

政策呵护筑底，估值修复可期

2018年12月10日

【策略观点】

- ◆ 预计2019年消费、投资、进出口增速都存在一定下行压力，尽管2019年名义GDP增速回落，但房地产投资、基建投资和消费增速可能都将保持基本平稳，2019年中国经济仍将体现出一定韧性。2019年CPI或小幅走高，PPI年末增速放缓，2019年或低位运行。
- ◆ **2019年存预期修复空间。**2018年风险事件频出，悲观预期集中释放，19年风险点排雷、增量外资入市，将带来悲观预期的修复及资产价值的重估，而低估值为来年布局赢得机会。
- ◆ **明年财政货币两端更灵活有力。**为有效应对内需降速和外贸压力，三季度财政和货币端更加灵活有力。8月以来，基建增速触底反弹，部分经济数据率先回升，央行在三季度明确“稳健中性+合理充裕”，来年PPI-CPI剪刀差有望收窄，PPI向下CPI温和向上，货币政策回旋余地更大。
- ◆ **制度创新及对外开放创造新局面，沪数或于2500-3100点区间波动。**2019年，科创板及并购主题或贯穿全年，稳增长将持续为新旧动能转换保驾护航，政策引导下，新能源汽车、5G、大飞机、人工智能、物联网等新兴产业有望提速发展。我们认为2019年新经济新动能或超预期，政策呵护锚定总量增速后，对外开放提升外部竞争压力，新旧动能转换提速更加迫切。
- ◆ **新兴产业有望提速发展。****汽车：**自主替代进程深化下的零部件企业未来投资机会显现；寡头竞争格局较为确定，具有行业整合能力的新能源汽车锂电环节龙头有望收获超额收益；高镍三元正极成布局重点，建议关注高镍三元相关标的。**电子：**5G前夕，下游需求仍在酝酿，建议关注各板块细分领域的成长机会。国产化加速和龙头厂商市场份额的提升将是2019年的投资主旋律。**计算机：**以信息化为主线，寻找业绩确定性机会。企业信息化有多种实现形式，其中云计算可以算作是一条捷径，我们看好明年围绕云计算领域的投资机会。另外，医疗信息化的新一轮建设周期开启，相关公司的业绩确定性较强。在新兴技术方面，我们看好明年落地的5G，以及5G落地后车联网的相关投资机会。

【风险提示】

- ◆ 宏观经济下行；油价波动；商誉减值压力；退市潮；解禁减持压力；人民币贬值压力；房价承压等。

东方财富证券研究所

证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：张海燕

电话：021-23586480

相关研究

《基本养老保险基金年报点评》

2018.11.28

《纾困优质民企，聚焦地方龙头企业》

2018.11.07

《两融余额继续减少，北上资金小幅流出》

2018.09.13

《外贸方面问题仍有待市场消化》

2018.09.10

《自3月份以来大股东首度单月净增持》

2018.09.06

正文目录

1. 庖丁解牛：经济增速向下，静候投资、内需拐点	4
1.1. GDP 增速降至 6.5%，温和通胀继续	4
1.1.1. 宏观经济承压下行，18Q3 GDP 降至 6.5%	4
1.1.2. 温和通胀进行时，PPI、CPI 增速可控	5
1.2. 固定资产投资增速 9 月起回升，基建稳增长发力	6
1.2.1. 基建投资：基建补短板接力，来年增速有韧性	7
1.2.2. 制造业投资：内需疲软、外需受限，明年存下行压力	8
1.2.3. 房地产投资：增速回落，景气度持续下行	9
1.3. 消费增速下行，汽车销量同比转负	11
2. 有形之手：货币政策更灵活，财政政策更积极	11
2.1. 货币政策：稳健中性转向“稳健灵活适度”	12
2.2. 财政政策：“减税降费稳增长”重拳出击	13
3. A 股策略：政策红利与外部环境的博弈	14
3.1. 大势研判：政策端、盈利端、估值端修复风险偏好	15
3.3.1. 政策端：政策呵护，情绪底显现	15
3.3.2. 盈利端：ROE 小幅下降，净利润下滑	16
3.3.3. 估值端：主板指数低估值构建安全边际	17
3.2. 资金流向：增量资金为 A 股估值回升奠定基础	20
3.2.1. 南水北进——沪（深）股通年内净增持约 2722 亿	20
3.2.2. MSCI 提高权重——有望为 A 股带来长期资金	22
3.2.3. 纳入富时指数——带来增量资金	22
3.2.4. 沪伦通开通在即——有望带动 A 股估值修复	22
3.3. 2019 年权益投资潜在风险点	23
3.3.1. 商誉减值压力	23
3.3.2. 退市潮首现	23
3.3.3. 解禁减持压力	23
3.3.4. 人民币贬值压力	24
3.3.5. 油价波动	24
3.3.6. 房价承压	24
4. 新兴产业有望提速发展	25
4.1. 汽车	25
4.2. 电子	25
4.3. 计算机	26
5. 风险提示	27

图表目录

图表 1：消费对 GDP 增长贡献进一步上升	4
图表 2：新出口订单 PMI 和进口 PMI 跌至荣枯线以下	4
图表 3：CPI、PPI 当月同比	5
图表 4：CPI 与 PPI 差值趋势向上，PPI 累计同比趋向收窄	5
图表 5：固定资产投资同比增长	5
图表 6：固定资产投资同比增速连续三个季度下行	7
图表 7：固定资产投资完成额累计增速触底回升	7
图表 8：固定资产投资完成额累计同比	8
图表 9：基建投资——铁路运输业累计增速由负转正	8
图表 10：工业品价格上行，制造业投资增速回升	9
图表 11：工业企业利润仍在高位	9
图表 12：商品房销售面积累计同比增速持续下滑	10

图表 13: 房地产开发投资完成额同比平稳.....	10
图表 14: 房屋竣工面积下滑.....	10
图表 15: 本年购置土地面积.....	10
图表 16: 待开发土地面积增加.....	10
图表 17: 前三季度土地购置费超过 17 年全年.....	10
图表 18: 消费增速下行.....	11
图表 19: 建筑装潢、家用电器消费增速下滑.....	11
图表 20: 汽车销量大幅下滑.....	11
图表 21: 汽车库存处在高位.....	11
图表 22: 2018 年 1-10 月社会融资规模新增 16.1 万亿元.....	12
图表 23: 2018 年中美利差走扩.....	12
图表 24: M2 增速低于 GDP 和 CPI 增速之和.....	13
图表 25: 2018 年央行四次降准.....	13
图表 26: 2018 年部分减税降费政策梳理.....	14
图表 27: 资本市场政策发力.....	15
图表 28: 实体经济稳增长政策发力.....	15
图表 29: A 股重要制度改革简述.....	16
图表 30: 民企纾困政策.....	16
图表 31: ROE 进入小幅下降.....	17
图表 32: 净资产收益率(整体法)(同比增长率)%.....	17
图表 33: 营业收入合计(同比增长率)%.....	17
图表 34: 动态估值处于历史低位.....	18
图表 35: PE_TTM (2010 年初至 2018 年 11 月 27 日).....	18
图表 36: PB_LYR (2010 年初至 2018 年 11 月 27 日).....	19
图表 37: 申万一级行业 PB_MRQ、PE_TTM 所处分位数.....	19
图表 38: 截止 2018 年 11 月 28 日, 北向资金累计净买入 6196.83 亿元.....	20
图表 39: 截至 11 月 28 日, 沪(深)股通年内净增持约 2722 亿.....	21
图表 40: 北向资金偏爱蓝筹股.....	21
图表 41: A 股纳入 MSCI 指数进程.....	22
图表 42: 2019 年 A 股解禁压力不小, 但较 2018 年有所改善.....	24

1. 庖丁解牛：经济增速向下，静候投资、内需拐点

1.1. GDP 增速降至 6.5%，温和通胀继续

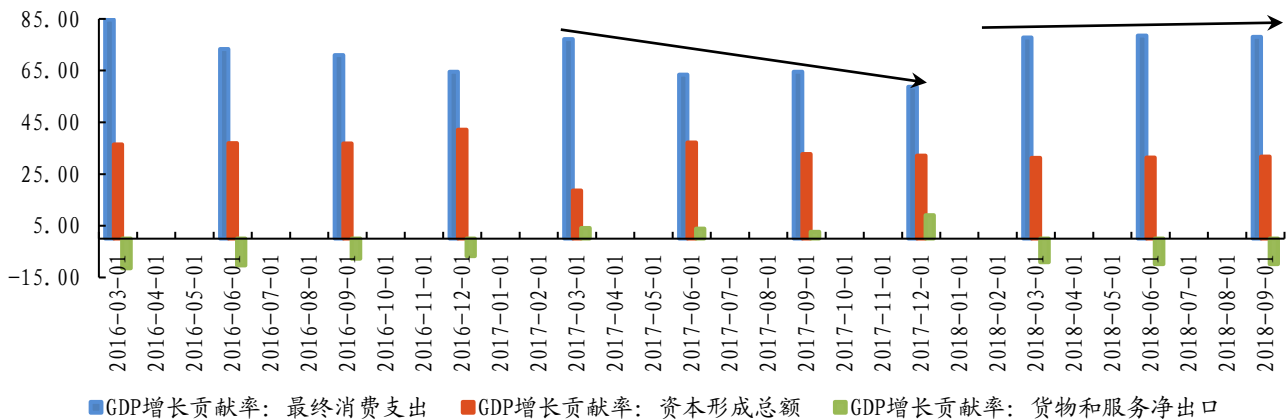
1.1.1. 宏观经济承压下行，18Q3 GDP 降至 6.5%

2018 年 1-9 月，我国 GDP 增速降至 6.7%，三季度 GDP 增速降至 6.5%，创 2009 年一季度（6.4%）以来的低点。消费对 GDP 增长贡献进一步上升，进出口对 GDP 增长贡献率下降。

今年 1-10 月，我国固定资产投资额为 547567.00 亿元，累计同比增速 5.7%，同时出口方面，受贸易战影响，出口增速后期仍有下行的可能。

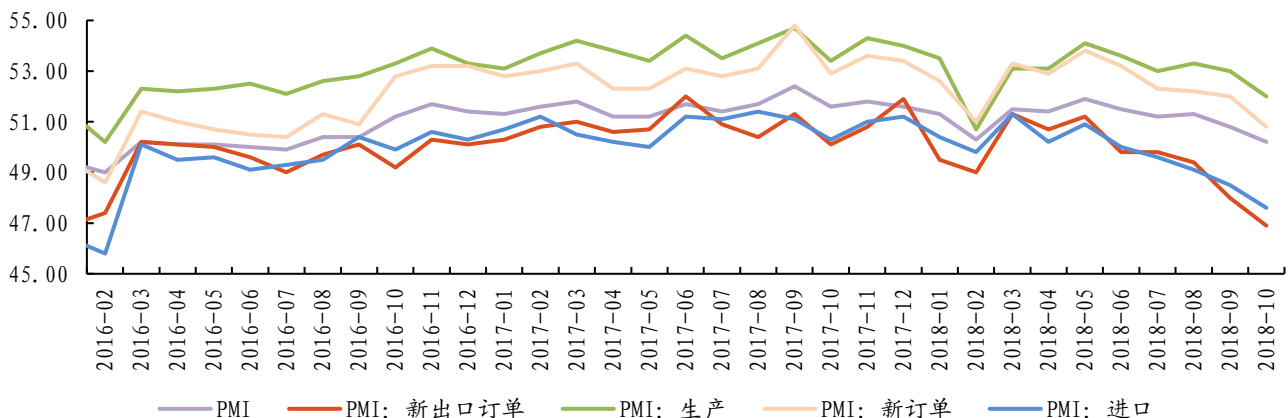
投资、消费、出口数据疲软。（1）2018 年 8 月，固定资产投资增长率降至历史低位 5.3% 后触底回升，2018 年 10 月增速达到 5.7%。固定资产投资增速 18Q2 首度低于 GDP 增速，并呈持续下行趋势。基建投资增速降至%。（2）零售数据增速放缓，汽车家电销售增速走弱。1-9 月全社会消费零售总额增长 9.3%，创 2004 年以来新低。（3）贸易战约束出口数据承压，10 月 PMI 新出口订单指数创 33 个月新低。制造业 PMI 新出口订单数据走弱，贸易战对出口造成一定影响。

图表 1：消费对 GDP 增长贡献进一步上升



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 2：新出口订单 PMI 和进口 PMI 跌至荣枯线以下



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

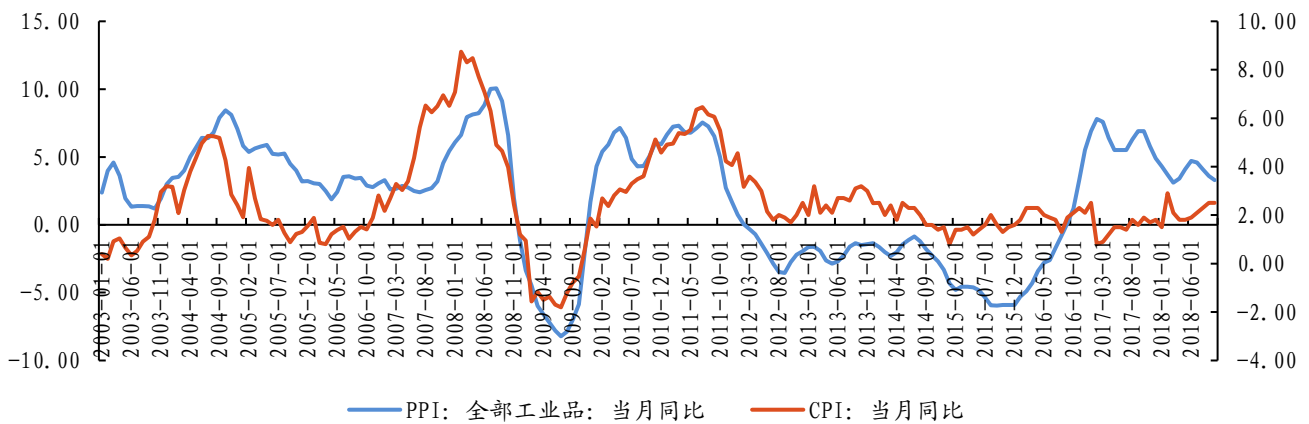
预计 2019 年消费、投资、进出口增速都存在一定下行压力，尽管 2019 年名义 GDP 增速回落，但房地产投资、基建投资和消费增速可能都将保持基本平稳，2019 年中国经济仍将体现出一定韧性。

1.1.2. 温和通胀进行时，PPI、CPI 增速可控

2018 年，我国 CPI 同比温和波动，食品价格当月同比呈“倒 N 型”，PPI 全部工业品当月同比呈“N 形”，1-10 月，PPI 当月同比在 3.1%至 4.7%区间波动，食品 CPI 当月同比在 2 月份见高点（4.4%）后，4-7 月食品 CPI 同比相对温和，8 月-10 月，寿光水灾等极端天气及非洲猪瘟影响下，食品价格持续上涨，食品 CPI 9、10 月连续两月位于 3%以上（3.6%/3.3%）。

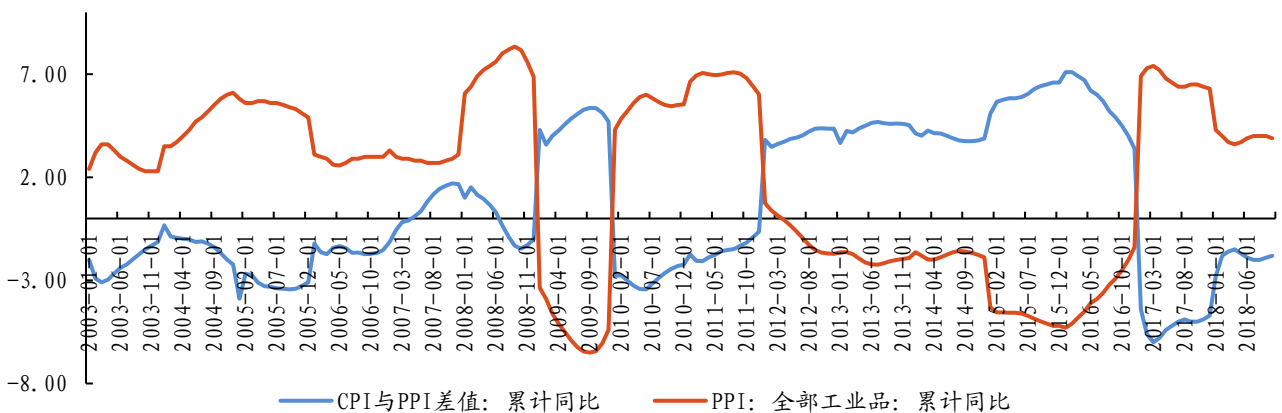
对比历史数据趋势，PPI 累计同比增速自 2017 年 3 月见顶后持续下行，但仍处于相对高位，CPI 与 PPI 剪刀差则由负值持续收窄至-1.8%，预计后续剪刀差有望转正。

图表 3: CPI、PPI 当月同比



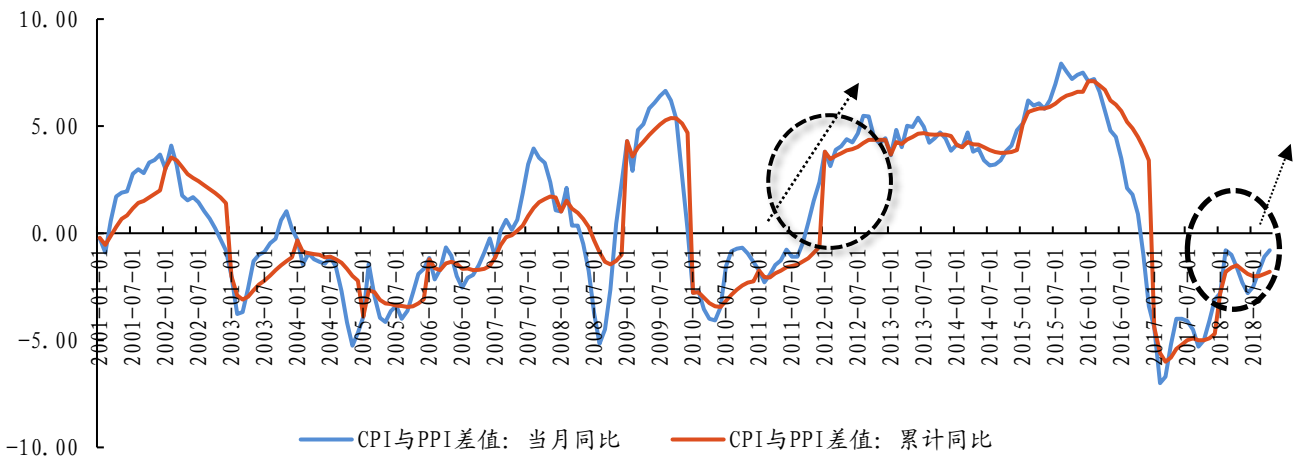
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 4: CPI 与 PPI 差值趋势向上，PPI 累计同比趋向收窄



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 5: 固定资产投资同比增长



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2019 年 CPI 或小幅走高: 猪肉价格环比上升, 鲜菜价格环比下降。历年 10 月季节性下降, 而今年环涨 1.0%, 显示猪瘟仍对猪价产生推升作用, 但影响幅度较此前 2 个月已经有所弱化。预计至 19 年上半年猪瘟对猪肉价格的推升作用进一步弱化。

PPI 年末增速放缓, 2019 年或低位运行。 受供给侧改革及国际原油价格重心上移带动, 2018 年度钢铁、煤炭及化工品价格大幅上涨, 但 PPI 同比增速 10 月份已降至 3.3%, 较 9 月下行 0.3%。在供需平衡、内需偏弱 (汽车等行业增速放缓) 背景下, 2019 年黑色系金属价格上行空间可控, 叠加高基数因素, 明年 PPI 同比增速大概率低位运行。

1.2. 固定资产投资增速 9 月起回升, 基建稳增长发力

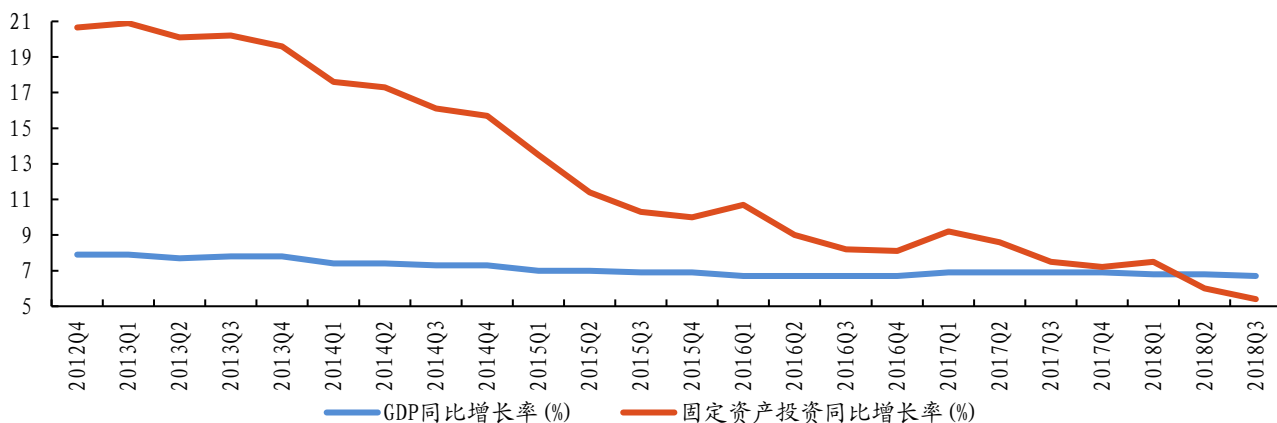
2018 年 8 月, 固定资产投资增长率降至历史低位 5.3%, 并开始触底回升, 2018 年 10 月增速达到 5.7%。

从三大分项上看, 18 年以来, 基建投资增速大幅回落, 9 月触底反弹, 制造业回升, 房地产平稳。

10 月制造业投资增速继续上行至 9.1%。6 月以后, 制造业利润总额累计同比增速逐步回落, 从高点 14.3% 下滑至 9 月 12.5%。在盈利回落背景下投资逆势上行, 制造业固定资产投资累计同比增速从 3 月的 3.8% 连续上行至 10 月的 9.1%。

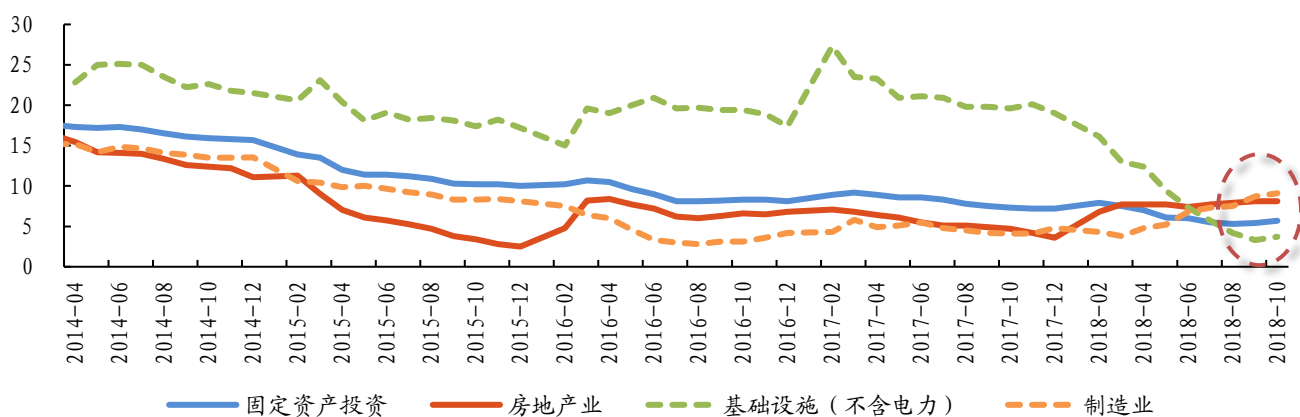
1-10 月份, 全国完成固定资产投资增速比前三季度提高 0.3 个百分点, 继 9 月份增速企稳后继续回升, 其中, 基础设施投资增速触底回升, 民间投资增速也进一步加快。投资数据的回暖, 意味着下半年以来国家出台的多项促进基建投资稳定发展的政策措施效果开始显现, 对有所加大的经济下行压力也有所缓释。长期来看, 基建投资能否企稳回升, 需持续跟踪资金到位情况。

图表 6: 固定资产投资同比增速连续三个季度下行



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 7: 固定资产投资完成额累计增速触底回升



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.2.1. 基建投资: 基建补短板接力, 来年增速有韧性

2018 年, 在地方专项债和基建补短板双轮驱动下, 我国基建投资当月及累计增速先后于 8、9 月份触底回升。10 月, 基建投资 (不含电力) 当月增速为 6.7%, 较 9 月增速回升 8.5 个百分点; 1-10 月, 基建投资 (不含电力) 累计增速为 3.7%, 较上期回升 0.4 个百分点, 累计增速年内首次回升。

节奏上, 我国基建投资增速 (当月同比) 前 8 月连续下滑, 1-6 月基建增速持续收窄, 7 月转负, 8 月触底, 9、10 月基建投资增速连续两月反弹。

(1) 地方专项债加快发行, 基建投资触底反弹。

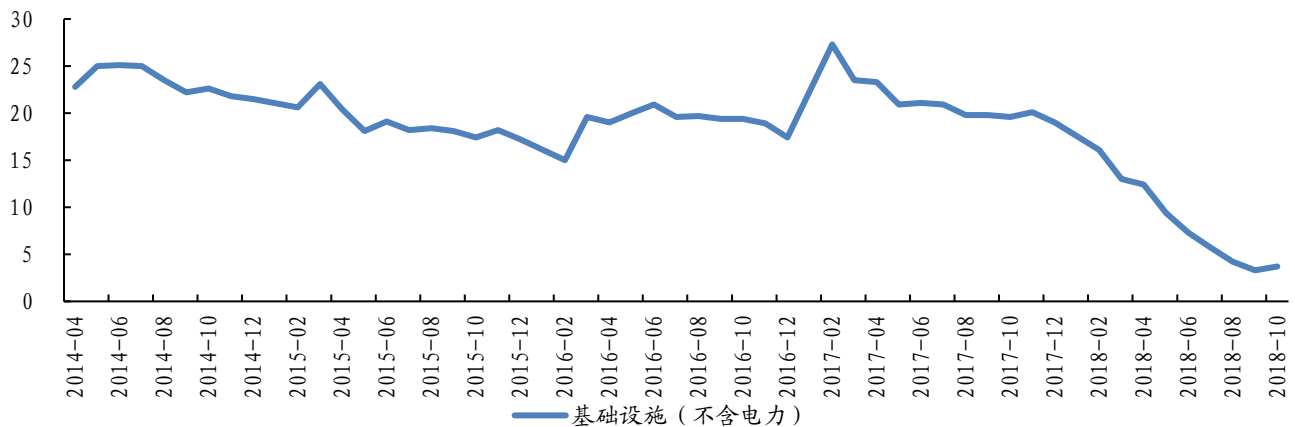
1-10 月, 地方政府专项债累计发行 1.78 万亿, 超额完成 1.35 万亿额度。此前的 8 月 14 日, 财政部印发了《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》, 意见要求各地至 9 月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%, 剩余的发行额度应当主要放在 10 月份发行。

(2) 基建补短板接力, 基建增速回升有韧性。

10 月 31 日, 国务院办公厅发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》, 前期停缓建的基建项目陆续开工复工, 水利、公共设施累计增速触底, 铁路基建项目进度加快, 11 月后补短板政策将陆显效并延续至 2019 年。预计 2019 年上半年基建投资增速韧性较强, 但考虑到前 10 月基建投资累计增

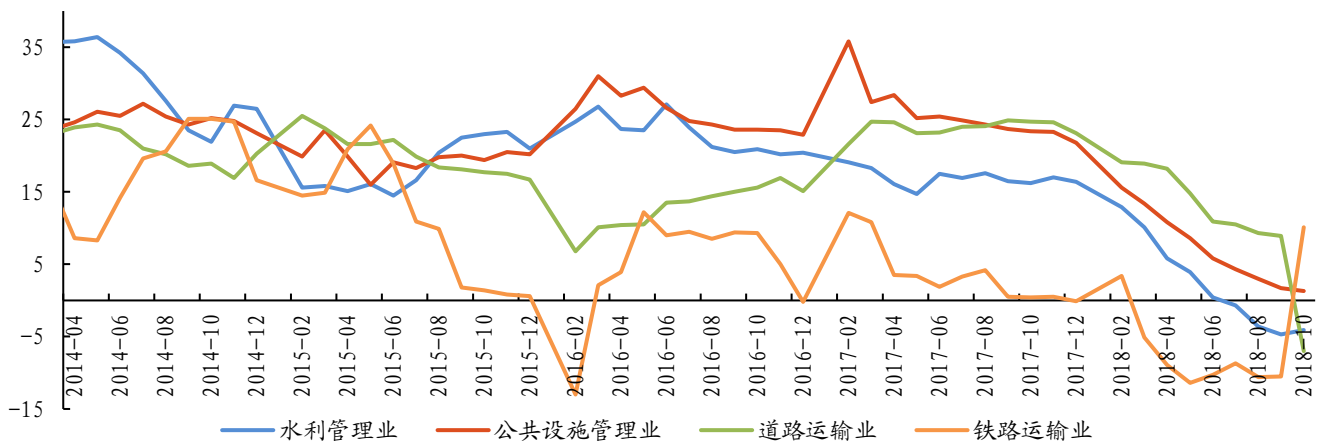
速水平较低，基建投资回暖的水平仍有限。

图表 8：固定资产投资完成额累计同比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 9：基建投资—铁路运输业累计增速由负转正



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.2.2. 制造业投资：内需疲软、外需受限，明年存下行压力

2018 年，我国制造业累计投资增速持续回升，1-9 月累计同比增速为 8.7%，较去年同期加快 4.3 个百分点。相比固定资产投资增速的疲弱，今年制造业投资增速回暖并非需求驱动，得益于供给侧改革的稳步推进，本轮制造业扩张实现了结构优化，高科技产业工业增加值高速增长。

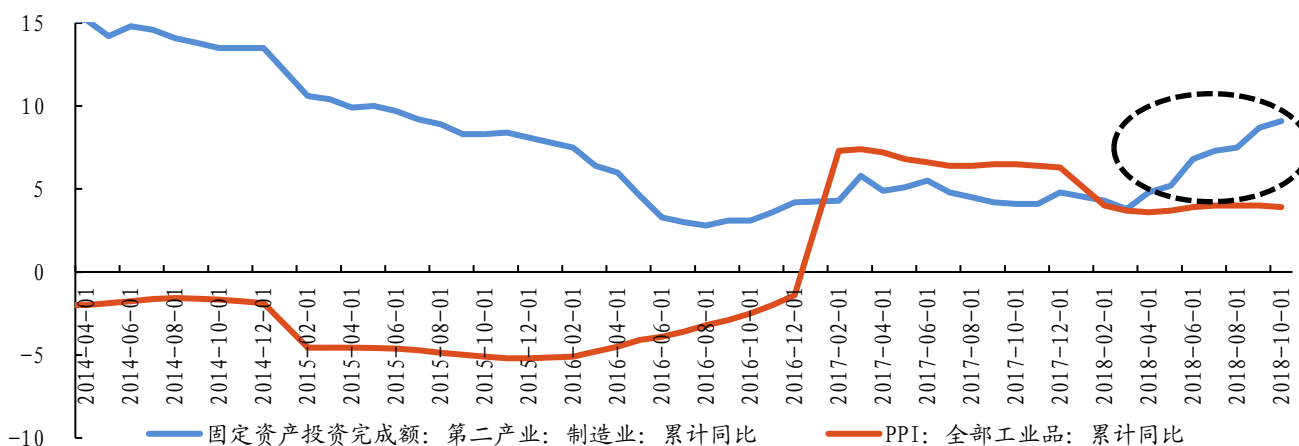
(1) 供给侧改革及环保约束下，钢铁冶炼、非金属矿物制品业企业投资动力增强，在生产线上、技改以及环保设备等领域投资增加。10 月份，黑色金属冶炼和压延加工业工业增加值增长 10.1%，有色金属冶炼和压延加工业增长 8.7%。

(2) 新旧动能转换，中高端制造业发力。受益于国家大基金和创新政策等支持，中高端制造业一直保持较高增速，10 月份，通用设备制造业工业增加值增长 6.8%，专用设备制造业增长 8.1%。

(3) 高科技产业维持高速增长。10 月份，计算机、通信和其他电子设备制造业工业增加值增长 14.6%。

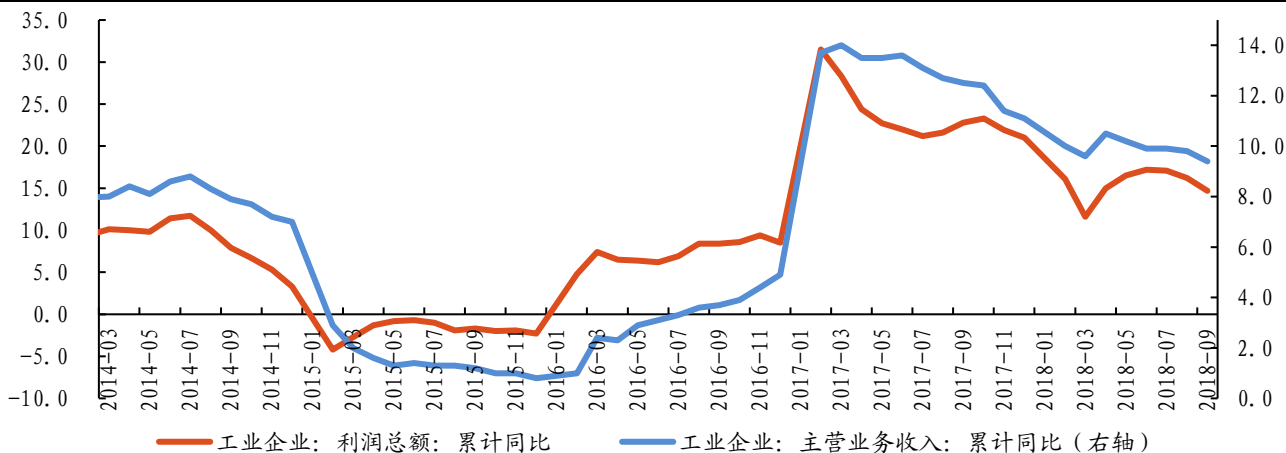
考虑到 2018 年工业企业利润增速较 2017 年已有所放缓，预计 2019 年制造业投资增速将有所放缓。

图表 10: 工业品价格上行, 制造业投资增速回升



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 11: 工业企业利润仍在高位



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.2.3. 房地产投资: 增速回落, 景气度持续下行

2018 年 1-10 月份, 全国房地产开发投资和商品房销售面积较 1-9 月回落 0.2 和 0.7 个百分点。其中, 全国房地产开发投资 99325 亿元, 同比增长 9.7%; 商品房销售面积 133117 万平方米, 同比增长 2.2%; 商品房销售额 115914 亿元, 同比增长 12.5%, 增速回落 0.8 个百分点。

(1) 土地市场逐渐降温, 明年土地购置费增速将回落。

1-10 月房地产投资累计增速为 9.7%, 较 9 月下降 0.2 个百分点, 主要由土地购置费支撑, 今年房地产投资增速无压力, 预计在 9% 以上。然而, 当前土地市场逐渐降温, 对房地产投资构成一定压力。

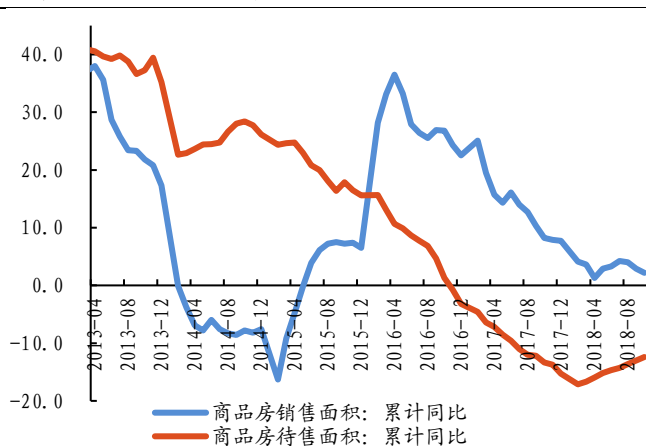
(2) 三四线城市下行, 一二线城市回暖。

长期信贷水平较弱也印证房地产市场处于疲弱状态, 预计后期房地产投资仍有下行的压力。2018 年以来房地产投资增长的韧性主要来自于土地购置费的增长, 去除掉土地购置费后的房地产投资的增速整体成下行的趋势。而根据交易情况来判断, 土地购置费目前已达到峰值, 后期难以持续上行。

10 月房地产投资的下行预计受两方面原因所致: (1) 百城土地成交总价增速处于下行通路, 土地购置费增速下行引致房地产投资疲弱。(2) 10 月销售面积增速下行, 其中三、四线城市下行, 一、二线城市略有回暖, 总体上对

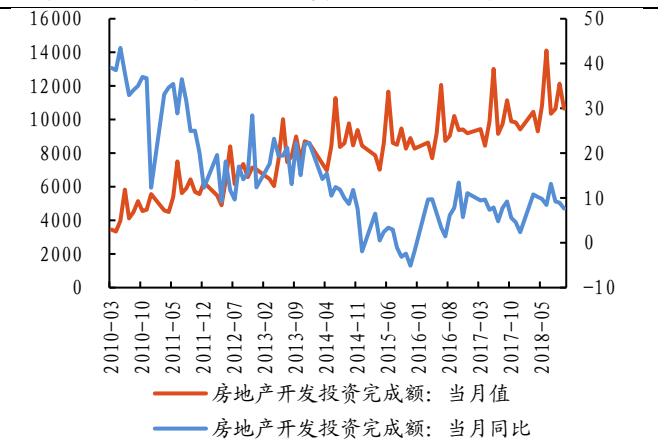
建安费用产生压力。

图表 12: 商品房销售面积累计同比增速持续下滑



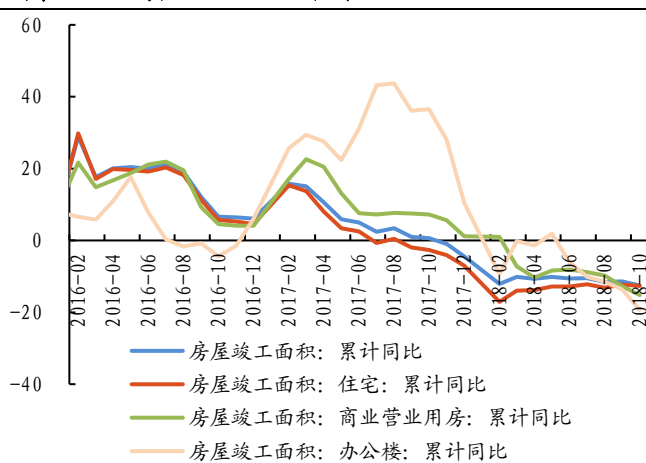
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 13: 房地产开发投资完成额同比平稳



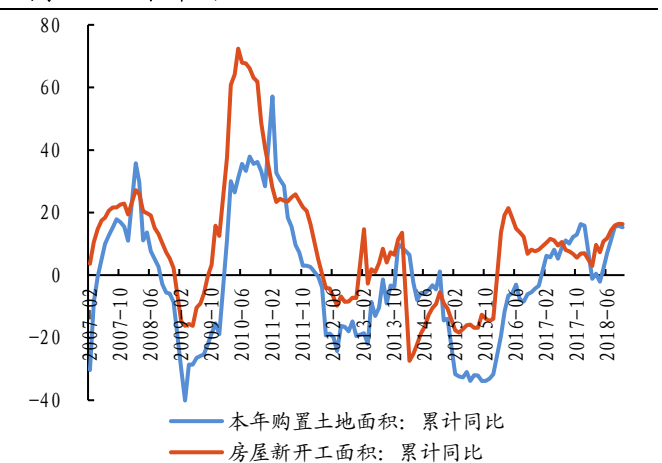
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 14: 房屋竣工面积下滑



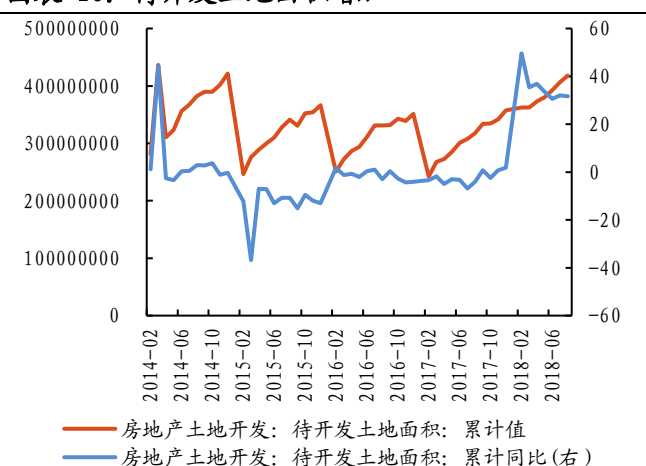
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 15: 本年购置土地面积



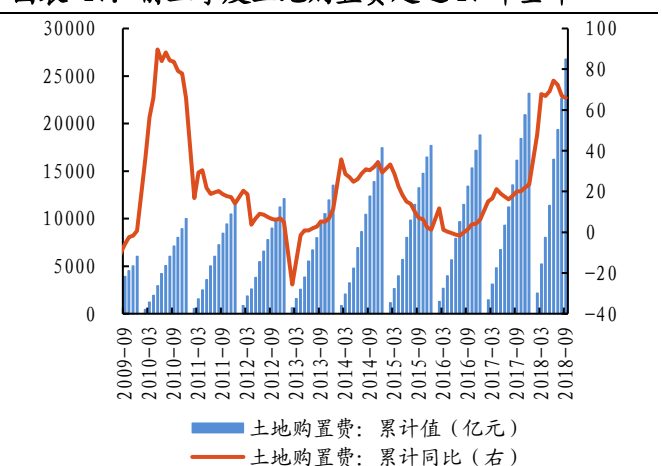
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 16: 待开发土地面积增加



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 17: 前三季度土地购置费超过 17 年全年



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2018 年 10 月全国首套房贷款平均利率达到 5.71%，相当于基准利率 1.165 倍，环比上升 0.18 个百分点。2018 年 11 月，北京、深圳出现部分银行下调房贷利率的现象，而深圳、北京之外，杭州、南京、广州、佛山、厦门等多个城市近期也都出现了这种情况，这也是自去年以来首次多城同时出现房贷利率下调。2019 年，如果经济下行压力继续加大，有放松一二线地产刚需调控的可能

性。

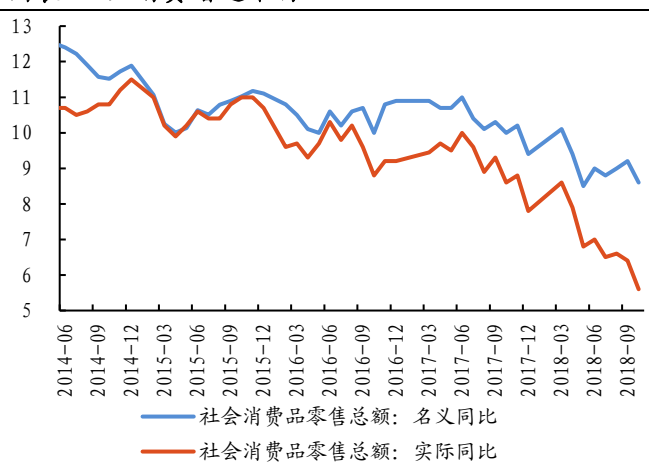
1.3. 消费增速下行，汽车销量同比转负

2018 年消费增速持续下滑。2018 年 10 月社会消费品零售总额名义同比增长 8.6%，较 9 月同比增长率下降 0.6 个百分点。10 月日用消费品增速 10.2%，累计同比增速 9.2%，不改下行趋势。房地产后端建筑装潢、家用电器消费增速下滑。

汽车消费持续低迷，对今年消费持续拖累。2018 年 1-10 月乘用车销量累计 1926.5 万辆，累计增速-1.21%，较上年同期下降 3.69 个百分点。主要是受到中美贸易战、去杠杆等因素的影响。

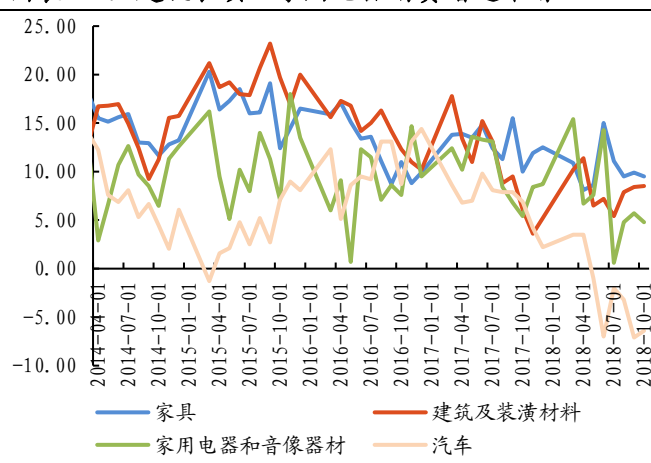
促进消费品市场的政策亦可能与贸易投资国际合作的深化同时展开，进口关税税率（特别是消费品）亦可能进一步下调。

图表 18：消费增速下行



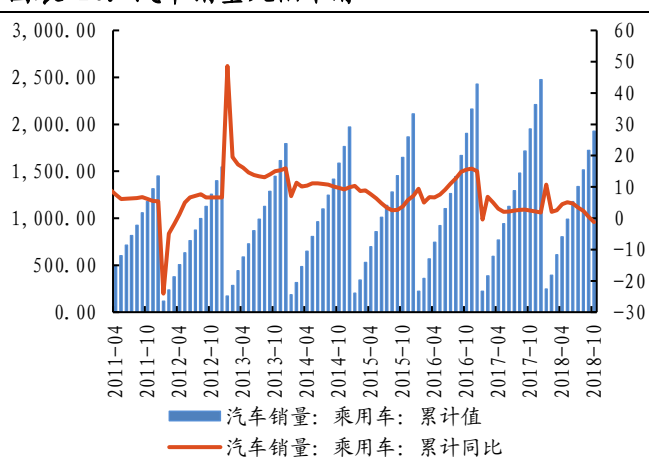
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 19：建筑装潢、家用电器消费增速下滑



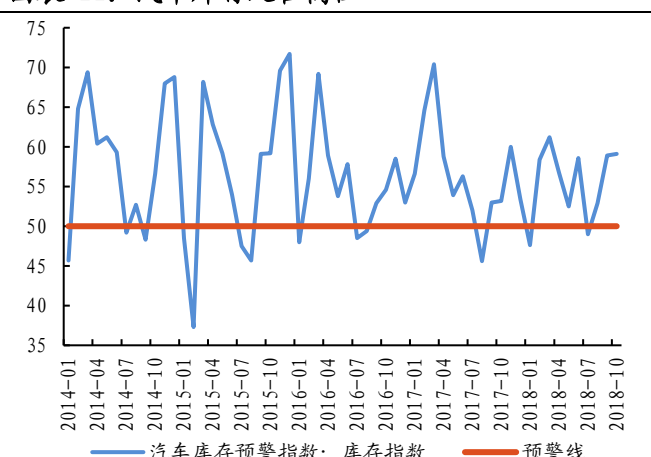
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 20：汽车销量大幅下滑



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 21：汽车库存处在高位



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2. 有形之手：货币政策更灵活，财政政策更积极

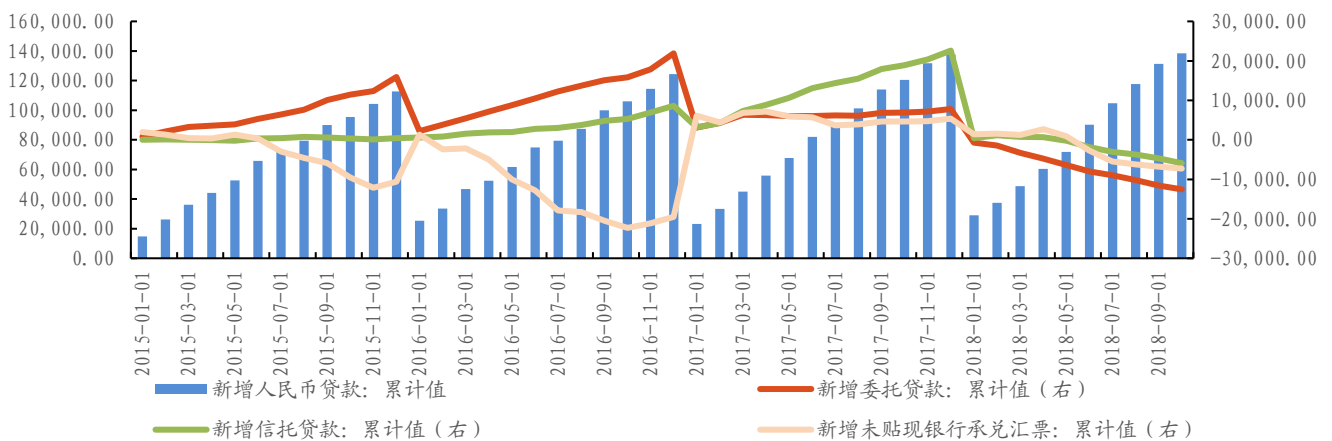
2018 年 1-10 月社会融资规模新增 16.1 万亿元，同比减少 39.29%，表内贷款增加，委托贷款、信托贷款、银行汇票票据大幅减少。今年以来，我国贷款保持较快增长、银行体系流动性合理充裕、无风险利率明显下行，央行主动

降低货币投放增速，在保持合理充裕流动性前提下，着眼疏通货币传导机制，并引导资金利率下行。

11 月底，我国十年期和一年期国债到期收益率为 3.36%和 2.48%，较上年末(3.88%/3.79%)分别下降 52 和 151 个基点，金融机构人民币贷款加权平均利率(票据融资)由上年末的 5.23%回落至 9 月底的 4.23%。综上，虽然 18 年 M2 同比增速低位波动，但短期资金利率明显回落，企业融资成本显著降低，这和央行疏通货币传导机制及灵活投放相关。

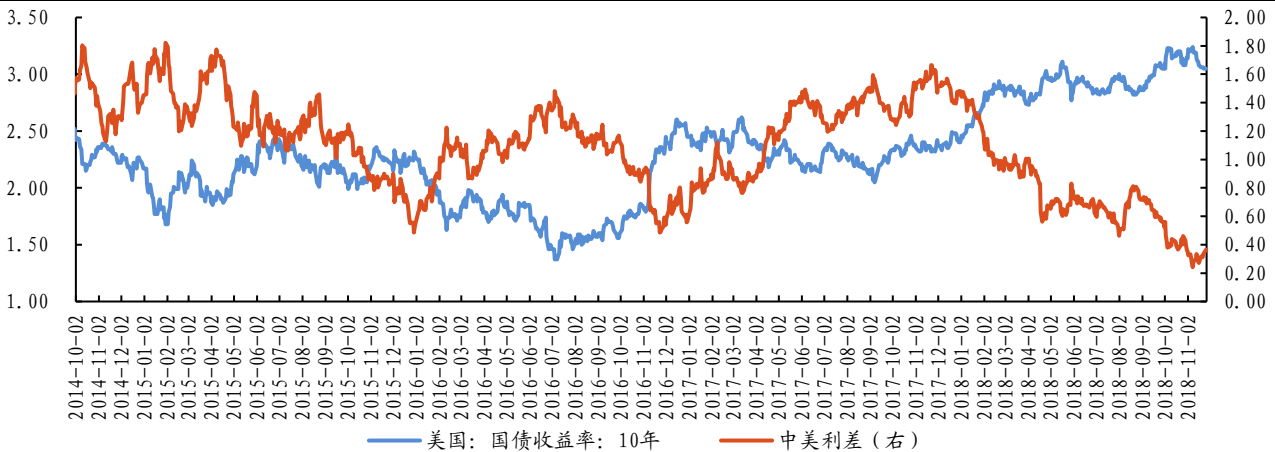
2018 年，美国为首的发达市场先后进入缩表周期，美联储年内多次加息，推升美国国债收益率，其中中美 10 年期国债名义收益率已倒挂。这加剧了人民币贬值压力，但总体上我国宏观经济稳中向好的势头未变，转型升级潜力较大，人民币汇率尚不存在大幅贬值基础。

图表 22: 2018 年 1-10 月社会融资规模新增 16.1 万亿元



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 23: 2018 年中美利差走扩

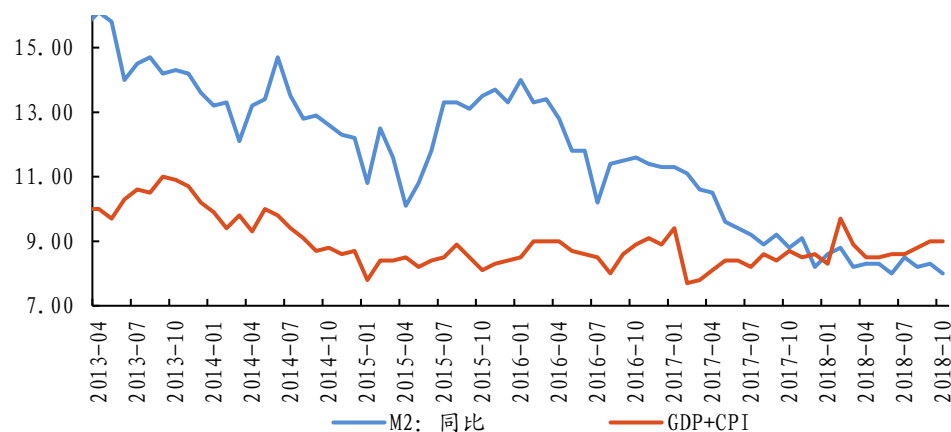


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2.1. 货币政策: 稳健中性转向“稳健灵活适度”

2018 年我国货币政策从一季度末的稳健中性向稳健灵活适度过渡。18 年首次出现 M2 增速低于 GDP 和 CPI 增速之和的现象。在稳增长和保就业为主要最终目标下，中介目标仍以数量型为主，M2 和社融增速 2019 年维持反弹的趋势概率较高。

图表 24: M2 增速低于 GDP 和 CPI 增速之和



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2018 年内多次降准确认了央行保持流动性合理充裕的态度, 有助于市场交易的重新活跃。中国人民银行表示, 将继续实施稳健中性的货币政策, 不搞大水漫灌, 注重定向调控, 保持流动性合理充裕, 引导货币信贷和社会融资规模合理增长, 为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

我们认为, 2019 年经济增长承压, 国家调控将更注重稳增长, 货币政策也将会向“稳增长、保就业”倾斜, 货币政策由灵活适度的货币政策切换至稳增长为首要目标的稳健略宽松的货币政策。中介目标以数量型为主, 以价格型为辅, 不排除降息可能性。

图表 25: 2018 年央行四次降准

时间	降准范围	降准幅度	主要考虑
1 月 25 日	普惠金融领域贷款余额或增量达到一定标准的商业银行	0.5%-1%	支持普惠金融
4 月 25 日	大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行	1%	要求相关金融机构把新增资金主要用于小微企业贷款投放, 并适当降低小微企业融资成本, 改善对小微企业的金融服务。
7 月 5 日	大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行和外资银行	0.50%	支持市场化、法治化“债转股”和小微企业融资。
10 月 15 日	大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行	1%	优化流动性结构, 增强金融服务实体经济能力。

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2.2. 财政政策: “减税降费稳增长”重拳出击

2018 年, 财政政策更加积极, 财政赤字规模创新高, 2016/2017 年政府财政赤字预期目标达 2.18 和 2.38 万亿元, 财政赤字率目标提升至 3%; 2017 年中央财政支出占 14.68%, 地方财政支出占 85.32%。在保持较高财政投入力度和支出强度的同时, 积极财政政策的主要着力点是体现在加大减税降费力度、降低实体经济成本上。2013—2017 年, 实施营改增改革已累计减税 2.1 万亿元, 加上采取小微企业税收优惠、清理各种收费等措施, 共减轻市场主体负担 3 万多亿元。

图表 26: 2018 年部分减税降费政策梳理

时间	机构	措施	内容
11 月 29 日	税务总局	下一步中国还将推出更大规模减税降费举措	国家税务总局局长王军在法国巴黎举行的税收征管论坛 (FTA) 指导委员会会议今年实施的增值税降低税率、个人所得税改革等措施取得了明显的减税效果, 下一步中国还将推出更大规模、更具实质性和普惠性的减税降费举措。
11 月 23 日	财政部	《关于调整天然气进口税收优惠政策有关问题的通知》	在 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间, 经国家准许的进口天然气项目进口天然气价格高于国家天然气销售定价的情况下, 将相关项目进口天然气的进口环节增值税按该项目进口天然气价格和国家天然气销售定价的倒挂比例予以返还。
11 月 16 日	税务总局	《关于实施进一步支持和服务民营经济发展若干措施的通知》	国家税务总局从“确保促进民营企业减税降负、增进民营企业办税便利、精准帮扶助力民营企业纾困解难”等 5 大方面 26 条具体举措支持民营经济发展。通知要求确保各项措施落实见效, 确保优惠政策落实到位, 确保企业社保缴费实际负担有实质性下降。
10 月 1 日	国务院	十一月起我国降低部分商品最惠国税率	根据国务院第二十六次常务会议决定, 国务院关税税则委员会发布公告, 自 2018 年 11 月 1 日起, 降低部分商品的最惠国税率。本次降税商品共 1585 个税目, 约占我国税目总数的 19%, 平均税率由 10.5% 降至 7.8%, 平均降幅为 26%。今年以来, 经过连续多次自主调整, 我国关税总水平将由上年的 9.8% 降至 7.5%, 平均降幅达 23%。
9 月 5 日	财政部, 税务总局	《关于金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税政策的通知》	自 2018 年 9 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日, 对金融机构向小微企业、微型企业和个体工商户发放小额贷款取得的利息收入, 免征增值税。
3 月 28 日	国务院	5 月 1 日起制造业等行业增值税税率降至 16%	国务院总理李克强 3 月 28 日主持召开国务院常务会议, 确定深化增值税改革的措施, 进一步减轻市场主体税负; 会议决定, 从 2018 年 5 月 1 日起, 一是将制造业等行业增值税税率从 17% 降至 16%, 将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从 11% 降至 10%, 预计全年可减税 2400 亿元。二是统一增值税小规模纳税人标准。将工业企业和商业企业小规模纳税人的年销售额标准由 50 万元和 80 万元上调至 500 万元。

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3. A 股策略: 政策红利与外部环境的博弈

2018 年, 宏观经济下行压力笼罩下, 中美贸易战、美元加息周期等外部事件持续冲击市场, A 股指数深度调整。10 月中下旬, 科创板、并购重组松绑及纾困民企组合拳带动下, 市场信心得以修复, A 股政策底和情绪底显现。(1) 2019 年存预期修复空间。2018 年风险事件频出, 悲观预期集中释放, 19 年风险点排雷、增量外资入市, 将带来悲观预期的修复及资产价值的重估, 而低估值为来年布局赢得机会。(2) 明年财政货币两端更灵活有力。为有效应对内需降速和外贸压力, 三季度财政和货币端更加灵活有力。8 月以来, 基建增速触底反弹, 部分经济数据率先回升, 央行在三季度明确“稳健中性+合理充裕”, 来年 PPI-CPI 剪刀差有望收窄, PPI 向下 CPI 温和向上, 货币政策回旋余地更大。(3) 制度创新及对外开放创造新局面, 沪数或于 2500-3100 点区间波动。2019 年, 科创板及并购主题或贯穿全年, 稳增长将持续为新旧动能转换保驾护航, 政策引导下, 新能源汽车、5G、大飞机、人工智能、物联网等新兴产业有

望提速发展。我们认为 2019 年新经济新动能或超市场预期，政策呵护锚定总量增速后，对外开放提升外部竞争压力，新旧动能转换提速更加迫切。

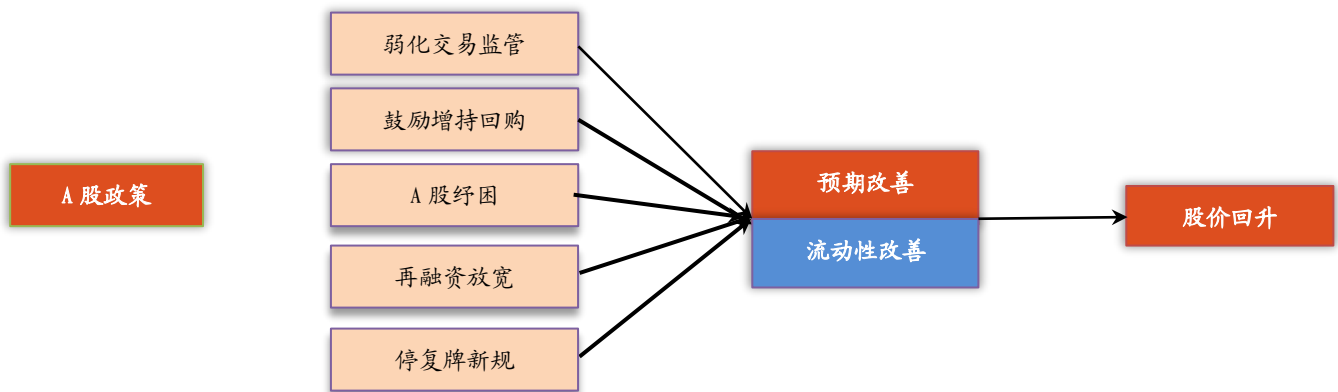
3.1. 大势研判：政策端、盈利端、估值端修复风险偏好

3.3.1. 政策端：政策呵护，情绪底显现

2018 年，宏观经济悲观预期在市场中已有所体现，“贸易战、股权质押、商誉减值”等风险因素加剧市场探底节奏，市场情绪底在 10 月前后（监管层放松交易监管+民企纾困+降税减费）显现。我们认为市场最悲观的时刻已经过去，近期市场利率的回落以及市场风险偏好的改善（悲观预期的修复）为 A 股估值回升奠定了基础。

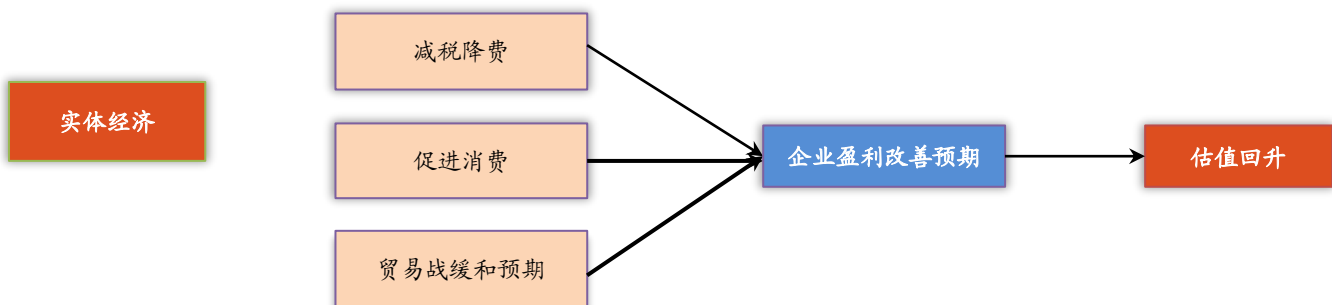
政策底缓缓而来，但并未迟到。2018 年 9 月底以来，针对实体经济和 A 股的各项政策相继出台，组合拳提振了市场信心，“A 股流动性不足和股权质押负反馈困境”得以解除，政策底和情绪底显现。

图表 27：资本市场政策发力



料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 28：实体经济稳增长政策发力



料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 29: A 股重要制度改革简述

时间	制度建设	内容
11 月 5 日	科创板	国家主席习近平在首届中国国际进口博览会开幕式上表示,将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制,支持上海国际金融中心和科技创新中心建设,不断完善资本市场基础制度。
11 月 2 日	沪伦通	上海证券交易所正式发布实施上交所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务相关配套业务规则。
11 月 6 日	《关于完善上市公司股票停复牌制度的指导意见》	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》,叫停任性停牌,强调上市公司以不停牌为原则,同时授权交易所可以“强制复牌”。
11 月 16 日	强制退市新规	沪深交易所正式发布重大违法强制退市新规,对“重大违法”和“社会公众安全类重大违法”的具体类型,通过列举法给出了明确的标准。并同步发布了修订后的上市规则和重新上市办法。
11 月 21 日	《停复牌指引》	沪深交易所发布《停复牌指引》,并向市场公开征求意见,将《指导意见》落在实处。明示上市公司重组停牌时间不超 10 个交易日,同时规定交易所可强制复牌,甚至可以拒绝上市公司异常停牌。

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 30: 民企纾困政策

时间	降准范围	降准幅度
10 月 21 日	证券投资基金业协会	对参与上市公司并购重组纾解股权质押问题的私募基金提供备案“绿色通道”。
10 月 22 日	央行	增加再贷款和再贴现额度 1500 亿元,发挥其定向调控、精准滴灌功能,支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。
10 月 25 日	银保监会	发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》,确认允许保险资产管理公司设立专项产品,参与化解上市公司股票质押流动性风险。
11 月 1 日	证监会	下发《关于支持证券基金经营机构积极参与化解上市公司股票质押风险、支持民营企业发展的通知》,就证券公司参与系列资产管理计划,在产品的设计、出资比例、投资范围、风控指标计算等方面按规定给予一定的政策支持。

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

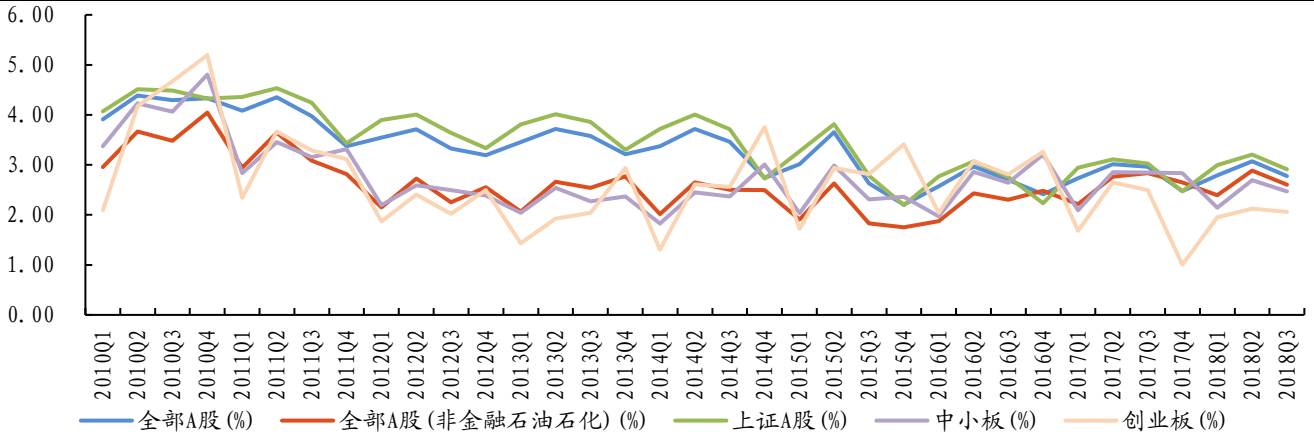
3.3.2. 盈利端: ROE 小幅下降, 净利润下滑

东财全 A (非金融石油石化) 2018Q3ROE 从 Q2 的 10.03% 下滑至 9.77%, 东财全 A 2018Q3ROE 下滑至 10.42%, 近两年连续攀升后出现首次下滑, 但仍高于近三年均值(东财全 A 非金融石油石化均值 ROE8.35%, 东财全 A 均值 ROE10.0%)。前三季度 A 股上市公司合计实现营业收入 31.97 万亿元, 同比增长 12.44%; 实现净利润 2.91 万亿元, 同比增长 10.44%。

ROE 下降与净利率下滑有关。2018Q3 全 A 净利率 9.82%, 较上一季度(10.14%) 下降 0.32 个百分点。

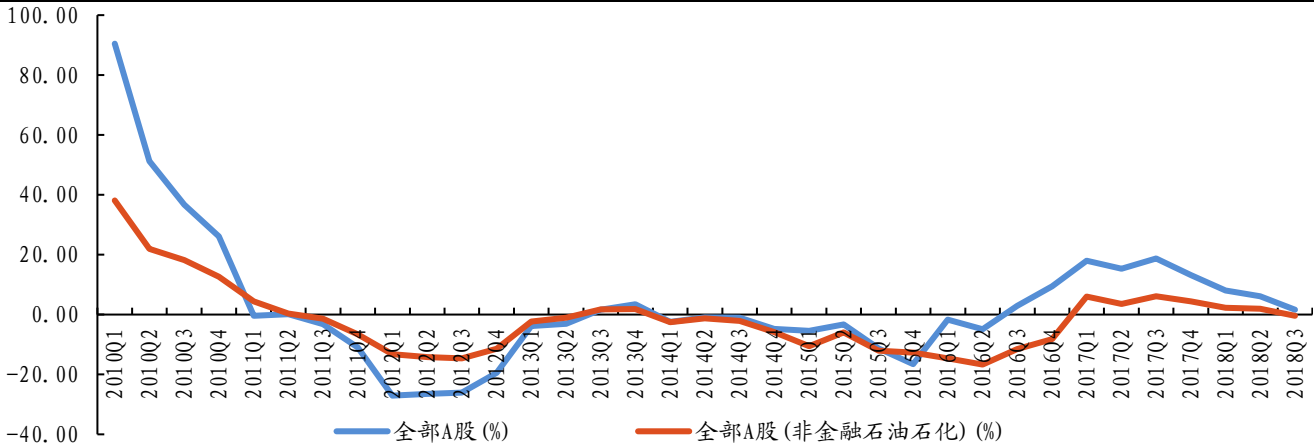
分板块, 前三季度沪市上市公司营业收入合计约 23.58 万亿元, 同比增长 11.64%; 净利润合计约 23067.45 亿元, 同比增长 11.04%, 总体业绩保持稳健增长。深市上市公司营收约为 4.14 万亿元, 同比增长 11.01%; 净利润合计约 2898.36 亿元, 同比增长 10.3%, 较去年同期(35.67%) 出现明显下滑。中小板和创业板营收增速分别 19.13% 和 18.14%; 净利润增速均降至个位数。

图表 31: ROE 进入小幅下降



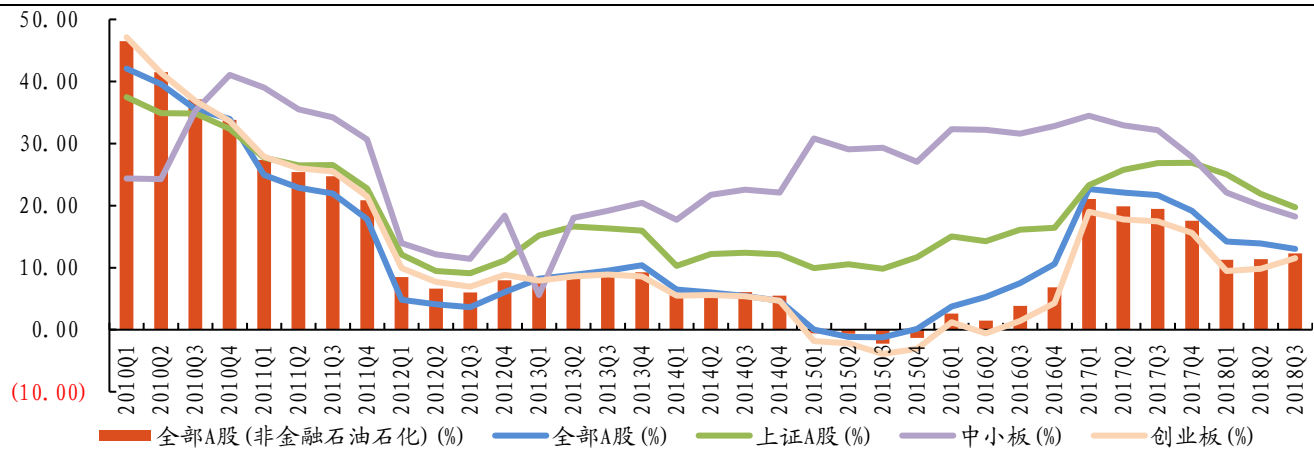
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 32: 净资产收益率(整体法)(同比增长率)%



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 33: 营业收入合计(同比增长率)%



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

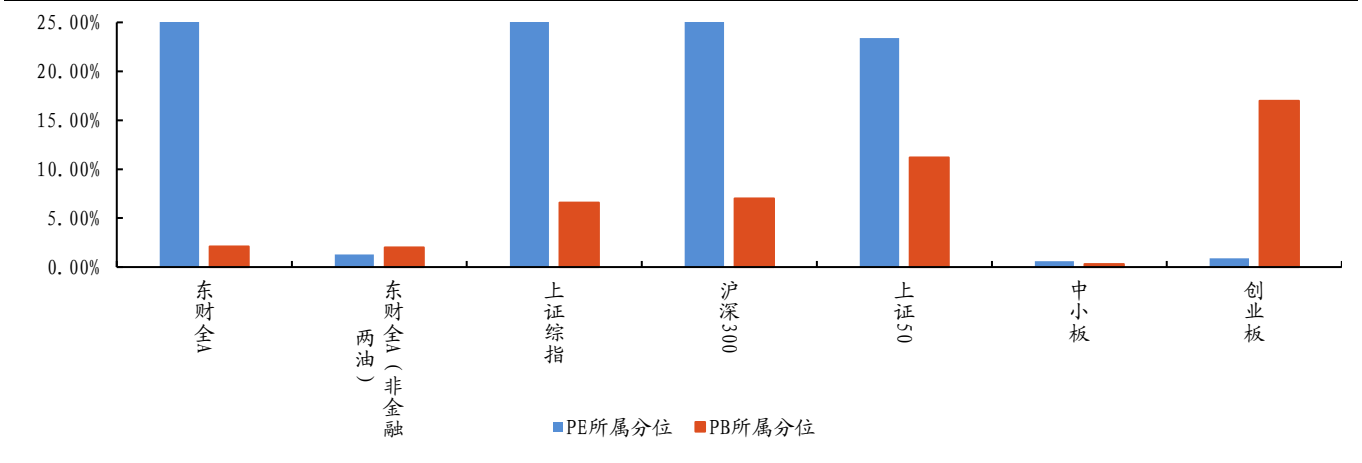
3.3.3. 估值端: 主板指数低估值构建安全边际

A 股动态估值见底是市场底“水落石出”的必要而非充分条件, 2018 年 GDP 增速持续在 L 型底部徘徊, 三季度 GDP、固定资产投资增速、零售及外贸数据

均偏弱的情况下，宏观经济重心下移，加大了动态估值对于底部确认的偏差。

2010 年以来的估值时序数据仍有较大的参考性，首先，“政策底—情绪底—市场底—盈利底”已成市场共识，且目前为止依然有效。其次，动态估值在时间维度上虽不能提供见底信号，但在指数见底空间上仍有一定参考意义。最后，动态估值处于历史低位，从 1-2 年或更长的维度，为长线资金的资产配置提供了较大的安全边际。

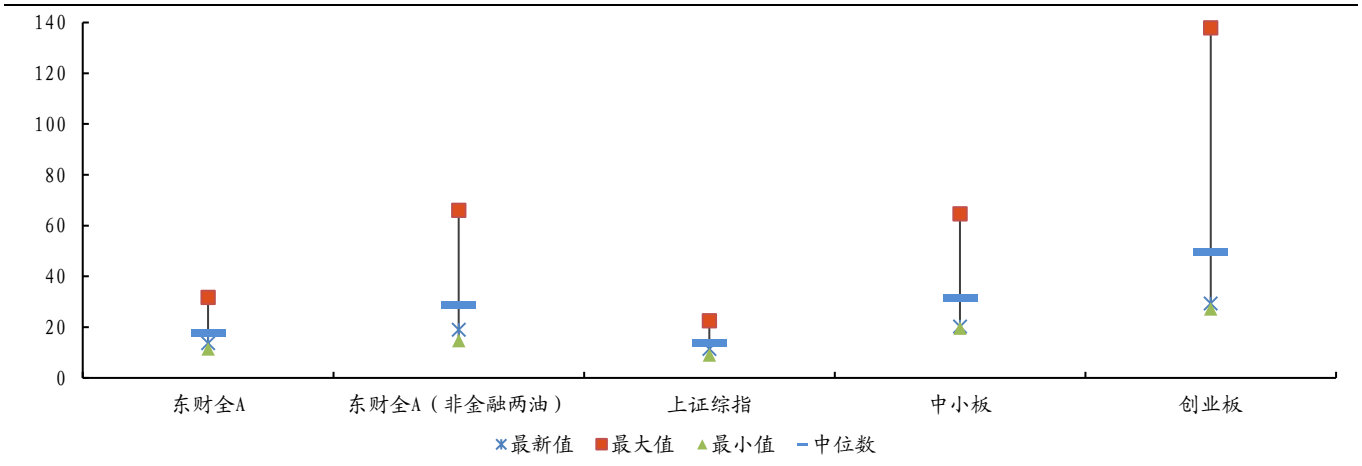
图表 34：动态估值处于历史低位



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

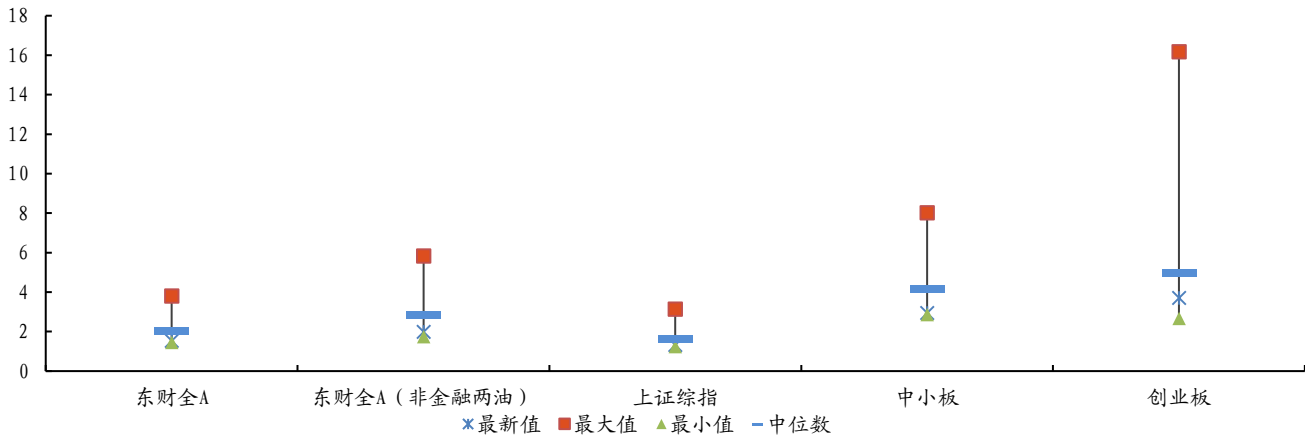
截至 2018 年 11 月 27 日，东财全 A（非金融、石油石化）动态 PE 为 19.03 倍，处于近八年来 1.3%的分位数（10/1/1-18/11/27）；动态 PB 为 2.00 倍，处于近八年来 2.6%分位数；中小板（20.30/2.94）和创业板指数（29.56/3.74）动态 PE/PB 亦处于历史低位。2010 年以来，东财全 A（非金融、石油石化）动态 PE/PB 极小值为 14.73/1.75，和最新数据相近。

图表 35：PE_TTM（2010 年初至 2018 年 11 月 27 日）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 36: PB_LYR (2010 年初至 2018 年 11 月 27 日)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

统计 2014 年 1 月 3 日至 2018 年 11 月 28 日申万一级行业 PB、PE 所处分位数, PB 所处分位数较低的行业有: 化工、有色金属、电子、家用电器、纺织服装、轻工制造、医药生物、公用事业、房地产、商业贸易、休闲服务、电气设备、国防军工、计算机、传媒、银行、非银金融、汽车、机械设备。

PE 所处分位数较低的行业有: 化工、有色金属、电子、家用电器、纺织服装、轻工制造、医药生物、房地产、商业贸易、休闲服务、建筑材料、电气设备、计算机、传媒、汽车、机械设备。

PE、PB 所处分位数均较低的行业有: 化工、有色金属、电子、家用电器、纺织服装、轻工制造、医药生物、房地产、商业贸易、休闲服务、电气设备、计算机、传媒、机械设备。

图表 37: 申万一级行业 PB_MRQ、PE_TTM 所处分位数

动态 PB 位置	最新 PB	PE 所处分位数 (%)	PB 中位数	动态 PE 位置	最新 PE	PE 所处分位数 (%)	PE 中位数
农林牧渔	2.50	2%	3.50	农林牧渔	2.50	39%	51.73
采掘	1.14	6%	1.33	采掘	1.14	33%	26.17
化工	1.50	1%	2.06	化工	1.50	0%	26.27
钢铁	1.01	18%	1.34	钢铁	1.01	28%	18.22
有色金属	1.92	1%	3.07	有色金属	1.92	9%	64.90
电子	2.65	2%	3.81	电子	2.65	2%	57.50
家用电器	2.44	13%	3.24	家用电器	2.44	1%	20.52
食品饮料	4.27	43%	4.39	食品饮料	4.27	20%	29.26
纺织服装	1.77	3%	2.83	纺织服装	1.77	2%	34.56
轻工制造	2.00	2%	3.47	轻工制造	2.00	2%	50.45
医药生物	3.29	2%	4.45	医药生物	3.29	3%	40.10
公用事业	1.50	2%	2.13	公用事业	1.50	45%	22.41
交通运输	1.50	15%	1.97	交通运输	1.50	14%	23.22
房地产	1.39	4%	2.14	房地产	1.39	2%	17.80
商业贸易	1.43	2%	2.44	商业贸易	1.43	2%	39.06
休闲服务	2.79	2%	4.17	休闲服务	2.79	1%	57.16
综合	1.26	3%	3.70	综合	1.26	4%	71.26
建筑材料	1.74	13%	2.31	建筑材料	1.74	1%	28.12
建筑装饰	1.13	15%	1.73	建筑装饰	1.13	19%	16.42
电气设备	1.91	4%	3.23	电气设备	1.91	9%	54.03

国防军工	2.12	3%	3.60	国防军工	2.12	37%	108.59
计算机	3.07	2%	5.31	计算机	3.07	4%	59.71
传媒	2.00	2%	4.97	传媒	2.00	6%	51.37
通信	2.29	13%	3.43	通信	2.29	96%	57.74
银行	0.79	0%	0.89	银行	0.79	45%	6.42
非银金融	1.63	8%	2.01	非银金融	1.63	47%	18.61
汽车	1.51	2%	2.51	汽车	1.51	5%	20.19
机械设备	1.88	2%	3.05	机械设备	1.88	2%	71.50

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所, 数据区间 2014/1/3-2018/11/28

3.2. 资金流向: 增量资金为 A 股估值回升奠定基础

2019 年, 央行“稳健灵活+合理充裕”的货币政策, 为市场流动性兜了大底。我们认为市场最悲观的时刻已经过去, 近期市场利率的回落以及市场风险偏好的改善(悲观预期的修复)为 A 股估值回升奠定了基础。

海外资金: 2019 年, MSCI 系列指数中 A 股权重提升、纳入富时罗素指数、沪伦通三路海外资金值得期待。(1) MSCI 提升 A 股权重, 有望带来增量资金 4600 亿元。(2) 富时罗素指数正式纳入 A 股, 有望为 A 股带来 100 亿美元被动资金。(3) 沪伦通 2019 年有望落地, 假设沪伦通每日额度使用率达到 5%, 预计为 A 股带来 2500-5000 亿增量资金外资。

预计 2019 年海外资金带来的增量规模大约有 8000 亿左右。此前, 外资持有 A 股的市值占比一直稳定在 1%-2% 左右, 今年以来, 海外资金流入 A 股的速度加快, 目前境外机构与个人持股达到 1.28 万亿, 占全 A 流通市值的 3.2%, 较 1 月上升 0.5 个百分点。展望 2019 年, 随着 MSCI 提升 A 股纳入比例,

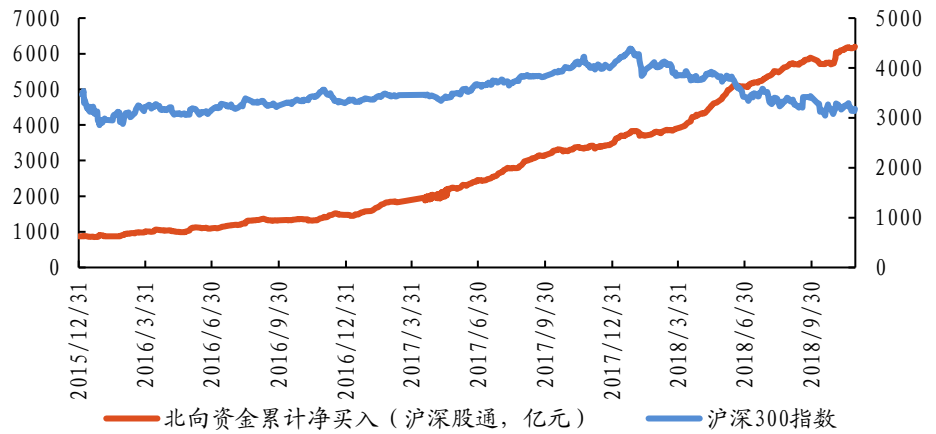
2018 年, A 股市场股权融资超过 1.5 万亿, 2018 年监管收紧叠加股市低迷, 目前融资额还不到 1 万亿, 如果 2019 年融资政策有所放松, 乐观来看, 融资规模有望达到 1-1.5 万亿。

3.2.1. 南水北进——沪(深)股通年内净增持约 2722 亿

沪(深)港通开通以来, 北向资金源源不断的流入 A 股, 并产生积极影响。北向资金通过两个维度影响 A 股:

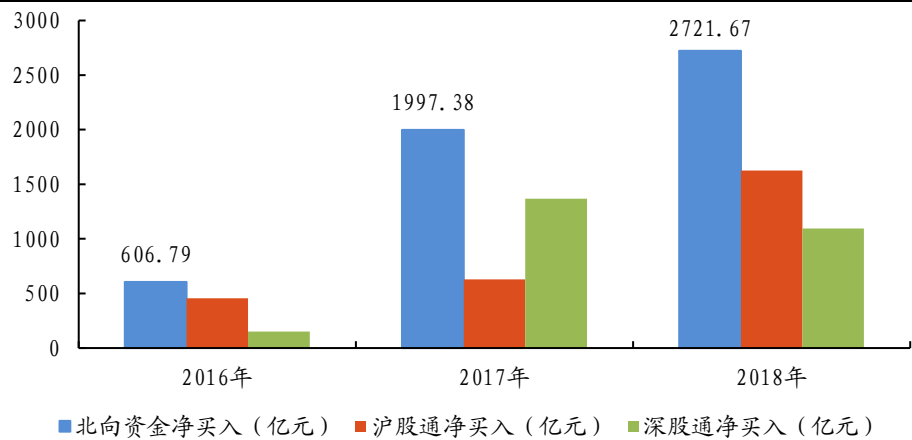
交易层面, 北向资金活跃了 A 股交易, 增量资金对上市公司股价起到正面作用; 持仓层面, 外资入市潜移默化的影响 A 股投资风格, 价值投资理念深入人心。截止 2018 年 11 月 28 日, 北向资金累计净买入 6196.83 亿元, 2016/2017/2018 年净买入 606.79/1997.38/2721.67 亿元。

图表 38: 截止 2018 年 11 月 28 日, 北向资金累计净买入 6196.83 亿元



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 39: 截至 11 月 28 日, 沪(深)股通年内净增持约 2722 亿

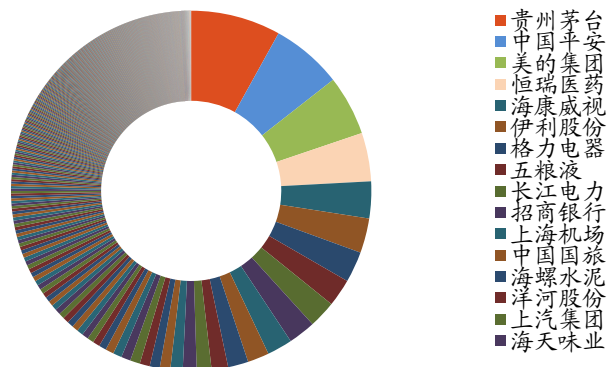


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

北向资金偏爱蓝筹股, 13 股持股市值过百亿。2018 年 11 月 28 日, 北向资金持有贵州茅台 (542 亿)、中国平安 (428 亿)、美的集团 (361 亿)、恒瑞医药 (293 亿)、海康威视 (222 亿)、伊利股份 (209 亿)、格力电器 (186 亿)、五粮液 (166 亿)、长江电力 (164 亿)、招商银行 (164 亿)、上海机场 (152 亿)、中国国旅 (130 亿)、海螺水泥 (123 亿) 13 家上市公司市值超过百亿, 合计持有市值达 3139 亿元, 占北向资金持有 A 股市值 46.71%。上述 13 家上市公司 11 月 28 日平均市值 3523 亿元, 市值中位数 2373 亿元。

图表 40: 北向资金偏爱蓝筹股

持股市值 (18/11/28, 亿元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3.2.2. MSCI 提高权重——有望为 A 股带来长期资金

9 月 26 日, MSCI 发布公告: 第一, 将 MSCI 中国 A 股大盘指数的纳入因子从 5% 提高至自由流通调整后市值的 20%, 分两个阶段实施, 时间点分别为 2019 年 5 月明晟半年度指数评估审议和 2019 年 8 月的季度指数评估审议。第二, 深圳创业板指 (ChiNext) 个股添加符合条件的证券交易所分部清单, 从 2019 年 5 月半年度指数评估审议开始实施。第三, 增加中国 A 股中盘股证券, 纳入因子为 20%, 在 2020 年 5 月半年度指数评估审议时一步实施。

根据国内机构预测, 2019 和 2020 年 A 股大盘纳入因子由 5% 提升至 20% 时, 或将带来至少 360 亿美元 (中银国际香港预测) — 661 亿美元约合 5400 亿人民币外资流入。

图表 41: A 股纳入 MSCI 指数进程

日期	A 股纳入因子权重	纳入 A 股数量 (只)	详细内容
2017 年 6 月	—	—	MSCI 宣布将把 A 股纳入新兴市场指数
2018 年 5 月	提升至 2.5%	226	以 2.5% 的因子纳入 226 只 A 股, 实施后 A 股市值占 MSCI 新兴市场指数权重为 0.39%;
2018 年 8 月	提升至 5.0%	236	以 2.5% 的因子纳入 236 只 A 股, A 股市值占 MSCI 新兴市场指数的权重达到 0.71%。
2019 年 5 月	拟提升至 12.5%	250	拟将深交所创业板市场加入符合 MSCI 指数条件的证券交易所名单。MSCI 估计 2019 年 5 月将有 14 只创业板股票获纳入 MSCI 中国 A 股国际通指数。
2019 年 8 月	拟提升至 20%	250	——
2020 年 5 月	中国中盘 A 股以 20% 权重纳入	434	拟新增 168 只 A 股中型股, 按经自由流通量调整市值的 20% 纳入因子, 届时 MSCI 中国 A 股国际通指数中的股票总数将达到 434 只 (大盘 236/ 中型 168/ 创业板 34)

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3.2.3. 纳入富时指数——带来增量资金

富时罗素将 A 股纳入其全球股票指数体系, 分类为次级新兴市场, 2019 年 6 月开始生效。A 股纳入富时罗素全球股票指数分为三个阶段, 从 2019 年 6 月至 2020 年 3 月完成, 其中, 2019 年 6 月纳入 20%, 2019 年 9 月纳入 40%, 2020 年 3 月纳入 40%。预计合计可为 A 股带来 870 亿美元 (近 6000 亿元人民币) 的资金流入。

11 月 12 日, 富时罗素相关负责人表示, 正在与相关部门沟通将中国债券市场纳入富时罗素指数的相关问题, 希望尽快推出纳入标准。中国债券市场被纳入全球性债券基准指数的时机和条件已基本成熟, 纳入全球化指数有助于中国债券市场进一步被国际投资者接纳, 吸引更多国际投资者涌入中国债券市场投资, 预计至少将带来 7000 亿美元资金, 为中国债券市场流动性带来新的活力。

3.2.4. 沪伦通开通在即——有望带动 A 股估值修复

10 月 12 日, 中国证监会正式发布实施了《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定 (试行) 》, 并就相关业务指引向公

众征求意见。

伦敦交易所上市企业，可以到上海证券交易所发行中国存托凭证，即 CDR；同样，沪市上市公司也可以到伦交所发行全球存托凭证，即 GDR。同时，通过基础股票和存托凭证之间的相互转换机制，打通两地市场的交易。这一方式有望带动 A 股估值修复。

3.3. 2019 年权益投资潜在风险点

3.3.1. 商誉减值压力

11 月 16 日，证监会发布《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》，意在加强上市公司商誉减值的会计监管和会计引导。截至今年三季度末，A 股上市公司商誉首度突破 1.4 万亿元，根据《风险提示》要求，因企业合并所形成的商誉，不论其是否具有减值迹象都应当至少在每年年末进行减值测试，这意味着目前上市公司已经进入了减值测试季，可能会影响到 2018 年上市公司的年报业绩，新规的下发对上市公司防范商誉减值的影响起到一定的提前预警作用。

建议重点关注高溢价并购、公司商誉占净资产比例高的个股。

3.3.2. 退市潮首现

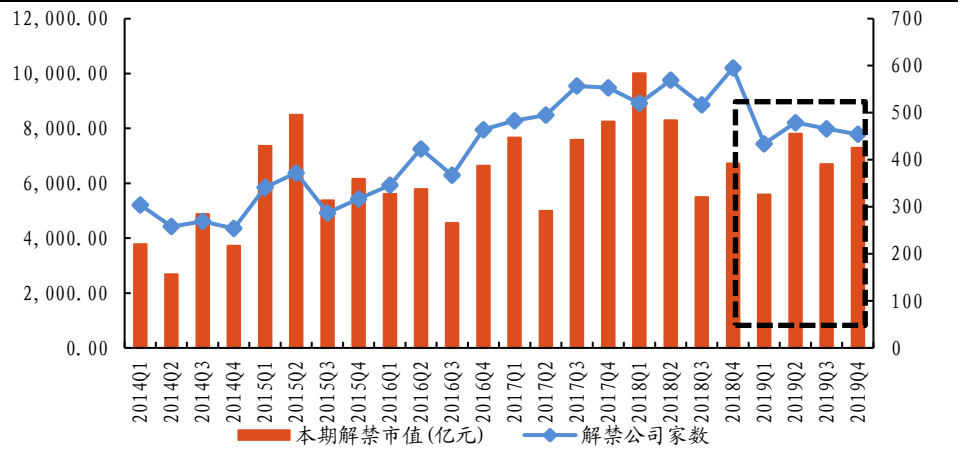
2018 年 11 月 16 日，沪深交易所发布《上市公司重大违法强制退市实施办法》等多个规则，明确了重大违法强制退市的具体违法情形和实施程序，制定了标准更客观，程序更透明，针对性更强，威慑效果更好的重大违法强制退市相关业务规则。退市新规的发布实施，将进一步夯实基础制度，规范市场出口，引导合规发展理念，提升上市公司整体质量。对低市值且经营不善的企业形成估值下行压力，尤其是有重大违法行为的企业退市的概率较大。

3.3.3. 解禁减持压力

11 月份以来，A 股 184 家公司发布减持公告，计划减持 22.42 亿股。其中有 16 家公司为第一大股东或者实际控制人及一致行动人减持，计划减持 3.5 亿股股份。

2019 年 A 股解禁压力不小，但较 2018 年有所改善。以 18 年 11 月 28 日收盘价估算，2019 年 1425 家上市公司 2550.70 亿股限售股将解禁，解禁市值达 27,396.20 亿元，较 2018 年减少 3121.10 亿元（或 10%）。分季度看，全年各季度解禁分布较为均匀，19Q1/Q2/Q3/Q4 解禁市值分别为 10007.54、8293.22、5496.36 和 6720.17 亿，涉及解禁公司 434/479/466/454 家。

图表 42: 2019 年 A 股解禁压力不小, 但较 2018 年有所改善



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3.3.4. 人民币贬值压力

贸易战暂停在短期有利于缓解汇率贬值压力。政府会继续严格管理人民币汇率、避免大幅贬值。然而, 人民币仍存在一定贬值压力。(1) 在 19 年一至两个季度, 美国仍将维持较强劲的经济增长, 而中国经济面临下行压力。(2) 中美利差在 19 年将收窄。

3.3.5. 油价波动

10 月份以来, 国际布伦特原油期货价格在触及 85 美元/桶的 4 年高点后, 大幅回落, 11 月 23 日, 原油价格大跌 7.7%, 创下 2015 年 7 月以来的最大单日跌幅。中国的原油进口来源主要是中东、西非、南美等地区。这些地区政治局势存在一定的不确定性, 很容易影响到石油的供应。同时, 由于中国的原油期货市场才刚刚建立, 尚未在国际上形成影响力, 目前在国际原油市场上缺乏自主定价权, 使得原油价格容易受国际金融资本的影响。火电、航空运输、航运、物流、下游化工产业链、汽车、采掘、油服、部分中游石化加工等可能会受影响

3.3.6. 房价承压

受到政策调控影响, 房价承压。中共中央政治局会议要求, 要下决心解决好房地产市场问题, 坚持因城施策, 促进供求平衡, 合理引导预期, 整治市场秩序, 坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。

今年 1-6 月, 各地房地产调控政策发布次数高达 192 次, 比去年同期的 116 次多出 65%。共有 73 个城市出台调控政策, 包含限购政策 135 条、限贷政策 176 条, 51 个城市以及海南全域实行限售政策。

4. 新兴产业有望提速发展

4.1. 汽车

自主替代进程深化下的零部件企业未来投资机会显现。汽车零部件抗风险能力优于整车厂。目前我国汽车行业竞争仍十分激烈，市场较为分散，单一合资车企的市占率远高于自主车企，其中德系、日系车企销量在我国相对较强。合资车企国产化带来的大批零部件配套供应机会使得大批自主零部件厂商得以崛起，零部件进口比例不断减少，自主替代率逐步增加，且进一步替代外资及合资零部件供应商，自主替代进程不断深化。零部件企业由于给众多企业配套，抗单一主机厂销量下滑的风险能力较强。

寡头竞争格局较为确定，具有行业整合能力的锂电环节龙头将收获超额收益。由于上游原材料价格持续走高，同时产能过剩显现，产品价格下滑，从已披露的相关公司业绩可以看出，近年锂电池业务毛利率都有较明显回落。在此背景下市场分化明显，二线产能已经被逐步清除市场，而一线产能由于市场高端需求旺盛出现供不应求的局面，市场集中度在加速提升。从装机量和市场份额占比情况可以看出，寡头竞争格局越来越突出。头部企业议价能力强大，规模化生产下成本管控更加出色，收获超额收益。

高镍三元正极成布局重点，看好高镍三元相关标的。在原材料成本压力维持、同时 NCM811 电池正极材料的未来理论成本优势下，为提前占据市场份额，各大龙头动力电池厂商也开始加速推广 NCM811 电池。虽然当下 811 产线对运行条件、自动化、废水处理等方面要求较高，生产线设备价格昂贵，导致目前高镍化电池生产成本较高，但随着未来技术的提升，以及度电成本的优势 NCM811 电池未来渗透有望快速提升。2019 年 NCM811 布局企业有望赚取超额利润，看好高镍三元相关标的市场表现。

配置建议：

看好自主替代题材下的零部件优质企业华域汽车（600741）、拓普集团（601689）、宁波高发（603788）、银轮股份（002126）；

新能源汽车锂电环节龙头企业宁德时代（300750）、亿纬锂能（300014）；布局高镍化三元的杉杉股份（600884）。

风险提示：

宏观经济不及预期；政策不及预期。

4.2. 电子

2019 年行业展望：5G 前夕，下游需求仍在酝酿，建议关注各板块细分领域的成长机会。国产化加速和龙头厂商市场份额的提升将是 2019 年的投资主旋律。

半导体：自主化势在必行，设备厂率先受益。贸易战为我国集成电路产业敲响警钟，“中国芯”刻不容缓。在全球半导体增速放缓的大背景下，我国逆势扩张有望实现弯道超车，上游设备厂商有望率先受益。

消费电子：看好模组龙头份额提升，“屏创新+光学创新”引领未来。我们认为苹果很难延续高 ASP 的策略，从今年新机的部分地区降价已经显露端倪。苹果大概率会进一步加强供应链管理，降低成本来保证利润。未来手机零部件一体化趋势确定，全面屏、折叠屏为代表的屏创新和多摄、3D 感测为代表的光

学创新占据优质创新赛道，建议关注相关龙头的市场份额提升。

LED：小间距还有翻倍成长空间、Mini LED 迎来放量。2019 年 LED 上中游产能将进一步释放，行业竞争有所加剧，但不太可能进入恶性竞争导致价格大幅跳水。小间距 LED 显示屏加速向商显领域渗透，具有优质渠道和服务能力的龙头厂商有望快速占领市场。此外 Mini LED 大尺寸产品陆续推出，2019 年有望放量，从而为上中游带来需求。

PCB：环保限产+5G 推动，龙头发展空间大。环保政策的趋严会进一步提升 PCB 厂商的生产成本，虽然短时间内让行业盈利能力承压，但是从长远来看，有助于淘汰落后产能，提高行业集中度。此外，随着 5G 到来，宏基站的射频元件更加密集，对计算能力的要求也更高，高频高速 PCB 的需求和单价会随之明显提升，相关 PCB 龙头有望受益。

面板：大尺寸 LCD 面板价格超跌反弹，柔性 OLED 迎来爆发期。大尺寸液晶面板价格下降是必然的趋势，但是面板厂商成本的降低和下游因降价而新增的需求会弥补降价的损失，面板制造企业长期肯定是受益于液晶电视平均尺寸的提升。同时，2019 年将是国产 OLED 大规模出货的一年，国内安卓手机厂商纷纷采用国产柔性 OLED，面板制造龙头有望受益于 OLED 面板的热销。

配置建议：

半导体：建议关注 IC 设计厂商汇顶科技、扬杰科技，半导体设备厂商北方华创；

消费电子：建议关注模组龙头厂商立讯精密、欧菲科技；

LED：建议关注小间距龙头厂商洲明科技；

PCB：建议关注通信 PCB 龙头深南电路和沪电股份。

风险提示：

宏观经济下行；下游需求不及预期。

4.3. 计算机

计算机板块热点轮动明显，但优质股走出独立行情。2018 年计算机板块跑赢市场主流指数，板块内部行情分化明显，云计算、医疗信息化、金融信息化、新零售板块表现亮眼。

软件行业及上市公司基本面出现改善。从基本面上来看，无论是软件行业还是 A 股上市公司，都出现收入增长加速，利润增长保持基本平稳的局面。整体估值保持在近五年来历史低点，基金持有计算机行业比例持续上升，计算机行业处于标配状态。

信息化仍然是投资主线。人口红利消失和资本边际成本递减的背景下，科技驱动将成为新经济增长的核心要素。在 C 端流量红利退去后，B 端有望开启信息化的下半场，互联网巨头的加入也印证未来信息化机会在 B 端。

以信息化为主线，寻找业绩确定性机会。我们认为首先机会围绕企业信息化这条主线展开，企业信息化有多种实现形式，其中云计算可以算作是一条捷径，我们看好明年围绕云计算领域的投资机会。另外，医疗信息化的新一轮建设周期开启，相关公司的业绩确定性较强。在新兴技术方面，我们看好明年落地的 5G，以及 5G 落地后车联网的相关投资机会。

配置建议：

对于 2019 年，我们继续看好企业信息化投资主线的机会，认为在信息化领域通用型和垂直行业中都有机会，维持行业“强于大市”的投资评级。在通用型信息化方面，经济下行可能影响企业 IT 开支，但对大型企业影响较小，我们重点看好专注头部企业的汉得信息（300170），以及拥有丰富产品线的国

内云转型 ERP 龙头用友网络 (600588)。在垂直行业内我们选择市场空间较大以及 IT 开支确定的子行业,包括建筑、法检、金融、医疗,看好广联达(002415),华宇软件(300271),谨慎看好恒生电子(600570),建议关注、卫宁健康(300253)。硬件板块,新零售设备投入有望在 2019 年延续高增长,我们重点看好新北洋(002376),服务器领域建议关注浪潮信息(000977)。

风险提示:

技术进步不及预期;企业信息化进程不及预期;全球局势不确定性导致的系统性风险。

5. 风险提示

宏观经济超预期下行;
油价波动;
商誉减值压力;
退市潮;
解禁减持压力;
人民币贬值压力;
房价承压等。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普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15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%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。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。