

2018年11月8日

財富管理-投資策略

## 宏觀

### 美國中選落定，“分裂”國會出爐

①美中期選舉結果已定。北京時間7日，美國中期選舉各州結果陸續出爐，目前共和黨率先獲得參議院超過50個席位、民主黨率先獲得眾議院中218個席位，意味著美國中期選舉結果已經明朗，兩院由此前同時被共和黨控制，變為共和黨控制參議院且優勢席位增加，而民主黨控制眾議院。這一結果符合市場預期。

②參眾兩院的角色。國會是美國最高立法機構，採取兩院制，負責行使立法權，多數法案都可在兩院中提出，並需經另一院審核。但與稅收、財政相關的法案必須由眾議院提出，再經參議院審議。此外，參議院具有批准人事任命和國際條約的權力，眾議院則擁有提出彈劾總統的權力。

③特朗普權力制約增加。由於眾議院將受民主黨掣肘，總統特朗普推進國內政策的能力或被削弱。此外，未來不排除民主黨控制的眾議院發起針對特朗普的彈劾，但參議院仍是共和黨控制，最終通過概率不大。

④內政實施或受挫。兩黨的政策主張存在差異，眾議院被民主黨佔據多數後，共和黨政策上，針對減稅永久化的方案或無法實現，大規模基建計劃也可能因加重政府債務受阻，此外反對移民的政策實施難度也加大；民主黨主張上，將更多關注醫療保障、藥品限價等公平措施，但也需參議院通過，國會“分裂”或使美國內政推進受阻。

⑤財政擴張受限，經濟逐步見頂。當前結果情形下，美國進一步擴大財政刺激將會受限，減稅效應面臨減退，美國經濟增速明年或將逐步回落，意味著美債利率或將緩慢築頂，美元大幅上行的風險可能有所下降。

⑥外交政策影響有限。總統在外交、外貿方面具有較大自主權，因此中期選舉結果對外交和貿易政策不會產生實質性影響。對於貿易政策，兩黨方向上存在一定共識，只是措施有別。中美貿易問題走向未來仍需觀察月底談判情況。目前來看，一方面，美國經濟擴張放緩，會鬆動支撐貿易衝突升級的經濟基礎，並且兩院爭執也會分散政策精力，但另一方面，也不排除內政受阻刺激特朗普對外政策推進會更加急切。

## 行業研究

**煤炭：三季報總結：盈利同比增速放緩，繼續看好焦化機會**

前三季度行業盈利同比增速放緩，噸煤利潤90元左右。截至2018年9月，全國煤炭規上企業虧損比例26.19%，較年初下降0.67 pct。行業利潤總額同比累計增速14.5%，較上半年下降3.9 pct，利潤同比增速放緩主要由於煤價震盪下行所致。從噸煤利潤看，今年以來，行業噸煤利潤均值維持在90元/噸上下，較2017年均值提升4.4%，呈現2012年來最高水平。

前三季度煤炭銷售均價同比上漲逾2%，28家樣本公司淨利潤合計695億元，同比增長近11%。分煤種來看，動力煤企業價格上漲4.4%，成本上漲6.7%，企業平均噸煤淨利約61元，同比上漲近10%；焦煤企業價格和成本分別下跌2.9%/6.8%，企業平均噸煤淨利約107元，較去年同期上漲超11%。根據28家樣本公司統計，2018年前三季度主要上市公司營業收入/成本同比分別變動+8.1%/+8.3%，毛利率同比-0.15 pct。

資產負債情況繼續改善，樣本公司ROE水平有望達到12%。從全行業看，截至2018年9月，行業債務規模總量為3.6萬億元，較2017年底下降0.15萬億元，全行業資產負債率65.6%，較2017年底下降2.25 pct。28家樣本公司前三季度算術平均資產負債率53%，較17全年下降1.78 pct，其中焦炭行業降幅最大。但樣本公司資產負債率分化嚴重，在30%以下和75%以上的公司各占11%和14%，去杠杆依然任重道遠。從企業ROE水平來看，按2018前三季度年化，2018年樣本公司ROE水平有望達到12.1%（2017年ROE為9.1%），其中焦炭行業ROE改善最為顯著（2017年ROE為3.3%，按前三季度年化2018年ROE為26%）。

產能釋放加速，繼續看好環保帶來的焦化行業機會。根據國家能源局截至2018年6月底的產能統計，目前全國總在產產能34.91億噸，較2017年底淨增加1.55億噸，在產及在建產能合計為44.95億噸，較2017年底增加0.95億噸。產能釋放加速逐步兌現，煤炭供給格局整體寬鬆，價格高位承壓。目前進入11月採暖季環保限產已經逐步開啟，具體公佈方案的地區中，臨汾、呂梁整體限產幅度在50%以上，江蘇徐州部分焦企也開始逐步限產30%~50%，隨著11月15日採暖開始，限產範圍將逐漸擴大，焦炭供給或將進一步緊張，四季度依然主要看好焦化行業的機會。個股建議關注：開灤股份、山西焦化、陝西黑貓、金能科技、雷鳴科化、潞安環能等。

風險提示：天氣變化異常；供給釋放速度減緩；環保限產力度低於預期。

### **電力：青海-河南±800 千伏特高壓直流工程開工，特高壓建設快速推進**

青海-河南±800千伏特高壓直流工程開工，為近期推進的7個特高壓項目/12條特高壓中，動工的首個項目。動態總投資約230億元，新建：青海海南、河南駐馬店換流站接地極和接地極線路，±800千伏直流線路1586公里及相關二次系統工程。計劃2020年建成投運。

該項目的開工說明整體特高壓項目在持續推進，打消前期市場對於項目進度低於預期的擔憂。首條線路開工拉開新一輪特高壓建設大幕，我們預計整體投資2000億元左右，設備投資約1000-1200億元，核心設備交流GIS、直流換流閥+控制保護均有100億元左右的需求。

關注：平高電氣、許繼電氣、國電南瑞、中國西電等。

風險提示：特高壓項目推進進度低於預期，市場競爭導致產品盈利水平下行。

## 機械工業：10月挖機銷量再次高增長，環保刺激提前銷售

10月挖機銷量同比增長45%，累計增長52%。根據工程機械協會統計數據，18年10月挖機行業合計銷售15274台，同比增長45%。其中出口合計約1782台，同比增長105%。1-10月挖機累計銷售171516台，同比增長52%。由於備貨因素的刺激，4季度銷量一般高於3季度。同時考慮到下半年財政政策可能更加積極，我們認為18年挖機銷量有望突破19萬台。同時，根據生態環境部《非道路移動機械及其裝用的柴油機污染物排放控制技術要求（徵求意見稿）》，自2020年1月起，國4排放標準可能開始實施。我們認為在環保要求趨嚴的情況下，國4標準可能提前執行。由於目前挖機執行的排放標準為國3，若國4提前執行，我們認為或將刺激挖機行業需求。

小挖銷量同比增速較高，基建穩增長成果漸顯。國內挖機銷售市場中，大挖（30t以上）/中挖（20-30t）/小挖（20t以下）10月分別銷售1918台/3371台/8201台，同比增長25%/35%/46%。我們認為挖機銷售需求正在呈結構性變化，與基建相關度較高的小挖需求景氣度最高，側面體現基建穩增長的實施效果正在顯現。考慮到未來農村改造、軌道交通等領域的發展空間，我們認為小挖需求景氣度有望得到支撐。

中後週期的工程機械產業鏈景氣度延續。11月1日，塔吊服務龍頭龐源租賃公佈其10月利用率，數據為82.4%，環比基本持平，為15-17年同期最好水平。考慮到工程項目的施工順序，以及一個塔吊潛在的施工週期，我們認為在存量基建及建築項目的數量依然龐大的情況下，工程機械景氣度或正由前端的挖機向中後端的塔吊和混凝土傳導。

看好龍頭主機廠及核心零部件企業的國產崛起。我們認為中國工程機械產業鏈有望自主崛起，重點推薦：三一重工、恒立液壓、柳工、徐工機械、建設機械，建議關注：艾迪精密、中聯重科。

風險提示：固定資產投資放緩、信貸政策收緊、潛在的貿易保護主義。

## 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。過去的表现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。