

行業點評

煤炭：2018需求或先弱後強，下半年期待國改

2018年上半年住房需求可能下滑，下半年可能再度回暖。1、地產三年週期，銷售下滑，則開工下滑的邏輯過去都是成立的，租賃住房市場的擴張可能導致這次情況不同，2、租賃住房的投資回報可超5%，投資經濟性大增。以上海為例，租賃用地成本往往只有周邊房屋售價的1/10-1/8，回報很容易達到5%。且租賃住房用地基本都由國企接盤，減少了民營開發商囤地捂盤的機會。3、租賃房缺點是短期占比還是相對較小，發展快慢取決於政府控房價保經濟的決心。4、由於地是煤炭需求的發動機，因此，煤炭短期需求仍有壓力，中期需求有支撐。如果政策繼續支持，未來租賃房投資需求可能超預期。

超產已經發生，2018煤價中樞很可能下行。安監局公佈的目前各省煤炭在產產能34億噸和聯合試運轉的3.7億噸。對比3季度各省的產量，陝西超過量達到27%，這解釋了9-10月以來煤價下跌的供給原因。假設陝西2018年不容忍超產，則2018年至少38億噸的總產能，較目前36億噸的產能高出近2億噸（約5.6%），若要消化這新增的供給，2018年的需求增速需要超過近5%才行，這難度很大，因此，我們判斷2018年煤價的中樞大概率會低於2017年。

2018年國企改革有望提高估值。煤炭行業目前仍有3.7萬億負債，資產負債率68.06%，相對2016年變化不大，以利潤還債太慢，融資去杠杆需要加速推進，目前國務院和各省政府都在加速推動煤炭的國企改革和去杠杆。煤炭公司仍有大量資產可以注入，而煤炭企業今年計提了很多的成本，即使價格下跌，2018年盈利也有望改善，未來煤炭的資產注入還是值得期待的。

煤炭波動減少成為分紅股，2018年估值需重估。週期行業已經進入資產和產能過剩的時代，由於政府對煤價的管理，行業未來的盈利將在一定的範圍內波動，投資需求不斷減少，行業進入分紅時代。按照行業2017年10倍PE看，以及發改委500-570元/噸的綠色區間，煤炭行業未來很可能能實現分紅率維持在5%以上，行業估值應該提高。建議關注：露天煤業，陝西黑貓，潞安環能，神火股份，陝西煤業，中國神華，山西焦化，平煤股份，山煤國際，陽泉煤業，上海能源，中煤能源，新集能源，藍焰控股，*ST鄭煤。

風險提示：國企改革進度不達預期；政策限產恢復和需求恢復時間不確定；新增產能投放量和投放時間的不確定性。

航空航太與國防：軍用直升機——空中騎兵、鐵甲旋翼，我國需求缺口空間千億

軍用直升機：空中騎兵，鐵甲旋翼，當前已發展至第四代。直升機是20世紀航空技術極具特色的創造之一，它的出現極大地拓展了飛行器的應用範圍。直升機根據下游用途不同可分為軍用直升機與民用直升機，其中軍用直升機無論是在反坦克、反潛等立體化作戰中還是在增強陸軍機動性和後勤保障能力上均起著重要作用，是各國軍事發展的重要方向。當前世界軍用直升機已經發展了四代，並正朝著第五代發展。

全球軍用直升機實力美國領先，國際市場歐美六大巨頭分享。在各國軍用直升機實力方面，美國無論是在技術能力還是在型號規模上均領先其他各國：據《World Air Forces 2017》，美國軍用直升機數量全球占比為29%，同時擁有全球現役數量排名前十直升機型中的六席。在軍用直升機製造方面，全球市場主要被西科斯基、空客直升機、貝爾、萊昂納多、波音以及俄羅斯直升機公司這6家國際巨頭所佔據。據Global Civil and Military Helicopter Market 2012年的數據，貝爾、西科斯基、俄羅斯直升機和空客直升機公司佔據了世界軍用直升機市場83%的市場份額，到2021年這四家公司仍將佔據世界軍用直升機市場主導份額。

中國軍用直升機正走向自主發展，當前數目譜系仍存差距，未來缺口空間千億。雖然我國直升機工業起步較晚，但經過幾十年的努力，已走出了一條從跟蹤模仿到自主研發的成長之路，構建起譜系日趨完善國產“直”系列產品系列（直-8/9/10/11/18/19），並形成了以中國直升機設計研究所為研發力量，以哈飛和昌飛為主要生產基地的“一所兩廠”核心工業佈局。雖然我國軍用直升機建設已取得巨大成就，但需要認識的是當前在數量及譜系完整上與發達國家仍存在較大差距：（1）數目上中國僅擁有809架，遠低於美俄兩國數目，軍用直升機每萬名軍人保有量僅為2.1架，不及發達國家水準十分之一；（2）譜系構成上尚缺乏10噸級中型（未來直-20的列裝有望彌補）以及15噸甚至是30噸級的重型通用型號（中俄正在聯合研製的38噸級AHL未來有望彌補），因此進口依賴嚴重。據我們測算僅考慮陸軍航空兵方面需求，我國目前軍用直升機需求缺口約1000架，對應千億元市場空間。

軍用直升機相關重點標的推薦。（1）中直股份：直升機龍頭扶搖直上，未來發展空間廣闊，“買入”評級；（2）航發動力：我國航空發動機龍頭，軍民品業務持續受益廣闊需求空間，“增持”評級（3）中航電測：內資應變電測龍頭，關注航空軍品、智慧交通發展，“買入評級”；（4）航新科技：民參軍航電領跑者，關注ATE產品與飛參系統發展，“增持”評級；（5）晨曦航空：慣導+直升機發動機飛參龍頭，看好未來受益直升機產業鏈高景氣度，“買入”評級；（6）中航機電：中航工業航空機電平臺，軍民品市場空間廣闊，集團資產整合有序推進，“買入”評級；（7）中航高科：航空複合材料龍頭，中航工業機器人和智慧製造基地，“增持”評級。

風險提示。國家軍費支出波動；軍品訂單不確定性；新型號列裝不及預期。

有色金屬：8年週期投研的粗淺心得

漲價行情中，大品種價格先行，小品種有滯後性。大金屬漲跌拐點基本同步，錫鎳反應偏滯後。金價在溫和通脹期漲幅不明顯；而在滯漲階段上升特別明顯。

金融屬性排序：油>銅>黑色系金屬。經濟下滑期黑色系金屬遭受的價格重創高於有色，而一旦經濟稍有反彈，第一輪上行的一定是由供給端決定的黑色系金屬。其後經濟向好發熱，全球定價的有色魅力便會不斷顯現。至於銅價和油價相比，油的地緣政治影響極大增強了油價的波動性。

股票投資的三個階段。完整的週期投資可以分為價格上漲預期、產品價格主升浪以及盈利階段。而大多數品種由於缺乏下游需求長支撐，價格暴漲暴跌，價格走勢形成一個大的倒“V”型，導致企業盈利無法釋放，便會無法經歷第三階段。至於估值問題，一般以金屬價格頂部對應的盈利*20倍估值常用來作為二級市場市值的往上空間指標。

利率和金屬價格關係。當前共和黨執政，根據美國歷史經驗總結，這更有利於大宗品價格上行。貨幣政策和經濟走勢的逆相關性，導致利率和金屬價格往往表現得同步。所以每次FED的貨幣政策拐點要引起足夠重視，往往代表著全球經濟的一個拐點。

人口結構是逃不開的話題。佔據全球主流的經濟體，穩定全球經濟；年輕的經濟體隨著經濟發展，成為原材料主要需求增長點，從而引發價格上行。目前來看，東南亞，印度和美洲都有潛力成為新一輪的原料需求。主要結論。全球經濟溫和復蘇是大宗價格上行的主線，品種以銅、鎳、鋁、鋅、錫為首；此外新能源汽車產業鏈維繫長牛，故看多整體有色板塊。具體到投資標的，不少子板塊估值紛紛下降至2017年動態PE20倍估值甚至以下。主要集中：銅鋁鋅龍頭：江西銅業，紫金礦業，神火股份，雲鋁股份，中金嶺南。馳宏鋅鎳建議關注。新能源汽車產業鏈：鋰鈷，天齊鋰業，贛鋒鋰業，洛陽鉬業，華友鈷業。蒙東礦業股：興業礦業，銀泰資源，盛達礦業，盛屯礦業。銅鋁加工股：楚江新材，明泰鋁業，中孚實業。

風險因素：共和黨基建政策實施以及新能源產業發展不及預期。

根據公司2017年三季報披露，海通證券自營（約定購回式證券交易專用證券帳戶）持有【000603 盛達礦業】超過總股本1%，持有【600711 盛屯礦業】超過總股本1%。

家用電器與器具：冰箱內銷增速轉正，洗衣機產銷兩旺，龍頭大幅優於行業

10月洗衣機市場產銷兩旺，內銷出貨量連續3月超400萬台。冰箱市場內銷增速轉正，外銷依舊向好，美的內銷增速迅猛。洗衣機內銷繼續受益於滾筒需求的快速增長，我們預計將帶動全年內銷量增長7%左右，結構優化及出廠價上調帶動龍頭企業產品均價提升10%以上。外銷受益於龍頭企業品牌競爭力加強，新領域不斷拓展，未來發展空間廣闊。我們認為，行業穩增、集中度和價格提升因素保證洗衣機板塊龍頭企業收入、利潤的較高增長。冰箱內銷增速出現持續環比改善，我們認為未來更新需求占比提升或可緩解未來幾年內銷壓力，可關注份額持續提升的冰箱龍頭，尤其美的近期在冰箱領域發力明顯，我們預計公司冰箱全年收入增速有望實現25%左右。

風險提示：終端需求不及預期，房地產增速下滑。

有色金屬：貴金屬板塊配置意義重大

市場波動加大，貴金屬板塊相對收益優勢凸顯，配置意義重大。12月美加息利空出盡，我們預計金價或迎反彈，板塊有望收穫絕對收益。我們認為：1) 年初至今，貴金屬板塊表現一般，處於底部位置，相較其他板塊，具備一定安全邊際。2) 部分個股，尤其是加工類個股估值較低，今明業績增速較快，公司質地過硬。3) 金價處於底部位置，美國12月加息利空出盡後，反彈概率較大。貴金屬板塊兼具相對收益和絕對收益，配置意義重大。推薦恒邦股份與興業礦業、金貴銀業；龍頭山東黃金、中金黃金、盛達礦業、紫金礦業等。推薦鈾系金屬的唯一標的貴研鉑業。

風險提示：美聯儲連續加息；中國A股回檔風險導致估值下降。

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。