

中美貿易摩擦持續升級

- 《大公报》报导，美方不顾国内绝大多数意见的强烈反对，宣布下周一（24日）对2000亿美元（1.56万亿港元）中国商品加征10%关税，2019年1月1日起税率提高到25%。中国商务部指出，为维护自身正当权益和全球自由贸易秩序，中方将不得不同步反制。商务部网站其后发出消息，中国在世贸组织追加起诉美国301调查项下对华2000亿美元输美产品实施的征税措施。中国国务院关税税则委员会发布公告，决定对美国约600亿美元（4680亿港元）商品加征10%或5%关税，9月24日12时01分起实施。如果美方执意进一步提高加征关税税率，中方将给予相应回应。
- 7月11日，美国政府宣布对从中国进口的约2000亿美元商品加征10%关税，8月2日又将加征税率提高至25%。9月18日，美国政府宣布实施对从中国进口的约2000亿美元商品加征关税的措施，自2018年9月24日起加征关税税率为10%，2019年1月1日起加征关税税率提高到25%。美方一意孤行，导致中美贸易摩擦不断升级。为捍卫自由贸易和多边体制，捍卫自身合法权益，中方不得不对已公布的约600亿美元清单商品实施加征关税措施。
- 经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的5207个税目、约600亿美元商品，加征10%或5%的关税，自2018年9月24日12时01分起实施。如果美方执意进一步提高加征关税税率，中方将给予相应响应，有关事项另行公布。中方再次重申，实施上述加征关税措施的目的是遏制贸易摩擦升级，是对美方单边主义、贸易保护主义的被迫响应，中方希望美方停止贸易摩擦，中美双方通过平等、诚信、务实的对话，相互尊重，共同维护互利共赢的双边经贸关系大局，共同维护自由贸易原则和多边贸易体制，共同促进世界经济的繁荣与发展。
- 商务部新闻发言人18日就美方决定对2000亿美元中国输美产品加征关税发表谈话称，对美不顾国际国内绝大多数意见反对的征税行为深表遗憾。为维护自身正当权益和全球自由贸易秩序，中方将不得不同步进行反制。美方执意加征关税，给双方磋商带来了新的不确定性。希望美方认识到这种行为可能引发的不良后果，并采取令人信服的手段及时加以纠正。
- 对于中美贸易谈判现在是否无法进行，外交部发言人耿爽18日在例行记者会上指出，中方一再强调，只有在平等、诚信和相互尊重的基础上进行对话协商，才是解决中美经贸问题的唯一正确途径。美方目前的所作所为，并没有体现出诚意与善意。一个健康稳定发展的中美关系，不仅符合两国的根本利益，也是国际社会的普遍期待。我们愿意同美方朝此目标共同作出努力。但遗憾的是，美方目前的单边主义和贸易保护主义做法是中方无法接受的。
- 据美媒报道，美国总统特朗普17日还称，如果中国采取报复行动伤害「美国农民和其他产业」，将对中国另外2670亿美元（2.08万亿港元）商品加征关税。而征税原因则仍直指中国「不公平贸易行为」，例如知识产权和技术转让。
- 財通國際认为，美全面提高中国货品关税，必刺激美国通胀率飙升。加上美元汇价过高，财政赤字全面失控，美元汇价或显著贬值。

大中华地区主要指数

	收盘	涨跌	涨跌幅%
恒生指数	27,407	322.71	1.19
恒生国企指数	10,742	184.71	1.75
恒生中资企业指数	4,393	93.77	2.18
AH 股溢价指数	119	-0.97	-0.81
上证综合指数	2,731	30.90	1.14
深证成份指数	8,248	114.90	1.41
沪深300指数	3,312	43.05	1.32
台湾加权指数	10,857	97.06	0.90

全球主要市场指数

	收盘	涨跌	涨跌幅%
道琼斯指数	26,406	158.80	0.61
标普500指数	2,908	3.64	0.13
纳斯达克指数	7,950	-6.07	-0.08
VIX 波动指数	12	-1.04	-8.13
英国 FT100 指数	7,331	30.89	0.42
日经225指数	23,673	251.98	1.08
新加坡海峡指数	3,177	37.23	1.19

债券、商品及外汇市场

	收盘	涨跌
美元 LIBOR 三月利率(%)	2.3375	-0.0013
人民币 SHIBOR 三月利率(%)	2.8180	-0.0020
港元 HIBOR 三月利率(%)	2.0484	0.0280
美国十年期国债利率(%)	3.0800	0.0300
中国十年期国债利率(%)	3.6727	0.0275
欧洲布兰特原油	\$78.85	\$0.32
美国轻质原油	71.44	\$1.59
上金所现货金(¥/g)	¥265.02	-\$0.02
国际现货黄金(\$/Oz)	\$1,208.20	-\$0.10
国际现货白银(\$/Oz)	\$14.22	\$0.13
LME 现货铜(\$/T)	\$6,057	-\$7
波罗的海运费指数	1,373	17.00
美元指数	94.55	-0.09
港元兑人民币中间价	¥0.8740	¥0.0001
美元兑人民币中间价	¥6.8569	¥0.0015
欧元兑美元汇率	\$1.1672	\$0.0006
美元兑日元汇率	¥112.29	¥0.08

招金矿业(1818.HK)

评级：持有

待油价涨美元贬振金价

现价:6.8 港元

估值:6.0 港元

表一：集团损益账	2h18	1h18	2h17	1h17
金	2,805,000	2,526,000	3,167,108	2,785,531
银	26,200	29,100	29,942	32,400
金银铜冶炼	30,700	30,700	30,072	30,000
副产品	49,700	49,700	52,940	52,000
附加税	-114,600	-95,105	-97,728	-79,689
金分部收入(¥'000)@	2,797,000	2,540,395	3,182,334	2,820,242
矿产铜	686,168	270,810	697,367	180,633
硫酸	90,832	36,667	17,300	19,101
铜分部收入(¥'000)@	777,000	307,477	714,667	199,734
其它收入(¥'000)	22,000	20,695	22,474	17,552
集团收入(¥'000)	3,596,000	2,868,567	3,919,475	3,037,528
毛利(¥'000)	1,167,000	1,190,984	1,293,621	1,340,908
核心其它收入：利息	50,000	50,016	33,539	23,432
核心其它收入：其它	90,000	89,901	31,964	138,672
销售开支	-23,000	-23,748	-24,533	-20,273
行政开支	-424,000	-442,141	-381,662	-512,188
核心其它开支	-133,000	-56,701	-164,044	-48,623
核心经营利(¥'000)	727,000	808,311	788,885	921,928
利息支出	-239,000	-236,119	-234,861	-198,113
金联号	1,300	1,680	2,063	2,211
铜合营	-4,000	-2,818	4,454	5,296
核心税前利(¥'000)	485,300	571,054	560,541	731,322
一次损益	0	-85,720	-158,514	-245,165
报告税前利	485,300	485,334	402,027	486,157
利得税	-119,000	-98,452	-56,932	-77,223
少数权益	-79,000	-85,244	-97,785	-12,293
报告股东盈利(¥'000)	287,300	301,638	247,310	396,641
核心盈利	287,300	387,358	405,824	641,806
已发行股份(百万股)	3,220.7	3,220.7	3,220.7	3,089.6
每股报告盈利(HK\$)	0.089	0.094	0.077	0.128
每股派息(¥含税)	0.000	0.000	0.060	0.000
附加税率	-3.2%	-3.3%	-2.5%	-2.6%
毛利率	32.5%	41.5%	33.0%	44.1%
核心经营利润率	20.2%	28.2%	20.1%	30.4%
等效税率	-24.5%	-20.3%	-14.2%	-15.9%
市盈率(X)	28.63	30.71	25.51	32.38
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.9%	0.0%
每股账面值(¥)	4.05	4.05	4.05	4.22
股本回报率(%)	2.2%	2.3%	1.9%	3.0%
市账率(X)	1.29	1.29	1.29	1.24
主要股东持股(百万股)	山东招金集团 内资股：1,137.5 山东招金集团 H股：43.9 上海豫园旅游 内资股：763.2 Bank Of New York H股：211.8 Schroders Plc H股：179.3			

- 半年收入 ¥25 亿跌 10% 人民币升值拖累
- 美元金价涨唯人民币金价跌销量减
- 金矿产量 10 吨增 3% 冶炼 6.5 吨持平
- 毛利 ¥1,190 百万跌 11% 价量俱影响
- 核心税前赚 ¥571 百万跌 22%
- 本年核心盈利或 ¥674 百万 P/E 近 25 倍
- 明年盈利依靠更高人民币金价
- 美财政赤字锐增油价涨贬美元利金价

表二：全年预测 @HK\$ 6.0	2016	2017	2018	2019
IFRS 收入(除税, ¥百万)	6,664	6,673	6,464	7,470
报告经营利(¥百万)	1,258	1,307	1,449	1,810
报告税前利(¥百万)	799	888	970	1,329
报告盈利(¥百万)	353	643	588	770
每股盈利(¥)	0.119	0.199	0.182	0.239
每股派息(¥含税)	0.040	0.060	0.050	0.060
每股账面值(¥)	3.784	3.923	4.055	4.234
已发行股份(百万)	2,965	3,220	3,220	3,220
P/E(X)	43.8	26.1	28.6	21.8
P/B(X)	1.37	1.32	1.28	1.23
股息率(¥含税)	0.76	1.15	0.96	1.15

表三：招金矿业 P/B 估值范围



表四：货币利率通胀商品均价

	2h18	1h18	2h17	1h17
美元：人民币（¥）	6.786	6.371	6.642	6.875
美元指数	95.02	91.42	93.57	99.62
美10年国债利率（%）	2.90	2.84	2.30	2.35
美通胀率（%）	2.80	2.50	2.00	2.20
美10年国债实质利率（%）	0.10	0.34	0.30	0.15
NYMEX 即月原油（\$/B）	69.11	65.46	51.75	49.95
上金所 Au9999 金（¥/g）	266.6	271.4	274.6	276.7
现货金（\$/Oz）	1,214	1,318	1,278	1,240
上金所 Ag9999 银（¥/kg）	3,546	3,723	3,816	4,048
现货银（\$/Oz）	15.08	16.64	16.80	17.35
长江现货铜（¥/T）	49,012	51,949	51,832	46,531
COMEX 即月铜（\$/LB）	2.721	3.121	2.999	2.617

Bloomberg, 財通國際研究部

表五：经营数字 @

	2h18	1h18	2h17	1h17
矿产金	320,000	324,681	337,221	315,484
冶炼金	223,000	209,397	223,071	209,058
金产量（Oz）	543,000	534,079	560,292	524,542
金综合成本（¥/g）	--	146	--	134
（\$/Oz）	--	715	--	608
矿产铜	7,900	8,041	4,818	7,789
冶炼铜	4,300	4,138	2,361	3,457
铜产量（T）	12,200	12,179	7,179	11,246
金销量（Oz）	338,800	298,707	370,073	321,793
银销量（Oz）	230,000	247,033	231,504	254,000
冶炼金销量（Oz）	223,000	209,397	183,909	209,058
冶炼银销量	27,875	26,175	22,989	26,132
矿产铜销量（T）	14,000	5,213	13,970	3,882

公司公告, 財通國際研究部 @推算核心盈利数字

表六：分部业绩

	2h18	1h18	2h17	1h17
金分部核心经营利	642,000	708,695	702,937	905,122
铜分部核心经营利	44,000	46,463	8,046	12,212
其它分部核心经营利	-10,000	-10,440	-51,490	-29,409
核心分部经营利（¥百万）	676,000	744,718	659,493	887,925
利息收入	51,000	50,016	33,539	23,432
利息支出	-239,000	-236,119	-234,861	-198,113
金联号	1,300	1,680	2,063	2,211
铜合营	-4,000	-2,818	4,454	5,296
核心税前利（¥百万）	485,300	557,477	464,688	720,751

公司公告, 財通國際研究部 @推算核心盈利数字

山东省主要金矿企业招金矿业公布之一八年上半年核心盈利有所减少。集团半年营业额¥2,540百万，同比跌9.9%；尽管金矿产量增，期内美元金价飙升6.2%，唯人民币升值拖累人民币金价跌1.9%，故销量下跌。毛利¥1,190百万，跌11%，毛利率41.5%，跌2.6%点，金价稍跌，成本上升拖累。行政开支¥442百万，节省13.6%有助。核心经营溢利¥794百万，跌13.7%，主因销量、毛利俱减。债券大增，刺激利息支出锐增19.1%，至¥236百万。故核心税前溢利¥557百万，跌23.8%。

期内一次性亏损合共¥72百万，同比，环比均大为改善，主因并无录得应收账款、库存、商誉等等减值；相信一五年末年起金价回升大有帮助。再无期货巨亏，甚至录得期货盈利¥2千万。扣除利得税¥98万，少数权益¥85百万后，报告股东盈利¥301百万，跌23.9%，主因人民币金价跌、销量减、成本增加、利息横本增加。每股报告盈利¥0.0936，跌26.8%（计入增发H股后期末已发行3,220百万股）。粗略估计，半年核心盈利大约¥370百万，跌41%。一如以往，集团不派中期息。

见表四：一八年上半年，上海黄金交易所99.99%黄金价平均每克¥271.4（~每盎司\$1,324），同比跌1.9%；反观现货金价平均每盎司\$1,318，升6.2%。上金所99.99%白银平均价每千克¥3,723（~每盎司\$18.17），同比跌8.0%；现货银价平均每盎司\$16.63，跌4.0%。长江现货铜平均每吨¥51,949（~每磅\$3.730），同比升11.6%；COMEX精铜期货每磅\$3.121，升19.2%。人民币金银价跌幅超越美元金银价跌幅，人民币铜价升幅低于美元铜价升幅，盖上半年美元兑人民币贬值，平均汇价¥6.317，跌7.3%。

黄金分部：人民币金价跌 开采成本增

集团溢利基本上全来自黄金分部，包括黄金矿产、金银矿石冶炼、副产品销售。铜分部溢利乏善足陈。上半年，集团投资产能¥268百万，锐增34%，推进新收购的瑞海矿业金矿轴心建造，深度勘探属下夏甸、大尹格庄、蚕庄、枣子沟等等金矿。

表七：現金流摘要	1h2018	2017	2016
報告稅前利 (¥ 百萬)	485.3	888.1	799.4
折舊	463.9	819.5	761.5
攤銷	50.0	108.2	98.2
利息	236.1	432.9	465.1
出售 PPT 虧損	72.1	42.7	174.1
長期資產減值		190.0	231.2
庫存減值		113.4	11.8
股份薪酬		0.0	105.6
EBITDA (¥ 百萬)	1,307.5	2,580.5	2,628.8
庫存	(429.0)	(47.4)	(203.5)
應收賬	(51.6)	39.4	(214.7)
預付款	(50.9)	(267.7)	(52.5)
應收貸款	398.7	(515.4)	(402.3)
客戶預付款	559.4	(467.9)	575.5
應課利得稅	(130.3)	(234.2)	(339.8)
經營現金流 (¥ 百萬)	765.6	1,067.4	1,863.4
物業廠房設備	(942.8)	(1,338.1)	(1,160.6)
收購附屬聯合營	(385.3)	(26.2)	(108.6)
商品期貨	0.2	37.9	(234.4)
可售投資, 應收貸款	(62.6)	296.3	(950.3)
投資現金流 (¥ 百萬)	(1,390.4)	(1,030.1)	(2,453.9)
銀行貸款	(494.8)	(573.9)	2,204.4
債券	1,750.0	(350.0)	(1,500.0)
發行新股, 僱員入股	--	1,064.3	237.6
黃金租賃	--	(52.1)	52.7
少數股東集資	14.0	560.7	74.1
股息	(188.9)	(195.8)	(223.6)
永恒債券	39.8	498.5	0.0
永恒債券利息	--	(112.7)	(112.7)
利息	(265.2)	(486.4)	(645.7)
融資現金流 (¥ 百萬)	832.3	411.6	(21.2)
現金淨增 (¥ 百萬)	207.4	448.9	(611.8)
期初現金	1,847.2	1,438.0	2,033.2
匯價變動	7.6	(39.7)	16.5
期末現金 (¥ 百萬)	2,062.2	1,847.2	1,438.0

公司公告, 財通國際研究部

见表五：一八年上半年，集團金矿产量 324,681 盎司，同比增 2.9%；黃金冶煉量 209,397 盎司，同比持平。得出黃金總產量 534,079 增 1.8%。集團一向未予披露金銷量，唯按推算或減少 7.1%，不到 30 萬盎司，蓋尽管美元金價飆升 6.5%，美元兌人幣大幅貶值 7.3%，故人幣金價反而稍跌 1.9%，拖累集團金銷量減少。

推算期內按美元計，集團金售價稍高於現貨金價，走勢相似；單位金成本（計算到 EBIT 息稅前經營利潤）同比增

11%，估計原油價上漲有關，成本升幅超越金價升幅，跟業績披露一致：按集團示，綜合成本每克 ¥ 134.32（每盎司 \$714.6），增 9%，因開采成本、折舊、安全環保投資增加拖累。故此單位金利潤有所減少，拖累集團盈利下跌。

见表六：上半年，集團金總產量僅稍增，人幣金價稍跌，銷量也下跌，黃金分部稅後收入 ¥ 2,540 百萬，同比跌 9.9%，其中礦產金銷售占大多數，冶煉金收入占少數。如不計各類減值 ¥ 99 百萬（上年度 ¥ 128 百萬），期貨合約增至 ¥ 2 千萬等等一次損益，金分部核心 EBIT 經營溢利約 ¥ 7 億，跌 21.7%。由於業績內無披露，估計分部溢利大部分來自礦產金銷售。金銀冶煉、白銀、副產品盈利貢獻或微小。

上半年金產量中，大英格庄、丰寧津龍、圓通均超過 1 吨（32,151 盎司）。一七年末，按 100% 權益，集團证实（proved）+ 概略（probable）可采金儲量 528 吨（25.6 年產量），跌 20.6 吨，品位每吨 3.30 克，金資源量 1,251 吨，增 15.4 吨，品位 3.49 克。最大金礦為瑞海，儲量 212.2 吨，品位 4.42 克。第二大金礦為大英格庄，儲量 131.8 吨，品位 2.44 克。第三大金礦為夏甸，儲量 73.2 吨，品位 2.70 克。第四大金礦為枣子溝，儲量 18.9 吨，品位 4.56 克。四大金礦占集團儲量 82%。集團按權益金儲量 405.7 吨，跌 15.9 吨，品位 3.09 克；權益金資源量 909.1 吨，增 3.1 吨，品位 3.34 克。

一八年上半年，集團投資 ¥ 4 千萬地質勘探，跌 16.2%；增加金資源量 25.3 吨，同比減 2.6%；增加銅資源量 9,136 吨，同比增 428%。唯一七年從勘探所得金資源 60.5 吨，未能體現於上述 JORG 資源量數字，相信部分金礦資源量被產量或品位下降而削減，抵消新增資源量。而且相信市場要待資源量被確定為儲量，方能提高股份公平價值。

一五年集團斥資 ¥ 2,722.5 百萬，收購山東瑞銀 63.86% 股權，彼持有瑞海礦業 83% 股權，瑞海持有萊州市三山島北部海域金礦探礦權。集團已效持有海域 53% 權益。

銅分部盈利急增

集团另一溢利分部为铜硫，上半年，**集团自营铜矿产量 8,041 吨，同比增 3.2%；冶炼量 4,137 吨，增 20.5%。**推算精铜销量或逾 5 千吨，同比增 36%，相信冶炼铜推动。**期内长江交易所现货铜平均含税价每吨 ¥ 51,949，同比增 11.6%，环比已明显稳定。**如不计一次性亏损，**铜分部核心经营溢利约为 ¥ 464 万，同比急增 280%，铜价回升大有帮助，其次为销量增加。**

一八年上半年 集团投资 ¥ 4 千万地质勘探 跌 16.2%；增加铜资源量 9,136 吨，同比增 428%。

一七年末，集团持有 3 个铜矿：滴水、通汇、三丰山；按 100%权益，合共铜储量 153.7 百万吨（120 年产量），品位 1.16%。**按权益计，合共权益铜储量 128.4 百万吨，品位 1.18%。**

盈利回升 负债过高 集资不足 矿储支持

估计因我国长远货币政策急需大增黄金矿储量，招金为提高金储量，连续于二零一二到一五年巨额投资产能，每年产能投资现金净流出 ¥ 33 亿、¥ 44 亿、¥ 22 亿、¥ 24 亿、已大幅超过当年经营现金净流入，集团需大增贷款、债券、增发 H 股、员工内资股、永恒债券集资，负债已过高，开始压抑未来投资额。而且一五年收购瑞海后，集团或已完成提高金储量任务。故其后一六，一七年金价回升 集团再分别投资产能 ¥ 18 亿，¥ 15 亿，步伐放慢。**一八年上半年再投资逾 ¥ 14 亿，集团计息负债增至 ¥ 144 亿，大部分为短债需每年滚动，包括资本化利息支出动辄 ¥ 4，5 亿，暗示利率虽不太高，唯目前金价偏低拖累盈利偏低下，利息已蚕食太多盈利，ROE 太低拖累估值偏低。**

一六年 集团明显放慢投资步伐 全年 EBITDA ¥ 26 亿，缴付利息和利得税后，经营现金流入仅 ¥ 18 亿，基本全数用于产能投资流出 ¥ 18 亿。一七年 EBITDA 逼近 ¥ 26 亿，缴付利息，利得税，经常项目变动后，经营现金流

入仅余 ¥ 10 亿，产能投资流出逾 ¥ 15 亿。一八年上半年 EBITDA ¥ 13 亿，经营现金流入 ¥ 765 百万，投资 ¥ 14 亿。**下半年金价，盈利或继续偏低，利率趋升，集团或暂无大投资。**

一八年六月，集团净流动负债依然高达 ¥ 49 亿，当中严重依赖短期贷款 ¥ 106 亿，十分紧绌。尚幸长期资产高达 ¥ 268 亿，对比长期负债 ¥ 49 亿，接近 5.3 倍，**集团仍可抵押长期资产，支持滚动短期贷款。**一如内地金矿业，**集团急需人币金价回升，以大幅提高一八年盈利、现金流、金矿资产估值、股份估值，方可大幅减债或降低负债比率。**

参考下文对美元汇价，国际美元油价分析，财通国际预期，下半年人币金价环比跌，四季度起或回升，招金矿业金销量季节性回升但同比下跌；冶炼金销量同比稳定。**一八年集团对外收入或达 ¥ 64 亿，跌 3%。**单位生产成本相若，**报告盈利或跌至 ¥ 588 百万，每股报告盈利 ¥ 0.182，派末期息每股 ¥ 0.040（含税）。核心盈利或达 ¥ 670 百万，跌 35%。**一八年如油价更高，美元汇价更低，全年平均美元金价或高于本年，唯美元贬值换算人币金价升幅受制。金价量齐升下，集团一八年收入或达 ¥ 74 亿 增 15% 核心盈利或达 ¥ 770 百万 增 14%，每股核心盈利 ¥ 0.239，每股派息或增至 ¥ 0.06 含税。

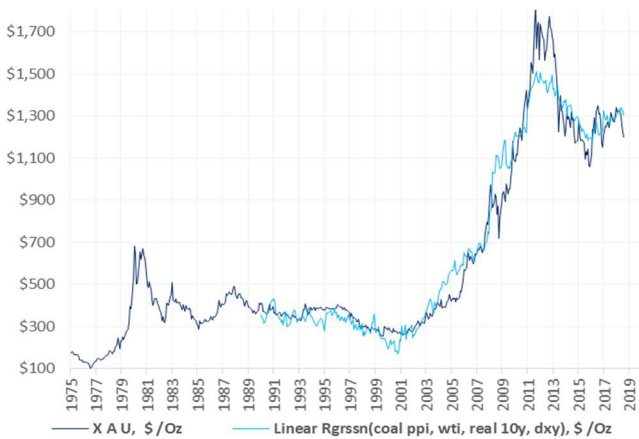
招金矿业现价 6.0 港元，暗示一八年核心市账率高达 1.28 倍，预期核心 ROE 增至 5%，依然偏低。一八年盈利如料大幅回升，提高核心 ROE，公平价值或能达 6.8 港元，或预期 P/B 1.4 倍。更高价值必需有更高金价，提高盈利。财通国际给予此股“持有”评级。风险为油价回落，美政府财政赤字受控，美国通胀率减慢，利率回升，打击美元金价，集团盈利会急跌。

油价美元利率通胀主宰金价

对内地金矿企业盈利压倒性影响乃人民币金价，但如果人币兑美元汇价变动不大，则现货美元金价对内地金矿企业盈利影响依然举足轻重。

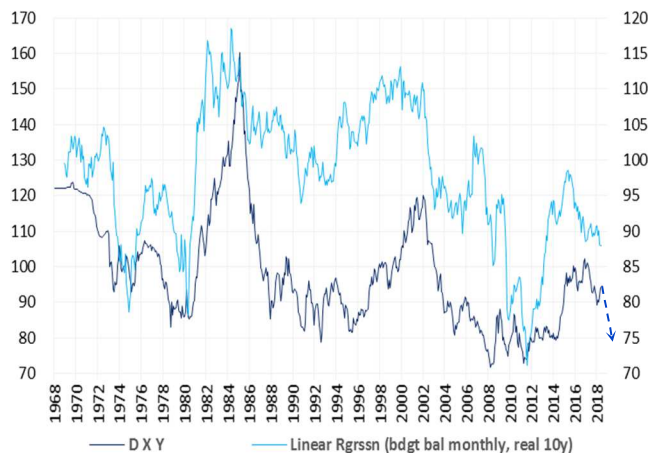
图一示，用简单线性回归仿真（浅线），影响现货美元金价（深线）主要因素，可能为美国煤价指数、国际美元油价、十年期美国债实质利率（即名义十年期国债利率-通胀率）、美元汇价指数；唯注意未来各因素影响随时间而变，简单线性回归仅能解释过去数据。延续財通国际一向预期，一八年后下时间乃至一九年，美国煤价，国际美元油价或反复上升，美元汇价或反复下调，如是者四大因素中有三个利好美元金价，仅实质利率较难预测，盖美通胀率能否显著超越美债利率难料。详见下文分析。

图一：现货美元金价，线性回归仿真



FRED, Bloomberg, 財通國際研究部

图二：美元指数 DXY，线性回归仿真

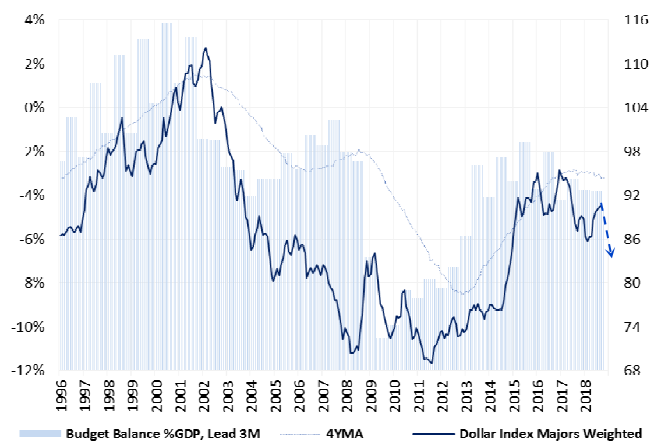


FRED, Bloomberg, 財通國際研究部

显示，影响美元汇价（深线）最重大因素为美政府财政赤字对比 GDP，其次为十年期实质国债利率。唯注意未来各因素影响随时间而变，简单线性回归仅能解释过去数据。財通国际维持一向预期，美政府财政赤字或继续失控扩大，盖福利和战争开支结构性高速增长，但美元汇价过高打击出口，减税均拖累应课企业利得税收缓慢不前；结果为财政赤字飙升，累积到本已无法偿还的国债，拖累美元汇价一六到一七年大跌，利好美元金价。同时，一六到一七年美通胀率飙升速度高于利率，刺激各种实质利率下跌，本利好美元金价，唯幅度不足，实质利率不够低。

图三示，历史上每当美政府年财政结余%GDP（柱）大幅低于其移动平均（浅线），代表财政赤字过高，往往拖累美元主要贸易货币加权指数（深线）下跌。图中可见，一七年起年财政赤字已跌破移动平均不少，目前已扩大至 4%GDP。至一八年八月底十一个月，赤字已飙升至 \$8,981 亿（4.5%GDP），九月底年度赤字或提早飙升至逼近 \$10,000 亿（5%GDP），一九年九月年度或进一步飙升逾千亿。如此失控赤字实证已超越货币、贵金属、能源市场容忍范围，或刺激美元进一步贬值。用更严格的新增国债分析，见图四：美政府一年新增国债（浅线）已暴增至 \$16,140 亿，或高达 8% GDP，实证会拖累美元兑主要贸易货币加权汇价（深线）贬值。

图三：美财政结余%GDP（柱），移动平均，美元主要加权指数

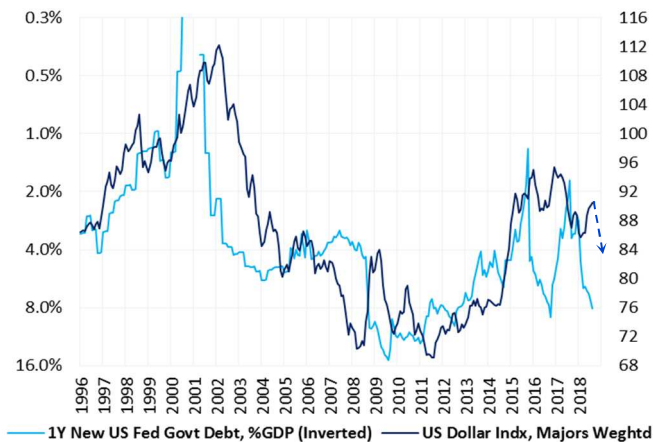


Bloomberg, 財通國際研究部

先分析美元汇价指数，见图二：简单线性回归仿真（浅线）

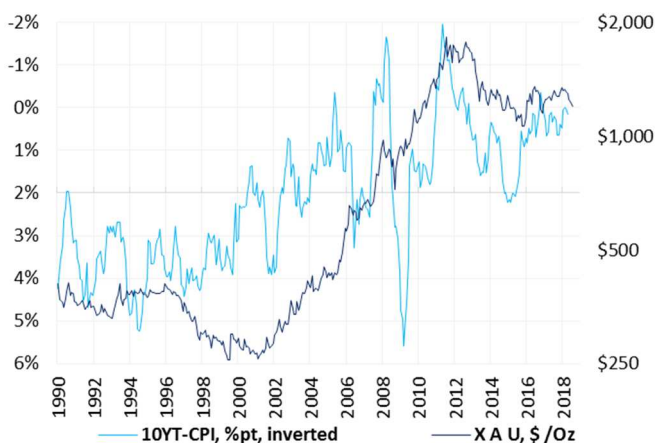
唯一较逊色的因子为实质利率,见图五:十年期美国债实质利率(浅线,倒置),即名义国债利率-通胀率,至今仍高于0%,可说美国债利率(2.9%)太高,或者说通胀率(2.7%)太低,拖累美元金价。未来数月,美通胀率能否超越利率,至为关键。参考财通国际六月二十九日,九月三日刊登分析,预期原油、煤炭、天然气三大能源价格或继续上升,届时或大幅刺激美通胀率飚升至超越利率。以下仅节录重大部份。

图四:一年新增美国债%GDP(倒置),美元主要加权指数



Bloomberg, 財通國際研究部

图五:十年期美国债实质利率(倒置),现货美元金价



Bloomberg, 財通國際研究部

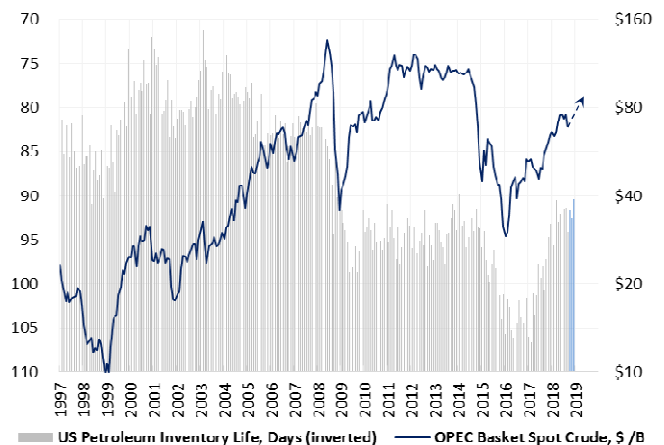
页岩沙地供应紧 中美带动需求增

主宰美元金价的国际美元油价,六月份以来的中期性调

整可能已届尾声,并重展升浪,盖两大石油供应:美国页岩油,沙地原油,均可能趋紧,导致最大石油消费市场美国继续供不应求,提高油价。图六示,按 EIA 供求预测,美国石油库存寿命(柱线,倒置)或继续保持 92 天或更少的偏高水平,实证或刺激油价上升。

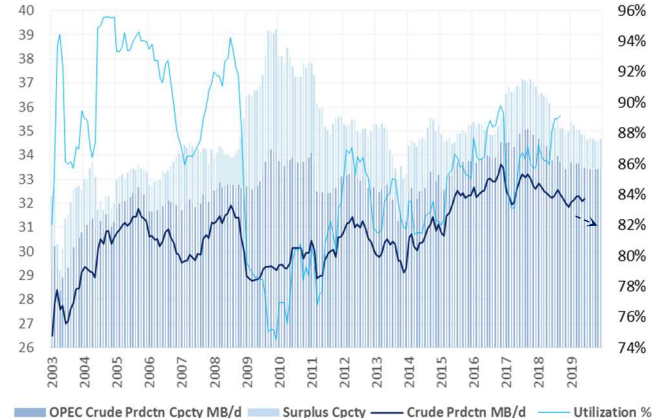
同时,占比近三分之一的沙地石油产量或持续呆滞甚至减少,见图七:按 EIA 预期,因沙地原油常规产能(深柱线)和后备产能(浅柱线)据减少,或拖累沙地石油产量(深线)继续减少至低于每日 32 百万桶,随后或仅能站稳,未能大幅回升。沙地产能使用率因此或飚升至超越 90%,刺激油价飚升。但世界石油需求只会继续增加,不会停滞,石油供不应求由是加剧。

图六:美国石油库存寿命(倒置),OPEC 篮子原油价



EIA, Wind, 財通國際研究部

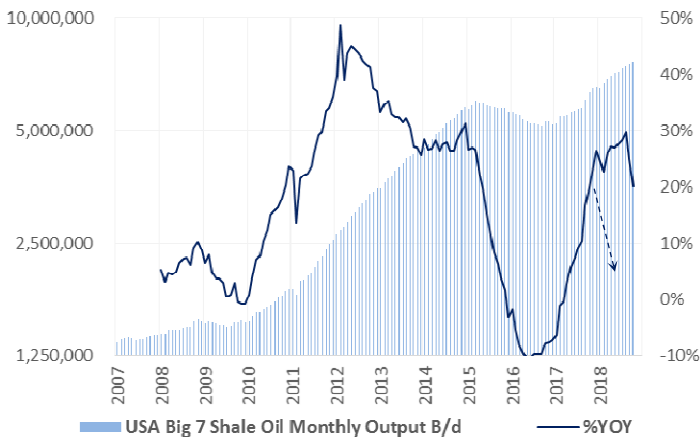
图七:OPEC 原油产能(深柱),额外产能(浅柱),原油产量,产能使用率



EIA, 財通國際研究部

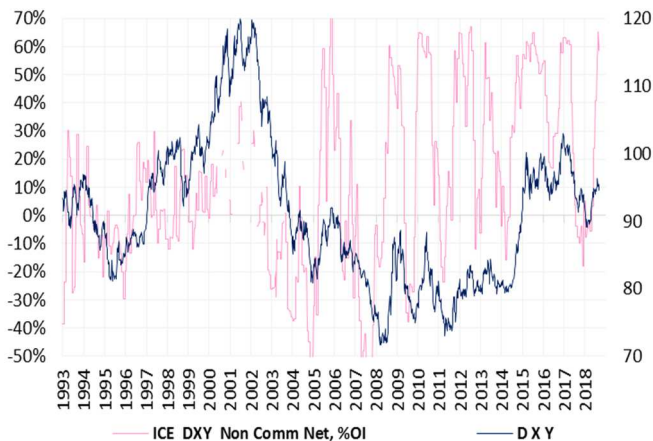
另一重大石油供应为美国页岩油，见图八：其每月产量增长速度已从同比 30% 急跌至 20%，一如財通国际预期；一九年甚至会减慢至单位数字，盖当中新投产页岩油田产量已于每日 60 万桶到顶，而旧油田产量萎缩量扩大至逾每日 52 万桶，拖累每月净增产量急跌至每日 7 万桶，每月总产量因此减慢至 759 万桶，同比增 20%。如果深化，每月净增产量会更少，每月总产量同比增长会急剧减慢至低单位数字。届时全球石油产量增长或远低于目前同比 1.6%，唯需求增长却保持同比 1.5% 上下，明年世界石油库存或被进一步削减。油价如续升，或大利美元金价。

图八：美国七大区页岩油每月产量(柱)，产量同比



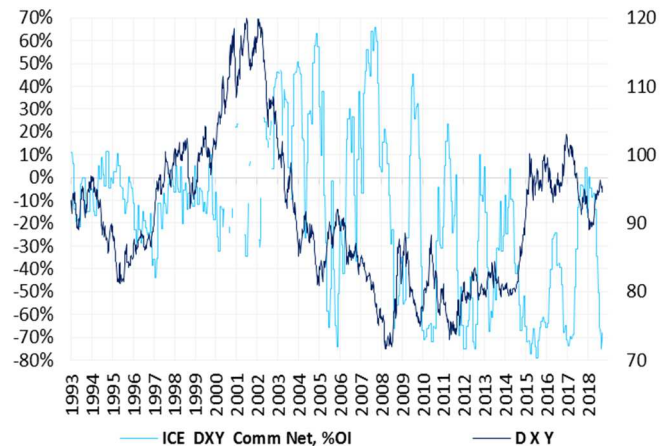
EIA, 財通国际研究部

图九：美元指数期货非商业净持仓占未平仓合约比，美元指数



Wind/CFTC, 財通国际研究部

图十：美元指数期货商业净持仓占未平仓合约比，美元指数



Wind/CFTC, 財通国际研究部

市场也同意財通国际看法。图九示：NYCE 美元指数期货非商业（non commercial）净持仓占未平仓合约比已狂飙至 65%，暗示基金经理，机构投资者等等炒家持有美元指数净好仓（net long）已达狂热，极端看好美元汇价。同时，见图十：美元指数期货商业（commercial）净持仓占未平仓合约比已狂飙至 -65%，暗示实体企业等等用家已大量持有美元指数净空仓（net short），强烈认为美元汇价已过高。历史上出现如此极端分歧，往往为美元指数剧烈转势先兆，上一次为一七年初。估计美元指数已于一八年八月十五日 96.86 结束反弹，再度陷入贬值。

金期货也出现多年罕见的极端分歧持仓。见图十一：COMEX 金期货非商业净持仓锐减至多年罕见的净空仓 13,497 张合约，代表基金经理等等整体向来看好的炒家，极端看淡美元金价。同时，见图十二：COMEX 金期货商业净持仓锐增至多年罕见的净好仓 6,525 张合约，代表整体一向看淡为主，锁定金售价的金矿、金冶炼厂、珠宝商等等用家，强烈认为美元金价已太低。历史上出现如此极端分歧，虽不一定但曾经多次为美元金价长期转势先兆，如零一年末、零五年、一五年末。尤其留意金期货非商业，商业投资者俱为空仓主宰，见图十三，十四：COMEX 非商业空仓占比暴增至 -45%，暗示大户炒家历史性看淡金价；同时商业空仓占比罕见大幅度减少至 -35%，暗示实业用家对金价看法显著好

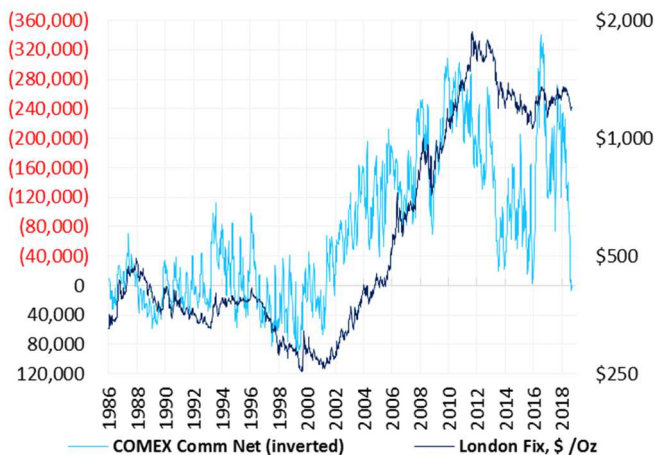
转。估计美元金价已于一八年八月十六日每盎司\$1,160结束反弹，再度展开升值。一八年全年平均美元金价有望高于一七年。唯美元贬值压抑人币金价升幅；美元汇价不跌反升，油价下跌也为重大风险。

图十一：COMEX 金期货非商业净持仓，伦敦金下午定盘



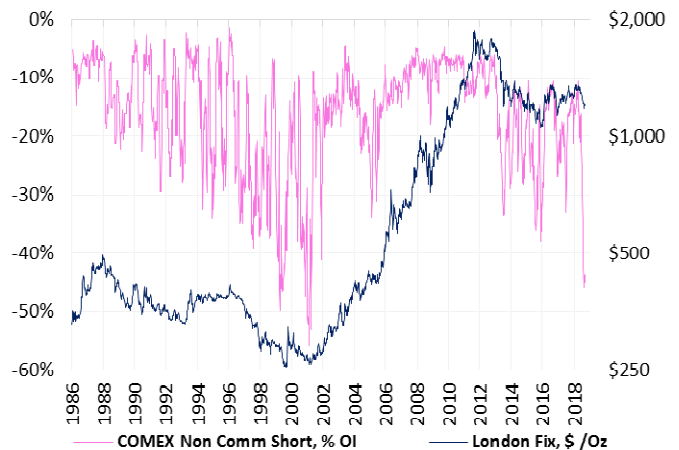
Wind/CFTC，財通國際研究部

图十二：COMEX 金期货非商业净持仓，伦敦金下午定盘



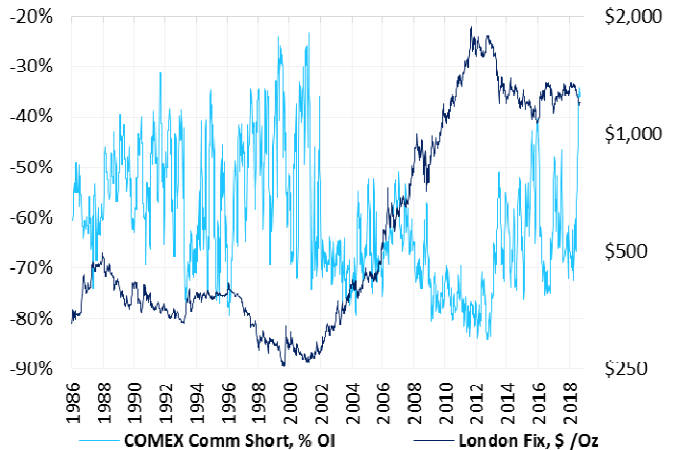
Wind/CFTC，財通國際研究部

图十三：COMEX 金期货非商业空仓占未平仓合约比，伦敦金下午定盘



Wind/CFTC，財通國際研究部

图十四：COMEX 金期货商业空仓占未平仓合约比，伦敦金下午定盘



Wind/CFTC，財通國際研究部

市场评述

中美贸易战升级，中美公布新一轮关税清单，但国务院总理李克强称要为汇率稳定创造条件。恒指昨早高开 85 点后，升幅逐步扩大，最多升 403 点一度高见 27,488 点，最终全日升 322 点或 1.2% 收 27,407 点 国指升 184 点或 1.8%，收 10,741 点。大市全日成交额 963.75 亿元。沪、深港通南下交易录得净流入金额分别为 14.75 亿及 7.02 亿元人民币。

腾讯(00700.HK) 持续进行回购并传酝酿组织架构调整，该股升 1.1% 收 321.6 元。港交所(00388.HK) 升 1.8% 收 224.4 元，友邦(01299.HK) 升 0.9%，汇控(00005.HK) 及长和(00001.HK) 各升 0.3% 及 0.4%。中资金融股方面，内险股表现较好，中国太保(02601.HK) 升 3.2%，中国平安(02318.HK)、新华保险(01336.HK) 及中国财险(02328.HK) 各升 2.4% 至 2.6%，工行(01398.HK) 亦涨 1.5%。

手机部件股舜宇光学(02382.HK) 及瑞声(02018.HK) 各升 2.9% 及 2.3%。新世界(00017.HK) 明日(20 日)公布业绩，股价升 0.6%。

部分食品类股造好，蒙牛(02319.HK) 升 6.9%，为表现最佳蓝筹。统一企业中国(00220.HK) 升 8.3%，青岛啤酒(00168.HK) 及维他奶国际(00345.HK) 各升 5.4% 及 3.8%。汽车股显著回勇，长汽(02333.HK) 涨 11.9%，为表现最好国指成份股。中国重汽(03808.HK) 弹升 16.5% 创新高。比亚迪(01211.HK) 升 8.2%，广汽(02238.HK) 及吉利(00175.HK) 各升 5.5% 及 5.7%，北汽(01958.HK) 及华晨中国(01114.HK) 各升 4% 及 2.5%。

濠赌股反弹，银娱(00027.HK) 升 3.2%，金沙中国(01928.HK) 升 1.8%。永利澳门(01128.HK)、新濠国际(00200.HK)、澳博(00880.HK)、美高梅中国(02282.HK) 各升 2.3% 至 3.4%。内房股造好，万科(02202.HK)、中海外(00688.HK)、润地(01109.HK) 各升 6.1%、5.5% 及 4.6%，碧桂园(02007.HK) 升 2%。部份水泥及基建股续升，海螺水泥(00914.HK) 升 2%。中国中铁(00390.HK)、中交建(01800.HK) 及中国铁建(01186.HK) 各升 1.6% 至 2.6%。

油价上升，中石油(00857.HK)、中海油(00883.HK) 及中石化(00386.HK) 各升 2.4% 及 2.9%。油服股亦见炒上，中海油服(02883.HK) 升 4%，华油能源(01251.HK)、宏华(00196.HK)、安东油服(03337.HK) 及海隆(01623.HK) 各升 7.1% 至 8%。部份医药股造好，药明生物(02269.HK) 母公司药明康德(603259.SH) 拟在港主板挂牌上市，药明生物升 5.5%。石药(01093.HK) 及中生制药(01177.HK) 各升 3.1% 及 2.6%。

纸业股亦上扬，玖龙纸业(02689.HK) 截至 6 月底止全年度纯利按年升 79%，该股升 4.9%。理文造纸(02314.HK) 升 4.4%。新世界百货中国(00825.HK) 截至 6 月底止全年少赚 91%，股价跌 0.6%。

大行点评

编号	名称	机构	评级	公平估值
0220.HK	统一	中金	推荐	9.81
估值因素				
中金发表研究报告，上调统一企业中国(00220.HK) 评级至「推荐」，目标价升至9.81元，上调2018及2019年净利润预测分别3.3%及21.6%，至分别11.6亿元人民币(下同)和14.6亿元。当前股价相当于明年预测市盈率18.5倍，和明年企业价值相对EBITDA倍数约6.9倍，大幅低于全球饮料行业平均11.2倍，估值吸引。该行指，统一企业的利润率持续改善，前景胜预期，毛利率上升趋势有望延续，渠道和内部组织效率精进将在未来数年继续，有助于费用率进一步下行；新品开发与新业务拓展能力值得关注，相信销售可录稳定增长。中金又指，在收入稳定增长预期下，统一企业毛利率提升和费用率节省将推动明年净利润持续快速增长。据该行分析，基于公司今年上半年6.4%的净利率水平，毛利率每提升一个百分点，在收入和费用率不变的前提下将推动净利润增长15.6%。中金预计明年统一企业毛利率将提升1个百分点，费用率降0.3个百分点，共同推动明年净利润实现25.5%的持续高速增长。				
0451.HK	协鑫新能源	花旗	买入	0.38
估值因素				
花旗报告指出，协鑫新能源(00451.HK) 将焦点由利润增长转移至改善资产负债表，这看起来可令业务增长更持续；加快获得补贴，预期下半年接收约10至15亿元人民币资助，改善未来现金流水平。该行指，集团现价2018年预测市盈率4.5倍及市账率0.7倍，两者均处于历史低位，估值吸引，认为投资者过分忧虑集团现金流状况。该行预期，产能增长放缓及电费下降，因此下调2018-2020年盈利15%至18%，目标价由0.5元下调至0.38元，重申「买入」评级。				
0293.HK	国泰	里昂	买入	15.30
估值因素				
里昂发表研究报告，指8月份国泰(00293.HK) 客运量及货运量分别按年升5.9%及7.4%。该行指公司高端客舱需求强劲，乘客收益率亦见改善。该行又指，台风山竹将为公司9月表现带来负面影响，同时，油价上升及汇率因素将继续拖累公司表现。由于该股目前市帐率仅0.7倍，低过该行目标，因此将国泰目标价由18元降至15.3元，维持「买入」评级。				
0390.HK	中铁	瑞信	跑赢大市	9.30
估值因素				
瑞信发表研究报告，国家发改委于昨日(18日)召开会议，重点是加强基建及稳定有效投资，同日举行国务院常务会议亦提到保持投资稳定增长。该行指，虽然监管层未有宣布具体投资计划，但会议进一步证实了第三季政策基调将转向更积极，该行预期基建投资增长将会回升。今年的去杠杆政策和基建投资持续下降，为建筑承包商的新订单和估值带来了压力，随着财政及货币政策转向，该行指行业市盈率处于10年低位是吸引的。瑞信于内地基建行业选股次序为中铁(00390.HK)、中交建(01800.HK) 及中铁建(01186.HK)，三者均给予「跑赢大市」评级，目标价分别为9.3元、12.3元及12.4元。				
2689.HK	玖龙纸业	德银	沽售	7.08
估值因素				
德银报告指出，玖龙纸业(02689.HK) 全年核心利润符合预期，派末期息每股0.4元人民币，意味派息比率30% (2017年为32%)。与同业理文造纸(02314.HK) 类似，玖龙毛利开始收缩，因集团无法将废纸箱(OCC)成本全面转嫁予客户，下半年每吨利润跌20%至798元人民币，按年则降5%。该行指，在目前纸品销售旺季，其售价按年跌1%，对比上半年同期增长28%。加上因征收25%关税，料废纸箱成本持续上升，利润因此受压。此外，由于盈利能力前景疲弱，集团延后推出新产能，料市场将调低2019/2020年销量预测。于6月底，集团原材料库存持续增加，反映市场需求较2017年疲弱。该行重申对玖龙「沽售」评级，目标价看7.08元。				