



中信证券研究部



杨灵修
首席海外策略师
S1010515110003



秦培景
首席策略师
S1010512050004



裘翔
策略分析师
S1010518080002



联系人：徐广鸿

核心观点

疫情终将过去，机会属于乐观者。新冠肺炎疫情引发全球市场剧烈波动，我们从基本面三个维度（“相对估值水平”、“市场具备的分红率”和“市场风险补偿溢价”）判断市场底部的特征，“中国资产”已经具备极高吸引力，特别是港股市场。拉长时间维度，过去 5 年，海外长线资金投资中国股票的年化收益高达 14%，最重要的来源是最大现金分红和留存盈利（约 12%，MSCI China 股票池）。在市场“正常化”过程中，“聚焦龙头，聚焦现金流，聚焦内需”是目前最佳选择，H 股具备明显配置性价比。

■ 买入“中国资产”，疫情终将过去，机会属于乐观者。在经历全球资产“无差异化”下跌后，我们从“相对估值水平”、“市场具备的分红率”和“市场风险补偿（溢价）”三个维度看市场底部的特征，“中国资产”已经具备极高吸引力，尤其是对海外长线资金。疫情终将过去，其对中国的最大影响是一季度，将在 4 月经济数据中集中体现，但市场表现一般先于基本面。对比历史，市场正常化后，预计对应 20% 以上高确定性收益。同时，虽然流动性挤兑的后果导致美元短期升值，但欧美零利率环境下，美元不具备长期强势基础，未来人民币或还有升值预期。

■ 发达国家风险或有“余波”，虽然各国全力以赴。目前美联储已降息至零点，并推出 CPFF 等定向支持措施，但由于面向 PDCF 的 24 家一级做市商受到 Volcker Rule（沃尔克法则）限制，其是否愿意将资金输出给影子银行体系是进一步缓解流动性压力的关键所在。2008 年金融危机后，美国金融部门和家庭部门杠杆率显著下降；但政府部门和非金融企业负债上升。目前美国金融市场面临的最大风险点在于企业债，企业债市场是美国融资体系中最重要的一部分，融资额远超股票市场和银行信贷。剩余的总量 2.53 万亿美元的高收益企业债中，今年年底前到期的余额为 918.5 亿美元。区别于 2008 年金融危机，近期外围股市的暴跌是疫情冲击下全球资金流转，风险资产重新定价所导致，当前美国商业银行体系稳定性相对较强。

■ 中国市场已具备足够安全边际（特别是离岸市场），市场一般先于基本面复苏，南向资金近期净流入再创新高，主要流入银行、科技等龙头股票。随着中国疫情得到控制，复工回暖、利率下降，加上市场充沛的流动性，预计中国股票对海外投资者将最先具备吸引力。市场一般先于基本面复苏。板块上看，工业品、房地产以及材料的复苏力度或高于下跌幅度（比如在 SARS 期间，政策宽松催化）。在海外资金“无差异”抛售风险资产同时，南向资金自 2 月中旬以来持续稳定流入港股，3 月 9 日至 13 日单周净买入突破 500 亿港元，其中 3 月 13 日当日净买入 161 亿港元，均创历史新高。除了传统龙头公司如腾讯控股、建设银行、工商银行以及汇丰银行，最近一周南向资金更加青睐食品饮料（如蒙牛乳业等）、地产以及交运板块（高速公路为主）。

■ 配置建议：聚焦龙头，聚焦现金流，聚焦内需。从投资收益的角度，当下新冠肺炎（COVID-19）疫情引发的中国资产下跌，我们认为丝毫不影响长期价值，相反长期资金提供了配置优质资产的最佳时点。拉长时间维度，现金分红和留存盈利回报是股价最重要的收益来源。虽然疫情对各个行业 2020 年盈利构成冲击，但各行业龙头公司财务状况稳健程度明显高于行业整体。我们在价值股板块（如金融、房地产及基建工业）中筛选龙头、现金流好、盈利稳健、估值处于低位的标的；在成长股板块（消费、科技、医药等），之前估值长期以来处于较高位置，疫情爆发以来估值回到合理区间，我们筛选长期增长标的。结合行业反馈，我们同时更新了 4 月海外“全组合”（20 个海外中资股，20 个 A 股）。

■ 风险提示：疫情全球蔓延超预期，全球经济进入衰退；美股下跌引发全球系统性金融危机；中美贸易摩擦激化；国内信用环境恶化；新兴市场风险失控，出现大幅资金流出。

目录

“中国资产”已到买入时点	1
发达国家风险或有“余波”，虽然各国全力以赴	8
以史为鉴，历次危机后的市场复苏	17
SARS、金融危机及欧债危机的历史复盘	17
复盘 2003 年后“非典”时期市场反弹	17
2008 年金融危机复盘	21
“欧债危机”后的板块表现	24
以史为鉴，在暴跌背景下选择优质行业	26
南向资金净流入再创历史新高	28
配置建议：聚焦龙头，聚焦现金流，聚焦内需	33
价值板块安全边际凸显	35
高成长板块值得信赖	39
风险因素	48

插图目录

图 1: 目前海外主要市场相对沪深 300 估值溢价处较低位置	1
图 2: 港股 PE 处于 2005 年以来的低点	2
图 3: 港股 PB 与 2016 年最低点相近	2
图 4: 港股股息率攀升到 4%左右	2
图 5: 港股风险溢价 (ERP) 处于 2005 年以来的高点	2
图 6: 生产、消费受疫情冲击明显	3
图 7: 受疫情冲击明显, 工业企业利润和营收均大幅下降	3
图 8: 3 月份 PMI 数据环比回升明显	4
图 9: 复工复产有序推进, 已基本恢复正常	4
图 10: MSCI China 盈利增速与 GDP 增速	7
图 11: 2020 年 2 月 19 日以来 SPX/黄金/美元指数表现和美国 10 年期国债收益率走势	9
图 12: 各类资产价格回报波动率大幅上升	9
图 13: 美国存款机构准备金余额和超额准备金利率	10
图 14: 美联储总资产规模	11
图 15: 过去两周美联储各项资产增幅	11
图 16: 疫情冲击下美国企业的资金缺口	13
图 17: 美国主要企业收入的行业分布 (2019 年底)	13
图 18: 标普 500 回购与分红较高, 维持美股高估值	13
图 19: SOFR-IOER 利差/商业票据利率/高收益债利差出现上行但最近一周已开始扭头向下	14
图 20: 美国企业部门杠杆率达到高点	14
图 21: 美国高收益及企业债期权调整利差快速走扩	14
图 22: 美国企业债存量行业分布	15
图 23: 美国企业债截至今年年底余额行业分布	15
图 24: 高收益企业债余额的行业分布	15
图 25: 截至 2020 年底高收益企业债余额分布	15
图 26: 布伦特油价持续下滑施压能源高收益债	16
图 27: 能源行业股票回购与分红	16
图 28: 截至 2020 年底到期的石油企业高收益债余额	16
图 29: 埃克森美孚 CDS 利差迅速飙升	16
图 30: 波音公司 CDS 利差急剧飙升	17
图 31: 港股和 A 股在 2003 年下半年走势背离	18
图 32: 后“非典”时期板块复苏情况	19
图 33: “非典”前后社会零售品总额同比增速	19
图 34: 2002-2004 年我国商品房销售面积及同比增速	20
图 35: “非典”前后钢价持续上涨	21
图 36: “非典”前后煤炭价格保持稳定增长	21
图 37: “非典”前后发电量情况	21
图 38: 后“非典”时期原油价格稳定上涨	21
图 39: 标普 500 指数金融危机期间表现	22
图 40: 金融危机期间沪深 300 和港股主要指数的表现	22
图 41: 金融危机前后 MXCN 各板块的复苏情况	22
图 42: 我国汽车产销量在 2009 年 1 月触底后复苏	23

图 43: 2010-2012 年主要经济指标	25
图 44: 标普 500 指数与恒生指数走势基本保持一致	25
图 45: 沪深 300 指数表现	25
图 46: “欧债危机”后的板块复苏情况	26
图 47: 存款准备金利率及贷款利率	27
图 48: 南向资金自 2 月中旬加速流入港股通	29
图 49: 南向资金自 2 月中旬加速流入港股通	31
图 50: 银行板块龙头南向资金增持日均情况	32
图 51: 科技板块龙头南向资金增持日均情况	32
图 52: 石化板块龙头南向资金增持日均情况	32
图 53: 非银金融板块龙头南向资金增持日均情况	32
图 54: 海外“全中国”组合收益 vs MSCI China	33
图 55: MSCI China 累计总回报拆解	34
图 56: MSCI China 各二级行业过去 5 年年化投资收益拆分	34
图 57: MSCI China 各二级行业过去 5 年现金分红年化回报率	35
图 58: 金融板块 AH 溢价率情况	36
图 59: 建筑建材 AH 溢价率情况	36
图 60: 原材料及石化板块 AH 溢价情况	37
图 61: 公用事业及房地产板块 AH 溢价率情况	37
图 62: 个人住房贷款余额及预测	37
图 63: 政府性基金收入增速和土地相关投资增速	37
图 64: MSCI China 各二级行业过去 5 年留存利润年化回报率	40
图 65: 近年来全球挖掘机产量及中国占比	42
图 66: 2019 年全球动力电池出货量及份额	43
图 67: 2019 年中日韩动力电池出货量及份额	43

表格目录

表 1: 近期中央政治局会议内容对比	5
表 2: 针对新冠疫情影响, 央行货币政策支持政策正在加快落地	6
表 3: 目前分行业 2020 年业绩影响因素和未来风险	7
表 4: 美联储货币政策及操作梳理	10
表 5: 欧洲央行货币政策及操作梳理	12
表 6: 日本央行货币政策及操作梳理	12
表 7: “非典”时期消费行业盈利情况	19
表 8: 能源、原材料及公用事业 2003 年全年盈利能力稳定	21
表 9: 金融危机期间政府对于汽车行业的刺激政策	23
表 10: MXCN 地产龙头金融危机前后的归母净利润增速	24
表 11: “非典”并未明显影响我国的货币供应量增速	26
表 12: SARS、金融危机以及欧债危机期间市场表现对比	28
表 13: MXCN 二级板块按照权重计算的区间收益率	28
表 14: 自疫情爆发以来分阶段南向资金流入情况	30
表 15: 1 月 20 日以来南向资金净流入 Top30	31
表 16: 事件性影响南向资金流入	32
表 17: 价值板块股息率水平	35

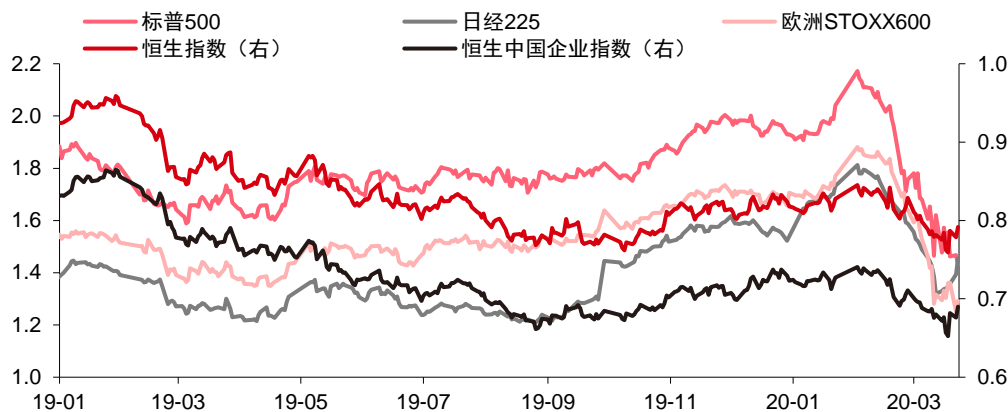
表 18: 价值板块 AH 溢价率情况	36
表 19: 价值板块筛选结果	38
表 20: 成长板块估值水平	40
表 21: 科技板块相关公司海外收入占比	41
表 22: 主要消费电子产品出货量预测	41
表 23: 中国半导体行业增速预测	42
表 24: 成长板块筛选结果	43
表 25: 4 月海外“全中国”组合	44
表 26: 4 月 A 股“全中国”组合	46

“中国资产”已到买入时点

经历全球资产“无差异化”下跌后，市场已对长期资金具备吸引力

新冠肺炎疫情全球快速扩散后，全球资产经历了“无差异化”下跌，港股市场自 2 月中旬开始快速回落，截至 3 月 19 日，恒生指数和国企指数分别下跌 23.0% 和 23.4%。

图 1：目前海外主要市场相对沪深 300 估值溢价处较低位置



资料来源：Wind，中信证券研究部

从基本面情况判断，我们认为在快速下跌之后，港股市场已具备长期安全边际。我们从“相对估值水平”、“市场具备的分红率”和“市场风险补偿（溢价）”三个维度看市场底部的特征。从估值角度来看，现在港股已经处于 2005 年以来的低位。现在恒生指数、国企指数的市盈率 PE 分别为 8.9x 和 7.7x，已接近于 2005 年以来的底部，后者甚至低于 2008 年金融危机时的低点（恒生指数为 8.5x，恒生国企指数为 8.6x）。如果从市净率 PB 角度看，恒生指数和国企指数的已经跌破 1 倍市净率，分别为 0.9x 和 0.9x，也低于 2008 年时的低点 1.3x 和 1.3x，且与 2016 年熊市时的估值 0.9x 和 0.75x 相近，特别是恒生指数，目前已处于 2002 年以来的最低点（当然这和 2019 年香港本地股受到暴力事件冲击有关）。如果我们进一步考虑近几年恒生国企指数的调整，纳入腾讯、华润置地等 10 家红筹或民企后，目前的市净率和市盈率更具吸引力。

图 2: 港股 PE 处于 2005 年以来的低点



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 3: 港股 PB 与 2016 年最低点相近

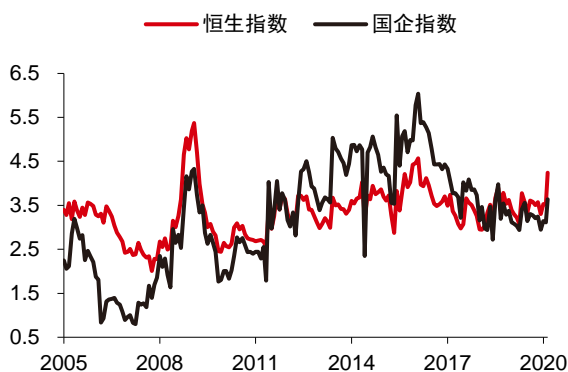


资料来源: Wind, 中信证券研究部

从股息率看, 目前恒生指数、国企指数的股息率升至 4.0%和 3.3%, 虽然低于 2008 年金融危机时和 2016 年熊市底部的水平, 但需要注意的是, 由于 2008 年次贷危机时估值首先大幅下滑, 近一年后才对基本面产生明显冲击, 导致股息率在 2009-11 年间处于低谷。而此次疫情使得基本面率先受到冲击, 股息率与估值几乎同步下降。可以看到, 现在的股息率也仅次于 2009-11 年间的高点。

最后是市场对股票资产的风险补偿(溢价), 我们用 ERP (Equity Risk Premium) 去衡量, 我们的测算考虑了目前交易层面的因素(由于目前美国 10 年期国债收益率已跌至 0.7%以下, 存在过度反应), 调整了目前的无风险利率到常态, 即使这样, 现在恒生指数、国企指数的风险溢价也攀升至 10.4%和 11.9%, 也处于 05 年至今的高点, 仅次于 2016 年“股灾”时的最高位 11.2%、15.4%, 表明在目前极其“厌恶风险”的市场环境下, 投资对于股票的风险补偿也已经到达高位, 现在港股已处于市场底部。

图 4: 港股股息率攀升到 4%左右



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 5: 港股风险溢价 (ERP) 处于 2005 年以来的高点 (%)

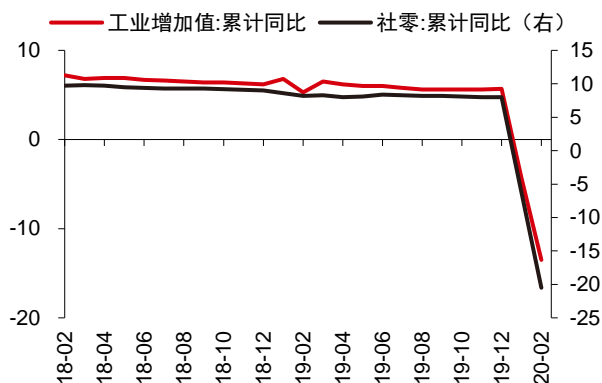


资料来源: Wind, 中信证券研究部

疫情对最差影响将体现在 4 月发布的一季度经济数据，等待靴子落地

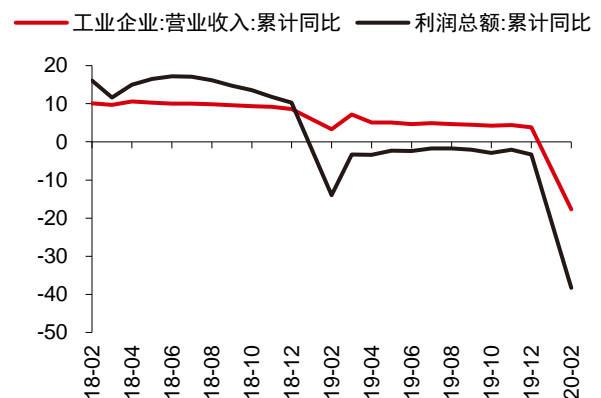
疫情对一季度经济运行构成实质性影响，1-2 月主要经济指标出现两位数负增长，预计其最差影响将体现在 4 月发布的一季度经济数据，等待靴子落地。为防止疫情扩散，春节以来中国各地实施居家隔离措施，企业也推迟复工复产。居民居于家中，传统线下消费大幅减少，相关行业受疫情冲击明显；推迟复工复产下，企业正常生产时间也大幅缩减，叠加相关需求锐减，企业生产、销售受到巨大冲击。居民日常消费、企业生产和销售受阻，1-2 月份生产、消费、投资等呈现断崖式下滑。具体来看，1-2 月份，中国社会零售总额累计下滑 20.5%，工业增加值累计下滑 13.5%。1-2 月全国规模以上工业企业利润累计下降 38.3%、营业收入累计下滑 17.7%；油价大幅下跌也带动工业品价格下降，进一步挤压了上游企业的利润空间。在疫情的明显冲击下，各行业利润空间均受侵蚀。

图 6：生产、消费受疫情冲击明显（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：受疫情冲击明显，工业企业利润和营收均大幅下降（%）

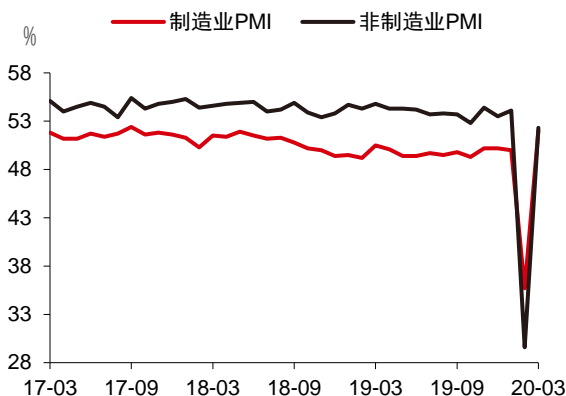


资料来源：Wind，中信证券研究部

基准情形下，我们预计全年 GDP 增速为 3.5% 左右。疫情冲击下，1-2 月以投资、消费为代表的衡量需求侧的指标负增长超过 20%，以规模以上工业增加值和服务业生产指数为代表的衡量供给侧的指标负增长超过 10%。根据中信证券研究部宏观组观点，中性预测一季度 GDP 增速为 -5% 左右。从经济体量上看，通常下半年经济总量占全年 55%，上半年占 45%，其中一季度仅占 20% 左右，1-2 月份主要指标占全年总量较小，后期弥补损失的机会较大。在逆周期政策发力下，年内经济运行有望回到合理区间，三、四季度经济增速或高于 6% 的正常路径水平，下半年反弹的程度取决于一揽子宏观政策的力度和海外疫情能否在二季度好转。

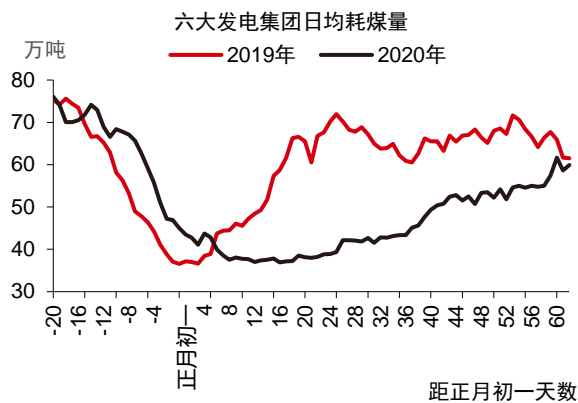
2 月中下旬，复工复产已经有明显加速趋势，部分指标已于近期恢复至春节前正常水平，6 大发电集团日均发电耗煤数据已接近去年同期水平，全国高炉开工率亦恢复至节前正常水平，因此预计工业企业的生产将逐渐有序修复，预计 3 月底用工难、到岗率不足将不再是未来制约工业生产的主要问题。

图 8：3 月份 PMI 数据环比回升明显



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 9：复工复产有序推进，已基本恢复正常



资料来源：Wind，中信证券研究部宏观组

3 月份中国制造业 PMI 为 52.0，较上个月回升 16.3；中国非制造业 PMI 为 52.3，较上个月回升 22.7。PMI 作为环比指标，3 月份数据表明约有一半以上企业景气程度较上个月有所改善。但这也剔除了基数、季节等因素，因此 3 月份 PMI 数据的大幅改善并不意味着其他以同比方式呈现的经济指标也会出现大幅改善；先前低基数下企业景气程度改善虽然是较小修复，但也表明了目前国内企业加速复工复产恢复效果较好。国内防疫已取得阶段性成效，但海外疫情仍在蔓延，制造业企业生产、销售受对外贸易影响较大，PMI 能否持续位于扩张区间，仍需观察。

随着国内疫情逐渐进入后期、复工复产持续推进，内需有望逐渐回补。但海外疫情仍在蔓延，全球经济增长放缓也加大了外需的不确定性，中国一季度 GDP 增速预测为-5%左右。国内企业经营受到疫情较为严重的冲击，进一步减税降费将继续推出。未来或将针对疫情受损地区和企业进行增值税以及其他多项政府性基金的减免。预计今年减税降费规模至少不低于去年的 2.3 万亿元。而在近期中央政治局会议中，后续的政策思路或将是利用内需承接外需缺口，具体可能体现为“出口转内销”的政策路线，消费、投资将共同促进内需反弹。财政政策方面，未来一揽子宏观政策措施，逆周期调节力度将加码：赤字率、专项债、特别国债三措并举，财政政策蓄势待发。

根据我们估算，全年的刺激政策总金额或将达到 10.7 万亿，约占 2019 年 GDP 的 10.8%。首先将不同外贸产品分为三类：A 类产品的出口额小于进口，此类产品的内需相对较强，具有比较广阔的出口转内销的空间，政策只需协调产业链和销售路径的转移即可；B 类产品的出口额略大于进口，有一定的出口转内需可能，但需要政策加以扶持，因此可能是政策的刺激重点；C 类产品的出口额远大于进口，内需空间逼仄，政策刺激效果相对有限。结果显示，A 类产品主要对应农产品、矿物、金属制品等食品及原材料，B 类产品主要对应钢铁、化工、电气等工业投入品，C 类产品则主要对应化纤、皮革、纺织、家具等轻工业产品。基于此，钢铁、化工、电气设备类的行业可能是后续外需转内需的主要调控点。

考虑到钢铁、化工、电气设备都是基建产业链上的相关行业，后续或将采取发力基建的方式以吸收此类行业的产品顺差。B 类行业的贸易顺差额度约为 3.8 万亿元人民币，假

定最多有 75% 的供给由政府承接，对应刺激金额上限为 2.8 (3.8*0.75) 万亿元。另一方面，政策也可能对 C 类行业加以帮扶，考虑到 C 类行业多为消费类行业，对此类行业的刺激政策或将体现为政府+企业+金融机构共同让利的协调配合，比如政府、企业配合发放消费券，或金融机构免息贷款等，假定政府通过消费券的方式承接此类产品需求的 15% (对应 0.7 万亿)，叠加此前估算的 2.8 万亿，若保障出口转内销的实现，政策需要释放 3.5 万亿的增量刺激。考虑到 2019 年的刺激政策总额为 7.2 万亿 (赤字 2.76 万亿+专项债 2.15 万亿+减税降费 2.3 万亿)，2020 年全年的刺激政策总金额或将达到 10.7 万亿，约占 2019 年 GDP 的 10.8%，虽高于美欧等发达国家，但仍低于 2008 年的刺激政策占 GDP 比 (12%)。

表 1：近期中央政治局会议内容对比

主要内容	20200327	20200226	20200221	20200212	20200203	20191206
经济形势判断	经济发展特别是产业链恢复面临新的挑战	经济社会发展加快恢复	我国经济有巨大的韧性和潜力，长期向好的趋势不会改变	无	无	我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有变
疫情防控进展	疫情防控取得阶段性重要成效	全国疫情防控形势积极向好的态势正在拓展	疫情蔓延势头得到初步遏制	疫情防控工作到了最吃劲的关键阶段	疫情防控形势不断变化	无
目标	疫情防控、全面小康	疫情防控、全面小康	疫情防控、全面小康、十三五规划、“六稳”	疫情防控、全面小康、十三五规划、“六稳”	疫情防控、全面小康、“六稳”	全面做好六稳
财政政策	积极的财政政策要更加积极有为	无	积极的财政政策要更加积极有为	更好发挥积极财政政策	无	无
货币政策	稳健的货币政策要更加灵活适度	无	稳健的货币政策要更加灵活适度	保持稳健的货币政策灵活适度	无	无
内需与消费	要加快释放国内市场需求，扩大居民消费	无	要积极扩大有效需求，促进消费回补和潜力释放	要积极扩大内需	无	无
制造业	无	无	无	无	无	推动农业、制造业、服务业高质量发展
基建	无	无	无	无	无	加强基础设施建设
房地产	无	无	无	无	无	无
区域发展	无	无	无	无	无	推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局
民营企业	无	无	无	无	无	无
对外开放	无	无	要深化对外开放和国际合作	积极参与国际协调合作，为对外贸易发展营造良好国际环境	无	深化经济体制改革，建设更高水平开放型经济新体制
供给侧改革和去杠杆	深化供给侧结构性改革	无	深化供给侧结构性改革，	无	无	坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，推动高质量发展
资本市场	无	无	无	无	无	无
就业	帮助贫困劳动力尽快返岗就业	各级党委和政府要把恢复和稳定	实施好就业优先政策，鼓励灵活就业	更大力度实施好就业优先政策	无	无

主要内容	20200327	20200226	20200221	20200212	20200203	20191206
		就业工作做细做扎实	业,做好重点群体就业工作			
物价	无	无	做好基本民生商品保供稳价工作	无	无	无
经济形势判断	经济发展特别是产业链恢复面临新的挑战	经济社会发展加快恢复	我国经济有巨大的韧性和潜力,长期向好的趋势不会改变	无	无	我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有变
疫情防控进展	疫情防控取得阶段性重要成效	全国疫情防控形势积极向好的态势正在拓展	疫情蔓延势头得到初步遏制	疫情防控工作到了最吃劲的关键阶段	疫情防控形势不断变化	无

资料来源: 中国政府网, 中信证券研究部

3月31日, 国务院常务会议确定再提前下达一批地方政府专项债额度, 带动扩大有效投资, 同时部署强化对中小微企业的金融支持, 加大对困难群体相关补助政策力度。1) 财政政策方面, 专项债继续提前下达, 新增额度力争二季度发行完毕。参考 2019Q2 专项债新增额度在全年的占比约为 33.8%, 因此如果全年专项债额度在 3.5 万亿左右, 预计二季度专项债新增额度为 1.2-1.5 万亿左右。目前前期下发的提前额度还剩余 1928.2 亿元会在二季度使用, 粗略估计二季度需要提前下发的专项债额度约为 1-1.3 万亿。2) 金融支持方面, 从总量到结构, 进一步增加再贷款、再贴现额度 1 万亿元, 并实施对中小银行的定向降准, 中小微企业成为政策支持的重心。3) 产业政策方面, 推动汽车消费政策将成为消费政策的重点。

表 2: 针对新冠疫情影响, 央行货币政策支持政策正在加快落地

各项稳信贷措施:

- 新增针对疫情的专项再贷款 3000 亿元
- 主要针对中小微企业的再贷款再贴现 5000 亿元
- 贷款延期还本付息 (允许临时性延期, 最长可延迟至 6 月 30 日) 等政策
- 政策性银行将增加 3500 亿元专项信贷额度, 以优惠利率向民营、中小微企业发放
- 对因春节假期调整受到影响的金融机构, 适当提高 2020 年 1 月下旬存款准备金考核的容忍度
- 普惠金融定向降准释放 5500 亿元长期资金
- 推行对中小银行的定向降准, 以优惠利率向中小微企业提供贷款
- 增加面向中小银行的再贷款再贴现 1 万亿元
- 支持金融机构发行 3000 亿元的小微金融债券, 用于发放小微贷款
- 引导公司信用类债券净融资额比上年增加 1 万亿元
- 鼓励发展供应链金融产品, 促进中小微企业全年应收账款融资 8000 亿元

各项降成本措施:

- 降低融资成本 (MLF、一年期 LPR 下降 10 个基点, 5 年期 LPR 下降 5 个基点)
- 下调支小、支农再贷款利率至 2.5%
- 3 月 30 日进一步下降 OMO 利率 20 个基点
- 发展为中小企业增信的商业保险产品

资料来源: 中国人民银行, 中信证券研究部宏观组

在疫情全球蔓延的背景下, 随着业绩发布期来临和疫情影响的进一步明确, 中性假设下, 我们预计 MSCI China 2020 年盈利增速在个位数, 但一般而言, 市场表现先于基本

面的变化。根据 FactSet 一致预期数据，2020 年 MSCI China 整体盈利增速为 10.9%，相比年初已下调 1pct。

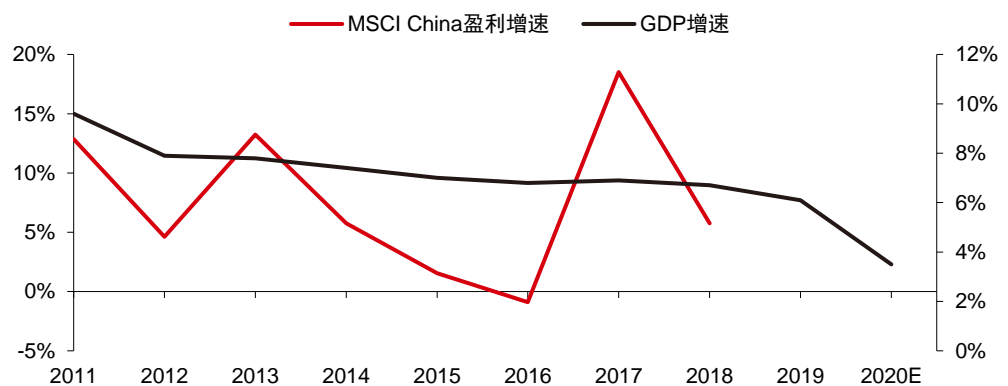
表 3：目前分行业 2020 年业绩影响因素和未来风险

行业	盈利增速预测	行业权重	行业情况
金融	5.5%	19.50%	前期 LPR 改革将导致银行板块承压，但预期存款利率下调有望对冲一定程度影响。保险行业受疫情影响短期展业受到冲击。
日常消费品	33.8%	3.84%	1-2 月社会消费品零售总额同比下降 20.5%至 5.2 万亿元，其中餐饮收入大幅回落 43.1%，商品零售同增-17.6%。随着 3 月复工节奏明显改善和居家隔离的结束，消费有望逐步恢复。一季度消费可能出现高个数的负增长。后续疫情逐步消退，逆周期政策落地带动就业收入改善以及消费刺激政策出台落地的情况下，预计二季度消费将有明显改善。
非日常消费品	23.3%	26.97%	
通信服务	6.2%	21.30%	1-2 月计算机、通信及其他电子设备制造业工业增加值的回落幅度为-13.8%。
信息技术	29.3%	4.95%	
医疗保健	21.4%	4.79%	-
工业	12.0%	5.64%	1-2 月工业增加值同比增长-13.5%，制造业同比下降 15.7%。预计 3 月工业增加值有望回正，3 月后半月部分行业可能出现“赶工”，回补 1-2 月活动减慢所带来的生产损失。1-2 月制造业投资增速降幅达到 31.5%。
原材料	9.6%	2.38%	1-2 月固定资产投资增速下降 24.5%，其中制造业投资增速下滑 31.5%，基建投资下降 26.9%，地产投资增速下降 16.3%。
能源	-1.8%	2.78%	2020 年初至今，由于新冠疫情对原油需求的影响及 OPEC+未能达成减产协议对供给的冲击，国际油价大幅下跌，当前处于 30 美元/桶以下，短期预计将对行业盈利造成较大冲击。
房地产	18.4%	5.45%	1-2 月地产投资增速下降 16.3%。
公用事业	13.5%	2.39%	-
MSCI China	10.9%	100%	-

资料来源：FactSet，中信证券研究部 注：盈利增速为 FactSet 一致预期。

根据宏观经济数据，并结合各行业实际情况，我们大致判断 MSCI China 盈利增速在个位数，具体如下：中性情景下，**金融板块中，银行业**在央行下调 LPR 释放流动性背景下短期内业绩承压，虽然存款利率下调预期一定程度上对冲降息对银行业绩带来的影响，但息差整体收窄仍将对银行业业绩增速造成负面影响。**保险行业**受禁足影响，代理人难以实现陌生拜访，同时全球进入降息周期，长期投资回报率向下，保险业绩预计承压。

图 10：MSCI China 盈利增速与 GDP 增速



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部预测

非金融板块中，消费方面，一季度社消预计为高个位数负增长，二季度在相关政策刺激下预计将有明显改善，若后续季度整体能够维持在 2019 年 8% 左右的水平，则社消增速下滑幅度在中低单位数。**工业方面**，1-2 月工业增加值同比下降 13.5%，虽然 3 月下旬部分行业有望出现“赶工”现象，但随着海外疫情不断蔓延和发酵，作为全球产业链网络核心的中国或将面临“二次伤害”。根据中信证券研究部宏观组观点，静态极端假设下，海外疫情将额外拖累中国单季度工业增加值月 2 个百分点，若动态考虑国内上下游产业间的联动这一影响将更大。**能源方面**，由于新冠疫情对原油需求的影响及 OPEC+ 未能达成减产协议对供给的冲击，国际油价大幅下跌，当前处于 30 美元/桶以下。根据中信证券研究部石油石化组观点，在各产油国的财政压力下供应端最快有望在 5 月中下旬迎来实质性改善，而在海外需求恶化，库存压力提升的背景下，低油价叠加高库存可能迫使供应端改善的时间进一步提前。同时原油价格作为国际能源定价的锚，若较长时间保持低位运行则对能源板块业绩将整体产生负面影响。

同时，虽然 1-2 月全国固定资产投资（不含农户）同比下降 24.5%，其中基础设施投资同比下降 30.3%，但在专项债、特别国债等多重手段支持下，预计基建投资增速可回到两位数增长，预计能够提振相关产业业绩。此外，根据中信证券研究部房地产组观点，房地产销售虽然短期受到影响，但地产需求可以积累、缓释，2020-2021 年业绩预测无需下调。医疗保健和公用事业业绩预测也暂时不作下调。

综上所述，我们认为中性情境下 MSCI China 盈利整体仍需要下调中到中低单位数个百分点。而在乐观情境下，海外疫情在二季度出现好转，下半年全球补库存带动出口大幅回升，叠加国内一揽子宏观对冲政策力度较大，促进消费大幅回补和投资大幅增长，盈利下调幅度或在低单位数个百分点。

值得注意的是，消费方面，消费者服务尤其是餐饮旅游行业一季度受到重大影响，1-2 月餐饮收入增速大幅回落 43.1%，后续季度的恢复情况难以预料，线下消费整体受冲击的持续时间也存在超预期可能。同时动态视角下，海外疫情不确定性带来的需求冲击在国内产业链间联动对从工业到原材料板块的冲击也将被放大。因而悲观情景下，MSCI China 2020 年盈利整体下调幅度或将进一步扩大，MSCI China 盈利预测整体将下调至低单位数乃至负增长。

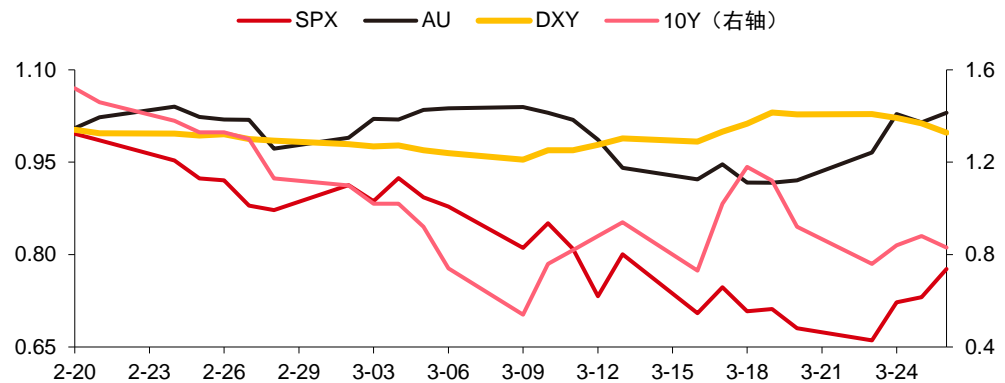
■ 发达国家风险或有“余波”，虽然各国全力以赴

大规模恐慌性抛售，但美国金融体系稳定性较 08 年大幅提升

2 月下旬开始，COVID-19 在中国大陆以外地区快速蔓延，导致大类资产价格普跌。在此过程中，以美国大型对冲基金为代表的美国影子银行体系的快速去杠杆，加速了疫情冲击下大类资产的重新定价。以美国市场为例，截至 3 月 9 日，美国十年期国债收益率伴随标普 500 指数下行，但此后随着流动性挤兑显现，3 月 10 日后便开始“股债双杀”的格局。此外，另一大避险资产，黄金自 2 月 24 日以后也显示“风险资产”的属性。因此，美国影子银行体系的去杠杆叠加传统避险资产丧失其“避险”属性时，恐慌性抛售使得大

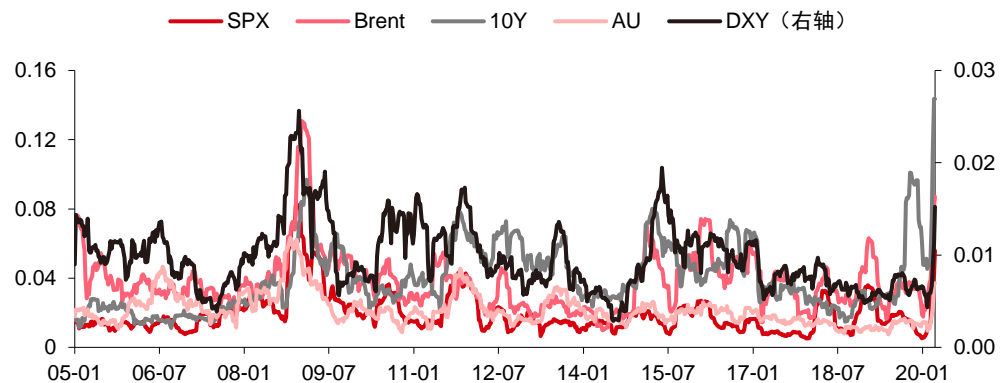
类资产价格自 3 月 9 日以来经历了“无差异化”的下跌，且各类资产的价格波动率都大幅飙升，类似于 2008 年 4 季度金融危机最高峰时期。

图 11：2020 年 2 月 19 日以来 SPX/黄金/美元指数表现和美国 10 年期国债收益率走势



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：SPX/AU/DXY 以 2020 年 2 月 19 日基数为 1

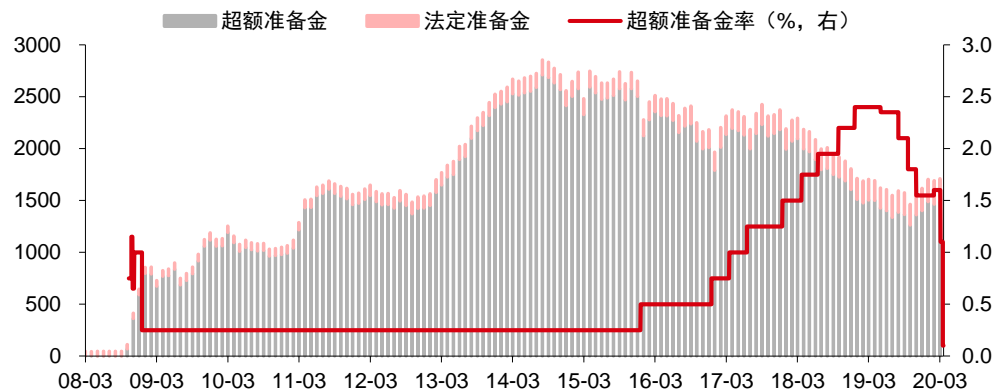
图 12：各类资产价格回报波动率大幅上升



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：以周度回报率的 12 周滚动标准差计算

区别于 2008 年金融危机的传导路径，本次疫情冲击下的多类资产价格暴跌是风险资产的重新定价，而非大规模违约、信用市场冻结，随后金融体系崩溃所导致的。虽然目前美国金融市场仍面临较大的流动性压力，但在美联储推出一系列的支持政策下，压力幅度远未达到 2008 年流动性危机时的境况。另一层面，此次流动性的问题发生在美国的影子银行体系，而目前美国商业银行体系是非常稳健的，当前商业银行体系储备金是 2008 年的 38 倍，而持有的信用衍生品仅仅是当年的 1/4 左右。所以相较金融危机时最大的区别是：2008 年美国的商业银行是“问题”，但他们反倒可能是解决这次问题的“答案”。

图 13: 美国存款机构准备金余额（十亿美元）和超额准备金利率



资料来源: Wind, 中信证券研究部

海外货币、财政刺激连番出台，但企业资金缺口仍在

为应对疫情扩散对于实体经济的冲击和缓解金融系统的流动性压力，美联储 3 月以来快速推出货币宽松政策。下表详细梳理美联储从 2020 年 3 月 3 日开始的货币政策，并分析各货币政策所应对的目前金融体系中的问题：

表 4: 美联储货币政策及操作梳理

时间	具体措施	释放流动性
2020 年 3 月 3 日	美联储紧急降息 50bps 至 1.0%-1.25% 区间。	--
2020 年 3 月 12 日	纽约联储推出 1.5 万亿美元逆回购操作，分别在 3 月 12 日和 13 日进行。	1.5 万亿美元
2020 年 3 月 15 日	美联储将与加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行、瑞士央行通过现有美元流动性互换协议采取协调行动，为全球市场提供更多流动性支持。	--
2020 年 3 月 16 日	调整贴现窗口以及信贷利率 150bps 至 0.25%。法定准备金率降至 0，重启央行流动性互换；支持银行动用银行资本和流动性缓冲；支持存款机构动用当日信用交易。	--
2020 年 3 月 16 日	再次降息 100bps 至 0.0%-0.25% 区间，重启量化宽松共 7000 亿美元，其中 5000 亿美元用于购买国债，2000 亿美元购买 MBS。	7000 亿美元
2020 年 3 月 17 日	美联储设立商业票据融资工具（CPFF），以支持居民部门和企业部门的信贷流动。CPFF 将通过特殊目的工具（SPV）绕开银行直接为实体企业提供资金支持。美国财政部通过外汇稳定工具（ESF）向美联储提供与 CPFF 相关的 100 亿美元信贷保护。	--
2020 年 3 月 17 日	美联储设立一级交易商信贷支持工具（PDCF），以支持居民部门和企业部门的信贷需求。PDCF 将提供隔夜和期限最长为 90 天的有期资金，将持续至少六个月。	--
2020 年 3 月 18 日	美联储设立货币市场共同基金流动性工具（MMLF），扩大对居民部门和企业部门信贷流动的支持计划。美国财政部通过外汇稳定工具（ESF）向美联储提供与 MMLF 相关的 100 亿美元信贷保护。	--
2020 年 3 月 19 日	美联储将与澳大利亚储备银行、巴西央行、韩国央行等 9 家央行建立临时美元流动性互换协议，以缓解全球美元融资市场面临的压力。	--
2020 年 3 月 23 日	美联储宣布每周每天都将购买 750 亿美元国债和 500 亿美元 MBS，每日和定期回购利率报价利率重设为 0%；不限量按需买入美债和 MBS，美联储启动无上限 QE；将设立“主街商业贷款项目”以支撑中小型企业贷款，支撑中小企业贷款；为企业债新设两个流动性工具。	至少 6250 亿美元
2020 年 3 月 23 日	设立用于发行新债券和贷款的一级市场公司信贷融资工具（PMCCF）和用于为未偿还公司债券提供流动性的二级市场公司信贷融资工具（SMCCF），及设立定期资产支持证券贷款工具（TALF），支持信贷流向消费者和企业。	--

资料来源: Wind, 美联储, 中信证券研究部

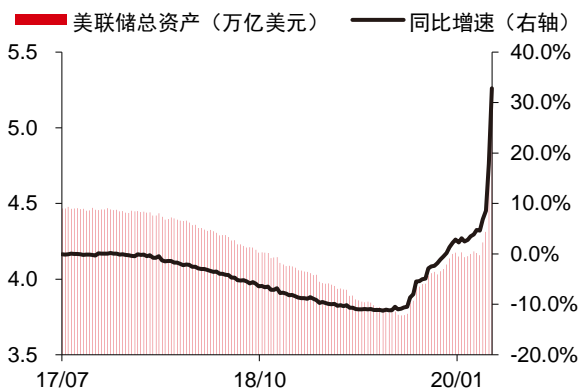
继 3 月 3 日和 16 日的两次紧急降息之后，3 月 17 日，美联储为缓解市场流动性短缺继续出招：宣布建立一级交易商信贷工具（PDCF）、同时建立商业票据融资工具（CPFF）、

货币市场共同基金流动性工具（MMLF），为银行提供额外灵活性，支持居民部门和企业部门的信贷需求、资金流动和融资需求。CPFF 可绕开银行直接为实体企业提供资金支持，这将直接改善企业短期运营现金流，避免企业由于融资市场的资金紧张而出现大面积违约。

3 月 23 日，美联储不仅启动无上限 QE，并设立多项工具应对企业债问题。原因在于：1) 未来 1-2 周美国疫情很可能处于加速上升期，由此可能产生进一步的市场恐慌；2) 联储近期一系列非常规流动性工具（CPFF、PDCF、MMLF、FxSwap）公布后银行系统的 Libor-OIS 和企业信用利差等指标的改善不显著；3) 从初期美联储定期回购操作的认购额远低于可用额度能够说明，在市场波动率明显下降以及疫情扩散出现拐点迹象以前，银行在本轮危机传导过程中难以有效盘活整体金融市场流动性，一方面是由于“沃克尔法则”限制了商业银行股权投资的中介能力，另一方面是银行出于自我保护，惜贷现象严重。

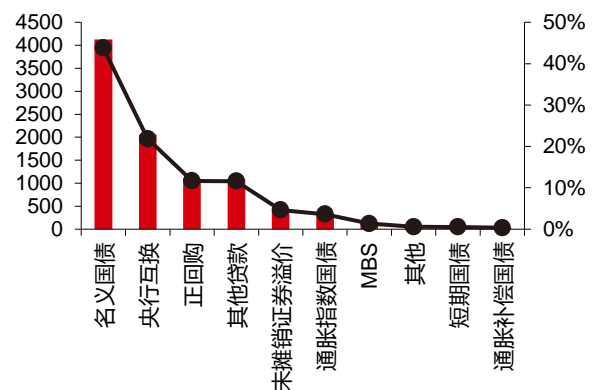
截至 3 月 25 日这周，美联储的总资产规模已达 5.25 万亿美元，过去两周增加约 9400 亿美元，最近一周增幅达到 5860 亿美元，同比增速高达 32.8%。从资产规模变化的结构来看，过去两周累计增幅最大项目为中长期名义国债（+4126 亿美元，占比 43.8%）、中央银行流动性互换（+2060 亿美元，占比 21.9%）、正回购（+1100 亿美元，占比 11.7%）、其他贷款（+1091 亿美元，占比 11.6%）。最近一周的变化显示，正回购下降 896 亿美元，而除了中央银行流动性互换以外，主要增幅来自于中长期名义国债（+3016 亿美元）和其他贷款（+809 亿美元），这反映了美联储已“绕开”一级做市商，直接为国债市场和实体经济提供流动性支持。在金融市场波动率大幅下降以前，这个趋势预计将持续。

图 14：美联储总资产规模



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 15：过去两周美联储各项资产增幅（亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：截至 2020 年 3 月 25 日

疫情全球扩散的影响下，欧洲央行 3 月 12 日未如期降息，虽然欧洲央行也给出了提高长期贷款计划规模、给定向长期再融资操作设定更优惠的条款、额外实施 1200 亿欧元资产购买操作、进行 LTRO、TLTRO III 操作等措施，但意外未降息引发市场更大的担忧。我们认为没有进一步降息或是由于 ECB 判断已达到“逆转利率”（reversal rate）水平，继续加码负利率政策只会导致欧洲银行体系的稳定性再度恶化，同时也无法刺激信贷。而 3 月 18 日，欧洲央行宣布了 7500 亿欧元的紧急救助计划（PEPP），量化宽松全面加码。

表 5：欧洲央行货币政策及操作梳理

时间	具体措施	释放流动性
2020 年 3 月 12 日	欧洲央行意外维持利率不变，将在 2020 年年底前额外增加 1200 亿欧元资产购买计划，并使用流动性工具以及灵活银行业监管等措施，为欧元区注入额外流动性。	1200 亿欧元
2020 年 3 月 12 日	欧洲将首次进行长期再融资操作（LTRO）；长期再融资操作（LTRO）会每周分配，所有的贷款都在 6 月 24 日到期，把利率降至-0.75%。	--
2020 年 3 月 12 日	放宽定向长期再融资业务（TLTRO III）的条件，利率降低 25bps，借款补贴提高至贷款合格的 50%、贷款绩效门槛降低至 0 等。	--
2020 年 3 月 18 日	欧洲央行宣布 7500 亿欧元的紧急救助计划（PEPP），将持续至 2020 年年底。全面加码量化宽松，以应对货币政策传导和欧元区经济前景面临的严重威胁。并将公司部门购买计划（CSPP）下的合格资产范围扩大到非金融商业票据。	7500 亿欧元
2020 年 3 月 19 日	欧洲央行将在新一轮长期贷款操作中，为银行业提供 1150 亿欧元超低息资金。	
2020 年 3 月 20 日	与丹麦国家银行重启货币互换额度，并将丹麦国家银行的最高借款额从 120 亿欧元增加到 240 亿欧元，以增加欧元流动性。	--

资料来源：Wind, ECB, 中信证券研究部

类似于 ECB，3 月 16 日日本央行并未下调政策利率，但选择增加 ETF 购买及引入新流动性投放工具，日本央行货币政策空间狭窄。3 月 19 日，日本央行宣布将在计划外购买总计 1 万亿日元的日本国债。未来日本的政策宽松主方向将是财政政策。

表 6：日本央行货币政策及操作梳理

时间	具体措施	释放流动性
2020 年 3 月 16 日	日本央行维持基准利率在-0.1%不变。但将扩大资产购买计划，通过增加购买交易型开放式指数基金(ETF)和企业债来稳定金融市场。ETF 年购买规模从目前 6 万亿日元增至 12 万亿日元，房地产投资信托基金(J-REIT)年购买规模增加至 1800 亿日元，今年 9 月底将增加购买 2 万亿日元的商业票据和企业债。引入新流动性投放工具，银行可凭借企业贷款做抵押向日本央行借入资金。	--
2020 年 3 月 19 日	将额外购买 1 万亿日元的日本公债，包括 2000 亿日元的 1-3 年期债券，3000 亿日元的 3-5 年期债券，4000 亿日元的 5-10 年期债券，1000 亿日元的 10-25 年期债券。	1 万亿日元
2020 年 3 月 19 日	将在计划外操作中放款 2.3 万亿日元，用于购买证券。	2 万亿日元
2020 年 3 月 23 日	将提供 8000 亿日元的国债回购操作。	8000 亿日元
2020 年 3 月 26 日	将斥资 5500 亿日元自 3 月 31 日起直接购买商业票据。	5500 亿日元
2020 年 3 月 27 日	将自 3 月 30 日斥资 3500 亿日元购买 5-10 年期日本国债；斥资 3400 亿日元购买 3-5 年期日本国债；斥资 4200 亿日元购买 1-2 年期日本国债。	11100 亿日元

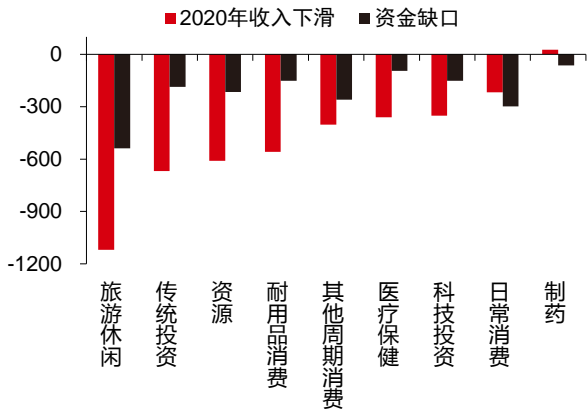
资料来源：Wind, 日本银行, 中信证券研究部

3 月 25 日，经过两次遇阻后，美国白宫与参议院就 2 万亿美元的经济刺激计划达成协议，将直接向个人和企业发放资金。该计划主要包括以下内容：1) 通过美联储执行 5000 亿美元公司贷款计划；2) 3500 亿美元小型企业援助；3) 1170 亿美元用于补助医院；4) 2000 亿美元用于交通、儿童医疗及养老等其他优先事务；5) 向年收入不到 7.5 万美元者一次性发放 1200 美元支票；其中没有缴税记录或者缴税极少的人也将收到相同金额；6) 250 亿美元用于向困境中的航空公司提供直接金融援助，40 亿美元提供给货运航空公司。该项刺激政策的通过也缓解了市场对于垃圾债市场的部分担忧。

但 Bridgewater Associates 近期的一份研究显示，COVID-19 对美国非金融企业的负面影响大概在 4 万亿美元，对全球企业影响为 12 万亿美元左右。若负面冲击得不到缓解，将引致长期的连锁反应。而目前美国政府 2 万亿美元的刺激计划或许不够。仅企业层面的现金流缺口大概在 2 万亿美元，行业分布上主要集中在能源、旅游、航空和休闲服务等行业。从美国主要企业的收入分布看，消费行业占比最大，其中周期性消费、耐用品消费和

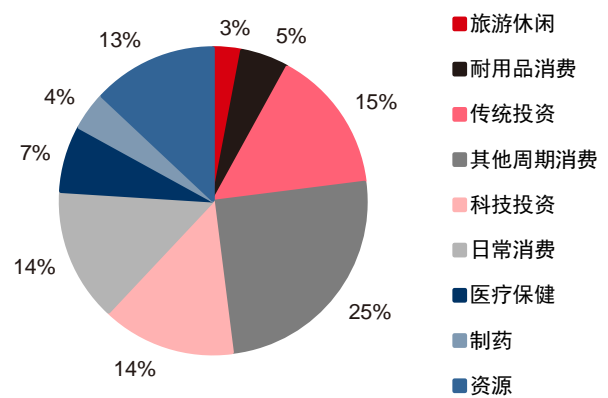
日常消费收入占比分别为 25%、5%和 14%。美国主要旅游休闲企业收入占比仅为 3%，面临的损失为 1990 亿美元；非主要旅游休闲企业收入占比为 18%，损失为 9200 亿美元。

图 16: 疫情冲击下美国企业的资金缺口 (十亿美元)



资料来源: Bridgewater Associates, 中信证券研究部

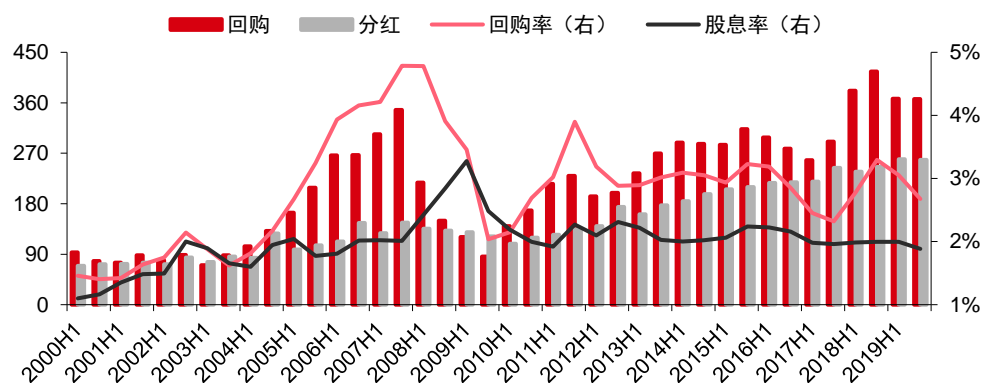
图 17: 美国主要企业收入的行业分布 (2019 年底)



资料来源: Bridgewater Associates, 中信证券研究部

上述这些受疫情冲击严重的企业或将通过提高杠杆率、削减支出，包括降薪、裁员等方式来弥补资金缺口。若不考虑美国的财政刺激计划，Bridgewater Associates 预计美国企业将大概：1) 削减 9000 亿美元的资本支出；2) 在股票回购和并购方面的财务支出将削减约 6000 亿美元，这将消除通过高回购维持高股价的资金支持；3) 降薪、裁员等。

图 18: 标普 500 回购与分红较高, 维持美股高估值 (十亿美元)

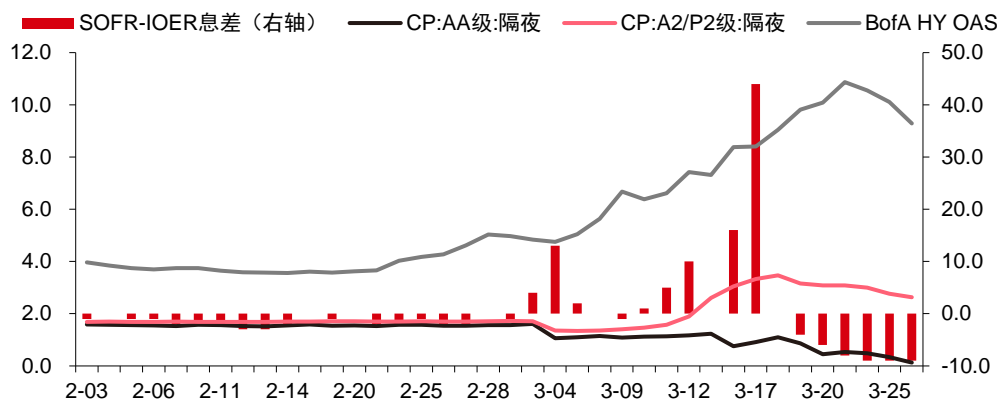


资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

美国企业债仍是未来最大风险点所在：能源、航空行业堪忧

美联储推出巨量的回购操作以及放宽购买的国债期限后，隔夜融资市场的压力自 3 月 23 日后出现一定的缓解。而截至 3 月 26 日，美银美国高收益企业债期权调整利差仍处于 9.29% 的高位（3 月 23 日曾一度达到 10.87%），达到 2011 年欧债危机以及 2015 年末美联储重启加息周期时的水平，虽仍大幅低于 2008 年金融危机时 22% 的高点，但已显著高于 5.5% 的历史均值。另外，美国投资级企业债期权调整利差也达到 3.81%，创十年以来新高。因此信用利差的快速走扩，带动各类企业债融资压力陡增。

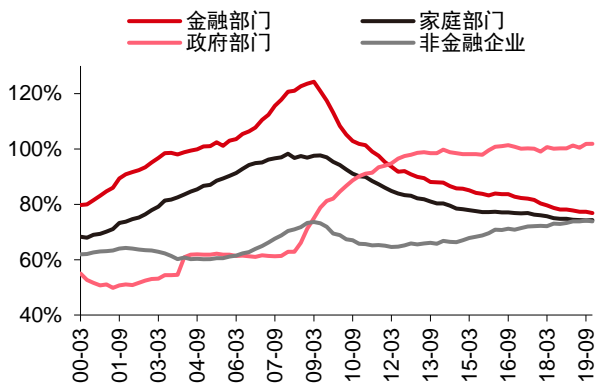
图 19: SOFR-IOER 息差/商业票据利率/高收益债利率出现上行但最近一周已开始扭头向下



资料来源: Wind, FRED, 中信证券研究部

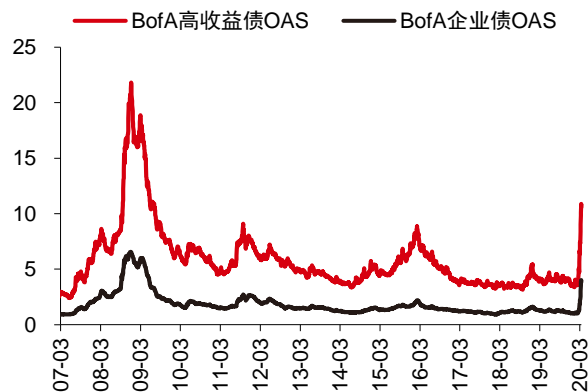
从各部门的负债情况上看, 2008 年金融危机后, 美国金融部门和家庭部门杠杆率显著下降; 政府部门金融危机救市时负债显著增加, 非金融企业负债近些年缓慢上升。截至去年 3 季度末, 相对历史来看, 政府部门负债高企 (101.8%)、企业部门杠杆相对较高 (74.2%), 家庭部门 (74.2%) 和金融部门 (77.1%) 处于相对健康的状态。政府部门杠杆率上, 面对疫情冲击, 美国两党之间可以通过协调、调整联邦债务上限; 而且美元作为全球储备货币, 政府有能力向外输出风险。因此, 目前美国金融市场面临的最大的风险点在于企业债, 特别是企业部门杠杆率已经达到 2008 年金融危机以来的高点, 信用利差的快速走扩也反映企业违约概率的上升。

图 20: 美国企业部门杠杆率达到高点



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 21: 美国高收益及企业债期权调整利差快速走扩

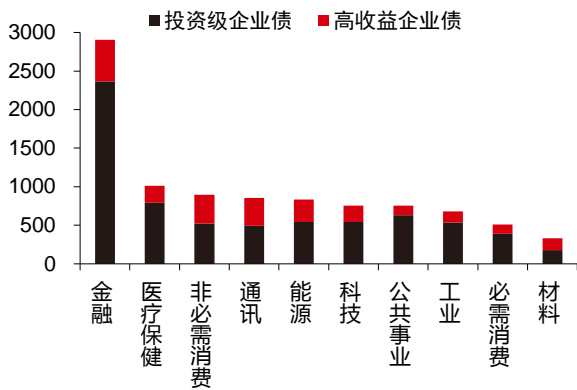


资料来源: FRED, 中信证券研究部

在疫情全球快速扩散以及油价快速下跌的影响下, 高收益债融资成本增加及利润下滑将施压企业运营。而过去几年, 美国上市企业通过发债来回购公司股票进一步抬升企业部门杠杆率, 在此影响下, 美股高估值已然很难维持, 特别是受疫情影响较大的航空、能源和线下消费等行业。而企业债市场是美国融资体系中最重要的一部分, 融资额远超股票市场和银行信贷。信用风险上升会导致公司债发行量价齐跌, 将直接影响实体经济。截至 3 月 20 日, 美国企业债总存量为 9.53 万亿美元, 截至今年年底到期的企业债余额为 5319 亿

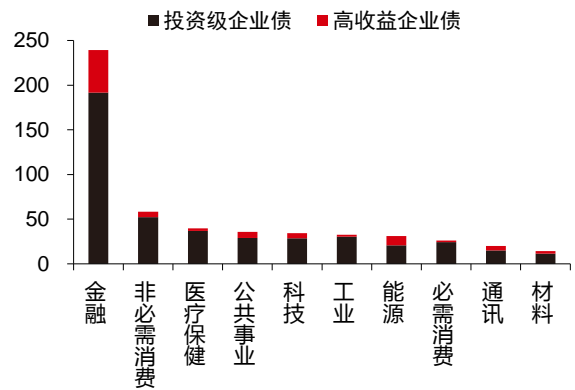
美元。其中，投资级企业债总存量为 7.0 万亿美元，截至年底余额为 4401 亿美元。从行业分布来看，金融行业企业债存量最大。

图 22: 美国企业债存量行业分布 (十亿美元)



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 注: 截至 2020 年 3 月 20 日

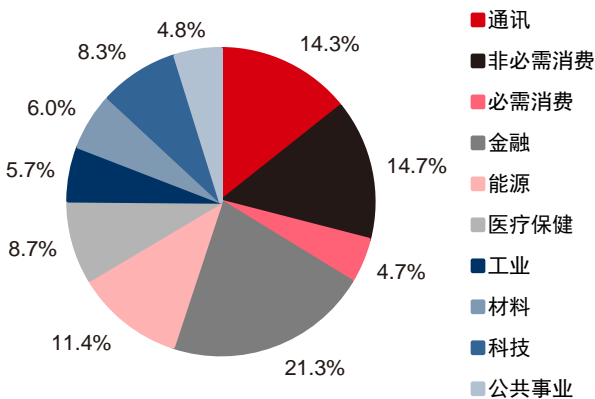
图 23: 美国企业债截至今年年底余额行业分布 (十亿美元)



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 注: 截至 2020 年 3 月 20 日

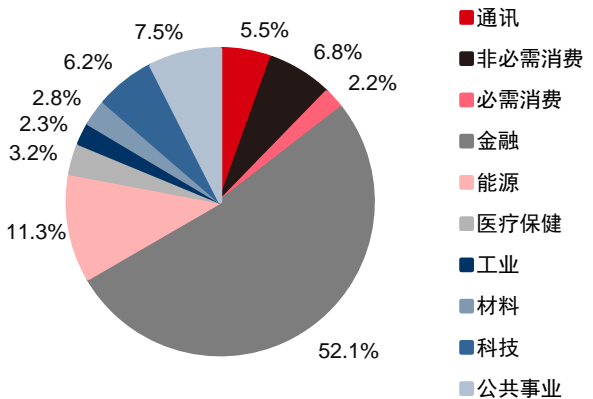
剩余的总量 2.53 万亿美元的高收益企业债中, 今年年底前到期的余额为 918.5 亿美元。若高收益利率在流动性问题得不到解决下持续提升, 债务违约的概率将继续攀升。但随着美国财政政策对能源、航空等行业进行补贴, 债务情况预计将略有所改善, 债务违约危机发生的概率短期也略有下降。

图 24: 高收益企业债余额的行业分布



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 注: 截至 2020 年 3 月 20 日

图 25: 截至 2020 年底高收益企业债余额分布



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 注: 截至 2020 年 3 月 20 日

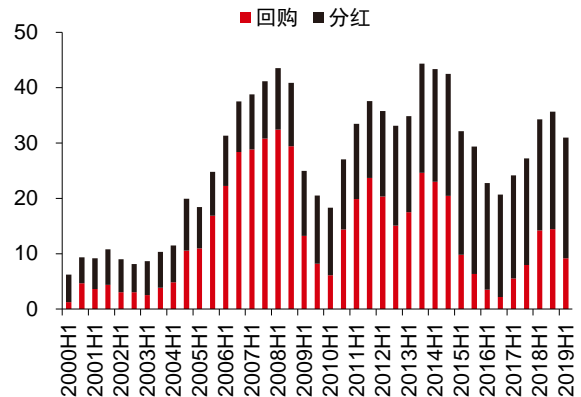
对于能源行业来说, 截至 3 月 20 日, 布伦特原油价格下跌至 27.0 美元/桶, 同期美国能源高收益债期权调整利差一路走高至 23.1%, 能源企业融资成本急速上升以及利润快速下滑, 违约风险概率上升。目前行业企业债债务总存量为 8327 亿美元, 其中高收益债存量为 2885 亿美元。若未来油价持续维持低位, 企业资金缺口无法收窄, 高回购、高分红也将难以维持, 预计股价下跌将继续。

图 26: 布伦特油价持续下滑施压能源高收益债



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

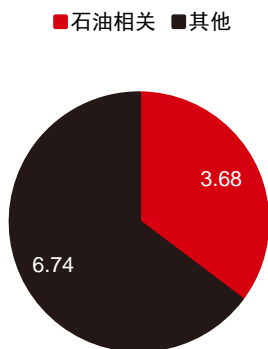
图 27: 能源行业股票回购与分红 (十亿美元)



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

截至 2020 年年底, 石油相关企业高收益企业债到期的存量金额为 36.8 亿美元, 总余额为 1547 亿美元; 投资级企业债截至年底到期的余额为 126.1 亿美元, 总存量为 3858 亿美元。目前美国主要油气公司埃克森美孚 CDS 利差迅速飙升, 目前为 72bps, 创 2008 年金融危机以来新高, 债务违约概率上升。

图 28: 截至 2020 年年底到期的石油企业高收益债余额 (十亿美元)



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 注: 截至 2020 年 3 月 20 日

图 29: 埃克森美孚 CDS 利差迅速飙升 (bp)

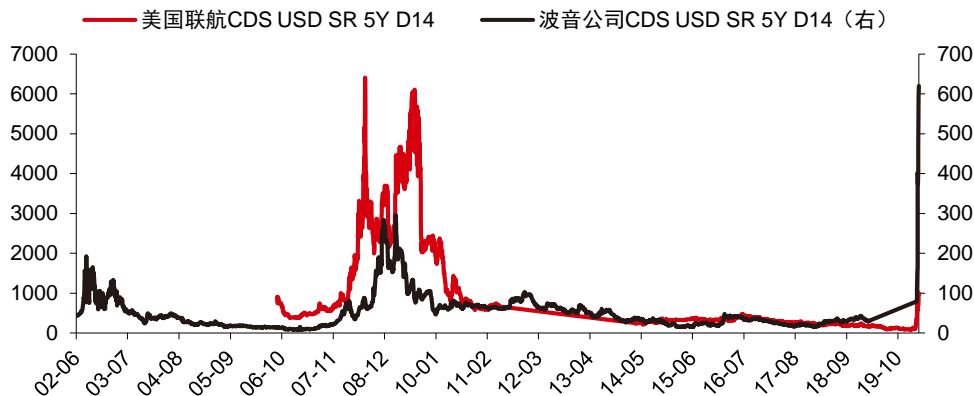


资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

对于航空业来说, 美国航空业截至今年年底到期的高收益债存量为 9.4 亿美元, 总余额为 202 亿美元; 投资级企业债截至年底到期的余额为 8.1 亿美元, 总存量为 264 亿美元。余额虽然较少, 但世界各地逐渐限制国际航空班次, 美国航空业将遭重创。

美国航空表示, 从 3 月 16 日开始将暂停从美国出发的 75% 的国际长途航班, 美国联合航空公司也将 4 月份国际航班大幅削减 95%, 以应对需求减少和政府为减少 COVID-19 的传播而实施的旅行限制。美国波音公司的 CDS 利差急速飙升, 目前为 619bps, 创历史新高, 债券违约概率进一步升高。根据近日国际航空运输协会预测, 若疫情下航空全面封锁持续 3 个月, 北美地区损失为 500 亿美元, 业绩下滑 27%。目前, 波音公司正为行业寻求 600 亿美元的政府援助。

图 30: 波音公司 CDS 利差 (bp) 急剧飙升



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

结合上述分析, 我们认为近期外围股市的暴跌并非代表海外金融体系已濒临系统性危机的边缘, 而是疫情冲击下全球资金流转, 风险资产重新定价所导致, 当前美国商业银行体系稳定性相对较强, 信用市场也仍未出现大幅违约和交易冻结等现象。目前美联储已降息至零点, 并推出 CPFF 等定向支持措施, 金融市场方面, 由于面向 PDCF 的 24 家一级做市商受到 Volcker Rule 限制, 其是否愿意将资金输出给影子银行体系是进一步缓解流动性压力的关键所在。而且由于前者的风险评估大都基于 VAR 模型, 市场波动率下降, 一级做市商才会提高风险敞口。此外, 美联储也针对企业债做出相对政策, 在多项对策之后, 美联储货币政策的价格型工具已然耗尽, 未来只能继续加码量化型工具。但中期来看, 进一步缓解流动性压力 (特别是针对高收益债市场)、规避金融危机发生的概率将更大程度依靠美国财政政策的推动和效果。

以史为鉴, 历次危机后的市场复苏

SARS、金融危机及欧债危机的历史复盘

基于上文我们对当前市场的判断, 海外市场的估值水平已接近甚至更加低于 2008 年金融危机时期, 以史为鉴, 我们分别对于 2003 年“非典”时期、2008 年金融危机以及 2011 年欧洲债务危机时海外市场各板块的复苏情况进行如下探讨。

我们以截至 2020 年 3 月 31 日 MSCI China 704 只成分股作为股票池, 由于 2015 年以前 MSCI China 并未纳入相关 A 股以及在美股上市的海外中资股, 因此我们对于当前成分股进行历史回溯, 筛选在过去三次重大事件发生时已上市的相关个股对其股价按照市值进行加权平均得到以下分析:

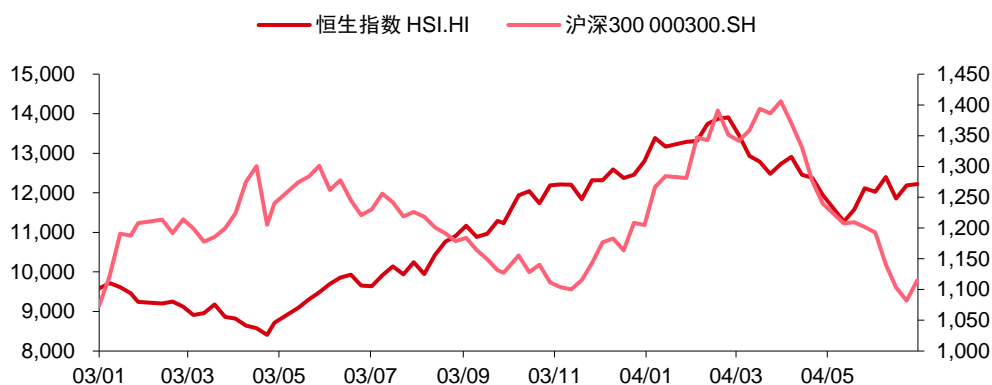
复盘 2003 年后“非典”时期市场反弹

“非典”对于国内企业的业绩影响持续了两个季度, A 股市场在 2003 年 11 月中旬触底后迎来反弹。而疫情对于香港市场仅在 2003 年 Q2 形成短暂冲击, 在贸易繁荣和政策支持下, 香港本地股和中资股下跌后反弹强劲。

2003 年恒生指数和国企指数全年分别上涨 34.9%和 152.2%，对比全球主要股指当年表现，香港市场整体表现优异。具体来看，2003 年国企指数全年持续走高，而恒生指数在 4 月末以前受疫情影响下跌明显，而在 4 月 25 日以后表现出强劲的反弹趋势，全年反弹幅度达到 49.6%。

结合恒生指数和沪深 300 在 2003-2004 年的走势分析，可以明显看出二者在 2003 年下半年走势出现背离，主要原因在于疫情对于内地企业的盈利情况持续长达两个季度，同时随着 8 月末央行收紧货币政策，货币宽松给予内地企业的流动性利好消散，导致 A 股呈现“估值+盈利”双杀的局面，市场于 2003 年 11 月中旬触底。

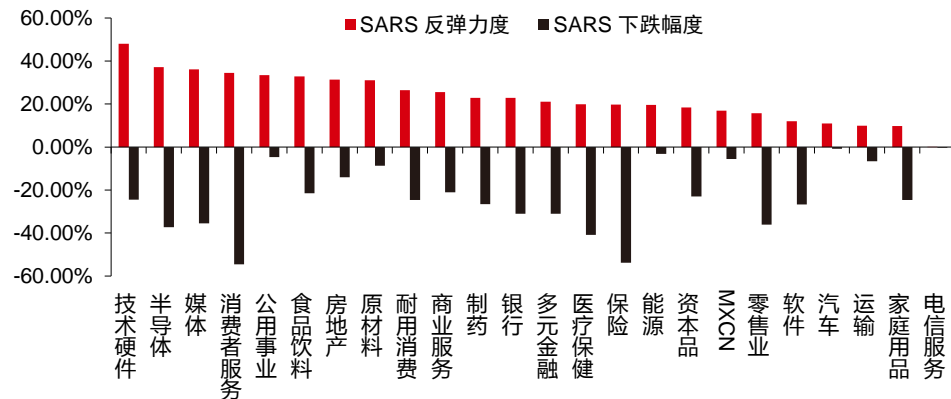
图 31：港股和 A 股在 2003 年下半年走势背离



资料来源：Wind，中信证券研究部

市场触底后工业、医药、消费行业反弹力度较大，能源、地产、原材料板块明显受益。由于“非典”时期 A 股和港股走势出现一定程度的背离，结合我们的回溯结果，加权后的 MXCN 指数在 2003 年 4 月中旬触及阶段高位后进入下行通道，直至同年 11 月中旬结束此轮长达 7 个月的下跌行情后开始快速反弹，2004 年 4 月，此轮板块复苏行情正式告一段落，沪深 300 指数也反弹至疫情爆发前的点位。后“非典”时期科技、消费、公用事业、地产板块强势反弹，自 11 月中至次年 4 月初技术硬件、半导体、公用事业、食品饮料以及房地产板块的反弹力度分别达到 48.04%/37.15%/34.50%/32.89%/31.36%。然而从此轮“下跌+反弹”区间的绝对收益来看，仅有原材料、能源、公用事业、房地产等板块复苏后的股价相较于下跌前有了明显的正收益。

图 32：后“非典”时期板块复苏情况

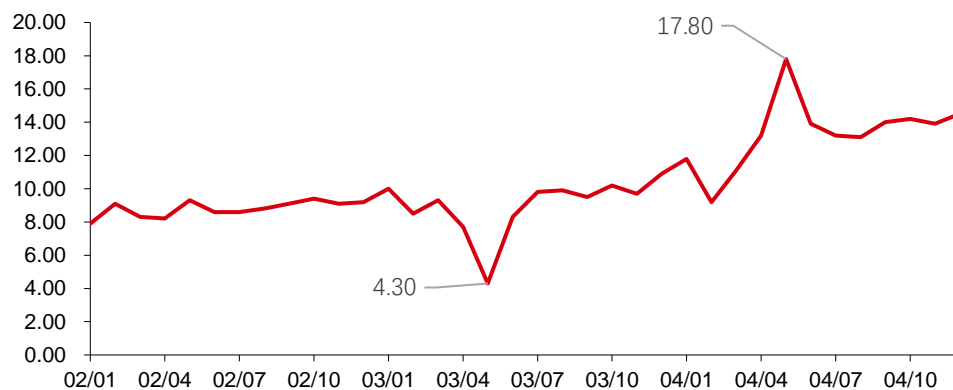


资料来源：Wind，中信证券研究部

消费行业由于非典疫情对全年盈利造成较大冲击，相关板块 2003 年全年大幅下跌，股价探底后快速反弹。从具体板块的表现来看，行业复苏过程中消费者服务（34.56%）、食品饮料（32.89%）、耐用消费品（26.39%）以及零售业（15.76%）的反弹力度明显，结合这些板块在疫情爆发以来 54.505/21.46%/24.65%/36.12%下跌幅度，我们判断对于消费行业不可回补的特性，上述板块在后“非典”时期仍未回归到疫情爆发前的股价水平。

由于港股在 2003 年 4 月中旬开始进入牛市，股价的持续上行，因此对于“非典”时期的市场表现我们主要聚焦在 A 股公司。可以看出“非典”疫情对食品饮料、消费者服务以及耐用消费品板块 Q2、Q3 的盈利能力冲击最大。结合社零数据来看，“非典”期间，2003 年二季度社零增速快速回落，2003 年 5 月社零增速仅为 4.4%。2003 年全年社零增速为 9.1%，相较 2002 和 2004 年增速下滑幅度明显。

图 33：“非典”前后社会零售品总额同比增速 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 7：“非典”时期消费行业盈利情况

	2003Q1	2003Q2	2003Q3	2003Q4	2004Q1	2004Q2	2003 年报
耐用消费品与服装	9.05%	1.56%	5.31%	100.35%	10.02%	-17.72%	58.12%
食品、饮料与烟草	12.74%	-18.07%	4.82%	494.48%	16.64%	-39.09%	16.06%
消费者服务	118.75%	-97.50%	-6.59%	-40.65%	182.49%	4888.29%	-56.51%

	2003Q1	2003Q2	2003Q3	2003Q4	2004Q1	2004Q2	2003 年报
零售业	7.69%	-88.01%	85.71%	123.91%	9.32%	721.70%	97.39%

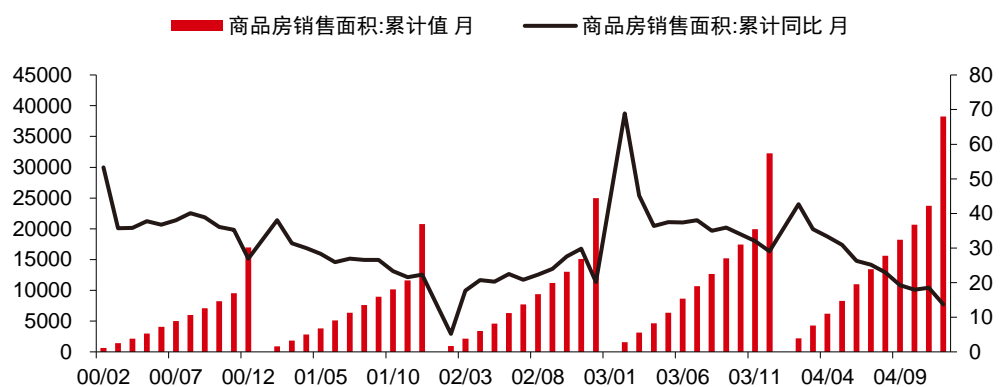
资料来源: Wind, 中信证券研究部, 注: 表中数据均为归母净利润同比增速

工业、房地产以及材料板块的复苏力度明显高于下跌幅度。房地产行业在“非典”疫情期间股价下滑近 14%，后“非典”时期受益于政策刺激叠加销售快速回暖板块股价反弹力度达到 31.36%，实现了明显的超额收益。除房地产外，公用事业、原材料以及能源板块在 11 月中至 4 月初的反弹力度均高于此前的下跌幅度。我们对于背后的原因进行分析，具体逻辑如下：

2003 年我国房地产行业正处于高速扩张的起步阶段，同年房地产行业正式被确立为拉动中国经济发展的支柱产业。无论是从市场规模还是下游需求的角度都处于高速发展时期。“非典”疫情对于房地产业的影响从商品房的销售面积增速来看在疫情最严重的 4 月大幅滑落，4 月我国商品房销售面积同比增速仅为 19%，随着疫情的迎来拐点，商品房的销售迎来快速反弹，5-7 月单月销售面积增速分别达到 41%、37%和 44%。

政策宽松刺激推动房地产板块 2003 年盈利保持稳定增长。尽管央行在 2003 年 8 月为了抑制投资过热现象开启了一轮货币紧缩周期，然而房地产政策整体仍较为宽松，同年 8 月房地产行业正式被认定为拉动中国经济发展的支柱产业，进一步刺激了房地产行业的下游需求。从全年地产公司的盈利情况来看，中报业绩遭受了一定的冲击，以 A 股相关上市公司为例，2003 年上半年归母净利润同比增速仅为-8.54%，下半年随着一系列规范政策和刺激措施的落地，2003 年全年板块归母净利润同比增长 25.25%，因此我们判断政策以及盈利的助推使得房地产行业在“非典”前后均实现优于市场的表现。

图 34：2002-2004 年我国商品房销售面积（万平方米）及同比增速（右轴，%）

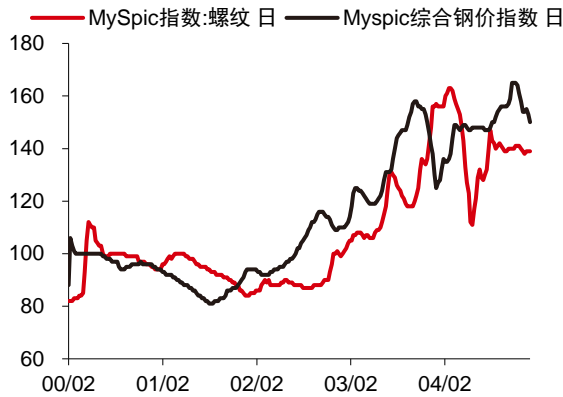


资料来源: Wind, 中信证券研究部

主要原材料价格并未受到较大影响，原材料、能源以及公用事业板块“非典”前后逻辑未改。2003 年工业经济作为国民经济的主要支柱呈现较快增长的良好势头，并未受到疫情的较大冲击，2003 年全年我国实现工业增加值 54946 亿元，较上年增长 12.8%。从主要材料的价格表现来看，钢价、煤价均在“非典”前后均保持稳定的增速，原油价格在 2003 年上半年快速下行的主要原因除疫情对于终端消费的抑制外，英美军事行动以及全球部分地区的边缘政治因素同样导致了油价的下跌。5 月过后，疫情迎来拐点，伴随着下

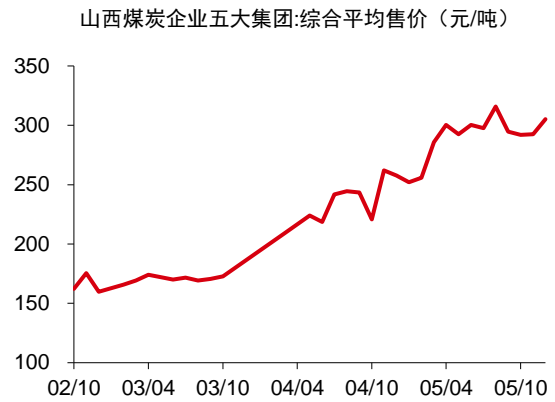
游消费回暖，原油价格震荡上行。

图 35：“非典”前后钢价持续上涨



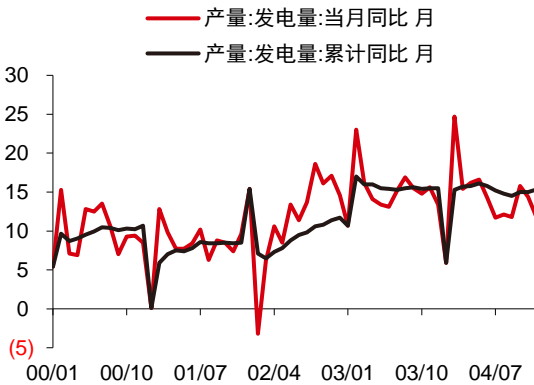
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 36：“非典”前后煤炭价格保持稳定增长（元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 37：“非典”前后发电量情况（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 38：后“非典”时期原油价格稳定上涨（美元/桶）



资料来源：Wind，中信证券研究部

工业各板块净利润稳定增长。2003 年上半年工业各板块的净利润仍保持大幅增长，行业基本面并未受到疫情的冲击，然而疫情在一定程度上导致市场剧烈波动，抑制了工业相关板块的股价上涨，结合上文“非典”前的下跌表现来看，能源、原材料以及公用事业跌幅较小，仅为-3.23%/-8.62%/-4.67%，伴随着经济基本面回暖以及各行业的盈利复苏，相关板块在后“非典”时期股价表现抢眼，反弹力度分别高达 19.53%/31.05%/33.50%。

表 8：能源、原材料及公用事业 2003 年全年盈利能力稳定

	2003 中报归母净利润增速	2003 年报归母净利润增速
能源	87.86%	31.08%
原材料	70.51%	67.95%
公用事业	14.30%	13.38%

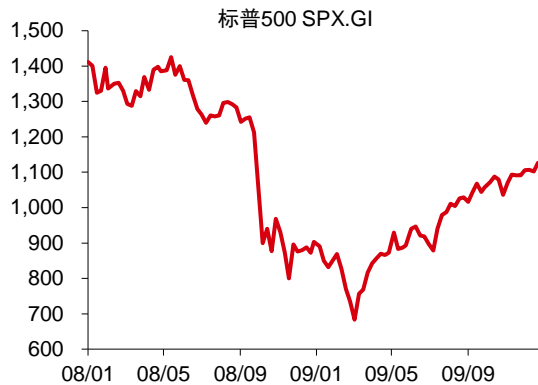
资料来源：Wind，中信证券研究部

2008 年金融危机复盘

2008 年金融危机时期，A 股和港股均于 10 月下旬触底后迎来反弹。从此轮金融危机

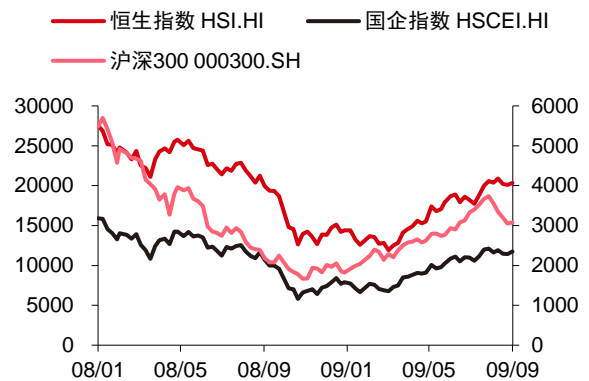
时的市场表现来看，A 股、港股和美股均经历了长达半年左右的快速下跌，2008 年 10 月底三大指数均迎来触底后的反弹，截至 2009 年 8 月初，市场的复苏基本已接近尾声。

图 39: 标普 500 指数金融危机期间表现



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 40: 金融危机期间沪深 300 (右轴) 和港股主要指数的表现

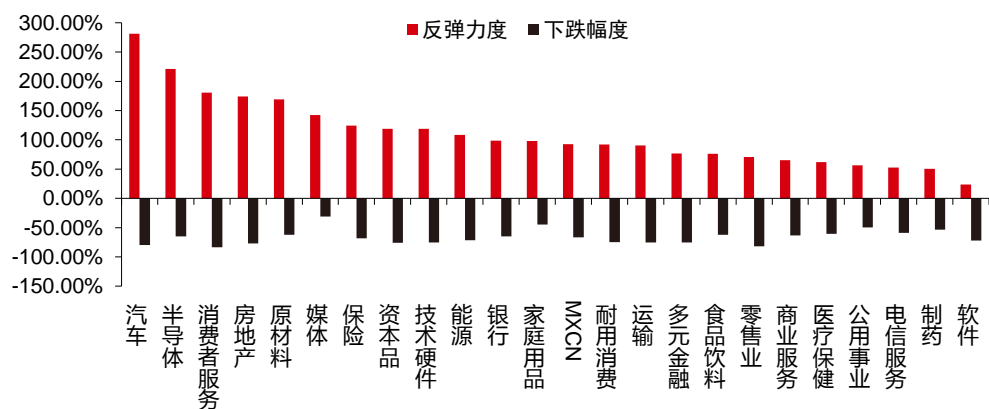


资料来源: Wind, 中信证券研究部

历时 10 个月的市场复苏仍未推动指数反弹至暴跌前的点位。从行业的复苏情况来看，科技、工业、消费以及房地产行业相对反弹力度较大。落地到二级行业，自 2008 年 10 月底至 2009 年 8 月初，MXCN 成分股的历史回溯中，汽车、半导体以及消费者服务板块分别以 280.98%/220.96%/180.39% 的涨幅领跑全行业。然而从复苏后的股价水平来看，汽车、半导体以及消费者服务板块在 2009 年 8 月初加权后的股价水平相较于 2008 年危机爆发前仍处于绝对低位。

半导体板块由于彼时 LED 照明在全球能源危机以及环保要求不断提高的大环境下成为当时科技行业的热点话题，因此深耕半导体照明行业的三安光电在 2009 年的后金融危机时期受益于板块热点以及业绩兑现股价迎来飞速上涨，由于彼时半导体行业的上市公司数量较少，因此仅三安光电一家就大幅推动所属板块的复苏力度。

图 41: 金融危机前后 MXCN 各板块的复苏情况

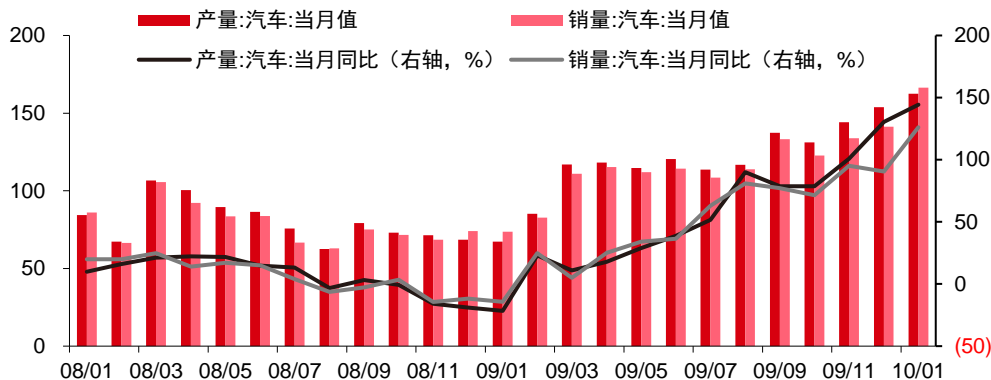


资料来源: Wind, 中信证券研究部

消费行业：以汽车为代表的高档消费品需求在金融危机期间股价大幅下滑。对于消费行业来说，2008 年金融危机对于日常消费品并未造成巨大的冲击，反而由于人们对经济

走势的不确定因素抑制了汽车等高档消费品的终端需求。2008 年 9 月，以美国汽车市场销量同比下滑 27%为标志，汽车行业正式进入金融危机背景下的“大萧条”，我国汽车行业也在同时期开始加速衰退，2008 年 11 月至 2009 年 1 月汽车销量增速分别下滑 14.46、11.64、14.37 个百分点。我国汽车行业在 2 月迎来复苏后销量大幅上涨，从 2009 年 4 月起单月销量同比增速始终维持在 30%以上。而对于汽车板块的市场表现来看，复苏时间点较基本面的复苏提前了约一个季度。

图 42：我国汽车产销量（万辆）在 2009 年 1 月触底后复苏



资料来源：Wind，中信证券研究部

总体来看，对于汽车行业来说，除了行业本身的下游需求在 2009 年 Q2 回暖以外，国家的政策刺激也在一定程度上为行业的复苏添砖加瓦，我们总结了 2008-2009 年汽车行业海内外主要国家的刺激政策，以中国为例，2009 年 1 月 14 日国务院常委会决议对 1.6 升及以下排量乘用车按 5%征收车辆购置税，下调车辆购置税 5 个百分点。

2020 年 1 月、2 月我国汽车销量同比下滑 18.68%、79.10%。 结合当前逆周期政策我们判断国家对于汽车行业的刺激政策力度料将加码，3 月 31 日国务院常务会议确定：(1) 将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年；(2) 中央财政采取以奖代补，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车；(3) 对二手车经销企业销售旧车，从 5 月 1 日起至 2023 年底减按销售额 0.5%征收增值税。

表 9：金融危机期间政府对于汽车行业的刺激政策

国家	刺激政策
中国	1、2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日对 1.6L 升及以下排量乘用车按 5%征收车辆购置税，下调车辆购置税 5 个百分点 2、自 2009 年 3 月起至 12 月 31 日，新增中央投资中安排 50 亿资金，对农民购买微型客车给予一次性财政补贴。
美国	2009 年联邦政府拨款 30 亿美元用来提供汽车消费补贴，对相应规格旧车换购节能型新车的消费者提供 3500 美元-4500 美元的补贴。
德国	2009 年车主报废使用 9 年以上的旧车后购买新车或者购买使用一年以内的小排量环保型二手汽车时，政府给予 2500 欧元的补贴。

资料来源：Wind，中信证券研究部

金融危机后地产板块涨幅高达 174%，远高于金融危机期间 70%左右的下跌幅度。 然而从板块表现来看，2009 年 8 月初地产板块的股价仍未回到 2008 年初的股价水平，我们

判断此轮新冠疫情对于房地产行业的冲击更加类似与 2008 年金融危机期间的板块表现。2008 年我国商品房销售面积同比增速首次为负，全年销售面积下滑近 15 个百分点，内需乏力直接影响了相关上市公司的业绩，以 MXCN 成分股作历史回溯，可以明显看出 2008 年全年港股和 A 股的地产龙头的盈利能力受到了极大的冲击，其中世茂房地产、碧桂园的全年归母净利润下滑幅度超过 50%。

政策宽松刺激内需，助推地产行业在 2009 年 Q2 销售回暖。2008 年地产板块的股价复苏亦提前与基本面回暖，MXCN 相关个股于 2008 年 10 月底触底后快速反弹，反观基本面的复苏始于 2009 年第二季度，随着国务院办公厅 131 号文件的出台，不但明确了政府在保障性住房建设中的责任，还对商品房市场带来了极为利好的消息。主要利好政策包括：（1）对第一套房的购买者，首付比例降至 20%，利率打七折；（2）对于改善型住房比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策；（3）对二手房交易的营业税所进行的大幅度调整，将现行个人购买普通住房超过 5 年(含 5 年)改为超过 2 年(含 2 年)转让的，免征营业税。该文件的出台确定了宽松的房地产行业大环境，刺激了居民的购房欲望，推动房地产市场迅速回暖，结合盈利数据可以明显看出 2009 年上半年 A 股和港股龙头地产商均实现了盈利增速转正。

表 10：MXCN 地产龙头金融危机前后的归母净利润增速（%）

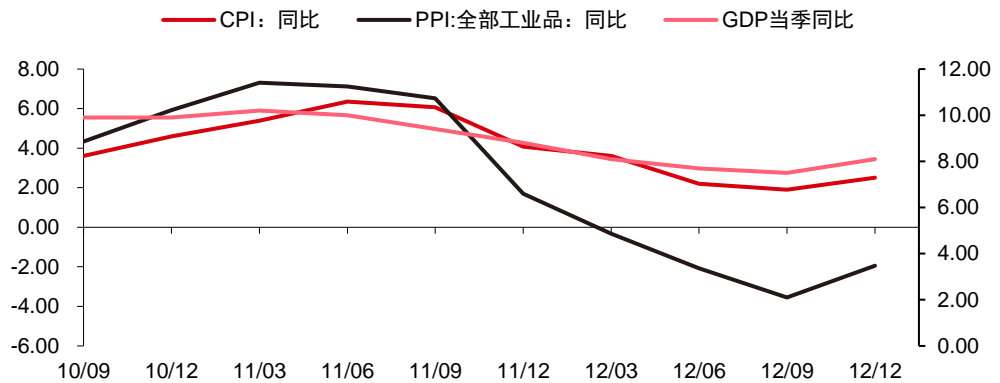
公司简称	公司代码	2007 中报	2007 年报	2008 中报	2008 年报	2009 中报	2009 年报
世茂房地产	00813.HK	196.13%	79.56%	-55.89%	-79.44%	30.42%	317.42%
远洋集团	03377.HK	N/A	201.81%	-47.79%	-19.37%	23.60%	13.99%
碧桂园	02007.HK	164.29%	172.19%	-28.51%	-66.67%	78.81%	50.90%
万科	000002.SZ	31.28%	110.81%	23.56%	-16.74%	22.48%	32.14%

资料来源：Wind，中信证券研究部

“欧债危机”后的板块表现

相较于 2003 年“非典”以及 2008 年金融危机，2011 年欧洲债务危机对于内地市场的影响更像是雪上加霜。2011 年 12 月 28 日，上证指数创下 2011 年最低点位，我们分析 A 股 2011 年走熊的背后原因，在 CPI 持续走高的背景下，央行一年内数次加息，存款准备金率屡次上调，货币政策一再收紧，在高通胀的压力下 A 股进入快速下行通道。同时叠加欧洲债务危机的蔓延，导致欧洲股市乃至美国、日本等国家和地区股市的下跌，在世界经济一体化的背景下，也对 A 股产生了不小的影响。然而从 A 股、港股、美股三个市场的指数表现来看，A 股在 2011 年与港股、美股的走势相关度不高，反观由于美股和港股的强相关性，恒生指数和标普 500 均在 2012 年初探底后迎来反弹，而 A 股在 2012 年 1 月初触底短期反弹后再次进入下行通道。

图 43：2010-2012 年主要经济指标（%）



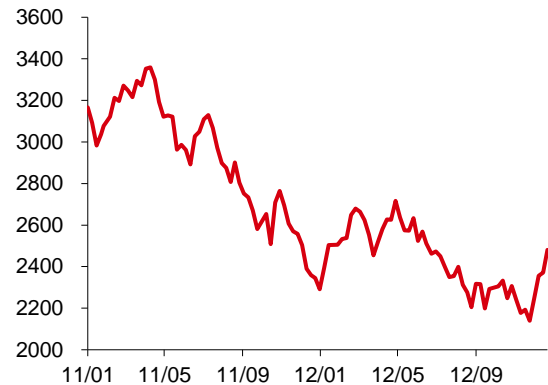
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 44：标普 500 指数与恒生指数走势基本保持一致



资料来源：Wind，中信证券研究部

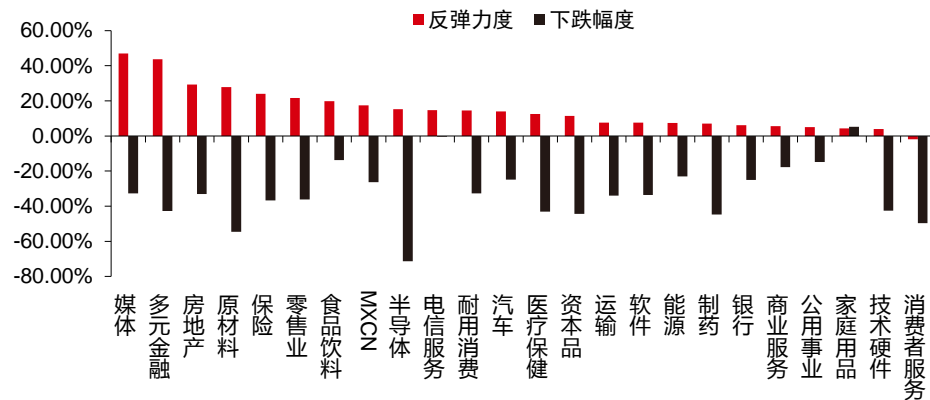
图 45：沪深 300 指数表现



资料来源：Wind，中信证券研究部

欧债危机复苏后各板块的股价水平未回归危机前的点位。结合 MXCN 成分股当时的表现，由于 A 股绝大部分公司在 2012 年处于震荡下行通道，市场触底后反弹力度较小，从细分板块的表现来看，媒体、多元金融、房地产、原材料以及保险板块反弹力度相对较大，然而绝大部分板块复苏后的股价表现相较于下跌前仍处于绝对低位。

图 46：“欧债危机”后的板块复苏情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

以史为鉴，在暴跌背景下选择优质行业

“非典”时期中国货币政策仍保持宽松，各层次的货币均保持高速增长，2003 年 M0、M1、M2 增速分别达到 13.25%、19.15%和 20.03%。因此我们判断宽松、稳健的货币政策有助于支撑宏观经济保持稳定。此外，在“非典”期间，信贷倾斜也体现出较为明显的区域性和结构性，对疫情影响较大的行业和主要地区给予适当的信贷资金供给。

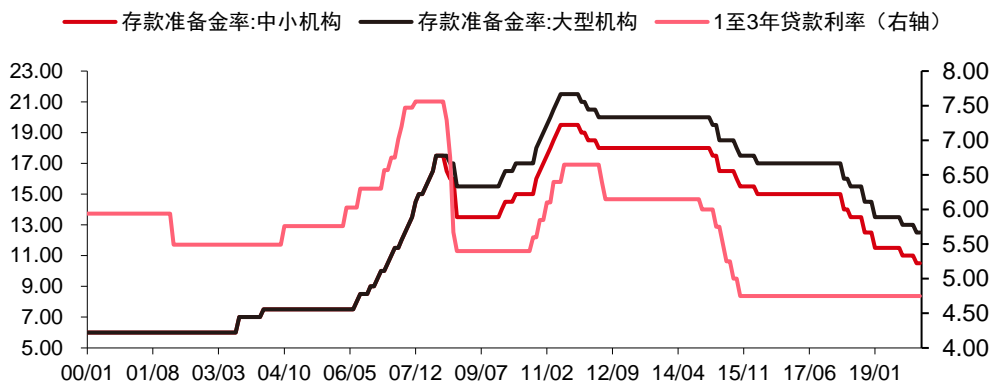
表 11：“非典”并未明显影响我国的货币供应量增速 (%)

	M0	M1	M2
1999	11.73%	14.54%	15.97%
2000	16.58%	19.72%	16.11%
2001	7.03%	14.10%	14.06%
2002	8.35%	15.87%	15.10%
2003	13.25%	19.15%	20.03%

资料来源：Wind，中信证券研究部

与“非典时期”不同，“非典”时期我国整体经济周期向上，因此与当前逆周期的货币政策手段存在较大差异。2003 年上半年受疫情影响央行并未采取紧缩的货币政策，待到疫情完全结束后同年 8 月 23 日将法定存款准备金利率上调 1 个百分点。而此轮 COVID-19 疫情爆发的时间节点我国正处于经济增速下滑周期，叠加疫情对于消费、基建等板块一季度盈利的较大冲击，因此当前的货币政策以加大宽松力度，保证市场流动性充裕为主要抓手。

图 47：存款准备金利率及贷款利率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

全球股市、债市、黄金、原油齐跌，与 08 年次贷危机高度相似。2008 年随着美联储此前一系列的加息举措，美元基本利率从 1% 上升到 5.25%，利率的不断升高推动房地产市场快速降温，随着房价的持续下跌，导致违约不按期还贷问题凸显，次级抵押贷款机构也相应亏损和破产，短期内的流动性枯竭使得次贷危机变为全球范围的金融危机。由于流动性压力，除股市外，黄金、原油等资产也在一时间暴跌，其中 2008 年下半年布伦特原油跌幅超过 60%，COMEX 黄金期货价在 2008 年 10 月内下跌超过 20%。对比此轮 COVID-19 疫情在 2020 年 2 月中下旬开始在全球范围蔓延，流动性风险叠加短期市场的恐慌情绪使得原油和黄金价格再次大幅下跌，3 月 6 日 OPEC+ 减产谈判破裂后原油价格暴跌，截至 3 月 26 日，布伦特原油期货价跌至 23.82 美元/桶，自 3 月 6 日以来跌幅超过 50%，创 2003 年 4 月以来的最低价格，同样黄金市场自 3 月初以来亦大幅下跌，区间跌幅一度超过 10%。结合上文我们对于 SARS、金融危机以及欧债危机期间的板块下跌和复苏情况的复盘，可以明显看出，除了 SARS 期间市场在经历下跌后反弹至危机前的点位，金融危机以及欧债危机时期，整个市场在周期内均未实现较为明显的正收益。因此针对当前 COVID-19 疫情爆发下市场暴跌后的行业选择，我们认为当前应该关注两条主线：

- (1) 与国民经济息息相关的传统周期性行业包括原材料、能源、公用事业等有望在全球疫情企稳，经济基本面迎来复苏后股价快速回弹。
- (2) 短期内超跌的板块有望在市场触底后迎来大幅反弹：3 月 6 日以来随着原油价格暴跌叠加 COVID-19 疫情在全球范围内的快速蔓延，美股、港股市场进入快速下行通道，MXCN 指数在 3 月 6 日至 20 日累计下跌超过 15%。从二级板块的表现来看，技术硬件、半导体、汽车、房地产以及耐用消费品区间跌幅靠前，分别下滑 20.58%/19.05%/23.42%/20.35%/22.85%。结合此前三轮行情 MXCN 板块复苏情况来看，我们判断上述行业有望在市场触底后迎来大幅反弹，暴跌为这些板块提供了配置窗口。

表 12: SARS、金融危机以及欧债危机期间市场表现对比

	市场下跌周期	市场反弹周期	指数是否反弹至危机前点位	周期内实现正收益板块	相对反弹幅度较大的板块
SARS 期间	2003 年 4 月中至 2003 年 11 月中	2003 年 11 月中至 2014 年 4 月初	是	原材料、房地产、能源、公用事业等	技术硬件、半导体、消费者服务、公用事业、食品饮料
金融危机期间	2008 年初至 2008 年 10 月末	2008 年 11 月初至 2009 年 8 月初	否	无	汽车、半导体、消费者服务、房地产、原材料
欧债危机期间	2011 年 4 月中至 2011 年 12 月末	2012 年初至 2012 年 5 月初	否	无	媒体、多元金融、房地产、原材料、保险

资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 13: MXCN 二级板块按照权重计算的区间收益率 (%)

	3 月 6 日至 3 月 20 日	3 月 21 日至 3 月 27 日
食品与主要用品零售	-1.96	5.54
家庭与个人用品	-7.43	-2.97
银行	-7.94	2.14
软件与服务	-13.14	3.50
媒体与娱乐	-13.37	6.59
食品、饮料与烟草	-13.77	5.06
运输	-14.45	3.46
商业和专业服务	-14.57	4.31
零售业	-14.66	4.15
电信业务	-14.79	2.36
MXCN 指数	-15.67	4.68
消费者服务	-16.41	5.55
资本品	-16.74	4.05
制药、生物科技和生命	-17.39	5.46
原材料	-17.44	3.85
公用事业	-17.92	8.87
综合金融	-18.06	1.77
医疗保健设备与服务	-18.51	7.19
半导体产品与设备	-19.05	-1.75
保险	-19.99	5.53
房地产	-20.35	5.63
技术硬件与设备	-20.58	1.10
能源	-21.95	5.58
耐用消费品与服装	-22.85	9.75
汽车与汽车零部件	-23.42	8.78

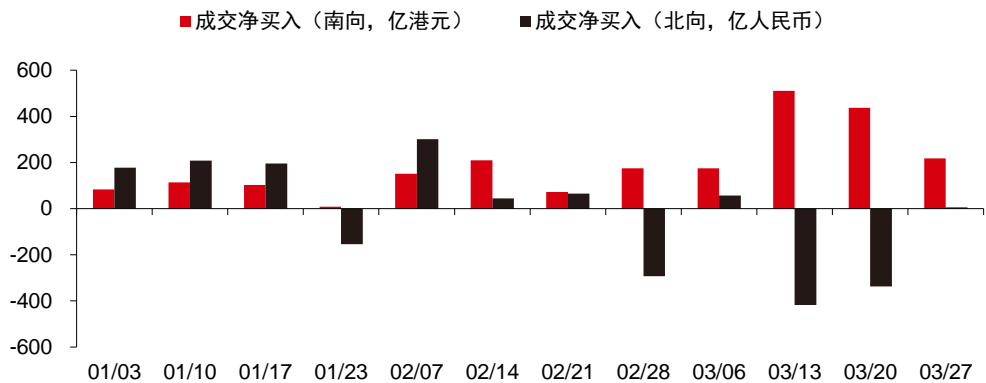
资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 南向资金净流入再创历史新高

海外股市波动触发流动性的问题, 对内地投资者而言, 可能提供一个极佳配置敞口。近四周南向资金加速流入港股市场, 3 月 9 日至 13 日单周净买入突破 500 亿港元, 其中 3 月 13 日当日净买入 161 亿港元, 均创历史新高。自 2020 年 1 月 20 日新冠疫情在内地爆发, 1 月 20 日至 23 日北向资金 2020 年首次出现净流出的情况, 2 月 21 日至 28 日, 北向资金再次大幅净流出, 单周净流出达到 293 亿人民币, 截至 3 月 27 日北向资金在过

去六周平均净流出 154 亿人民币。反观南向资金则在 2 月中旬开始加速流入港股通，3 月 9 日至 13 日单周净流入达到历史新高的 511 亿港元，自 2 月中旬至 3 月底的六周时间内平均净流入为 265 亿港元，远高于疫情爆发前 100 亿左右的单周净流入。

图 48：南向资金自 2 月中旬加速流入港股通



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2020 年 3 月 27 日

近期南向资金主要流入金融、房地产、计算机、医药和石化板块，与北向资金流出板块存在一定的契合度。自 1 月 20 日以来，南向资金的主要流入板块包括银行、计算机、医药、房地产等板块，与北向资金的流出契合度较高。

我们对于疫情爆发以来的市场表现进行划分，自 1 月 20 日疫情爆发以来至 3 月初南向资金加速流入港股通标的。仅从流入规模上来看维持在 150-200 亿左右。期间银行板块获得超过 50% 的南下资金增持，超配比例高达 30pcts，除银行外，计算机（包括腾讯）、医药、餐饮旅游也获得一定比例的超配，结合具体的流向个股来看，银行业主要流入中农工建四大行以及汇丰控股；计算机板块除大幅流入腾讯外，舜宇光学科技也获得了一定量的资金青睐，反观餐饮旅游板块则主要是美团点评以及海底捞。

3 月中旬美股暴跌引发新一轮南下资金流入热潮。3 月 6 日原油价格暴跌，叠加海外疫情快速蔓延，美股、港股短时间内暴跌，截至 3 月 20 日的两周时间内，MXCN 指数跌幅超过 15%，海外市场的剧烈波动推动南向资金在 3 月 7 日至 20 日的两周时间内累计净流入超过 900 亿港元。在此区间内，南向资金开始将部分流入银行板块的资金转投非银金融、地产以及石化板块。其中以中国太平、中国太保和中国人寿为代表的保险龙头阶段性获得较多南下资金流入；地产板块在此区间获得较高资金净流入的主要是融创中国、碧桂园以及万科企业。

最近一周南向资金更加青睐食品饮料、地产、石化以及交运板块。过去一周(3.23-3.27)，美股和港股触及阶段性底部后开始反弹，从资金偏好来看，南下资金流入银行业的比例进一步下滑至 32.02%，较疫情爆发以来下调 23pcts，但从绝对规模上银行板块依旧保持强势，过去一周累计净流入 71.13 亿港元。反观交运、食品饮料板块的配置比例有了明显的提升，过去一周南下资金配置上述两个板块的比例分别达到 5.24%/2.66%，存在一定程度的超配情况，结合个股的资金流向数据，过去一周交运板块中铁路、港口和高速公路获得

较高的期待，其中海丰国际、港铁公司、四川成渝高速公路、中国外运以及安徽皖通高速公路在资金流入量上位居板块前列。食品饮料板块过去一周同样获得南向资金的加持，其中中国飞鹤、颐海国际保持稳定净流入，此外包括以蒙牛乳业、达利食品为代表的食品和乳制业公司表现亦十分抢眼，反观啤酒类公司并未受到大幅资金流入的加持。

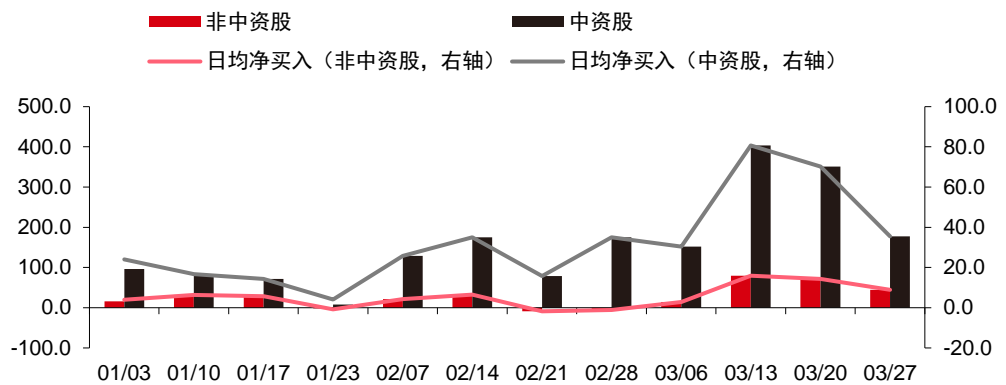
表 14：自疫情爆发以来分阶段南向资金流入情况

中信行业	板块市值权重	1.20-3.6 净流入 (亿港元)	美股暴跌以来净流入 (3.7-3.20) (亿港元)	过去一周 (3.21-3.27) 净流入 (亿港元)	疫情爆发后 资金配置比例	美股暴跌以 来资金配置 比例	过去一周 资金配置 比例
银行	26.19%	425.96	323.04	71.13	55.35%	35.68%	32.02%
计算机	10.09%	105.68	132.46	28.95	13.73%	14.63%	13.03%
房地产	10.71%	30.04	79.67	23.11	3.90%	8.80%	10.40%
非银行金融	12.86%	2.38	92.78	17.14	0.31%	10.25%	7.71%
食品饮料	2.78%	-6.55	34.05	11.64	-0.85%	3.76%	5.24%
医药	3.14%	35.92	33.39	13.07	4.67%	3.69%	5.88%
餐饮旅游	3.51%	50.52	37.36	8.90	6.56%	4.13%	4.00%
石油石化	3.74%	18.29	37.26	10.55	2.38%	4.12%	4.75%
汽车	2.10%	5.31	13.26	6.00	0.69%	1.46%	2.70%
建材	1.46%	21.58	21.73	5.55	2.80%	2.40%	2.50%
煤炭	0.93%	10.23	14.38	2.26	1.33%	1.59%	1.02%
纺织服装	1.13%	-0.43	16.38	-0.65	-0.06%	1.81%	-0.29%
综合	2.02%	6.41	16.35	3.29	0.83%	1.81%	1.48%
电力及公用事业	4.21%	-0.47	12.33	3.11	-0.06%	1.36%	1.40%
电子元器件	1.72%	41.07	5.19	-3.62	5.34%	0.57%	-1.63%
传媒	0.33%	3.51	9.88	0.97	0.46%	1.09%	0.44%
交通运输	2.50%	-0.88	2.87	5.91	-0.11%	0.32%	2.66%
建筑	1.15%	1.93	4.74	0.73	0.25%	0.52%	0.33%
农林牧渔	0.32%	2.88	4.00	2.50	0.37%	0.44%	1.12%
轻工制造	0.52%	3.17	2.47	2.49	0.41%	0.27%	1.12%
机械	0.79%	3.45	2.63	2.43	0.45%	0.29%	1.09%
商贸零售	0.67%	0.28	2.51	0.42	0.04%	0.28%	0.19%
有色金属	0.73%	-3.39	1.10	0.99	-0.44%	0.12%	0.45%
电力设备	0.32%	-0.48	1.37	1.45	-0.06%	0.15%	0.65%
钢铁	0.16%	-0.45	0.64	0.16	-0.06%	0.07%	0.07%
国防军工	0.07%	-0.89	0.70	-0.36	-0.12%	0.08%	-0.16%
基础化工	0.17%	-1.05	0.29	-0.20	-0.14%	0.03%	-0.09%
家电	0.46%	-1.37	-0.40	-1.50	-0.18%	-0.04%	-0.68%
军工	0.00%	-0.01	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%
通信	5.25%	16.98	2.92	5.73	2.21%	0.00	2.58%

资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2020 年 3 月 27 日

我们按照上市公司的性质进行分析，区分中国内地公司和香港本地公司（如汇丰、友邦、港交所等），中资股近期更加受到明显更多南向资金流入。自 2 月 14 日至 3 月 37 日的六周时间内，南向资金平均每周净流入中资股达到 223 亿港元，反观非中资股的流入情况从绝对值上体量相对较小，同时期单周净流入仅为 33 亿港元。

图 49：南向资金自 2 月中旬加速流入港股通（亿港元）



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2020 年 3 月 27 日

自 1 月 20 日 COVID-19 疫情爆发以来，截至 3 月 27 日，累计南向资金净流入前 30 家公司中共有 22 家中资企业和 8 家非中资企业，均为行业龙头。

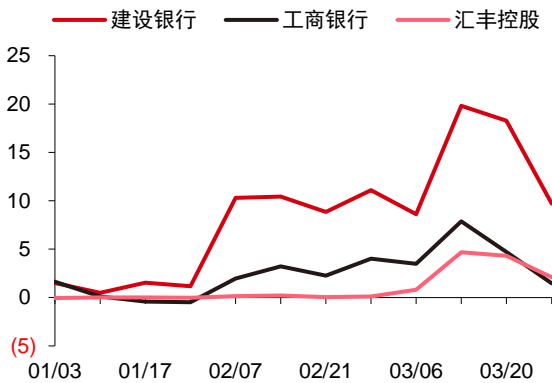
表 15：1 月 20 日以来南向资金净流入

公司简称	代码	所属二级行业	公司简称	代码	所属二级行业
建设银行	00939.HK	银行	中国神华	1088.HK	煤炭
腾讯控股	00700.HK	计算机	中国石油股份	0857.HK	石油石化
工商银行	01398.HK	银行	海底捞	6862.HK	餐饮旅游
小米集团-W	01810.HK	电子元器件	中国太平	0966.HK	非银行金融
美团点评-W	03690.HK	餐饮旅游	中国海外发展	0688.HK	房地产
中国银行	03988.HK	银行	石药集团	1093.HK	医药
农业银行	01288.HK	银行	碧桂园服务	6098.HK	房地产
汇丰控股	00005.HK	银行	中国人寿	2628.HK	非银行金融
融创中国	01918.HK	房地产	海螺水泥	0914.HK	建材
药明生物	02269.HK	医药	中国移动	0941.HK	通信
中国建材	03323.HK	建材	翰森制药	3692.HK	医药
中国太保	02601.HK	非银行金融	中国海洋石油	0883.HK	石油石化
中国石油化工股份	00386.HK	石油石化	万科企业	2202.HK	房地产
中国飞鹤	06186.HK	食品饮料	微创医疗	0853.HK	医药
申洲国际	02313.HK	纺织服装	世茂房地产	0813.HK	房地产

资料来源：Wind，中信证券研究部

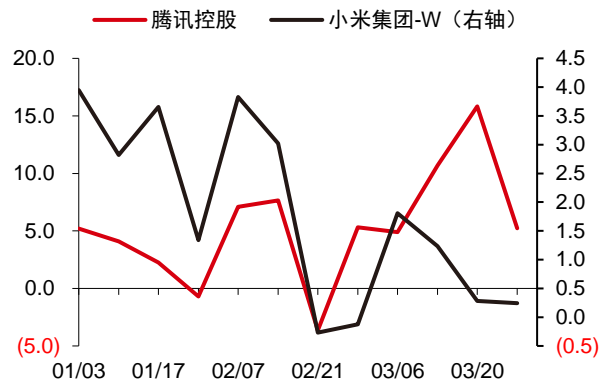
具体到行业个股的角度，科技公司腾讯控股、小米集团；银行中建设银行、工商银行以及汇丰银行；石化板块中的中石油、中石化以及中海油；非银金融板块中中国太平、中国太保以及中国人寿自 1 月 20 日以来累计净流入位居板块前列，尽管 3 月 21 日-27 日单周日均净流入出现不同程度的下滑，但总体来看仍维持稳定的净流入。

图 50: 银行板块龙头南向资金增持日均情况 (亿港元)



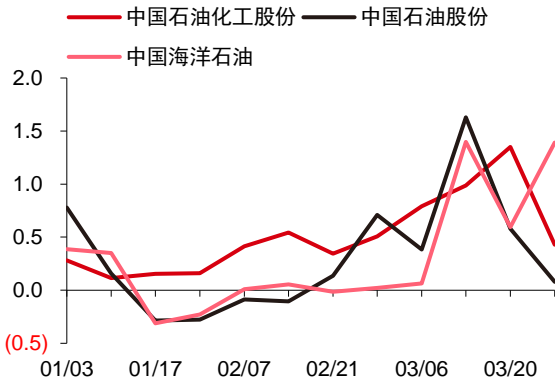
资料来源: Wind, 中信证券研究部, 注: 截至 2020 年 3 月 27 日

图 51: 科技板块龙头南向资金增持日均情况 (亿港元)



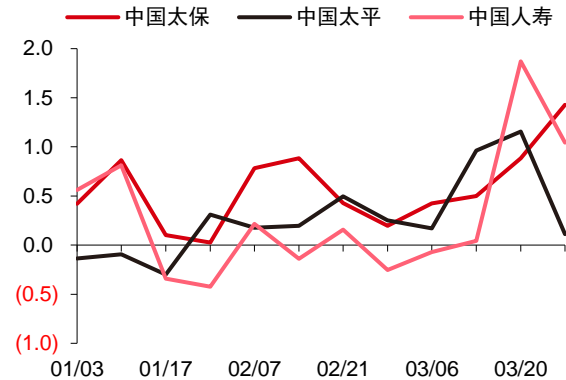
资料来源: Wind, 中信证券研究部, 注: 截至 2020 年 3 月 27 日

图 52: 石化板块龙头南向资金增持日均情况 (亿港元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 注: 截至 2020 年 3 月 27 日

图 53: 非银金融板块龙头南向资金增持日均情况 (亿港元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 注: 截至 2020 年 3 月 27 日

短期内不同事件导致南向资金偏好略有差异, 结合四次美股熔断后的市场反应来看, 3 月 9 日、12 日、16 日以及 18 日晚间美股四次触发熔断机制, 南向资金于次日基本都大幅买入, 3 月 10、13 日、17 日和 19 日南向资金净买入分别为 83.62/161.71/98.71/159.06 亿港元, 从资金偏好上看, 银行、非银金融以及计算机在熔断后第二天明显受到青睐, 三个板块在次日均获得相对较高比例超配。

3 月 9 日 WTI 原油期货价再次大幅下跌, 刺激当日南向资金净买入额达到 78.15 亿港元, 其中超过 10% 的资金流向石化板块, 另有高达 47% 的资金流向银行股, 石化和银行板块当日的超配比例达到 6.59/21.30pcts。

表 16: 事件性影响南向资金流入

事件	南向资金流入情况	主要流入板块
3 月 6 日至 9 日原油期货价暴跌	3 月 9 日南向资金净流入 78.15 亿港元	银行 (47%)、石化 (10%)、房地产 (10%)、非银金融 (6%)
3 月 9 日晚间美股熔断	3 月 10 日南向资金净流入 83.62 亿港元	银行 (32%)、计算机 (16%)、非银金融 (5%)、医药 (6%)
3 月 12 日晚间美股再次熔断	3 月 13 日南向资金净流入 161.71 亿港元	银行 (32%)、计算机 (15%)、房地产 (8%)、非银金融 (7%)

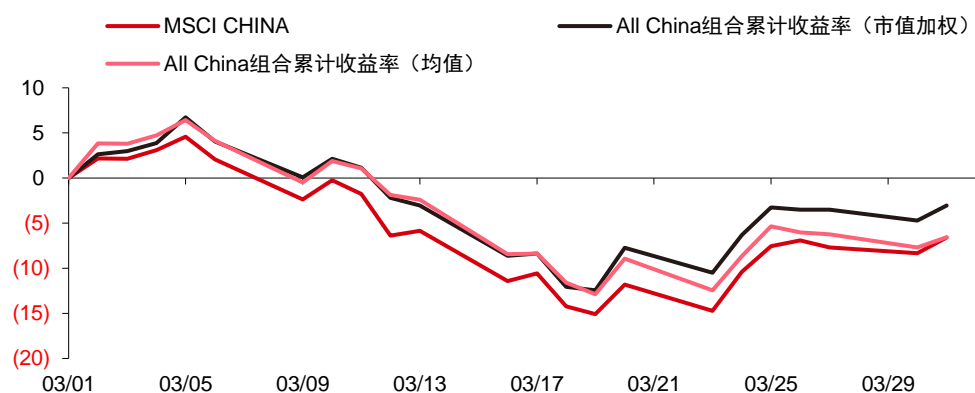
事件	南向资金流入情况	主要流入板块
3月16日晚美股第三次熔断	3月17日南向资金净流入 98.71 亿港元	计算机（29%）、银行（20%）、非银金融（17%）
3月18日晚美股短时间第四次熔断	3月19日南向资金净流入 159.06 亿港元	银行（27%）、计算机（17%）、非银金融（17%）、房地产（13%）

资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2020 年 3 月 27 日

配置建议：聚焦龙头，聚焦现金流，聚焦内需

海外“全中国”组合，3月按照流通市值加权累计收益率为-3.1%，平均加权累计收益率为-6.6%，分别跑赢 MSCI China 指数约 3.5 个百分点和 0.0 个百分点。

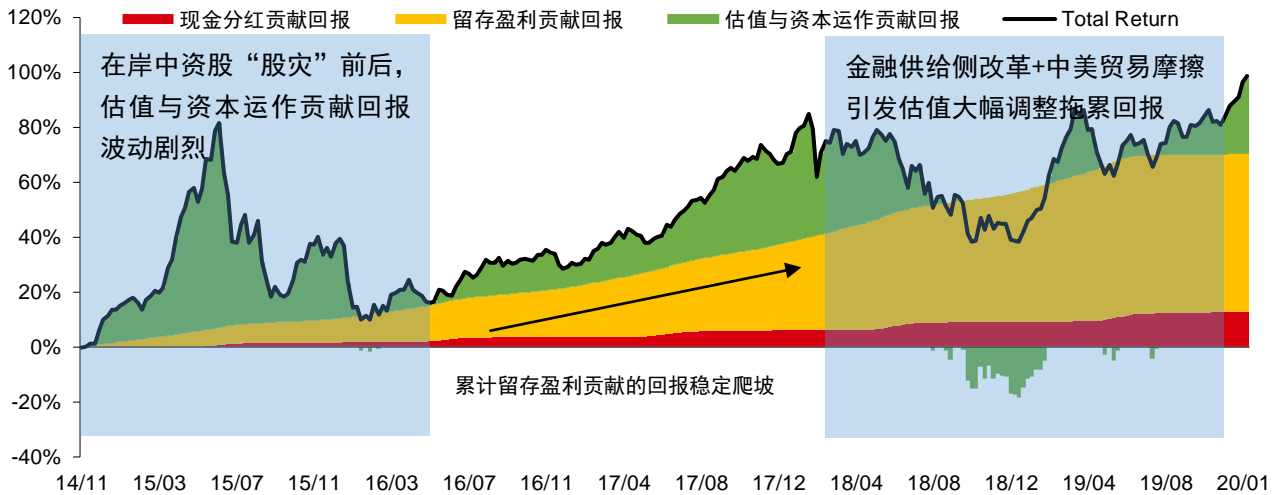
图 54：海外“全中国”组合收益 vs MSCI China



资料来源：彭博，Wind，中信证券研究部

从投资收益的角度，当下新冠疫情引发海外股市剧烈波动，导致资金流出中国资产，但我们认为这种波动丝毫不影响中国资产长期价值。相反，波动正提供海外长期资金配置优质资产的最佳时点。我们拉长时间维度，将 MSCI China 成分的收益拆解成现金分红回报、留存盈利回报以及估值与资本运作贡献回报 3 个部分。我们对过去 5 年 MSCI China 股票池投资总收益的统计，累计总回报达到 98.6%，其中累计现金分红贡献回报为 12.8%，累计留存盈利贡献回报所带来的回报 57.43%，其他估值与资本运作贡献回报为 28.4%。可以看到，长期而言，现金分红和留存盈利回报是最稳定的收益来源。

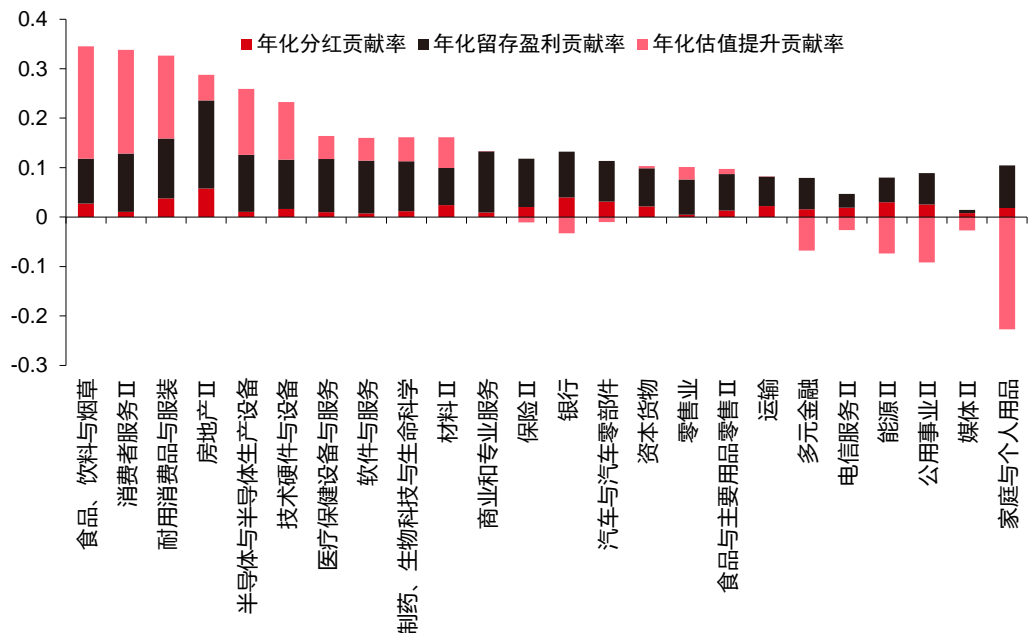
图 55: MSCI China 累计总回报拆解



资料来源: Wind, MSCI, 中信证券研究部

从过去 5 年分行业的数据来看：（1）传统经济板块分红带来相对可观的收益，其中房地产和银行业年化的现金分红收益超过 4%；（2）从盈利留存部分对公司净资产增长贡献是大部分行业的投资收益的重要来源，大部分行业过去 5 年内 50%以上的收益来源于公司盈利剔除分红后的留存；（3）估值与资本运作贡献在不同行业投资收益的影响出现明显的分化态势，在过去 5 年内消费板块中的食品、饮料与烟草，消费者服务以及耐用消费品与服装等板块估值提升收益显著，科技板块中半导体与半导体生产设备以及技术硬件与设备板块则通过资本运作一定程度扩大了公司净资产。

图 56: MSCI China 各二级行业过去 5 年年化投资收益拆分



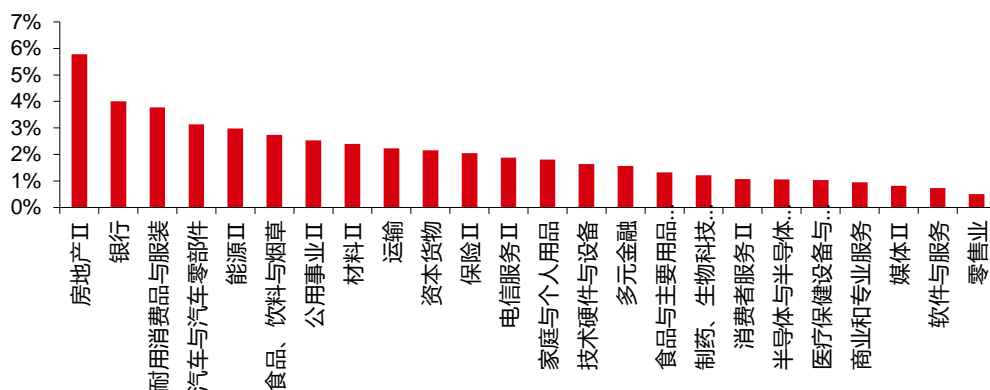
资料来源: Bloomberg, Wind, 中信证券研究部

疫情对各个行业 2020 年盈利构成实质性冲击，但各行业龙头公司财务状况稳健程度明显高于行业整体。在价值股方面，如金融、房地产及基建工业等行业，我们认为大市值、高流动性、盈利稳健、估值处于低位、高股息率等标的在当前已具备较高安全边际的；在成长股方面，消费、科技、医药等板块在过去估值长期以来处于相对较高位置，疫情爆发以来估值已下调，考虑 2020 年盈利增速预测下调，长期仍具备较高的成长性，且当前估值逐步回归至合理区间的公司具备吸引力，具体来看：

价值板块安全边际凸显

从历史维度看，传统经济板块的现金分红收益具备吸引力。根据我们统计的过去 5 年 MSCI China 各二级行业的现金分红收益，房地产、银行板块的年化现金分红收益超过 4%，能源、公用事业、原材料等传统经济板块的年化现金分红收益同样排在前 10。其他分红收益较高的行业还包括耐用消费品与服装、汽车与汽车零部件以及食品、饮料与烟草等传统消费板块。

图 57：MSCI China 各二级行业过去 5 年现金分红年化回报率



资料来源：Bloomberg, Wind, 中信证券研究部

结合当前股价计算各板块股息率水平，我们认为，传统经济作为高分红板块当前的股息率水平具备投资价值和安全边际。MSCI China 中美股成分以新经济板块的可选消费和媒体娱乐龙头为主，因而重点关注 A 股和港股当前的股息率情况。截至 2020 年 3 月 27 日，A 股的石油石化、电力及公用事业、钢铁、基础化工、建筑和房地产板块股息水平均处于历史 90%分位以上，绝对股息率也具备配置价值。港股股息率水平相比 A 股更高，石油石化、建筑、银行和房地产行业的股息率也处于 90%分位以上，且绝对股息率水平均超过 5%。

表 17：价值板块股息率水平

行业	A 股		港股	
	股息率	历史分位	股息率	历史分位
石油石化	4.05	99.0%	8.59	99.4%
煤炭	4.51	87.1%	10.49	72.6%
有色金属	0.93	86.9%	4.33	87.2%
电力及公用事业	2.18	91.0%	3.75	45.1%
钢铁	4.08	97.7%	10.53	84.6%

行业	A 股		港股	
基础化工	1.52	91.6%	6.04	74.4%
建筑	2.11	95.3%	14.26	98.8%
建材	2.10	88.3%	3.75	78.1%
银行	4.26	64.3%	6.38	99.4%
非银金融	1.32	39.0%	2.57	82.9%
房地产	3.16	98.6%	5.04	99.4%

资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 截至 2020 年 3 月 27 日收盘

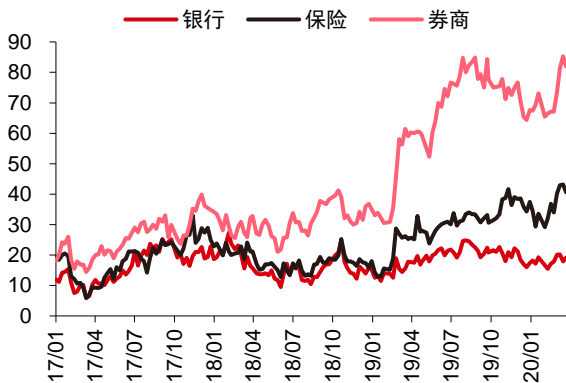
A/H 溢价率不断走阔, H 股价值板块股价优势凸显。结合近期 AH 两地上市公司的股价表现以及折差溢价情况来看, 基建、金融以及地产板块大部分子行业的 AH 溢价水平均位于历史高位, 我们按照市值加权的方式对近三年各板块的折溢价情况进行计算, 其中金融板块中, 保险、券商当前 H 股股价体现出较高的投资价值, 截至 2020 年 3 月 27 日, 券商、保险板块加权后的溢价率分别为 81.97 和 40.64, 位于过去三年 95% 和 93% 的历史分位, 银行板块溢价率同样位于过去三年的中枢以上, 相对历史分位为 60.7%。此外原材料板块的 AH 溢价率自 2 月初以来持续扩大, 除煤炭板块截至 3 月 27 日的溢价率低于过去三年均值外, 有色、钢铁以及石油石化板块当前的溢价率水平分别处于过去三年 82%/84%/81% 的分位以下。

表 18: 价值板块 AH 溢价率情况

细分板块	当前 AH 溢价率 (3/27)	近三年平均溢价率 (2017-2020)	当前溢价率相对近 3 年历史分位
券商	81.97	44.55	0.95
保险	40.64	23.67	0.93
钢铁	60.34	32.98	0.84
有色金属	73.03	59.11	0.82
石油石化	87.73	58.05	0.81
公用事业	94.60	79.85	0.73
银行	19.189	17.716	0.607
建材	23.68	13.16	0.52
建筑	59.88	58.29	0.48
煤炭	36.92	37.50	0.39
房地产	14.77	14.06	0.37

资料来源: Wind, 中信证券研究部, 注: 截至 2020 年 3 月 27 日

图 58: 金融板块 AH 溢价率情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 注: 截至 2020 年 3 月 27 日

图 59: 建筑建材 AH 溢价率情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 注: 截至 2020 年 3 月 27 日

图 60: 原材料及石化板块 AH 溢价情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 注: 截至 2020 年 3 月 27 日

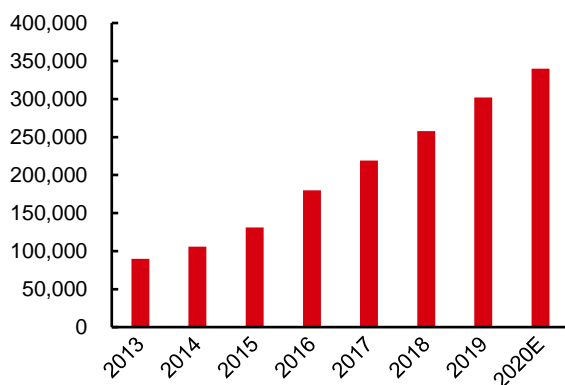
图 61: 公用事业及房地产板块 AH 溢价率情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 注: 截至 2020 年 3 月 27 日

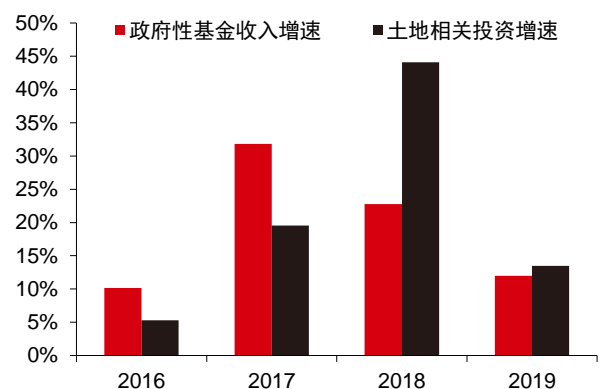
对价值板块而言，疫情不改长期内在价值，短期房地产、基建相关板块具备支撑。从历史维度来看，留存盈利在大多数行业的投资收益中占据主导地位，多数行业一半以上。传统经济板块中，房地产、银行等板块留存盈利对投资收益的贡献相对较大。疫情对在短期内对消费、运输甚至金融板块 2020 年的收益构成相对明显的负面影响，但板块长期内在价值的增长趋势不会改变，短期内房地产以及基建相关的板块具备较强的支撑。房地产方面，当前疫情的直接冲击基本结束，全年房地产开发投资增长预计在 6.8% 左右。根据中信证券研究部房地产组观点，疫情对于行业有三个层面影响，1、售楼处关闭等造成的企业现金回流不及预期；2、居民财富缩水对市场长期次生冲击；3、逆周期调节政策对市场正面影响。目前，估计售楼处开放比例已经超过 90%，不少地方访客量已经达到 2019 年平均水平，预计 4 月起疫情的第一轮冲击将结束。虽然存在财富缩水，经济减速对市场的第二轮影响，但利率下降等因素也不容忽视。预计全年商品房销售额将出现零增长。

图 62: 个人住房贷款余额及预测 (单位: 亿元)



资料来源: 中国人民银行, Wind, 中信证券研究部预测

图 63: 政府性基金收入增速和土地相关投资增速



资料来源: Rong360 大数据研究院

我们预计全年房地产开发投资增速为 6.8%。疫情对全年能稳定施工的面积有冲击，但由于企业抓紧工期，相信单面积投资强度会超过去年。整体来看，建安相关的开发投资额虽然增速极为有限（预测为 2%），但也不会负增长。同时，由于积极财政政策可能更加积极，预计全年土地出让金同比增速会增长 15% 以上，各地在四季度可能出现集中大量土

地成交。繁荣的土地市场，可能拉动房地产开发投资增速至 6.8%。企业资金成本缓慢下行，也能助力房地产开发投资增速，龙头公司如保利地产，龙湖地产，世茂房地产，旭辉控股集团，万科 A，招商蛇口，融创中国等有望受益。

基建将成为逆周期调节的重要抓手。根据中信证券研究部政策组观点，包含专项债扩张、特别国债和政策性金融公司等多项财政政策有望助力基建发力，中性假设下 2020 年基建投资增速有望升至两位数。从具体投向看，新基建是未来发展方向，短期规模有限，逆周期政策仍将以市政基础实施等传统基建为主，但会更多的向城市轨交、特高压、高速铁路等广义新建倾斜。因此基建相关的建筑、建材相关板块具备支撑。龙头公司海螺水泥（A/H），华润水泥控股（H），中国铁建，中国建筑，中国中铁等支撑强劲。

针对传统板块，我们按照大市值、高流动性、盈利稳健、估值处于低位、高股息率标准筛选出当前位置已具备较高安全边际的标的，具体标准如下：

银行业中我们按照以下标准进行筛选：（1）流通市值不低于 200 亿人民币，且过去一年日均成交金额高于 5000 万人民币；（2）过去 5 年留存盈利带来年化收益率超过 5%；（3）过去 5 年现金分红带来的年化收益率超过 5%；（4）当前 PB 水平处于过去 5 年 15%分位以下。

非银金融及其他价值板块中，我们按照：（1）流通市值不低于 200 亿人民币，且过去一年日均成交金额高于 5000 万人民币；（2）过去 5 年留存盈利带来年化收益率超过 8%；（3）过去 5 年现金分红带来的年化收益率超过 3%；（4）当前 PB 水平处于过去 5 年 15%分位以下。

表 19：价值板块筛选结果

代码	公司名称	GICS 二级	EPS		
			19E	20E	21E
601668.SH	中国建筑	资本品	0.96	1.06	1.17
601186.SH	中国铁建	资本品	1.4	1.57	1.71
601390.SH	中国中铁	资本品	0.95	0.87	0.97
600066.SH	宇通客车	资本品	0.85	1.11	1.34
600170.SH	上海建工	资本品	-	11.42	11.97
600153.SH	建发股份	资本品	1.65	1.79	2.01
601006.SH	大秦铁路	运输	0.93	0.86	0.98
600585.SH	海螺水泥	原材料	6.34	6.72	6.28
00914.HK	海螺水泥	原材料	6.34	6.72	6.28
600019.SH	宝钢股份	原材料	0.55	0.59	0.64
600346.SH	恒力石化	原材料	1.35	1.6	1.76
600352.SH	浙江龙盛	原材料	2.02	2.29	2.43
002601.SZ	龙蟒佰利	原材料	1.29	1.47	2.02
00883.HK	中国海洋石油	能源	1.37	1.13	1.21
600028.SH	中国石化	能源	0.48	0.25	0.41
601088.SH	中国神华	能源	2.17	2.07	2.12
600188.SH	兖州煤业	能源	1.76	1.86	1.87
600048.SH	保利地产	房地产	2.23	2.74	3.21

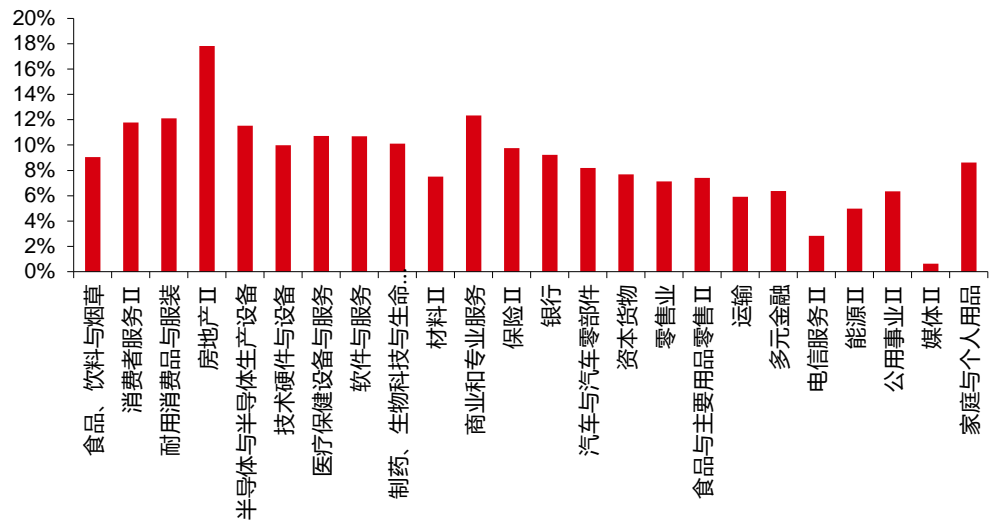
代码	公司名称	GICS 二级	EPS		
			19E	20E	21E
00960.HK	龙湖集团	房地产	2.6	3.2	3.96
00813.HK	世茂房地产	房地产	3.15	4.13	5.23
00884.HK	旭辉控股集团	房地产	0.87	1.02	1.24
01918.HK	融创中国	房地产	5.83	7.24	8.72
02007.HK	碧桂园	房地产	2.04	2.31	-
02202.HK	万科	房地产	3.47	3.94	4.68
000002.SZ	万科	房地产	3.47	3.94	4.68
001979.SZ	招商蛇口	房地产	2.27	2.73	3.34
600340.SH	华夏幸福	房地产	5.09	6.27	8.8
000656.SZ	金科股份	房地产	1.06	1.33	1.62
601601.SH	中国太保	保险	43.70	48.30	54.10
600999.SH	招商证券	综合金融	1.09	1.34	1.47
00939.HK	建设银行	银行	1.05	1.09	1.14
01398.HK	工商银行	银行	0.86	0.89	0.93
601166.SH	兴业银行	银行	3.08	3.35	3.66
601398.SH	工商银行	银行	0.86	0.89	0.93
601328.SH	交通银行	银行	1	1.06	1.12
601009.SH	南京银行	银行	1.46	1.67	1.93

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：上海建工、建发股份、中国海洋石油、金科股份 EPS 为 Wind 一致预期，其余公司 EPS 均为中信证券研究部预测

高成长板块值得信赖

消费、科技和医药等板块在过去 5 年间涌现了大量具备高成长属性的优质公司，高成长驱动下，板块整体投资收益较高。从历史维度看，过去 5 年间，消费、科技和医药板块在股票投资收益方面，留存收益的贡献率处于相对较高的水平。其中，消费板块中的耐用消费品与服装、消费者服务，科技板块中的半导体与半导体生产设备、软件与服务、技术硬件与设备板块以及医药板块中的衣领保健设备与服务以及制药、生物科技与生命科学板块过去 5 年的年化留存收益贡献率达到 10% 以上。同时在以上板块中，留存收益也贡献了投资收益的 40%-80%。

图 64：MSCI China 各二级行业过去 5 年留存利润年化回报率



资料来源：Bloomberg, Wind, 中信证券研究部

消费及科技等高成长板块受疫情影响 2020 年业绩预计将出现下修，股价也在过去一个多月内有所调整，但长期来看依然具备较强的内生增长动力。从估值角度来看，疫情冲击短期造成估值回落，板块估值逐步随股价下调逐步回归投资区间（接近于 12 月初上涨前估值水平）。

表 20：成长板块估值水平

行业	A 股		港股	
	2020/3/27	2019 年 12 月初	2020/3/27	2019 年 12 月初
轻工制造	25.9	28.1	10.4	11.5
汽车	24.1	25.3	8.6	10.2
商贸零售	25.2	20.8	21.8	17.9
消费者服务	44.6	43.6	30.6	38.7
家电	17.0	20.7	10.9	14.2
纺织服装	30.0	39.3	20.3	30.5
医药	50.4	38.7	22.8	21.2
食品饮料	31.5	31.7	26.3	32.6
电子	55.7	69.0	28.4	27.7
通信	141.2	89.7	11.5	12.3
计算机	149.1	94.0	34.4	32.0
传媒	-	-	24.1	50.9

资料来源：Wind, 中信证券研究部

科技板块在 5G 商用和自主可控主线推动下，仍为全年投资主线。科技板块处于业绩校准期，前期已有明显调整，预计科技板块将继续分化，但业绩确定性高的白马下行空间有限，建议继续配置。但海外疫情蔓延对外需构成冲击，因而对板块中海外业务占比较高的公司收入影响需要重点关注。

表 21：科技板块相关公司海外收入占比

代码	公司名称	GICS 二级	海外收入占比
02269.HK	药明生物	制药、生物科技和生命	61.3%
300015.SZ	爱尔眼科	医疗保健设备与服务	13.2%
601360.SH	三六零	软件与服务	1.5%
002415.SZ	海康威视	技术硬件与设备	28.5%
002463.SZ	沪电股份	技术硬件与设备	47.9%
300136.SZ	信维通信	技术硬件与设备	51.0%
601012.SH	隆基股份	半导体产品与设备	67.3%
002555.SZ	三七互娱	媒体与娱乐	7.9%
00788.HK	中国铁塔	电信业务	0%
00941.HK	中国移动	电信业务	0%
600050.SH	中国联通	电信业务	0%
000063.SZ	中兴通讯	技术硬件与设备	35.8%
600498.SH	烽火通信	技术硬件与设备	27.0%
300383.SZ	光环新网	软件与服务	0%
000938.SZ	紫光股份	技术硬件与设备	6.9%
300253.SZ	卫宁健康	医疗保健设备与服务	0%
002475.SZ	立讯精密	技术硬件与设备	89.3%
603160.SH	汇顶科技	半导体产业与设备	20.8%
603986.SH	兆易创新	半导体产业与设备	82.4%

资料来源：Wind，中信证券研究部

当前海外疫情形势严峻，短期拐点仍需等待。根据中信证券研究部宏观组观点，虽然国内疫情逐步缓和，但海外供给与需求的被动萎缩通过产业链传导至国内，当前疫情严重的国家队全球经济和我国外贸的贡献较大，因此料将直接对国内工业生产造成影响。静态极端假设下，与基金海外疫情将拖累中国单集工业增加值约 2 个百分点，若动态考虑，国内上下游产业间联动将放大这种冲击效果。从产业角度来看，电子（半导体）、计算机、机械（零部件、机器人等）、汽车（零部件和新能源锂电设备）产业冲击相对较大，家电、通信、石油石化、有色金属与新材料冲击有限或间接。具体来看：

电子：消费电子出口减弱，半导体进口或受阻。以手机、PC、平板为核心的消费电子产品，中国产量达到全球的七成以上，占据制造核心地位，海外疫情影响主要体现在需求端，手机的负面影响较大，PC、平板影响有限；供给端影响在 Q1 已体现，Q2 生产制造料将基本恢复正常，疫情可能导致新品发布节奏整体后延。半导体方面，中国产值仅占全球 6% 左右，自给率 16% 左右，重点依赖进口。若制造、设备、材料等环节海外供应商因疫情停工或出货放缓，可能短期影响进口端供应；需求端国内半导体产业链以内需为主，需求传导下预计增速有所放缓。

表 22：主要消费电子产品出货量预测

		手机	PC	平板电脑	IoT (TWS+智能音箱)
2019 年	销量 (百万部)	1,371	260	144	280
	同比增速	-2.4%	0.5%	-1.5%	130%
乐观假设 (14~20 天)	销量 (百万部)	1300~1370	260	144	400
	同比增速	-5%~0	持平	持平	42%
中性假设	销量 (百万部)	1230~1300	245~260	137~144	378~392

		手机	PC	平板电脑	IoT (TWS+智能音箱)
(1.5~2 个月)	同比增速	-10%~-5%	-5%~0%	-5%~0%	35%~40%
悲观假设 (2~4 个月)	销量 (百万部)	1160~1230	230~245	130~137	350~378
	同比增速	-15%~-10%	-10%~-5%	-10%~-5%	25%~35%

资料来源: IDC、Gartner, 中信证券研究部预测

表 23: 中国半导体行业增速预测

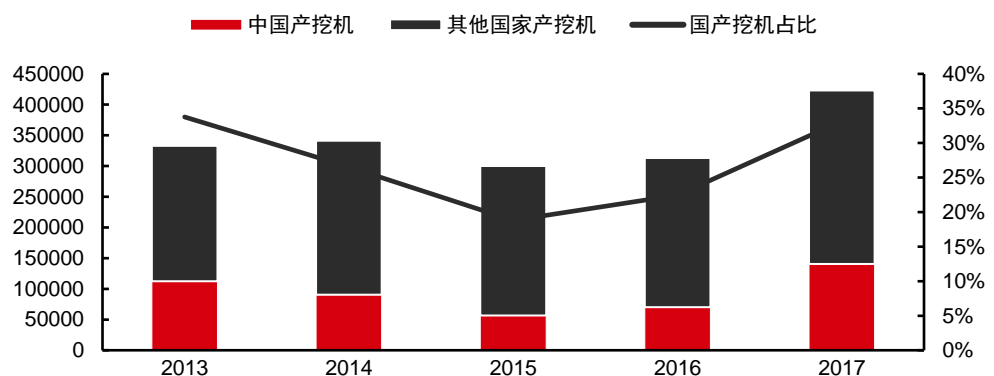
		中国集成电路产业	中国 IC 设计业	中国 IC 制造业	中国 IC 封装测试业
2018 年	销售额 (亿元)	6532	2519.3	1818.2	2193.9
	同比增速	20.70%	21.50%	25.60%	16.10%
2019 年 E	销售额 (亿元)	7393	2985	2093	2315
	同比增速	13.19%	18.50%	15.10%	5.50%
乐观假设 (14~20 天)	销售额 (亿元)	8714	3582	2469	2662
	同比增速	18%	20%	18%	15%
中性假设 (1.5~2 个月)	销售额 (亿元)	8230	3433	2344	2454
	同比增速	11%	15%	12%	6%
悲观假设 (2~4 个月)	销售额 (亿元)	7797	3194	2218	2384
	同比增速	5%	7%	6%	3%

资料来源: 中国半导体行业协会, 中信证券研究部预测

计算机: Q1 占比低看复工进度, 高景气领域可期。海外疫情预计主要对围绕海外业务为主的计算机上市公司在需求和供给端上影响较大, 对其他公司的影响主要以国内疫情为主。我们认为, 海外疫情人数增加、人员流动对国内计算机上市公司的复工进度存在一定影响, 在不同的假设下影响从二季度直到三季度。关注疫情发展对办公/医疗/教育三大主线影响, 重视疫情带来的全年计算机行业布局机遇。

机械: 需求短期延迟, 中期龙头前景依旧。我国工程机械在全球产业链地位优势明显, 2019 年海外出口占比 10%左右, 疫情冲击导致逆周期政策加码的影响下, 2020 年国内挖机、起重机及混凝土机械仍有望保持 15%、10%和 30%以上增长; 工业机器人受全球汽车、消费电子需求萎靡扩产延迟的影响复苏进度低于预期, 服务机器人龙头海外需求占比较高且集中于欧美市场, 阶段性受到冲击, 但机器替代人力的效果在本次疫情中体现显著, 需求迟而未消失。锂电设备受疫情短期冲击下游客户停产影响有限, 国内招标正常推进, 受益于优质锂电扩产周期和国内龙头在全球内竞争优势明显, 料仍将处于景气上行阶段。

图 65: 近年来全球挖掘机产量及中国占比

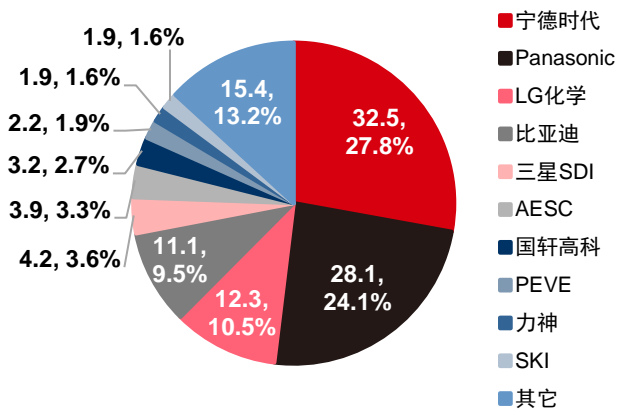


资料来源: AEM, 中信证券研究部

汽车及零部件：短期显著影响行业出口，长期还看市场份额。2019 年我国汽车进口量约占国内汽车销量的 5%，出口量约占海外汽车销量的 3%；零部件进口金额约占国内市场的 11%，出口金额约占海外市场的 5%。中短期看，料疫情将对海外需求造成显著冲击，影响我国汽车、零部件出口；但长期来看，尤其是汽车零部件行业，预计疫情冲击将加速中国零部件企业的全球替代，渗透率有望继续提升。

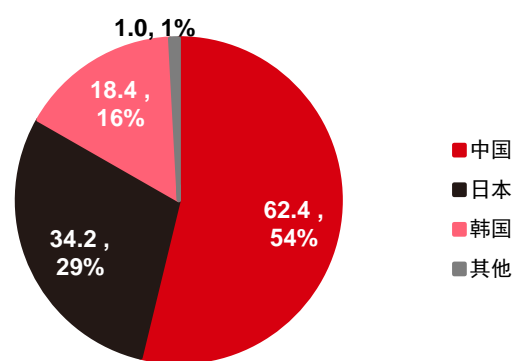
新能源汽车：动力电池影响有限，锂电材料影响显著。动力电池方面，疫情影响电动车需求，预计 2020 年全球锂电池 144GWh，同比+23%。虽然全球产能集中在中日韩及欧洲，但由于中国企业出口比例小，料影响有限。锂电材料方面：全球产能集中在中日韩，中国企业出口比例高，预计影响显著。展望：短期影响产业链供需总量；但由于本轮疫情再次体现中国锂电产业链全球最高效率，中长期产业链向国内转移趋势明确，利好中国供应链。

图 66：2019 年全球动力电池出货量及份额（GWh，%）



资料来源：SNE Research，中信证券研究部

图 67：2019 年中日韩动力电池出货量及份额（GWh，%）



资料来源：GGII，SNE Research，中信证券研究部

落脚到公司层面，我们按照以下标准筛选具备投资价值的成长股：（1）流通市值大于 200 亿人民币，且过去一年日均成交金额高于 5000 万；（2）过去 5 年年化留存利润贡献的投资超 15%，且过去 2 年盈利 CAGR 超过 25%；（3）当前估值水平已经回落至 2019 年 12 月初附近。同时，出于海外疫情对外部需求造成的潜在冲击，对成长板块中海外收入占比较高的公司需要相对谨慎。

表 24：成长板块筛选结果

代码	公司名称	GICS 二级	EPS		
			19E	20E	21E
02269.HK	药明生物	制药、生物技术和生命	0.76	1.10	1.59
300015.SZ	爱尔眼科	医疗保健设备与服务	0.43	0.56	0.71
601360.SH	三六零	软件与服务	0.85	0.62	0.71
002415.SZ	海康威视	技术硬件与设备	1.32	1.46	1.69
002463.SZ	沪电股份	技术硬件与设备	0.70	0.90	1.12
300136.SZ	信维通信	技术硬件与设备	1.04	1.4	1.91
601012.SH	隆基股份	半导体产品与设备	1.35	1.78	2.07
TME.N	腾讯音乐	媒体与娱乐	1.22	1.26	1.69
002555.SZ	三七互娱	媒体与娱乐	1	1.33	1.52

代码	公司名称	GICS 二级	EPS		
			19E	20E	21E
002127.SZ	南极电商	媒体与娱乐	0.49	0.63	0.81
00788.HK	中国铁塔	电信业务	0.03	0.04	0.05
02319.HK	蒙牛乳业	食品、饮料与烟草	1.04	0.89	1.25
00291.HK	华润啤酒	食品、饮料与烟草	0.4	0.76	1.04
000858.SZ	五粮液	食品、饮料与烟草	4.49	5.39	6.35
600438.SH	通威股份	食品、饮料与烟草	0.72	0.95	1.25
000596.SZ	古井贡酒	食品、饮料与烟草	4.55	5.23	6.28
06862.HK	海底捞	消费者服务	0.44	0.06	0.91

资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 药明生物、沪电股份 EPS 为 Wind 一致预期, 其余公司 EPS 均为中信证券研究部预测

我们结合中信证券研究部行业推荐和反馈, 调整了海外“全中国”组合, 剔除中金公司, 药明康德, 新东方在线, 爱奇艺, 中兴通讯, 卫宁健康, 隆基股份, 千方科技, 加入中国铁塔, 龙湖集团, 世茂房地产, 蒙牛乳业, 万华化学, 爱尔眼科, 南极电商, 紫光股份。

表 25: 4 月海外“全中国”组合

股票代码	公司简称	MSCI 二级行业	总市值 (亿元)	EPS			PE 2020E	推荐理由
				19E	20E	21E		
00788.HK	中国铁塔	资本货物	2728.40	0.03	0.04	0.04	38.13	公司核心受益于 5G 新基建, 在国内加速且加大 5G 建设背景下公司基本面有望得到加强。随着港股流动性问题缓解, 公司估值有望修复。
06886.HK	华泰证券	多元金融	972.43	0.99	1.3	1.46	8.24	深化资本市场改革将加速向华泰证券等行业头部集中趋势, 虽然当前不是行业景气度最高的时点, 却可能是长线资金最佳配置时点。
01918.HK	融创中国	房地产 II	1507.41	5.83	7.24	8.72	4.48	港股目前地产行业首推, 行业龙头, 资金成本有望下降, 估值非常有吸引力。
02869.HK	绿城服务	商业和专业服务	215.80	0.17	0.23	0.32	33.62	龙湖集团入股绿城服务, 意味着品质物业公司短期的市场估值被严重低估, 也意味着两家价值观彼此认同、品牌美誉度较高的企业, 未来协同可期。
JD.O	京东	零售业	4147.17	7.54	9.60	12.80	29.55	历经 2019 年初的内部调整后, 京东品质电商的定位契合行业低线升级的增长主线, 未来两年依然处于基本面边际向上周期。
03690.HK	美团点评	零售业	4956.06	0.38	0.37	2.16	230.18	疫情冲击并不影响公司核心逻辑。用户端来看, 外卖刚需高频特征下料需求将快速回升, 消费者在疫情中线上消费习惯也在被促进提升; 商户端来看, 疫情对商户线下业务更大的冲击凸显线上平台价值, 而美团等互联网公司在此时对商户多方面的扶持料也进一步加深彼此之间的粘性。疫情对生态价值而言更偏利好, 而财务的负面影响预计年内即可消化。
01579.HK	颐海国际	食品、饮料与烟草	531.51	0.69	0.9	1.24	56.41	2020-2021 年, 在复合调味品行业景气增长背景下, 公司有望持续发挥品牌&机制优势, 享受渠道&产品红利, 实现 30%左右复合增长。

股票代码	公司简称	MSCI 二级行业	总市值 (亿元)	EPS			PE	推荐理由
				19E	20E	21E	2020E	
06186.HK	中国飞鹤	食品、饮料与烟草	1065.23	0.44	0.57	0.72	20.92	本土奶粉龙头，拥有强大的品牌影响力、超高端/高端主导的品牌组合、严管控&强服务的渠道力。未来，在行业趋缓、竞争加剧、政策支持的背景下，公司有望持续提升份额，收获成长。
00960.HK	龙湖集团	房地产 II	2087.58	2.6	3.2	3.96	10.89	公司业绩持续增长，现金分红持续稳定，具备相对清晰的长期发展战略，拿地策略灵活审慎，多业务领域品牌价值巩固。
TAL.N	好未来	消费者服务 II	2131.31	4.41	0.85	5.48	422.08	K12 行业绝对龙头，看好公司线上份额抢占能力以及线下多市场、多学科驱动的持续增长，虽短期盈利面临阶段性压力，但不影响其长期价值。
01044.HK	恒安国际	家庭与个人用品	666.20	3.28	3.64	3.95	15.38	随着浆价下行，纸巾业绩弹性逐季释放，叠加高毛利个护业务收入增长转正，公司基本面整体企稳。
01211.HK	比亚迪股份	汽车与汽车零部件	968.42	0.61	0.71	1.47	50.00	目前疫情短期冲击一季度销量，全年产销增长有一定压力。但随着公司中性化战略加速落地，向“整车品牌”+“新能源汽车解决方案供应商”发展，供应链价值显现料将逐渐推动股价上涨。公司是中国电动车行业龙头，拥有自主可控的电动化技术，随着供应链中性化战略稳步推进，长期价值有望显现。当前市值具备高安全边际。
00813.HK	世茂房地产	房地产 II	866.91	3.03	3.95	5.00	6.49	公司管理长期稳定，成长可持续，拿地又好又快，表现为持续快速成长的销售和毛利率。同时公司具备稳定且丰厚的派息政策，是港股地产板块弹性成长首选。
00700.HK	腾讯控股	软件与服务	32981.79	9.83	12.35	15.35	27.95	游戏业务全年有望表现强劲，疫情主要在 Q1、Q2 影响公司部分业务（线下支付、云计算、在线广告等），但预计能被五粮液游戏业务强劲表现所抵消，在线广告、金融&企业业务等中期成长性依然突出，全年仍有望维持 20%左右业绩增速，目前估值对应 PE（2020E）约在 28X 附近，仍是宏观波动环境中的高确定性首选。
02319.HK	蒙牛乳业	食品、饮料与烟草	978.31	1.04	0.89	1.25	27.93	疫情影响下 2020H1 收入或同比略降，Q2 如果需求如预期复苏、库存得到清理后，预计 2020H2 公司将迎来健康增长。
00941.HK	中国移动	电信服务 II	11390.76	5.19	5.34	5.63	10.42	中国移动具有稳定的增长、稳定健康的现金流，可持续发展能力强劲。
03888.HK	金山软件	软件与服务	294.64	-0.04	0.47	0.66	45.67	公司的业务体系比肩微软，云业务前景广阔，料将成为后续成长核心引擎。
01766.HK	中国中车	资本货物	1026.64	0.41	0.44	0.48	8.13	动集交付推动客车高速增长，城轨地铁板块在手订单充沛，具有较高的增长保障。
01313.HK	华润水泥控股	材料 II	582.22	1.16	1.27	1.34	6.54	考虑大湾区需求长足前景、广西需求存超预期可能，以及中短期内新增产能可控、广西产业升级可对冲潜在新增供给影响，我们预计公司 2020-21 年销量将稳增，价格会保持高位区间。高股息也提供较高的安全边际。
01818.HK	招金矿业	材料 II	231.58	0.21	0.24	0.27	29.50	未来随着海域矿业投产，公司矿产金产量预计大幅提升，叠加金价上行周期，业绩有望

股票代码	公司简称	MSCI 二级行业	总市值 (亿元)	EPS			PE	推荐理由
				19E	20E	21E	2020E	

显著增厚。

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: EPS 单位均为人民币, 人民币兑港币汇率取 0.91725, 人民币兑美元汇率取 7.1104。融创中国、世茂房地产和龙湖集团 EPS 中国为中信证券研究部预测核心 EPS, 腾讯控股 EPS 为 Non-GAAP EPS, 其中海外中资股除好未来外均已发布 2019 年业绩, 19 年 EPS 为实际值

表 26: 4 月 A 股“全中国”组合

股票代码	公司简称	MSCI 二级行业	总市值 (亿元)	EPS			PE	推荐理由
				19E	20E	21E	2020E	
000002.SZ	万科 A	房地产 II	3025.58	3.47	3.94	4.68	6.79	始于地产, 不止于地产, 看好万科新成长。我们认为, 公司正面临地产开发业务拿地规模和可销售货值增加的可能, 而在各条赛道具备一定比较优势的新业务也日趋成熟。
600048.SH	保利地产	房地产 II	1793.48	2.23	2.74	3.21	5.49	估值具备吸引力, 业绩料仍能维持较快增长。我们相信, 公司结算资源丰富, 两翼业务发展顺利。
600519.SH	贵州茅台	食品、饮料与烟草	14318.02	32.23	36.16	40.5	31.52	受疫情影响近期股价有所回调, 我们认为布局良机, 茅台春节放量明确、预计在万吨上下规模, 深化营销改革、多元渠道发力旺季供给。
000858.SZ	五粮液	食品、饮料与烟草	4561.67	4.49	5.39	6.35	21.80	旺季验证五粮液景气需求, 疫情发生后, 公司坚定改革、务实应对。我们认为, 基于国内疫情目前已基本得到控制, 预计疫情对公司 2020 年增长影响有限, 长期进一步夯实竞争壁垒。
002714.SZ	牧原股份	食品、饮料与烟草	2708.58	2.82	19.69	24.4	6.24	猪价持续超预期, 公司成本控制优秀、扩张回归高增通道, 我们预计未来两年公司盈利有望逐年高增。
601888.SH	中国国旅	消费者服务 II	1418.08	2.37	1.15	2.89	63.16	免税业务 2019 年实际仍然超预期, 公司盈余管理动力一直较强, 但也意味着公司业务保持稳健增长的趋势确定性高, 建议继续配置。
300144.SZ	宋城演艺	消费者服务 II	354.73	0.92	0.73	1.15	33.45	阶段性来看, 预计 2020-2021 年新项目建设期对公司业绩影响小、资金需求虽大但公司现金流较为充足, 2021 年进入新一轮项目开业期后预计将迎 2-3 年产品检验期。
000651.SZ	格力电器	耐用消费品与服装	3125.77	4.75	5.23	5.76	9.93	公司底子厚实, 短期悲观预期逐渐消除, 股转落地略超预期, 有望减弱估值压制因素; 长期空调增长稳健, 公司格局最优, 继续推荐。
600741.SH	华域汽车	汽车与汽车零部件	641.58	2.09	2.23	2.49	9.13	公司在行业低景气下经营效率仍然保持稳健, 体现出了较强的抗压能力; 考虑未来行业景气回升的预期以及公司智能网联化、电动化和轻量化新业务持续落地, 我们认为公司估值具有扩张性。
000625.SZ	长安汽车	汽车与汽车零部件	471.62	-0.58	0.52	0.73	18.88	考虑乘用车行业景气低点已过, 短期疫情对于销量虽有明显冲击, 但预计疫情得到控制后, 将有购车需求的短期集中爆发, 行业全年依然有望实现增长。
300413.SZ	芒果超媒	媒体 II	731.74	0.66	0.86	1.03	47.79	坚定看好互联网视频行业中长期前景, 我们认为有竞争壁垒公司有望持续拓展

股票代码	公司简称	MSCI 二级行业	总市值 (亿元)	EPS			PE	推荐理由
				19E	20E	21E	2020E	
								市场份额；芒果超媒核心竞争壁垒在于自制内容生态；2020 年，剧集拓展、大芒计划、5G 运营商合作（特别是移动）有望打开成长空间。
300383.SZ	光环新网	软件与服务	372.33	0.55	0.66	0.86	36.58	国内云厂商 CAPEX 进入复苏通道，有望持续拉动 IDC 行业需求；AWS 针对外资/高业务需求等客户具备一定优势，预计未来增速能够保持。继续看好公司未来三年业绩稳健增长。
600309.SH	万华化学	材料 II	1347.58	3.23	2.56	3.18	16.77	公司有望成为全球领先的精细化工和新材料龙头公司。随着公司大石化项目逐步投产、聚氨酯市场份额稳步同时、精细化工新材料项目陆续上马，公司全球竞争力有望持续提升。
300015.SZ	爱尔眼科	医疗保健设备与服务	1219.92	0.43	0.56	0.71	70.32	公司作为全球最大的连锁眼科医疗集团，内生增长稳健，集团内医院注入加速叠加健全的激励体系有助于保持业务高速增长。
002127.SZ	南极电商	零售业	276.66	0.49	0.63	0.81	17.89	公司品牌群马太效应及电视运营能力持续提升，品控体系与供应链管理持续完善，主业 GMV、收入、利润增长兑现。疫情冲击下，公司仍表现出相对消费大盘和竞争对手强大的超额增长能力，积极布局网红、线下渠道等新流量入口，财务披露持续透明化，看好公司竞争力和中长期成长潜力。
000938.SZ	紫光股份	技术硬件与设备	747.50	0.89	1.08	1.32	33.88	公司相继中标运营商 5G 承载网设备关键集采，5G 运营商市场跑马圈地逻辑持续验证，公司未来有望成为运营商在 5G 时代的核心合作伙伴。
601186.SH	中国铁建	资本货物	1313.14	1.4	1.57	1.71	6.16	目前央企估值及机构持仓处于历史低位，降低融资成本以及稳基建的政策预计将为中国铁建等央企业绩增长提供稳定支撑；而央企或将通过分拆进入发展新阶段。
600585.SH	海螺水泥	材料 II	2894.48	6.34	6.72	6.28	8.13	预计大部分施工需求或在 3 月中上旬开始启动，疫情或影响基建复苏节奏，但不影响基建全年稳增，公司作为全国综合龙头，有望受益于基建回暖的利好。
000786.SZ	北新建材	材料 II	415.28	0.26	1.8	2.01	13.66	公司作为拥有 60%左右市占率的行业龙头，低端产品具备成本优势，限制小企业新增产能进入；高端产品具备品牌及渠道优势，与三大外资企业共同赚取品牌及服务溢价，具备明显的竞争护城河。
002271.SZ	东方雨虹	材料 II	512.81	1.4	1.75	2.24	18.73	2019 年四季度公司创单季度收入新高，利润率水平提升，费用率同比下降，体现降本增效成果。负债率下降，预计现金流状况会进一步好转。

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：万科 A、牧原股份、万华化学、中国铁建、海螺水泥、北新建材已发布 2019 年业绩，19 年 EPS 为实际值

■ 风险因素

COVID-19 疫情全球蔓延超预期，全球经济进入衰退；美股下跌引发全球系统性金融危机；中美摩擦激化；国内信用环境恶化；新兴市场风险失控，出现大幅资金流出。

■ 相关研究

A 股策略聚焦 20200406—信号渐明，拐点将至	(2020-04-06)
【中信证券策略】北向资金拆解周跟踪（2020 年 3 月 30 日-04 月 05 日）	(2020-04-05)
中信证券亮马组合半月报 20200401—宏观调节加码，关注内需驱动组合	(2020-04-01)
美国市场专题系列—海外风险，何去何从？	(2020-03-31)
北向资金周度解析（2020 年 3 月 23 日-03 月 29 日）	(2020-03-29)
A 股策略聚焦 20200329—全球资金再配置开启，料 A 股四月迎底部拐点	(2020-03-29)
A 股市场热点酷评 20200324—外资金流出的空间和拐点	(2020-03-24)
A 股市场资金流量监测 20200323—个人投资者情绪高于机构，产业资本蓄势待发	(2020-03-23)
海外中资股专题 20200322—海外暴跌为南向资金提供最佳配置窗口	(2020-03-22)
【中信证券策略】北向资金拆解周跟踪（2020 年 3 月 16 日-03 月 22 日）	(2020-03-22)
A 股策略聚焦 20200322—市场见底的四大信号	(2020-03-22)
中信证券亮马组合半月报 20200318—把握 3 月最佳配置窗口	(2020-03-18)
海外中资股专题—2019 年业绩期，我们该关注什么？	(2020-03-18)
美国市场策略点评 20200316—明斯基时刻来临？	(2020-03-16)
A 股投资策略：“风景这边独好”——“小康牛”的接力（PPT）	(2020-03-16)
【中信证券策略】北向资金周度解析（2020 年 3 月 9 日-03 月 15 日）	(2020-03-15)
A 股策略聚焦 20200315—风景这边独好，把握 3 月最佳配置窗口	(2020-03-15)
海外策略点评 20200310—最新港股通“出炉”，调整中信港股行业分类	(2020-03-10)
海外策略定期报告：海外“全中国组合”——2020 年 3 月	(2020-03-10)
美国市场专题系列—美股谢幕牛市，会重演 08 年金融危机么？	(2020-03-10)
A 股策略聚焦 20200308—海外冲击不改 A 股配置价值	(2020-03-08)
【中信证券策略】北向资金拆解周跟踪（2020 年 3 月 2 日-3 月 8 日）	(2020-03-08)
中信证券亮马组合半月报 20200304—关注复工改善带来周期板块的配置机会	(2020-03-04)
美国市场策略点评—美联储降息，但繁荣见顶	(2020-03-04)
A 股市场策略专题——增发如何选股：产能周期向上的科技行业	(2020-03-01)
A 股策略聚焦 20200301—3 月四期叠加，全年配置良机	(2020-03-01)
北向资金拆解周跟踪（2020 年 2 月 24 日-03 月 01 日）	(2020-03-01)
美国市场专题系列：新冠疫情冲击下，美股有多大风险？	(2020-02-26)
A 股策略聚焦 20200223—今年第一轮“填坑”行情结束的三大信号	(2020-02-23)

【中信证券策略】北向资金拆解周跟踪（2020 年 2 月 17 日-02 月 21 日）	(2020-02-23)
中信证券亮马组合半月报 20200219—关注疫情后期的投资主线	(2020-02-19)
海外策略点评—沪深港通&QDII 基金 2019Q4 持仓分析：科技与可选消费引领规模上升	(2020-02-19)
A 股市场策略专题—预见 2020，产业逻辑驱动新一轮并购潮	(2020-02-18)
A 股市场策略专题—再融资新规激活产业资本	(2020-02-17)
海外中资股策略专题—新冠疫情专题（4）：“宅经济”的崛起	(2020-02-16)
A 股策略聚焦 20200216—政策接力，市场向上仍有动力	(2020-02-16)
【中信证券策略】北向资金拆解周跟踪（2020 年 2 月 10 日-02 月 14 日）	(2020-02-15)
海外中资股策略专题—新冠疫情专题（3）：超跌后的“价值股”机遇	(2020-02-11)
A 股市场热点酷评 20200209—春节后第一周北上资金流入拆解	(2020-02-09)
【中信证券策略】北向资金拆解周跟踪（2020 年 2 月 3 日-02 月 09 日）	(2020-02-09)
A 股策略聚焦 20200209—“黄金坑”后的三类配置主线	(2020-02-09)
海外中资股策略专题—新冠疫情专题（2）：如何跟踪数据？	(2020-02-06)
A 股市场热点酷评 20200205—“黄金坑”后的行业配置与节奏	(2020-02-05)
A 股市场热点酷评 20200204—坑底已明，转机将至	(2020-02-04)
A 股市场热点酷评 20200204—北向资金 2 月 3 日流入情况解析	(2020-02-04)
A 股市场热点酷评 20200203—“黄金坑”的坑底已现	(2020-02-03)
海外中资股策略专题—新型冠状病毒疫情冲击下的市场“危”与“机”（1）	(2020-02-02)
A 股策略聚焦 20200202—“小康牛”途中的黄金坑	(2020-02-02)
A 股市场热点酷评 20200131—新型肺炎疫情影响下的行业观点	(2020-01-31)
【中信证券策略】北向资金拆解周跟踪（2020 年 1 月 20 日-01 月 24 日）	(2020-01-24)
A 股市场策略专题—2019 年年报展望：三大板盈利预计回暖	(2020-01-23)
A 股市场热点酷评 20200122—2019Q4 基金持仓：仓位提升，减消费增配周期和成长	(2020-01-22)
海外策略快评—重演“SARS”行情？	(2020-01-22)
海外策论 20200120—“港股通”标的调整前瞻	(2020-01-20)
北向资金拆解周跟踪（2020 年 1 月 13 日-1 月 19 日）	(2020-01-19)
A 股策略聚焦 20200119—配置价值的最佳时点	(2020-01-19)
A 股市场策略专题—2020 年外资规模展望：源远流长	(2020-01-16)
海外策略快评 20200116—第一阶段协议利好外资配置中国资产	(2020-01-16)
海外中资股策论 20190113—哪些海外中资股比 A 股更具配置价值？	(2020-01-13)
A 股策略聚焦 20200112—惯性仍在，回归常态	(2020-01-12)
北向资金拆借周跟踪（2020 年 1 月 6 日-1 月 12 日）	(2020-01-12)
亚太市场系列专题之二—台湾：对外开放的篇章	(2020-01-10)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。