付動力將下降。

民企債風險偏好難升。今年以來債市對民企規避情緒不斷加重，一方面由於債券、非標等市場化融資萎縮，民企再融資難度加大致信用風險上升，另一方面山東民企、萬達等龍頭民企等信用事件降低市場風險偏好。未來民企再融資壓力仍大，公司債個人投資者離場也使得博弈外部支持的風險提高，而五洋債若違約將進一步打擊市場情緒，我們給予高收益民企債投資價值趨降的判斷。

行業與主題熱點點評

石油化工：下游需求旺盛，驅動 PTA-滌綸景氣向上

2017 年 6 月以來，PTA、滌綸長絲價格上漲，價差擴大，行業景氣向上。2017 年 6 月以來，PTA 價格上漲 413 元/噸至 5195 元/噸，漲幅 8.6%；價差擴大 508 元/噸至 1787 元/噸，漲幅 39.8%。滌綸長絲價格上漲 664 元/噸至 8310 元/噸，漲幅 8.7%；價差擴大 97 元/噸至 1400 元/噸，漲幅 7.4%。PTA-滌綸產業鏈景氣向上。

下游紡織服裝需求旺盛為本輪 PTA-滌綸價格上漲的主要驅動因素。2017Q2 以來，下游紡織服裝工業增加值月度同比增速持續上升，6 月同比增長 7.7%，為 2015 年以來最高增速。江浙織機開工率明顯回升，維持高位震盪，二季度平均開工率達 79.88%，較一季度上漲 21.88 個百分點，PTA-滌綸需求回暖。

二季度以來滌綸長絲庫存大幅下降，預計三季度滌綸行業依舊景氣。2017Q1，滌綸長絲市場產銷整體偏弱，行業庫存持續上行。進入二季度後，滌綸長絲庫存呈現明顯下降趨勢。截至 2017 年 7 月 20 日當周，滌綸長絲 POY 庫存天數為 7 天，較 3 月底下降 13.8 天；滌綸長絲 FDY 庫存天數為 5.5 天，較 3 月底下降 18 天；滌綸長絲 DTY 庫存天數 17.5 天，較 3 月底下降 10 天。進入三季度以來，滌綸庫存依舊處於低位，在銷售旺季的帶動下我們預計三季度滌綸依然能夠維持景氣。

PTA 裝路集中檢修疊加需求旺盛，供應偏緊、庫存低位。6-7 月，PTA 裝路集中檢修，目前恒力石化 220 萬噸/年、漢邦石化 60 萬噸/年和洛陽石化 32.5 萬噸/年裝路推遲重啟，福建佳龍 60 萬噸/年檢修停車。集中檢修導致 PTA 開工率下降，目前 PTA 整體開工率 63.3%（約 3100 萬噸有效產能）。供需關係改善帶動行業庫存下降，目前 PTA 庫存維持在 2 天左右。庫存低位、供給偏緊，PTA 價格有望延續漲勢。

投資建議：PTA-滌綸產業鏈景氣向上：（1）下游需求旺盛，滌綸庫存下降。二季度以來，紡織服裝工業增加值增速提升，滌綸行業庫存下降（由 20 天將至目前 7 天左右）。我們預計 2Q17 滌綸銷量大幅提升，進入三季度銷售旺季滌綸行業有望維持景氣，價格有上升空間；（2）PTA、滌綸價格上漲、價差擴大。6 月以來，PTA 價格上漲 8.6%，價差擴大 39.8%。滌綸長絲價格上漲 8.7%，價差擴大 7.4%。（3）行業整體處於去產能週期。目前翔鷺、遠東 PTA 裝路重啟推遲，PTA-滌綸新增產能有限，供需情況逐漸改善；（4）議價能力提升。2016 年我國 PX 對外依存度接近 60%，隨著未來幾年 PX 產能加速投放（2020 年前新增 2000 萬噸），下游 PTA、滌綸議價能力有望提升，盈利性得以增強；（5）行業龍頭紛紛延伸產業鏈，抗風險能力將得以增強。建議重點關注產業鏈龍頭公司榮盛石化、桐昆股份、恒逸石化、恒力股份。

風險提示。下游需求回落、長絲價格大幅波動、原油價格大幅波動等。

煤炭：未來焦煤股可看好

繼我們 7 月 16 日《關注焦煤股投資機會》後，焦煤股上週一下跌，之後整體漲幅近 20%，未來焦煤股仍值得參與。1、6 月房屋新開工面積 20541 萬平方米，同比+14%（5 月+6%）。2、7 月上旬重點鋼企日粗鋼產量高位環比-0.91%，庫存增長仍慢。3、6 月全國原煤產量 3.1 億噸，同比+10.6%，環比+3.6%；下半年預計新增產能 2 億噸（新浪新聞），但還需多部門審核。仍然建議關注所有焦煤股：潞安環能，平煤股份，冀中能源，山煤國際，上海能源，中煤能源，陽泉煤業，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。

房地產：長租主題持續發酵，“資產+管理”兩大維度選擇標的

1) 預計租賃市場將成為行業長效機制重要構成。構建銷售外多層次供給體系是本屆政府重要發展思路。2) “資產+管理”兩大維度選擇標的。政府已明確支援長租市場，支援長租類企業中長期發展，預期後期行業集中度和盈利模式都有望大幅提升：

資產類：直接擁有長租類資產，萬科 A（年內發展 10 萬套計畫）、世聯行（年內發展 10 萬套計畫）、龍湖地產

管理類：相關指導意見已明確發展對應金融支持方案，包括 REITS、公積金補貼制度、地方政策鼓勵物業公司轉型等，建議關注世聯行、嘉寶集團、國創高新（收購 Q 房網）、福星股份（物業眾籌平臺）。

風險提示：長租目前處於開始階段，業務模式並不成熟。

農業：週期炒作情緒抬頭，首選配鴉禽鏈；飼料月度銷量提速，關注龍頭個股

週期炒作情緒抬頭，首選配鴉禽鏈。我們認為上周農業板塊方面值得投資者關注的現象是南寧糖業、中糧糖業、貴糖股份三隻食糖股的反彈。在持續了數月的低迷態勢之後，中糧糖業與南糖出現了 5%左右的日內大幅上漲行情，貴糖股份於 7 月 20 日漲停。我們認為此次糖業股集體反彈，更多因素是來自週期炒作情緒的抬頭。當前市場風格下，從價格反彈確定性角度看，禽鏈是首選配鴉標的。近期白羽肉雞父母代在產存欄量有反復，整體趨勢仍然向下，短期市場情緒或有波動，建議逢低佈局。

建議關注：民和股份、聖農發展與益生股份。

飼料月度銷量提速，關注龍頭個股。我們判斷飼料行業 7、8 月份銷量同比增長將提速，市場情緒或有提振。主要原因：1) 2016 年低基數效應。2016 年 5、6 月份大豆價格快速上漲，導致飼料下游客戶提前備貨，導致 2016 年 5、6 月行業飼料銷量同比大幅增長，而 7、8 月份則偏低。2) 當前大豆漲價預期或推動飼料下游客戶提前備料，提升短期銷量。2017 年 6 月末以來，受美國中北部地方旱情的影響，CBOT 玉米、大豆、小麥期價均出現大幅上漲行情，也帶動現貨價格同步變動。我們認為國內飼料企業下游客戶或提前備貨，疊加去年同期的低基數，短期內有望觀察到行業飼料月度銷量同比提速。

我們推薦海大集團，建議關注大北農。

風險提示：農產品價格大幅下滑。

紡織與服裝：優質供應鏈再思考——從國際快時尚品牌的供應商看優質供應鏈的未來

優質供應鏈主題自 5 月被我們提出後，快速被市場認可和擴散。之前我們更多從“專注於細分領域的製造商”的角度來論證，重點推薦了健盛集團、孚日股份等優秀的製造企業。近期，我們從快時尚品牌供應商的角度，對於“優質供應鏈”的價值進行再度思考。

東南亞國家的人工成本及稅率顯著低於國內，但是產業配套不夠完善、人工素質較低，目前多從事常規性的生產，無法單獨承接和完成快時尚品牌的高要求訂單。全產業鏈配套、一體化服務、領先的研發設計能力、較高的人員素質等是目前國內優質供應鏈企業的核心競爭力所在。

優質供應鏈呈強者恒強的趨勢。下游品牌越加注重規模、品質、交期，同時，考慮到品牌商與多個供應商直接對接的效率偏低及發生品質問題難以追溯，品牌採購有縮減供應商的趨勢，未來優質供應鏈企業的訂單有望進一步集中。

小單、快反、非標品是服裝行業的發展趨勢之一，具備柔性化生產能力的企業競具備顯著競爭優勢。ZARA、MANGO 等快時尚品牌，從下單到交貨的時間一般為 6-8 周，快速翻單的一般為 4 周，最快的可以做到 2-3 周。甚至以大批量、基本款知名的優衣庫的採購模式也趨向於更快，通過降低首單比例，加快補單速度實現對消費者需求的快速反應。在此背景下，具備柔性化生產能力的企業具備顯著的競爭優勢。

以申洲國際為代表的大製造商與一體化的供應鏈服務商並不衝突，代表兩個方向。大型製造商的優勢體現在優勢品類的規模效合服務能力上，供應鏈服務商的優勢體現在設計+製造輸出以及綜合採購優勢，多品類、非標性更強。

“國內企業設計能力差”系誤讀，目前國內很多優秀的供應鏈企業均具備設計能力，快時尚品牌的設計很多由品牌商與供應商共同完成，供應商也會定期提供設計供品牌商進行選擇。對國際時尚流行趨勢、消費者需求的快速反應是核心競爭力。例如 ZARA 可以做到 2-4 周內實現將流行元素轉變為終端門店的商品，而國內很多品牌的這一時間則長達數月。

供給側出清&需求端快速變化的背景下，服裝供應鏈端也在快速分化，優質供應鏈多處於訂單供不應求、篩選客戶的狀態，而高素質熟練人才是限制企業快速產能擴張/客戶擴張的主要限制因素。

建議關注：迎消費升級之風，受益全球貼身衣物消費快速成長紅利的健盛集團、受益前端模式反覆運算，“堅守”價值日漸凸顯的孚日股份、全球色織龍頭，未來有望分享定制紅利的魯泰 A、縱向一體化和自動化的標杆，仍在成長的全球針織製造霸主申洲國際、深度管理供應鏈的典範，全方位支撐快時尚品牌的隱形冠軍江蘇國泰。

風險提示：原材料價格波動、匯率波動、訂單轉移、終端零售惡化。

造紙輕工：板塊上漲反映漲價預期，廢紙供應緊縮支撐外包裝紙行情

造紙板塊從 5 月下旬開始股價表現十分優異：晨鳴紙業、太陽紙業、山鷹紙業、博匯紙業這樣的龍頭紙企漲幅都在 30%以上，我們認為主要由以下幾點原因：1) 造紙行業中報業績十分優異。已披露龍頭企業的中報預告都是自 2012 年以來的最好水準；2) 6-7 月處於環保政策發酵期。政策包括 7 月份前需要完成環保許可證的核發工作、第四批環保督查在 7 月下旬開展、以及 7 月 1 號為期一個月的打擊進口廢物加工利用企業專項行動的開展，這些環保政策都在不斷出清市場的中小產能，對龍頭集中度的提升持續利好；3) 對下半年紙價漲價預期的反映。二季度普遍是一個造紙的淡季時期，進入下半年後各紙種陸續進入需求旺季，需求提升等因素影響下，市場普遍判斷紙價在旺季到來時依然會繼續上漲。

分紙種來看，文化紙價格目前處於高位，其中銅版紙與雙膠紙都處於限產保價和價格回檔的調整通道中，普遍行業噸盈 200-400 元/噸，處於歷史高位，但是行業的供需關係依然是明顯供過於求；相較於文化紙，箱板瓦楞紙的供需關係較為平衡，箱板瓦楞紙目前龍頭噸盈達到 300-400 元/噸，利潤十分可觀，並且目前價格依然在微漲。6 月份箱板瓦楞紙的大幅價格上漲是由於原材料廢紙漲價推動成品紙行情，由於此波行情是由原材料價格推動，我們認為原材料廢紙價格的走勢將會影響成品紙行情。而在 7 月 18 日，環保部通知 WTO 表示從 17 年年底不再接收外來垃圾，對於造紙領域，主要禁止的是未經分揀的混合廢紙，混合廢紙在實際生產中用於品質一般的瓦楞紙箱，此次禁止洋垃圾行動將會進一步緊縮原材料的供應，為廢紙價格提供支撐，對於在海外擁有收購廢紙管道的大型企業：玖龍紙業、理文造紙、山鷹紙業會提升市場競爭力。廢紙價格具有支撐且近期高位波動，我們判斷箱板瓦楞紙價格不會大幅下跌，而當進入下半年 9 月份旺季之後，下游需求提振、經銷商補庫存、各類環保行動都會支援紙價有繼續上漲的空間。

綜合以上，我們認為目前時點造紙板塊大幅上漲已經透支了一部分下半年漲價行情的預期，並且短期一些紙種已經處於價格調整通道，但是對於低估值+高成長的紙企依然具備長期投資價值。對於具體紙種，我們看好箱板瓦楞紙 9 月份之後的漲價行情，建議關注的是 A 股最大的箱板瓦楞紙企業山鷹紙業與造紙行業產品結構最為合理的龍頭太陽紙業。

風險提示：紙價價格波動，原材料價格波動。

食品：高端白酒依然是穩健投資首選

經過短暫調整高端白酒龍頭股價接近歷史新高。6月底至7月上旬，“漂亮50”整體失色，中小盤股更為活躍，前期沉寂的週期板塊強勁反彈，高端白酒板塊跟隨調整。上周股價又開始回升，貴州茅臺、五糧液、瀘州老窖、洋河股份漲幅在3.4-4.5%。

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%；上半年營收和利潤情況均高於第一季度。此外，近日五糧液、國窖1573等高端產品再次提高出廠價或終端價，顯示行業淡季不淡。從山西汾酒、沱牌捨得、酒鬼酒的中報預告也印證高端白酒銷售良好。

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。推薦貴州茅臺、五糧液、瀘州老窖、洋河股份。

不確定因素。消費稅加強監管、投資風格切換、宏觀經濟和房產價格下行。

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。