

广谱利率下行期的 A 股布局之道

——金融供给侧慢牛系列报告（十二）

报告摘要:

● 今年引发市场熊转牛是两个关键因素：1) 美联储由紧转松；2) 中国由去杠杆转向金融供给侧改革。贴现率下行驱动 A 股金融供给侧慢牛。

● 广谱利率下行是较为确定的中等级别趋势

19H2 美联储启动预防式降息周期，中国金融供给侧改革纵深推进，新 LPR 改革、全面降准及地产融资下降等因素助推利率下行。当前广谱利率面临加速下行，中央降实体融资成本的政策目的十分明晰。

● 广谱利率下行对 A 股整体有何影响？

估值影响三大因素：盈利预期、利率、风险偏好。利率与估值之间关系复杂既有相关性又有因果性。美股 1950 年至 2009 年 11 次利率下行期有 10 次估值上行。A 股 02 年以来 4 次广谱利率下行期有 3 次估值触底回升。动态看利率下行前期估值可能会继续下降，但中后期估值往往回升。

本轮广谱利率下行助力 A 股“金融供给侧慢牛”。当前诸多贴现率因素包括货币/信用/监管等出现 Q1 式改善，金融供给侧改革推动广谱利率下行，进而助力估值震荡回升。我们维持两个关键判断：经济不佳但上市公司盈利并不很糟糕、本轮贴现率下行驱动估值扩张盖过盈利探底。

● 本轮利率下行期行业配置：双重阿尔法思维

利率下行前期往往对应着经济下行，顺周期行业盈利往往跟随下行，一般性规律，行业配置三大方向：盈利稳定不变型（类债券型）、盈利稳定增长型（经济弱相关消费）、盈利潜在占优性（科技股）。增量时代关注贝塔，存量时代关注阿尔法。中国通过金融供给侧改革突围存量经济困境，A 股面临双重分化：行业分化和个股分化，需要有双重阿尔法思维。

进攻是最好的防守：科技股。A 股经验广谱利率下行期科技股往往占优，核心驱动力在于相对业绩表现，利率下行也有助推。本轮科技股有望逐渐进入牛市，但节奏方面预计并非一蹴而就，当出现阶段性业绩不及预期或风险偏好受冲击时，科技股也会出现较大震荡调整。金融供给侧改革是结构性改革，本轮科技股将呈现优胜劣汰的分化格局，“硬科技”更优，以“量”选赛道（速度和持续性），以“价”再细分（技术护城河）。

防守之一：盈利稳定不变型。主要包括水电/燃气/水务/高速公路/机场等类债券型，经验表明广谱利率下行期类债券股票大多会取得不错的绝对和相对收益，从 PB-ROE 框架看水电/高速公路等仍有估值回升空间。

防守之二：盈利稳定增长型。主要有食品饮料/医药/零售等。经验表明广谱利率下行期上述消费股表现较好，从 PB-ROE 框架看医药生物等仍有估值回升空间。我们提出锚定业绩/参照系/海外对标三个锚来把握估值。历次广谱利率下行期，一线白马均优于二线白马，最优选择仍是“以龙为首”。

● **风险提示：**货币宽松低于预期、通胀超预期、经济下行超预期。

分析师:

戴康



SAC 执证号: S0260517120004

SFC CE No. BOA313



021-60750651



daikang@gf.com.cn

分析师:

陈伟斌



SAC 执证号: S0260518080005

SFC CE No. BOD694



021-60750626



gfchenweibin@gf.com.cn

相关研究:

目录索引

前言	5
一、广谱利率下行是较为确定的中等级别趋势	6
1.1 19H2 相对 19H1 利率驱动力的新变化	6
1.2 当前广谱利率已进入下行区间	8
二、广谱利率下行对 A 股整体有何影响?	10
2.1 估值影响三大因素: 盈利预期、利率、风险偏好	10
2.2 利率下行与估值变化的关系: 兼具相关性与因果性	10
2.3 利率与估值关系: 美股经验	12
2.4 利率与估值关系: A 股经验	14
2.5 本轮广谱利率下行助力 A 股“金融供给侧慢牛”	16
三、本轮利率下行期行业配置: 双重阿尔法思维	19
3.1 利率下行期行业配置的一般性规律	19
3.2 本轮利率下行期特殊性: 全球存量经济时代与股市的双重阿尔法	20
3.3 进攻是最好的防守: 科技股	22
3.4 防守之一: 盈利稳定不变型——类债券	28
3.5 防守之二: 盈利稳定增长型——经济弱相关的消费股	31
风险提示	36

图表索引

图 1: 每次利率倒挂时美联储均会启动降息	6
图 2: 美联储 9 月会议降息概率走势图	6
图 3: 央行通过 LPR 实施利率并轨, 推动贷款利率下行.....	7
图 4: 房价限制逐渐减弱.....	7
图 5: 16 年猪价明显上涨但 CPI 却并没有跟随上行.....	8
图 6: 当前 PPI、CPI 非食品等指数均已下行.....	8
图 7: 房地产企业融资持续收紧.....	8
图 8: 房地产销售增速放缓将持续压制房地产投资	8
图 9: 四大广谱利率开始进入较为明显的下行期	9
图 10: 低评级信用债利差今年 5 月份以来呈收敛趋势.....	9
图 11: 估值影响因素三剑客: 利率、盈利预期、风险偏好.....	10
图 12: 从相关性视角看利率与估值的关系	11
图 13: 从因果性视角看利率与估值的关系	12
图 14: 利率下行推动经济回升美股估值回升提前于经济回升美国 1950s-1970s. 13	13
图 15: 利率下行推动经济回升美股估值回升提前于经济回升美国 1980s-2010s. 13	13
图 16: 后金融危机时代美国利率下行期估值上行的概率仍然较大.....	14
图 17: 2002 年来 A 股经验表明多数情况下利率下行估值上行的反向关系成立 .. 15	15
图 18: 当前诸多贴现率因素类似 Q1 式改善, 推动 A 股估值扩张.....	17
图 19: 历次广谱利率下行期间, 估值与盈利变动对比.....	18
图 20: 广谱利率下行期行业配置思路	19
图 21: 存量经济时代的困境.....	20
图 22: 面对存量经济困境中国实施改革进行突围	21
图 23: 历次广谱利率下行期间, 估值与盈利变动对比.....	22
图 24: 创业板相对沪深 300 的走势与业绩增速差高度正相关	23
图 25: TMT 行业 PE 估值分位数 (包含 18 商誉减值影响)	24
图 26: TMT 行业 PE 估值分位数 (剔除 18 商誉减值影响)	24
图 27: 5G 推动下通信 PCB 等领域业绩已开始释放.....	25
图 28: 国产替代案例: 华为手机终端市占率不断提升.....	25
图 29: 国内科技行业投资已呈触底回升态势	26
图 30: 全球半导体产业周期已触底.....	26
图 31: 当前 TMT 内部出现明显分化.....	27
图 32: 当前 TMT 各行业上涨股票占比也有明显分化	27
图 33: 经济下行期, 盈利稳定的股票确定性较高.....	28
图 34: 从资产周转率和销售利润率把握盈利稳定行业.....	28
图 35: PB-ROE 机场.....	30
图 36: PB-ROE 电力.....	30
图 37: 食品饮料相对收益&相对利润率	33
图 38: PB 估值与 12 年高点相仿、而 ROE 较大差距	33
图 39: PB-ROE 食品.....	33

图 40: PB-ROE 饮料.....	33
图 41: 一二线消费白马表现.....	34
图 42: 一线白马相对二线持续上行.....	34
图 43: 一线白马股盈利能力明显高于二线.....	35
表 1: 历次广谱利率下行的经济形势、政策及驱动力对比.....	16
表 2: 广谱利率下行期类债券各行业 PB 估值变化.....	29
表 3: 广谱利率下行期类债券各行业 ROE 水平对比.....	29
表 4: 广谱利率下行期类债券各行业 PE 估值变化.....	30
表 5: 广谱利率下行期经济弱相关的消费各行业 PE 估值变化.....	32
表 6: 广谱利率下行期经济弱相关的消费各行业 PB 估值变化.....	32
表 7: 广谱利率下行期经济弱相关的消费各行业 ROE 对比.....	32

前言

今年A股市场行情已经演绎大半，较强劲走势超出多数投资者在年初时的判断。年初很多投资者担心今年经济下行，企业盈利不佳，A股难有较好表现。事后看，经济确实仍在下行，企业盈利的底部也尚未明朗，但A股还是走出了慢牛。

今年A股的核心矛盾在于分母端贴现率而非分子端企业盈利。经济不佳并不意味着股市走熊。经济主要影响股市驱动力的分子端盈利，而除了分子端盈利外，股市还有另外两大驱动力——利率和风险偏好，即贴现率因素。今年引发市场熊转牛的是两个关键因素：1) 美联储由紧转松；2) 中国由去杠杆转向金融供给侧改革。贴现率下行驱动A股金融供给侧慢牛。

中国金融供给侧改革是今年A股贴现率不断下行的核心驱动力。2017年金融去杠杆，广谱利率上行，A股呈现结构性的盈利牵牛。而2018年资管新规推动表外资管去杠杆紧信用，虽然无风险利率下行，但以风险利率为代表的广谱利率却反而高企。2019年金融供给侧改革由破到立，从优化资金结构、扩大金融开放、降低融资成本和防范金融风险四大方面推进，实现对当前存量经济困境的突围，政策目的十分明晰。

在全球流动性转向宽松及中国金融供给侧改革的不断深化下，我们判断未来广谱利率将进一步下行。相比今年上半年，美联储正式启动降息转向宽松，中国金融供给侧改革向纵深推进，先后实施新LPR改革、全面降准以及严格定调房地产等。在上述因素推动下，我们判断当前利率仍处于下行通道中，并且这种下行不仅仅局限于无风险利率，而是广谱利率整体下行。中期，我们面临的是比较充裕的流动性（宽松）追逐相对有限（打破刚兑）优质资产的环境。

本文我们分别从整体和行业两大层面进行分析本轮广谱利率下行期的A股投资策略。整体层面上，我们详细分析了利率与估值之间的相关性与因果性，并借鉴美股历史经验和A股历史经验，对当前广谱利率下行期A股估值及整体走势的变化作出判断；行业层面上，我们分析了利率下行期行业配置的一般规律，并指出本次利率下行期的特殊性——中国实施金融供给侧改革突破存量经济困境，当前利率下行期行业配置面临双重阿尔法的选择。

一、广谱利率下行是较为确定的中等级别趋势

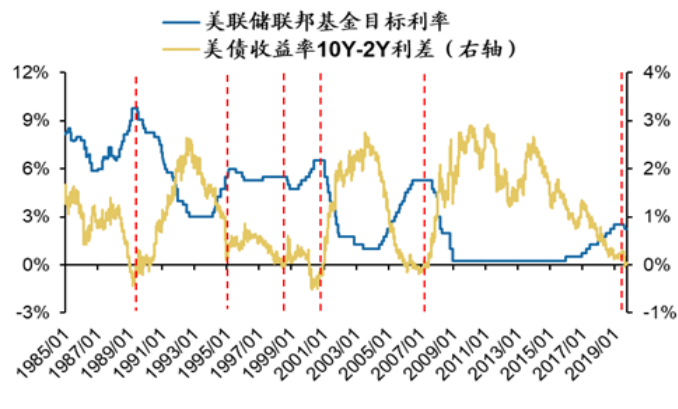
1.1 19H2 相对 19H1 利率驱动力的新变化

(1) 美联储进入降息周期，全球流动性总闸门正式放水

十年来美联储首次降息，打开全球流动性的总闸门。今年初美联储对缩表态度有所缓和，但并没有明确表示是否降息。8月初美联储宣布下调联邦基金利率25BP至2.25%，并提前结束缩表计划，这是自2008年后十年来美联储首次降息。事实上，2019年以来已有包括澳大利亚、韩国等发达国家及印度、俄罗斯、巴西等新兴经济体共计超过30国央行不约而同进入降息周期，全球流动性转向宽松迹象明显，而美联储降息标志着全球流动性总闸门正式放水。

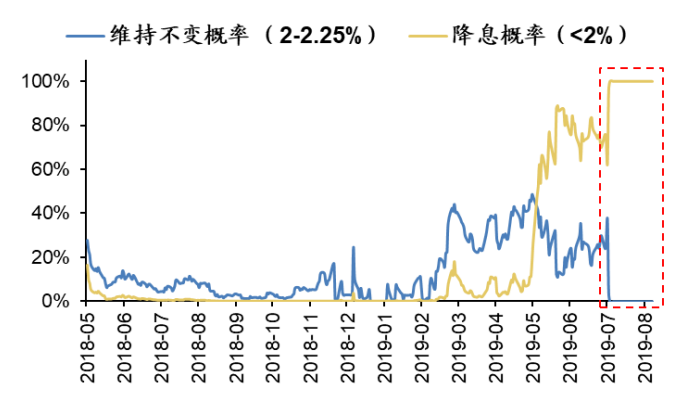
美联储9月议息会议大概率二次降息，美联储降息周期开启。9月5日美联储公布了地区经济报告褐皮书，表示美国制造业及消费者支出等表现欠佳。作为议息会议参考文件之一，褐皮书预示着两周后即将召开的美联储9月议息会议很可能继续降息。从历史经验看，美债收益率利差倒挂时，美联储往往会启动降息，本轮美债收益率10Y-2Y利差已于今年8月末首次倒挂，美联储时隔十年大概率再次进入降息周期。当前联邦基金利率期货隐含的降息概率已达100%，9月会议降息几成定局。

图1：每次利率倒挂时美联储均会启动降息



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：美联储9月会议降息概率走势图



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

(2) 中国金融供给侧改革持续推进，新LPR改革叠加全面降准，货币宽松愈加明晰

中国金融供给侧改革背景下降成本不断推进，防风险措施更加温和。19年开始的“金融供给侧改革”的内涵包括四大支柱：优化金融结构、扩大金融开放、降低融资成本、防范金融风险。18年宽货币紧信用，去杠杆不断推进，市场利率下行难以传导至实体企业贷款利率下行；19年在降低融资成本指引下，央行通过实施新LPR改革以及全面降准等措施，切实推动实体企业融资成本下降。此外，相比19Q2银行接管事件“处置风险的风险”，当前切换至“防范处置风险的风险”，防风险措施更加温和。

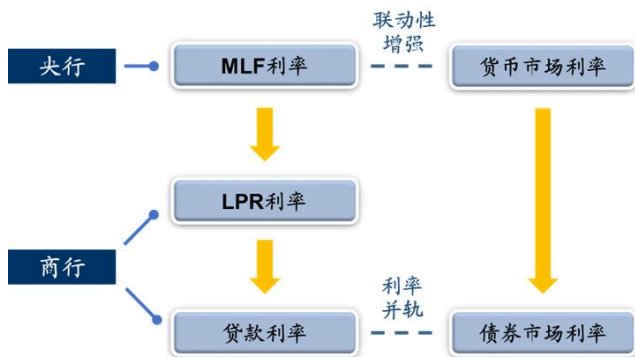
今年8月中国央行启动新LPR改革，通过利率市场化的方式疏通货币政策传导机制，推动实体企业融资成本下行。我国金融市场存在贷款基准利率和市场利率并存

的“利率双轨”问题，由于贷款基准利率是由央行规定而非市场形成，因此市场利率下行无法引导贷款利率下行。今年8月17日，央行官网公布LPR改革新规，央行通过市场利率（MLF利率）加点的方式形成新的LPR利率，提高LPR的市场化程度，在新发贷款主要参考LPR的规定下，这将促进贷款利率两轨合一轨，由于前期市场利率整体下行幅度较大，故此次LPR改革可以起到降低贷款实际利率的效果。

9月6日中国央行宣布将启动全面降准及定向降准，进一步释放货币宽松信号。为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，央行决定于9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。此外，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。央行有关负责人表示，此次降准释放长期资金约9000亿元，其中全面降准释放资金约8000亿元，定向降准释放资金约1000亿元。此次降准将进一步释放货币宽松信号，助推广谱利率下行。

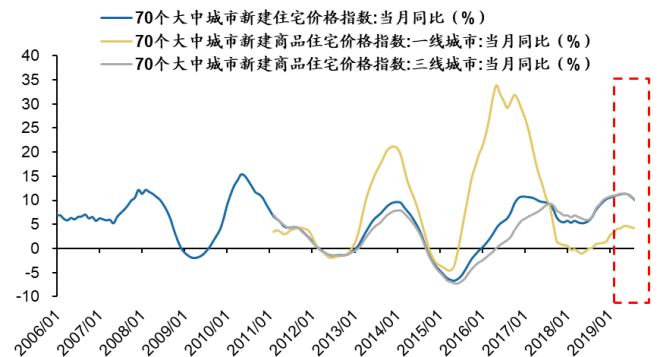
国内货币政策的限制因素也在逐渐消除，房价所缓和、房地产调控持续收紧、叠加LPR改革单独隔离房贷利率，房地产难以构成货币宽松的限制因素。70城房价同比在今年4月份已触顶，目前已经由4月的11.4%回落至7月的10.1%，连续3个月下行。此次LPR改革新规设置了1年期和5年期LPR，从政策意图上看可以通过不断引导1年期LPR下行推动实体企业融资成本下行，而通过5年期LPR基本稳定来调控房地产领域。

图3：央行通过LPR实施利率并轨，推动贷款利率下行



数据来源：广发证券发展研究中心

图4：房价限制逐渐减弱

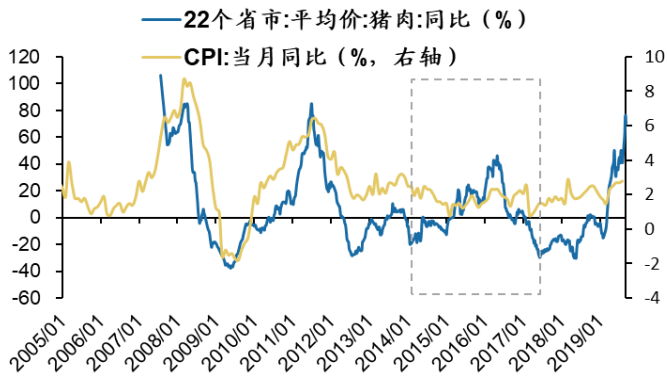


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

当前猪价上涨是非洲猪瘟等供给侧原因导致，并没有出现社会物价全面性持续性上涨，真实通胀压力并不大，预计后续CPI对货币政策掣肘有限。当前市场担忧“猪通胀”来袭，我们认为当前的真实通胀压力并不大。如果是正常经济周期中，因为经济周期步入过热阶段，猪价以及其他生产生活资料一同涨价，此时猪价是有效的代理变量，CPI、PPI等各类物价指数会一同上升。但当前猪价上涨是非洲猪瘟叠加环保等供给侧原因导致，经济体系中其他生产生活资料并没有发生全方位持续上涨。事实上，当前PPI已同比转负，CPI非食品也在下行，核心CPI也处于低位。实际上，在16年发生过猪价明显上涨，但CPI却并没有跟随上行的先例。当前非洲猪瘟叠加环保因素驱动猪价上涨，这意味着猪价无法准确反映经济的实际通胀水平，也不再是经济的代理变量，已成为无效变量。我们不排除后续CPI继续上升的可能

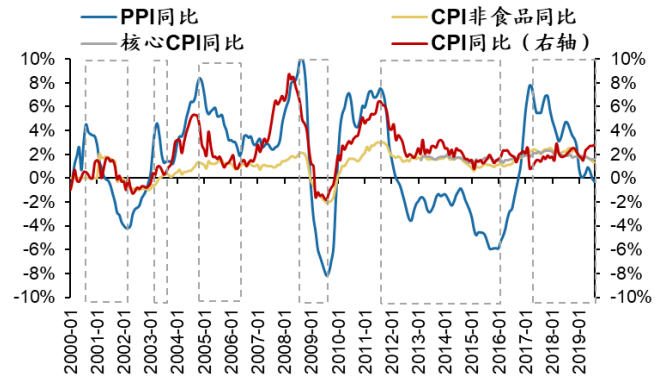
性，但预计CPI对货币政策的掣肘有限。

图5: 16年猪价明显上涨但CPI却并没有跟随上行



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 当前PPI、CPI非食品等指数均已下行

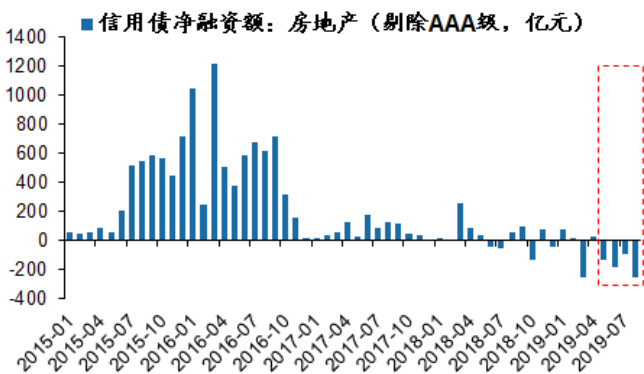


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(3) 调控收紧导致房地产融资下降，助推利率下行

房地产调控继续收紧的背景下，房地产行业融资持续萎缩，房地产融资需求回落有助于推动利率下行。7.30政治局会议强调“不把房地产作为短期刺激经济的手段”，定调房地产调控不会放松。实际上，房地产行业从今年5月份开始融资就持续收紧。剔除AAA级的房地产企业债净融资额从今年5月份以来已连续四个月为负。与此同时，房地产销售增速也在今年上半年筑顶，并在5月以来增速持续放缓，销售减速会进一步压制房地产投资增速。随着地产调控收紧，其融资需求逐步回落，资金需求端承压减小，有助于广谱利率下行。

图7: 房地产企业融资持续收紧



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 房地产销售增速放缓将持续压制房地产投资



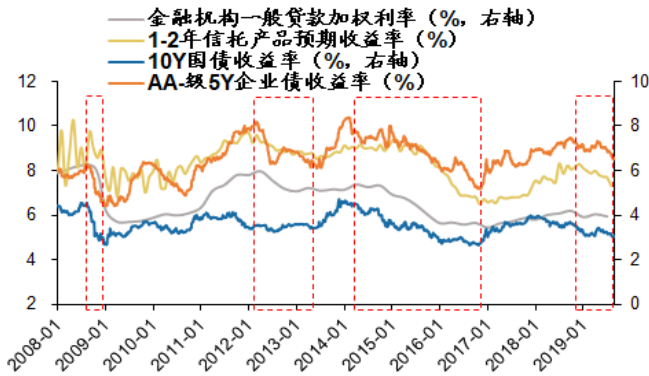
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

1.2 当前广谱利率已进入下行区间

18年11月广谱利率呈现筑顶迹象，今年5月份以来低评级信用债信用利差也开始收敛，广谱利率下行趋势已现。广谱利率包含无风险利率以及各类风险利率，如中低评级信用债收益率、信托收益率、一般企业贷款利率等。18年前10月广谱利率呈现分化态势，期间10Y国债收益率下行约30bp，但紧信用环境下各类风险利率仍

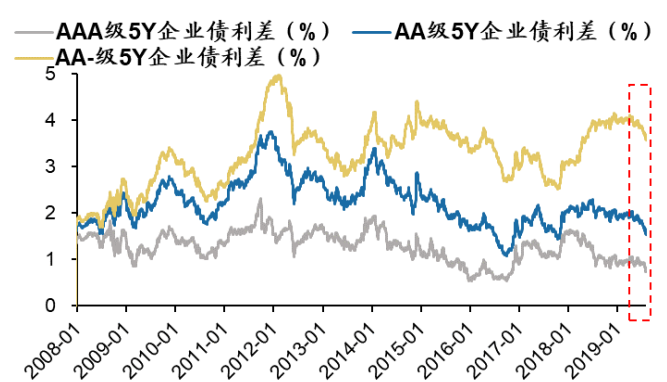
然上行，如AA-级5Y信用债收益率期间上行约50bp。自18年11月开始主要风险利率呈现筑顶迹象，之后逐渐回落。今年5月份，信用债信用利差也开始收敛，进一步验证广谱利率下行趋势。

图9：四大广谱利率开始进入较为明显的下行期



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：低评级信用债利差今年5月份以来呈收敛趋势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

当前广谱利率下行受中央政府政策驱动，其政策目的为降低实体企业融资成本，因此广谱利率下行是比较确定的中等级别趋势。中央政府政策推动力极强，领会政策目标更重要。不必再怀疑广谱利率下行。部分投资者认为，当前信用债收益率没有反应真实情况，对外报价有人为做低的嫌疑，信用债实际收益率并没有下行多少。而实际上，中央政府政策推动力极强，领会政策目标更重要。不必再怀疑广谱利率下行，当中央政府明确要降低实体企业融资成本，需要避免就单一政策分析落地效果，这样会导致一叶障目不见泰山，把握政策的目的更加重要。当前推动利率下行的政策目的十分清晰，包括信用债在内的广谱利率下行是较为确定的中等级别趋势。

二、广谱利率下行对 A 股整体有何影响？

根据公式 $P=EPS \times PE$ ，我们先分析利率下行对 A 股估值的影响，然后结合对 A 股盈利的判断来分析利率下行对 A 股股价的影响。

2.1 估值影响三大因素：盈利预期、利率、风险偏好

从贴现模型推出估值主要受盈利预期、利率、风险偏好这三大因素影响。盈利预期、利率和风险偏好并非三个独立变量，这三者之间往往是相关联的。比如当经济处于下行周期时，衰退式宽松会驱动利率下行，但投资者的盈利预期和风险偏好往往也会下行，虽然利率下行对估值是正贡献，但盈利预期和风险偏好下行对估值是负贡献，最终估值的变动方向并不明确。

图11：估值影响因素三剑客：利率、盈利预期、风险偏好

$$\begin{aligned}
 \text{市值} &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{净利润}_t}{(1 + \text{利率} + \text{风险溢价})^t} \\
 \frac{\text{市值}}{\text{净利润 (TTM)}} &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{净利润}_t / \text{净利润 (TTM)}}{(1 + \text{利率} + \text{风险溢价})^t} \\
 \text{估值} &\propto \frac{\text{盈利预期}}{\text{利率} + \text{风险溢价}}
 \end{aligned}$$

数据来源：广发证券发展研究中心

2.2 利率下行与估值变化的关系：兼具相关性与因果性

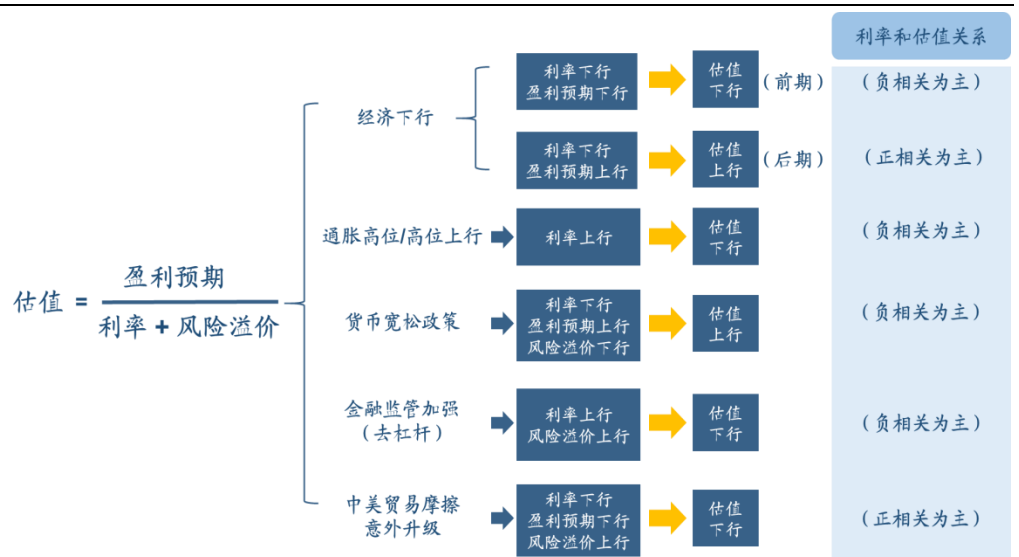
利率与估值的关系十分复杂，并不是简单的负相关，因为二者之间既有相关性又有因果性。

我们先来分析一个典型的经济周期中利率与估值的变化。

相关性体现在利率与估值会同时受其他因素影响，这意味着利率与估值之间既有负相关关系又有正相关关系。我们分别从经济基本面、货币政策面等因素进行分析，并主要以经济下行期为例。**1) 经济增长：利率与估值以正相关为主。**经济下行前期往往会驱动利率下行，并通过盈利预期恶化推动估值下行，经济下行后期市场开始逐步预期到经济和盈利将见底回升，则估值往往会触底并回升；**2) 通胀：处于高位/高位上行时，利率与估值以负相关为主。**通胀高位/高位上行时，利率往往上行，估值下行。通胀的影响与绝对水平相关，在低位时往往影响不大；**3) 货币政策：利**

率与估值以负相关为主。货币宽松往往会驱动利率下行，并通过盈利预期和风险偏好改善推动估值上行。此外，其他非常规事件也会同时影响利率与估值。**4) 17年金融监管加强：利率与估值负相关为主。**通过金融去杠杆推动利率上行，同时还通过风险偏好推动多数小盘股估值下行；**5) 18年中美贸易摩擦意外升级：利率与估值负相关为主。**通过影响经济预期推动利率下行，同时还通过盈利预期和风险偏好推动估值下行。

图12: 从相关性视角看利率与估值的关系



数据来源：广发证券发展研究中心

因果性主要体现在利率变化向估值的传导，经济下行前期往往是二者同向变化，后期进入反向变化。这一路径往往沿着“无风险利率下行——>风险利率下行/传导至实体经济(实体经济融资成本下降)——>投资者对于企业盈利预期逐步改善——>股市估值扩张”演绎。我们仍以经济下行期为例。一个典型的经济周期中，经济下行前期利率不断下行，由于各经济主体对未来前景悲观，因此初期利率下行对增加资本开支的作用很小，此时股市估值仍然以下行为主。在经济下行期央行往往实施宽松的货币政策，这会进一步助推利率下行，但不一定会推动估值上行，因为宽松前期市场投资者对政策效果往往是存疑的。进入经济下行的后半期，在经济周期自身规律及货币政策效果逐渐显现的推动下，利率下行对拉动投资的作用也逐渐增大，部分投资者开始意识到经济周期终将触底回升，此时虽然经济还未回升但股市估值先行触底回升，之后经济触底回升。关于相关性及因果性我们还可以从流动性在大类资产之间的分配这一角度去理解，得到的结论与上述论证一致，在此不再赘述。

图13: 从因果性视角看利率与估值的关系



数据来源：广发证券发展研究中心

2.3 利率与估值关系：美股经验

为何我们先分析美股的经验？是因为A股历史太短，需要避免陷入“火鸡悖论”，因此我们先以美股经验进行分析。

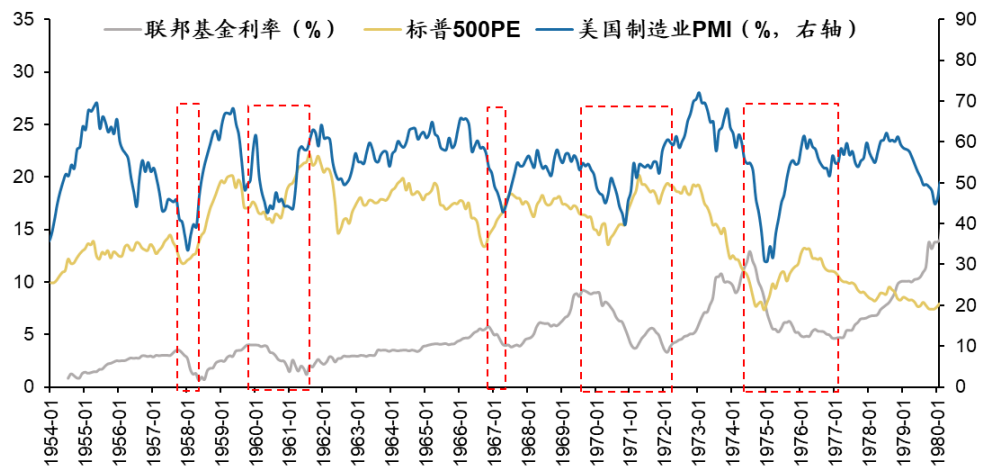
1950年至2009年的经验几乎完美验证了利率下行与估值上行的反向关系。1950年至2009年期间11次利率下行期，有10次估值是上行，可以称为“完美经验”时期。唯一的一次例外是2000-2003年期间PE估值时收缩的。2000-2003年例外的原因也很容易理解，2000年科网泡沫导致美股PE估值非常之高，从2000年至2007年一直处于杀估值的过程。由于美国金融经济体系利率传导较为通畅，采用联邦基准利率作为美国利率的代表（联邦基准利率与美债10Y收益率吻合度很高）。背后的逻辑也比较容易理解，实施宽松货币政策后，往往可以拉动经济回升，而股市投资者往往会提前预期，因此出现利率下行与股市估值回升的反向关系。

表1: 1950年至2009年间美股经验几乎完美验证了利率下行估值上行的反向关系

起点 (利率高点)	终点 (利率低点)	利率 高点	利率 低点	PE估值 (利率高点)	PE估值 (利率低点)	利率下行期间 估值变动
1957/10	1958/05	3.5%	0.6%	12.4	13.8	11%
1959/11	1961/07	4.0%	1.2%	17.2	21.4	25%
1966/11	1967/07	5.8%	3.8%	14.4	18.4	28%
1969/08	1972/02	9.2%	3.3%	16.4	19.4	18%
1974/07	1977/01	12.9%	4.6%	9.9	10.9	11%
1981/06	1983/02	19.1%	8.5%	9.1	10.7	19%
1984/08	1986/10	11.6%	5.9%	10.7	16.4	54%
1989/03	1992/12	9.9%	2.9%	12.3	24.4	98%
1995/04	1999/01	6.1%	4.6%	16.2	29.2	81%
2000/07	2003/12	6.5%	1.0%	27	20.6	-24%
2007/03	2008/12	5.3%	0.2%	16.2	16.7	3%

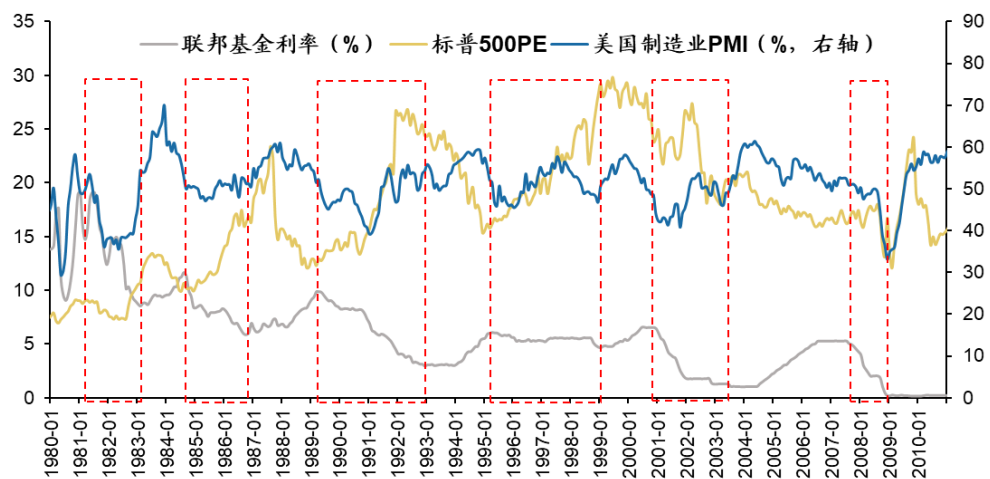
数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图14: 利率下行推动经济回升, 美股估值回升提前于经济回升 (美国1950s-1970s)



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图15: 利率下行推动经济回升, 美股估值回升提前于经济回升 (美国1980s-2010s)



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

从动态演绎视角看，利率下行前期估值可能会继续下降，但利率下行中后期估值往往处于回升阶段。美国1950年至2009年比较符合经济周期运行规律，其中11次利率下行期中有6次都是沿着“利率下行前期——>估值下行——>利率下行后期——>估值触底上行——>经济触底上行——>利率触底上行”演绎。此外，美国还有估值上行与利率下行同步，甚至估值上行领先于利率下行的情况出现。利率下行前期估值可能继续下降的原因也比较容易理解，即市场投资者不确定利率下行能否拉动经济回升，因此估值可能继续下降，而随着货币政策宽松力度加大、利率下行幅度增大，投资者开始相信经济终将回升，因此股市估值将由收缩转为扩张。

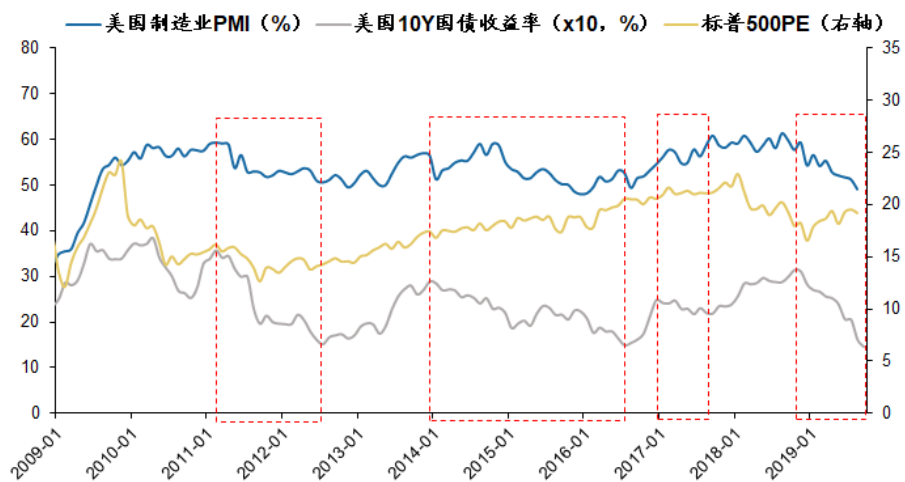
表2: 美国经验表明利率下行前期估值可能继续下降, 但中后期估值往往会回升

起点 (利率高点)	中间点	终点 (利率低点)	利率下行前期估值变动	利率下行后期估值变动	利率下行期估值变动
1957/10	1958/02	1958/05	-1%	13%	11%
1959/11	1960/09	1961/07	-5%	31%	25%
1966/11	1967/03	1967/07	13%	13%	28%
1969/08	1970/11	1972/02	-6%	26%	18%
1974/07	1975/10	1977/01	13%	-2%	11%
1981/06	1982/04	1983/02	-16%	41%	19%
1984/08	1985/09	1986/10	8%	42%	54%
1989/03	1991/02	1992/12	36%	46%	98%
1995/04	1997/03	1999/01	17%	54%	81%
2000/07	2002/04	2003/12	-5%	-20%	-24%
2007/03	2008/02	2008/12	-2%	6%	3%

数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

后金融危机时代美国经济周期运行规律有所失效, 但利率下行期估值上行的概率较大这一规律不变。2010年至今美国有5次利率下行时期, 其中3次估值上行, 2次先下后上, 整体来说利率与估值变动依然符合历史规律。

图16: 后金融危机时代美国利率下行期估值上行的概率仍然较大



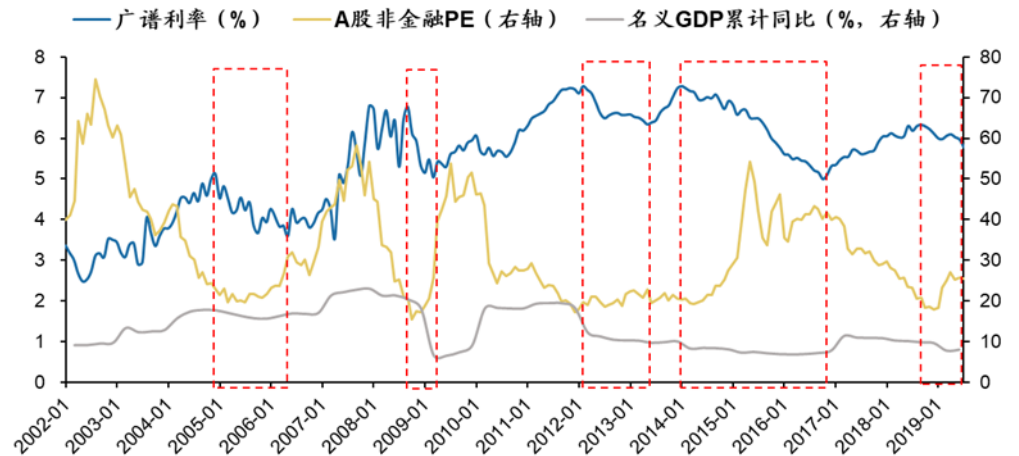
数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

2.4 利率与估值关系: A股经验

A股02年以来大致有4次广谱利率下行的经验, 其中有3次出现了利率下行过程中估值触底回升。05年、08-09年、14-16年满足这一规律, 这三次均出现明显的流动性宽松, 加之风险偏好改善, 共同推动股市估值回升。12-13年是唯一一次例外, 这期间广谱利率下行后, 估值有触底但没有明显回升, 而是持续在底部横盘震荡超

过一年。

图17：2002年以来的A股经验表明多数情况下利率下行估值上行的反向关系成立



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：2007年之前广谱利率用10Y国债收益率代替，之后广谱利率用四大利率加权表征。

05年1月至10月无风险利率持续下行，期间估值前期继续下降，之后在风险偏好改善叠加流动性宽松作用下，共同推动估值触底回升。2005年4月29日，证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》股改试点启动，同年9月份股改由试点转为全面铺开阶段。由于股权分置改革通过支付对价等方式解决了困扰资本市场的痼疾，明显提升投资者风险偏好，股市于2005年6月6日触及998点后开始反转。此外，流动性对本轮估值回升也有推力。05年上半年通胀压力不断减轻，无风险利率不断下降，叠加当年贸易顺差结汇快速增长，全社会流动性充裕。在风险偏好改善及流动性宽松推动下，估值触底回升。

08年08年8月至12月的广谱利率下行前期估值继续下降，08年11月四万亿投资出台后逐渐扭转投资者盈利预期和风险偏好，叠加前期货币政策已大幅宽松，广谱利率下行后期估值触底回升。本轮广谱利率下行期的大背景是08年全球金融危机爆发。广谱利率自08年8月即开始下行，但08年9月雷曼兄弟倒闭标志着全球金融危机正式爆发，这对投资者信心冲击较大，因此08年9月份货币政策双降都未能有效提升投资者的盈利预期和风险偏好，直至08年11月初四万亿投资为代表的积极财政政策出台，才开始逐步扭转。在四万亿积极财政政策和双降货币政策鼓励下，投资者对企业盈利预期的悲观情绪逐步修复，风险偏好也开始回升，A股估值在08年10月底触底，之后进入回升趋势。由于四万亿财政刺激政策力度较大，房地产、基建以及实体经济的融资需求快速回复，从09年初广谱利率就由下行转为上行。但由于投资者盈利预期与风险偏好持续改善，因此后续进入一轮估值持续上升期。

14年3月至16年10月广谱利率下行期，在货币政策宽松与风险偏好提升共同推动下，估值自14年7月回升，并持续上升至15年6月份。这一期间经济整体处于下行期，货币政策从14年4月开始定向降准，14年11月降息，直至16年总共实施7次降准、6次降息。在货币大宽松推动下，广谱利率显著下行。全面深改后投资者风险偏好也明显提升，市场“一带一路”、“互联网+”等各类主题较为活跃。在货币宽松与风险偏好共同推动下，A股估值自14年6月开始回升。

A股经验表明，估值回升滞后于广谱利率下行约2-5个月。05年以来有五次广谱利率下行期：05年1月初-06年3月底、08年8月初-08年12月底、12年3月初-13年5月底、14年3月初-16年10月底、2018年11月至今。其中有四次利率下行期都伴随着估值回升：05年6月，估值回升滞后于广谱利率下行5个月；08年10月，估值回升滞后3个月；14年4月，估值回升滞后3个月；19年1月，估值滞后2个月。

表1：历次广谱利率下行的经济形势、政策及驱动力对比

广谱利率下行期	经济形势及政策	估值回升滞后期
08年8月-08年12月	次贷危机引发金融危机，经济下行压力较大，9月份实施货币宽松双降，11月份出台4万亿财政刺激	估值回升滞后广谱利率下行3个月
12年3月-13年5月	经济由滞涨转向衰退，经济下行压力较大，12年上半年短暂货币宽松，下半年恢复中性	估值触底，但未明显回升
14年3月-16年10月	经济下行压力较大，14年4月开始定向降准，11月开始全面降准及降息	估值回升滞后广谱利率下行3个月
2018年11月至今	经济有一定下行压力，19Q2暂停定向降准，8月开启LPR改革	估值回升滞后广谱利率下行2个月

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2.5 本轮广谱利率下行助力 A 股“金融供给侧慢牛”

(1) 本轮利率下行期A股估值有望震荡回升

我们在1.6发布《全球risk-on，A股春季躁动开启》转向看多A股市场。1月促发A股risk-on的“2+1因素”，2个事实来自于“全球流动性紧缩缓和”与“中国信用扩张预期改善”，“1个转变”来自于“监管市场化”带来风险偏好提升。在《金融供给侧慢牛—A股二季度策略展望》中我们提出三因素将触发A股熊转牛首个震荡调整期。7月8日市场大跌后我们发布《千金难买牛回头》提出“把握科技好时光”。当前诸多贴现率因素类似Q1式改善，A股Mini版Q1进行时：1) 1月初鲍威尔缩表态度缓和VS当前美联储预防式降息周期开启；2) 1月中国宽信用预期增强VS当前地方债提前发行预期稳信用；3) 1月资本市场定位显著提升VS当前监管再度释放市场化改革信号；4) Q1中美贸易谈判趋向乐观VS当前中美贸易谈判有斡旋余地。

图18: 当前诸多贴现率因素类似Q1式改善, 推动A股估值扩张



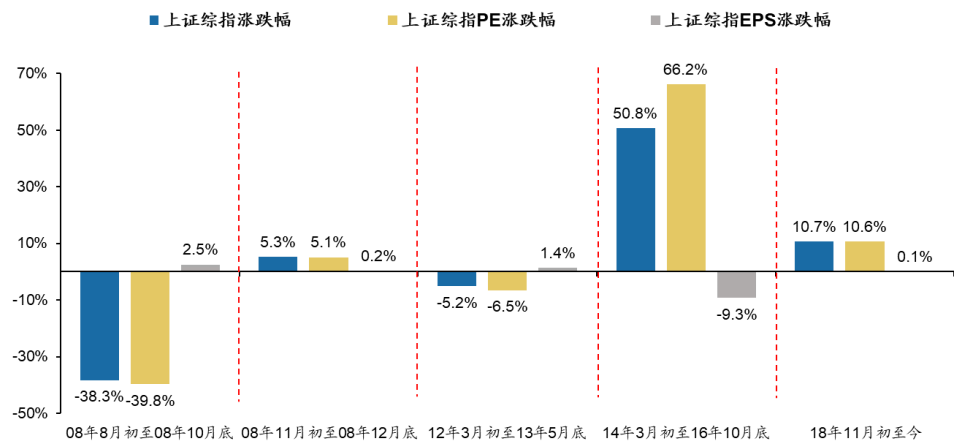
数据来源: 广发证券发展研究中心

金融供给侧改革推动广谱利率继续下行, 有望继续推动估值震荡回升。在金融供给侧改革降低实体企业成本的指引下, 8月份央行正式启动新LPR改革, 9月份宣布将实施全面降准及定向降准, 货币宽松政策不断加码, 此次降准预计将释放长期资金9000亿元。预计今年9月18日美联储议息会议二次降息, 届时国内MLF等政策利率也有望跟随下调, 在金融供给侧改革推动下广谱利率继续下行, 有望继续推动估值震荡回升。当然, A股估值回升趋势并非一蹴而就, 展望未来仍然存在阶段性扰动因素, 如中国防范金融风险、美国经济衰退、美股下跌风险、中美贸易再起波澜等各种因素。但A股最核心的驱动力在于金融供给侧改革, 在其推动下广谱利率下行与风险偏好修复助力贴现率下行。

(2) A股表现取决于估值回升推力对盈利压力的对冲

广谱利率下行期往往对应着经济下行期, A股的表现取决于估值回升的推力与盈利压力孰强。08年在广谱利率下行前期(08年8月至10月), 由于金融危机爆发, 盈利预期和风险偏好受到压制, 估值迟迟未能起来, 股市整体表现依然以下跌为主。但广谱利率下行后期(08年11月后), 四万亿财政刺激政策出台, 明显修复了投资者盈利预期和风险偏好, 估值回升带动A股走牛; 14年-16年, 广谱利率下行叠加风险偏好提升, 估值回升力度明显大于盈利下行压力, A股进入全面性牛市; 19Q1, 依然是估值回升力度大于盈利下行压力, A股进入一轮明显的快速反弹行情。12-13年广谱利率下行力度乏力(中后期货币政策缺席), 而整体风险偏好没有明显提升, 期间估值是下滑的, 最终A股并无整体性上涨。

图19: 历次广谱利率下行期间, 估值与盈利变动对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 18年11月至今数据统计截至19年8月31日。

(3) “盈利并不很糟糕” + “估值扩张盖过盈利探底”，A股进入金融供给侧慢牛

本轮广谱利率下行推动估值震荡上升，叠加A股盈利并不很糟糕，贴现率下行驱动估值扩张盖过盈利探底，A股进入金融供给侧慢牛。我们维持“金融供给侧慢牛”关于两个关键分歧的判断：1) 经济虽然不佳，但上市公司盈利并不很糟糕。企业盈利由供需决定，一方面16-17年实体供给侧改革极大改善了上中游行业的供需格局，另一方面中国已进入存量经济时代，近几年行业集中度不断提升，上市公司作为中国经济最优秀的代表其盈利能力优于全社会平均水平，而且上市公司本身分化也在加剧，行业上市龙头公司往往盈利能力最强；2) 本轮贴现率下行驱动估值扩张盖过盈利探底。730中央政治局会议稳信用基调有助于稳定市场的风险偏好。近期央行启动LPR改革，并宣布全面降准及定向降准，后续有望实施降息，推动广谱利率下行。而专项债提前使用预期等积极财政政策有望与货币政策共振稳定企业盈利预期。在风险偏好相对稳定情况下，广谱利率下行有望推动估值震荡上行。

三、本轮利率下行期行业配置：双重阿尔法思维

关于利率下行期的行业配置方向，我们既要考虑到利率下行期的一般性规律，又要把握本轮利率下行期的特殊性规律。

3.1 利率下行期行业配置的一般性规律

此处我们讨论一般经济周期推动下的利率下行期。利率下行期分为前期和后期，前期往往伴随着经济的持续下行，后期则处于经济复苏前夜。利率下行前期和后期的行业配置方向差异较大。

(1) 利率下行前期

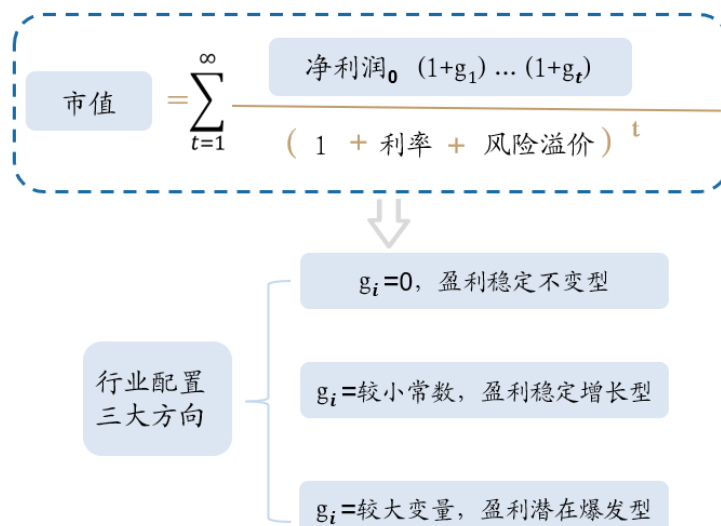
利率下行前期往往对应着经济下行期前期，多数顺周期上市公司盈利往往跟随下行。从净利润贴现角度出发，利率下行前期的行业配置大方向主要有三个：

盈利稳定不变型：这类股票主要分布在公用事业（水电、燃气、水务），以及交运（高速公路、机场）等，其特征是盈利缺乏成长性，但在经济衰退时，其盈利也基本能保持稳定不变。这类股票可统称为类债券股票。

盈利稳定增长型：这类股票主要分布在与经济周期弱相关的消费行业如食品饮料、医药生物、零售等。经济下行期上述消费类行业往往能保持资产周转率及销售利润率相对稳定，行业龙头公司甚至可以保证一定的稳定增长。

盈利潜在占优型：这类股票主要分布在电子、计算机、通信等科技行业。这些科技行业与经济周期相关性相对较低，而在产业政策、5G等系列因素推动下，部分细分行业科技股具有潜在业绩相对主板占优的可能性。

图20：广谱利率下行期行业配置思路



数据来源：广发证券发展研究中心

(2) 利率下行后期

利率下行后期往往接近经济复苏前夜，行业配置应逐渐转向顺周期股票。18年11月至今，广谱利率平均下降约50bp，而此前三轮广谱利率下行期，广谱利率平均下行幅度在90-220bp之间，参考历史本轮广谱利率仍有较大的下行空间。我们判断利率下行仍处于上半场，因此本文将主要对利率下行前期的行业配置进行详细分析。

3.2 本轮利率下行期特殊性：全球存量经济时代与股市的双重阿尔法

增量时代关注贝塔，存量时代关注阿尔法。当前全球处于存量经济的困境中，中国通过内部改革实现存量经济的突围。改革路径沿着“实体供给侧改革——金融供给侧改革”的脉络依次演进。在金融供给侧改革推动下，A股面临双重分化，也将产生双重阿尔法：行业分化和个股分化。

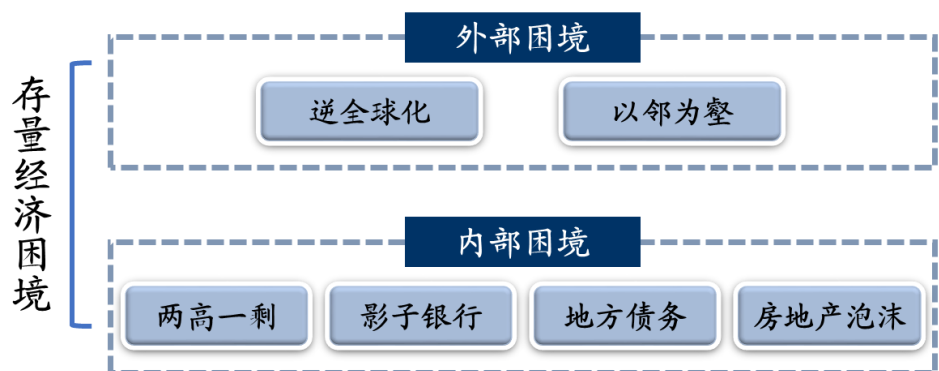
行业分化带来第一重阿尔法：TMT中，具有“技术硬核”的硬科技相对更优，主要表现是计算机、电子、通信等技术硬核行业相对更优。消费中，行业格局较好以及顺应趋势发展的行业相对更优，主要表现是食品饮料、医药生物等行业相对更优；个股分化带来第二重阿尔法：科技股中，有基本面支持的真成长优于伪成长，消费行业龙头优于非龙头，一线消费龙头优于二线消费龙头。

(1) 存量经济的困境

存量经济时代的外部困境：逆全球化，以邻为壑。当前逆全球化在经济层面主要体现为“贸易保护主义”，在政治层面上主要体现为“政治孤立主义”。2016年英国公投脱欧拉开逆全球化的序幕，而2017年特朗普成功当选美国总统，上台后推行保护贸易主义，逆全球化趋势进一步明朗。2018年中美贸易摩擦不断升级，当前仍处于不断反复之中。在全球经济衰退背景下，预计未来数年逆全球化浪潮仍将继续演绎，每个国家看似最优的个体选择，最终会导致全球整体利益受损。

存量经济时代的内部困境：过剩产能、影子银行、地方债务、房地产泡沫。08年金融危机后，中国通过四万亿大规模投资拉动国内经济率先走出全球危机的困境，但也面临着新的挑战，主要表现是部分传统行业产能严重过剩、12年金融创新泛滥后影子银行突破监管约束和地方债务无序增长、房地产过快上涨带来的潜在泡沫。

图21：存量经济时代的困境



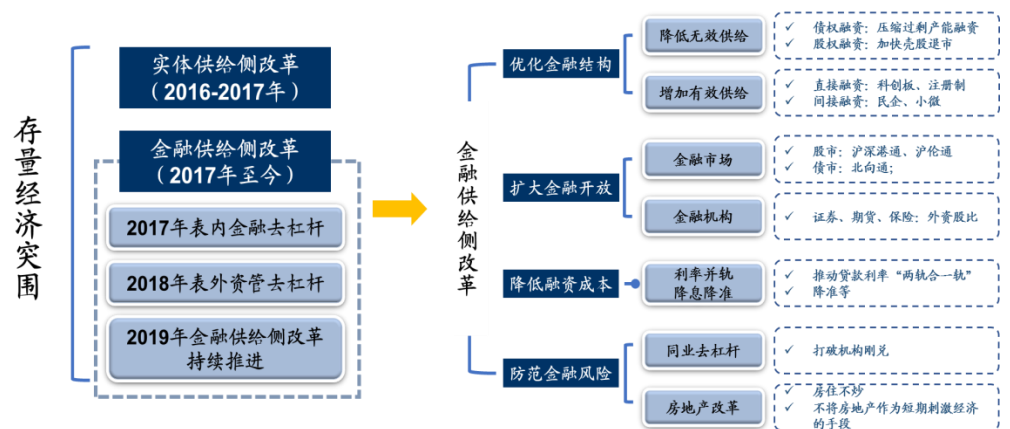
数据来源：广发证券发展研究中心

(2) 存量经济的突围

面对外部困境中国继续推动市场对外开放，面对内部困境则有序推动改革，沿着“实体供给侧改革——金融供给侧改革”有序推进，以实现存量经济的突围。中国作为加入WTO最大的受益者一直坚定不移的推动市场对外开放，在当前逆全球化浪潮中坚定支持开放、反对封闭。内部改革中，近年来改革脉络沿着“实体供给侧改革——金融供给侧改革”的步骤坚定推进。实体供给侧改革主要解决传统行业产能过剩问题，17年金融去杠杆和18年资管去杠杆主要解决影子银行规范发展问题，14年以来的地方债清理规范叠加金融改革解决地方政府债务无序增长。

2019年金融供给侧改革由破到立，从优化资金结构、扩大金融开放、降低融资成本和防范金融风险四大方面推进，实现对存量经济的突围。优化金融结构主要包括支持小微民企融资、推出科创板并试点注册制支持创新企业融资等，同时控制传统行业尤其是过剩产能行业无序扩张。降低融资成本主要通过新LPR改革及降准降息等方式，切实推动实体企业融资成本下行；防范金融风险，今年通过打破机构刚兑实施同业去杠杆，并且持续调控房地产领域。7.30政治局会议首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，即使在经济下行压力较大的情况下，依然坚持“房住不炒”，房地产调控持续偏紧。这一政策基调意味着政府推动经济转型升级的决心，将彻底放弃过去经济压力加大就祭出房地产的模式，房地产先前占用过多的金融资源和经济资源也将逐渐释放，房地产行业发展将进入到低增速时代，长期来看地产链上市公司将进入减速时代。

图22：面对存量经济困境中国实施改革进行突围



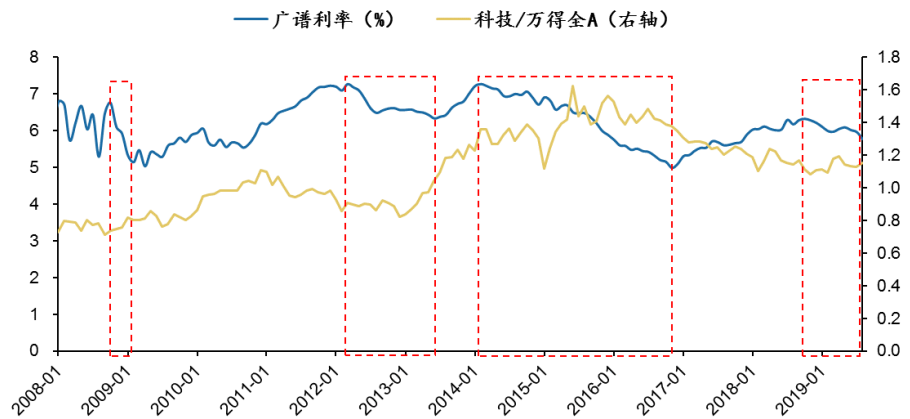
数据来源：广发证券发展研究中心

3.3 进攻是最好的防守：科技股

(1) A股历史经验：广谱利率下行期科技股往往表现较好

历史经验表明，广谱利率下行期，科技股往往相对表现较好。自2008年以来，广谱利率经历了四轮较为典型的下行期，在此期间科技股多数情况下跑赢万得全A指数。最具代表性的期间是13年及15年，期间科技股明显跑赢市场。

图23：历次广谱利率下行期间，估值与盈利变动对比



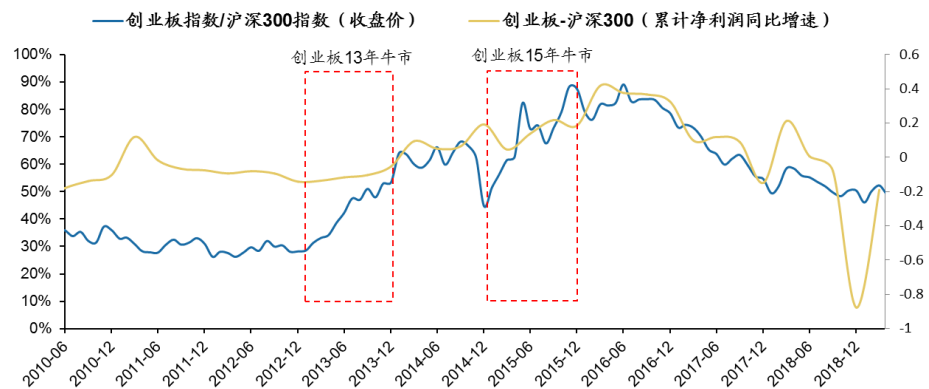
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(2) 为何广谱利率下行期往往科技股表现较优？

从贴现率模型看，可以分别从相对业绩、长端利率和短端利率变动的去分析。中长期来看科技股的核心驱动力还是在于相对业绩表现，长端利率下行虽然有助于通过贴现率下行驱动估值提升，但并非最主要的中长期逻辑。此外，短期来看，短端利率下行带来的流动性宽裕，会阶段性带来科技股主题的活跃。

分子端看，科技股的相对业绩/相对业绩预期的变动决定广谱利率下行期科技股表现的主要原因。广谱利率下行期往往对应经济下行期，科技股与经济周期相关性低于传统周期股，因此科技股往往可以获得相对业绩优势。虽然一提到科技股，投资者普遍印象是炒预期，实际业绩没那么重要。但从中长期角度看股市是不折不扣的称重机，相对业绩是否占优表现决定了科技股是否能取得超额收益。广谱利率下行往往对应着经济下行，与宏观经济强相关的周期股盈利承担较大压力，因此主板往往表现一般，而科技股受经济周期的影响较弱，如果此时科技股具有正向的相对业绩优势，则科技股的表现就会比主板更好。13年的科技股行情，背后对应着智能手机及移动互联网浪潮爆发、并购重组崛起等带来的业绩释放，科技股相对全市场具有明显正向相对业绩差；15年的科技股行情，在“双创”、“互联网+”等系列主题的驱动下，市场对科技股的盈利预期也有明显提升。

图24: 创业板相对沪深300的走势与业绩增速差高度正相关



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

分母端看,科技股的未来现金流相对处于远端,对长端利率下行的敏感度更高,因此利率下行贴现到当前的现值更高。短端利率下行往往对应短期市场流动性宽裕,有助于通过风险偏好推动科技股股价阶段性上涨。但实际上科技股未来现金流有较大不确定性,因此分子端盈利的逻辑更加重要。长端利率下行虽然有助于通过贴现率下行驱动估值提升,但并非最主要的中长期逻辑。相比长端利率趋势下行,相对业绩表现更加重要。此外,短期来看,短端利率下行带来的流动性宽裕,会阶段性带来科技股主题的活跃。这与科技股高弹性有关,当市场流动性宽裕时,高风险偏好的资金往往回去追逐弹性最大的股票,反映到市场上就是主题炒作比较活跃,科技股往往会有阶段性超额收益。

(3) 如何把握当前科技股的估值?

我们在18年8月14日发布了《新方法:成长股估值体系重塑——A股“进化论”(七)》,指出在A股生态结构变迁下,重新界定估值体系中折溢价因子,并结合生命周期和海外经验对成长股多元估值方法进行系统性研讨。作为典型的成长股,科技股估值难度比一般消费或金融股估值难度更高,需要结合是否已实现盈利/收入、所处生命周期等因素来择优选择。对于已实现盈利/收入的公司来说,常见的估值方法包括传统的P/E、P/B,也包括PEG、P/S、P/FCF、EV/EBITDA等,对于尚未实现盈利/收入的公司来说,可以采用成本分析法、市场分析法、预期收益分析法、实物期权法等方法进行估值。

表3: 常见的成长股估值方法

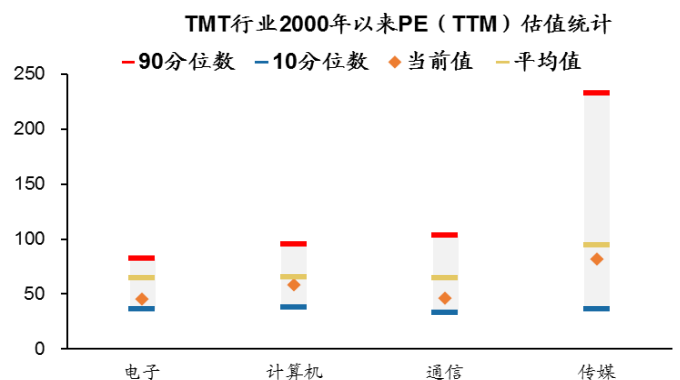
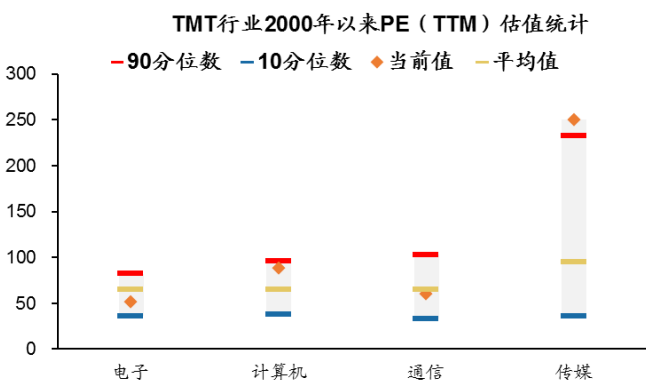
公司分类	估值方法	优点	缺点
实现盈利与收入的公司	P/E	适用盈利水平稳定的大公司	不适用未实现稳定盈利或者盈利增速极高公司
	P/B	每股净资产比收益更稳定	不适用轻资产的互联网公司, 研发成本费用化的医药公司
	PEG	可作为盈利增速确定性高的公司估值参考	不适用未实现盈利预期超过3年以上的公司
	P/S	适用市场渗透存在较大不确定性的产品	未考虑收入结构
	P/FCF	适用盈利水平波动大, 但现金流稳定的公司	不适用研发投入周期长、现金流不稳定的公司
	EV/EBITDA	适用受利息税务收支和折旧摊销费用影响较大的公司	运营资本持续增加, 将高估经营性现金流量
尚未实现收入与盈利的公司	成本分析法	适用不确定性较高的项目	难以反映真实资产经营效果
	市场分析法	市场上已具备类似或可比标的	受选择指标影响较大
	预期收益分析法	DCF、rNPV 可根据风险调整	预测难度较大, 受主观判断影响较大
	实物期权法	更贴合实际	计算复杂

数据来源: 广发证券发展研究中心

由于18年末诸多公司存在大额商誉减值“财务洗澡”行为, 当前TMT各行业PE (TTM) 估值水平并不算低, 但如果剔除18年商誉减值影响, TMT各行业PE (TTM) 估值均有不同程度下降, 且都处于历史均值下方。我们采用传统的PE估值法对比一下TMT各行业在历史上所处的估值分位数。采用整体法计算截至19年8月末的估值水平, 当前电子和通信行业PE (TTM) 仍然处于历史均值下方, 但也较为接近均值水平, 而计算机PE (TTM) 处于历史较高水平, 传媒行业由于净亏损公司较多, 即使剔除亏损最大的两只个股后行业PE (TTM) 仍为负值。考虑到18年末诸多创业板公司存在计提大额商誉减值损失的“财务洗澡”行为, 创业板商誉减值损失由17年的125亿元上升至18年的517亿元, 大幅增长超过300%。因此, 在计算当前各行业PE (TTM) 时, 剔除18年的大额商誉减值损失更为合理。如剔除18年商誉减值损失影响后, 电子行业的19年8月末的PE (TTM) 由51x降为45x, 通信由60x降为46x, 计算机由88x降为58x, 传媒由负值变为81x。各行业估值水平均有不同程度下降。

图25: TMT行业PE估值分位数 (包含18商誉减值影响)

图26: TMT行业PE估值分位数 (剔除18商誉减值影响)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 数据统计截至19年8月31日, 通信行业剔除了ST信威、传媒行业剔除了天神娱乐和ST富控。由于传媒行业净亏损公司较多, 剔除亏损最大的两个个股后PE仍为负值, 此处用较大正值表征。

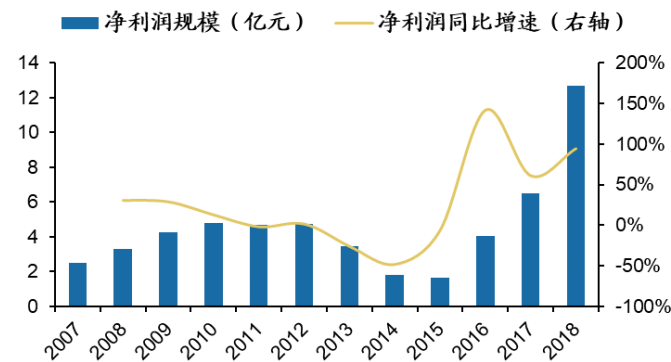
注: 数据统计截至19年8月31日。当前用整体法计算估值时剔除了18年商誉减值损失。

(4) 本轮广谱利率下行期科技股投资机会如何？

本轮广谱利率下行期，科技股未来业绩的确定性大概率高于传统周期性行业，科技股相对主板有望取得相对业绩优势。科技股未来业绩的确定性体现在5G的确定性和国产替代战略的确定性。而本轮经济周期何时触底是不确定，在地产投资下行趋势下基建投资能否托底经济是不确定的。

5G和国产替代政策导向有助于助力国内科技股步入新一轮相对业绩改善期。中短期看，5G正沿着“基站—>终端—>数通”链条逐步推进，以PCB为代表的相关环节业绩已开始兑现，预计随着5G的推进，后续将有更多环节受益。中长期看，中美贸易摩擦背景下中国在自主可控等经济领域坚定推进国产替代进程，根据网易财经7月下旬报道，国家大基金二期近期正在募资，预计将进一步推动国内半导体等领域的快速发展。实际上在部分领域已经出现明显的国产替代，以华为为代表的国产手机市占率不断提高，不断挤压三星、苹果等其他国外手机厂商的份额。

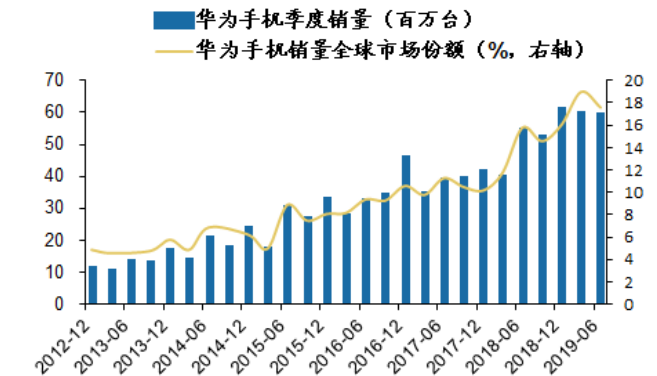
图27: 5G推动下通信PCB等领域业绩已开始释放



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 净利润规模为深南电路和沪电股份归母净利润规模加总

图28: 国产替代案例: 华为手机终端市占率不断提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

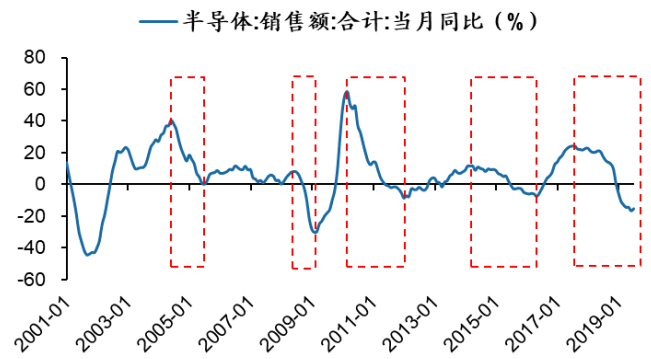
从产业周期上看国内科技行业有望进入新一轮复苏期。国内科技行业固定资产投资已有明显的触底回升迹象。从统计局制造业投资分行业数据看，计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资累计同比增速在今年2月份触及-2.6%的低位，今年7月份已回升至10.5%。全球半导体产业周期当前也已经处于底部。全球半导体销售额当月同比增速在2017年7月触及24%的高点，今年7月份已回落至-15.5%的底部区域。从幅度上看，这一回落幅度是继2000年科网泡沫破裂和2008年金融危机后的最低点。从时间上看，2004年以来的半导体产业周期回落期分别为13个月、8个月、22个月、25个月，而本轮半导体周期回落已达26个月。无论从时间还是幅度上均超历史平均水平。预计在5G、国产替代政策推进以及行业周期的多重因素共振推动下，国内科技行业有望进入新一轮复苏期。

图29: 国内科技行业投资已呈触底回升态势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图30: 全球半导体产业周期已触底



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

此外, 广谱利率下行有助于推动科技股分母端和分子端共振。从分母端看, 本轮广谱利率下行还处于前半程, 贴现率推动下后续估值提升空间仍然较大。18年11月至今广谱利率平均下降约50bp, 而此前三轮广谱利率下行期, 广谱利率平均下行幅度在90-220bp之间, 参考历史本轮广谱利率仍有较大的下行空间。

我们预计, 未来几年科技股相对传统经济板块将获得相对业绩优势, 科技股有望逐渐进入牛市, 但节奏方面预计并非一蹴而就, 而是上涨中夹杂着较大的震荡。科技股盈利上升主要靠5G、国产替代以及产业周期的共振推动。在节奏方面, 科技股行情也并非一蹴而就, 考虑到估值为快变量而业绩为慢变量, 我们预计当科技股估值阶段性透支业绩时, 科技股会进入震荡期, 等待后续业绩落地夯实估值。从中长期来看, 5G、国产替代以及产业周期回升在最终结果方面是确定的, 但落地过程存在不确定性, 当出现阶段性业绩不及预期或风险偏好受冲击时时, 科技股也会出现震荡调整。

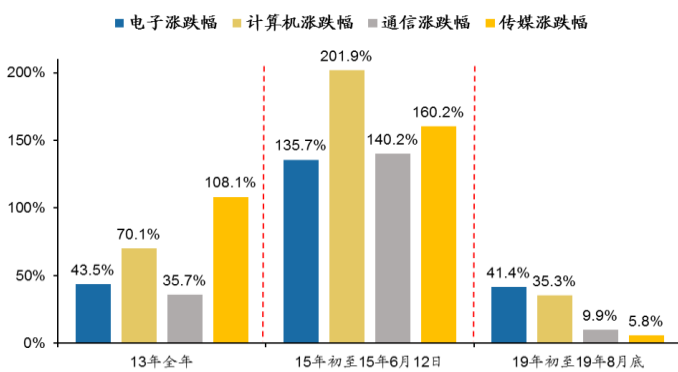
(5) 金融供给侧改革推动下, 科技股由以前的普涨转为当前的分化

中国传统经济面临存量经济困境, 科技作为数不多的增量领域是中国突破存量经济困境的发力点, 也是中国经济升级转型的大方面, 金融供给侧改革是重要抓手。从整体层面而言, 金融供给侧改革通过科创板并试点注册制改革等方式优化资源配置, 实现金融资源由传统经济向新经济的适当倾斜, 科技股整体相对于传统经济受益于金融供给侧改革。

金融供给侧改革是结构性改革, 本轮科技股将呈现优胜劣汰的分化格局, 难以重演以往的鸡犬升天行情。我们在《成长篇:效率时代, 聚焦硬核—A股进化论2.0系列(五)》中分析指出政策环境对以技术为核心突破点的“硬科技”更优, 成长内部风险偏好结构分化。相较于13-15年, 19年成长行情与盈利增速预期的相关性显著提高, 金融供给侧改革加速A股进化, 科技股估值扩张过程中盈利预期权重上行, 概念、“壳”炒作回落。13-15年成长板块中商誉占比高的公司涨幅高, 但若并购仅为单次并表爆发力而无法转化为持续成长力, 则反成后期估值和股价压制因素, 16-18年商誉越高的公司涨跌幅越低即是印证。A股投资久期拉长、贴现率下行使稳定增长行业的动态估值将面临上修, 指向相较于过去的单次爆发力, 当前成长的可持续性考量权重将上行。

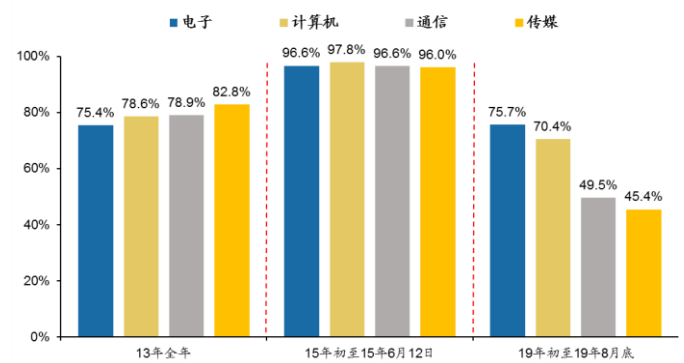
在13年-15年科技股牛市中，科技股呈现鸡犬升天式的普涨行情，本轮科技股分化格局已有初步迹象。13-15年科技股牛市中，TMT各行业均经历了可观的上涨时期，尤其在15年大牛市中，涨幅均超过100%，计算机甚至拉升超过200%，各行业间涨幅差异也并不大（相差最大不到2倍）；而本轮（19年初至今）除电子与计算机表现出较大涨幅，通信与传媒则明显面临较大下行压力，其中传媒与电子涨幅相差超7倍。从各行业各时期上涨股票占比来看也可窥见端倪，前两轮牛市中各行业上涨股票占比相差无几，本轮则出现明显分化，电子及计算机行业仍然保持不低的上涨股占比，但通信及传媒行业明显落后于前者。

图31：当前TMT内部出现明显分化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图32：当前TMT各行业上涨股票占比也有明显分化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们在《成长篇:效率时代，聚焦硬核—A股进化论2.0系列（五）》指出了金融供给侧改革推动下A股成长股的择股方向：自上而下选择成长，以“起量”的斜率和空间判断成长的速度和可持续性，并在此基础上，以“价”再细分出具备技术护城河的核心环节，以及因技术升级单品附加值上行的领域，锚定“量价齐升”真成长赛道。以“量”选择高景气赛道，当前有两条主线的市场空间确定性较高、起量节奏确定性可预期：一是载体拓展、技术升级带来的市场空间放量，如5G产业链、云计算。二是存量市场的份额替代—国产替代，当前可关注的国产替代进程有通信设备端的光模块、滤波器、PCB、PTFE材料、高频/高速覆铜板，终端应用设备上的射频开关、LNA等。以“价”再细分，高附加值优先，当前可关注FPC（ASP提升，MPI、LCP材质的FPC将逐步替代传统FPC）、射频前端、摄像头（多摄&高像素）、光模块。

3.4 防守之一：盈利稳定不变型——类债券

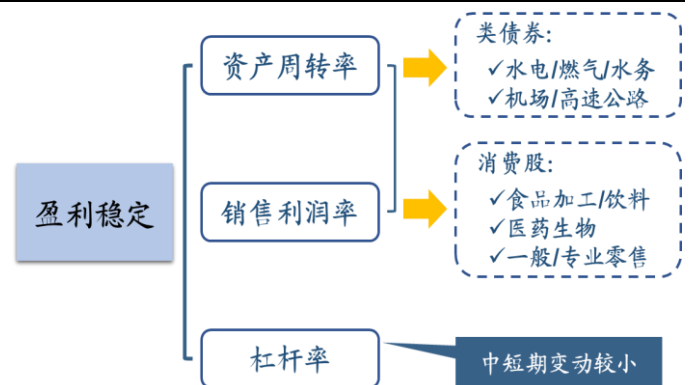
经济衰退对于典型的顺周期行业盈利有一定影响，分子端盈利下行的压力往往大于分母端贴现率下行的支撑力，典型顺周期行业的股价表现一般；而对于经济衰退期盈利相对稳定的行业，分子端盈利相对稳定，分母端贴现率下行额外带来估值扩张动力，因此盈利相对稳定的行业受益。

从杜邦三因素看，经济下行期多数顺周期行业的资产周转率或销售利润率会出现下滑，导致最终以ROE以及盈利增速出现下滑。因此，关键是寻找资产周转率以及销售利润率相对稳定的行业。主要分为两大方向：类债券和消费类。

图33：经济下行期，盈利稳定的股票确定性较高



图34：从资产周转率和销售利润率把握盈利稳定行业



数据来源：广发证券发展研究中心

数据来源：广发证券发展研究中心

类债券股票主要包括公用事业（水电、燃气、水务），以及交运（高速公路、机场）等。这一类以重资产行业为主。大多数重资产行业具有顺周期特性，即在经济衰退时资产周转率或销售利润率会明显下滑。但公用事业行业中的水电、燃气、水务及交运行业中的高速公路、机场等具有刚性需求，基本上可以维持原先的资产周转率及销售利润率大致稳定。一般来说，类债券股票缺乏成长性，但在经济衰退时，其盈利也基本能保持稳定。

（1）历次广谱利率下行期，类债券股票的绝对收益和相对收益表现如何呢？

历史经验表明，广谱利率下行期类债券股票多数情况下会取得不错的绝对收益和相对收益。就水电、燃气、水务、高速公路和机场这5个行业：08年8月至12月，受金融危机影响上证综指跌幅较大，虽然绝对收益均为负，但5个行业中有4个取得了正相对收益；12年3月至13年5月，5个行业中有4个行业取得了正绝对收益和正相对收益；14年3月至16年10月，5个行业均为正绝对收益，其中3个取得了正相对收益。18年11月迄今，5个行业中目前有4个正绝对收益，相对收益方面水电/机场取得较为明显的正相对收益，但燃气、水务、高速公路相对收益暂时为负，这个比例目前还未达到历史平均水平。

表4: 广谱利率下行期类债券股票表现-绝对收益

区间绝对涨跌幅	08年8月初至 08年12月底	12年3月初至 13年5月底	14年3月初至 16年10月底	18年11月初 至今
水电	-6.6%	7.9%	105.5%	25.7%
燃气	-44.3%	28.6%	19.3%	-12.5%
水务	-28.8%	49.5%	40.0%	7.4%
机场	-33.5%	1.0%	104.0%	65.9%
高速公路	-27.6%	-10.3%	88.0%	9.2%
万得全A	-35.2%	2.9%	84.9%	19.4%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表5: 广谱利率下行期类债券股票表现-相对收益

区间相对涨跌幅 (相对万得全A)	08年8月初至 08年12月底	12年3月初至 13年5月底	14年3月初至 16年10月底	18年11月初 至今
水电	28.6%	5.0%	20.6%	6.3%
燃气	-9.1%	25.7%	-65.7%	-31.9%
水务	6.4%	46.6%	-44.9%	-12.0%
机场	1.7%	-1.9%	19.0%	46.5%
高速公路	7.6%	-13.3%	3.0%	-10.3%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(2) 当前类债券股票的估值是否已完全Price-in广谱利率下行呢?

整体来看本轮广谱利率下行幅度离历史平均水平仍有一定空间, 从PB-ROE框架看水电/高速公路等行业估值进一步上升的确定性相对较大。从PB-ROE维度看, 行业层面燃气/水务当前ROE低于历史水平, 因此PB估值回升幅度也不如历史平均水平, 水电/高速公路当前ROE与历史水平相当甚至略高, 但当前PB估值回升幅度仍明显低于14-16年广谱利率下行期。机场当前ROE与历史水平相当、估值回升幅度与14-16年相接近。从PE维度看, 本轮水务/高速公路估值回升幅度较历史平均水平仍有空间, 水电、机场的PE估值回升幅度已接近历史最高水平, 燃气由于盈利有所波动, PE估值回升幅度超过历史最高水平。18年11月至今, 广谱利率平均下降约50bp, 而此前三轮广谱利率下行期, 广谱利率平均下行幅度在90-220bp之间, 参考历史本轮广谱利率仍有较大的下行空间。

表2: 广谱利率下行期类债券各行业PB估值变化

下行期间	广谱利率下行期		PB估值上升幅度				
	下行期 长度(月)	广谱利率 平均下行(bp)	水电	燃气	水务	高速公路	机场
08年8月底-08年12月底	5个月	-110	-6%	-43%	-25%	-26%	-33%
12年3月初-13年5月底	15个月	-90	1%	16%	10%	-18%	-7%
14年3月初-16年10月底	32个月	-220	60%	14%	8%	64%	60%
2018年11月至今	9个月	-50	22%	-9%	8%	11%	55%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。注: 2018年11月至今是截至19年8月末。

表3: 广谱利率下行期类债券各行业ROE水平对比

下行期间	广谱利率下行期		不同期间 ROE (TTM) 水平				
	下行期 长度(月)	广谱利率 平均下行(bp)	水电	燃气	水务	高速公路	机场
08年8月底-08年12月底	5个月	-110	8%	10%	8%-9%	11%	8%
12年3月初-13年5月底	15个月	-90	8%升至12%	8.4%-10%	12%降至10%	11%降至9%	10%
14年3月初-16年10月底	32个月	-220	13%-14%	11%降至9%	10%降至8%	10%降至9%	11%
2018年11月至今	9个月	-50	13%-14%	2%-3%	7%升至7.2%	11%升至11.5%	11%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。注: 2018年11月至今是截至19年8月末。

表4: 广谱利率下行期类债券各行业PE估值变化

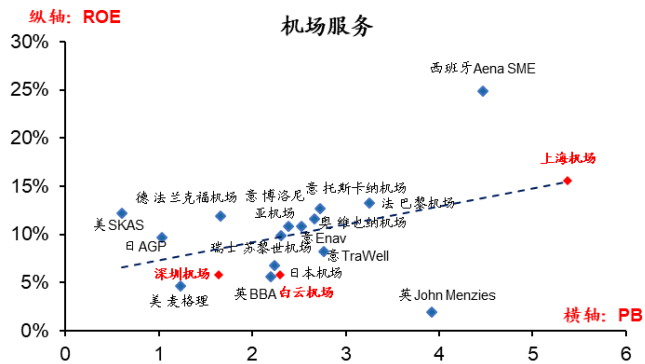
下行期区间	广谱利率下行期		PE 估值上升幅度				
	下行期长度 (月)	广谱利率平均下行 (bp)	水电	燃气	水务	高速公路	机场
08年8月底-08年12月底	5个月	-110	9%	-46%	-66%	-23%	-12%
12年3月初-13年5月底	15个月	-90	-15%	54%	25%	-2%	-5%
14年3月初-16年10月底	32个月	-220	18%	2%	41%	50%	57%
2018年11月至今	9个月	-50	16%	182%	21%	-5%	60%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。注: 2018年11月至今是截至19年8月末。

(3) 当前类债券股票的估值与海外对标企业相比处于什么水平?

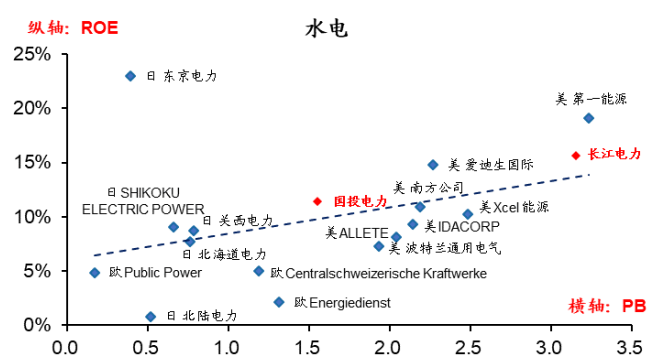
从国际对比来看, PB-ROE框架下机场的估值比海外对标企业略有溢价, 水电的估值比海外对标企业仍处于低估状态。我们以类债券中的机场和水电为例进行国际对比。PB-ROE框架下当前A股当前机场股估值多数高于海外平均水平。A股机场股龙头上海机场虽然PB值较高, 但其ROE较高, 在PB-ROE框架下并没有明显溢价。实际上上海机场的逻辑已经发生了变化, 由于受益于机场免税业务的快速发展, 上海机场在某种程度上已经成为了一只稳定增长的消费股, 而不仅是一只类公用事业的机场股。所以上海机场呈现高ROE高PB格局。水电方面, 行业龙头长江电力ROE较高, 因此相应PB较高, 但在PB-ROE框架下估值仍然相对低估。

图35: PB-ROE 机场



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图36: PB-ROE 电力



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3.5 防守之二：盈利稳定增长型——经济弱相关的消费股

经济弱相关¹的消费行业主要有食品饮料、医药生物、零售等。这一类以轻资产行业为主。广谱利率下行期经济往往下行，但上述消费类行业往往能保持资产周转率及销售利润率相对稳定，进而保持盈利稳定。较为优秀的消费股甚至还可以保证一定的稳定增长。在利率中长期下台阶的背景下，贴现率下降使稳定增长行业的动态估值将面临上修，对于消费股的估值中枢也将形成支撑。

关于消费股需要注意两点，一是与经济弱相关不代表不会受到经济周期的影响，二是金融供给侧改革背景下房地产变革可能会导致地产链消费股分化。第一点以食品饮料中白酒行业为例，在某种程度上依然具有一定的经济周期相关性，经济下行商务需求跟随下行，白酒需求仍可能会受到一定影响。第二点也比较容易理解，面对存量经济困境，中国推动房地产行业改革，7.30政治局会议首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，这一政策基调意味着政府推动经济转型升级的决心，将彻底放弃过去经济压力加大就祭出房地产的模式，房地产先前占用过多的金融资源和经济资源也将逐渐释放，房地产行业发展将进入到低增速时代，地产链上市公司，如家电、家具可能进入减速时代。

(1) 广谱利率下行期经济弱相关消费股的绝对收益和相对收益表现如何呢？

历史经验表明，广谱利率下行期经济周期弱相关的消费股多数情况下会取得不错的绝对收益和相对收益。就饮料制造、食品加工、医药生物、一般零售和专业零售这5个行业：08年8月至12月，受金融危机影响上证综指跌幅较大，虽然绝对收益均为负，但5个行业中有1个相对收益为负；12年3月至13年5月，食品加工和医药生物取得了显著的正绝对收益和正相对收益，饮料制造表现不佳主要与白酒塑化剂及限制三公消费等因素相关；14年3月至16年10月，5个行业均为正绝对收益，其中饮料制造等取得了正相对收益。18年11月迄今，5个行业中有4个正绝对收益，相对收益方面饮料制造、食品加工和医药生物取得了正相对收益。

表6：广谱利率下行期消费股表现-绝对收益

区间绝对涨跌幅	08年8月初至	12年3月初至	14年3月初至	18年11月初
	08年12月底	13年5月底	16年10月底	至今
饮料制造	-34.8%	-19.5%	97.3%	99.3%
食品加工	-35.0%	23.2%	35.9%	35.6%
医药生物	-18.7%	39.5%	57.3%	20.3%
一般零售	-39.3%	-15.8%	61.9%	8.6%
专业零售	-28.6%	-25.8%	36.0%	-2.8%
万得全A	-35.2%	2.9%	84.9%	19.4%

表7：广谱利率下行期消费股表现-相对收益

区间相对涨跌幅 (相对万得全A)	08年8月初至	12年3月初至	14年3月初至	18年11月初
	08年12月底	13年5月底	16年10月底	至今
饮料制造	0.4%	-22.4%	12.3%	79.9%
食品加工	0.2%	20.2%	-49.0%	16.2%
医药生物	16.5%	36.5%	-27.7%	0.9%
一般零售	-4.1%	-18.7%	-23.0%	-10.8%
专业零售	6.6%	-28.7%	-49.0%	-22.2%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

¹家电、家具属地产后周期，而纺织服装与出口相关度较高，上述行业与经济周期关联度相对较高，故没有列入经济弱相关消费股中。
识别风险，发现价值

(2) 当前经济弱相关的消费股的估值是否已完全Price-in广谱利率下行呢?

整体来看本轮广谱利率下行幅度离历史平均水平还有较大空间。行业层面上看经济弱相关的消费各行业估值均有不同程度回升。从PE维度来看，食品加工和医药生物PE估值回升明显，回升幅度超过历史水平；饮料制造、一般零售和专业零售估值回升幅度多数超过08年、12-13年利率下行期，但离14-16年回升幅度仍有空间；从PB维度看，饮料制造、食品加工当前ROE水平基本高于历史可对比水平，且目前仍处于回升区间，相应的这两个行业的PB估值也回升明显超过历史可对比水平；专业零售PB估值回升明显，但一般零售、专业零售当前ROE水平低于历史可对比平均水平，PB估值回升幅度也不大；医药生物PB估值回升幅度与14-16年利率下行期相当，但离12-13年还有较大空间，而医药生物行业的当前ROE相比历史可对比水平并没有明显下降，预计随着带量采购等利空政策消化，医药生物等仍有估值回升空间。

表5: 广谱利率下行期经济弱相关的消费各行业PE估值变化

下行期区间	广谱利率下行期		PE 估值上升幅度				
	下行期长度 (月)	广谱利率平均下行 (bp)	饮料制造	食品加工	医药生物	一般零售	专业零售
08年8月底-08年12月底	5个月	-110	-44%	119%	-27%	-38%	-36%
12年3月初-13年5月底	15个月	-90	-51%	-18%	29%	-25%	57%
14年3月初-16年10月底	32个月	-220	125%	-20%	12%	192%	42%
2018年11月至今	9个月	-50	49%	29%	37%	59%	15%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。注: 2018年11月至今是截至19年8月末。

表6: 广谱利率下行期经济弱相关的消费各行业PB估值变化

下行期区间	广谱利率下行期		PB 估值上升幅度				
	下行期长度 (月)	广谱利率平均下行 (bp)	饮料制造	食品加工	医药生物	一般零售	专业零售
08年8月底-08年12月底	5个月	-110	-39%	-32%	-25%	-38%	-34%
12年3月初-13年5月底	15个月	-90	-45%	6%	21%	-29%	-38%
14年3月初-16年10月底	32个月	-220	44%	7%	8%	31%	-15%
2018年11月至今	9个月	-50	67%	39%	8%	9%	3%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。注: 2018年11月至今是截至19年8月末。

表7: 广谱利率下行期经济弱相关的消费各行业ROE对比

下行期区间	广谱利率下行期		不同期间 ROE (TTM) 水平				
	下行期长度 (月)	广谱利率平均下行 (bp)	饮料制造	食品加工	医药生物	一般零售	专业零售
08年8月底-08年12月底	5个月	-110	18%降至16%	0降至-12%	13%降至12%	10%降至9%	21%降至17%
12年3月初-13年5月底	15个月	-90	25%升至27%	11%升至16%	10%	11%	15%降至6%
14年3月初-16年10月底	32个月	-220	18%降至15%	16%降至15%	10%	10%降至5%	3%
2018年11月至今	9个月	-50	20%升至22%	16%升至16.6%	9.2%降至8.9%	6%升至6.6%	11%降至8%

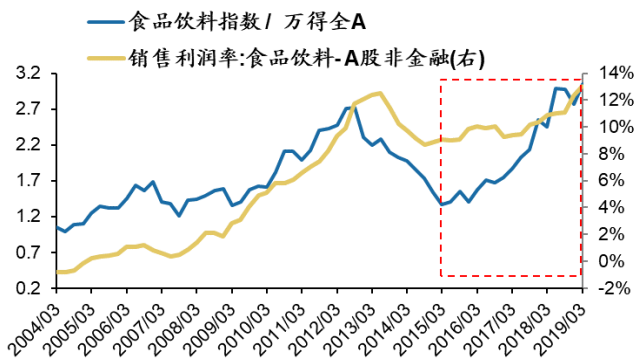
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。注: 2018年11月至今是截至19年8月末。

(3) 如何把握消费股的估值之锚?

当前消费股估值不断提升,除了广谱利率下行背景下贴现率下降推动稳定增长行业的估值上行外,金融供给侧改革也在推动股票市场供需两端发生深刻变化,股票供给端优胜劣汰持续推进、需求端外资等长线投资者不断入场,消费股由“稳定性溢价”向“估值溢价”转换。那么,消费股“估值溢价”的边界在哪里?如何把握消费股的估值之锚呢?

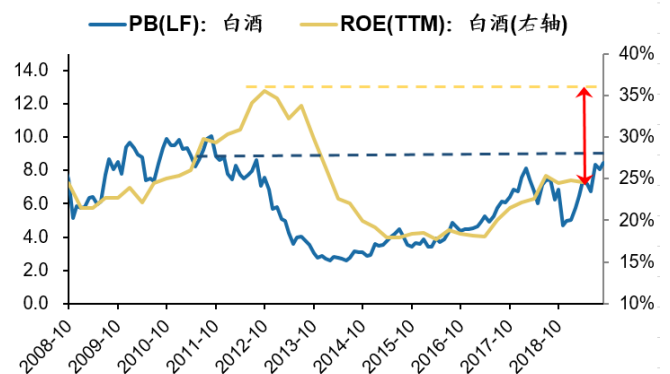
我们在《消费篇:从“长跑”到“常胜”——A股进化论2.0系列报告(四)》中提出消费股界定“估值溢价”边界的三个锚:1)锚定业绩——根据ROE、增长率G来评估PB与PE的位置;2)锚定参照系,用龙头/非龙头,白酒/非白酒消费等多维相对估值体系;3)锚定海外对标,与可对标海外消费龙头的估值作对比。以食品饮料行业为例,锚定业绩,综合盈利能力与增速的锚,当前白酒行业的估值已经相较12年牛市高点实现了显著溢价,这种溢价的空间也随着盈利预期的稳定性有所放大和收敛;锚定参照系,白酒相对非白酒必需消费的PE处于历史均值附近;锚定与可对标海外消费龙头估值对比,食品、饮料行业的龙头相比较海外可对标估值依然相对合理。

图37: 食品饮料相对收益&相对利润率



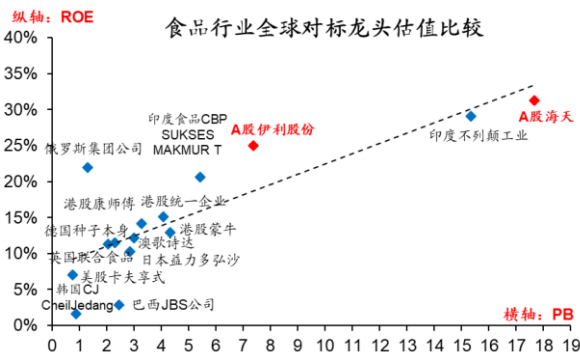
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图38: PB估值与12年高点相仿、而ROE较大差距



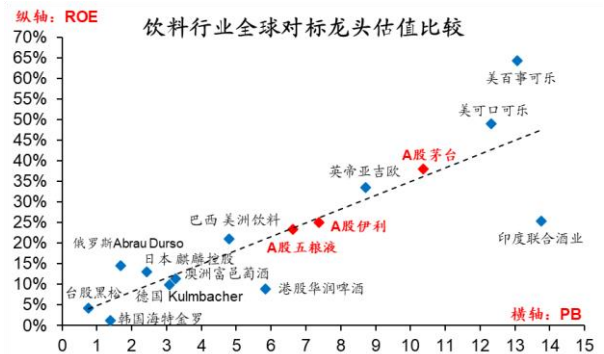
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图39: PB-ROE 食品



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图40: PB-ROE 饮料



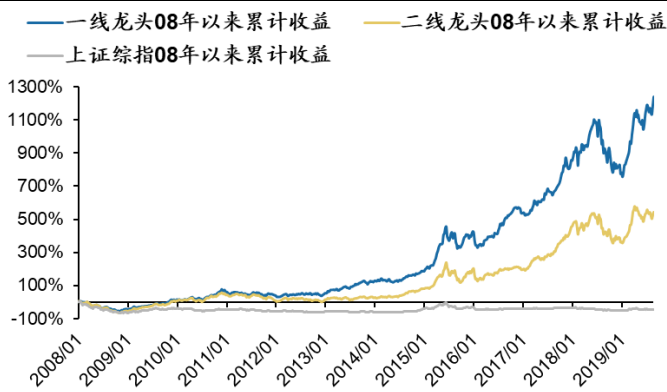
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(4) 一线白马股价优异表现是否会向二线白马扩散？坚持“以龙为首”

今年以来一线白马股表现不俗，部分投资者会自然而然思考，当前一线白马行情是否会向二线白马扩散呢？对此，我们通过构建一二线白马股组合和历史回溯法进行了复盘研究。构建一二线白马股组合是第一步，由于一二线白马股的划分并无公认标准，因此我们综合了企业盈利能力、成长能力、偿债能力、营运能力、资产结构、行业地位等七大维度46项指标进行打分，根据各细分子行业选取前一至两名作为一线白马、除一线之外的一至两名作为二线白马，并结合广发行业研究员的观点进行微调。为了避免部分大市值白马股的扰动，针对筛选的标的我们采用等权重方式分别构建一线白马指数和二线白马指数。

中长期来看一线白马和二线白马均显著跑赢市场，其中一线白马显著跑赢二线白马。我们分别对比了一线白马指数、二线白马指数、上证综指自08年以来的表现，自08年以来，一线白马指数涨幅超1200%，二线白马指数涨幅约540%，而上证综指则从08年初的高点回落，跌幅达45%，可见一线二线白马显著跑赢大盘。08年以来，一线二线白马指数相对比值从1.0逐步攀升至2.1，表明一线白马显著跑赢二线白马。上述现象的原因很容易理解，10年后中国经济逐步步入存量时代，供给端各行业集中度不断提升，一线白马的综合实力最强，是集中度提升过程中最为受益的公司，二线白马也较为优秀，但相对一线白马略差一筹，因此相对受益程度没那么大，而普通公司和尾部公司则是处于明显竞争劣势的位置；需求端伴随居民生活水平提高和中产阶级壮大，消费升级不断深化，一线消费白马的品牌优势往往要大于二线白马。中长期股价是称重机，白马股跑赢市场，而一线白马又跑赢二线白马也是完全符合中长期逻辑的。

图41：一二线消费白马表现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图42：一线白马相对二线持续上行



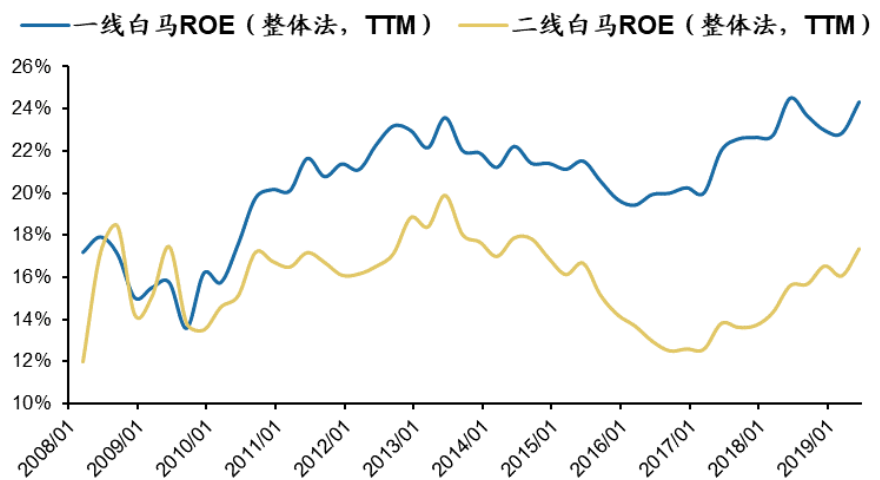
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

历次广谱利率下行期，一线白马均优于二线白马。我们统计了08年8月-08年12月、12年3月-13年5月、14年3月-16年10月、2018年11月至今四次广谱利率下行期一线白马指数相对二线白马指数的表现，发现这四次广谱利率下行期一线白马指数均明显跑赢二线白马指数。广谱利率下行期一线白马跑赢二线白马也符合基本逻辑的认知。历史上广谱利率下行期往往对应经济衰退期，大多数周期强相关的股票面临盈利下滑的压力，投资者倾向于选择盈利最确定性的消费龙头公司，一线白马的盈利确定性最高，二线白马的盈利确定性虽然也不错，但比之一线白马仍略有差距。因此广谱利率下行期投资者集中选择一线白马也是容易理解的。而本轮广谱利率下

行期还有其特殊性，包括外资在内的长线投资者不断入场，而A股又面临优胜劣汰的机制变迁，因此一线白马会持续获得溢价。

从盈利能力来看，09年以来一线白马与二线白马呈现分层趋势，一线白马盈利能力明显优于二线。08-09年，一线白马与二线白马ROE均在12%-18%区间，二者无明显差异。09年后期以来，一线白马ROE逐步走高，至11年基本稳定在20%以上，而二线白马ROE仍然在上述区间波动。相比于一线，二线白马在ROE上升期间涨幅不及一线，而在下降期间跌幅一般较大，说明一线白马稳健性相比于二线更好。

图43：一线白马股盈利能力明显高于二线



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

在选择白马股时依然要坚持“以龙为首”。一线白马无论是在时间维度、涨幅维度还是盈利能力，都明显优于二线白马，广谱利率下行期多数情况下二线白马难以跑赢一线白马，最优选择是坚守一线白马，以龙为首强者恒强。

风险提示

1. 中国央行实施货币政策宽松力度低于预期;
2. 国内猪肉价格不断上涨背景下, 国内通胀上行幅度高于预期;
3. 中美贸易摩擦背景下中国经济下行压力超预期。

广发投资策略研究小组

戴康：CFA，首席分析师，中国人民大学经济学硕士，9年A股策略研究经验。先后负责过行业比较、大势研判、主题投资三个方向。荣获2018最具价值金牛分析师，IAMAC中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师策略组第一名。带领团队荣获2017新财富第四名、金牛奖第三名、IAMAC第三名。

郑恺：资深分析师（行业比较），华东师范大学金融学硕士，6年A股策略研究经验。

曹柳龙：CPA，资深分析师（行业比较），华东师范大学管理学硕士，5年A股策略研究经验。

俞一奇：资深分析师（专题研究），波士顿大学经济政策硕士，3年A股策略研究经验。

陈伟斌：CPA，资深分析师（专题研究），复旦大学经济学硕士，3年A股策略研究经验。

倪赓：高级分析师（主题策略），中山大学经济学硕士，2年A股策略研究经验。

韦冀星：联系人（行业比较），美国杜兰大学金融学硕士，2年A股策略研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。