

行業與主題熱點點評

建材：對週期建材（水泥、玻璃）不必過於悲觀

近期出爐的7月經濟資料（工業增加值、地產銷售投資等）全面低於預期，疊加中鋼協定性鋼價炒作，對週期板塊形成衝擊，水泥玻璃股繼續回檔。年初以來水泥、玻璃基本面實際上是整體走平的（包括7月水泥玻璃資料也是整體平穩的），但市場預期卻忽上忽下，時而“新週期崛起”，時而“繁榮頂點”，造成週期股劇烈波動。

我們前期在周觀點中認為：水泥、玻璃的波段機會實際上來自於走平的基本面和劇烈波動的市場預期之間的差值。經過本輪夏季水泥煤炭淡旺季錯位（煤炭漲價水泥跌價）、中鋼協事件、7月經濟資料低於預期衝擊後，市場對水泥、玻璃的預期已大幅降溫，我們認為目前時點對水泥、玻璃股反而不必悲觀：一、冬季環保高壓對水泥的供給抑制較為確定（如山東停產時間大幅拉長），二、水泥玻璃旺季即將來臨，從目前庫容比情況看，本輪旺季漲價力度不弱；三、7月經濟資料低迷可能存在極端高溫、洪水的影響，而超預期的社融及信貸資料帶來經濟預期重新抬頭的可能。建議關注海螺水泥、華新水泥、旗濱集團、金圓股份、西藏天路等。

風險提示：投資超預期下滑，房地產持續低迷。

煤炭：加快並購重組目標：助力供給側改革

供給側改革的最終階段，融資去槓桿終於來臨。從證監會15日發佈的並購重組總結來看，服務供給側改革、促進技術升級、助推國企改革、服務國家扶貧戰略、服務“一帶一路”建設等五個方面的並購重組是監管層積極鼓勵的。供給側改革方面，要看是否有利於去產能、去庫存，促進產業轉型升級。證監會15日總結中顯示，2016年，鋼鐵、水泥、船舶、電解鋁、煤化工、汽車、紡織、電力等八大產能過剩行業共有118家上市公司實施並購重組，合計交易金額2337億元（資料來源：北京商報）。

並購重組和資產注入將是煤炭公司去槓桿的重要方式。在煤炭行業槓桿率沒有降下來之前，煤炭公司都有繼續改善的空間。目前煤炭行業仍有3.7萬億的負債並且還在增長，如果單純按照今年上半年1000億的利潤來改善，需要太長時間，煤炭企業有不少都是大集團小公司的模式，並購重組和資產注入有望讓企業獲得短期去槓桿的能力，大幅降低金融風險。

下半年山西國改值得關注：重組，降槓桿。按照山西《關於深化國企國資改革的指導意見》：要積極開展資本運作，充分利用國有控股上市公司平台，對同質化競爭嚴重和產業關聯性強的上市公司，以及未上市的資

產業務，通過市場化方式，推動專業化重組，打造具有鮮明產業特徵和規模效益的上市公司。同時，充分利用上市公司“殼”資源，將具有良好經濟效益和發展前景的優質資產，注入上市公司。分層推進國有企業混合所有制改革。鼓勵支持國內外各類資本參與國企混合所有制改革。

去產能仍在進行，年內新增焦煤產能很少。全國主要焦煤產能在山西，而山西新增焦煤礦很少，整合礦投產進度可能慢於市場預期，按照目前整合進度，我們預計 1 年內可以投產的焦煤產能不超過 1500 萬噸。僅佔焦煤原煤總產量 12 億噸的 1% 左右。國家發改委：今年上半年全國共退出煤炭產能 1.1 億噸，完成全年任務 74%，另國家計畫今明兩年將加快退出 9 萬噸及以下煤礦，為優質產能發展騰出空間。這些小煤礦中也有不少是焦煤產能。

投資建議：進入 9-10 月焦煤鋼鐵旺季，在鋼鐵盈利大幅提升的條件下，高爐開工增長仍有可能，焦煤需求擴張仍有看點，旺季備貨以及鋼廠盈利的提升導致焦煤庫存短期回升，這屬於正常的補庫存。仍然建議關注所有焦煤公司和集團有優質資產的公司：潞安環能，平煤股份，冀中能源，山煤國際，陽泉煤業，上海能源，中煤能源，兗州煤業，陝西煤業，中國神華，新集能源，藍焰控股，瑞茂通，開灤股份，*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。

【行業專題報告】家用電器：匯率不確定性影響有限，龍頭穩健經營無懼波動

根據匯率風險來源的不同可以分為經濟風險，交易風險和匯率折算風險。經濟風險：即通過影響企業生產經營的價格、數量和成本，從而對企業利潤產生影響。交易風險：即企業的產品收付是通過外幣計價交易時，因為產品交付和收入確認間存在滯後關係，這期間的匯率變動將使企業收入產生收益或損失。匯率折算風險：即企業在編制合併資產負債表時，需要將海外子公司的功能性貨幣轉為自己的記帳貨幣，在此過程中可能因為匯率變動而產生帳面損益。

對於匯率變動帶來的匯率風險，企業比較主流的兩種對沖方式是經營對沖和金融對沖。經營對沖即在海外建立子公司，國外生產匹配國外銷售，避免匯率變動產生的經濟風險。金融對沖即使用金融手段來對沖匯率風險，比如遠期結售匯鎖定匯率；增加外幣債務等等。

人民幣升值背景下，家電企業出口規模及毛利率可能受到負面影響，但對龍頭整體影響偏小。對美的格力等行業龍頭而言，由於產能的全球化優勢及跨國多元化經營，訂單相對穩定，受到匯率變動衝擊較小。

人民幣升值對家電企業淨利潤影響沒有想像中大。匯率變動對淨利潤的影響主要通過“財務費用-匯兌損益”及“套期保值投資收益”兩項產生。匯率變動對於公司淨利潤的影響應綜合匯兌損益與外匯遠期合約的投資收益來看，套期保值的投資收益對匯兌損益的對沖效應對平滑公司淨利潤起到顯著作用。

結合公司原有外匯資產負債項目及上半年進行的新增相關外匯收入交易，我們對相關標的 17H1 匯兌損益及業績的綜合影響進行了測算。毛利率方面，匯率變動對大多數標的公司整體毛利率影響不大，基本控制在 1

個百分點以內。外銷佔比越大的公司，整體毛利率受本幣升值影響越大。淨利潤方面，龍頭個股格力美的 17 年上半年匯兌損益預測金額為 9.5 億以及 10.2 億元，不考慮套保情況下，對上半年業績影響約為 8.3% 以及 7.4%。考慮到外匯遠期合約對沖，匯率波動對公司業績影響將更小。

投資建議。站在這個時間點，我們認為板塊的短期調整已經逐步消化市場對原材料、匯率等不確定性利空因素。中長期看白電龍頭業績穩健、確定性強，提供有力安全邊際。個股標的美的集團及小天鵝 A 自我改善邏輯強勁，有望穿越行業週期持續增長；格力電器穩坐行業龍頭，享受空調高景氣紅利，長期重點推薦。

風險提示：終端需求不及預期。

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。