

## 余波虽未平，乘风启踏浪

——A股2019年投资策略展望



## 研究结论

- **2018年A股市场下跌的主因在于估值出现大幅下调。**导致估值下调的原因包括：（1）宏观供需的天平开始倾斜——需求不足开始显现，经济增速下行以及盈利增速下行压力开始加大。（2）去杠杆带来的信用和融资等流动性持续收缩。（3）贸易摩擦的发酵持续压制市场风险偏好。
- **展望2019年，我们认为以下因素仍将持续影响A股市场：**（1）需求放缓趋势或继续贯穿2019年，消费和投资或都将承压。（2）外部因素仍将影响风险偏好。主要包括中美贸易摩擦对出口产业的影响明年或将更多显现，以及全球流动性拐点显现，新兴市场风险仍在。（3）稳杠杆、防风险的大方向不变，融资渠道疏通仍需要时间。
- **盈利增速下行或将主导2019年A股。**复盘A股历史数据，盈利增速周期和A股股价走势相关性较强，盈利增速下行周期往往伴随着市场继续寻底。我们认为，2019年A股盈利增速下行的主要原因为：（1）需求放缓带来营收增速放缓，从而影响总资产周转率和ROE水平。（2）期间费用率有上行压力，毛利率同比改善已经在收窄，环比出现下行趋势，两者会导致销售净利润率承压。（3）由于基数效应存在，19年上半年盈利增速压力更大。
- **“余波虽未平，乘风启踏浪”——2019年A股的机会来自哪里？**盈利增速下行、需求放缓、外部市场风险仍未消除等“余波”或仍会主导A股市场，但另一方面，同样需要看到“乘风踏浪”的机会。我们认为，无论从估值水平的保护、政策底的夯实，还是从盈利周期有望见底回稳等角度来看，都值得我们对**2019年A股市场抱更多的信心和期待**。具体来看：（1）主动去库存阶段开始，营收增速下行或将于19年下半年见底回稳。当前库存周期处于被动补库存到主动去库存的过渡之间，而主动去库存将会持续3个季度左右，这意味着，从当前时间点往前看，企业的收入和利润增速下行周期或仍将持续3个季度。同时，考虑到稳增长、稳需求以及减税降费等政策对冲，有望逐步见效，我们预期2019年下半年盈利基本面有望实现见底回稳，值得耐心等待。（2）A股风险溢价水平处于高位，估值处于历史低位，对大盘有一定保护。（3）机构借道ETF布局A股热情不减，而打破刚兑有助于资金分流至A股。截至18年中报，机构持有ETF份额比例飙升至56%的历史高点。另一方面，鼓励净值型产品发行、打破刚兑等举措有助于分流传统理财资金至A股。（4）政策底进一步夯实。a.稳增长有望继续发力，宏观层面看基建稳增长，微观层面看支持小微企业减税降费和信贷支持。b.制度建设稳步推进，期待监管政策给予市场更多活力。c.鼓励保险、养老金等长期资金入市，A股对外开放进一步吸纳海外资金入市。
- **大势研判上，2019年全年A股走势预计“一波三折”：**受政策催化的影响，2019年一季度或有春季躁动行情。稳增长政策2019年下半年或见效，盈利增速有望出现触底回稳，四季度或出现机会。
- **2019年配置方向：转型成长为矛，权重蓝筹为盾，把握结构性机会。**具体来看，（1）经济产业转型、升级和开放方面，**医药、军工、通信5G**等在科技成长股中更占优。（2）稳增长方面，重点关注**权重蓝筹**，以**银行为代表的金融以及地产**为主。（3）结构性景气度有望提升的细分板块同样值得关注，主要为畜牧业、高端设备制造等。

## 风险提示

- 宏观经济下行超预期、海外风险持续发酵、国内政策推进不达预期

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

报告发布日期

2018年11月23日

证券分析师

蒋晨龙

021-63325888\*6073

jiangchenlong@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517100004

薛俊

021-63325888\*6005

xuejun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515100002

联系人

陈至奕

021-63325888-6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

王亮

021-63325888-6111

wangliang@orientsec.com.cn

## 相关报告

乱云飞渡仍从容	2018-06-03
买入中国	2017-11-29
明暗之际	2017-11-28

## 正文目录

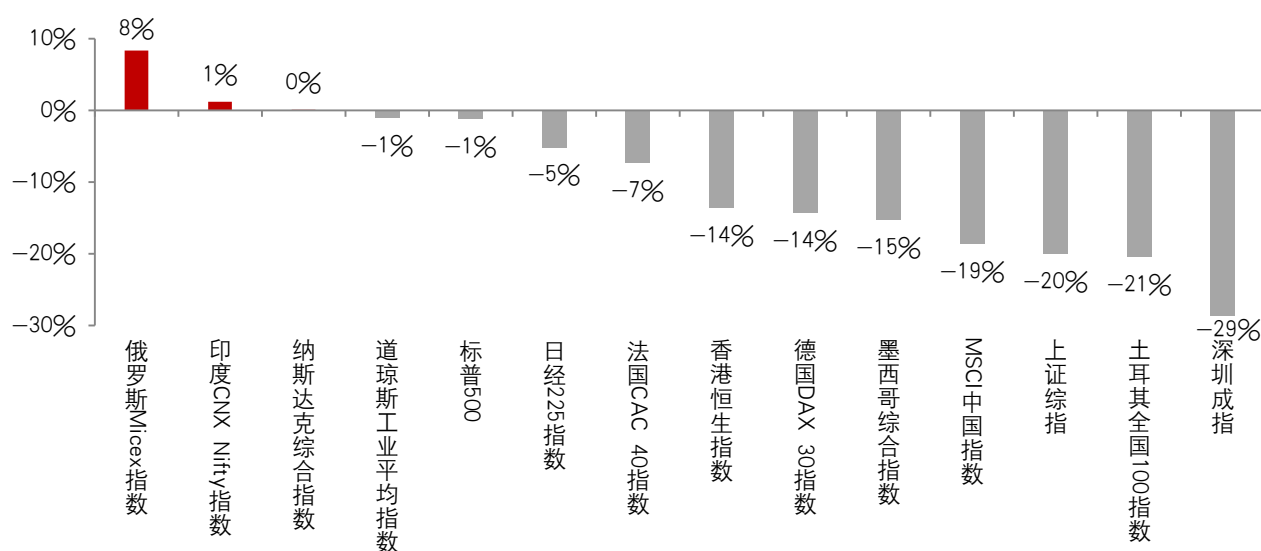
2018 年 A 股回顾——估值出现大幅调整.....	3
一、2018 年 A 股跌幅大于全球主要股指.....	3
二、2018 年 A 股估值下调的原因.....	4
（一）宏观供需的天平开始倾斜——需求不足开始显现.....	5
（二）去杠杆带来的信用和融资等流动性收缩.....	8
（三）贸易摩擦压制市场风险偏好.....	9
2019 年 A 股展望——余波虽未平，乘风启踏浪.....	10
一、哪些因素仍将影响 2019 年 A 股市场？.....	10
（一）需求放缓趋势或继续贯穿 2019 年.....	10
（二）外部因素仍将影响风险偏好.....	15
（三）监管框架已搭建完成，融资渠道疏通需要时间.....	18
二、盈利增速下行或将主导 2019 年 A 股.....	19
（一）需求放缓带来营收增速放缓.....	20
（二）费用率有上行压力，销售净利润率承压.....	21
（三）基数效应存在，19 年上半年盈利增速压力更大.....	23
（四）A 股盈利增速基本面行业梳理.....	23
三、2019 年机会来自于哪里？.....	28
（一）主动去库存阶段开始，营收增速下行或将于 19 年下半年见底回稳.....	28
（二）风险溢价水平处于高位，估值处于历史低位.....	30
（三）机构借道 ETF 布局 A 股，打破刚兑助资金分流至 A 股.....	31
（四）政策底进一步夯实.....	32
2019 年配置方向：转型成长为矛，权重蓝筹为盾，把握结构性机会.....	35
风险提示.....	39

## 2018 年 A 股回顾——估值出现大幅调整

### 一、2018 年 A 股跌幅大于全球主要股指

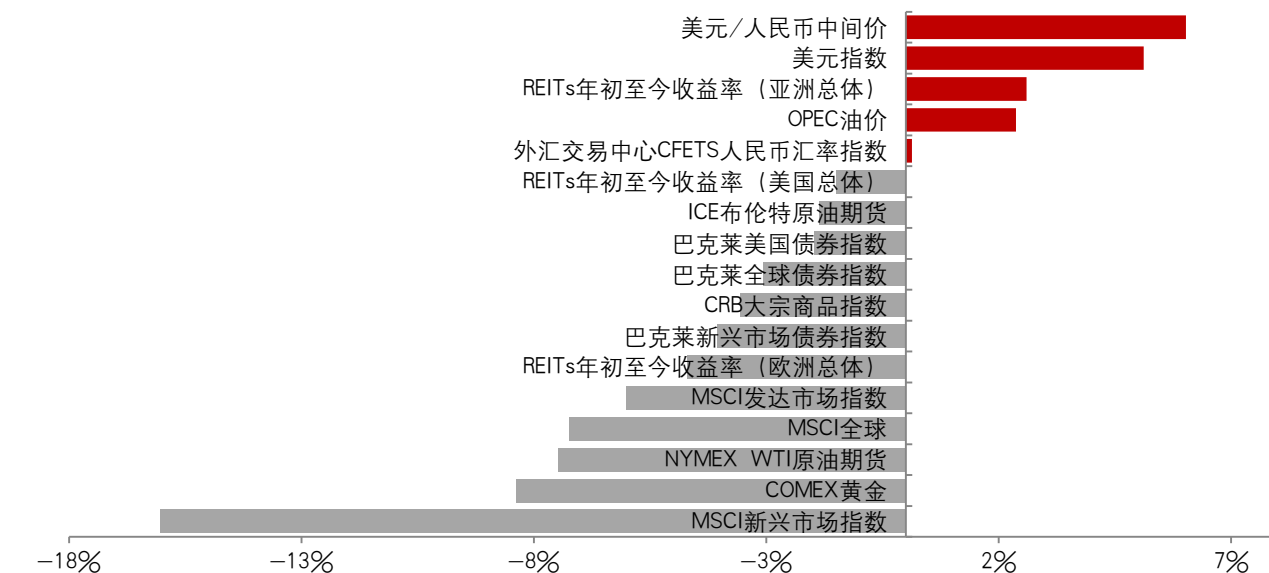
截至 2018 年 11 月 20 日，上证综指累计下跌 20%，深证成指下跌 29%，在主要国家股指中表现较差。值得注意的是，今年以来各国权益类资产表现大多乏善可陈，只有俄罗斯股指有明显上涨（8%）；同时，纵观 2018 年各大类资产，表现相对最好的是美元，实现了对世界大多数货币升值，与美联储货币政策收紧、经济增长强劲、全球经济避险情绪上升有关。

图 1：全球主要国家股指表现



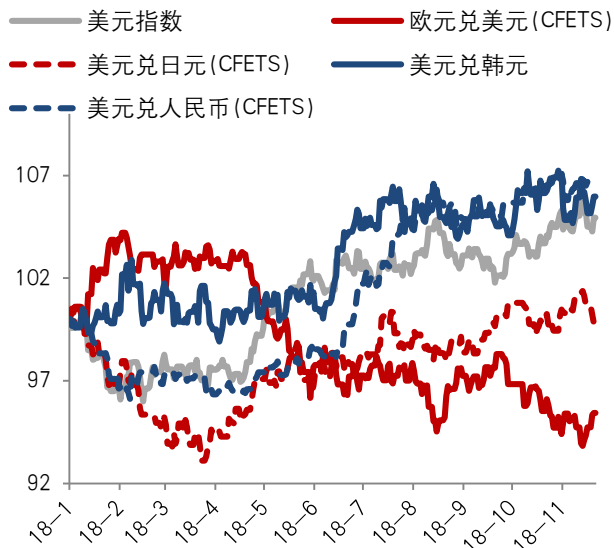
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所（截至 2018.11.20）

**图 2：2018 全球资本市场表现**



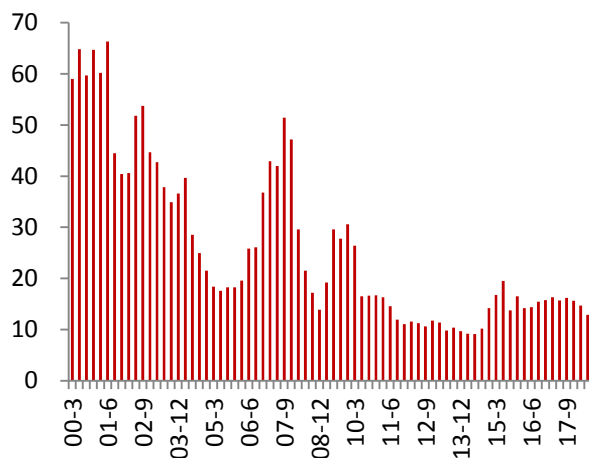
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所（截至 2018.11.20）

**图 3：美元指数与美元兑主要货币走势**



数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 4：A 股历史 PE（上证综指市盈率，TTM）**

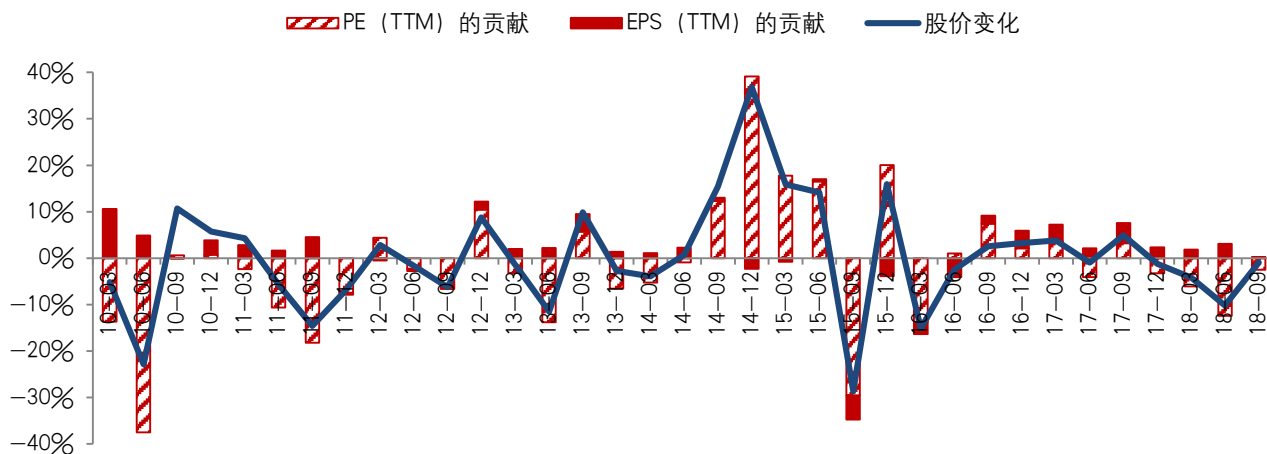


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 二、2018 年 A 股估值下调的原因

估值的大幅调整是今年 A 股下跌的主因。将股指的变动拆分为 PE 与 EPS 的贡献，可知今年以来，A 股 EPS 的贡献仍旧为正，而 PE 作了较大负贡献，尤以 2018Q2 最明显。概括来看，为 PE 带来负面影响的主要因素为：总需求增速下行、去杠杆带来的信用和融资收缩、中美贸易摩擦等海外不确定风险。

图 5：A 股走势中估值与业绩分别作出的贡献（季度）

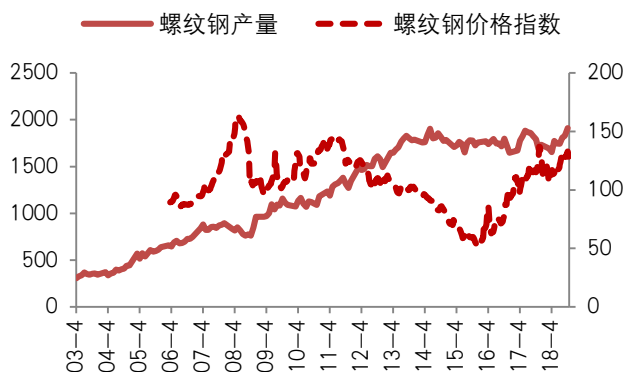


数据来源：Wind，东方证券研究所

### （一）宏观供需的天平开始倾斜——需求不足开始显现

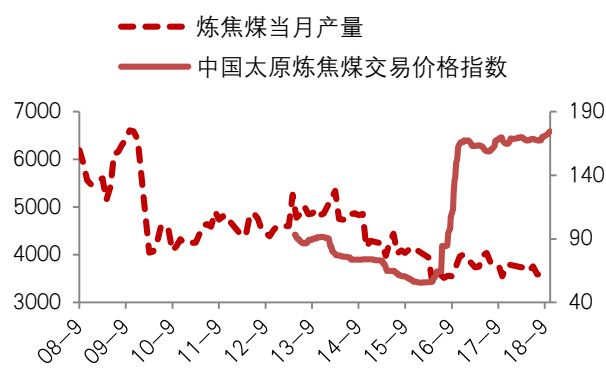
2015-2016 年，我国的供给侧改革取得显著成效。重污染、小规模的生产被整改或关停，整体产量受到限制，价格因此明显抬升，利润得到改善。而 2018 年至今，基数效应的存在使供给侧改革的效应边际收窄，同时需求不足的问题开始显现，具体来看：

图 6：螺纹钢产量（万吨）与价格指数



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：炼焦煤产量（万吨）与价格指数

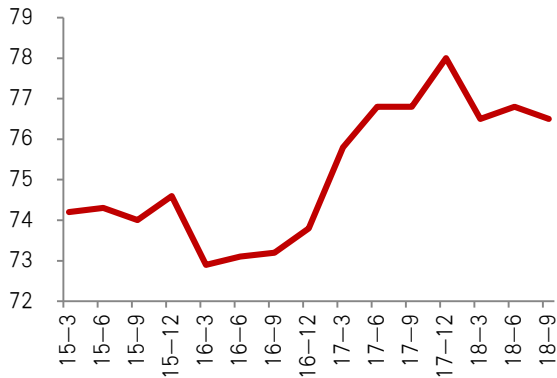


数据来源：Wind，东方证券研究所

**1、环保限产力度略有下降，产能利用率回落。**2017 年末产能利用率达到阶段性的高点 78%，今年以来逐步降低，三季度为 76.5%。

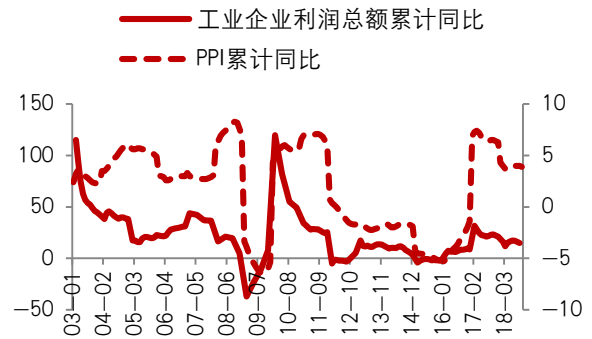
**2、高基数使得工业品价格由上涨转为趋稳，进一步影响企业利润增速。**以螺纹钢为例，2015 年末，螺纹钢价格指数低至 65，2016 年末上涨到 73，2017 年末已达 116，年上涨幅度近 60%，2018 年至今（截至 11 月 16 日）价格指数平均 120，与去年相比已几无上涨；PPI 同比增速也显示，今年以来虽然涨幅仍然为正，但相比去年已明显降低（今年 10 月 PPI 累计同比录得 3.9%，去年同期 6.5%），不利于工业企业利润的增长。

图 8：产能利用率 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

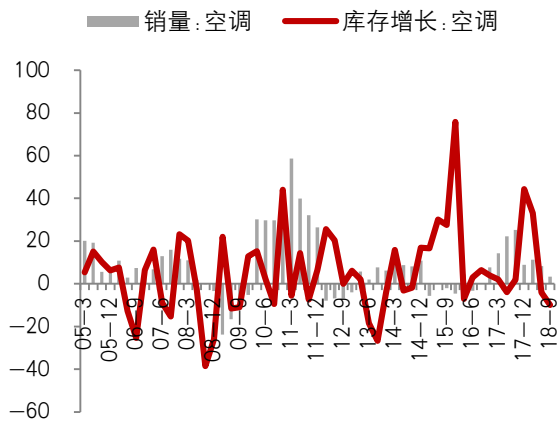
图 9：工业企业利润增速与 PPI (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

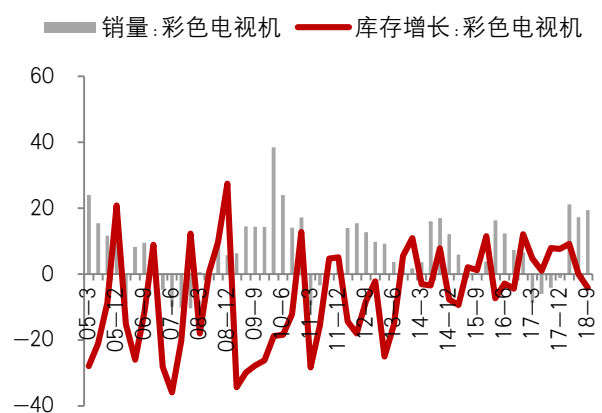
**3、工业品需求最终来自最下游的消费，今年以来家电、汽车等行业表现不佳。**其中，家电销量增速整体呈现疲态：仅彩电有两位数增长（10月累计增速 19%），空调销量累计增速已连续 3 个月下滑，冰箱、洗衣机销量今年以来累计增速始终为负，且幅度为有数据统计以来最大；汽车销售的下行更加明显，近几个月以来，汽车的工业增加值、利润、固定资产投资、产量与销量同时出现负增长，而上一次出现这一情况是 2015 年下半年，当时汽车制造业利润总额同比负增长持续了 9 个月之久。

图 10：空调销量累计同比增速及库存较年初增速 (%)

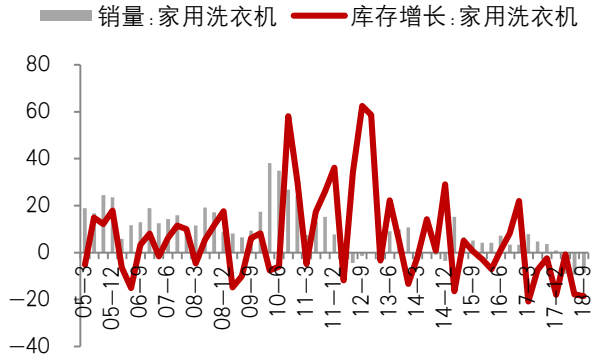


数据来源：Wind，东方证券研究所

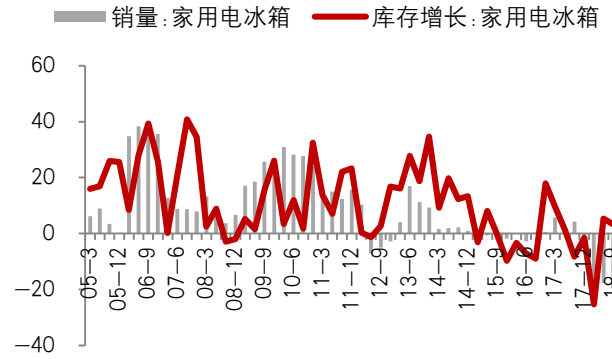
图 11：彩电销量累计同比增速及库存较年初增速 (%)



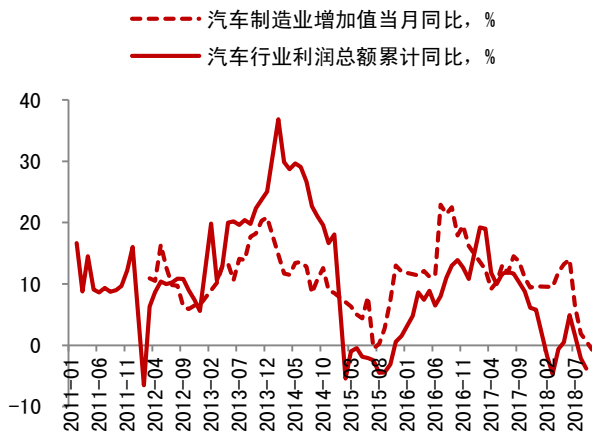
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 12：洗衣机销量累计同比增速及库存较年初增速（%）**


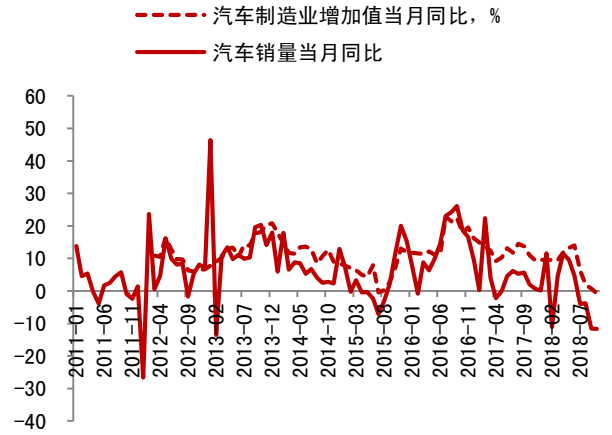
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 13：冰箱销量累计同比增速及库存较年初增速（%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

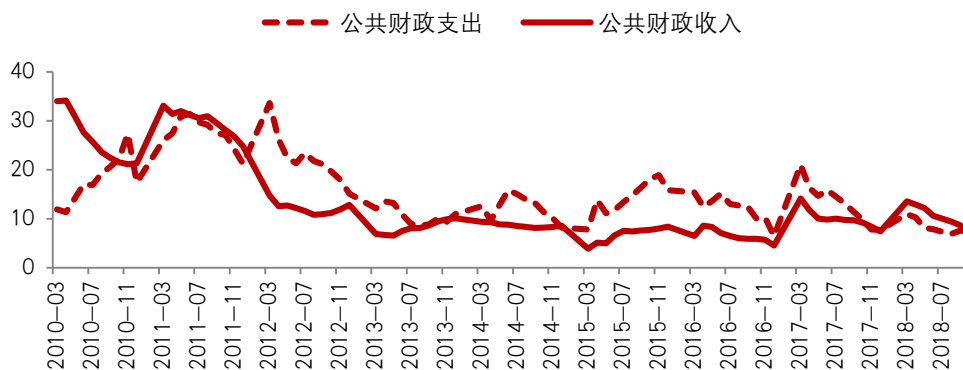
**图 14：汽车生产与利润增速（%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 15：汽车生产与需求增速（%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**4、减税降费持续进行，一定程度上对国家财政收入形成制约。**实际上，今年 10 月，由于增值税税率降低、出口退税提高、进口关税降低等因素，财政收入增长仅 7.4%，前值 8.7%（1-7 月均为两位数增长）；收入增长受限导致财政支出难以大幅增加，10 月财政支出 7.6%，今年（除 1 月）均值 9.25%。

**图 16：公共财政收支（%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## （二）去杠杆带来的信用和融资等流动性收缩

**资管新规发布后，表外融资持续收缩，但表内贷款的增长难以对此进行弥补。**今年 4 月 27 日资管新规正式稿发布，之后陆续出台配套文件，在放松整改节奏的同时，打破刚兑、清理通道的思路并无变化，且更重要的是，在政策框架逐渐形成的过程中，存在一部分业务无法正常开展，需要等待更明确要求的情况，对上市公司的融资造成不利影响。

具体来看，2017 年年末至今，监管政策的脉络包括：

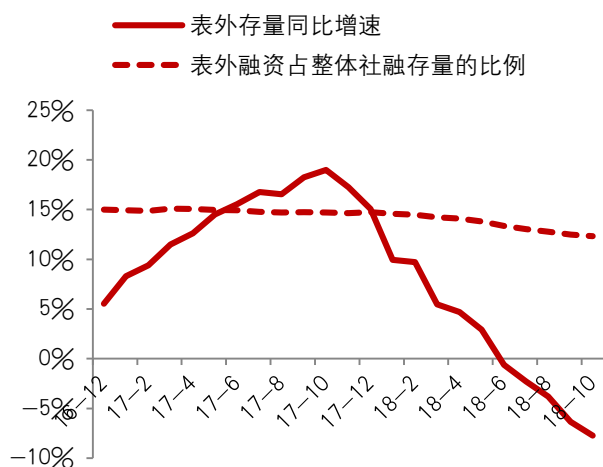
- 1、2017 年 11 月资管新规征求意见稿公布，重点在于将原本割裂的大资管行业监管统一起来、强调通过净值管理打破刚兑、消除多层嵌套，该征求意见稿整体偏严；
- 2、2018 年 4 月 27 日文件正式稿落地，方向不变（如强化信息披露报送、明确非标定义），但同时为摊余成本法留出了空间，过渡期增加一年半，在监管节奏上有明显的缓和；
- 3、2018 年 7 月 20 日理财新规征求意见稿发布，在银行理财整改节奏上作了明确和放松（老产品对接老资产不变，可以发行老产品投资新资产，存量退出的节奏交给商业银行），同时降低投资门槛，为资金流入股市留下想象空间；
- 4、当天还发布了“券商资管新规”，呈“有保有压”的特征：集中度要求低于理财，但流动性要求、投资非标的要求都较高，其作为通道的功能进一步压缩；
- 5、2018 年 8 月 17 日“信托新规”以通知的形式发布，除监管节奏的放宽之外，特别指出支持信托公司开展符合监管要求的事务管理类信托；
- 6、2018 年 9 月 28 日理财新规正式落地，对公、私募进一步区别对待，明确银行理财资金可间接投资于股票；
- 7、2018 年 10 月 19 日银行理财子公司征求意见稿发布，对非标投资的要求略有放宽、允许分级、进一步降低产品销售起点，允许资金入市。

纵观整个监管脉络，伴随着今年经济压力的出现以及资本市场由于流动性紧张而产生的波动，政策作出了及时的调整，但不得不承认的是，前期通道业务、影子银行、刚性兑付、同业空转的现象大量存在，只要涉及整改就势必影响到市场的融资渠道：今年 5-7 月，委托贷款、信托贷款、新增未



贴现银行承兑汇票合计每月缩减 4000 亿元以上，8 月后这一幅度开始收窄，但仍然接近 3000 亿元。表外收缩的压力也传导到表内，融资渠道的减少叠加经济下行压力，导致今年以来表内贷款利率始终呈现提高的趋势。

图 17：表外融资规模变化速度（%）



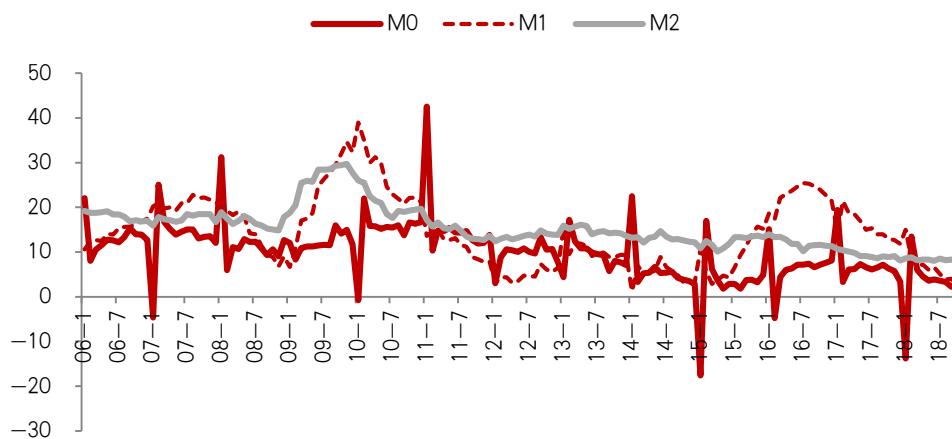
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 18：金融机构加权利率（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 19：M0、M1、M2 同比增速（%）

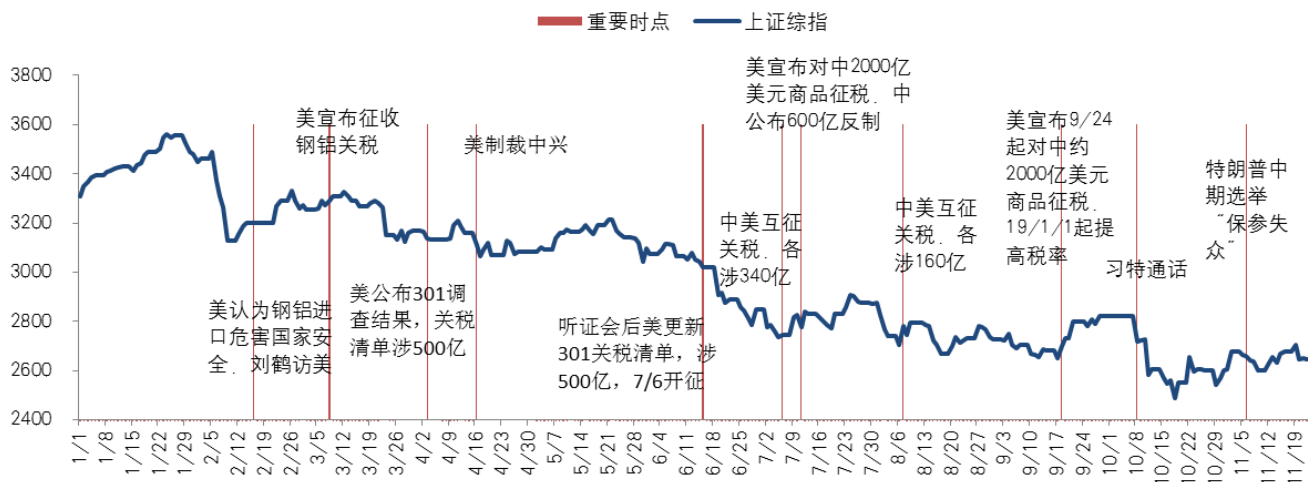


数据来源：Wind，东方证券研究所

### （三）贸易摩擦压制市场风险偏好

中美贸易摩擦的爆发与超预期升级是 2018 年以来估值大幅下行的重要原因之一，主要时间点与上证综指表现对应如下：可以发现多次市场大幅下跌都和中美贸易摩擦发酵相关联。

图 20：上证综指与贸易摩擦



数据来源：Wind，东方证券研究所

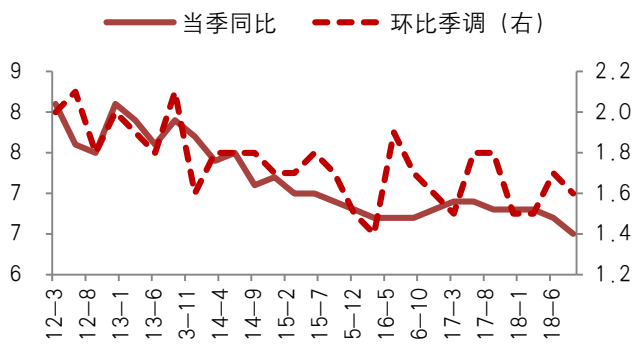
## 2019 年 A 股展望——余波虽未平，乘风启踏浪

### 一、哪些因素仍将影响 2019 年 A 股市场？

#### (一) 需求放缓趋势或继续贯穿 2019 年

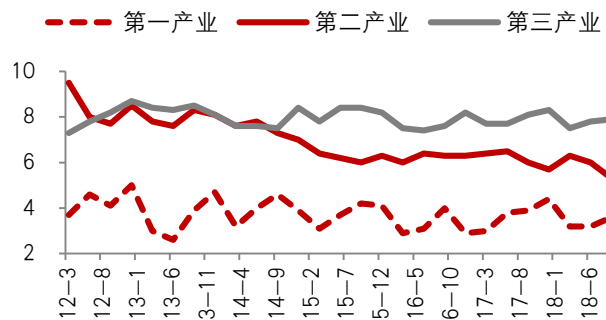
1、宏观经济增速下滑的趋势预计将延续到 2019 年。2018Q3GDP 同比增速 6.5%，Q2 为 6.7%，Q1 为 6.8%，逐步降低。在消费、投资和出口的三驾马车中，消费的贡献最大，今年以来对 GDP 累计同比的拉动均在 5 个百分点以上，2017 年末为 4.1 个百分点，投资维持稳定但贡献弱于去年，出口的拉动今年以来由正转负。

图 21：GDP 增速 (%)

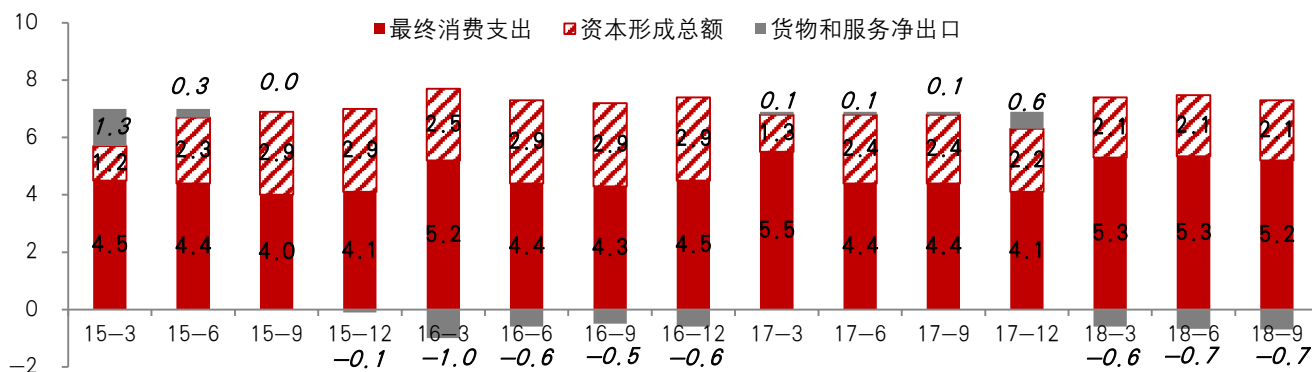


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：GDP 增速 (分三产, %)



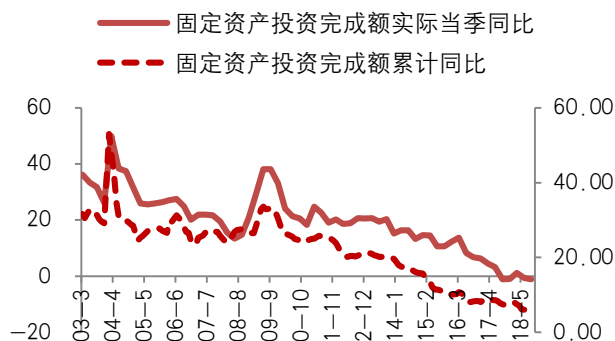
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 23：对 GDP 累计同比的拉动 (%)**


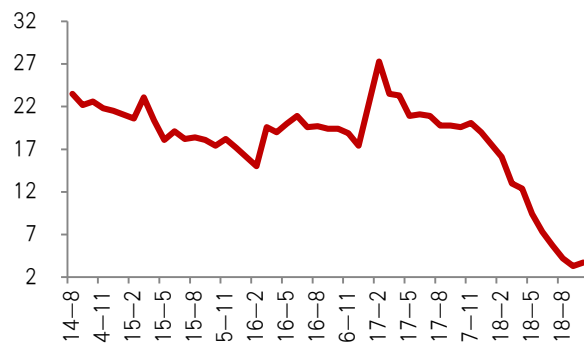
数据来源：Wind，东方证券研究所

**2、我国正在从粗放型的投资拉动型增长转向更多依靠消费、新兴产业驱动，因此投资增速长期呈现收窄的态势，当前的微弱反弹对宏观经济的拉动可能并不大。**

2016 年我国固定资产投资增速 8.1%，2017 年 7.2%，2018 年上半年则为 6%，7 月起已连续 3 个月处于 6% 以下。虽然目前已经企稳并连续 2 个月反弹，但回升的力度和持续时间仍有待观察；而在细分项目中，具有政府“稳增长”信号意义的基建增速近年同样不断下滑。2016 年基建累计增速 17.4%，2017 年 19%，2018 年上半年 7.3%。10 月录得 3.7%，前值 3.3%，尽管反弹十分微弱，但作为 2017 年 12 月以来的首次回升仍对市场信心有所促进。

**图 24：固定资产投资增速 (%)**


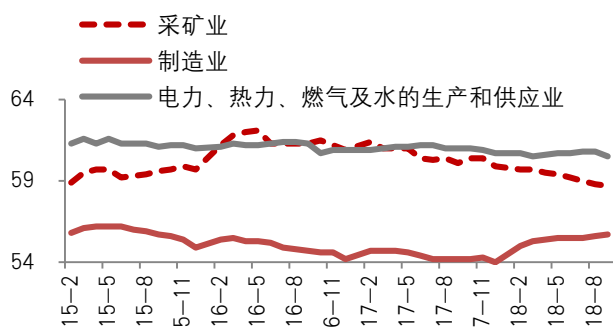
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 25：基础设施建设投资(不含电力)累计同比增速 (%)**


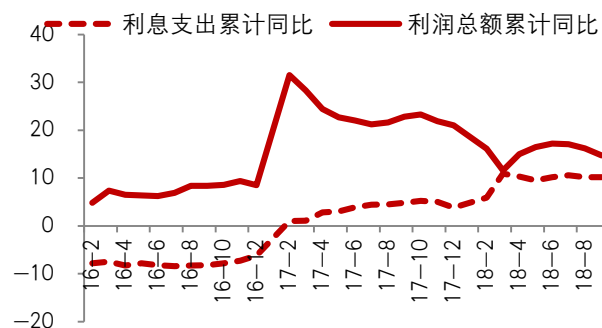
数据来源：Wind，东方证券研究所

与此同时，投资的未来增速受到多方面的掣肘，反弹的高度、持续性和对经济增长的拉动作用还有待观察，我们将当前对企业、政府投资的制约概括为以下几点：

(1) 企业杠杆率回升。从制造业工业企业来看，资产负债率为 55.7%，今年以来呈现上行趋势，去年年末为 54%。同时比较利息与利润增速可知，2018 年利息支出同比增速上了一个台阶（当前增速 10.2%，去年年末 4.8%），但下半年以来利润增速却趋于下降（当前增速 14.7%，上半年累计增速 17.2%），负债率以及相应的偿债能力或将成为企业投资的制约；

**图 26：各行业资产负债率（%）**


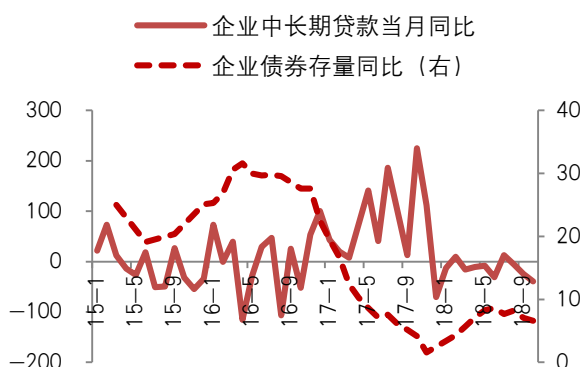
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 27：利息支出与利润总额的增速比较（%）**


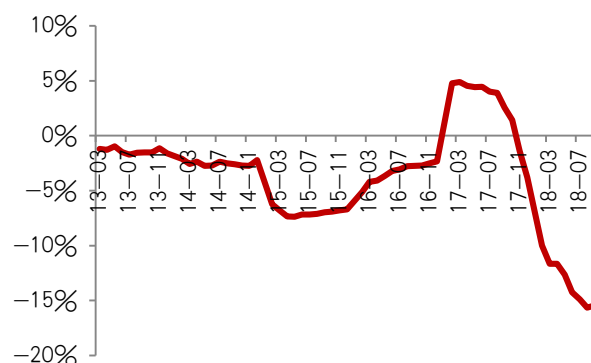
数据来源：Wind，东方证券研究所

(2) 融资不足。银行惜贷叠加企业本身融资意愿不强导致今年以来针对企业的中长期贷款在多数月份呈现同比负增，同时企业债券融资的增速也处于低位，难以对投资的大幅上升形成支撑。

(3) 资本对产出的贡献正在减小，影响了企业的投资决策。从规模以上工业企业每单位资产产生的主营业务收入来看，同比增速在 17 年年初触顶，之后一路下行，目前累计同比增长-15%左右，这意味着在当前资本存量庞大、杠杆较高的背景下，新增资本对企业的营收作用并不明显。

**图 28：企业债券融资与银行信贷（%）**


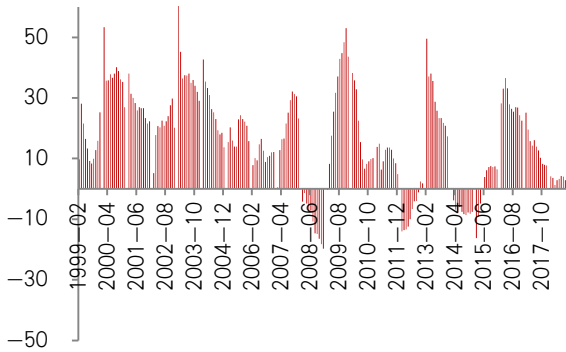
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 29：工业企业每单位资产产生的主营业务收入（累计同比，%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

(4) 作为周期之母的地产，在融资严、销售增速不理想、二三线城市棚改货币化趋于结束等背景下，已难再现过去几年中对工业品的旺盛需求。今年以来，房地产销售面积增速一路走低，10 月累计同比录得 2.2%，年中为 3.3%，去年年末 7.7%；房地产投资增速表现相对较好，当前累计增速 9.7%，与年中（9.7%）持平，高于去年年末（7%）。除了房地产调控较严之外，棚改对二三线城市住房市场的“透支”以及市场对棚改货币化后续动态的担忧也是一个重要因素，从 70 个大中城市商品住宅价格指数来看，受益于地产去库存，2016 至今二三线城市房价出现了明显上涨，2017 年开始涨幅已明显超过一线城市，但在当前时点，棚改或将受到严格监管；今年 10 月 8 日国务院常务会议指出，房价上涨压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策。

图 30：房地产销售面积累计增速（%）



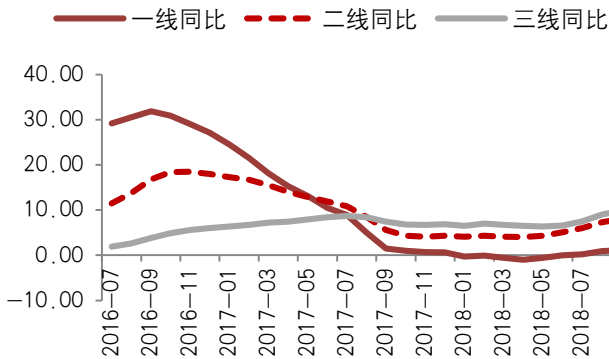
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 31：房地产投资的增速与占比（%）



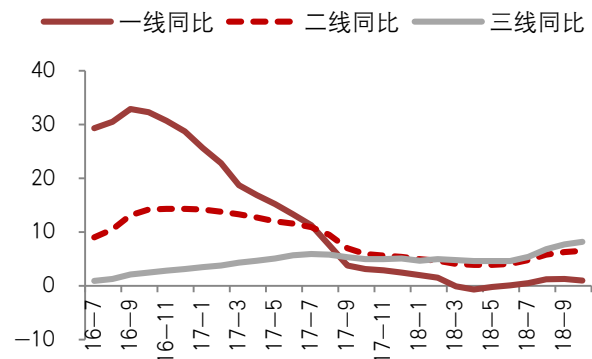
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 32：新建住宅价格指数（分城市类型）



数据来源：Wind，东方证券研究所

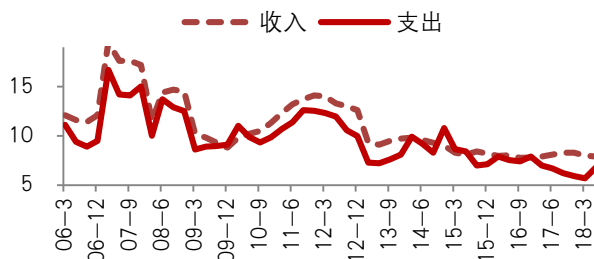
图 33：二手住宅价格指数（分城市类型）



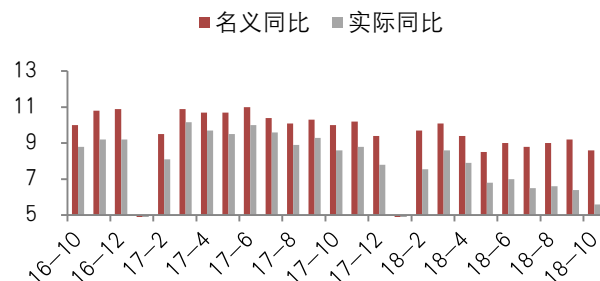
数据来源：Wind，东方证券研究所

### 3、居民消费增速中长期下行，只有居住开支和医疗保健占比有上行趋势

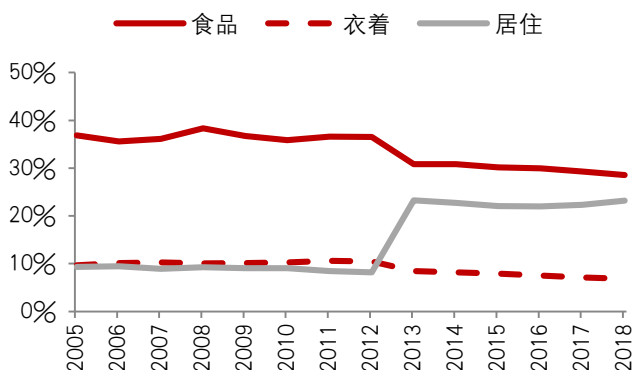
2015 年开始我国居民人均消费性支出就呈下行趋势，从人均消费性支出来看，截止 2018 年 10 月，扣除价格因素的社会消费品零售增速为 5.6%，远低于去年末的 7.8%，以及 2016 年末的 9.2%；消费品零售数据显示，2017 年社会消费品零售总额累计同比为 10.2%，而截至 10 月该增速已降为 9.2%。居住支出可能是社会消费品零售增速下行的重要原因：在人均消费性支出中，居住开支呈现上升，当前占到 23%（房租不计入社会零售）。

**图 34：人均可支配收入与消费性支出实际累计同比 (%)**


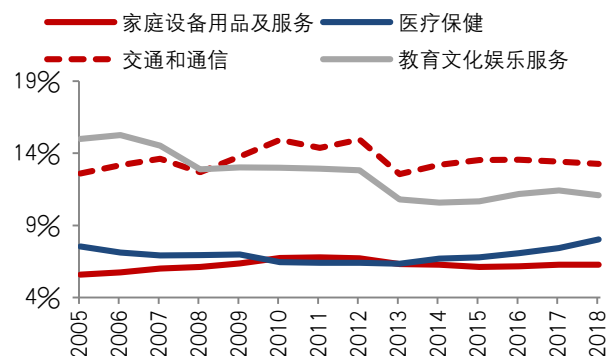
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 35：社会消费品零售增速 (%)**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 36：城镇居民人均消费性支出各项占比（之一）**


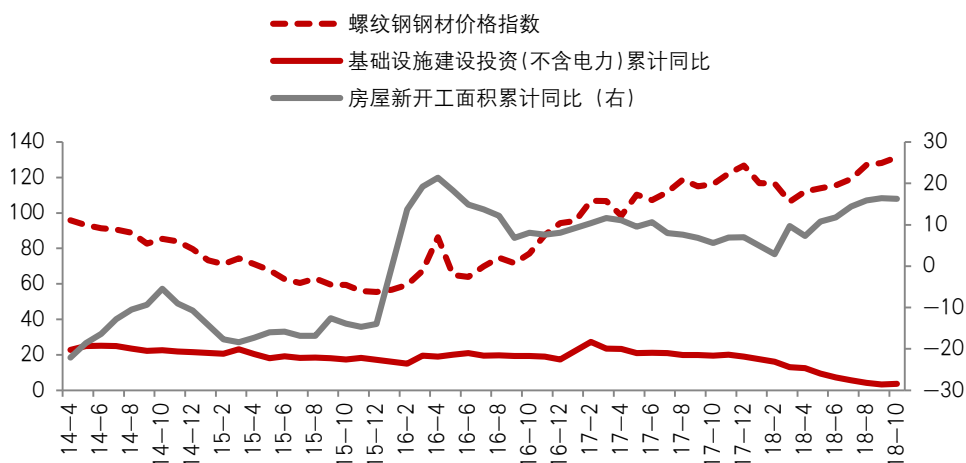
数据来源：Wind，东方证券研究所（历年 Q3）

**图 37：城镇居民人均消费性支出各项占比（之二）**


数据来源：Wind，东方证券研究所（历年 Q3）

#### 4、促基建预计能起到稳增长的作用，但对上游需求的决定作用较弱。

7月以来我国持续出台“稳增长”政策，尤其是加快专项债的发行进度、审批基础设施建设重大项目等，实际数据来看我们也确实迎来了基建增速的企稳回升以及 PMI 建筑业的高景气度，但历史数据显示，房屋新开工面积增速与上游工业品价格最为相关，而基建增速的影响并不大：当前地产新开工面积增速维持在相当高的水平，10月录得 16.4%，而 2012 年至今该增速最高不过 21%，结合当前的政策环境以及房地产销售面积的低增速，未来新开工面积的增速大概率回落，对上游工业品的支持可能下降。

**图 38：钢价、基建增速与房地产开工面积增速（%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## （二）外部因素仍将影响风险偏好

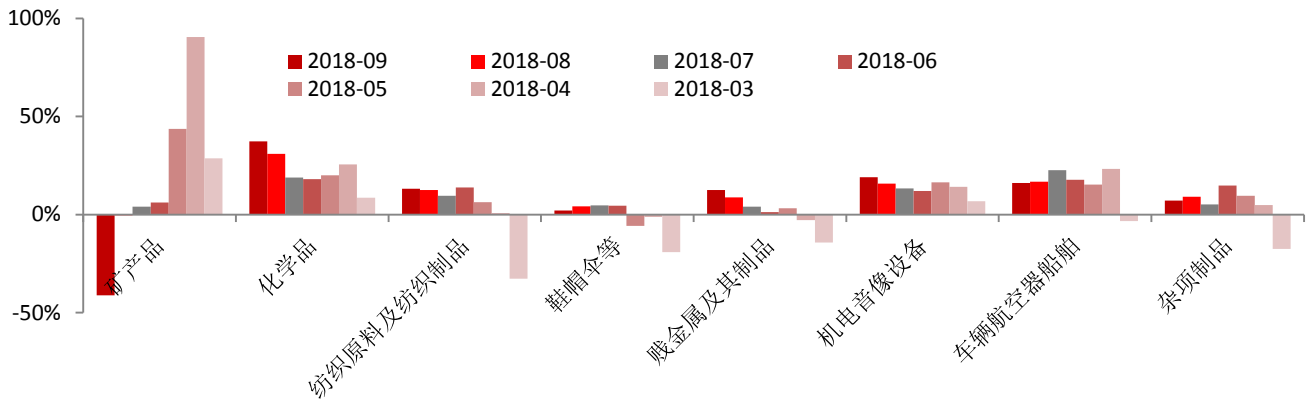
### 1、中美贸易摩擦对出口产业的影响明年或将更多显现

从最新动态来看，随着中美对话的恢复以及两国元首年底即将再次会晤，磋商短期或有推进，但两个大国在竞争中产生的矛盾难以发生根本逆转，不排除 2019 年美国对华强硬态度持续反复甚至进一步升级的可能，对市场风险偏好形成压制。

而从进出口角度来看，目前关税对出口增速的影响并没有明显体现，一方面，海外需求确有韧性，但另一方面，“抢跑”效应可能干扰了进出口数据，我们发现，一些传统的具有优势的对美出口产业（我们定义为占比在 10% 以上）今年下半年对美出口同比增速多数出现提高，而其他行业则并不明显（假设海外需求提升，则所有出口应同步回暖，我们认为这种结构性变化可能与相关产业链集中力量赶工、应对明年年初税率上升有关）。

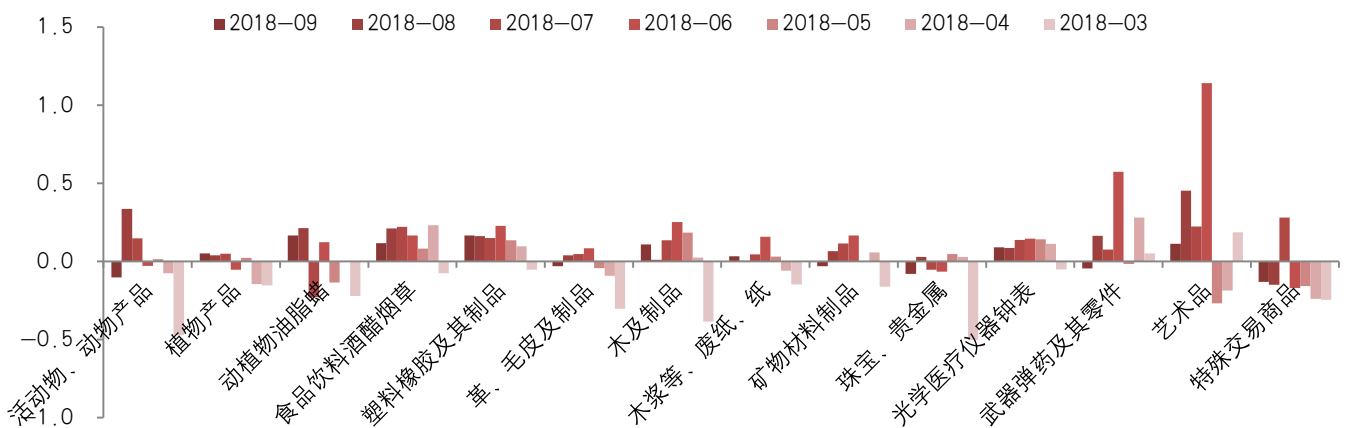
与此同时，虽然我国仍为顺差国，但贸易差额同比负增长已经有相当一段时间，随着我国对外开放程度的提高，进口的持续增长可能会带来贸易差额进一步收缩，进而影响宏观经济增速，

**图 39：主要出口产品的同比增速（%）**



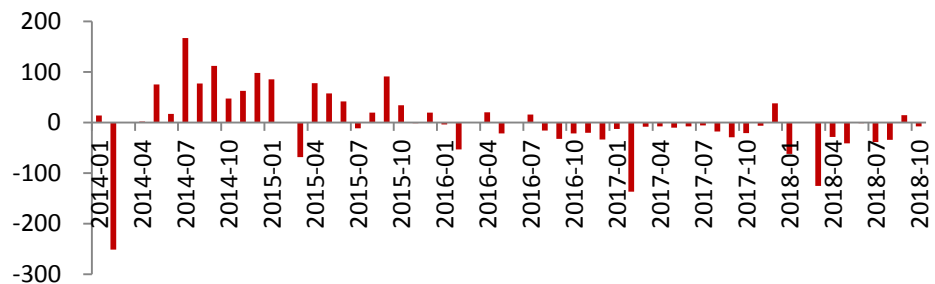
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 40：非主要出口产品的同比增速（%）**



数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 41：贸易差额的同比增速（%）**



数据来源：Wind，东方证券研究所（剔除离群点）

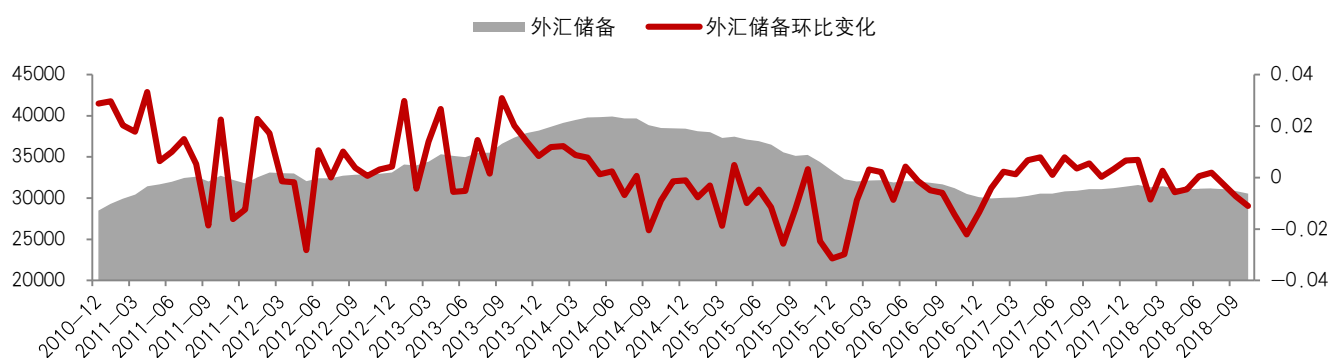


## 2、全球流动性拐点显现，新兴市场风险仍在。

2018 年至今美联储在 3 月 22 日、6 月 14 日、9 月 27 日分别加息，预计年末还会再加息一次，此外今年 10 月，按照美联储缩表计划，其对国债和 MBS 的每月减持上限分别达到 300 亿、200 亿美元的最高值；欧央行虽然已经推迟加息进程，但大概率 2019 年下半年会开始加息，届时新兴市场的流动性可能又将面临新的风险。

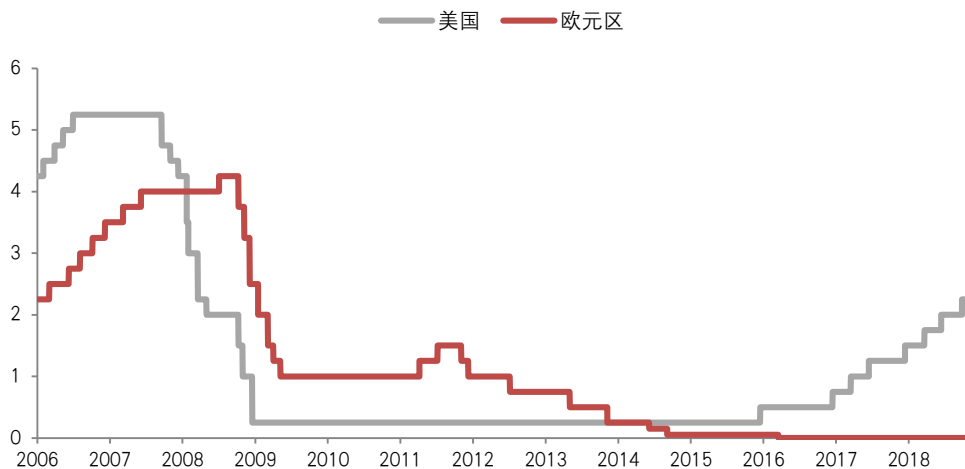
美联储货币政策的收紧叠加今年以来美国经济增速确实较中国强劲，人民币开始贬值，外汇储备连续减少。最近 3 个月以来，外汇储备持续下降，根本原因在于汇率及其预期的波动，虽然现阶段汇率与外汇储备的波动将变得更为常态化，市场的适应程度也将进一步提升，但外汇储备的持续降低仍然会冲击市场对汇率稳定的预期。

图 42：外汇储备（亿美元）及环比变化（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 43：美国与欧元区政策利率（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

### （三）监管框架已搭建完成，融资渠道疏通需要时间

伴随着下行压力趋于显性化，财政政策和货币政策的力度都有所提升，其中货币政策最主要就是三次定向降准，但值得注意的是，政策非常强调对小微、民营企业的支持，避免“大水漫灌”式的放水，我们认为这与稳杠杆、防风险的大方向息息相关：

**1、过去 1-2 年中，我国在金融监管方面已经取得了明显的成果，这是当下“节奏调整”的底气，**但之所以我们能够从“去杠杆”调整为稳杠杆，资管新规及其配套文件已经出台、制度框架已经基本构建完成是一个重要原因，当面临经济下行压力时，调整的是整改节奏，而不是监管的大方向。

**2、与此同时，国际层面上的金融监管协作仍在持续，对我国提出了较高要求。**在各国金融监管的背后，有着国际组织的研究、协调作为支撑，这些“国际共识”也在制约和要求着中国金融监管的方向和力度。从央行 11 月发布的《金融稳定报告》来看，还有更多对于监管的要求需要中国等发展中国家逐渐满足，如对重要银行总损失吸收能力提出要求，可以看到，目前国际和国内的监管制度构建已经从“防范于未然”的阶段向“危机预演”的下一阶段发展，挑战同样很大，严格的监管下货币政策并不具备放水的条件。

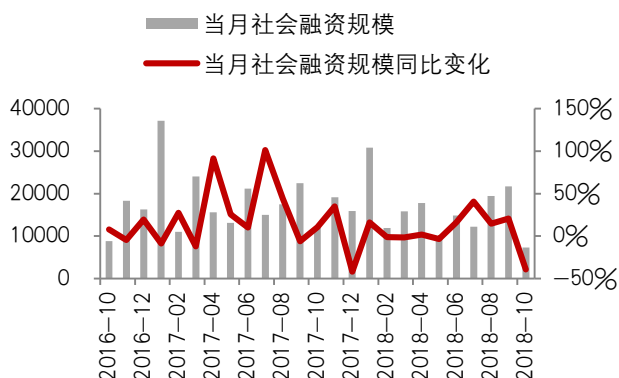
**3、虽然企业中长期贷款同比仍不及预期，目前银行间利率水平不高，意味着流动性并不匮乏，数据下行是融资需求不强、传导机制不畅通双重影响下的结果。**我们预计 2019 年货币政策的着力点将在传导机制的疏通上，包括：a、针对不同类型的企业，在贷款期限、还款方式、审批周期方面作出差别化的安排；b、通过更多金融创新改善小微企业融资难融资贵的问题，如发行中小企业高收益债、私募债，丰富抵押品的种类；c、优化监管和考核指标，让基层银行有强的贷款意愿。

图 44：银行间利率（%）

	SHIBOR: 隔夜	SHIBOR: 一周	SHIBOR: 3个月	R007	DR007
201811	2.30	2.63	3.00	2.61	2.59
201810	2.31	2.63	2.87	2.65	2.60
201809	2.47	2.67	2.84	2.74	2.65
201808	2.20	2.58	2.86	2.56	2.52
201807	2.33	2.67	3.60	2.73	2.62
201806	2.57	2.82	4.31	3.34	2.80
201805	2.61	2.79	4.12	3.19	2.77
201804	2.65	2.86	4.15	3.66	2.86
201803	2.61	2.87	4.68	3.29	2.85
201802	2.59	2.86	4.71	3.07	2.83
201801	2.65	2.83	4.70	3.23	2.84
201712	2.67	2.86	4.84	3.69	2.87
201711	2.73	2.86	4.56	3.47	2.89
201710	2.66	2.87	4.37	3.36	2.88
201709	2.75	2.86	4.38	3.47	2.94
201708	2.82	2.89	4.32	3.55	2.89
201707	2.68	2.86	4.31	3.32	2.81
201706	2.78	2.90	4.67	3.46	2.93
201705	2.74	2.89	4.44	3.26	2.93

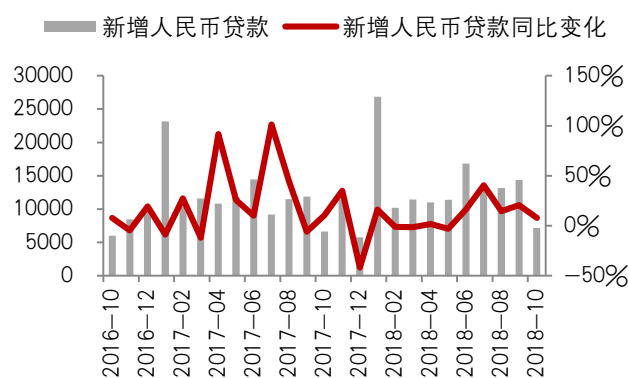
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 45：社会融资规模（亿元）及增速（%）



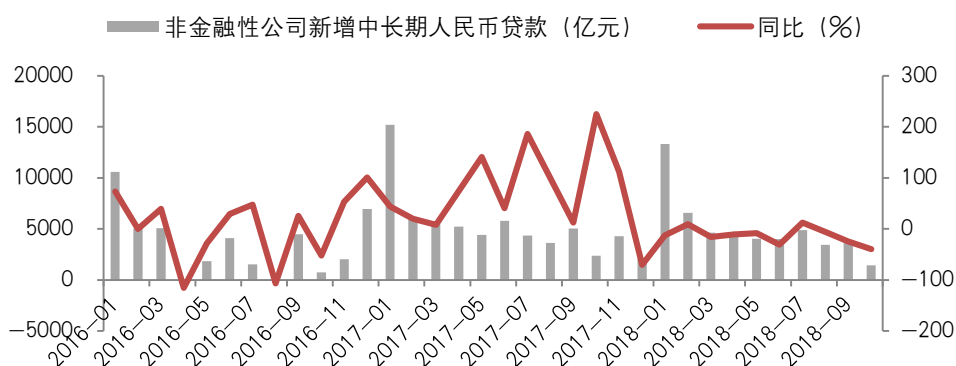
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 46：人民币贷款（亿元）及增速（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 47：企业中长期贷款及增速

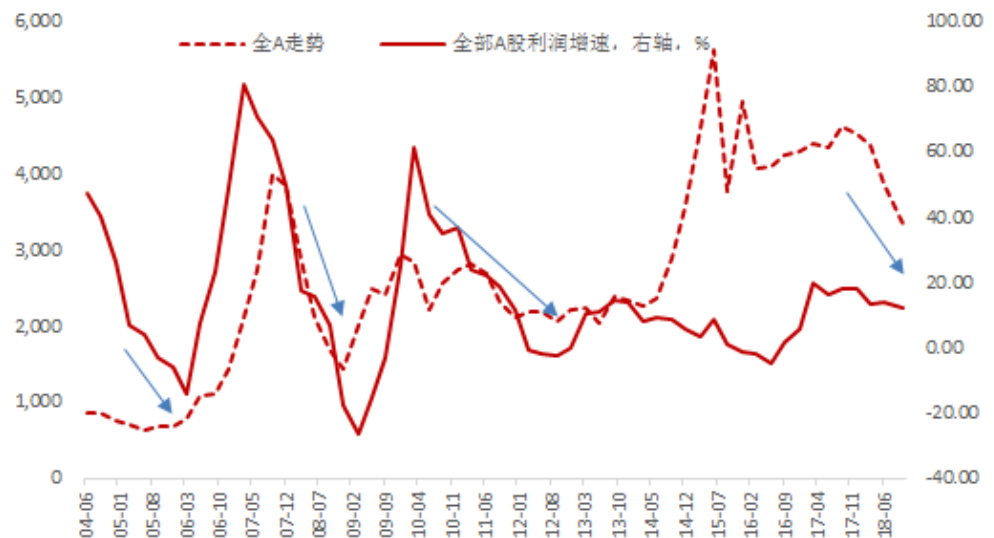


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 二、盈利增速下行或将主导 2019 年 A 股

复盘 2018 年，可知估值下行是主导 A 股走势的主要因素。展望 2019 年，我们认为主导因素将切换至盈利增速下行。A 股历史上主要经历了 2004-2006 年、2007-2009 年、2010-2012 年、2014-2016 年、2018 年-至今的盈利增速下行周期。盈利增速周期和 A 股股价走势相关性较强，盈利增速下行周期往往伴随着市场继续寻底，而盈利增速上行周期则伴随着市场的企稳上攻。

**图 48：A 股上市公司利润增速和全 A 走势**



数据来源：Wind，东方证券研究所

我们认为，2019 年整体 A 股的盈利增速下行压力依然较大，下行压力主要来自于：需求放缓带来营收增速下滑、费用率有上行压力以及基数效应存在。具体来看：

### （一）需求放缓带来营收增速放缓

营收增速对于企业下游需求情况的反应最为直接和迅速，同时和宏观 GDP 增速相关性较强。GDP 增速从 2018Q1 的 6.8% 回落至 Q3 的 6.5%。前文已分析，宏观需求放缓趋势或继续贯穿 2019 年，反应到企业营收增速上，我们认为 2019 年整体 A 股的营收增速依然存在压力。

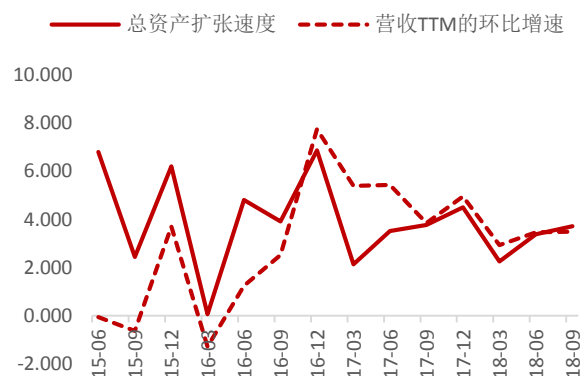
从企业的总资产周转率角度来看，营收增速的放缓叠加资产扩张的加快会带来资产周转效率的下降，从而最终影响企业的 ROE 水平。

**图 49：A 股上市公司增速与宏观经济增速，%**



数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 50：A 股上市公司资产扩张与营收 TTM 环比，%**



数据来源：Wind，东方证券研究所

## （二）费用率有上行压力，销售净利润率承压

期间费用率=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业收入。我们从今年以来 A 股（非金融）的期间费用率变化可以看到，自 2017 年中报以来，呈现上升趋势。其中：

（1）管理费用率在 2018Q3 出现比较明显的上升。我们认为，2018 年 9 月出台的研發费用抵扣上升到 175%的政策，会对上市公司加大研发费用开支带来明显促进作用。

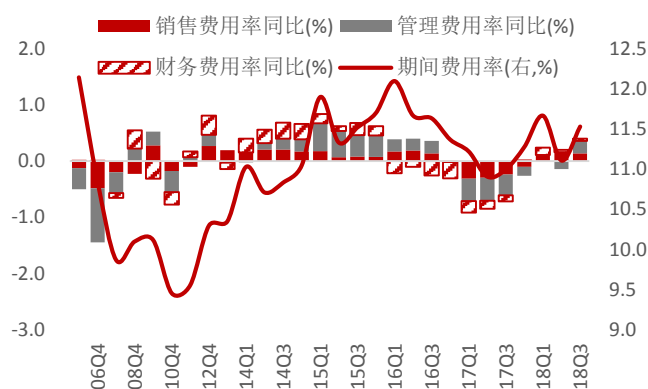
（2）财务费用率连续三个季度出现同比正增长，主要原因在于上市公司 2017 年大举负债，我们在《修复 A 股现金流量表》提出，2016-2017 年 A 股筹资现金流净流入、取得借款收到的现金达到历史高点，后续偿债压力依然较大。此外分配股利、利润或偿付利息所支付的现金于 2014 年突破 1 万亿大关，2017 年相较于 2016 年大幅上升 2300 多亿，融资成本仍在上升。

因此，在营收增速有放缓压力前提下，2019 年期间费用率依然存在上行压力。

毛利率和净利润率角度来看，2018 年一季度 A 股的毛利率水平高达 19.94%，为 2010 年以来近 9 年的高点。其中，消费和周期（均为中信行业组合分类）是 A 股整体毛利率提升贡献最大的两个板块，其中，消费板块的毛利率已达到历史最高水平，而周期板块的毛利率也处于 2011 年以来的高点，2019 年要继续环比提升的压力会比较大，我们从 2018 年三季度毛利率同比的变化可以看出，毛利率同比改善已经在收窄，环比出现下行趋势。宏观背景上，PPI 和消费增速的下行，同样会对消费和周期板块的毛利率水平带来负面影响。

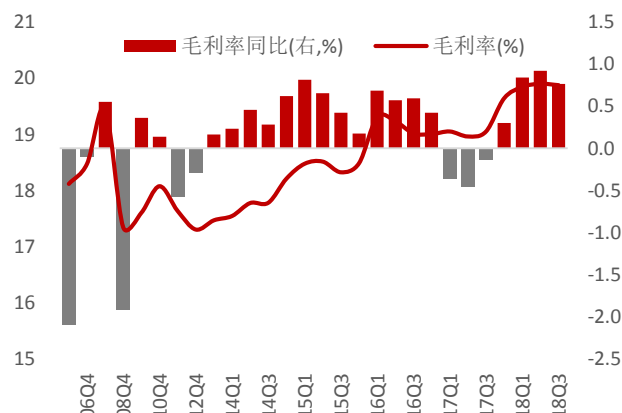
因此，预计 A 股 19 年销售净利润率仍将承压。

图 51：A 股上市公司（非金融）期间费用率情况

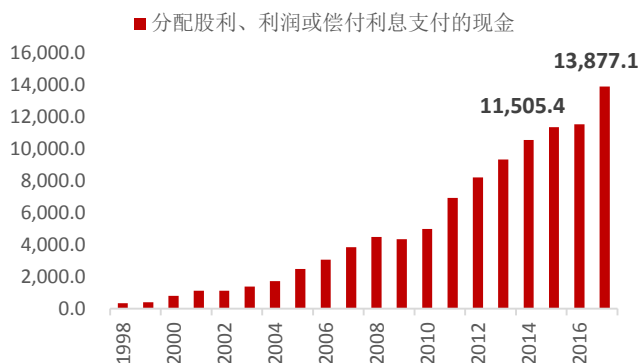


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 52：A 股上市公司（非金融）毛利率



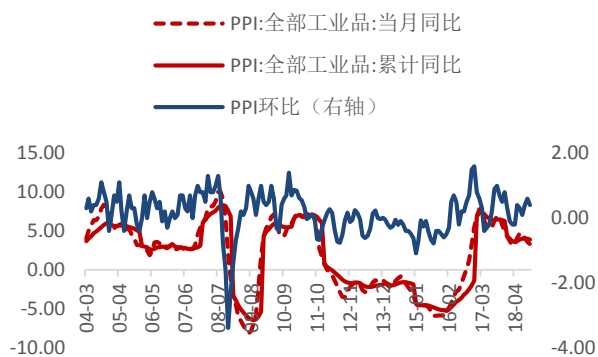
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 53：A 股分配股利、利润或偿付利息支付的现金，亿元**


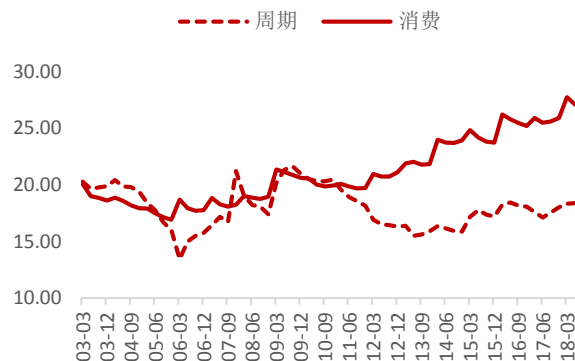
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 54：A 股上市公司融资现金流情况，亿元，%**

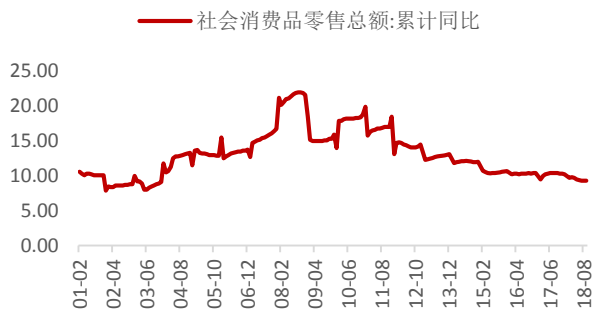

数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 55：PPI (%)**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 56：周期与消费板块的毛利率 (%)**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 57：社会消费品零售增速 (%)**


数据来源：Wind，东方证券研究所

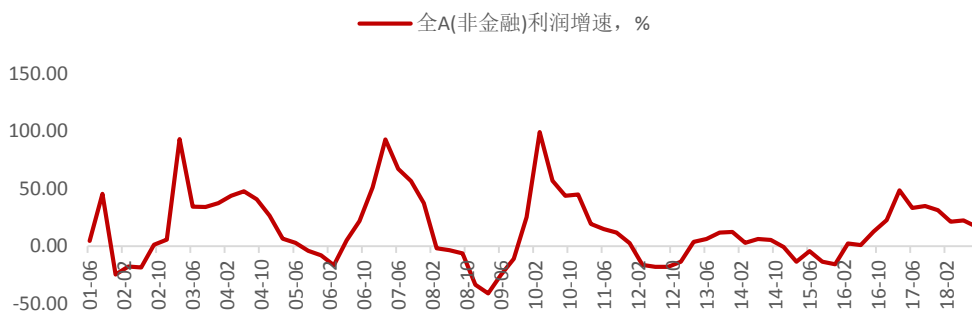
**图 58：A 股上市公司销售净利润率，%**


数据来源：Wind，东方证券研究所

### （三）基数效应存在，19 年上半年盈利增速压力更大

2018 年上半年，全 A 非金融的净利润增速依旧维持在 20% 以上的相对高位，基数效应使得 2019 年上半年的业绩增速下行的压力较大，因此明年上半年或将继续延续增速下行的走势。

图 59：A 股上市公司利润增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

### （四）A 股盈利增速基本面行业梳理

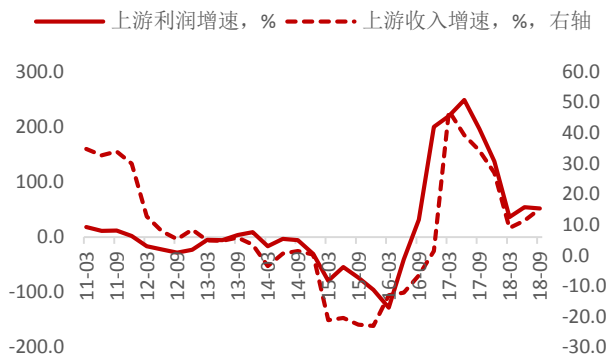
#### 上游：供给侧改革带来行业集中度继续提升

本报告所指的上游行业为中信一级行业的石油石化、煤炭、有色金属以及钢铁。

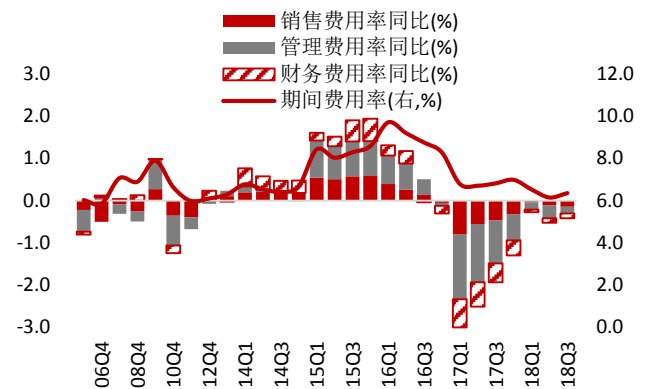
首先，从上游的营收、净利润增速来看，16 年下半年-2018 年两年半时间内，上游均保持增速景气。供给侧改革对于这些重资产行业（特别是钢铁和煤炭）的基本面改善成效显著。另一方面，上游景气改善不仅仅体现在价格上涨带来的盈利景气：从费用率角度来看，从 2017Q1 至今（2018Q3），期间费用率都对利润带来了正面的作用。这说明上游板块的确经历了“提质增效”的改善。

其次，上游企业行业集中度提升的进程在持续。以煤炭企业和钢铁企业的 CR8 为例，其营收占比从 2015 年开始持续提升。上游主体为国企，而国企改革以及行业内的兼并重组正在加速，集中度的提升以及龙头地位的巩固，可以在很大程度上维持上游企业资产负债表和利润表的韧性。

最后，由于经营杠杆的存在，上游企业景气度相关性最高的还是在于周期品的价格，PPI 的高位下行会对上游企业的盈利景气度产生负面影响。我们认为，明年经济下行压力的增加会对价格带来持续的压力，同时，稳增长政策则可能会阶段性地提振上游景气度。

**图 60：上游收入与利润增速**


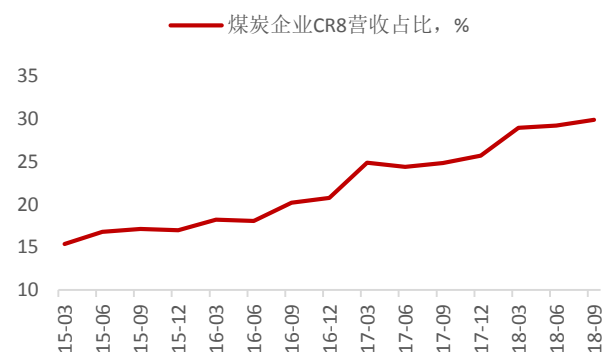
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 61：上游期间费用率同比变化**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 62：钢铁行业集中度**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 63：煤炭行业集中度**


数据来源：Wind，东方证券研究所

### 中游：需求下行，去库存或持续

本报告所指的中游行业包括基础化工、机械、电力设备、建材、电力及公用事业、轻工。

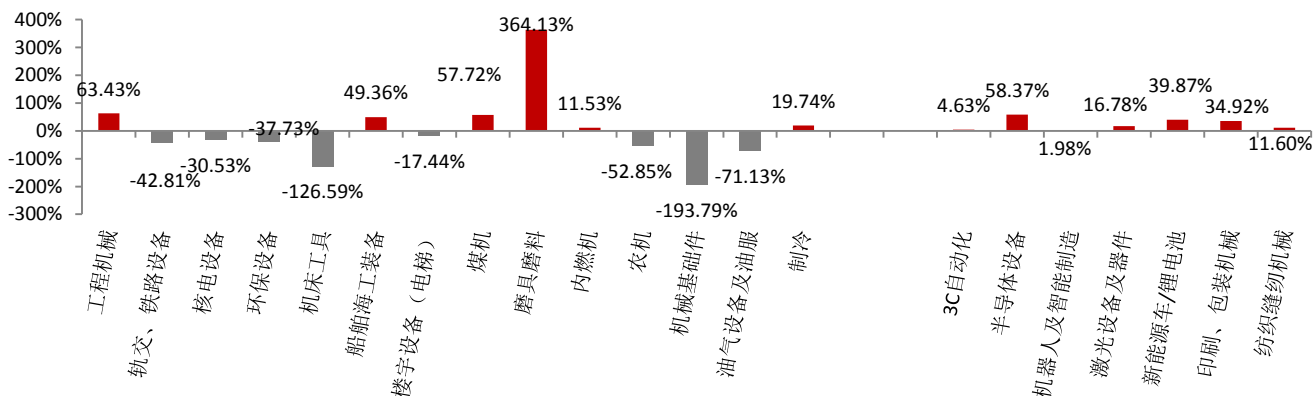
首先，目前来看企业利润企稳程度尚不足以激发企业补库存乃至投资扩产，中游整体依然处于 18 年中报以来的主动去库存阶段，随着明年的需求压力加大，我们认为中游板块的主动去库存仍将持续。这意味着中游整体的盈利增长和景气度可能会在明年继续承压，直到需求出现好转、主动补库存到来。

其次，中游各细分板块景气分化较为严重，可以关注成长性以及景气依旧上行的细分子版块，如机械设备中的半导体设备、轨交设备、行业高附加值的激光器及激光设备制造；化工板块中处于底部复苏的农化工板块。



**图 64：中游库存同比增速**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 65：机械细分板块 18 年前三季度净利润同比增速，%**


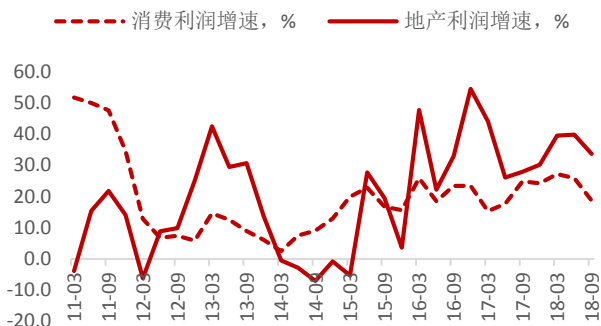
数据来源：Wind，东方证券研究所

### 下游和消费：景气迎来分化

本报告所指的下游和消费行业包括地产、建筑、汽车、商贸零售、餐饮旅游、家电、医药、纺织服装、食品饮料以及农林牧渔。

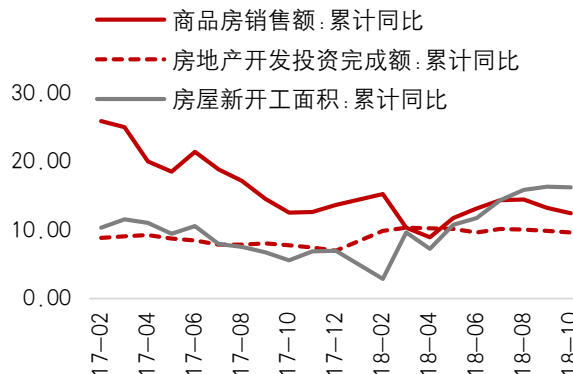
首先，上一轮 A 股盈利基本面景气周期中，地产和消费板块表现亮眼，从两者的利润同比增速来看，2015 年以来，相关性较强。房地产市场的繁荣，对于消费产生了更大的财富效应（必选和可选消费）和带动效应（地产后市场）。展望 2019 年，经济增速的下行和地产整体的下行难免会对相关消费产业链造成影响，消费板块内部景气度会进一步分化，另一方面，也应当看到稳增长、促进消费拉动内需未来的潜力依旧巨大。我们认为，以医药为代表的成长性消费板块有望在适者生存、向国际化靠拢的过程中，涌现出一批优秀的企业。

图 66：消费与地产利润增速相关



数据来源：Wind，东方证券研究所

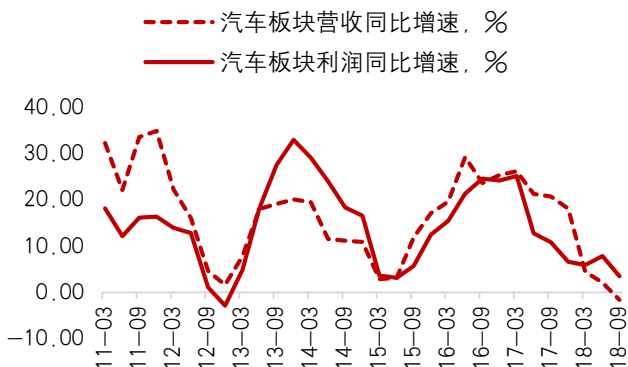
图 67：地产宏观数据，%



数据来源：Wind，东方证券研究所

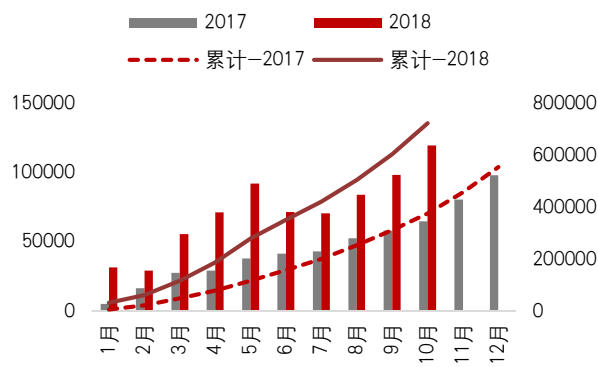
其次，下游的汽车行业随着中西部三四线城市购车能力的下滑以及购置税优惠政策的退出，经历了较大的基本面增速下滑，根据我们统计，18年三季报A股汽车板块营收增速累计同比-1.61%，净利润增速3.54%。我们认为，经济下行时，乘用车作为可选消费品，最先受影响，先于其它行业下行，若未来经济逐步触底，乘用车也有望先于其它行业率先触底。整体上未来汽车行业处于低速增长阶段，在此阶段，可以关注仍将保持较高增长的新能源汽车产业链。2018年在汽车行业总体不景气的大背景下，新能源汽车销量持续高增长，新能源汽车渗透率已经超过3%，处于1%-10%快速增长阶段。

图 68：汽车板块营收与利润增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 69：2018年1-10月新能源车乘用车销量（辆）

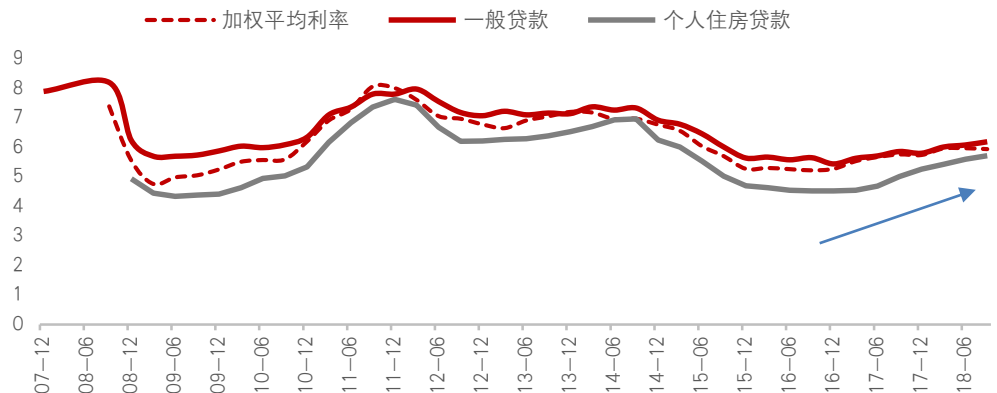


数据来源：Wind，东方证券研究所

### 金融：监管大方向仍然未发生根本转变

首先，2018年以来，社会融资规模整体倚仗银行信贷，其他融资方式对银行信贷的替代作用不强，委托贷款、信托贷款在金融去杠杆的大环境下持续萎缩，企业债券融资未有明显起色，银行信贷对具有融资需求的企业来讲，作为融资途径变得愈加重要。因此，银行资产端对企业的议价能力不断增强，体现到利率上，贷款价格出现普遍上浮。

**图 70：加权贷款利率 (%)**



数据来源：Wind，东方证券研究所

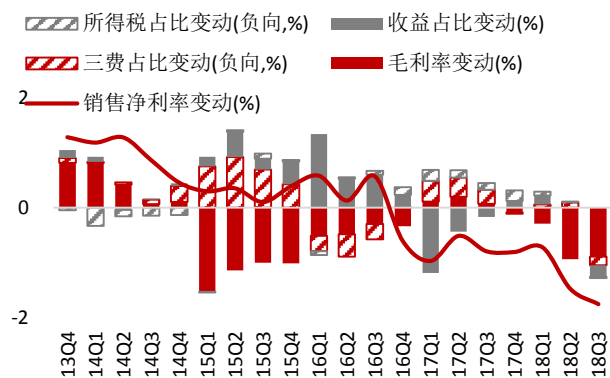
其次，从下半年“理财新规”及其他银行资金面相关的政策来看，监管政策在执行层面虽有所放松，但是监管的大方向并没有变化，只是在执行层面给予了上半年流动性过于紧张的资本市场，以适当的喘息之机，求得金融改革的“稳”步推进。

**科技成长 TMT：基本面仍在探底，19 年下半年有望见底转暖**

首先，从 TMT 和创业板整体来看，依旧处于探底阶段，19 年下半年有望见底转暖。TMT 整体面临最大的问题在于盈利能力下滑，特别是毛利率的下滑。从历史数据拆解来看，18Q3TMT 板块的毛利率同比变动来到了 13 年以来的历史低点。创业板同样面临盈利能力快速下滑的问题，压力主要来自于费用率的上升、投资收益的下滑以及毛利改善的乏力。从时间点来看，我们认为 18 年下半年-19 年上半年这种盈利能力下滑的趋势将持续，到了 19 年下半年，由于低基数的原因，有望出现一定程度的见底转暖。

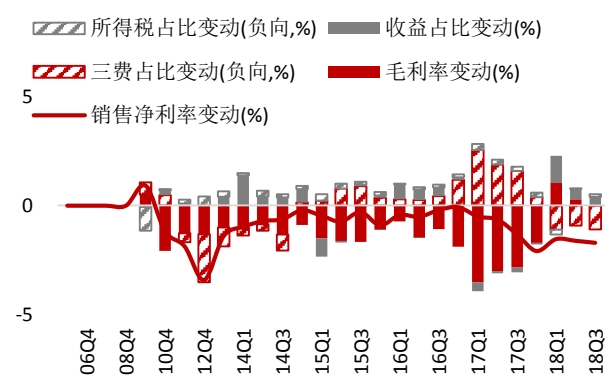
其次，军工板块财务基本面改善较为明显。军工板块处于收入增速上行、期间费用率改善、毛利率同比下滑放缓的阶段，这意味着行业内经营效率的内在驱动能力加强，后续盈利能力可期。

**图 71：TMT 板块盈利拆解**

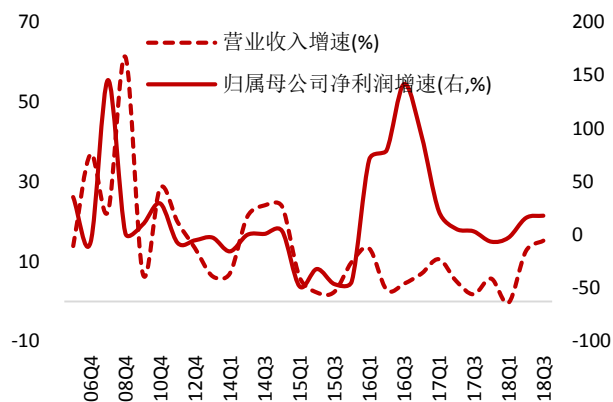


数据来源：Wind，东方证券研究所

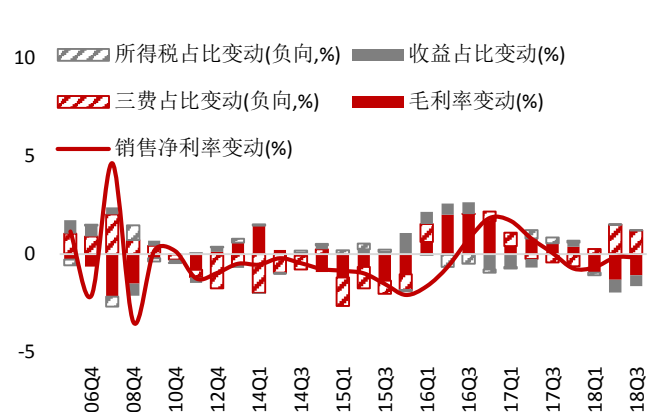
**图 72：创业板盈利拆解**



数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 73：军工板块业绩增速情况**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 74：军工板块盈利拆解**


数据来源：Wind，东方证券研究所

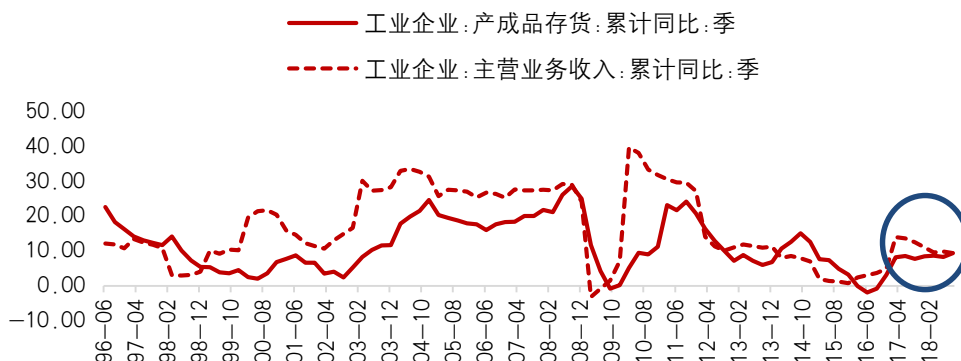
### 三、2019 年机会来自于哪里？

展望 2019 年，盈利增速下行、需求放缓、外部市场风险仍未消除等因素的“余波”或仍会主导 A 股市场；但另一方面，同样需要看到“乘风踏浪”的机会。我们认为，无论从估值水平的保护、政策底的夯实，还是从盈利周期有望见底回稳等角度来看，都值得我们对 2019 年 A 股市场抱更多的信心和期待。

#### （一）主动去库存阶段开始，营收增速下行或将于 19 年下半年见底回稳

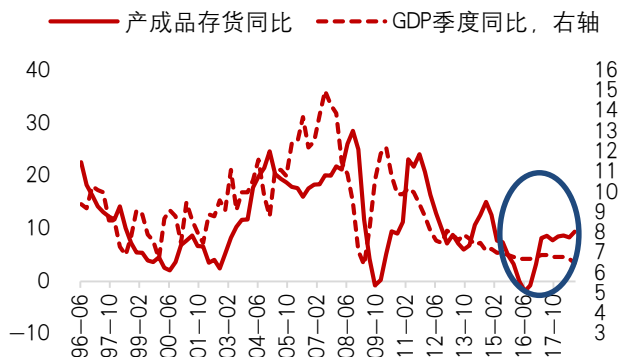
在 2018 年 A 股年度策略《买入中国 2017-11-28》中，我们认为，2018 年“整体业绩增速展望：依旧景气，但增速会有下滑”，“我们判断 2018 年全体 A 股净利润增速有望保持 10%—13%，全体 A 股（非金融）净利润增速有望保持 15%—20% 左右的增速区间。”2018 年三季度全体 A 股净利润增速为 11%，全 A（剔除金融）净利润增速为 16.65%，符合我们在 18 年年度策略中的判断。展望 2019 年，我们认为盈利增速依旧处于下行通道，但从库存周期来看，增速或在 19 年下半年见底回稳，全年有望回稳至正增长。主要逻辑为：

（1）一轮完整的库存周期会经历：主动补库→被动补库存→主动去库存→被动去库存四个阶段，我们认为，当前整体库存周期仍处在被动补库存的阶段，但将逐步过渡到主动去库存阶段。从工业企业—产成品库存累计增速数据可以看到，库存增速仍维持在被动补库存周期的高位。从 2017 年中开始至 2018 年三季度，产成品存货同比增速维持在 8—9% 左右水平的位置。我们认为，2016 年—2017 年上半年是供给侧改革所带来的主动补库存景气周期，2017 年下半年开始则逐步进入被动补库存阶段，这一阶段最关键的特征在于需求开始出现下滑迹象，企业由于产品销量的下滑而被动地增加库存，这一点可以从营收增速下滑得到印证。

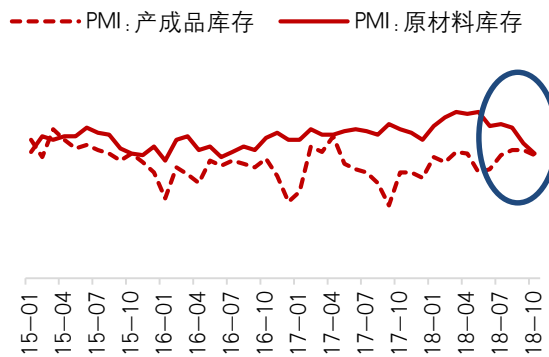
**图 75：工业品库存与主营业务收入变化（%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

(2) 长期来看，库存周期略微滞后于 GDP 增速周期 2—4 个季度，GDP 增速从 2018 年一季度开始步入下行周期，因此库存周期或将滞后跟随逐步回落，从被动补库存周期进入到主动去库存周期。短期来看，最新 10 月 PMI 指标中的原材料和产成品库存指数，已经开始同步下滑，出现主动去库存的迹象。

**图 76：产成品库存与 GDP 增速（%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 77：PMI 库存指数（%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

(3) 在被动补库存到主动去库存的过渡中，往往伴随着需求不振、企业忙于销库存、回笼现金流、减少投资的局面，而需求不振和企业经营活动的趋于保守，会直接影响收入和利润增速。中国企业一个完整的库存周期基本上为 3 年左右，其中主动和被动去库存周期大概为 6 个季度，因此，我们认为本轮主动去库存预计将持续 3 个季度。

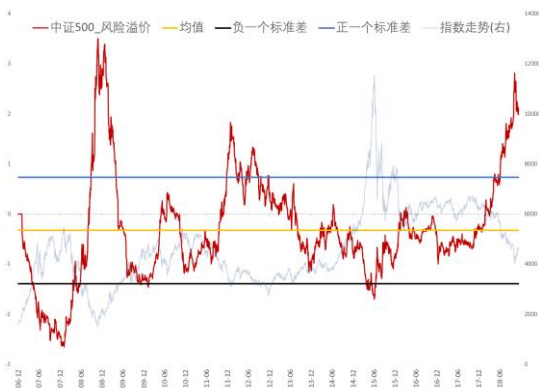
综合以上分析，我们认为当前库存周期处于被动补库存到主动去库存的过渡之间，而主动去库存将会持续 3 个季度左右，这意味着，从当前时间点往前看，企业的收入和利润增速下行周期或仍将持续 3 个季度。同时，考虑到稳增长、稳需求以及减税降费政策对冲，有望逐步见效，我们预期 2019 年下半年盈利基本面有望实现见底回稳，值得耐心等待。

## （二）风险溢价水平处于高位，估值处于历史低位

一方面，经过 2018 年估值的充分调整，各大指数的估值水平均已低于 2010 年以来的中位数，风险得到一定程度的充分释放。其中，中证 500、创业板指、创业板 50 以及中小板指市盈率估值位于历史 1/10 分位置以下。行业方面，有一半左右行业当前的市盈率水平位于 2010 年以来 1/10 分位置以下。

另一方面，从最新的风险溢价数据可以看到，以沪深 300 为代表的白马股和以中证 500 为代表的中小盘股对的风险溢价均已接近 2006 年以来的高位。因此整体上来看，风险溢价和估值对 A 股股价有一定保护。

图 78：中证 500 风险溢价



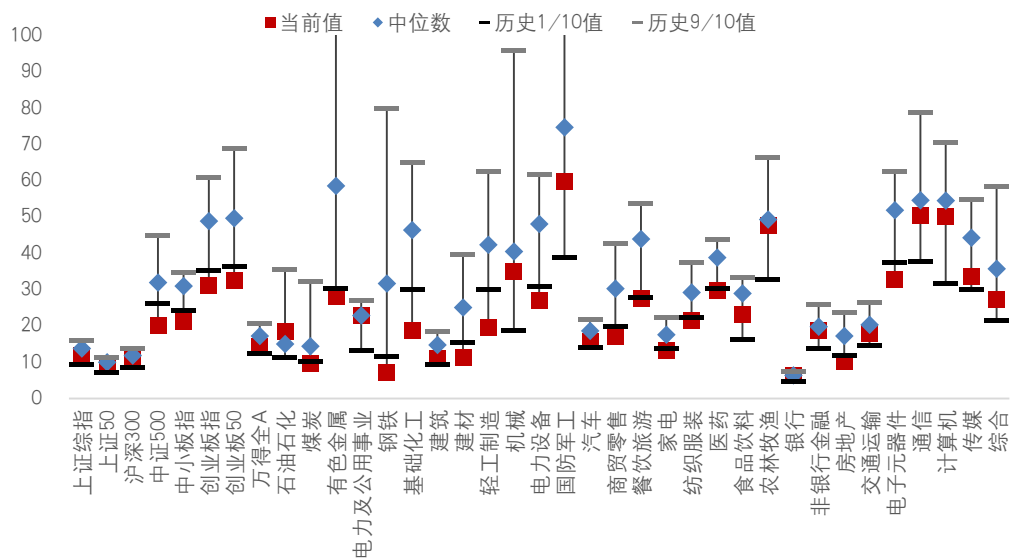
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 79：沪深 300 风险溢价



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 80：A 股历史估值



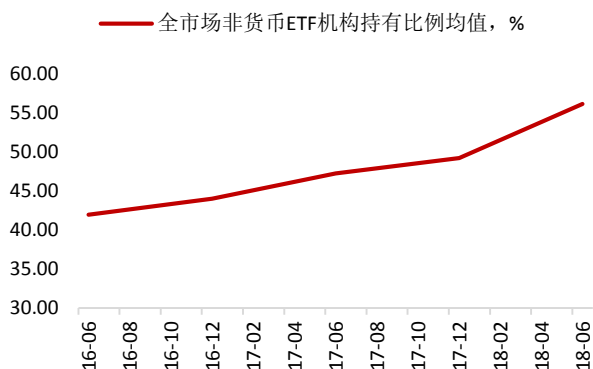
数据来源：Wind，东方证券研究所

### （三）机构借道 ETF 布局 A 股，打破刚兑助资金分流至 A 股

(1) 今年以来，虽然 A 股市场虽然出现较大波动，但 ETF 成交热情不减：截至 10 月 30 日，10 月 ETF 成交额 2157 亿元，创下一年新高。今年以来，存量 ETF 净申购激增、新发 ETF 百亿认购资金的驰援下，目前非货币 ETF 规模已达 3413 亿，一举突破 3000 亿元关口。我们认为，非货币 ETF 规模暴涨原因在于：（1）择股的难度越来越大，被动型投资会越来越受投资者青睐；（2）从投资者结构看，随着资管新规的影响逐步显现，未来银行理财、公募 FOF、养老金等长线机构资金越来越多，机构投资者占比持续升高，ETF 这类工具化产品有望持续受益。截至 2018 年中报，机构持有 ETF 份额比例飙升至 56%。

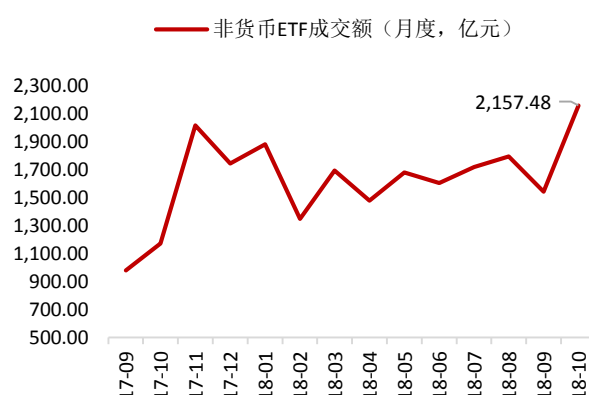
(2) 此外自 2017 年以来，在金融强监管之下，同业空转的情形大大减少，体现在金融资产上就是同业存单规模明显下降，这使得货币基金、理财产品的资产配置向国债、政策金融债倾斜，收益率逐渐逼近这些安全的债券，叠加今年以来利率中枢下移，进一步导致货币基金、理财产品的收益率下降。当前国内银行理财余额高达 20 多万亿，收益率下降、鼓励净值型产品发行、打破刚兑等举措有助于分流传统理财资金至 A 股。

图 81：非货币 ETF 机构持有占比



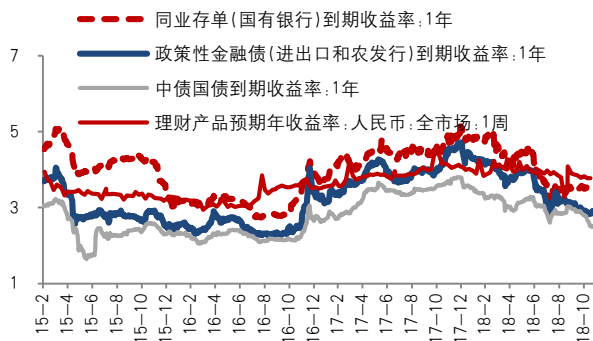
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 82：非货币 ETF 成交额



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 83：理财产品与配置的主要资产收益率 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 84：银行理财资金余额



数据来源：Wind，东方证券研究所

#### （四）政策底进一步夯实

从 2018 年 7 月以来，宏观政策和资本市场监管政策的不断出台进一步夯实了 A 股市场的政策底。我们梳理发现，宏观政策基本上延续了 18 年 7 月底以来稳增长思路，而资本市场监管政策则是在保证对外开放和制度建设节奏不变的前提下，逐步释放市场参与主体（包括上市公司和投资者）的活力。在基本面有下行压力的预期下，政策会成为 2019 年修复并提升估值的重要推动力。具体来看：

##### 一、稳增长有望继续发力，宏观层面看基建稳增长，微观层面看支持小微企业减税降费和信贷支持。

宏观层面，我们认为基建补短板、稳增长、定向降准等政策有望在明年逐步体现在经济基本面数据上。微观企业层面，增值税税率有望在明年进一步降低，同时个税的改革也会切实提升消费。在《修复 A 股现金流量表》报告中，我们提出：当前现金流对于企业来讲更为珍贵，大多数投资者都忽略了降低增值税对于企业微观现金流压力的缓解。从 2019 年来看，支持民营企业的信用和融资，需要微观层面的减税降费政策配合。

表 1：稳增长政策一览

时间	政策领域	政策内容
2018 年 7 月 23 日	稳增长	国常会确定货币和财政政策更有为，主要包括加快专项债支出和继续减税降费、避免在建工程项目资金断供、工程烂尾、保持流动性合理充裕、帮扶小微企业
2018 年 7 月 31 日	稳增长	政治局会议释放“稳字居先，政策微调，方向不变”信号，强调了财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用，同时明确基建领域补短板以及增强创新力、发展新动能等
2018 年 9 月 6 日	减税降费	确保 10 月 1 日起如期将个税基本减除费用标准由 3500 元提高到 5000 元并适用新税率表；在社保征收机构改革到位前，各地要一律保持现有征收政策不变，同时抓紧研究适当降低社保费率，确保总体上不增加企业负担，以激发市场活力，引导社会预期向好
2018 年 10 月	减税降费	国家税务总局发布《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》，并于 2019 年 1 月 1 日起开始实施。
2018 年 10 月 31 日	稳增长	中央政治局会议指出，当前经济运行稳中有变，经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露。对此要高度重视，增强预见性，及时采取对策。
2018 年 11 月	纾解民营企业风险	央行、发改委为解决当前民营企业发展中遇到的融资困难，将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。银保监会民营企业信贷“一二五”目标。

数据来源：Wind，东方证券研究所

二、回购、退市淘汰“垃圾股”、规范停牌等制度建设稳步推进，期待监管政策给予市场更多活力。证监会提出要减少市场投资交易阻力，增强流动性的同时，进一步完善退市、再融资、停复牌等政策。我们认为市场体制的改善，是其良性发展的重要基石，目前 A 股市场的上市与退出通道更加规范化、透明化，也有利于企业管理机制的改革与提升，利好资本市场的长期发展。当制度建设的基石稳定之后，市场的活力才能真正被激发出来。



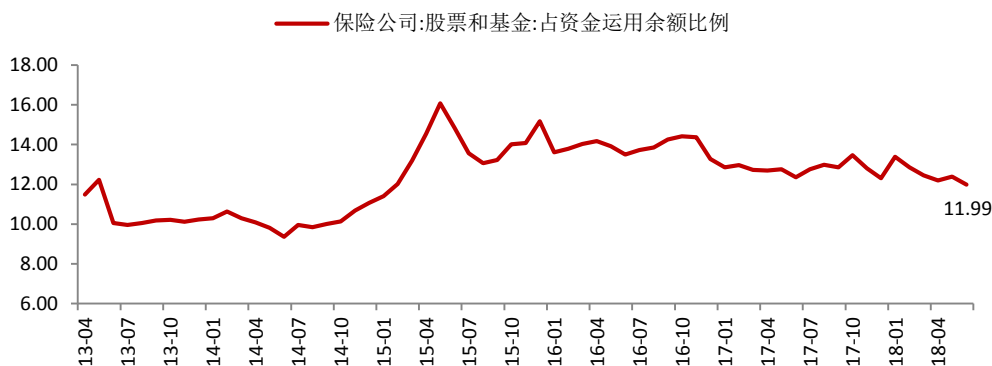
**表 2：资本市场政策一览**

时间	政策领域	政策内容
2018 年 10 月	纾解股权质押风险	*11 家证券公司成立 1000 亿规模资管计划，解决股权质押风险；险资首个化解股票质押风险专项产品成立：“国寿资产—凤凰系列产品”目标总规模 200 亿元。
2018 年 10 月 22 日	鼓励回购	10 月 22 日，《中华人民共和国公司法修正案（草案）》（下称“修正案草案”）提请全国人大常委会审议，以进一步完善公司股份回购制度，10 月 26 日获得通过。
2018 年 10 月 30 日	优化交易监管	证监会在声明中称，将减少交易阻力，增强市场流动性，减少对交易环节的不必要干预，让市场对监管有明确预期，让投资者有公平交易的机会。
2018 年 11 月 5 日	制度建设	进博会开幕式上，习近平主席表示，为了更好发挥上海等地区在对外开放中的重要作用，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。
2018 年 11 月 6 日	制度建设	11 月 6 日，证监会发布了《关于完善上市公司股票停复牌制度的指导意见》（以下简称《指导意见》），确立了上市公司股票停复牌的基本原则，最大限度保障交易机会。
2018 年 11 月 10 日	再融资放宽	证监会修订发布政策，对再融资时间间隔的限制做出调整。允许前次募集资金基本使用完毕或募集资金投向未发生变更且按计划投入的上市公司，申请增发、配股、非公开发行股票不受 18 个月融资间隔限制。
2018 年 11 月 10 日	鼓励回购	11 月 9 日，证监会、财政部、国资委联合发布《关于支持上市公司回购股份的意见》
2018 年 11 月 17 日	制度建设	深交所、沪交所发布《上市公司重大违法强制退市实施办法》
2018 年 11 月 22 日	制度建设	沪深交易所发布了《上市公司筹划重大事项停复牌业务指引（征求意见稿）》

数据来源：Wind，东方证券研究所

### 三、鼓励保险、养老金等长期资金入市，A 股对外开放进一步吸纳海外资金入市。

（1）随着银保监会对《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，股权投资细则将进一步明确，作为险资权益投资重要组成部分的股权投资占比有望进一步提升。截至 18 年三季度数据，保险公司股票和基金的投资占比为 11.99%，创下 15 年以来新低。修订后的《保险资金投资股权管理办法》有助于赋予保险机构更多的投资自主权，增加长期股权比重，增强利润稳定性并促进资产负债比例管理。

**图 85：险资持有股票和基金的情况（%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

(2) A 股对外开放进一步吸纳海外资金入市。未来 2 年 A 股国际化的路径主要为：(1) 沪伦通最早将于 18 年 12 月初成行，参与沪伦通下 CDR 的投资者适当性门槛拟设为 300 万元人民币，A 股市场 and 发达市场进一步接轨。(2) MSCI 有望于 2019 年 5 月半年度指数评审和 8 月季度指数评审中，将 A 股大盘的纳入因子从 5% 分步增加到 20%，其中创业板公司也有望新增纳入。(3) 2019 年 6 月，A 股纳入富时罗素全球股票指数正式生效。(4) MSCI 指数在 2020 年 5 月有望纳入 A 股中盘股，纳入比重为 20%，另外富时罗素纳入 A 股的第一阶段工作也在 2020 年上半年完成。可见，未来三年 A 股国际化进程将加快。中期资金流入来看，MSCI 方面表示预计纳入 A 股 20% 之后，将有 660 亿美元的海外增量资金流入 A 股市场。而 2020 年第一阶段纳入富时罗素之后，预计流入资金在 100 亿美元以上。长期来看，虽然海外投资者的选股和投资能力依然有待时间检验，但随着 A 股国际化加深，制度、估值体系、投资者结构以及投资理念将有望得到巨大提升。

**表 3：2019 年 A 股对外开放时间表**

时间点	具体步骤
2018 年底/2019 年初	沪伦通正式通车
2019 年 5 月	MSCI 有望于 2019 年 5 月半年度指数评审和 8 月季度指数评审中，将 A 股大盘的纳入因子从 5% 分步增加到 20%，其中创业板公司也有望新增纳入
2019 年 6 月	A 股纳入富时罗素全球股票指数正式生效，第一步纳入因子为 5%
2019 年底	A 股纳入富时罗素全球股票指数第二步完成，纳入因子为 15%

数据来源：新华社等，东方证券研究所

## 2019 年配置方向：转型成长为矛，权重蓝筹为盾，把握结构性机会

综合以上，展望 2019 年，盈利增速下行、需求放缓、外部市场风险仍未消除等因素的“余波”或仍会主导 A 股市场；但另一方面，同样需要看到“乘风踏浪”的机会。我们认为，无论从估值水平的保护、政策底的夯实，还是从盈利周期有望见底回稳等角度来看，都值得我们对 2019 年 A 股市场抱更多的信心和期待。

全年走势预计“一波三折”：受政策催化的影响，2019 年一季度或有春季躁动行情。稳增长政策 2019 年下半年或见效，盈利增速有望出现触底回稳，四季度或出现机会。

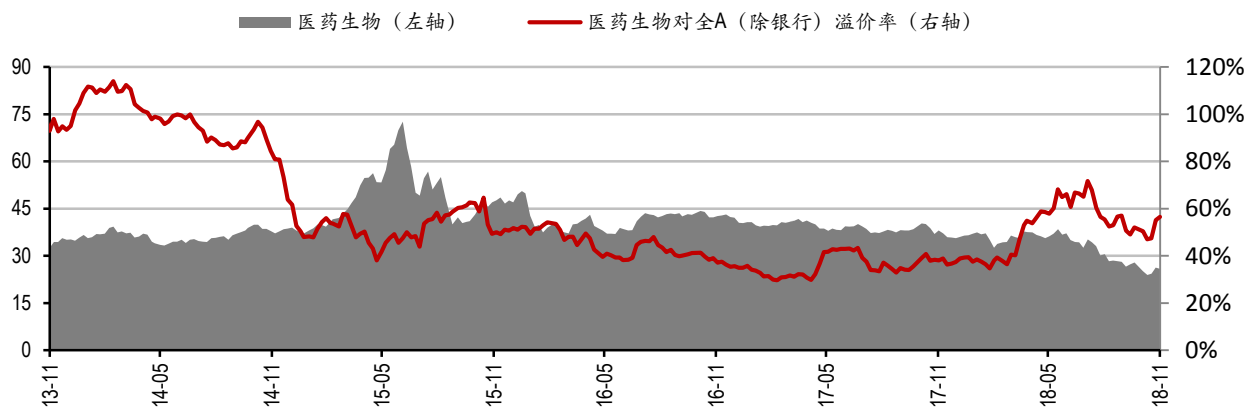
配置上来看，我们认为 2019 年宏观环境决定了稳增长是盾，而经济产业转型、升级和开放依旧是矛，更加需要注重把握结构性的机会

（一）经济产业转型、升级和开放方面，医药、军工、通信 5G 等在科技成长股中更占优。具体来看：

### 医药：改革方向不变，行业进入“新常态”

国内医药行业依然有较大发展空间。未来，新规则下适者生存，国际化竞争趋势明显。随着医保目录动态调整机制的健全和国外品种加速获批进入国内，国内患者用药可及性程度大大增加，将会极大促进医疗费用的支出，临床用药将会更注重经济学价值。而医保控费的深入推进，不可避免加剧业内竞争。具体来看：

- 1) 仿制药企业将集体面临生存危机，产品线齐全的企业将有较大竞争优势，获得一定的估值溢价。
- 2) 创新药方面，优先审评同样加速国外创新药进入国内，带来一定冲击，国际化竞争不可避免。因此，国内注重长远布局、研发推进较快的创新药龙头企业，有望和原研品种抢时间和空间。
- 3) 医疗器械和 CRO 的空间依然巨大。目前，国内医药行业已经进入“创新周期”，CRO 企业将会极大地受益于政策红利，维持快速发展。同时，医疗器械有望受益于进口替代加速、国内医疗器械行业增速加快的机遇，进一步实现行业的景气。

**图 86：医药板块目前估值水平 (PE, TTM)**


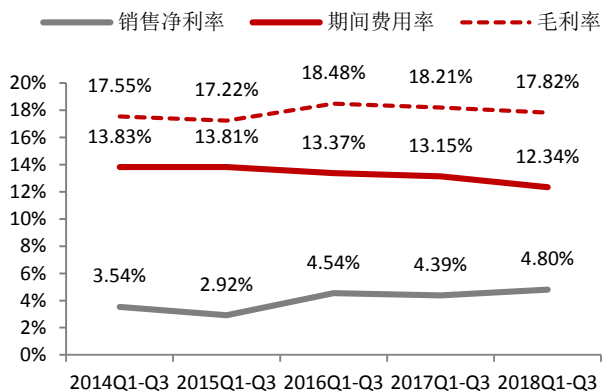
备注：行情数据更新至 11 月 15 日收盘。

数据来源：Wind，东方证券研究所

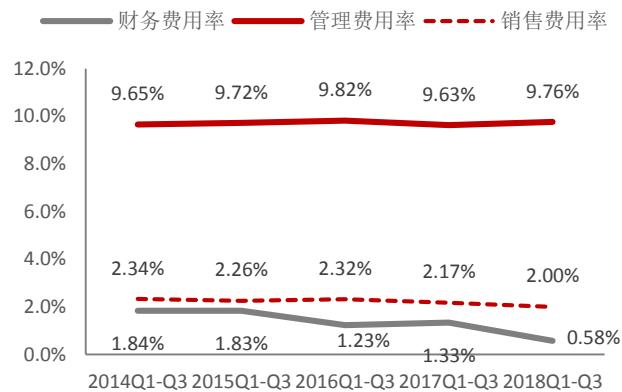
### 军工：有望延续良好的景气度水平

(1) 2019 年军工板块有望延续良好的景气度水平，伴随已经显现的资产负债表改善，利润表将继续好转。军工板块 15、16 年受军改影响大，17 年下半年开始影响逐渐消除，回款改善，18 年改善向上游传导外加补偿性采购，营收基本面出现拐点。

(2) 盈利能力方面，2015 年以来期间费用率的持续降低是导致净利率提升的主要原因之一。我们选取军工板块中 51 个核心标的作为研究对象，其综合销售净利率水平由 2015Q3 的 2.92% 提升至 2018Q3 的 4.80%；与此同时，毛利率水平由 2015Q3 的 17.22% 提升至 2018Q3 的 17.82%；期间费用率由 2015Q3 的 13.81% 降低至 2018Q3 的 12.34%，因此期间费用率的降低是导致净利率提升的主要原因。期间费用率中下降最为显著的是财务费用率，从 2015 年的 1.83% 降低至 2018 年的 0.58%。

**图 87：费用率水平下降是导致销售净利率提升的原因之一**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 88：期间费用率中下降最为显著的是财务费用率**


数据来源：Wind，东方证券研究所

### 通信 5G：拥抱 5G 主题，把握确定性成长机会

(1) 5G 是“十三五”计划和“中国制造 2025”战略的重点技术研发专项，于今年 3 月写进政府工作报告，展示了国家对于 5G 技术发展的决心。5G 技术具有重要的国家战略地位，按照时间规划，20 年商用脚步临近，市场预期升温，相关产业链公司将逐步开始受益。

(2) 5G 发牌在明年发牌具有较强的确定性。在过去十年的网络建设中，工信部一共发放了 3 张通信牌照。2009 年 1 月发放 3G 牌照，2013 年 12 月发放 4G TDD 牌照，2015 年 02 月发放 4G FDD 牌照。当前的宏观经济背景需要新政策来刺激内需、对冲海内外风险。通信网络建设则是拉动国内固定资产投资的重要手段，被打包进入相应的政策之中。因此 5G 牌照的发放具有必要性。

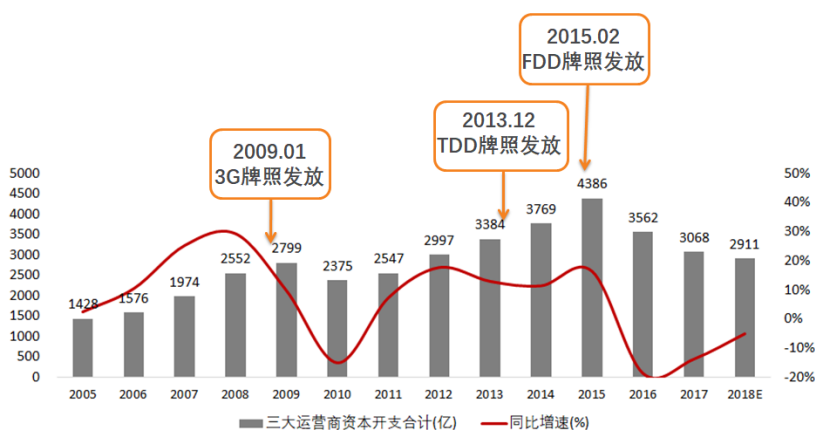
(3) 投资主线包括：a. 数据流量的爆发推动着云服务产业规模的不断增长，相关产业链上如成长确定性高的 IDC 行业具备投资机会。b. 关注 SIP 话机领域，具有抗周期属性、流动性好、成长确定性高的龙头公司。c. 5G 将迎来资本开支加速时期，设备商受益最大，关注天线和光模块机会。

表 4：3G/4G 发牌背景比较

时间	经济背景	政策措施
3G 时期	全球爆发金融危机，国内一时间产能过剩，需求疲软	四万亿计划
4G 时期	经济增速下滑，经济结构转型阵痛	深化改革，推进金融创新
5G 时期	中美贸易摩擦，国内流动性危机，股权质押风险	回购新规，化解股权质押办法，再融资政策

数据来源：互联网，东方证券研究所整理

图 89：运营商资本开支变化



数据来源：Wind，东方证券研究所

**（二）稳增长方面，重点关注权重蓝筹，以银行为代表的金融及地产为主。**稳增长政策的实施和推行，对于受政策影响较大的权重蓝筹股行情会有阶段性催化，银行为代表的金融板块和地产板块受益更明显：

(1) 较高的拨备率提升了银行板块的安全性。18 年一季度银监会通知降低拨备覆盖率要求以来，核心银行均大幅上调拨备覆盖率，实际行为与监管松动方向相反，体现了更为审慎的资产把控要求

与风险防范意识。18 年半年以来银行不良生成率虽有边际提高，但仍远低于当前银行平均不良率水平，表现为资产质量改善，新增资产质量由于议价能力的上升和风险偏好的降低而更优，由此银行不良率 19 年将仍处于稳健下行区间。从股价隐含不良率测算来看，市场估值隐含不良为 7%-9% 之间，与银监会公布的行业整体 3% 以下的不良率有明确倍数差。

(2) 当前银行板块整体估值安全边际较高，短期监管政策边际宽松，提升了板块配置吸引力。优质高收益率资产是当前银行保持盈利能力的关键，主动负债能力仍不可忽略。大行及具有地域优质资源优势的城商行在找到合意资产上更具优势，新增信贷超预期可能性更高。

**表 5：上市银行不良率下降、拨备覆盖率达到近年新高**

	不良贷款率			拨备覆盖率		
	2017	2018H1	2018Q3	2017	2018H1	2018Q3
上市银行合计	1.59%	1.55%	1.54%	177.18%	181.60%	196.55%
国有行合计	1.56%	1.52%	1.51%	171.54%	192.61%	194.75%
股份行合计	1.73%	1.70%	1.69%	176.66%	187.28%	190.40%
城商行合计	1.24%	1.17%	1.23%	270.22%	288.00%	257.13%
农商行合计	1.62%	1.51%	1.50%	217.49%	241.78%	257.45%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

(3) 地产板块方面，宽财政中性货币托底经济，2019 年政策组合对房地产相对友好。整体地产 14% 的 ROE 水平对应 1.5 倍 PB，投资吸引力仍在。此外，相对于 2018 年，2019 年地产龙头公司的现金流回收和规模增长有望更加具备优势，现金流量表和资产负债表的韧性更强，建议关注地产龙头公司。

(三)除了以上几个主要板块以外，我们认为一些结构性景气度有望提升的细分板块同样值得关注，主要为畜牧业、轨交和激光半导体设备的高端设备制造等。

畜牧业方面，2019 年猪周期拐点有望逐步确定，重点关注两条主线，一是猪周期拐点带来的生猪养殖板块和上游饲料、动物疫苗板块的机会，二是禽类养殖景气度持续带来的机会。

高端设备制造板块，轨交行业主要依靠财政主导投资，具备一定的抗经济周期性。当前时点，若财政政策更加积极，最有可能拉动轨交投资。公转铁政策推动机车货车需求迎来爆发式增长；高铁地铁通车高峰即将到来，动车组、城轨业务增长可期。半导体设备制造则主要受益于国家政策与资本集中涌入市场，所带来的行业资本开支和进口替代加速。

## 风险提示

### 一、宏观经济下行超预期

2019 年中国宏观经济增速下行压力依旧较大。压力主要来自于贸易形势不明朗所带来的外需波动，以及内需下滑。如果宏观经济下行超预期，那将会对 A 股走势带来较为明显的负面影响。

### 二、海外风险持续发酵

当前美股依然处于高位，2019 年美国的不确定性仍存在，联储加息的节奏尚存变数。商品和汇率的波动依然较大，明年海外风险存在持续发酵的可能。

### 三、国内政策推进不达预期

政策对于经济稳增长至关重要。财政和货币政策以及资本市场的监管政策是影响 2019 年 A 股市场的重要变量。如果政策推进不达预期，很大程度上意味着估值的提升会相对困难。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

