

行業研究

有色金屬：三季度金價走勢偏震盪整理

利空一：美國經濟復蘇勢頭良好，年內仍有兩次加息可能。美國經濟復蘇勢頭持續向好，製造業、就業市場等經濟指標均錄得較好成績。預計三季度美經濟持續復蘇影響下，9月美聯儲加息概率較大，而且支持美元走強，利空金價。

利空二：美元觸底反彈，與美債收益率正相關性修復。美元指數仍將保持在比較高的位置，打壓金價。1) 美元與美債正相關關係不斷修復。2) 美國經濟向好，疊加歐元區經濟和其他新興經濟體復蘇勢頭放緩，美元仍顯強勢。

利空三：地緣政治風險逐步消化，避險需求下滑。朝鮮局勢日趨緩和，避險情緒降溫。地緣政治風險利好效果邊際效應遞減，金價回落。

利空四：需求疲軟，供給平穩，供需結構有待改善。三季度是黃金飾品的淡季，再疊加金價表現乏力，投資需求仍將維持疲軟態勢。預計三季度黃金供需結構仍較差，利空黃金價格。

利好一：油價維持高位，全球通脹上行支撐金價。全球通脹正處於上行通道，中長期利好金價反彈。目前全球主要經濟體復蘇勢頭良好，通脹有望繼續抬升。國際油價持續攀升，目前仍處於高位，為通脹上升提供支撐。

利好二：全球局勢不確定性猶存，未來避險需求或重燃。雖然短期內地緣政治風險消退，然而目前全球經濟環境仍有不確定因素，中長期或重新刺激投資者對避險資產的需求。

三季度金價走勢偏震盪整理。展望三季度金價，我們判斷：金價走勢仍偏震盪整理。A股投資方面：未來一個季度金價大概率維持震盪整理走勢，對A股貴金屬板塊利好作用有限，但在市場大幅波動的環境下，貴金屬板塊相對收益較為明顯。中長期關注行業龍頭山東黃金、中金黃金、紫金礦業、盛達礦業等，白銀：興業礦業、金貴銀業、銀泰資源等。

風險提示：美國經濟持續復蘇；美聯儲連續加息。

石油化工：從OPEC 剩餘產能看未來原油供給

美國退出伊核協議並重啟對伊制裁。2018年5月，美國宣佈退出伊核協議並重啟對伊制裁。近日據華爾街見聞報道，美國要求盟友11月4日前將各自對伊朗石油進口量降至零，屆時美國也將重新恢復對伊朗全面制裁。

美國重新制裁對伊朗原油出口的影響。目前，伊朗原油出口中，中國占比28%左右，歐洲占比23%，印度占比17%，韓國占比14%，土耳其占比10%，日本占比8%。我們認為美國所能影響的伊朗原油出口更多來自歐洲、韓國和土耳其，對中印兩國影響不大，而如果歐盟宣佈繼續遵守伊核協議，完全取消進口伊朗原油可能性不大。綜合考慮各種情形下，我們預計伊朗原油出口量會減少53-138萬桶/日。

產油國同意支持減產。由於美國重啟對伊制裁、委內瑞拉原油產量持續下降等，6月23日OPEC及其盟國在維也納召開會議，OPEC和非OPEC國家已同意100萬桶/日的名義增產。OPEC將致力於在今年餘下時間，把名義減產履約率恢復到100%，決定從7月1日起開始生效。6月30日，美國總統特朗普表示已向沙特國王提出多至200萬桶/天的增產要求，以彌補部分產油國產量減少造成的供應缺口。OPEC剩餘產能342萬桶/天，其中沙特202萬桶/天。根據IEA數據，OPEC最大產能達到3511萬桶/天，2018年5月OPEC產量3169萬桶/天，剩餘產能342萬桶/天。其中，沙特剩餘產能最大，可達202萬桶/天；其他擁有較大剩餘產能的OPEC國家只有伊拉克、阿聯酋、尼日利亞、科威特，其剩餘產能分別為33、33、27、22萬桶/天。

全球原油供給仍有望維持緊平衡。根據EIA數據，今年一季度全球石油液體供給量為9865萬桶/天，消費量為9966萬桶/天，缺口為101萬桶/天。OPEC會議擬增產不超過100萬桶/日，也只是實現了供需平衡。如果接下來伊朗原油出口下降53-138萬桶/日，全球原油供給仍將出現缺口，從剩餘產能來看，OPEC有足夠的剩餘產能彌補缺口，增產任務主要由沙特承擔。但從沙特歷史數據來看，2001年以來沙特歷史最高產量僅1063萬桶/天，距當前產量僅61萬桶/天的空間，短期內完全彌補伊朗出口量的下降仍存在一定壓力，全球原油供給仍有望維持緊平衡。此外，我們認為沙特阿美上市預期也將對油價形成支撐。

投資建議。美國對伊制裁或引起伊朗原油產量和出口量的減少，對當前全球原油供需緊平衡造成影響，進而影響油價。關注油價反彈五類投資機會：油氣開採、石油煉化、油服設備、煤化工、綜合油氣。重點關注上市公司：繼續高景氣的PTA-滌綸產業鏈（桐昆股份、恒逸石化、恒力股份、榮盛石化）、估值低且業績彈性較大的中國石化、C3/C2產業鏈共同發展的衛星石化、逐步聚焦於天然氣主業的新奧股份。

風險提示：原油價格大幅波動；美國葉岩油產量增長高於預期；原油需求不及預期。

公用事業：火電盈利逐漸改善，估值將繼續回升

在不發生經濟危機的工業需求回落時期，火電收益率明顯強於現金。火電屬公用事業板塊，直觀上或認為火電只是防禦品種，而我們認為火電屬逆週期品，工業需求增速回落帶來的成本回落彈性往往更大，火電在經濟下行週期中往往取得大幅逆勢上漲的業績，因此，火電不只是一個業績下滑幅度較小或者較晚的防禦品種，而是能有業績明顯改善的進攻屬性的週期品。

三伏天用煤將增加，煤炭供給釋放仍將被考驗。國網能源院副總經濟師單葆國表示，去年溫度對於用電增長的貢獻率達到50%（中國煤炭資源網）。而今年7月17日開始“入伏”，“三伏天”長達40天（鳳凰網）。國家電網公司預計經營區最大用電負荷7.92億千瓦、同比增長7.1%，華北、華東高峰負荷增長超10%（新浪新聞，電力網）。煤炭產地方面，6月開始，國家相關部門陸續進入煤炭主產地開展環保檢查與煤礦安全檢查，內蒙和陝西地區均受影響（我的煤炭網），而目前由於環保檢查還在繼續，當地資源緊張，大部分煤礦即產即銷，場地基本無庫存，但持續一個月的環保檢查也接近尾聲，後期多數煤礦也逐步得到複產，同時產量也會有所增加（我的鋼鐵網）。我們認為，在環保檢查未正式結束的情況下，產地複產時間仍然待定，我們按照露天礦占比內蒙產能近1/3進行估算，而假設多數仍在停產，估算全部投產有望提供2-3億噸的產能，有望提供全國5%以上的增量（全國為35億噸），用煤高峰期煤炭供需或偏平衡，但前提是產能正常釋放。

目前工業需求的韌性仍然較好，進口動力煤受鼓勵，但未來可增加空間並不算大。Wind數據顯示，上周雖然鋼鐵開工率回升，但梅雨季節鋼貿庫存和鋼廠庫存卻略有下降。我們預計焦煤焦炭價格回落或許還是供給增加的原因，Mysteel消息稱：目前有港口稱海關已經開始限制焦煤進口，而目的是控制今年進口總量不能超過去年，我們認為，主動限制焦煤而放行動力煤，或表明港口希望動力煤進口量增加。我們估計6月進口煤已經有所增加，但其實近期海外動力煤價格已經較高（wind數據），我們認為，貿易商進口動力煤的動力也在下降。

投資建議：煤價上周略有回升，主要由於旺季預期推動，但結合wind數據，煤炭供給受限的情況（我的鋼鐵網，環保檢查還未結束），港口和電廠在港口庫存和電廠庫存都在今年高位的情況下還在補庫存（wind庫存數據持續高位），上周根據發改委保證煤炭運輸相關要求和鐵路疏港指示精神，國投曹妃甸港開始清港（太原煤炭交易中心微信公眾號），我們認為此舉可能導致短期煤價回落，但核心變量還是產能釋放的節奏。1、如果產能在旺季前順利釋放，旺季不旺的可能仍然存在，2、即使旺季煤價上漲，也不妨礙煤價長期回落和火電產能利用率上升和目前估值不匹配的邏輯。火電股長期投資價值已現，值得長期看好。個股建議關注：華電國際，華能國際，皖能電力，福能股份。風險提示：政府限制地產政策導致開工需求回落，各種限產具有較大不確定性。

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，僱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、董事及僱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。