中信证券
CITIC SECURITIES

A股市场2019年投资策略

复兴新起点

秦培景 博士

中信证券 首席策略分析师

2018年11月13日

核心观点

中信证券 CITIC SECURITIES

大势研判：2019年A股将迎来未来3~5年复兴牛的起点。

- 中美新格局：周期关联弱化，制造“抱团”竞争，倒逼政策调整；
- 政策新风格：驱动高质量发展，财税、国企、开放3大看点；
- 经济新周期：“减税+稳杠杆+改革” 加速结构调整。

市场节奏：Q1震荡，Q2逐步进入盈利和估值修复共振的上行通道。

- 盈利：预计2019年增速从9.7%降至5.4%，季度“V”走势，Q2探底、Q3回升；
- 政策：先缓解股权质押风险，“两会”后政策预期明确；
- 流动性：预计产业资本+保险+外资累计流入4300亿元，节奏上大都前低后高。

配置建议：Q2大切换。

- Q2之前，先聚焦能抵御宏观经济波动的板块；
- Q2开始布局结构转型，拥抱高端制造和服务业。

大势研判

2019年A股将迎来未来3~5年复兴牛的起点

I. 中美新格局倒逼国内政策调整

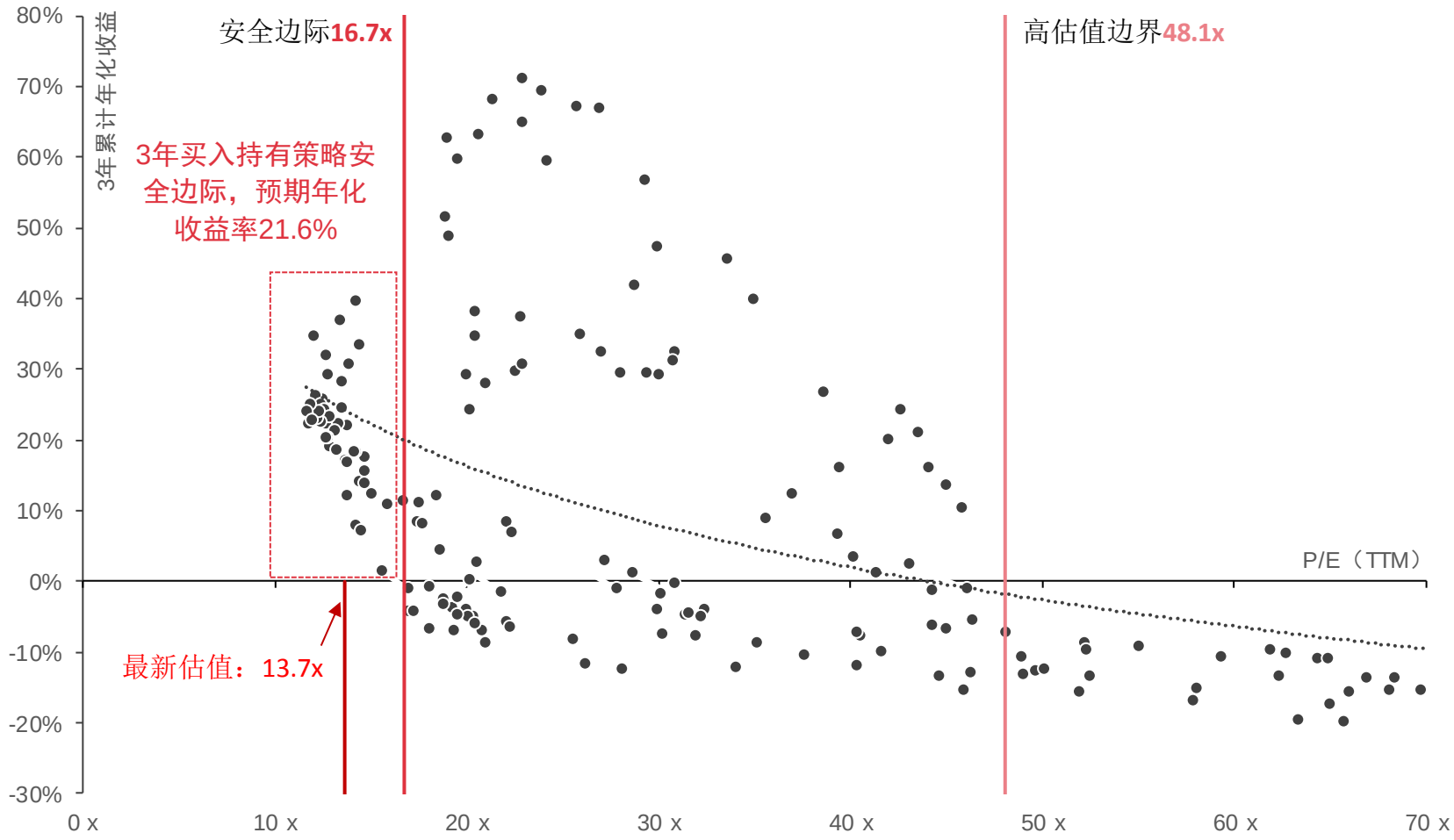
II. 政策新风格，从规范存量到培育增量，重点在结构

III. 驱动高质量发展，财税、国企、开放3大看点

IV. “减税+稳杠杆+改革开放” 加速经济结构调整

2019年A股将迎来未来3~5年复兴牛的起点

3年“买入并持有”策略有绝对收益安全边际（2000年至今月数据）

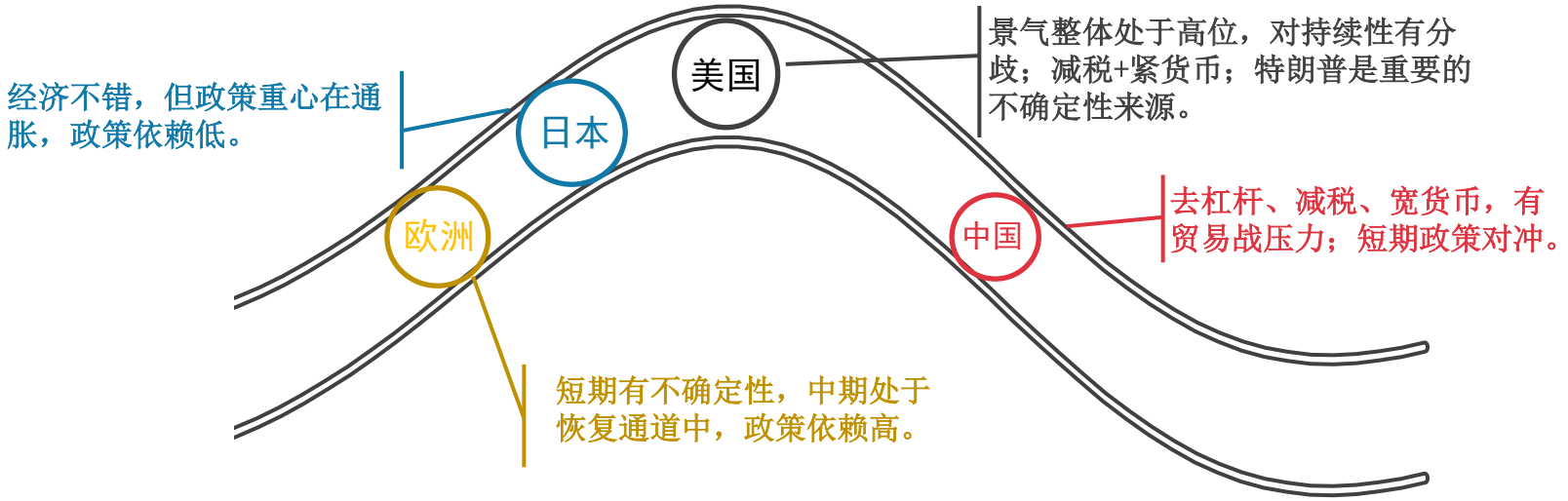


资料来源：Wind，2000年以来数据，这里没有计算分红收益，实际收益率还略有低估，最新估值截至2018年11月9日；中信证券研究部策略组

中期视角：展望未来3~5年

中信证券 CITIC SECURITIES

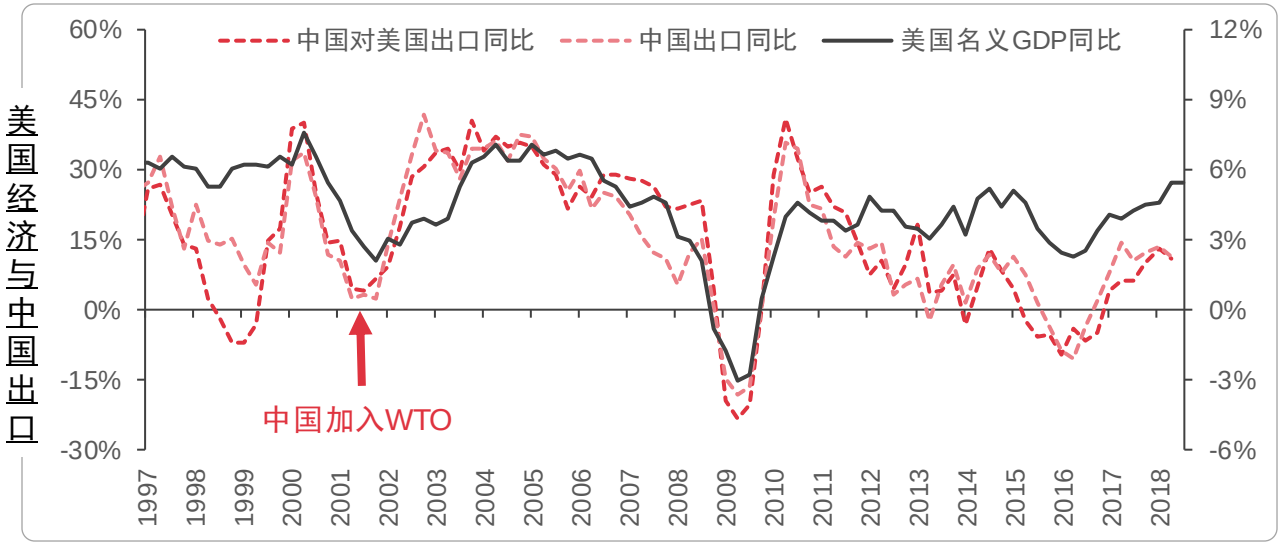
全球周期错位带来的挑战

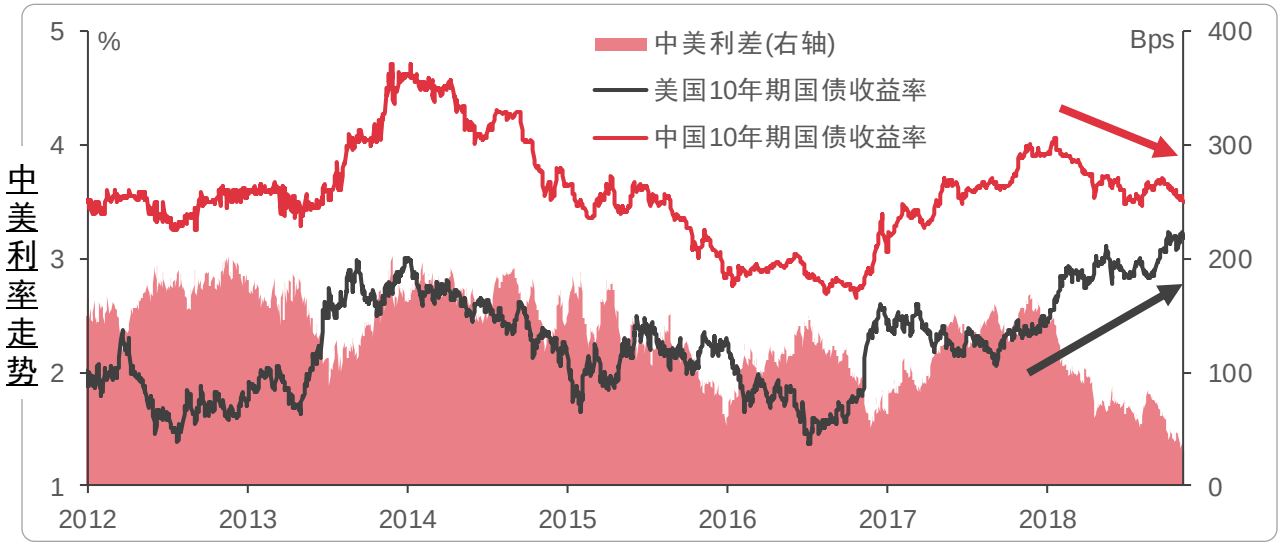


现阶段主要经济体所处的周期阶段依然错位

资料来源：中信证券研究部策略组绘制

中美周期关联弱化





- 贸易战弱化经济关联
- 中期产业链调整更关键
- 货币周期相反
- 中美利差新低

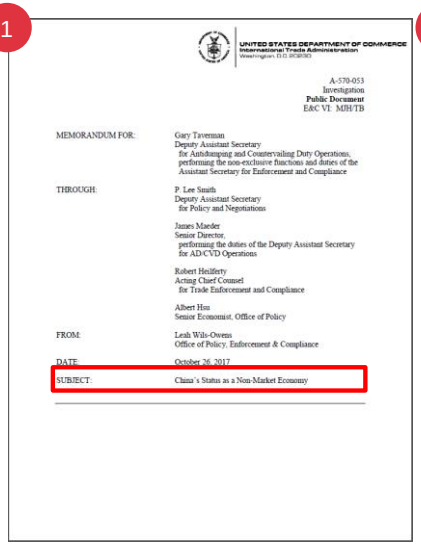
资料来源：DataStream；中信证券研究部

“中国制造2025”vs“美国制造2025”

中信证券 CITIC SECURITIES

从官方文件、法案看美国的真正意图

1



UNITED STATES DEPARTMENT OF COMMERCE
International Trade Administration
Washington, D.C. 20230

A-570-053
Investigation
Public Document
E&C VI: MJH/TB

MEMORANDUM FOR: Gary Taverman
Deputy Assistant Secretary
for Antidumping and Countervailing Duty Operations,
performing the non-exclusive functions and duties of the
Assistant Secretary for Enforcement and Compliance

THROUGH: P. Lee Smith
Deputy Assistant Secretary
for Policy and Negotiations

James Maeder
Senior Director,
performing the duties of the Deputy Assistant Secretary
for AD/CVD Operations

Robert Heslferty
Acting Chief Counsel
for Trade Enforcement and Compliance

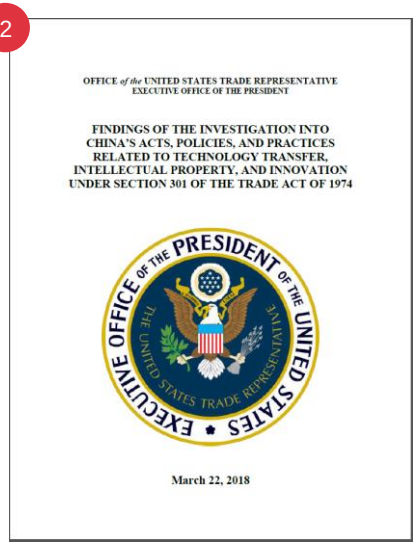
Albert Hou
Senior Economist, Office of Policy

FROM: Leah Wils-Owens
Office of Policy, Enforcement & Compliance

DATE: October 26, 2017

SUBJECT: China's Status as a Non-Market Economy

2

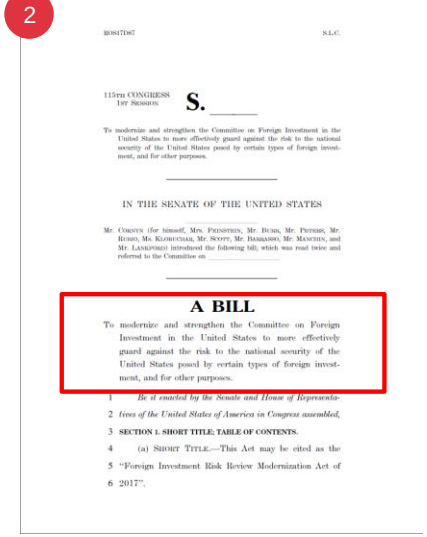


OFFICE *of the* UNITED STATES TRADE REPRESENTATIVE
EXECUTIVE OFFICE OF THE PRESIDENT

FINDINGS OF THE INVESTIGATION INTO CHINA'S ACTS, POLICIES, AND PRACTICES RELATED TO TECHNOLOGY TRANSFER, INTELLECTUAL PROPERTY, AND INNOVATION UNDER SECTION 301 OF THE TRADE ACT OF 1974

March 22, 2018

2



115TH CONGRESS
1ST SESSION

S. _____

IN THE SENATE OF THE UNITED STATES

A BILL

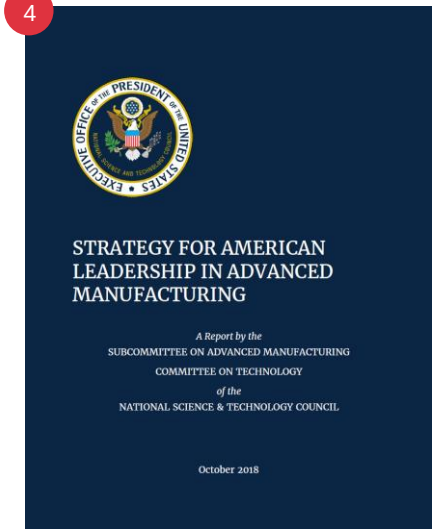
To modernize and strengthen the Committee on Foreign Investment in the United States to more effectively guard against the risk to the national security of the United States posed by certain types of foreign investment, and for other purposes.

Be it enacted by the Senate and House of Representatives of the United States of America in Congress assembled,

SECTION 1. SHORT TITLE; TABLE OF CONTENTS.

(a) SHORT TITLE.—This Act may be cited as the "Foreign Investment Risk Review Modernization Act of 2017".

4



STRATEGY FOR AMERICAN LEADERSHIP IN ADVANCED MANUFACTURING

A Report by the
SUBCOMMITTEE ON ADVANCED MANUFACTURING
COMMITTEE ON TECHNOLOGY
of the
NATIONAL SCIENCE & TECHNOLOGY COUNCIL

October 2018

美国商务部报告

（2017/10/26）

提交WTO，拒绝承认中国的市场经济地位

对中国“301”调查报告

（2018/3/22）

中美不平等贸易给美国造成了损失，授权总统应对

外国投资风险审查现代化法案（FIRRMA）

（2018/5/22）

扩大CFIUS授权，增加安全考量，限制外资在核心领域并购投资

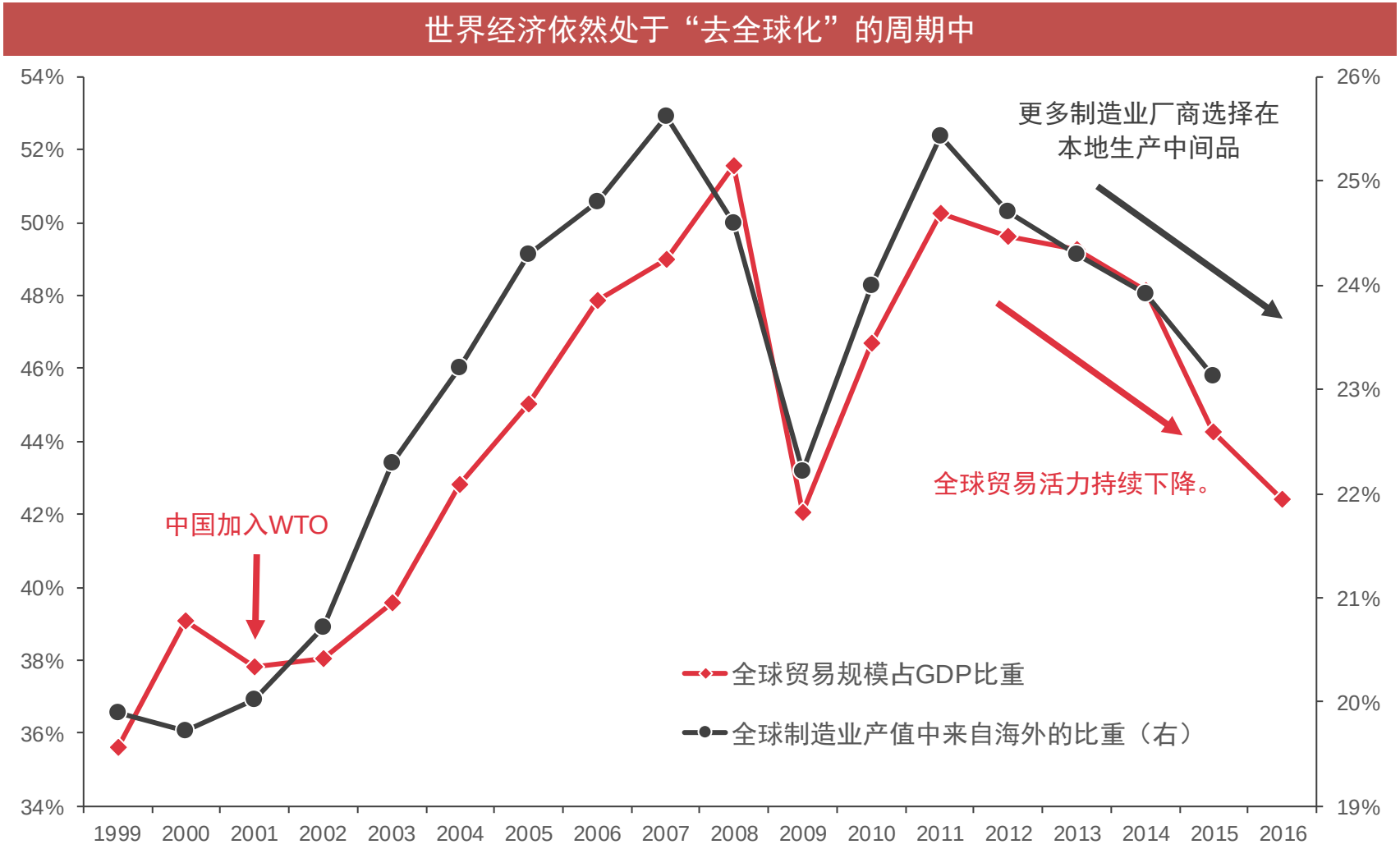
寻求美国高端制造领导地位的策略

（2018/10）

引导制造业回流，“美国制造2025”

资料来源：美国白宫、USTR、美国财政部、美国商务部；中信证券研究部

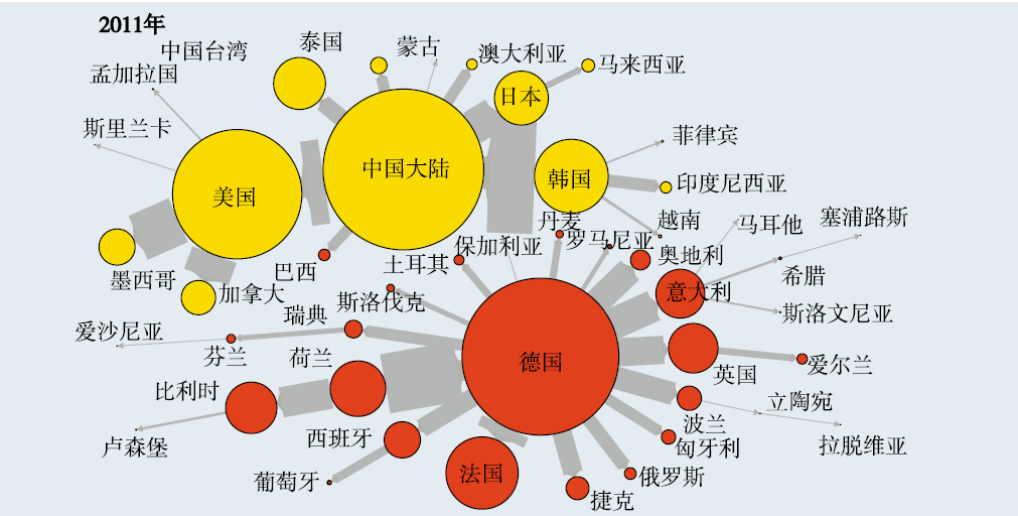
全球贸易和分工退化



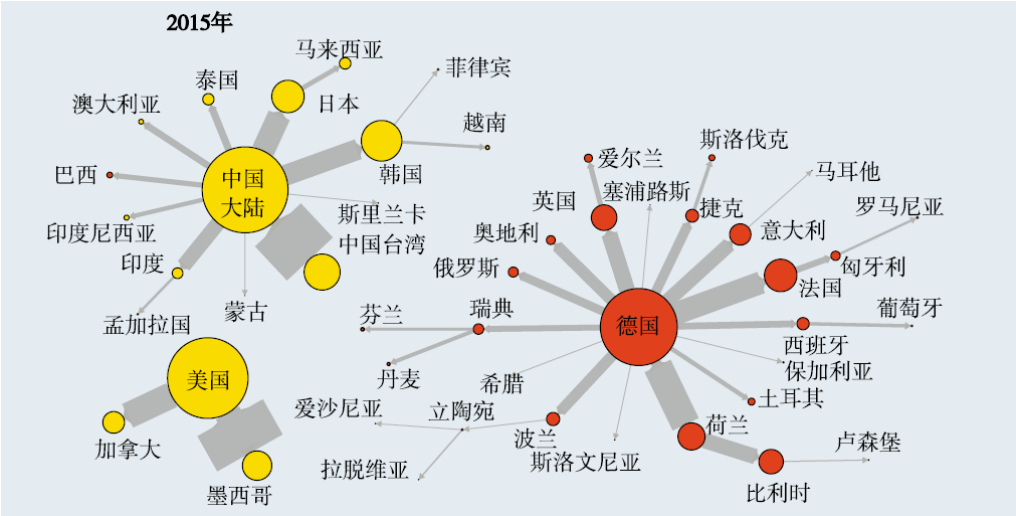
资料来源：DataStream，IMF，*The Conference Board*，GVC数据库，研究部策略组

高端制造“抱团”竞争

制造业贸易2011



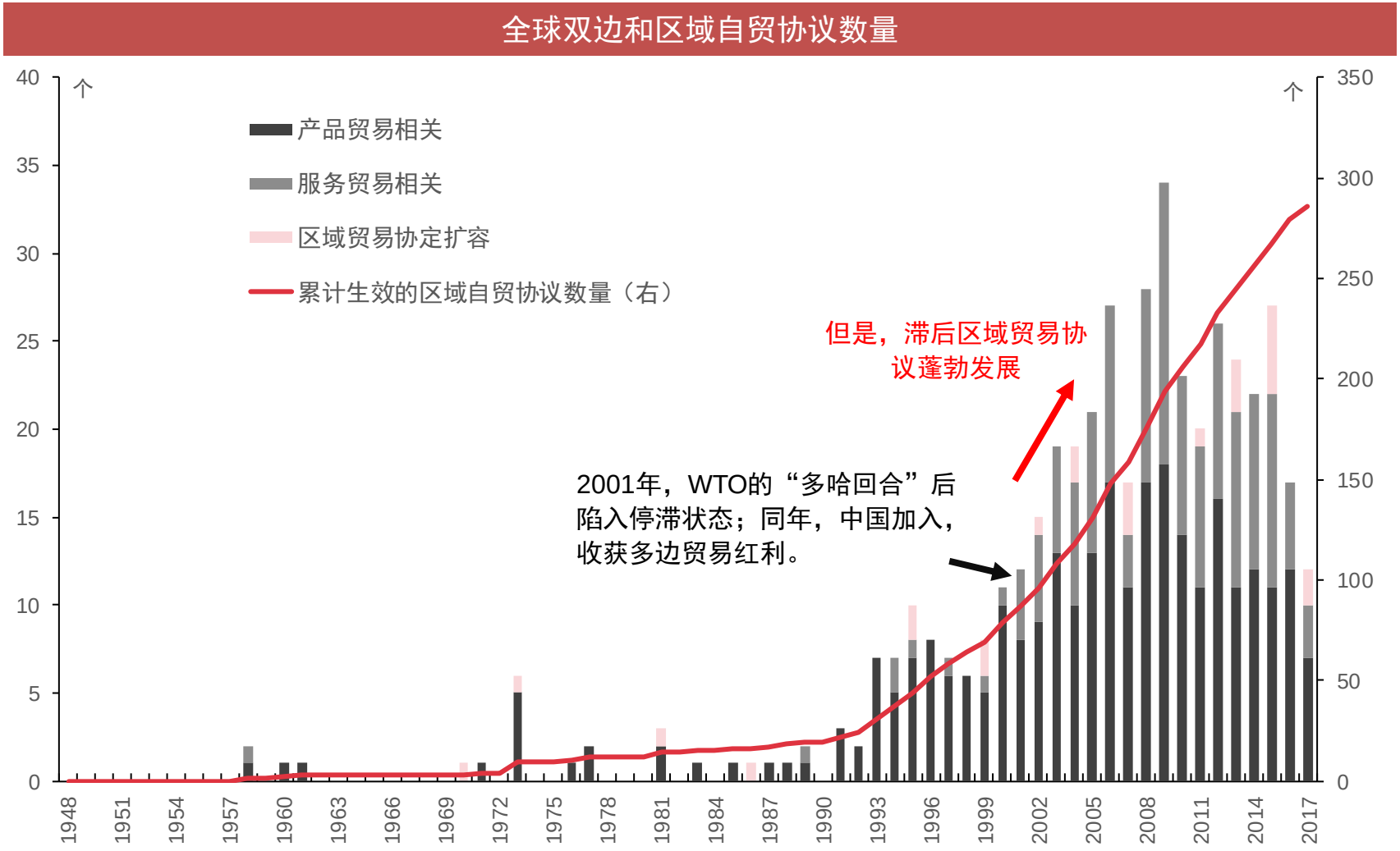
制造业贸易2015



- 2011年区域间制造业产业关联依然较强
- 其后全球制造业分工并非“外向”而是“内卷”
- 2015年区域间制造业产业关联明显变弱
- 争夺高端制造领导权，中、美、德三大制造中心“抱团”竞争

资料来源：WTO，OECD，《全球价值链发展报告2017》；中信证券研究部　　注：以制造业双边贸易数据为基础计算，气泡大小和线段粗细与双边制造业贸易规模成正比，上图中国大陆和德国德制造业以本国贸易为100%，互相不可比；下图中德中国大陆、德国、美国皆以本国贸易为100%，互相不可比。

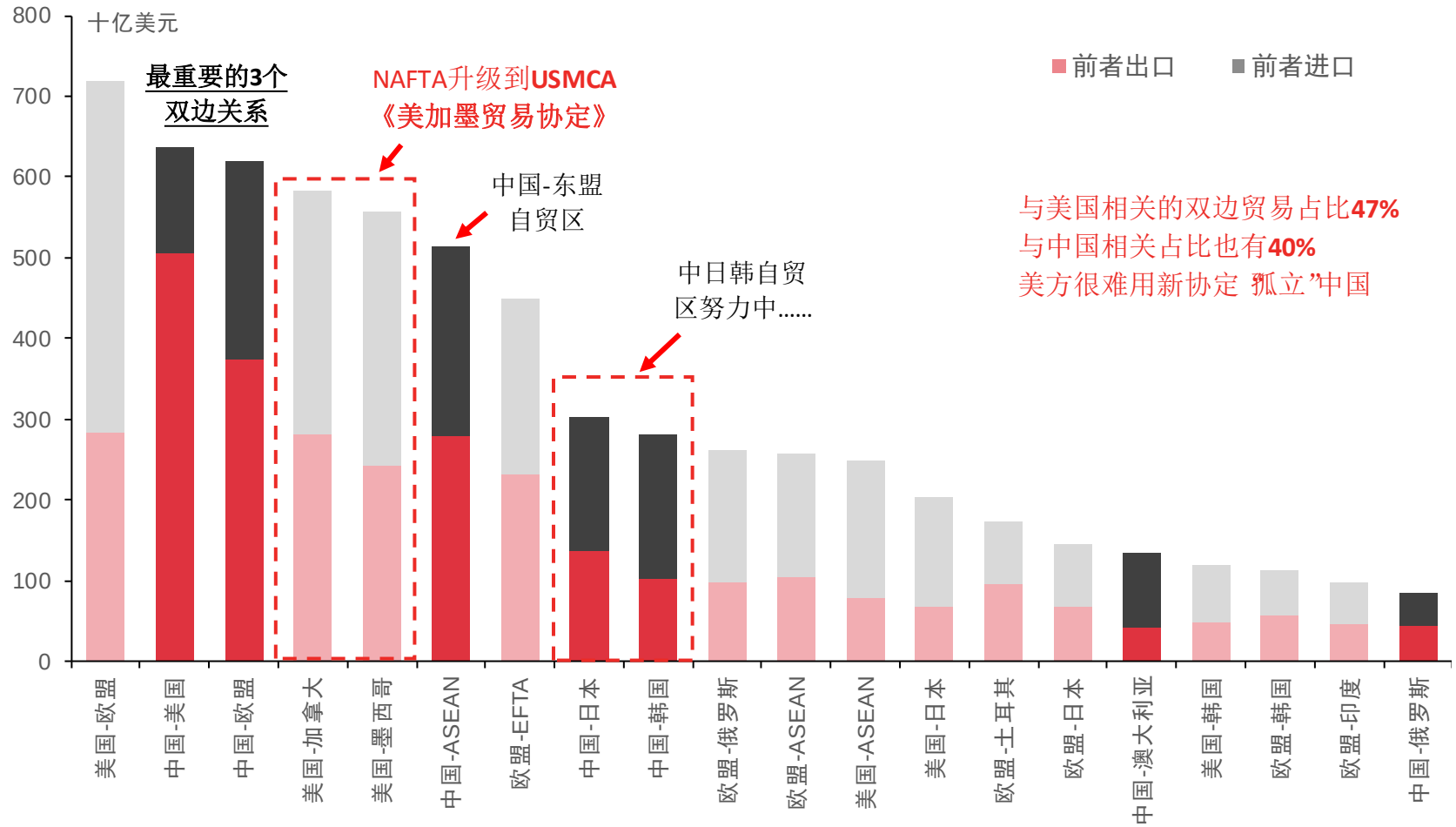
美国以贸易协议孤立中国



资料来源：WTO；中信证券研究部

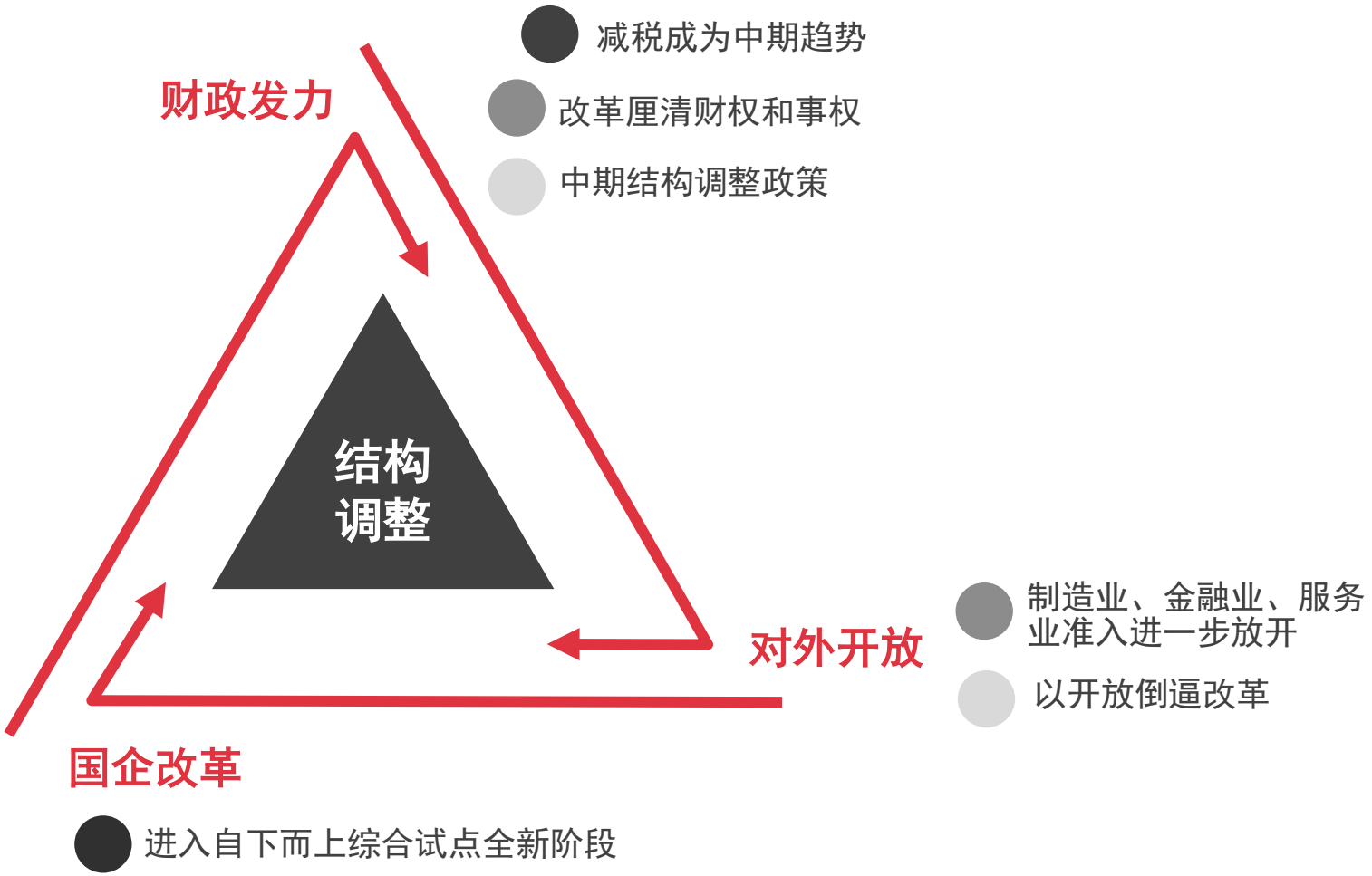
中国必须加快开放，主动应对

全球最大的20组双边贸易关系（2017年数据）



资料来源：IMF，DOT数据库；中信证券研究部　　注：1、颜色加粗的是涉及中国的贸易；2、涉及ASEAN的数据不包括服务贸易。

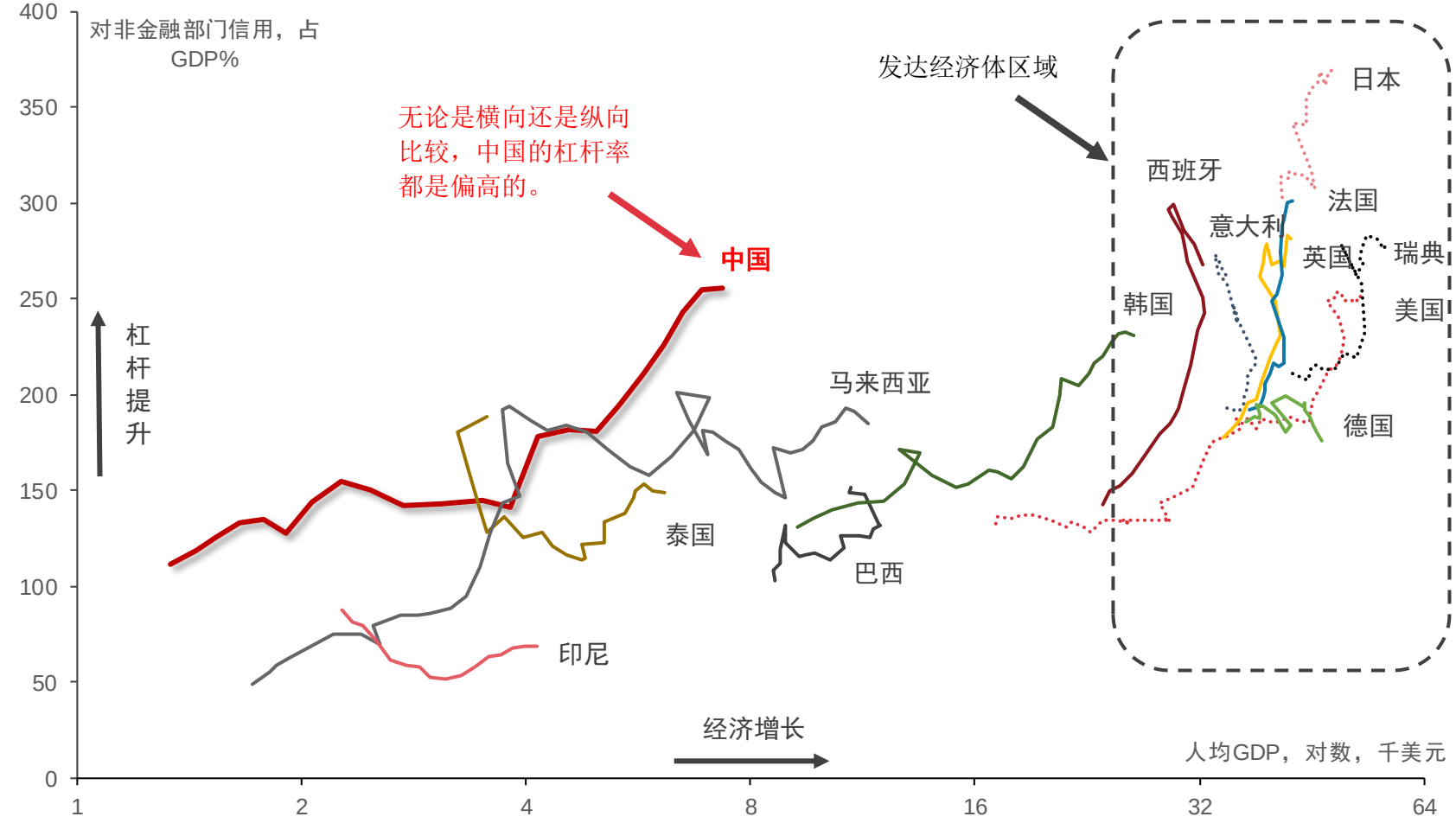
政策新风格，驱动高质量增长



资料来源：中信证券研究部政策组、策略组

稳杠杆：中国不可能再重回负债驱动模式

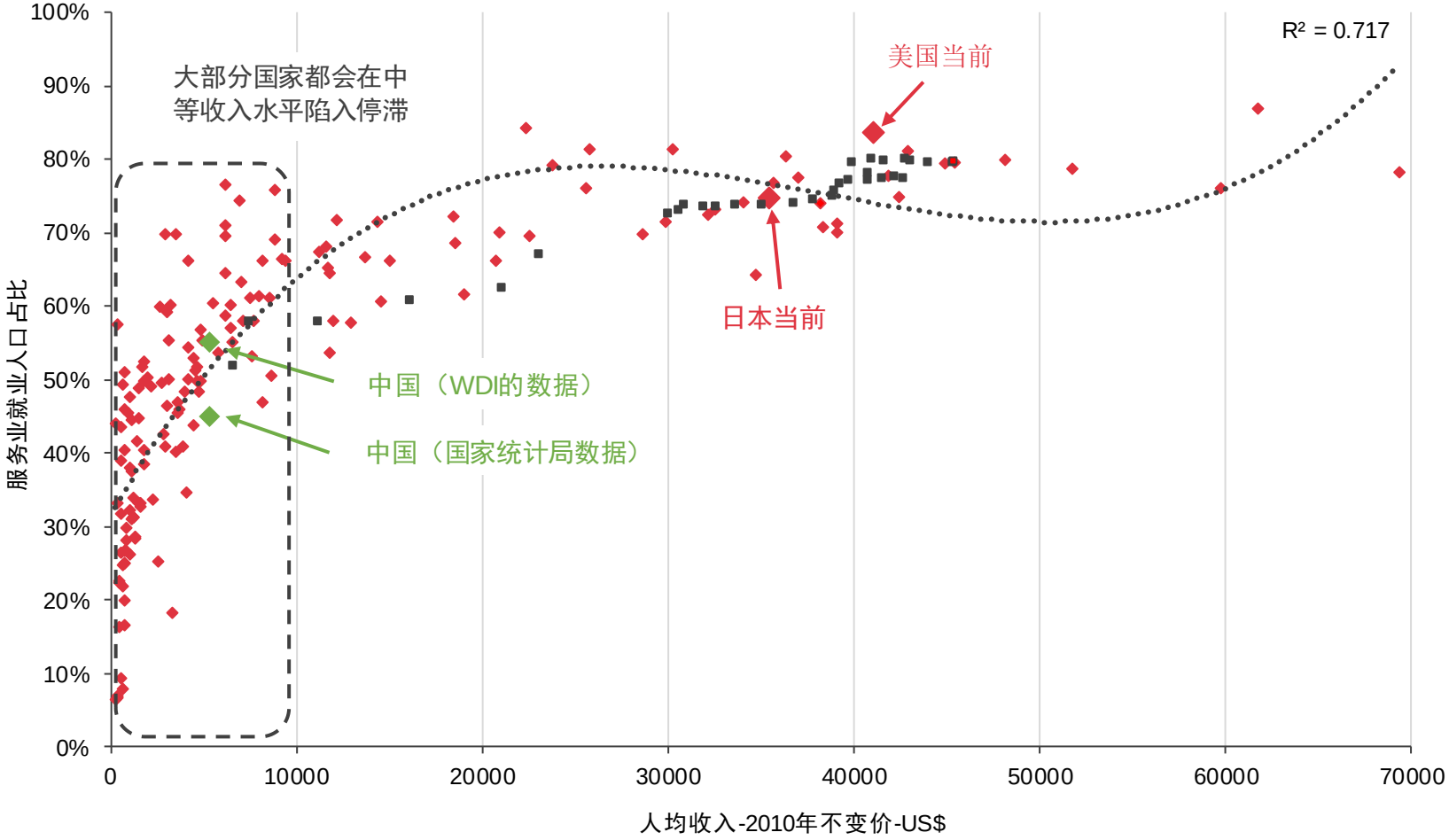
全球主要经济体非金融部门杠杆率比较



资料来源：BIS，其中对非金融部门杠杆率包括政府、非金融企业、居民三个部门，截至2017年数据；中信证券研究部策略组绘制

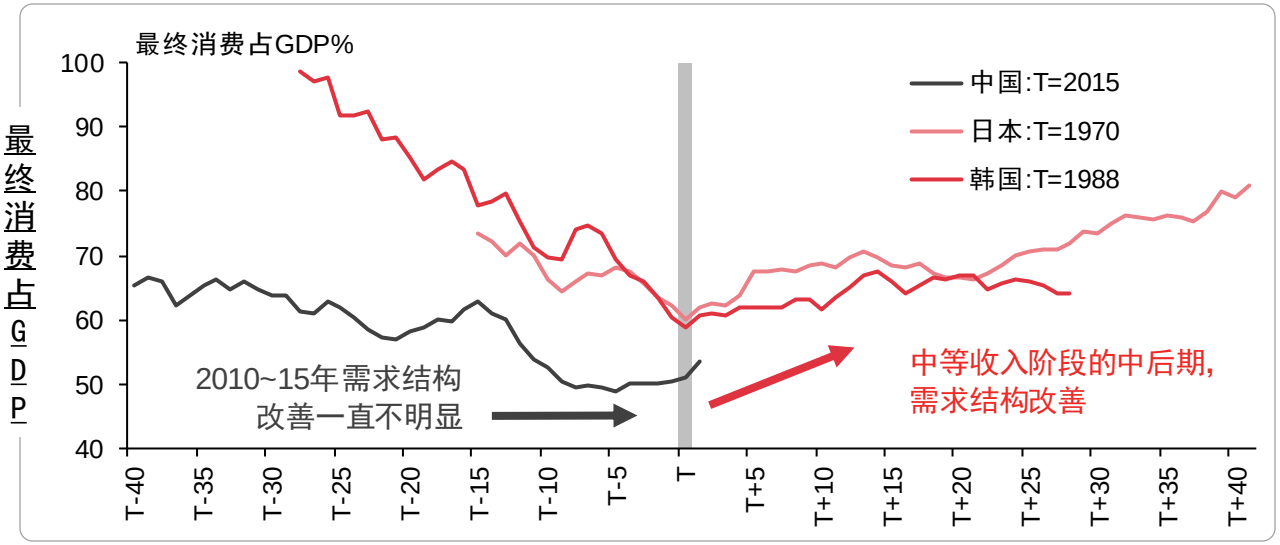
供给侧：从规范存量到培育增量

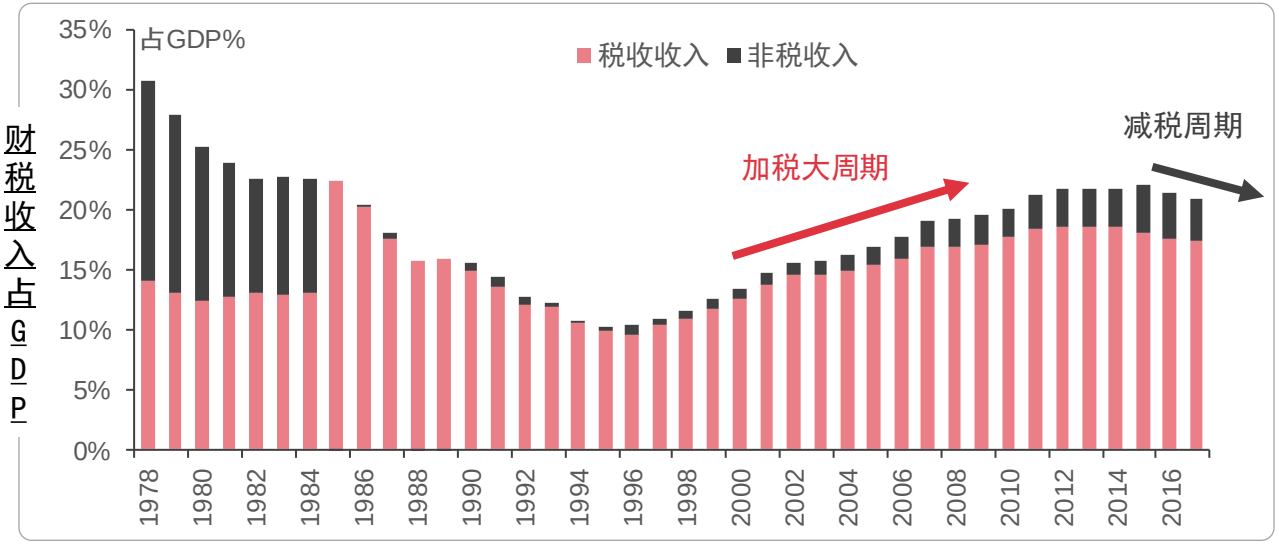
进入发达国家的最终态一定伴随着制造业劳动力向服务业转移



资料来源：Wind，国家统计局，世界银行；中信证券研究部

需求侧：趋势性减税改善结构





- 中国消费结构调整相对缓慢
- 财政从逆周期政策转变为结构性政策
- 减税成为中期趋势，财税政体资改革打破约束
- 2019年更大规模减税

资料来源：DataStream，WDI数据库；中信证券研究部策略组

市场节奏

Q1震荡，Q2逐步进入盈利和估值修复共振上行通道

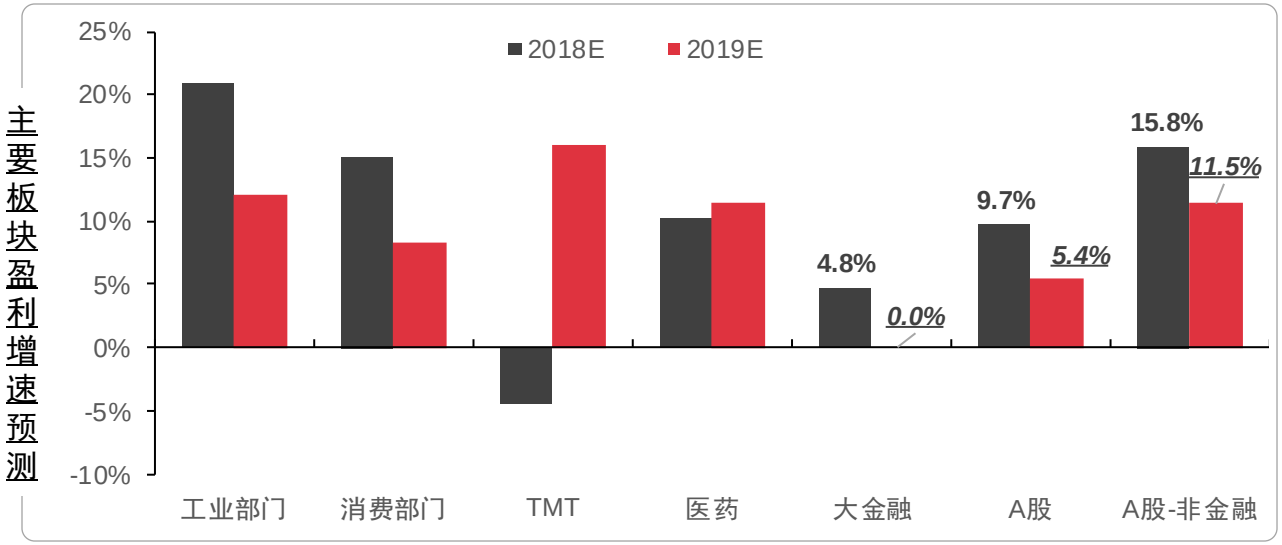
I. 预计盈利增速“V”型走势，Q2探底、Q3回升

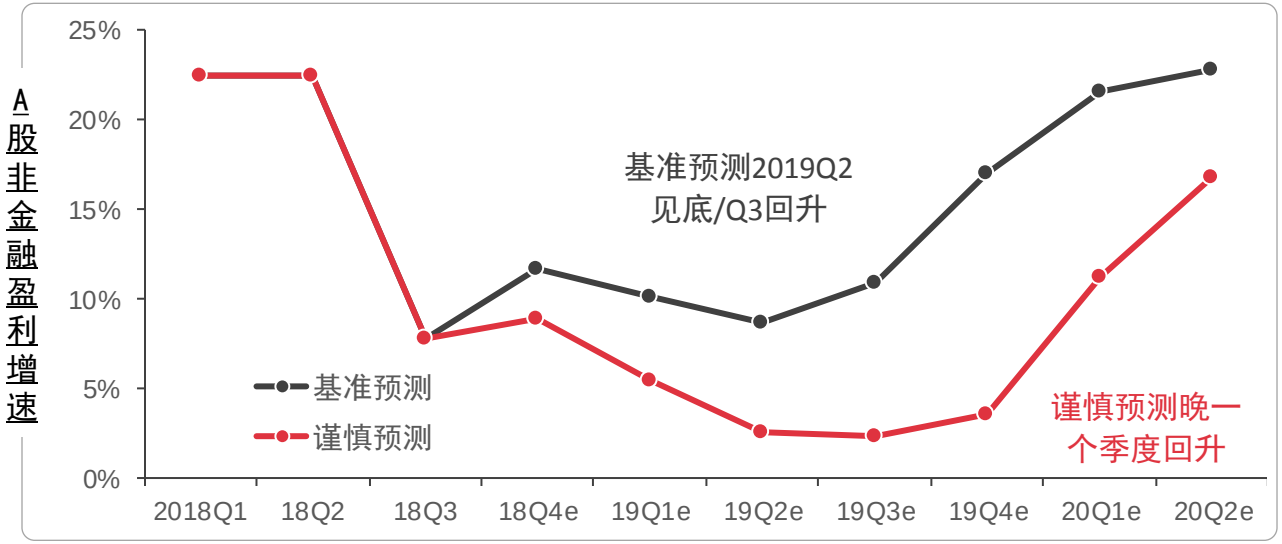
II. “两会”后政策预期更明确，市场风险偏好回升

III. 产业资本+保险+外资净流入，节奏上前低后高

IV. 配置建议和节奏

A股盈利增长“V”型走势





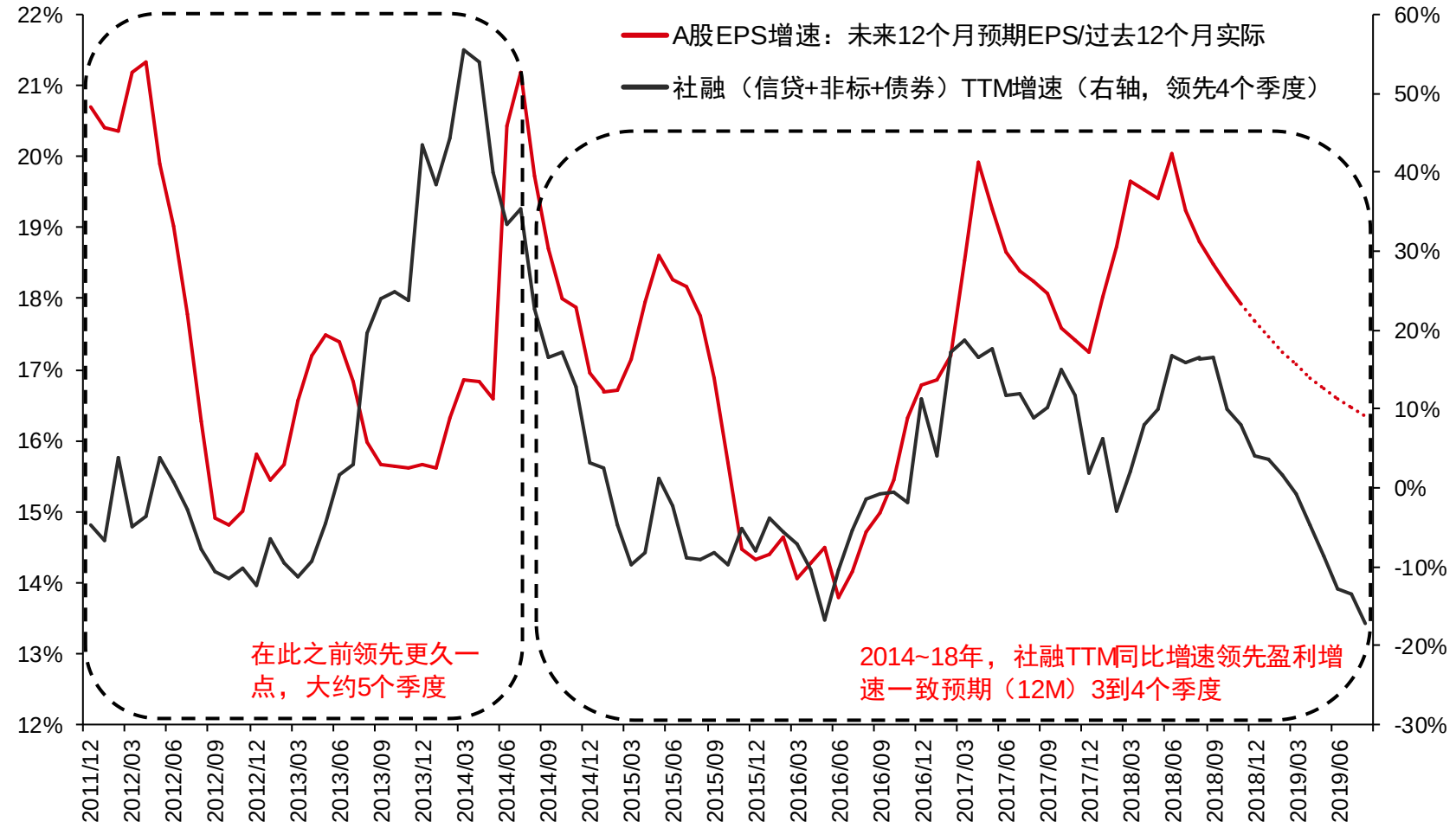
- 预计19年全部A股盈利增速从9.7%降到5.4%
- 非金融板块盈利增长“V”型走势
- 基准预测19Q2见底，19Q3回升
- 谨慎预测晚一个季度回升，底部更低

资料来源：Wind；中信证券研究部策略组预测

“政策底”→“市场底”→“盈利底”

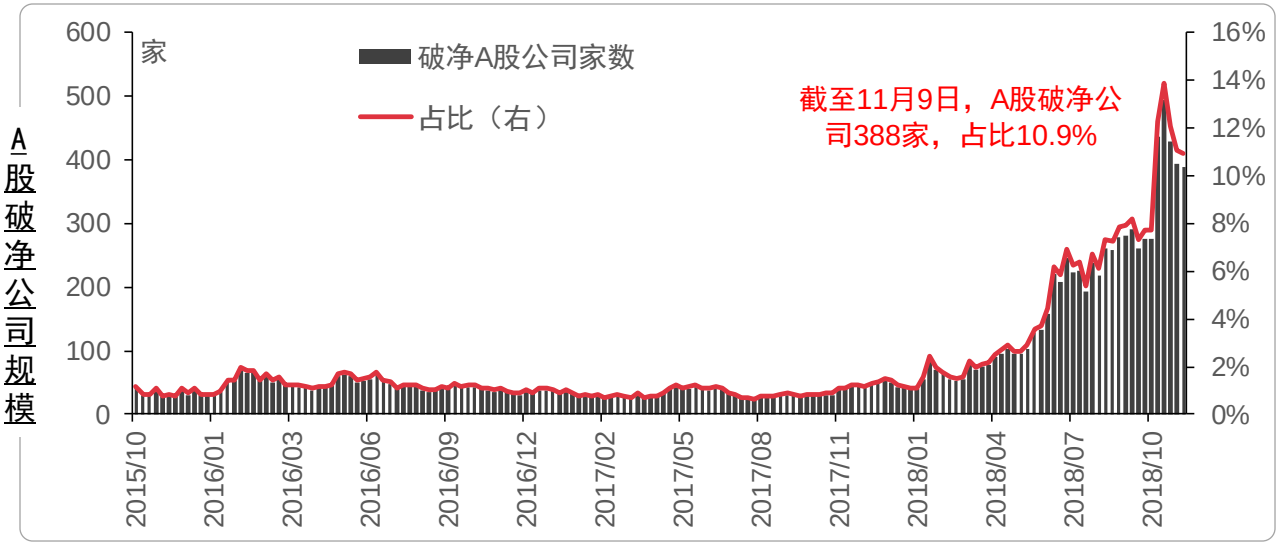
中信证券 CITIC SECURITIES

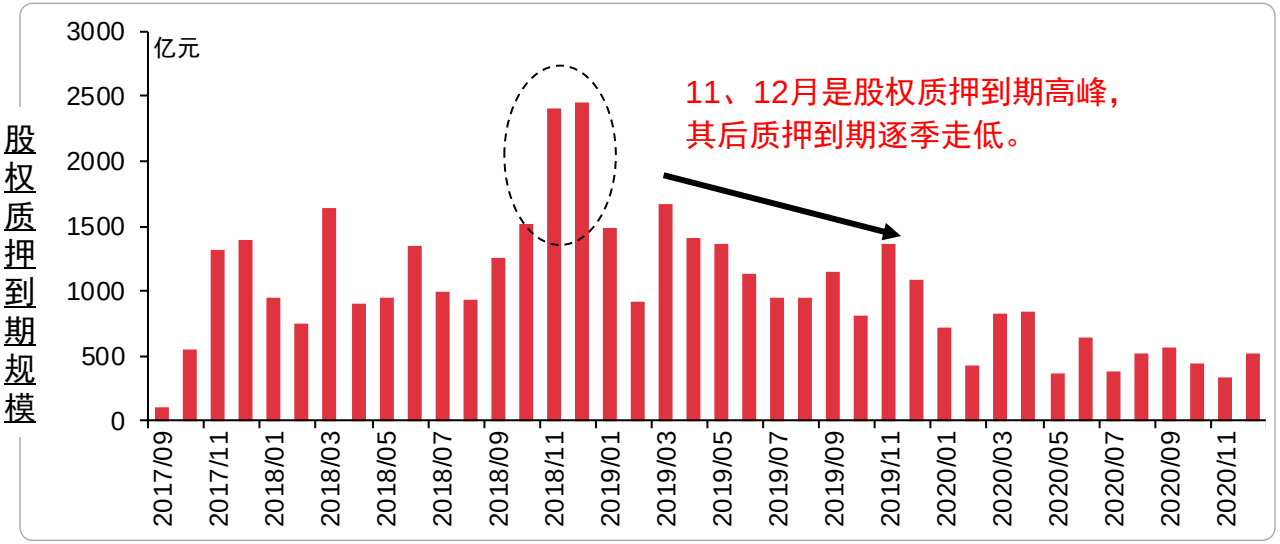
新增社融增速领先A股盈利预期



资料来源：Wind，DataStream，I/B/E/S口径，虚线部分线性预测数据；中信证券研究部策略组

政策引导A股走出短期困境



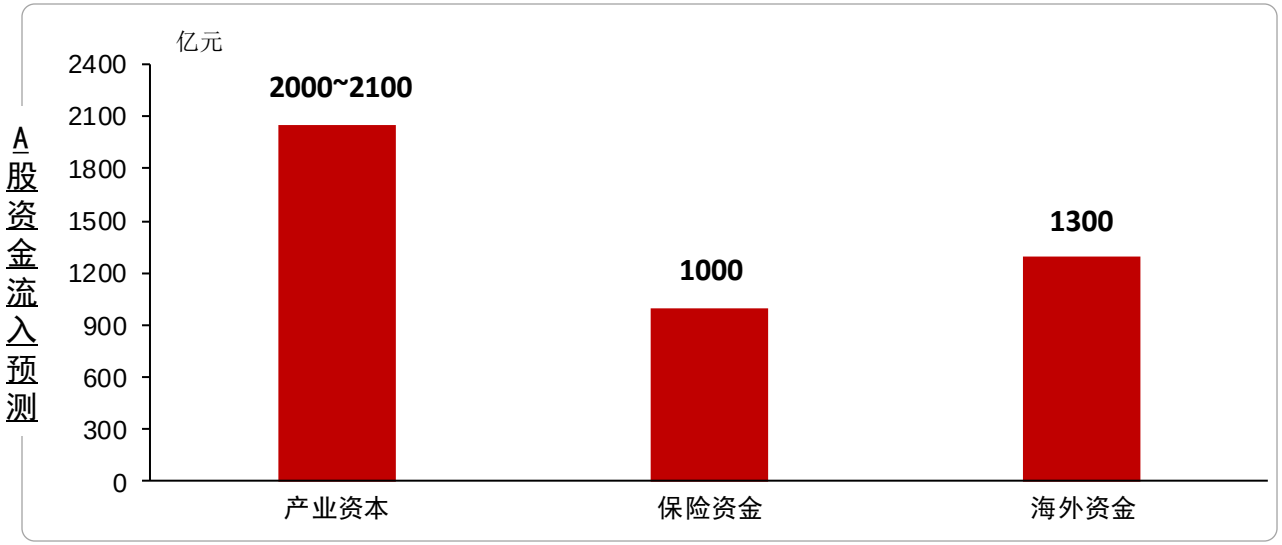


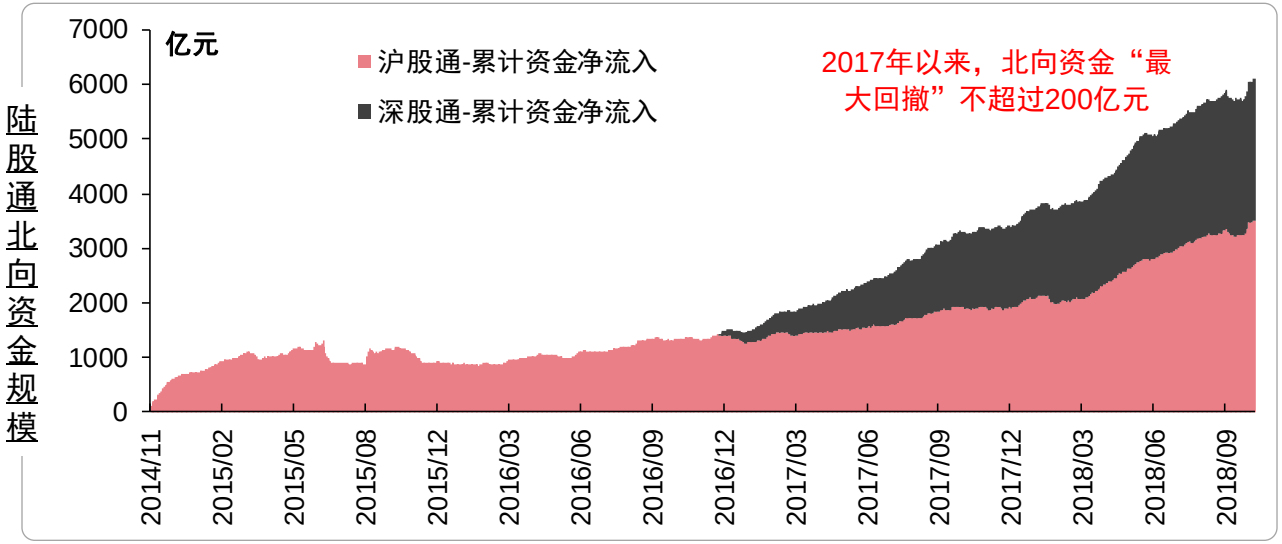
- 大股东在行动，回购和提前解质押变多
- 破净+并购重组放松，引入产业资本
- 底线思维：股权质押到期高峰后缓慢回落
- 目前驰援资金计划总规模已经超过2000亿元

资料来源：Wind；中信证券研究部策略组

注：1、上图统计的破净家数以最近公布的资产负债表计算P/B小于1为标准；2、下图仅统计公布了到期日的股权质押案例。

产业资本+保险+外资2019年净流入4300亿元

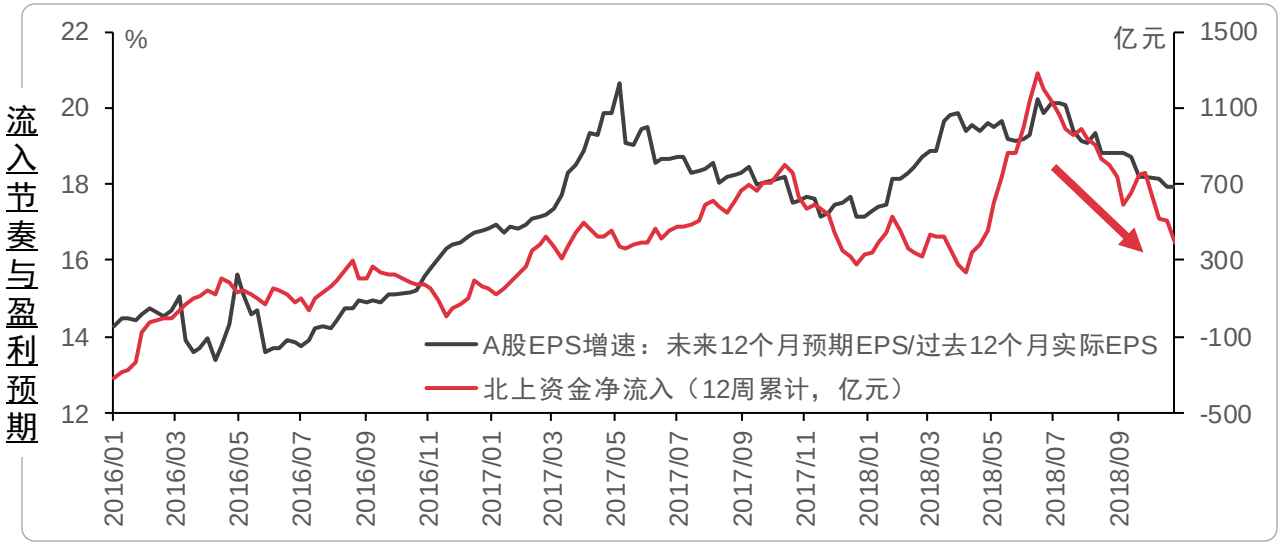




- 预计几类资金2019年累计净流入A股4300亿元
- 产业资本入场依赖于政策规则明确
- 外资依然是A股长期最重要增量资金来源
- 短期反复完全不影响其中期趋势

资料来源：Wind，银保监会；中信证券研究部

外资流入的秘密



- 美联储加息压力主要在前3季度
- 外资流入的节奏与盈利预期密切相关
- 外资增配A股，相对收受益更重要
- 19年“入富”生效也会迎来类似的催化

资料来源：Wind，DataStream I/B/E/S，下图陆股通北向重仓股收益率以持仓比例加权计算，2018/1/1=100；中信证券研究部

Q2逐步进入盈利和估值修复共振上行通道

中信证券 CITIC SECURITIES

2019年1月

压制因素

- 美方对2000亿美元中国产品加征关税从10%提升至25%。
- “社保归税”和按年收入报税对企业利润和居民到手现金流的影响仍有待验证。

2019年3月-4月

压制因素

- 企业盈利仍有下行压力，2018年年报和2019年一季报业绩雷风险压制市场情绪。

2019Q1风险偏好受压制

2019年3月5日

提振因素

- 两会确定全年减税目标和财政赤字率目标后，政策细节和执行层面有超预期可能，税改情绪有望先抑后扬。
- 两会政府工作报告对国企改革思路和目标的明确，央企混改和“双百行动”大概率会进入加速推进阶段。

2019年6-7月

提振因素

- 2019Q2盈利增速见底，盈利预期逐步改善

2019年下半年

提振因素

- 市场企稳风险出清，新经济和转型升级企业IPO以及重组并购有望加速推进

2019Q2风险偏好提升

Q2之前，先聚焦能抵御宏观经济波动的板块

中信证券 CITIC SECURITIES

主线	投资逻辑	重点支线
抵御波动 盈利有韧性；规避宏观经济扰动	弱周期属性行业	制药、医疗器械、军工
	行业周期与宏观周期错位	白羽鸡养殖、油服、特高压
	高分红、长期配置资金偏好	电力、大银行
稀缺成长 盈利增速周期，成长成稀缺属性	渗透率低，长期空间大	云计算、IDC、SaaS 新能源车（整车）
	成长稳定，确定性高	保健品、宠物食品

Q2开始布局转型，拥抱高端制造和服务业

中信证券 CITIC SECURITIES

主线	投资逻辑	重点支线
高端制造 转型升级、全球布局、向头部集中	新兴消费品制造	新能源车（产业链）、智能家居
	新基础设施	5G
	自主可控设备/核心零部件	半导体、工业机器人
	具备全球竞争力	汽车零部件、工程机械、光伏
服务业 生产性和消费性服务两手抓	政策驱动供给侧结构调整	医疗、保险服务、教育
	消费升级	连锁餐饮、旅游休闲、物业服务
	对企业服务升级	云、软件/存储、商业信息服务
	劳动力由制造业向服务业转移	人力资源服务、招聘信息分类平台

风险因素

- 中美分歧进一步恶化，跨境贸易和投资压缩；
- 国内基本面和A股盈利下行幅度超预期；
- 美股回调速度过快，再次引发全球共振。

中信证券
CITIC SECURITIES

感谢您的信任与支持！

THANK YOU

秦培景（首席策略分析师）

电话：021-20262130
邮件：qinpeijing@citics.com
执业证书编号：S1010512050004

杨灵修（海外首席策略师）

电话：021-20262122
邮件：yanglingxiu@citics.com
执业证书编号：S1010515110003

裘翔（策略分析师）

电话：021-20262129
邮件：qiuxiang@citics.com
执业证书编号：S1010518080002

联系人：姚光夫

电话：021-20262136
邮件：yaoguangfu@citics.com

免责声明

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。	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；在欧盟由 CLSA （UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalamal 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员）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、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

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。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由 CLSA （UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条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的内容。

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2018版权所有。保留一切权利。