

分析师:

张忆东 全球首席策略师

SFC HK: BIS749

SAC: S0190510110012

zhangyd@xyzq.com.cn

联系人:

李彦霖

SAC: S0190510110015

夏日寒风，以战促和的代价及黄金坑

——中国权益资产投资策略报告

2019年5月19日

投资要点

报告关键点

5、6月夏日寒风，N型走势的第二折，行情震荡、分化，自下而上精选核心资产

相关报告

20190506《夏日寒风，核心资产的黄金坑》

20190428《夏日寒风，N型走势的第二折》

20190422《核心资产牛市的大趋势及小波段》

20190415《基本面“预期差修复”继续，精挑细选》

20190410《拥抱基本面的确定性，迎接快涨后的颠簸》

20190331《看多4月，基本面和机构资金驱动行情》

20190325《兑现“倒春寒”，回归基本面》

20190311《倒春寒时节，科创、开放打造行情新方向》

20190228《这个春天有点热》

20190218《春水泛滥，A股和港股的春季行情继续》

20190114《中美携手反弹第一季，且共从容》

20190107《春天的声音，春天的升因》

20181223《华山只有一条路，走出险境须激活资本市场》

20181216《山不转，水转》

20181127《一溪流水泛轻舟》

20181023《冬天里的一把“旺火”》

20180618《至暗时刻，“不死鸟”照亮未来》

20180204《短期波动骤升及长期价值重估》

20170620《核心资产的世界》

20160917《财富配置全球化，港股开启新牛市》

1、回顾：率先提2019年全年N型走势、熊牛转折，基于“三座大山”的变化

1.1、年度策略的逻辑基础——政策环境改善是2019年中国资本市场的核心宏观变量，“三座大山”的其他变量不明。观点：中国股市筑底、孕育熊牛转折。

1.2、年初至4月中旬逻辑基础——“三座大山”（中美关系调整期、货币环境收缩期、中国经济下行期）迎来阶段性改善。观点：坚持2019年N型走势，随政策变化一波三折，基于货币环境改善、中美贸易战阶段性缓和，看多春季。

1.3、四月中旬至5月初的逻辑基础——“三座大山”趋于恶化，从宽松政策环境调整到中美贸易谈判不顺利。观点：提防“夏日寒风”、N型走势第二折开始。

2、展望：夏日寒风继续，三座大山压制市场，维稳政策对冲节奏

2.1、中短期：“三座大山”压力骤升，盯住汇率波动及其对外资影响。

1) 大国博弈从贸易扩展到科技等方面并形成“持久战”预期，压制风险偏好。

2) 中国的政策应对是为了长期更好、以战促和，将保持战略定力而不选择“大放水大刺激”。A、“稳就业”政策将聚焦于社会保障、加大扶贫、打黑等社会治理；B、“稳金融、稳投资”政策将选择“精准滴灌”，“补短板”政策发力，汇率双边波动加大。C、“稳外资、稳预期”的政策工具在于新一轮改革开放。

3) 中国经济增速的下行压力，对全球经济乃至美股的负面影响将继续释放。

2.2、长期战略性看多中国资产的大逻辑不变。贸易战是持久战，中长期影响更多体现在中国如何危中寻机；内因决定核心资产大趋势；资本市场重要性显著提升，重视提高上市公司质量有望提升长期投资者回报。

2.3、便宜是硬道理，中国优质核心资产又到了长期估值底部。当前中国的实际资金利率处于历史低位水平，而优质公司不论A股还是港股也回到了低位。

2.4、中国各领域核心资产的盈利动能在修复。优质成长股ROE有企稳迹象，后续减税降费、刺激内需、扶持科技创新等政策红利将见成效。

3、策略：短期抱团“避风港”、长期精选核心资产并逢低布局“黄金坑”

3.1、短期，“必需消费品+补短板、自主可控”成为避风港。1) 必需消费品如乳业、啤酒、医药、教育、家电、中低端服务业等，受益于内需和社会保障；

2) “自主可控”的TMT高端硬件、软件；新能源车；军工等受益于“补短板”政策。3.2、中长期，精选金融、地产等核心资产趁“黄金坑”逢低布局。

风险提示：全球经济增速下行；中、美货币政策转鹰派；大国博弈的政治风险



目 录

1、回顾：率先提 2019 年全年 N 型走势、熊牛转折，基于“三座大山”的变化	- 4 -
1.1、2018 年 11 月转多，年度策略的逻辑基础——政策环境改善是 2019 年中国资本市场的核心宏观变量	- 4 -
1.2、年初至 4 月中旬的逻辑基础——“三座大山”（中美关系调整期、货币环境收缩期、中国经济下行期）迎来阶段性的边际改善。	- 5 -
1.3、四月中旬至 5 月初的逻辑基础——“三座大山”趋于恶化，从宽松政策环境调整到中美贸易谈判不顺利。	- 5 -
2、展望：夏日寒风继续，三座大山压制市场，维稳政策对冲节奏	- 5 -
2.1、中短期：“三座大山”压力骤升，盯住汇率波动及其对外资影响	- 5 -
2.2、长期战略性看多中国资产的大逻辑不变	- 10 -
2.3、便宜是硬道理，中国优质核心资产又到了长期估值底部区域	- 11 -
2.4、疾风知劲草，中国各领域核心资产的盈利动能在修复	- 12 -
3、策略：短期抱团“避风港”、长期精选核心资产并逢低布局“黄金坑”	- 15 -
3.1、夏日寒风，“必需消费品+补短板、自主可控”成为避风港	- 15 -
3.2、中长期，疾风知劲草，利用核心资产的“黄金坑”布局	- 16 -
4、风险提示	- 18 -
图表 1：N 型、一波三折的走势，可以参考 2005 年上证综指的表现	- 4 -
图表 2：新闻联播内容	- 6 -
图表 3：CCTV6 近期播出《上甘岭》	- 6 -
图表 4：2018 年以来历次中美贸易战升级之后上证综指表现	- 6 -
图表 5：扶贫支出快速增长	- 7 -
图表 6：三大产业就业人数变化	- 7 -
图表 7：固定资产投资分项累计同比增速	- 7 -
图表 8：大放水容易刺激地产	- 7 -
图表 9：19 年 1 季度信贷大部分仍投向了地产领域，但与去年同期相比有所下降（单位：十亿元）	- 8 -
图表 10：2019Q1 货币政策执行报告和 2018Q4 货币政策执行报告对比	- 8 -
图表 11：OECD 外商投资限制指数 2017	- 9 -
图表 12：全球资产 5 月 6 日至 13 日以美元计价涨跌幅	- 10 -
图表 13：沪深 300PE	- 11 -
图表 14：全部 A 股（除金融、石油石化）PE	- 11 -
图表 15：以陆股通重仓持股为代表的核心资产 PE	- 11 -
图表 16：资金价格和股市估值都处于底部	- 11 -
图表 17：恒生指数 PE	- 12 -
图表 18：全部 A 股（除金融、石油石化）PE	- 12 -
图表 19：A 股分行业 PE	- 12 -
图表 20：ROE 下降幅度温和	- 13 -
图表 21：这一轮经济下行周期中，ROE 出现了企稳迹象	- 13 -
图表 22：总资产周转率平稳	- 13 -
图表 23：固定资产同比增长缓慢	- 13 -
图表 24：中下游行业继续扩张，中上游收缩	- 14 -
图表 25：净利率下降幅度温和	- 14 -
图表 26：经营性现金流同比大幅改善	- 14 -
图表 27：应收账款同比增速下滑	- 14 -
图表 28：累计社零总额同比增长——必须消费相关（%）	- 15 -

图表 29: 累计社零总额同比增长——可选消费相关 (%)	- 15 -
图表 30: 累计社零总额同比增长——地产消费相关 (%)	- 15 -
图表 31: 自主可控各领域主要国产品牌	- 16 -
图表 32: 过去 10 年 A 股表现最好的股票.....	- 17 -

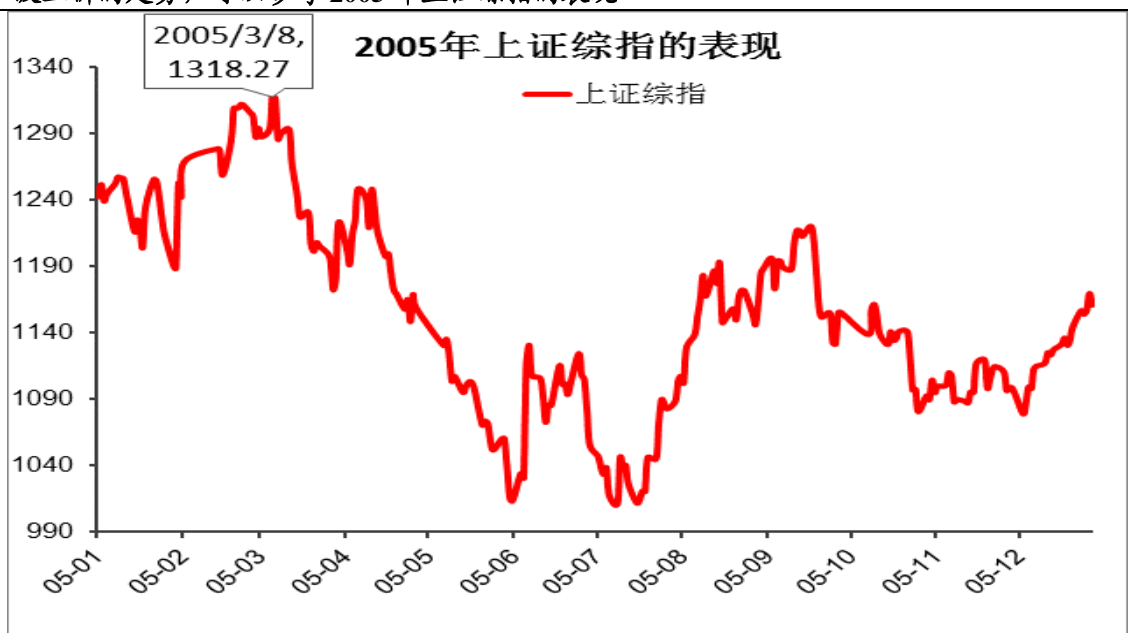
1、回顾：率先提 2019 年全年 N 型走势、熊牛转折，基于“三座大山”的变化

1.1、2018 年 11 月转多，年度策略的逻辑基础——政策环境改善是 2019 年中国资本市场的核心宏观变量

2018 年 11 月，我们一改 2018 年 2 月至 10 月的悲观，发布了中国权益资产 2019 年投资策略报告《一溪流水泛轻舟》，强调市场处于战略性底部区域、孕育新生、熊牛转折，判断 2019 年“从紧缩转向宽松，政策环境改善是 2019 年中国资本市场的核心宏观变量”，而“三座大山”的其他两个变量趋势并不明确。

并且在 2018 年底我们率先提出，2019 年中国股市步入牛熊转折期、N 型走势，A 股 2019 年的运行节奏和背景与 2005 年以及 2013 年有相似之处：1) 估值历史低点但信心低、换手率低+股市政策开始积极+短期经济风险仍在；2) 当年行情仍有困难和反复，N 型波动、拉锯筑底；3) 结构性机会增多。对于长线资金，基于 2、3 年，2019 年可能是新牛市的起点，每一次市场短期的超跌都是长期的好买点。

图表 1：N 型、一波三折的走势，可以参考 2005 年上证综指的表现



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

其中，2018 年年终我们对中美贸易战的预期比较乐观，20190101《凡是过去，皆为序章》提出的 2019 年七大猜想中的猜想 3 就是——2019 年中美贸易战阶段性缓和，相应，人民币 2019 年将维持强势。现在来看，形势显然已经发生了变化。

畅想 2019：山不转，水转，一溪流水泛轻舟

猜想 1：宏观政策更积极但是政策力度受限，“螺蛳壳里做道场”

猜想 2：宏观政策手段更注重激发市场活力，充分挖掘存量财政潜力

猜想 3：2019 年中美贸易战阶段性缓和，相应，人民币 2019 年将维持强势

(相关报告:《一溪流水泛轻舟》, 20181216 《山不转, 水转》 20181223 《华山只有一条路, 走出险境须激活资本市场》, 20190101 《凡是过去, 皆为序章》)

1.2、年初至4月中旬的逻辑基础——“三座大山”(中美关系调整期、货币环境收缩期、中国经济下行期)迎来阶段性的边际改善。

在岁末年初投资者情绪悲观之时, 基于货币环境改善和中美贸易战阶段性缓和, 我们率先看好中、美两国股市一季度反弹, 提出 MOVE 动力改善: Money 货币、Oversea 海外(海外货币政策、中美贸易摩擦)、Value 估值、Economy 对经济基本面的预期等。

(相关报告《华山只有一条路, 走出险境须激活资本市场》、《春天的声音, 春天的升因》、《中美携手反弹第一季, 且共从容》、《春水泛滥, A 股和港股的春季行情继续》, 20190124 《乍暖还寒, 牛熊转折期要耐心踩准节奏》)

1.3、四月中旬至5月初的逻辑基础——“三座大山”趋于恶化, 从宽松政策环境调整到中美贸易谈判不顺利。

4月22日《核心资产牛市的大趋势及小波段》、4月28日《夏日寒风, N型走势的第二折》提出“夏日寒风”, 提防5、6月调整, 5、6月“宽松政策调整之后调整”是牛市的真正试金石。5月6日《夏日寒风, 核心资产的黄金坑》提醒“夏日寒风”的调整时间未结束, 中美贸易谈判的不确定性将主导短期行情, 核心资产将砸出“黄金坑”。

2、展望: 夏日寒风继续, 三座大山压制市场, 维稳政策对冲节奏

2.1、中短期: “三座大山”压力骤升, 盯住汇率波动及其对外资影响

2018年11月《一溪流水泛轻舟》以来, 我们认为驱动市场的核心宏观变量是“三座大山——大国关系进入调整期、全球货币环境收缩期、中国经济进入调整周期”的压力减轻。当前, 虽然货币环境有所改善, 但是, 中美大国博弈出现超预期的新变数, 中国经济的不确定性上升, “三座大山”压力骤升。

大国博弈从贸易战的范围进一步扩展到科技等方面, 并形成“持久战”预期, 压制风险偏好。美方已将对 2000 亿美元中国输美商品加征的关税从 10%上调至 25%, 美方近段时间在多个方面采取损害中方利益的言行, 包括通过政治手段打压中国企业的正常经营。

图表 2: 新闻联播内容



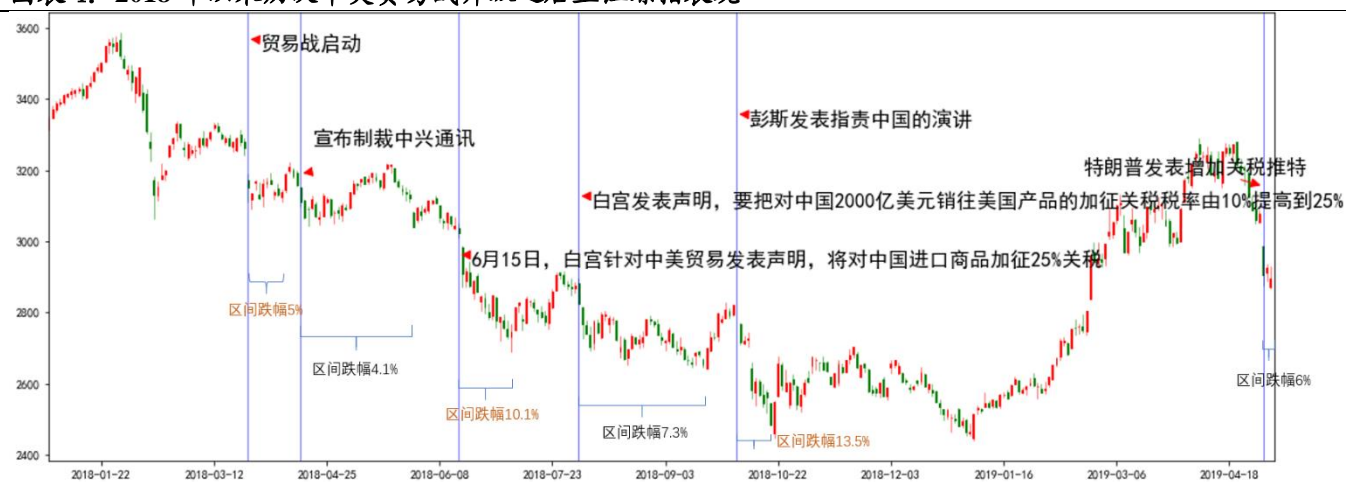
数据来源: 新闻联播, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3: CCTV6 近期播出《上甘岭》



数据来源: 公开资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4: 2018 年以来历次中美贸易战升级之后上证综指表现

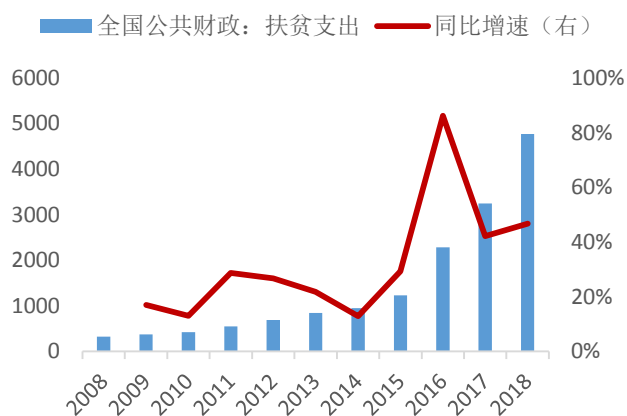


数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院海外策略团队整理

中国的政策应对是为了长期更好、以战促和, 将保持战略定力而不选择“大放水大刺激”。

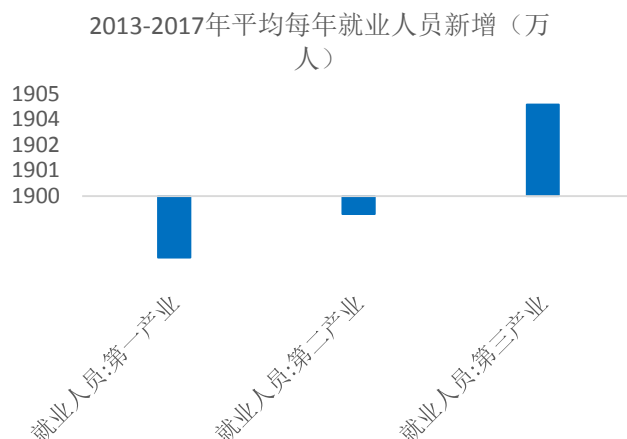
- “稳就业”政策将聚焦于社会保障、加大扶贫、打黑等社会治理。中美贸易摩擦常态化之下, 对美出口相关就业将受到冲击。“稳就业”政策有望进一步加大社会保障、扶贫力度, 扶贫支出过去三年复合增长率接近 70%, 2019 年有望进一步提高。

图表 5: 扶贫支出快速增长



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6: 三大产业就业人数变化



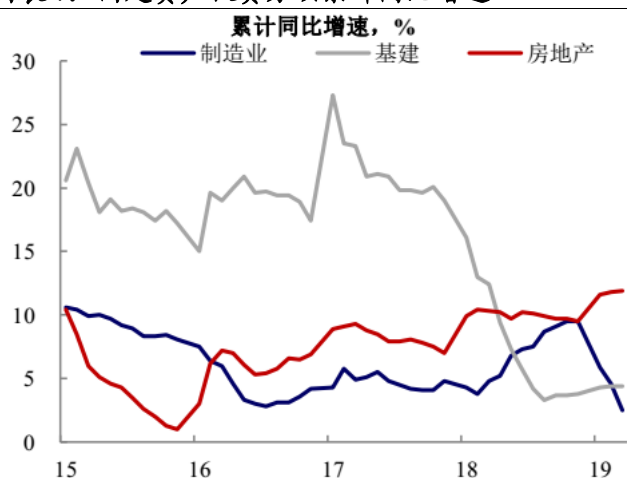
数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

● “稳金融、稳投资”政策将选择“精准滴灌”，“补短板”政策发力，汇率双边波动加大

——在总体经济偏弱、房地产一花独放的数据面前，只能选择结构性放水的政策，否则，容易形成新的风险点。19年1季度信贷仍有超过40%投向了地产领域。央行一季度货币政策执行报告重提“把好货币供给总闸门，不搞大水漫灌”、“坚持结构性去杠杆”，以及银保监会发布23号文，进一步强调治理乱象，都表情了以适度的货币增长支持高质量发展的态度。

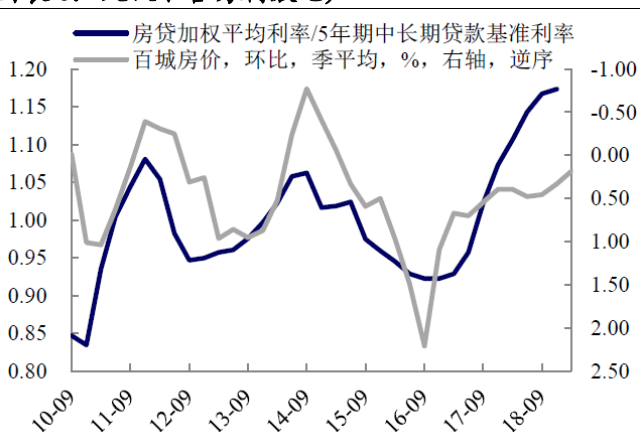
——稳投资聚焦补短板，基建投资会继续加力，但重点将从传统的铁公基转向“科技基建”。5月16日国务院常务会议明确指出将加快网络升级扩容作为扩大有效投资的重要着力点、突出增强工业互联网、教育、医疗等重点领域的网络能力，加大有效投资力度、加强工业互联网专线建设等。

图表 7: 固定资产投资分项累计同比增速



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

图表 8: 大放水容易刺激地产



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

图表 9: 19 年 1 季度信贷大部分仍投向了地产领域, 但与去年同期相比有所下降 (单位: 十亿元)

	季度新增贷款, 十亿 (人民币信贷收支表口径)	1.住户贷款, 十亿	1.1消费性贷款	1.1.1购房贷款	1.1.2消费贷	1.2经营贷款	2.企业贷款	2.1企业短贷&票据	2.1.1企业短期贷款	2.1.2企业已贴现票据	2.2企业中长期贷款	2.2.1房地产开发贷	2.2.2除地产开发贷以外的企业中长贷	(住户贷款+开发贷)/新增贷款
2017Q1	4,220.0	1,850.0	1,640.0	1,150.0	490.0	210.0	2,660.0	-116.3	963.7	-1,080.0	2,670.0	352.1	2,317.9	52.18%
2018Q1	4,859.3	1,746.7	1,400.0	988.5	411.5	333.5	3,084.7	544.0	598.7	-54.7	2,448.5	813.0	1,635.5	52.68%
2019Q1	5,805.8	1,810.0	1,430.0	1,120.0	310.0	383.9	4,484.1	1,833.3	1,050.0	783.3	2,562.7	660.0	1,902.7	42.54%

数据来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院固定收益团队整理

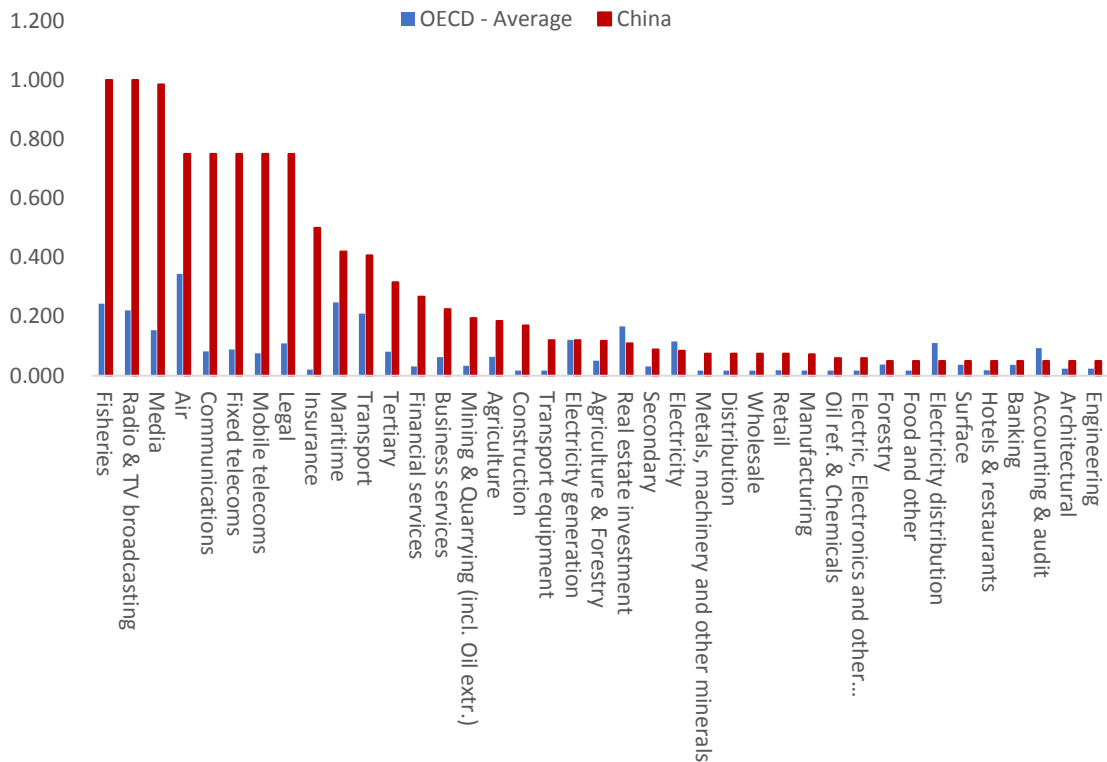
图表 10: 2019Q1 货币政策执行报告和 2018Q4 货币政策执行报告对比

	货币政策趋势展望比较	
	2019Q1 货币政策执行报告	2018Q4 货币政策执行报告
经济形势判断	<p>展望未来一段时期, 中国经济保持平稳发展的有利因素较多……经济运行总体平稳、好于预期……也要看到, 经济运行仍存在一些深层次问题和突出矛盾。</p> <p>部分传统支柱产业进入调整期, 制造业投资和民间投资增长有所放缓, 经济增长对房地产和基建投资依赖较高, 经济内生增长动力有待进一步增强。这些因素既有周期性的, 但更多是结构性、体制性的, 必须保持定力、增强耐力, 勇于攻坚克难。</p>	<p>展望未来一段时期, 中国经济保持平稳发展的有利因素较多……也要看到, 经济发展面临的国际环境和国内条件都在发生深刻而复杂的变化, 推进供给侧结构性改革过程中不可避免会遇到一些困难和挑战, 经济运行稳中有变、变中有忧。长期积累的风险隐患有所暴露, 经济仍面临下行压力。</p> <p>房地产、汽车等传统支柱产业进入调整期, 大部分新业态和新动能在量级上仍弱于传统支柱行业, 消费增长相对乏力, 内生增长动力有待进一步增强。企业有效融资需求有所下降, 金融机构风险偏好下降, 自身也受到一定约束。</p>
总体框架	<p>稳中求进、突出主线、守住底线、把握好度。注重以供给侧结构性改革的办法稳需求, 坚持结构性去杠杆, 在推动高质量发展中防范化解风险, 坚决打好三大攻坚战。紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务, 创新和完善金融宏观调控。立足于推动高质量发展, 更加注重质的提升, 更加注重激发市场活力。深化金融供给侧结构性改革, 调整优化金融体系结构, 不断改进金融服务。</p> <p>稳健的货币政策要松紧适度, 适时适度实施逆周期调节, 根据经济增长和价格形势变化及时预调微调, 进一步加强政策协调, 疏通货币政策传导, 创新货币政策工具和机制, 进一步降低实体经济尤其是小微企业融资成本, 提高金融服务实体经济的能力和意愿。</p> <p>把好货币供给总闸门, 不搞“大水漫灌”, 同时保持流动性合理充裕, 广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配。</p>	<p>坚持稳中求进工作总基调, 坚持新发展理念, 坚持推动高质量发展, 坚持以供给侧结构性改革为主线, 紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务, 创新和完善金融宏观调控。</p> <p>稳健的货币政策保持松紧适度, 强化逆周期调节, 把握好宏观调控的度, 在多目标中实现综合平衡。进一步加强政策协调, 疏通货币政策传导, 创新货币政策工具和机制, 进一步提高金融服务实体经济的能力和意愿。</p>
货币政策框架	<p>稳健的货币政策保持松紧适度, 根据经济增长和价格形势变化及时预调微调, 保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架, 增强调控前瞻性、针对性和有效性, 精准把握好调控的度, 加强预期引导, 稳定市场预期, 继续灵活运用多种货币政策工具组合, 强化政策协调, 适时预调微调。</p> <p>平衡好总量和结构之间的关系, 发挥各部门的政策合力, 从供需两端共同夯实疏通货币政策传导的微观基础, 保持货币信贷和社会融资规模合理增长。</p>	<p>稳健的货币政策保持松紧适度, 强化逆周期调节, 保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架, 继续灵活运用多种货币政策工具组合, 加强政策协调</p> <p>平衡好总量和结构之间的关系, 发挥“几家抬”的政策合力, 从供需两端共同夯实疏通货币政策传导的微观基础, 保持货币信贷和社会融资规模合理增长。</p>
信贷政策	<p>发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用, 做好金融支持供给侧结构性改革各项工作。运用好定向降准、定向中期借贷便利、再贷款、再贴现等多种货币政策工具, 创新和丰富货币政策工具组合, 发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用。</p> <p>开展小微企业信贷政策导向效果评估, 强化评估结果运用。指导大型商业银行下沉金融服务重心、转变金融服务理念, 推动民营银行和社区银行发展, 引导地方法人金融机构业务回归本源, 专注小微等实体经济金融服务。</p>	<p>按照市场化法治化的原则, 继续运用各种政策工具, 引导金融机构加大对民营和微企业支持力度。运用好定向降准、定向中期借贷便利、再贷款、再贴现等多种货币政策工具, 创新和丰富货币政策工具组合, 发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用。</p> <p>继续切实落实政策要求, 坚决遏制隐性债务增量, 稳妥化解银行债务存量, 推动必要在建项目后续建设, 分类协商处置存量债务, 保护债权人合法权益。</p>
利率及汇率制度	<p>稳妥推进利率“两轨合一轨”, 强化央行政策利率体系的引导功能, 完善利率走廊机制, 增强利率调控能力, 重点疏通央行政策利率向市场利率尤其是信贷利率的传导……采取有效方式激励约束利率定价行为, 强化行业自律和风险防范, 维护公平定价秩序, 保持银行负债成本基本稳定。</p> <p>稳步深化汇率市场化改革, 完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度, 保持人民币汇率弹性, 加强宏观审慎管理, 稳定市场预期, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p>	<p>稳妥推进利率“两轨合一轨”, 完善市场化的利率形成、调控和传导机制, 强化央行政策利率体系的引导功能, 完善利率走廊机制, 增强利率调控能力, 重点是进一步疏通央行政策利率向市场利率和信贷利率的传导……采取有效方式激励约束利率定价行为, 强化行业自律和风险防范, 维护公平定价秩序。</p> <p>稳步深化汇率市场化改革, 完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度, 保持人民币汇率弹性, 并在必要时加强宏观审慎管理, 稳定市场预期, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p>

数据来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院固定收益团队整理

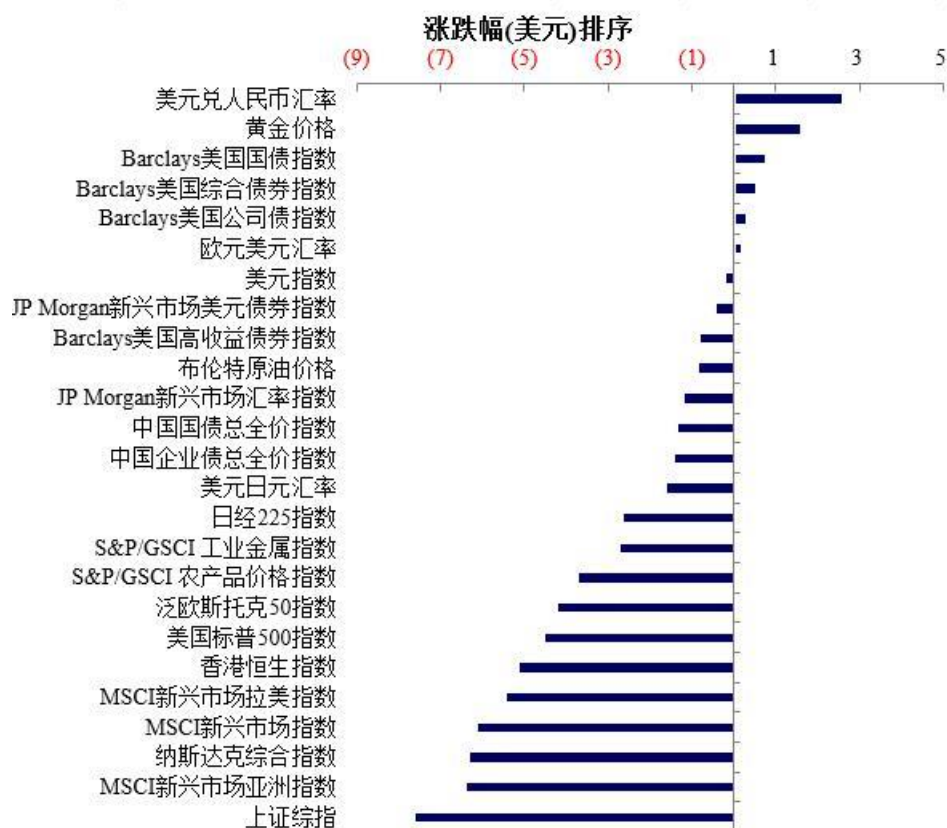
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- “稳外资、稳预期”的政策工具在于新一轮改革开放。中美贸易摩擦常态化的背景下，向全球其他国家进一步主动加大开放的力度，进一步降低关税、非关税壁垒、扩大外资市场准入、扩大资本市场对外开放是更理性的“稳外资、稳预期”的手段。根据 OECD 发布的外商投资限制指数，在第三产业我国外商投资限制较主要经济体仍有较大开放的空间。

图表 11: OECD 外商投资限制指数 2017


数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

中国经济增速的下行压力，对全球经济乃至美股的负面影响将继续释放。1) 4月经济数据显示经济内生增长动力仍显不足。社会消费品零售单月同比从8.7%降至7.2%，制造业投资从累计总比4.6%降至2.5%，基建投资低位保持平稳，只有房地产投资一花独放。2) 中美贸易摩擦引发全球风险资产动荡，并将拖累全球经济增长。自5月6日贸易摩擦升级以来，全球主要风险资产包括新兴市场指数、美股指数、工业金属价格、新兴市场汇率等纷纷下跌，黄金、日元等避险资产上涨。

图表 12: 全球资产 5 月 6 日至 13 日以美元计价涨跌幅


数据来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、长期战略性看多中国资产的大逻辑不变

首先，贸易战是持久战，中国有庞大的内需空间应对贸易摩擦，在短期的风险释放之后，中长期对基本面的影响，更多体现在中国如何危中寻机，坚持做好自己的事情，集中于有利于长远发展的机会上。

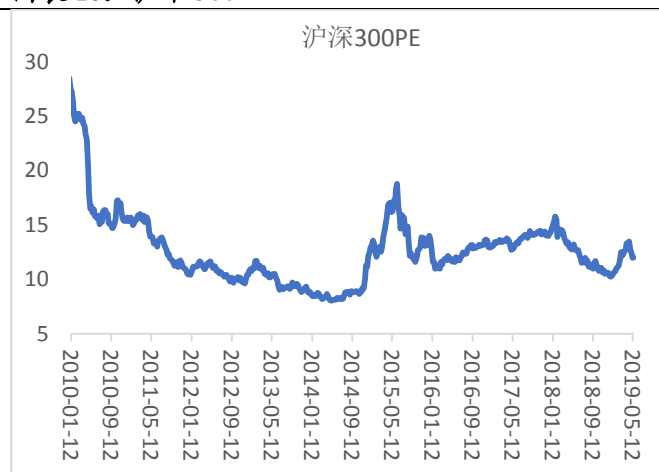
第二，内因决定核心资产大趋势。中国的宏观环境正转向高质量发展阶段，制度环境重视开放、市场化、转型创新，将推动中国有竞争力的优势企业、核心资产盈利能力和竞争力进一步提升。

第三，资本市场重要性显著提升，制度改革特别是重视提高上市公司质量有望提升长期投资者回报。1) 经济增长模式转变，需要与之相适应的金融体系支持，从中国资本市场现状来看，中国的证券化率依然较低，激活资本市场是牵一发而动全身的好牌。2) 股市政策重视“提高上市公司乃至整个资本市场质量”，有望提升长期投资者回报。

2.3、便宜是硬道理，中国优质核心资产又到了长期估值底部区域

当前中国的实际资金利率处于历史低位水平，而优质公司不论 A 股还是港股都回到了低位。沪深 300 指数 PE (TTM) 12 倍、恒生指数 PE10.1 倍，都处于历史底部区域。我们以陆股通前 50 大重仓持股作为核心资产的代表，PE (TTM) 仅 9.6 倍，其中非金融行业的核心资产 PE 也仅 15 倍，都处于具有长期投资价值的区域。

图表 13: 沪深 300PE



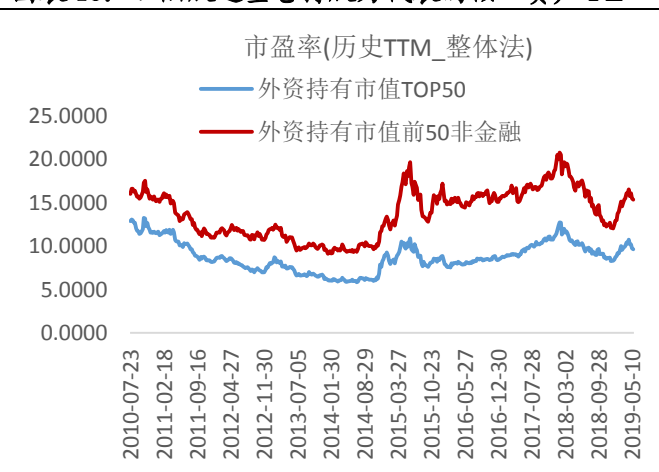
数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院海外策略团队整理

图表 14: 全部 A 股 (除金融、石油石化) PE



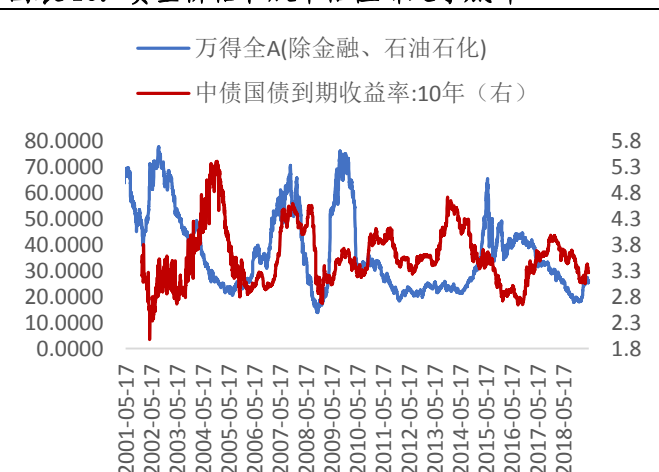
数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院海外策略团队整理

图表 15: 以陆股通重仓持股为代表的核心资产 PE



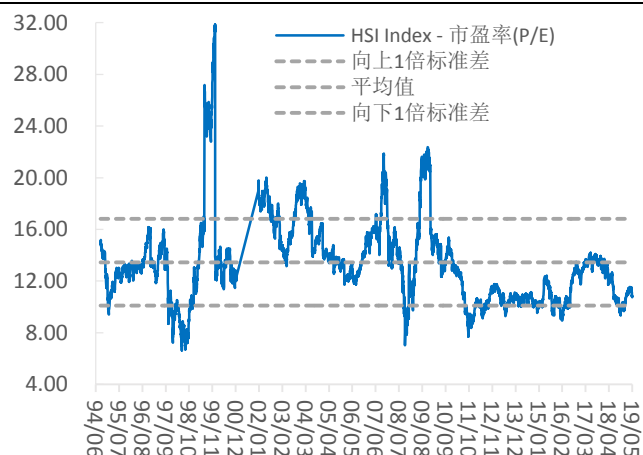
数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院海外策略团队整理

图表 16: 资金价格和股市估值都处于底部



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院海外策略团队整理

图表 17: 恒生指数 PE



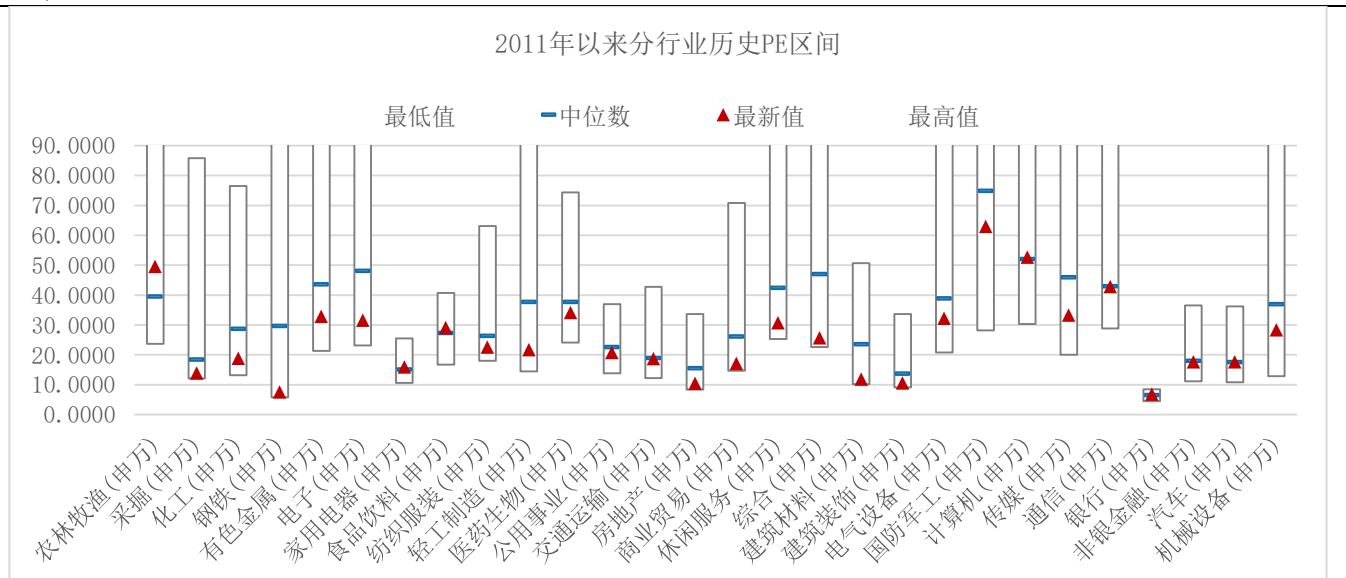
数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院海外策略团队整理

图表 18: 全部 A 股 (除金融、石油石化) PE



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院海外策略团队整理

图表 19: A 股分行业 PE



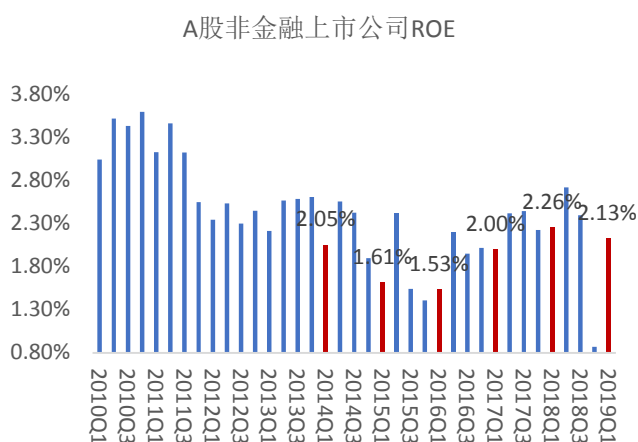
数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院海外策略团队整理

2.4、疾风知劲草，中国各领域核心资产的盈利动能在修复

优质资产 ROE 有企稳迹象，后续减税降费、刺激内需、扶持科技创新等政策红利将见成效。

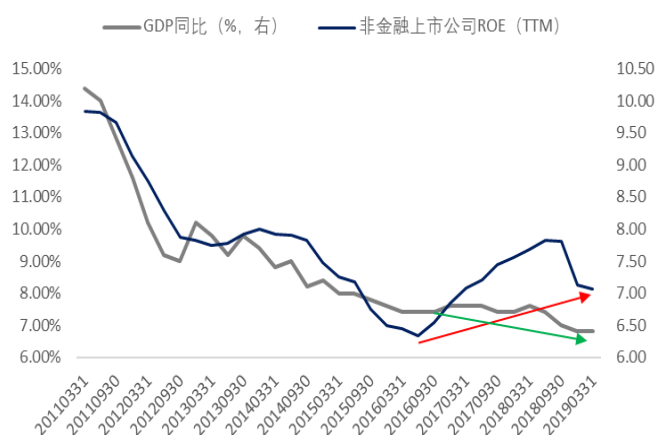
这一轮经济下行周期中，A 股非金融上市公司盈利能力的下降幅度非常温和，远小于以往库存周期盈利能力下台阶式的波动。以受资产减值损失影响较小的 2019 年一季度非金融上市公司数据观察，ROE2.15%，较去年同期仅下降了 0.13 个百分点，且高于 2014-2017 年一季度的水平，表明上市公司盈利能力没有受到严重损害。

图表 20: ROE 下降幅度温和



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院海外策略、A股策略团队整理

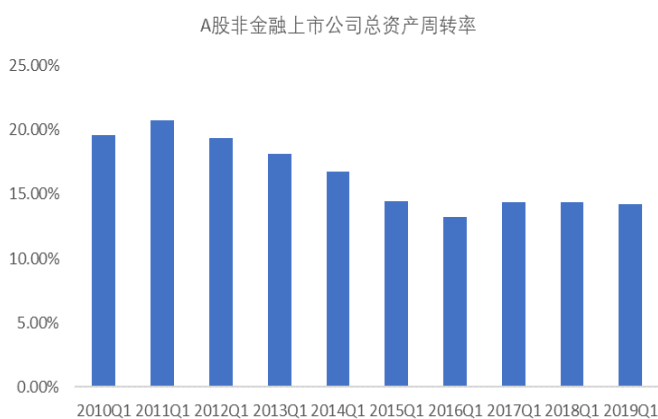
图表 21: 这一轮经济下行周期中, ROE 出现了企稳迹象



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院海外策略、A股策略团队整理

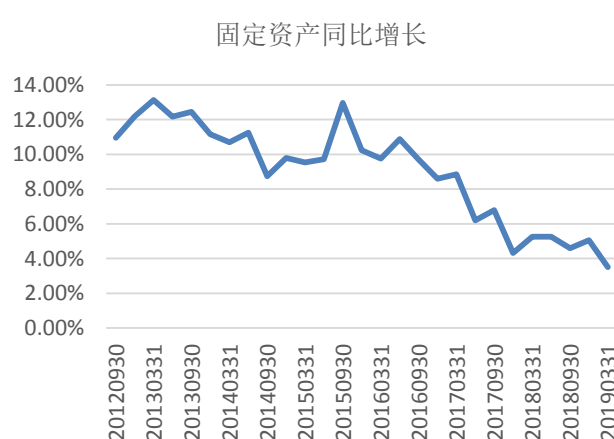
上市公司从粗放式扩张到苦练内功是 ROE 下降幅度趋缓的原因。1) 2015 年以来, A 股非金融上市公司固定资产同比增速从 13% 下降至 2019 年一季度仅 3.5% 的增速。因此, 即使 GDP 增速继续放缓, 上市公司总资产周转率也保持了平稳, 净利率下降幅度也非常温和。2) 行业分化明显, 成长及内需消费相关的行业固定资产同比增速较快, 传统中上游周期性行业主动收缩。

图表 22: 总资产周转率平稳



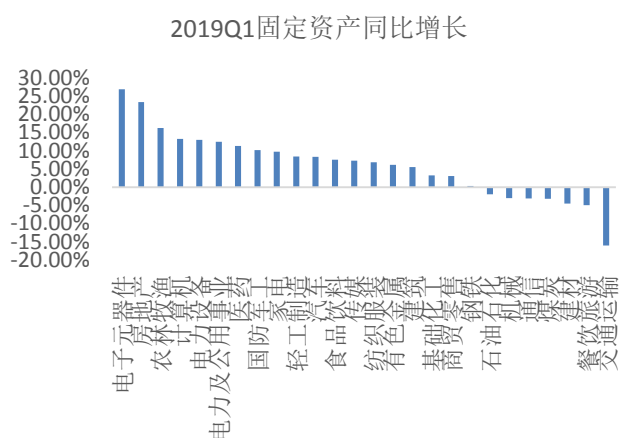
数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院海外策略、A股策略团队整理

图表 23: 固定资产同比增长缓慢

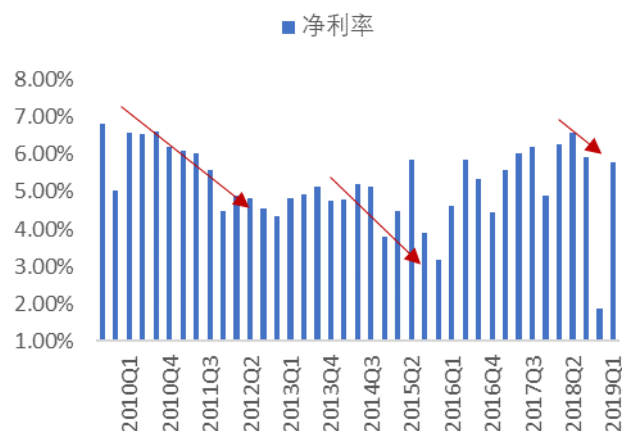


数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院海外策略、A股策略团队整理

图表 24: 中下游行业继续扩张, 中上游收缩



图表 25: 净利率下降幅度温和

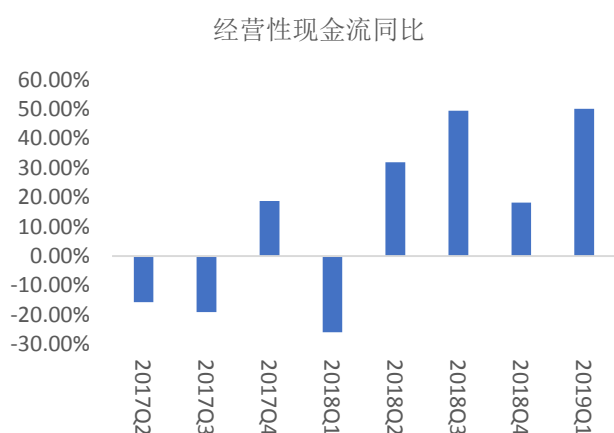


数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院海外策略、A 股策略团队整理

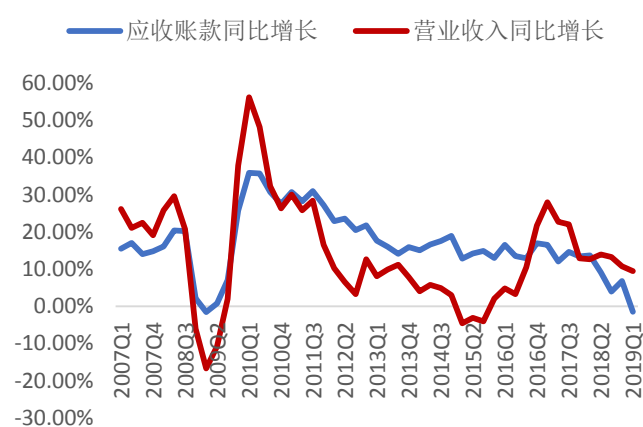
随着流动性环境改善以及上市公司开始更加重视现金流, 经营性现金流明显好转。这也为上市公司更好的回馈股东创造了基础。A 股非金融上市公司经营性现金流 2018Q4、2019Q1 同比分别增长了 18%、50%, 显著好于净利润增速。拆分 2018 年下半年经营性现金流变动的构成, 可以看到, 应收项目的减少是现金流改善的主要原因。在收入增长尚属稳定的情况下, 2019Q1 应收账款甚至同比下降了 1.5%。

未来, 结构分化将会更加明显, 一批优秀的企业盈利将率先改善。一旦企业主动降价去库存这一调整最剧烈的阶段过去之后, 企业盈利有望走向分化。“宽货币、宽信用、宽财政”的政策环境改善、以及一系列市场化政策红利将在二季度体现的更加明显。

图表 26: 经营性现金流同比大幅改善



图表 27: 应收账款同比增速下滑



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院海外策略、A 股策略团队整理

3、策略：短期抱团“避风港”、长期精选核心资产并逢低布局“黄金坑”

3.1、夏日寒风，“必需消费品+补短板、自主可控”成为避风港

短期 A 股和港股都面对偏空的宏观环境，一方面，中美关系的复杂化以及贸易战演化为持久战的预期，将继续压制风险偏好；另一方面，中国以战促和、保持战略定力，汇率波动风险以及全球经济中短期下行压力将加大，美股、A 股、港股都有进一步调整的压力。

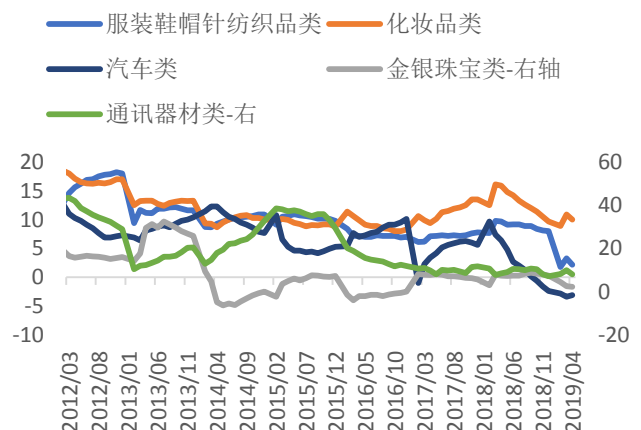
考虑到中国股市已经先行调整，总体估值合理，因此，在后续调整行情中将出现大分化，要提防 1) 前期抱团、过度拥挤的行业，短期可能出现调整风险，特别是受中短期经济下行、贸易战、汇率贬值等风险直接影响的行业后续数月可能随时会出现阶段性的踩踏，最终形成相关领域的核心资产的黄金坑。2) 春风不度玉门关，缺乏政策呵护的领域中的小公司、垃圾股，要小心大股东减持、财务风险。

因此，短期应对夏日寒风的行业配置，建议围绕“避风港”进行抱团，聚焦于“内需必需消费品+补短板、自主可控”。

第一，1) 必需消费品受益于刺激内需和扶贫、减税、职业培训、失业保障等一系列社会保障政策，建议精选乳业、啤酒、医药、教育、家电、中低端服务业等行业的龙头公司。

2) 在外部压力之下，政策支持力度有望进一步加码，“自主可控”相关的 TMT 高端硬件、软件；新能源车；军工等领域的龙头，将受益于“补短板”政策。

图表 28: 累计社零总额同比增长——必须消费相关(%) 图表 29: 累计社零总额同比增长——可选消费相关(%)

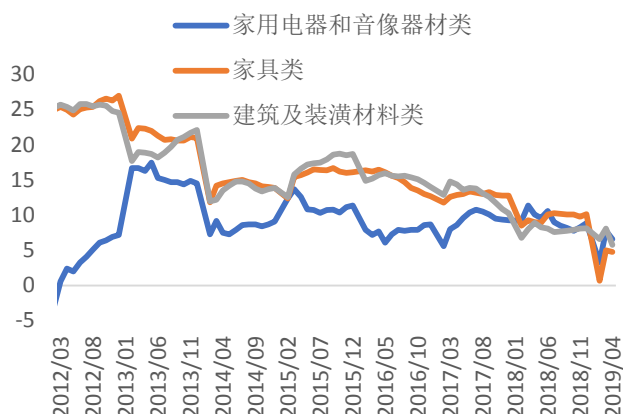


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院海外策略团队整理

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院海外策略团队整理

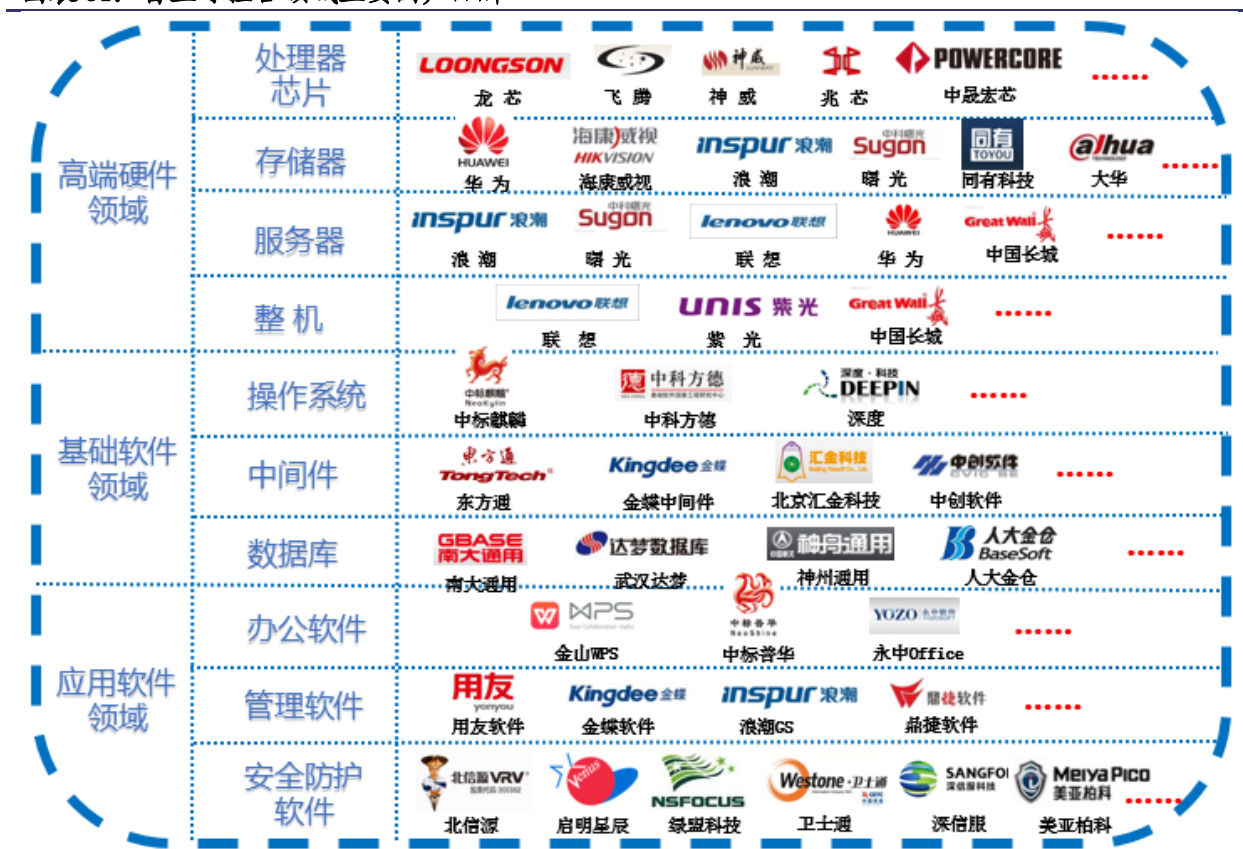
图表 30: 累计社零总额同比增长——地产消费相关(%)

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院海外策略团队整理

图表 31：自主可控各领域主要国产品牌



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、中长期，疾风知劲草，利用核心资产的“黄金坑”布局

疾风知劲草，立足于中长期的大趋势，中国各领域的核心资产崛起之路方兴未艾。利用好短期调整的小波段，市场行情调整时是逢低买入性价比更好的核心资产的良好时机。参考过去 10 年 A 股表现最好的股票，盈利的增长是股价上涨的主要源泉。

图表 32: 过去 10 年 A 股表现最好的股票

NO.	2009 年 5 月 1 日至 2019 年 5 月 1 日累 计涨幅 (%)	代码	股票名称	中信一级行 业	盈利变化	估值变化
1	4402.61	600340.SH	华夏幸福	房地产	30358%	4%
2	2218.02	000661.SZ	长春高新	医药	4909%	52%
3	2134.83	600436.SH	片仔癀	医药	711%	15%
4	1956.30	000596.SZ	古井贡酒	食品饮料	4803%	84%
5	1742.79	600763.SH	通策医疗	医药	2056%	38%
6	1704.71	000631.SZ	顺发恒业	房地产	415%	25%
7	1602.13	002236.SZ	大华股份	电子元器件	2329%	41%
8	1545.59	300601.SZ	康泰生物	医药		50%
9	1402.78	603019.SH	中科曙光	计算机		40%
10	1373.94	600887.SH	伊利股份	食品饮料	482%	26%
11	1302.37	002714.SZ	牧原股份	农林牧渔		
12	1283.85	600276.SH	恒瑞医药	医药	861%	32%
13	1237.19	002157.SZ	正邦科技	农林牧渔	483%	
14	1196.43	002475.SZ	立讯精密	电子元器件	4525%	40%
15	1190.31	600519.SH	贵州茅台	食品饮料	827%	39%
16	1165.89	300450.SZ	先导智能	机械		16%
17	1164.01	002230.SZ	科大讯飞	计算机	676%	13%
18	1146.78	600446.SH	金证股份	计算机	-306%	
19	1118.92	300015.SZ	爱尔眼科	医药	1544%	31%
20	1098.73	000977.SZ	浪潮信息	计算机	3217%	26%
21	1097.16	002271.SZ	东方雨虹	建材	3318%	46%
22	1094.88	002049.SZ	紫光国微	电子元器件	1039%	39%
23	1040.96	600705.SH	中航资本	非银行金融	4297608%	30%
24	1029.79	002044.SZ	美年健康	医药	6176%	4%
25	1029.00	300226.SZ	上海钢联	传媒	720%	45%
26	1020.80	000651.SZ	格力电器	家电	1232%	66%
27	1016.63	300033.SZ	同花顺	计算机	1553%	107%
28	1006.18	601012.SH	隆基股份	电力设备	2435%	94%
29	990.93	300347.SZ	泰格医药	医药		25%
30	946.30	000671.SZ	阳光城	房地产	4907%	29%

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

4、风险提示

全球经济增速下行；中、美货币政策转鹰派；大国博弈的政治风险

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、建发国际投资集团有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司和羚邦集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。