

2018年8月10日

財富管理-投資策略

## 策略

### 16年來的A股磨大底背景類似02-05年

已經與前幾次市場底部相似，市場正處於第五輪週期的底部區域。回顧此前的4輪市場底部，除08年以外，另外三次市場底部都經歷了94/7-96/1、02/1-05/6、12/1-14/6的中長期磨底的過程。圓弧底階段市場整體估值回落，02/1-05/6階段全部A股PE(TTM)、PB(LY)從40倍、3.2倍回落至2005/6/6日998點的18倍、1.6倍，12/1-14/6期間全部A股PE(TTM)、PB(LY)從13.2倍、1.9倍回落至2014/6最低的12倍、1.4倍。

這一次圓弧底的背景更像02/1-05/6。與02/1-05/6相似之處之一：基本面企穩，港股走牛。2002/1-2005/6期間，經濟基本面其實在改善，GDP增速從2002Q1的8.9%回升至2005H1的11.1%，企業淨利潤增速從2002Q1的-1.8%最高升至04Q2的47%。但上證綜指在02/1-04/4期間持續震盪，並在04/4-05/6期間再次下跌。而港股在經歷了02/1-03/4的震盪下行之後，恒生指數從03/4-05/6期間從最低8331點最高上漲至14339點，漲幅72%。這一次從2016年初以來宏觀經濟持續平穩且盈利改善，從2016年1月底至2018年2月，上證綜指從最低2638點震盪上行至3587點，而恒生指數從16年2月初的18278點最高漲至18年1月底的33484點，漲幅達83%。與02/1-05/6相似之處之二：政策因素影響股市微觀資金供求。02/1-05/6期間，國有股減持持續影響投資者風險偏好，影響股市資金供求。與之類似的是，今年2月份以來的這一輪市場調整，內部去杠杆也成為重要原因。18年以來在去杠杆的政策背景下，雖然央行連續3次下調存款準備金率，但實體經濟信用仍然在收縮，年初以來M2增速從8.6%回落至6月的8%，新增社會融資規模從年初3萬億回落至1.18萬億。這也影響了股市微觀資金供求，其中影響最大的方面在於引發了銀行理財相關資金的撤退。

歷史大底仍需時間，短期反彈窗口仍開著。這輪圓弧底的打磨仍需時間，宏微觀基本面自16年2季度來已經見底企穩，但是去杠杆背景下資金供求一直緊張，圓弧底右側即新一輪牛市要等去杠杆高峰過去，資金供求關係出現拐點。短期仍維持7月8日週報《反彈窗口期》以來的觀點，階段性反彈已經開啟，主要源於市場前期跌幅大、估值低，國內政策持續微調。向上超預期看改革加速，向下超預期為中美貿易爭端惡化。

風險提示。經濟增長速度快速回落，通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

## 行業研究

**有色金屬：鎳：需求向好，價格中樞穩定提升**

鎳：親鐵元素，工業必須。鎳是一種銀白色金屬、在空氣中容易被氧化，質地堅硬而有延展性，同時具有鐵磁性，元素符號Ni。鎳主要用於鋼鐵、鎳基合金、電鍍及電池等領域，新能源汽車所用的三元正極材料是鎳下游需求增速最快的領域。鎳在不銹鋼應用中消耗量最大，全球約2/3的初級鎳礦都用於不銹鋼的生產。

供需面持續改善，價格中樞將穩定提升。世界金屬統計局（WBMS）公佈的數據顯示，2018年1-5月全球鎳市場供應短缺5.4萬噸，1-5月鎳全球產量為72.71萬噸，全球鎳需求量為78.08萬噸。5月單月全球產量為15.34萬噸，鎳消費量為15.89萬噸。

鎳基本面溫和改善，2016年鎳開始出現全球供給短缺，並持續到2017年，我們預計2018年全球鎳供給達217萬噸，需求為225.86萬噸，供需缺口達8.86萬噸。我們認為鎳需求持續增長，而供給端存不確定性，全球庫存持續下降，價格中樞將穩定提升。

供給：硫化鎳資源陷入發展瓶頸。目前隨著全球大部分銅鎳硫化物礦床都被開發，硫化鎳資源陷入發展瓶頸，我們認為紅土鎳礦冶煉技術不斷成熟，未來紅土鎳礦是鎳產業發展重點。中國鎳企紛紛停減產，印尼鎳出口配額存取消風險，俄羅斯鎳產量將持續萎縮，菲律賓總統屢次發表禁礦言論，我們認為全球鎳供給不確定性增大。

需求：傳統需求持續向好，新能源帶來新增量。不銹鋼是消費主力，高鎳電池增速最快。中國不銹鋼粗鋼產量2017年達到2577.37萬噸，同比增長4.74%。2018年上半年全國不銹鋼粗鋼產量為1363.96萬噸，與2017年上半年同比增長13.23%，高於2017年增速與2018Q1增速（6.51%）。2018年上半年全國不銹鋼粗鋼表觀消費量預計為1120萬噸，同比增長24.79%，顯示目前國內不銹鋼消費旺盛。

2018年6月全球新能源乘用車（純電動+插電式混合動力）銷量達到16萬輛，增長59.2%，創史上單月銷量第三高。今年上半年，全球電動汽車銷量達76萬輛，同比增加69%，有望達成200萬輛的年度目標。

鎳庫存持續走低，進一步支撐鎳價。滬鎳庫存持續下降，從2018年初的48920噸下降到7月末的19806噸，降幅達59.51%，表明國內期貨庫存處於歷史低位。LME鎳也處於去庫存狀態，從年初的36.66萬噸下降至7月末的29.06萬噸，降幅達30.16%。2014年印尼禁礦後國內港口庫存從高峰時期的2580萬噸開始下滑。截止2018年7月末（7月27日），中國進口鎳礦港口庫存僅為1097萬噸（實噸）。

LME與上期所鎳庫存明顯下降反映鎳下游需求持續復蘇，我們認為鎳價已經觸底回升，未來在不銹鋼、新能源汽車高鎳化等需求拉動下，鎳行業盈利情況有望向好。

風險提示。下游需求疲弱；供給端收縮不及預期。

**綜合金融服務：京東金融：打通金融場景，劍指科技輸出——金融獨角獸系列之二**

從集團剝離開啟獨立經營，簽署B輪融資協議、投後估值約1330億元。2016年1月公司A輪融資66.5億元，交易後估值466.5億元。2017年中期公司從京東集團剝離，成為僅由國內投資者持股的企業，或有利於未來國內融資計劃開展以及牌照的獲取。公司目前已成功建立十一大業務板塊，致力於打造一站式在線投融資平臺。2018年7月簽署B輪融資協議，投後估值約1330億元。

**消費金融：**打通金融場景，成本控制有效。京東白條是首款互聯網消費金融信用支付產品，受益於京東商城場景的多樣化以及信用賒購消費者需求的不斷增長，白條業務上線三年後授信用戶便超1.2億人。在消費金融業務體量遠不及螞蟻金服的情況下，公司消費金融平均資金成本仍能維持在5.5%，與螞蟻金服一致；且白條較螞蟻花呗分期費率相對較低，對消費者更具吸引力。17年白條在京東GMV滲透率為4.3%，隨著消費信貸規模擴大以及互聯網消費金融向龍頭集中，假設白條滲透率提升至7%，白條交易額有望達到910億元以上。

**供應鏈金融：**為供應商提供完整供應鏈解決方案，增強捆綁粘性。京保貝針對自營供應商，期末逾期率僅為0.01%，適用於多種供應鏈模式，現已對外全面開放，為消費品分銷、物流運輸等行業提供全新供應鏈解決方案。京小貸針對開放平臺(POP)商家提供定制化信貸服務，2017年平均利息在12%-18%之間，遠高於京保貝。供應鏈金融為客戶解決資金周轉需求，增強供應商的捆綁粘性。  
**支付業務：**起步晚、發展快、攻線下、謀合作。京東支付業務較支付寶起步較晚，其崛起方式為與銀聯合作、快速切入線下支付市場，現已串聯京東支付、白條、小金庫等產品，打造大支付體系。公司與銀行合作推出白條閃付，可在銀聯境內超過1000萬台活躍POS的終端實現“一刷即付”，推動2017年支付業務線下交易規模增長近1000%。17Q4，來自京東金融和京東商城的支付業務占比達85%，我們認為在移動端第三方支付交易規模高速增長的背景下，公司支付業務將持續受益於京東金融用戶數提升和京東商城GMV擴張。

**財富管理：**個人、企業、高端理財三管齊下。在個人理財業務方面，京東小金庫收益高，競爭力強。根據6月21日數據，京東小金庫七日年化收益比餘額寶高出0.43個百分點，萬份收益高出0.08元。企業理財不設門檻、快速贖回，滿足企業流動性要求。根據我們測算，公司財富管理業務總規模將有望突破千億，與部分公募基金規模相當。

大數據和風控能力是公司的核心優勢。公司每天新增數據量200TB，大於部分小型科技公司1年的數據增量，在數據量、數據源、數據處理能力以及AI、區塊鏈等最前沿技術方面處於世界領先水平。公司具有強大的風控、反欺詐能力，風險用戶識別算法研究已處行業頂尖，京東白條不良率持續低於行業平均水平。公司強大的數據能力不僅保障了內部穩健運營，亦可以很好地進行對外輸出。

定位全新B2B2C模式，轉型輕資產。公司已明確未來將以科技輸出為主，把重心從直接服務用戶轉變為向金融機構、企業、城市等提供相應技術服務，從而轉型輕資產企業。場景、數據、科技優勢+B端藍海啟航，我們看好公司戰略定位與發展前景。

**風險提示：**互聯網金融行業政策規範力度持續加大。

**通訊服務：2018Q2 通信板塊基金持倉創新低，三季度5G 迎新契機**

2018Q2通信行業的基金持倉市值占比為1.00%，環比下降1.10個百分點。通信行業的基金持倉市值占比為1.00%，在所有28個申萬一級行業中位列第21。相比2018Q1，通信行業的2018Q2持股市值占比環比下降1.10個百分點，下探至2015年以來的低位。2018Q2基金超配通信板塊比例繼續下降至-0.79%。

2018Q2基金持倉通信板塊個股集中度有所提升。2018Q2以基金持股市值為標準的通信板塊前十名中，星網銳捷的基金持股市值環比上升41.0%，其餘均有不同程度的下滑，其中持股市值降幅靠前的個股為中興通訊（-92.8%）、網宿科技（-77.6%）。從2018Q2基金持有個股市值占基金持有通信板塊總市值的比例來看，中際旭創占比達20.7%（環比+12.1pp），光環新網占比為11.3%（環比+7.3pp），亨通光電占比為9.7%（環比+1.6pp）。2018Q2以基金持股市值為標準，通信板塊前十名持股市值總和占基金持有通信板塊總市值的比例達70%以上。相比2018Q1，2018Q2基金持倉通信板塊個股集中度有所提升。2018Q2中際旭創、高新興、光環新網的基金持倉占流通股比例位列前三名。2018Q2以基金持股比重為標準的通信板塊前十名中，中際旭創連續三個季度位列首位，基金持倉占流通股比例達到14.1%（環比-2.2pp）；2018Q2中新賽克基金持股比重達4.7%（環比+4.7pp）、星網銳捷基金持股比重2.7%（環比+1.1pp），環比增幅最為顯著，海蘭信基金持股比重3.0%（環比-5.7pp）、網宿科技基金持股比重3.0%（環比-6.5pp）。

2018Q2基金依然超配部分通信板塊個股。2018Q2，星網銳捷基金重倉配置比例環比有所上升，光環新網、光迅科技、億聯網絡基本持平，中際旭創、烽火通信、紫光股份、高新興略有下降，網宿科技、亨通光電下滑靠前。儘管根據2018Q2基金重倉股配置比例環比變動，部分通信板塊個股被減持，但依然實現了超配，其中中際旭創超配0.15%（環比-0.05pp）、光環新網超配0.07%（環比+0.0005pp）、高新興超配0.02%（環比-0.01pp）、亨通光電超配0.01%（環比-0.14pp）、星網銳捷超配0.01%（環比+0.01pp）、烽火通信超配0.01%（環比-0.04pp）、網宿科技超配0.01%（環比-0.15pp）。

投資建議。重點方向：**【5G方向】**重點推薦烽火通信，關注光迅科技、中際旭創、滬電股份、深南電路、麥捷科技、飛榮達、海特高新、三安光電等5G受益標的；**【雲計算：IDC&CDN、網絡設備、雲服務等】**A股重點推薦星網銳捷、光環新網、紫光股份，關注寶信軟件、網宿科技、深信服，H股關注雲計算標的金山軟件、美股關注國內第三方IDC龍頭萬國數據（GDS）；**【企業雲通訊】**推薦億聯網絡；**【網絡可視化監控】**關注中新賽克、迪普科技（IPO已過會）等；**【物聯網】**推薦高新興，關注日海通訊積極的產業佈局整合；**【軍工通信&北斗】**關注華測導航（高精度導航測繪）、海蘭信（海防信息化）、海格通信（軍用通信&北斗）。

風險提示。5G進程和運營商投資力度不及預期；貿易戰等市場系統性風險。

## 公用事業：期貨異動不改趨勢，繼續看好火電反轉

動力煤期貨異動，不影響長期現貨價。動力煤期貨8月6日夜盤大漲，原因可能是對國家會重新限制進口煤的擔心，我們認為動力煤期貨大漲是因為多頭持倉超過29萬手=2900萬噸（wind），一旦多頭要求交割，空頭很難在短期兌現如此多的煤炭，即便真的買到那麼多煤炭，價格也很可能在600

元/噸以上，因此，空頭紛紛離場，期貨價格大幅上漲。我們預計9月淡季煤價很可能比8月6日現貨593元/噸還低，所以8月7日期貨收盤價615.6元/噸相當於給有資格交割的煤企憑空提價（市場煤直接以期貨價格鎖定兌現），因此我們認為，期煤價格向上空間也比較有限，即使真的逼倉交割，將來多頭也很難處理交割到手的這些現貨。由於港口庫存和六大電廠庫存仍處高位，基本面並未發生重大變化，因此，我們認為，期貨逼倉與否對長期現貨價並不會有實質影響。

我們在8月6日週報《煤電聯營短期難實現，繼續看好火電反轉》中提出，我們認為上周火電股下跌歸咎於限制進口煤的邏輯並不合理，而潛在的煤電聯營短期難實現。上周最後一個交易日火電股華能國際和華電國際跌幅達到3-5%，原因可能是對國家會重新限制進口煤的擔心。但實際上我們認為這個邏輯並不成立。1、上一次進口煤的政策調整是在4月份煤價進入570元/噸左右發生的（鳳凰財經），我們認為，至少表明當時的政策底線在570元/噸，現在在煤價仍在600元/噸左右就再次修改進口煤政策並不符合發改委的政策目標。2、電力股下跌，其實與中煤能源、平莊能源的上漲同步，而後兩者上漲主要由於它們都是國企改革品種，因而，上周電力股下跌是基於國企改革中可能發生的煤電聯營，擔心潛在的煤電聯營可能降低火電的煤價彈性，但我們認為這個擔憂為時尚早。

我們預計，今年冬季煤價仍可能旺季不旺。1、2017年底的天然氣規劃提出2018-2021年，居民“煤改氣”的空間約為1800萬戶（中國產業信息網），據我們測算：如果按照農村居民每戶每年4噸煤，則未來四年可減少7200萬噸煤炭消費，每年1800萬噸，平均分配在冬季每月減少600萬噸，按照目前月均3億噸左右的煤炭消費測算減少冬季消費2個百分點。2、河北省冀代煤辦最近發佈的《河北省2018年冬季清潔取暖工作方案》提出，農村清潔取暖堅持宜氣則氣、宜電則電、宜光則光、宜油則油、宜煤則煤，力推電代煤、穩推氣代煤等。為解決氣源問題，今年已與三大油協議落實採暖季供氣107億方（新增38.2億方），用氣上可達到供需平衡。如果按照河北省今年和三大油企的簽約增量看，我們預計，可以替代煤炭600萬噸。

投資建議：期貨異動不影響基本面判斷，旺季不旺如期繼續兌現，未來四季度仍有旺季不旺的可能，短期的回調一方面是國企改革或帶來煤電聯營的短期預期所致，我們認為，未來並不會對上市公司造成太大的影響；另一方面則是受到動力煤期貨大幅上漲的恐慌影響。目前火電基本面仍舊持續改善，仍然是行業反轉的投資機會，我們認為，火電長期投資機會已現，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。

## 宏觀

### CPI 小幅續升，PPI 增速回落

①7月CPI續升。7月CPI環比上漲0.3%，同比繼續小幅升至2.1%。7月豬價環比漲幅擴大，菜價上漲、鮮果價跌，食品價格環比由降轉為上升0.1%，同比上漲0.5%；暑假出行高峰，交通、旅遊和住宿價格明顯上漲，此外居住、醫療保健、燃料價格也小幅上升，非食品價格環比上漲0.3%，同比2.4%，是CPI同比上行的主因。

②預測8月CPI微降。8月以來豬價、菜價繼續回升，鮮果價格略回落，食品價格整體或有所上行，但去年同期基數偏高，預計8月CPI同比或小幅回落至1.9%。

③7月PPI回落。7月PPI環比上漲0.1%，同比小幅回落至4.6%。從行業來看，石油和天然氣開採、石油、煤炭、黑色金屬冶煉和壓延加工業價格環比漲幅回落，有色金屬冶煉和壓延加工業、化學原料和化學製品價格由升轉降，計算機、通信、煤炭開採和洗選業漲幅擴大。

④預測8月PPI繼續回落。8月以來鋼價仍高，但煤價、油價回落，預測8月PPI環比下跌0.2%，同比回落至3.5%。8月以後PPI基數抬升，年內PPI同比或趨下行。

⑤通脹壓力不大。7月以來，豬價、菜價持續反彈，鋼價創年內新高，這背後存在季節性以及供給約束的原因，但當前整體背景仍是經濟承壓、消費走弱，而政策上去杠桿的大方向也並未轉變，這意味著總需求仍將趨於回落，制約通脹上行力度，近期貿易摩擦和匯率貶值也帶來漲價擔憂，實際影響尚待觀察，整體上年內通脹壓力不大。

## 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。