

震荡市，筑底年——2019年A股市场投资策略

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL: zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190210090002

证券分析师：喻培林

电话：010-88321580

E-MAIL: yupl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518040001

证券分析师：金达莱

电话：010-88695265

E-MAIL: jindl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060001

分析师助理：万科麟

电话：010-88695238

E-MAIL: wankl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117100013

核心观点：

全球经济进入调整周期。以往“技术创新→效率提升→经济发展”的路径伴随技术瓶颈期的到来，中国在入世完成全球产业链分工的大闭环后，全球经济进入发展低潮期，债务驱动成为当前经济发展主要特征。由于债务对经济刺激效应边际递减，全球主要经济体在经历一轮经济复苏后，2015年开始各国着手退出刺激政策。从历次金融紧缩的过程来看，政府退出刺激导致社会需求减少；加息使利率上升提升企业融资成本，抑制投资；信贷利率升高加大消费者债务压力，拖累消费。最终金融紧缩都会造成经济下行。

2019年国内经济继续结构性调整。“三驾马车”中居民债务上升过快将拖累消费，房地产投资韧性不再将拖累固定资产投资，全球经济走弱和中美贸易摩擦存在较大不确定性将影响出口。结构亮点主要在于基建（地方专项债加速发行）和制造业投资（高技术类制造业投资高增长+减税）。

企业盈利中枢下行。2019年大型企业盈利仍相对占优。风格板块上，受益于集中度提升，周期行业盈利韧性仍存，但增速中枢受基数压力影响将回落；成长行业受益于减税、新增产能释放、并购重组等因素影响有望保持高增速，但仍需警惕商誉减值，以及对赌业绩大规模到期后业绩诉求降低对内生增速的冲击；消费行业受杠杆拖累，增速中枢也将下滑。我们预计2018年全A净利增速6%-8%，全A（非金融）净利增速15%-17%；2019年全A净利增速3%-5%，全A（非金融）净利增速7%-9%。

全年震荡蓄势，N字结构。2019年A股将震荡蓄势，指数全年将呈现N字型结构。受益于政策利好对市场信心的提振以及流动性边际改善，A股在春节期间有望迎来一轮反弹行情。此后库存周期下行拖累企业盈利，市场将重返底部。待经济拐点确认后，年末市场有望重新走强。在市场震荡期间，受政策层面释放财政减税、国企改革等利好，以及美国加息周期可能延缓等因素影响，市场将在底部区域出现结构性机会；同时，北上增量资金和企业回购规模将成为决定结构性行情高度的关键因素。风格上，企业盈利向龙头公司逐步集中和机构投资者占比逐步提升决定了价值投资依然是全年主基调，但政策友好和流动性好转下中小盘相对大盘股的活跃度将较2018年将明显改善，主题投资活跃将是A股2019年的重要特征，盈利仍是制约中小盘上涨幅度的关键因素，同时需注意科创板和注册制的改革步伐对原有中小盘和创业板估值体系的冲击。

震荡市，筑底年——2019年A股市场投资策略

配置建议：全年建议先防御再进攻：上半年优先配置防御型的公用事业、农林牧渔、以及逆周期的通信、军工和建筑装饰板块，规避后周期行业。下半年经济复苏确认后，可关注周期行业。同时，国内金融改革推动国内外机构投资者入市，低估值的大金融是机构投资者配置重点。

主题投资方面主要关注两大方向：转型和改革。转型方向建议重点关注5G、人工智能、军工、新能源汽车，改革方向建议重点关注国企改革“双百行动”。

建议关注海外资金偏好的优势产业龙头：从2016年以来的陆股通持仓分析来看，海外资金配置的重点行业集中在消费、大金融两个方向，同时对周期行业 and TMT 的行业龙头也有积极布局。2019年海外资金将加速布局A股，上述方向是未来一年增量资金关注的焦点。

高股息行业：国债收益率下行至历史低位，高股息盈利稳定的上市公司配置价值凸显。该类公司主要集中在银行、电力和交通设施等行业。

风险提示：全球货币政策转向；金融开放低于预期。

目 录

一、全球经济进入调整周期	7
(一) 技术创新进入瓶颈期，生产效率提升乏力	7
(二) 债务驱动是当前全球经济的主要推动力	7
(三) 金融紧缩将拖累全球经济	8
二、2019年国内经济继续结构性调整	12
(一) 金融去杠杆拖累2018年中国经济	12
(二) 居民债务上升过快透支消费潜力	12
(三) 2019年房地产投资趋势下行	14
(四) 基建投资有望企稳回升	15
(五) 新兴产业发展加速提振制造业投资	16
(六) 全球经济乏力不利于出口	18
三、企业盈利分化	20
(一) 大型企业盈利占优	20
(二) 周期行业公用事业化	21
(三) 新兴产业在孕育中，盈利释放有待观察	22
(四) 2019年全A盈利中枢下移，年末或企稳	24
四、大势研判：全年震荡蓄势，N字结构	26
(一) A股处于估值底部，流动性决定上行空间	26
(二) A股纳入MSCI、富时指数是海外增量资金的主要来源	29
(三) 上市公司回购带来国内增量资金	31
(四) 科创板的推出提升成长股偏好	32
五、配置建议	35
(一) 全年配置先防御再进攻	35
(二) 海外资金偏好的优势产业龙头	35
(三) 转型、改革方向下的主题投资机会	38
1、5G：三大运营商加速资本开支，商用落地在即	38
2、人工智能：战略产业政策加码，“降本增效提质”推动AI政企端需求	39
3、军工：新型军机列装+老旧机型更新，军费订单持续释放	40
4、新能源汽车：生产资质审批有望重启，全球巨头设厂迎需求放量	41
5、国企改革：综合试点铺开，“双百行动”加速改革	42
(四) 高股息行业	43

图表目录

图表 1: 全球经济也进入发展的低潮期	7
图表 2: 2008 年金融危机后中国加杠杆显著	8
图表 3: 全球主要国家债务比率	8
图表 4: 加息周期末端, 利率上行开始拖累经济增长	9
图表 5: 欧洲结束央行购债和负利率	9
图表 6: 美联储加息及持续缩表	10
图表 7: 中国金融去杠杆	10
图表 8: 美联储 MBS 收缩规模增大	10
图表 9: 美联储国债收缩规模增多	10
图表 10: 美国成屋销售年化总数下行	11
图表 11: 美国密歇根大学消费者信心指数下行	11
图表 12: 美国耐用品新增订单未有明显改善	11
图表 13: 欧盟未来一年经济前景并不明朗	12
图表 14: 信用利差改善利于社融增速企稳	12
图表 15: 社融对经济能否触底具有领先性	12
图表 16: 中国居民杠杆率较全球各国表现为显著上升	13
图表 17: 贷款利息支出在居民收入中占比显著上行	13
图表 18: 汽车需求疲软拖累消费	14
图表 19: 三四线城市地产逐渐升温	14
图表 20: 未来地产投资和销售将平缓回落	14
图表 21: 地方专项债发行上升利于基建企稳	15
图表 22: 乡村振兴中基建投资空间测算	15
图表 23: 乡村振兴中基建投资资金来源测算	16
图表 24: 制造业投资对固投拉动有正向贡献	16
图表 25: 高技术类制造业投资增速的高增长	16
图表 26: 研发费用加计扣除新政对 TMT 行业净利的的影响	17
图表 27: 2018 减税降费分拆	17

图表 28: 2019 减税规模估算 (2018 年已出台政策)	17
图表 29: IMF 预测各国未来实际 GDP 增速变化	18
图表 30: 我国进出口受全球经济增长影响较大	18
图表 31: 2019 年央行货币政策数量型目标大概率反弹	19
图表 32: 工业企业存货和 PMI	19
图表 33: 2018 年货币政策演变	19
图表 34: 大中型企业的研发经费支出占全国比重超 5 成	20
图表 35: 大小企业信用利差差距拉大	20
图表 36: 大型企业税收缴纳也更为合规, 未来减税受益更大	20
图表 37: 大小企业景气度差距持续扩大	21
图表 38: 2018Q3 龙头企业盈利增速情况	21
图表 39: 上游周期行业集中度提升	22
图表 40: 中游周期行业集中度的显著提升	22
图表 41: 中游周期行业的产能利用率提升	22
图表 42: 周期行业产能仍是收缩	22
图表 43: 2012 年以来并购重组规模	23
图表 44: 2016 年以来 TMT 商誉规模保持高位	23
图表 45: 2018 年和 2019 年预计全 A 和全 A (非金融) 净利增速中枢下滑	24
图表 46: 各行业 2018 年/2019 年盈利增速情况估算	25
图表 47: 当下估值与历史底部比较	27
图表 48: 当下 A 股估值水平仅高于韩国	27
图表 49: 历史上三次大底, 股票相对债券的风险收益溢价最多为 6.8%	28
图表 50: 2005 年以来的 3 次主要上升行情之前均有流动性支撑	28
图表 51: 市场上涨并未见得需要盈利支撑	29
图表 52: 人民币贬值压力制约流动性持续宽松的空间	29
图表 53: 机构持仓分布 (剔除一般法人)	30
图表 54: A 股纳入 MSCI 指数后海外资金加速流入	30
图表 55: 预计 2019 年 A 股纳入富时指数将带来约 500 亿被动新增资金	30
图表 56: 预计 2019 年 A 股纳入 MSCI 后较 2018 年带来约 2500 亿新增资金	31

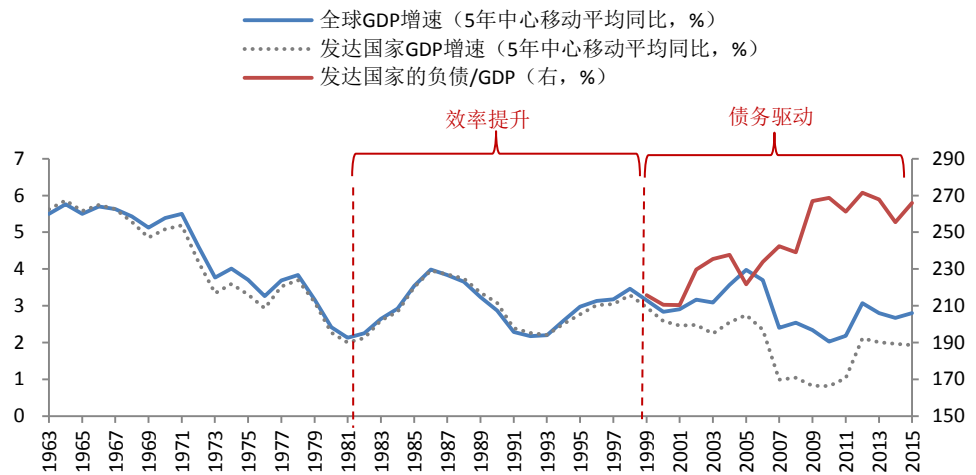
图表 57: 2018 年回购规模显著增大	31
图表 58: 2018 年回购对商业贸易、传媒等影响相对较大	31
图表 59: 2018 年 1-10 月各行业回购预案规模	32
图表 60: 在中小板/创业板设立前 30 个交易日, TMT 活跃股明显增多	33
图表 61: 2018 年以来支持科技型企业融资、鼓励研发的产业政策显著增多	33
图表 62: 注册制和核准制的国际比较	34
图表 63: 6 月和 9 月食品饮料持股市值占比显著提升	36
图表 64: 6 月和 9 月银行和非银持股市值占比显著提升	36
图表 65: 陆股通重仓消费、金融	36
图表 66: 陆股通持仓在各行业的影响强度	37
图表 67: 2018Q3 陆股通重仓股 TOP20	37
图表 68: 2019 年我国三大运营商 5G 规划将逐步商用落地	39
图表 69: 美国和中国主导 5G 建设	39
图表 70: 三大运营商资本开支有望迎 2-3 年期间高峰	39
图表 71: 人工智能成为各国战略产业部署重点	40
图表 72: 科研院所改制进展	41
图表 73: 国企改革“双百行动”示意图	43
图表 74: 机械、电力及公用事业行业影响上市国企较多	43
图表 75: 2019 年股息率 4% 以上上市公司数量的行业分布	43
图表 76: 铁路、银行、水泥等行业高股息公司占比高	43
图表 77: 股息率 4% 以上, 且市值大于 300 亿的上市公司	44
图表 77 (续): 股息率 4% 以上, 且市值大于 300 亿的上市公司	45

一、全球经济进入调整周期

（一）技术创新进入瓶颈期，生产效率提升乏力

全球经济在三次关键技术创新的带动下，实现了生产力质的飞跃。18世纪的“蒸汽机”发明开启了工业文明的序幕；19世纪的电力和内燃机应用开启了“电气时代”，促进了规模化和标准化生产，推动了经济全球化；20世纪的电子信息技术发展在2000年以美国的“互联网”热潮为标志，走到了高峰。以往“技术创新→效率提升→经济发展”的路径随着技术瓶颈期到来，中国入世完成全球产业链分工的大闭环后，全球经济进入发展的低潮期。

图表 1：全球经济也进入发展的低潮期



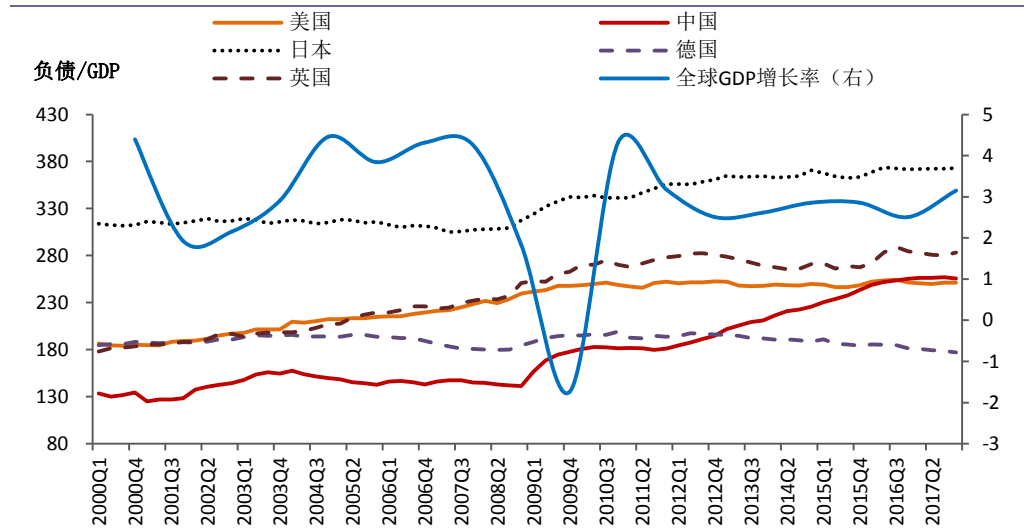
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）债务驱动是当前全球经济的主要推动力

全球主要经济体在经济发展过程中，面对效率提升乏力的局面，踏上了以凯恩斯理论为指导通过提升政府负债的模式促进经济增长的道路。基本路径是通过政府举债扩大财政赤字率→购买公共服务或加大某些领域的投资→提振社会需求总量→推动经济增长。美国在80年代由里根政府通过扩大国防支出和收入保障支出，扩大财政赤字促进经济发展，自此美国债务开始不断攀升。日本政府20世纪70年代之后国内经济增长放缓，为了维持社会福利，财政支出持续扩大。1975年，日本陷入了经济衰退，为了稳增长，采取扩张性财政政策，日本政府的债务

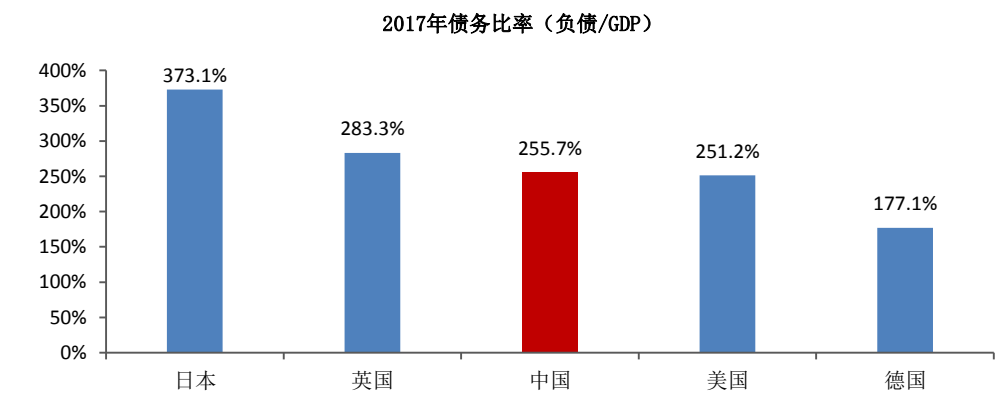
之后开始一路飙升。2008年次贷危机以后，为了挽救美国次贷危机对中国出口的冲击，我国政府通过了“4万亿”刺激计划，扩大基建投资稳定经济，自此我国债务一路飙升。截止2017年，我国债务/GDP比率达到255.7%，该指标与美国249.2%，欧元区246.3%的比例相当。

图表2：2008年金融危机后中国加杠杆显著



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表3：全球主要国家债务比率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（三）金融紧缩将拖累全球经济

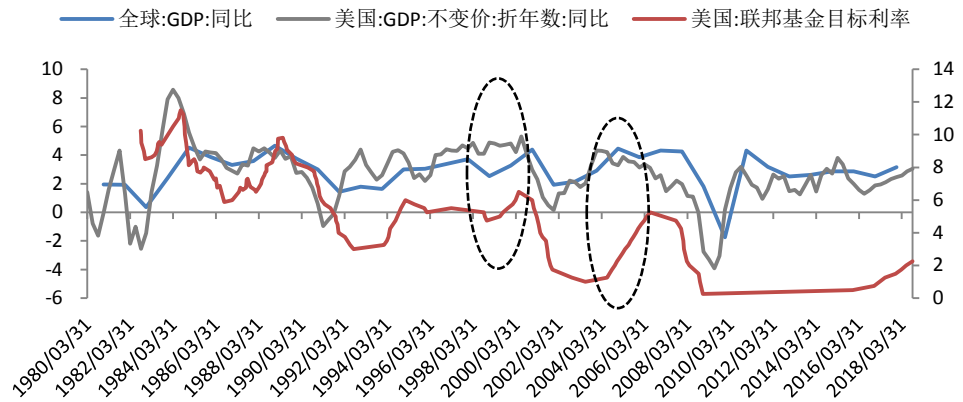
从历次金融紧缩的过程来看，政府退出刺激导致社会需求减少，而加息使利率上升则提升企业融资成本，抑制企业扩张；同时信贷利率升高加大消费者债务

震荡市，筑底年——2019年A股市场投资策略

压力，拖累消费。最终金融紧缩均会造成经济下行。

由于债务对经济的刺激效应边际递减，全球主要经济体在经历了一轮经济复苏后，各国开始着手退出刺激政策。在退出节奏上，美联储率 2015 年率先启动加息和缩减资产负债表，2018 年初中国紧随其后开始金融去杠杆，欧盟则计划 2019 年开始利率政策化和减少央行购债。

图 4：加息周期末端，利率上行开始拖累经济增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 5：欧洲结束央行购债和负利率

时间	事件描述
2014 年 6 月	隔夜存款利率由之前的 0 下调至 -0.1%
2014 年 9 月	隔夜存款利率下调至 -0.2%
2015 年 12 月	隔夜存款利率下调至 -0.3%
2016 年 3 月	隔夜存款利率下调至 -0.4%
2017 年 4 月	欧洲央行将每月购债规模由 800 亿欧元缩减至 600 亿欧元
2018 年 1 月	欧洲央行将每月购债规模由 600 亿欧元缩减至 300 亿欧元
2018 年 10 月	欧洲央行将每月购债规模由 300 亿欧元缩减至 150 亿欧元，年底前将终止购债计划
预计 2019 年 9 月	欧洲央行开始加息
预计 2020 年 1 月	结束负利率政策
预计 2020 年底	存款利率升至 0.25%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

震荡市，筑底年——2019年A股市场投资策略

图表 6: 美联储加息及持续缩表

时间	事件描述
2015年12月	加息 25 个基点, 联邦基金利率提升至 0.25%-0.5%
2016年12月	加息 25 个基点, 联邦基金利率提升至 0.5%-0.75%
2017年3月	加息 25 个基点, 联邦基金利率提升至 0.75%-1%
2017年6月	加息 25 个基点, 联邦基金利率提升至 1%-1.25%
2017年12月	加息 25 个基点, 联邦基金利率提升至 1.25%-1.5%
2018年3月	加息 25 个基点, 联邦基金利率提升至 1.5%-1.75%
2018年6月	加息 25 个基点, 联邦基金利率提升至 1.75%-2%
2018年9月	加息 25 个基点, 联邦基金利率提升至 2%-2.25%

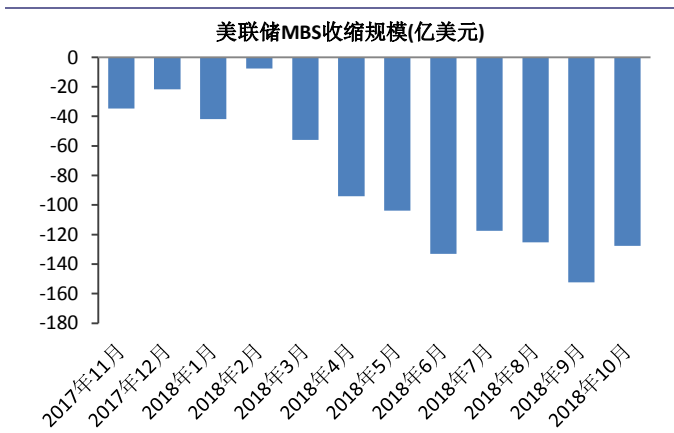
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 7: 中国金融去杠杆

事件描述	重点内容
资管新规政策目标	采用“净值化管理”、“打破现金池操作”和“嵌套约束”三大核心监管举措, 达到“打破刚性兑付”和“压缩非标资产”两大基本目标。过渡期从 2019 年 6 月 30 日延长至 2020 年底, 引导金融机构转回资产负债表内部, 确保市场稳定。

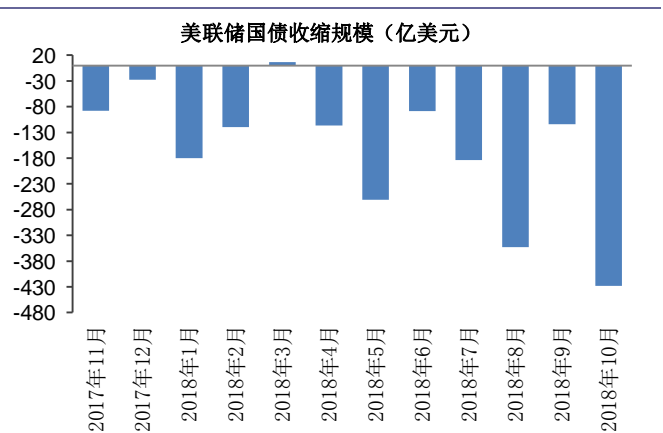
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 8: 美联储 MBS 收缩规模增大



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 9: 美联储国债收缩规模增多

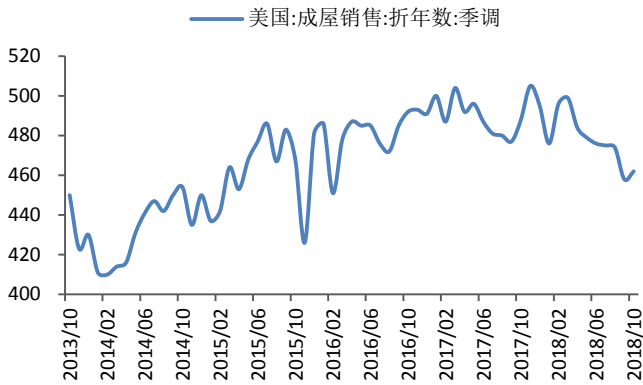


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

美国在 2015 年率先调整货币政策。随着利率的上升, 消费者债务负担加重, 持续的紧缩政策当前已经影响到房地产市场。2018 年美国房地产销售和消费者信心指数均开始下行, 至 10 月成屋销售年化总数 522 万户, 较 2017 年 10 月以来出现明显下滑。若 2019 年美国继续加息, 预计经济大概率受到消费下行的拖累结

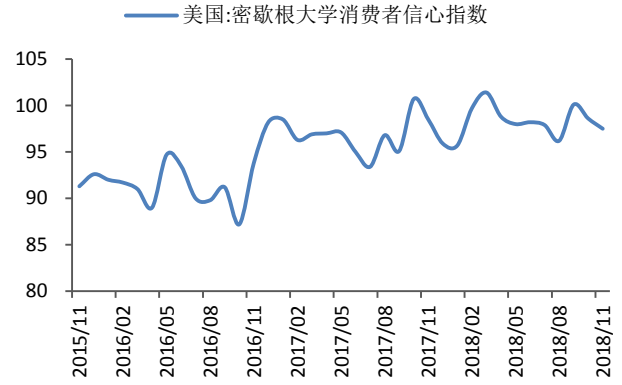
束上升周期。

图表 10：美国成屋销售年化总数下行



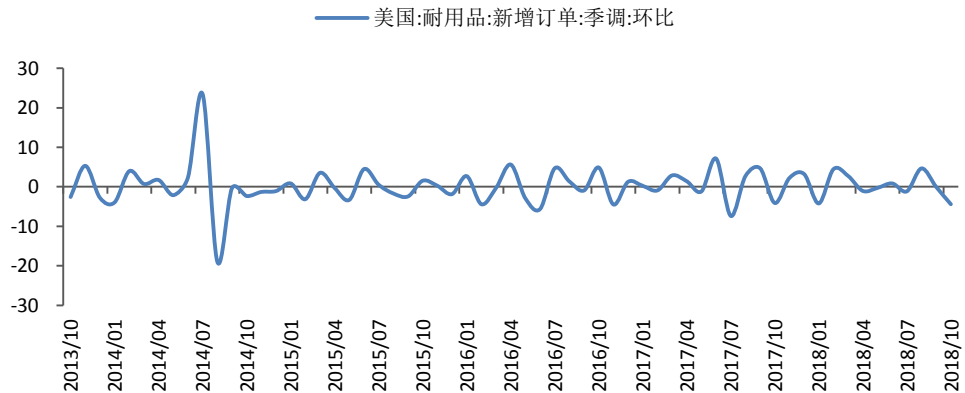
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 11：美国密歇根大学消费者信心指数下行



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

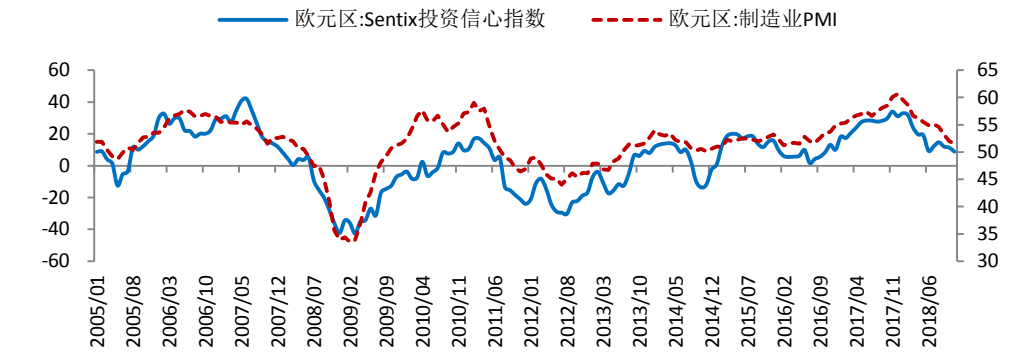
图表 12：美国耐用品新增订单未有明显改善



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

目前欧元区还未实施紧缩政策的情况下，欧盟的经济就已经开始表现疲软。欧元区 11 月综合 PMI 51.5 跌至四年低位，法国制造业 11 月 PMI 跌至 50.7 创出 26 个月新低，接近荣枯线。制造业 PMI 创出 30 个月新低。德国制造业 11 月 PMI 51.6 跌至 32 个月新低，接近荣枯线。德国作为欧元区最大成员国，经济面临衰退，表明欧盟未来 1 年经济前景并不明朗。2019 年欧元区若如期开始紧缩政策，将加快经济衰退。

图表 13: 欧盟未来一年经济前景并不明朗



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

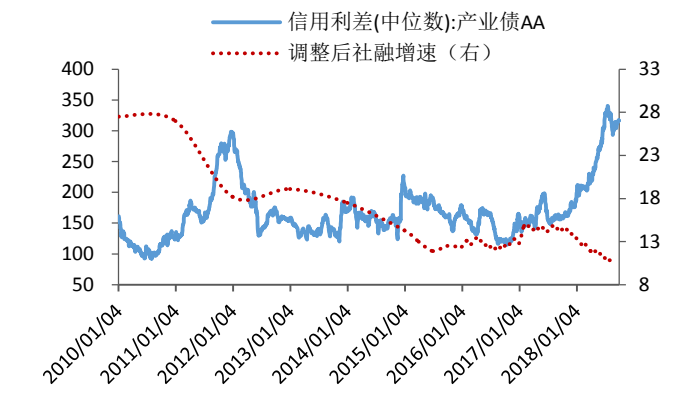
二、2019年国内经济继续结构性调整

(一) 金融去杠杆拖累 2018 年中国经济

2018年中国经济在经历了两年的复苏后开始主动调整。资管新规规范表外融资，严控地方政府债务，同时退出了始于2014年的棚改货币化安置政策。金融主动收缩导致政府支出减少和企业融资成本快速攀升，信用利差在年中一度飙升至历史高位，其中以AA级信用债为代表的低等级信用债利差在年中一度上升至330BP。表外融资受限和信用风险频发导致中小企业融资困难，最终拖累社融。

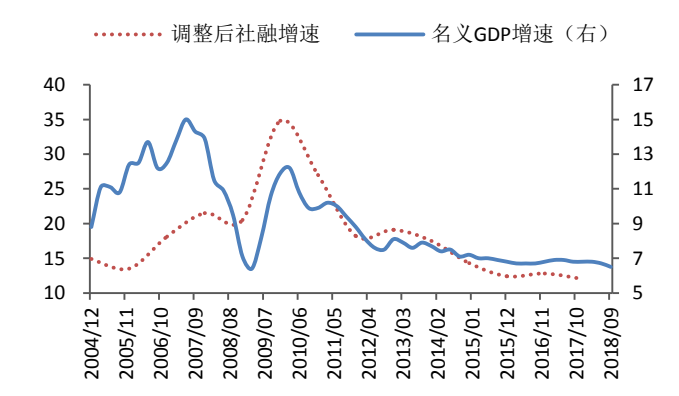
作为经济的先导指标，社融能否触底回升是观察2019年经济的关键指标之一。

图表 14: 信用利差改善利于社融增速企稳



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 15: 社融对经济能否触底具有领先性



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

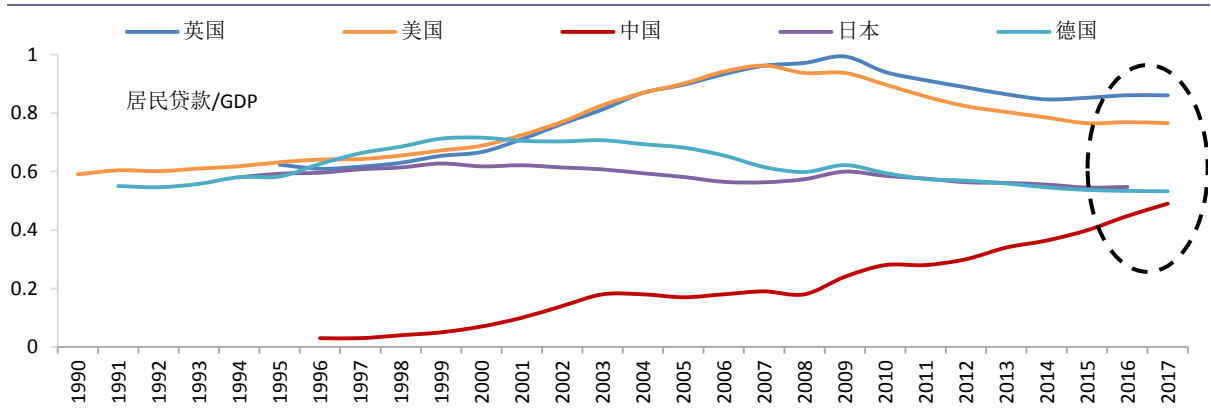
(二) 居民债务上升过快透支消费潜力

地产去库存作为驱动2016-2017年经济复苏的重要手段，其负面影响在2018

震荡市，筑底年——2019年A股市场投资策略

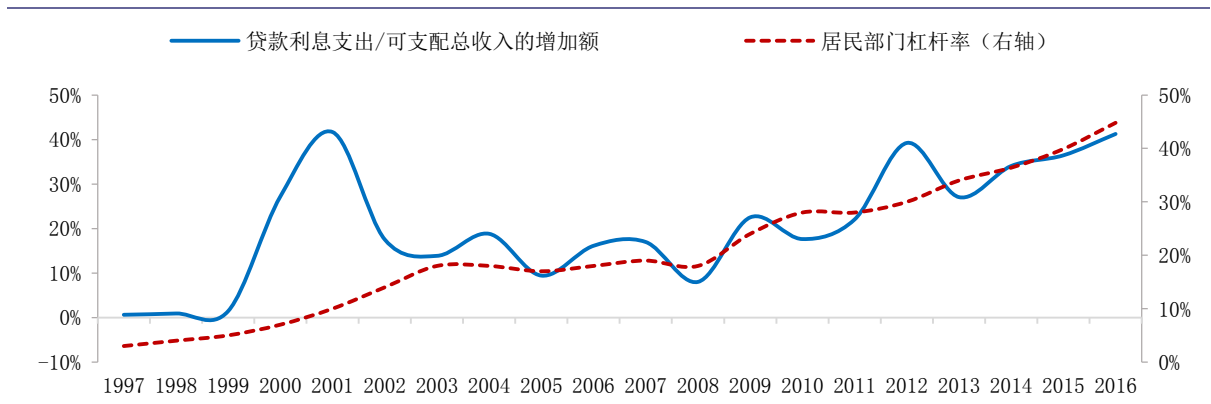
年开始显现。截止2017年中国居民住房抵押贷款上升至21.9万亿，整体贷款上升至40.5万亿，目前居民贷款占GDP的比重接近50%，在此轮经济复苏中，居民债务快速提升。中国接替发达国家在2008年后成为加杠杆的主力。

图表 16：中国居民杠杆率较全球各国表现为显著上升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

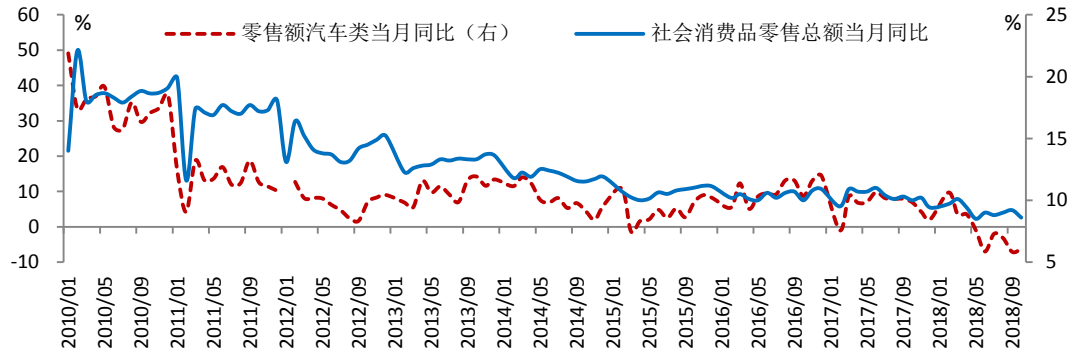
图表 17：贷款利息支出在居民收入中占比显著上行



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

居民杠杆率攀升，贷款利息支出在居民收入中占比显著上行，挤占消费支出，居民的消费能力呈现一定的弱化。2018年10月的社会消费品零售总额在剔除物价变动影响后实际同比增长5.6%，为历史最低水平。2018Q2以来，汽车消费增速的大幅下滑，同比增速由正转负，汽车消费今年或将迎来28年来首次负增长。耐用消费的走弱一般预示消费者对经济前景缺乏信心，减少非必要支出。消费当前在库存下行周期对经济的拉动作用至关重要。目前看来，2019年消费增长前景依然不明朗。

图表 18：汽车需求疲软拖累消费



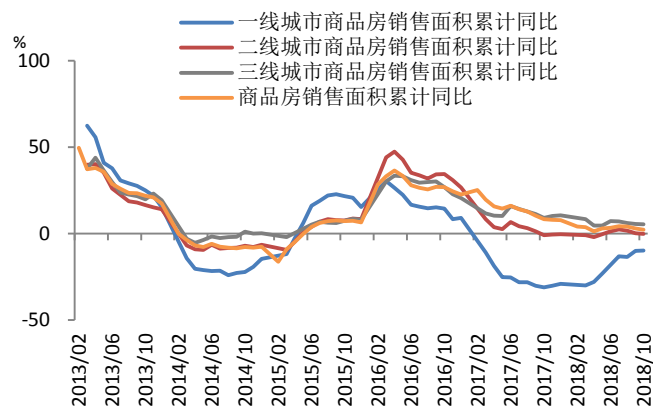
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（三）2019年房地产投资趋势下行

2018年房地产投资表现较好，主要受益于土地购置金额的大幅增长，10月土地购置面积累计同比15.3%。2018Q3以来政策收紧，房企现金流紧张，促使开工和推盘表现加速，地产销售和新开工出现反弹。

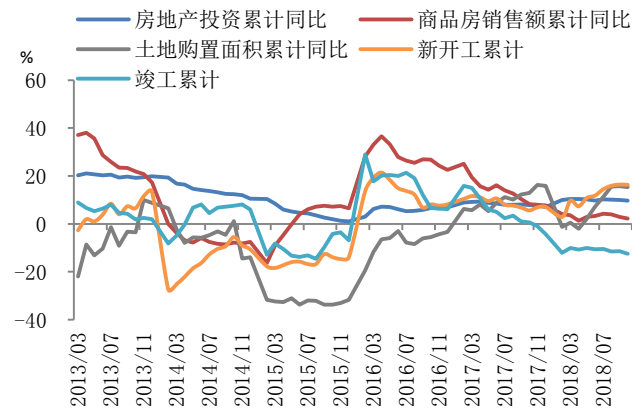
我国房地产周期跟随政策调控周期波动，政府通过调节首付比率、商业银行贷款利率优惠政策、棚户区改造等方式影响房地产投资。在房地产库存去化率达到目标后，2016年开始了新一轮的调控政策。2019年地产政策调控的指导原则仍是“房住不炒”，一二线城市因库存较低可能在调控上“因城施策”，但广大三四线城市受退出棚改和高房价等因素的影响，销售逐步降温是必然趋势。预计2019年全年地产投资增速可能逐渐回落至5%。

图表 19：三四线城市地产逐渐升温



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 20：未来地产投资和销售将平缓回落

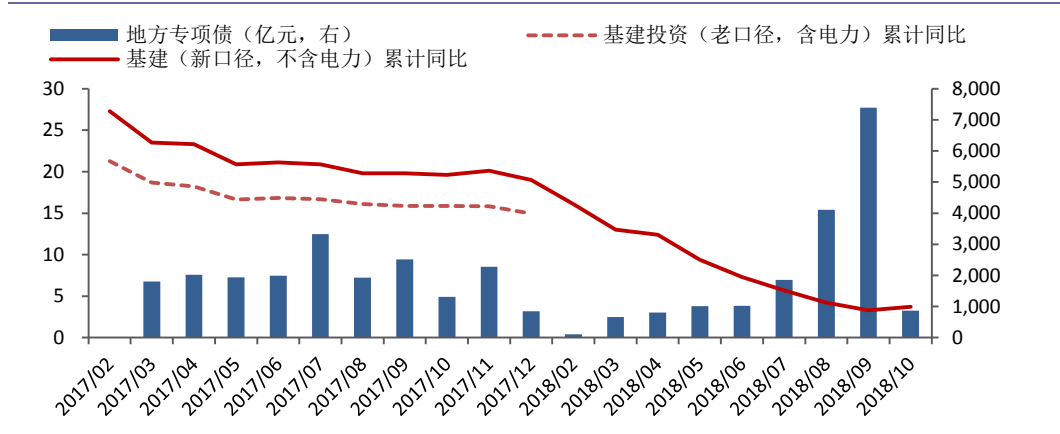


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(四) 基建投资有望企稳回升

2018年以来基建投资大幅下行，主要受严控地方政府债务风险、清理非标的影响，截止2018年10月基建投资（不含电力）累计同比下滑至3.7%。面对经济下行压力，基建投资作为逆周期调控的重要工具，其投资增速在2019年有望同比改善。首先，地方政府在18年3季度开始加大专项债发行募集资金，资金到位情况明显改善。其次，对于PPP项目的整顿清库工作也完成，符合政策要求的项目在19年得到执行。未来两年，乡村振兴按照2018年中央一号文件的规划，2018年-2020年期间乡村基建将约有4.5万亿的投资空间，乡村振兴投入资金可达6.7万亿-7.1万亿。这些均有利于基建投资企稳回升。

图表 21：地方专项债发行上升利于基建企稳



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 22：乡村振兴中基建投资空间测算

项目	投资额(亿)	项目	投资额(亿)	项目	投资额(亿)	项目	投资额(亿)
生活性基础设施	23565	生态性基础设施	4245	生活性基础设施	1485	发展性基础设施	15814
其中：公路	15377	其中：污水	1197	其中：农田水利	1138		
电网	4458	退耕还林还草	565	农村水电	347		
饮水安全工程	1197	土壤污染治理	2392				
互联网	1000						
危房改造	1533					总和	45109

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 23：乡村振兴中基建投资资金来源测算

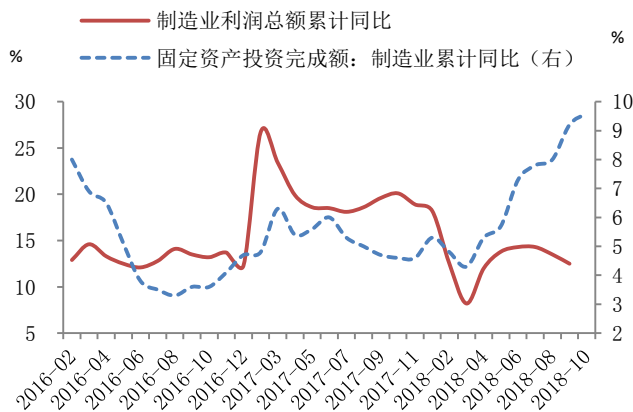
年份	乡村基建财政支出(亿)			金融机 构贷款 (亿)	PPP (亿)		乡村振兴资金来源测算 (亿元)					
	保守 情境	中性 情境	乐观 情境		0%增 长	5%增 长	保守财 政和 PPP	保守财政/ 中性 PPP	中性财政/ 保守 PPP	中性财政 和 PPP	乐观财政/ 保守 PPP	乐观财政/ 中性 PPP
2018E	11957	12178	12400	7388.	1000	1050	20345	20395	20566	20616	20788	20838
2019E	12914	13396	13888	8561	1000	1103	22474	22577	22956	23059	23449	23551
2020E	13947	14735	15555	9919	1000	1158	24866	25023	25654	25812	26474	26631
总和	38817	40309	41843	25868	3000	3310	67685	67995	69177	69487	70710	71020

资料来源：Wind，太平洋证券整理

(五) 新兴产业发展加速提振制造业投资

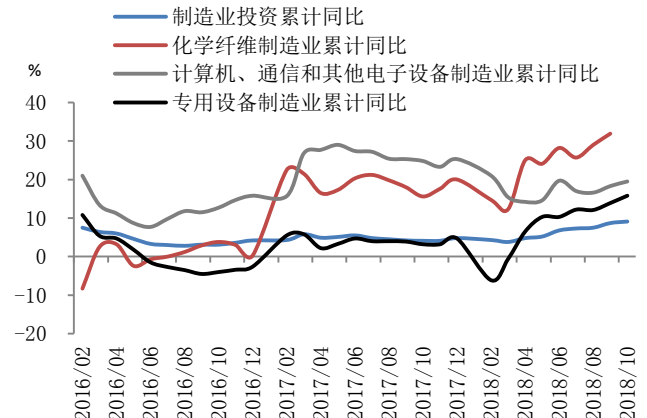
制造业投资是 2018 年固定资产投资的重要支撑。国内经济目前最大的亮点在于产业升级，传统产业投资下滑、资源向新兴行业配置是未来中国经济的重要看点。2018 年以来制造业投资逐步回升，1-10 月累计增速达 9.1%，创 2016Q1 以来新高，制造业回暖一方面源于企业盈的改善，另一方面受益于政策激励下高技术类制造业投资增速的高增长。

图表 24：制造业投资对固投拉动有正向贡献



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

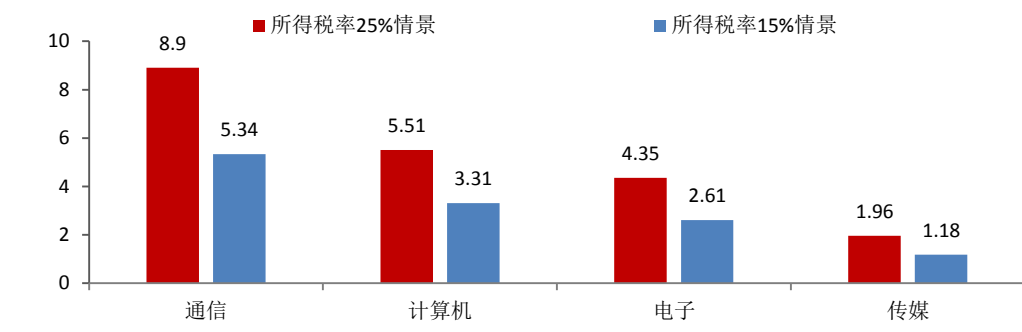
图表 25：高技术类制造业投资增速的高增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2018 年研发费用抵扣新政策是对新兴产业的重要支持，2019 年减税降费仍是财政政策的重点。据国家税务局测算，制造业年减税规模达到全行业总规模的 1/3，多重政策利好为 2019 年制造业投资提供关键支撑。

图表 26：研发费用加计扣除新政对 TMT 行业净利的的影响



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2019年可能继续加码的减税政策包括：

1) 增值税，不大幅减支以及财政赤字率不超过 3%的前提下，增值税可能的政策是第一档及第二档下调税率 1%-2%，减税规模约 4000—5000 亿。若大幅提高财政赤字或压减财政经济职能，去除一档可以考虑，减税规模约在 8000 亿以上。

2) 出口退税以中美贸易战是否恶化看，若维持目前的状况，出口退税继续加码必要性不大。若将 2000 亿美元对美出口产品关税加征至 25%，可能需要再加码出口退税减税 1300 亿左右。若继续扩大加征关税范围，再追加 2760 亿产品 25% 的关税，那么出口退税减税可能需要再追加 2500 亿左右。

3) 中小微普惠式减税。预期将在留抵税额返还及企业所得税减免上继续扩容。

图表 27：2018 减税降费分析

2018 年的减税降费项目	减税降费规模（亿元）
增值税	2400
留抵税额返还	1130
小规模纳税人年销售额标准提高	470
个税免征额提高	800
企业研发费用抵扣扩容	650
高新技术企业、创业企业和小型微利企业企业所得税税率下调及亏损抵补延长	650
出口退税	1000
进口相关税收减免/降费	7000（减免/降费各 3500）
合计	14100

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 28：2019 减税规模估算（2018 年已出台政策）

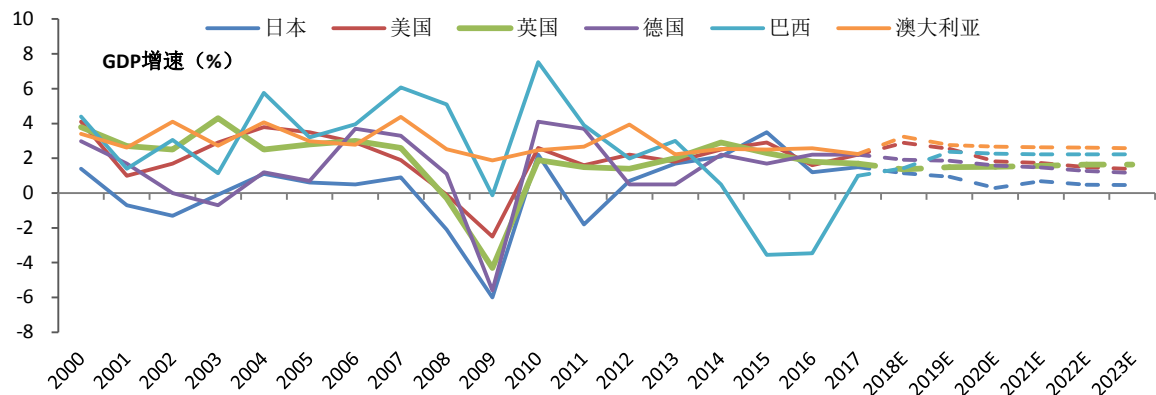
2019 年减税项目（2018 年已出台减税政策）	估计减税规模（亿元）
增值税将减税	3600
个税减税	4000
出口退税减	3200
进口相关税收减免	3900
合计	14700

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(六) 全球经济乏力不利于出口

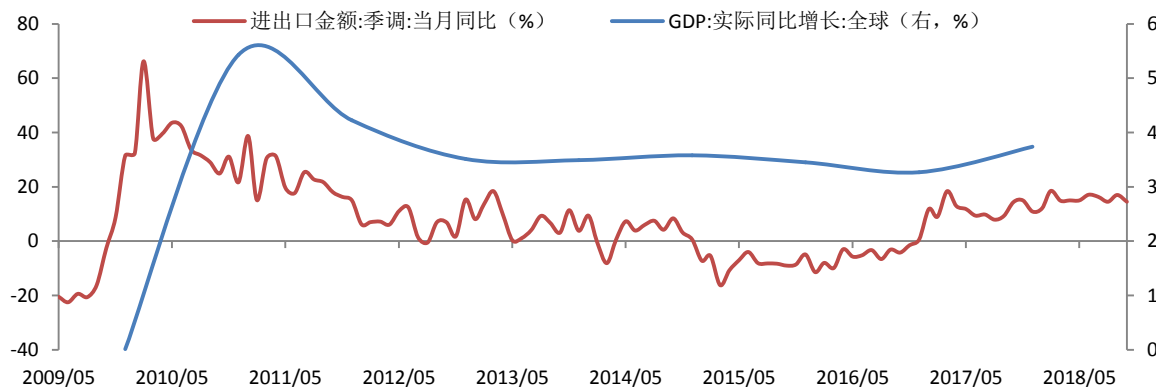
2018年上半年开始，全球主要经济体除美国外均出现经济走弱的迹象。其中欧元区经济增速从一季度的2.4%下降至2.2%，中国从一季度的6.8%下降至第三季度的6.5%。根据IMF的预测，2019年全球经济面临较大压力，主要是新兴经济体金融紧缩周期加速，同时强势美元冲击新兴市场。加上美国频繁的发起贸易争端，预计2019年全球贸易都会受到关税政策的影响。在全球经济下行期，中国出口也会受到影响。

图表 29：IMF 预测各国未来实际 GDP 增速变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 30：我国进出口受全球经济增长影响较大



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

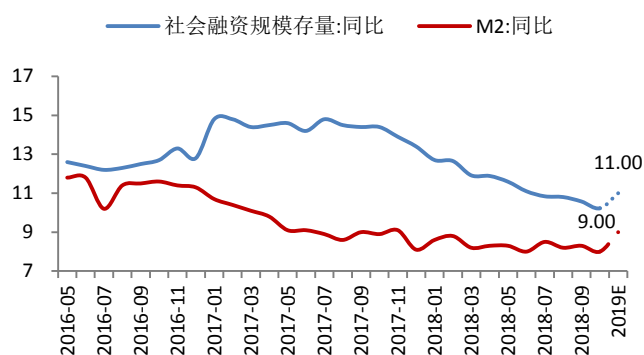
综上所述，2019年经济层面依然面临投资不足、消费乏力和外需回落的压力。

GDP 增速预计下滑至 6.3%左右。为应对经济下行，管理层开始调整货币政策和财

震荡市，筑底年——2019年A股市场投资策略

政政策，预计2019年至少有两次以上的降准。市场整体流动性环境相对2018年有较为明显的改善，政策发力下社融增速有望在19年上半年逐步企稳。

从国内库存周期的角度看，去库周期时长约4-6个季度，2018年1季度库存周期顶部确认，目前依然是主动去库存阶段，到2019年3季度以后结束此轮库存调整周期，经济大概率触底。

图表 31：2019 年央行货币政策数量型目标大概率反弹


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 32：工业企业存货和 PMI


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 33：2018 年货币政策演变

时间	货币政策信号	主要政策内容
2018 年 4 月	“宽货币”政策初探	4 月 17 日的定向降准，标志着监管部门首次引导银行重视小微企业融资难、融资贵问题，“宽货币”环境持续；4 月 23 日的政治局会议，“重提持续扩大内需”，宏观经济政策转向迹象露出端倪。
2018 年 6 月	为解决小微企业融资难、融资贵问题的“宽货币”叠加“宽信用”政策落地	6 月 1 日央行宣布适当扩大 MLF 担保品范围以支持小微、绿色、三农领域的债券和贷款投放，标志着刺激信贷的“宽信用”政策初露头角。6 月 24 日央行再次实施定向降准，并要求此次降准资金要用于“债转股”和小微企业贷款，并建立台账以监督银行的落实情况，这标志着在“紧信用”迟迟不得改善的状况下，央行不得不维持“宽货币”持续边际宽松，并定向为落后领域和国家重点扶持领域注入流动性；6 月 25 日讲小微企业融资问题落实到正式文件《关于进一步深化小微企业金融服务意见》中，明确了关于支持小微企业信贷、债券、MLF 合格抵押品、MPA 考核等方面的细则。
2018 年 7 月	广义口径的“宽信用”系列政策集中落地	为进一步修复信用环境，央行、银保监会和财政政策齐发力以实现“宽信用”，包括窗口指导银行增配中低等级产业债、加大信贷投放、边际宽松对非标金融资产的监管、调整 MPA 结构性参数、国家融资担保基金成立、发改委重启城市轨交投资项目审核等。
2018 年 8 月	宏观经济政策明确转向和稳定增长的定调正式落地	中央政治局会议、金融稳定发展委员会会议、央行二季度货币政策执行报告、银保监会正式发文疏通货币政策传导、财政部正式发文加快地方政府专项债发行等都陆续明确了政策的边际转向并强调了政策必须有效落实。边际转向包括从“去杠杆”向“稳杠杆”转变、从“合理稳定”向“合理充裕”转变、从“供给侧改革”向“基建发力刺激内需”转变、从“遏制房价过快上涨”向“遏制房价上涨”转变。
2018 年 11 月	央行删去防止大水漫灌发言	要求加大金融支持缓解民营企业特别是小微企业融资难融资贵；决定开展专项行动，解决拖欠民营企业账款问题；部署有效发挥政府性融资担保作用支持小微企业和“三农”发展。

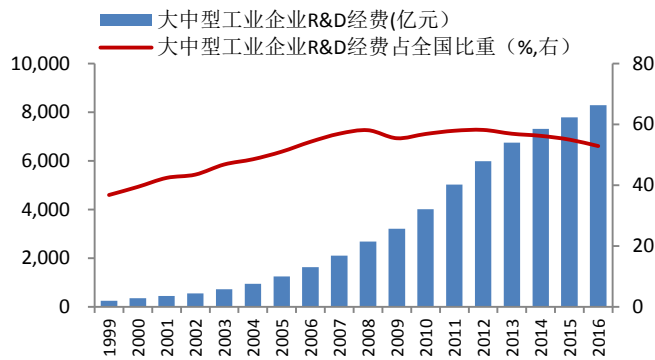
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、企业盈利分化

(一) 大型企业盈利占优

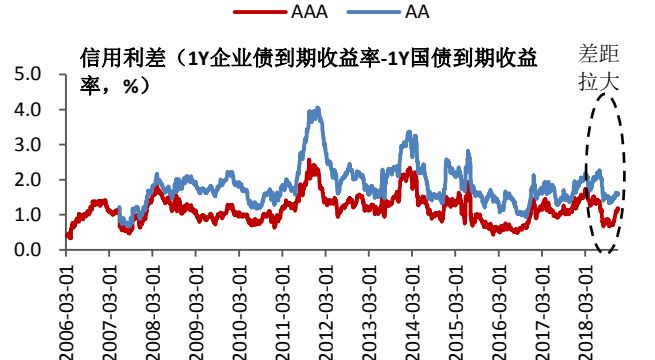
在经济下行和流动性趋紧的背景下，行业中的大型企业在技术创新、环保投入、融资成本等领域逐渐扩大优势。在税费负担上，大型企业税收缴纳也更为合规，未来减税受益更大。2016年下半年以来大型企业与中小企业的PMI表现分化，尤其在新订单上，大型企业的新增订单显著优于中小型企业，而小型企业表现最差。此外，上市公司盈利数据也验证行业龙头的净利增速占优。29个行业中有19个行业的TOP10或者TOP20龙头企业的2018Q3净利增速中值要高于行业整体的净利增速中值。考虑到大型企业的行业壁垒继续巩固，2019年大型企业的盈利占优的情况有望延续。

图表 34：大中型企业的研发经费支出占全国比重超 5 成



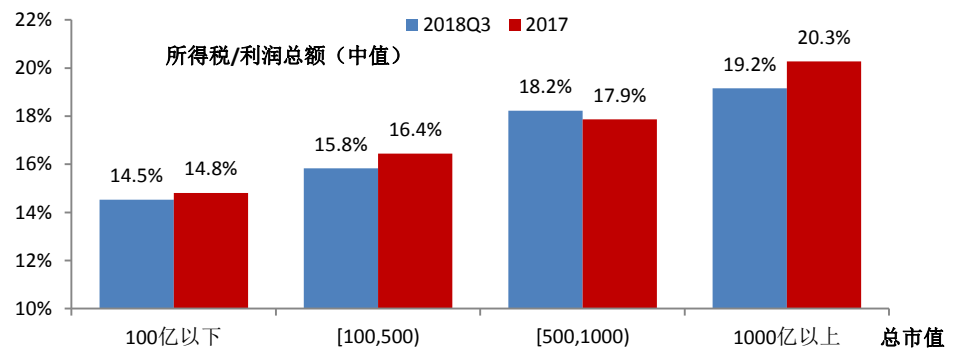
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 35：大小企业信用利差差距拉大



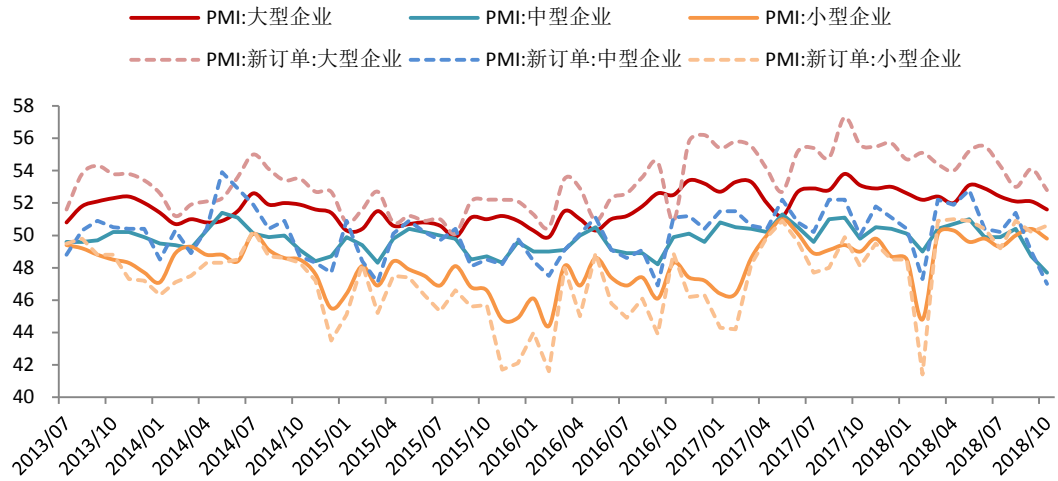
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 36：大型企业税收缴纳也更为合规，未来减税受益更大



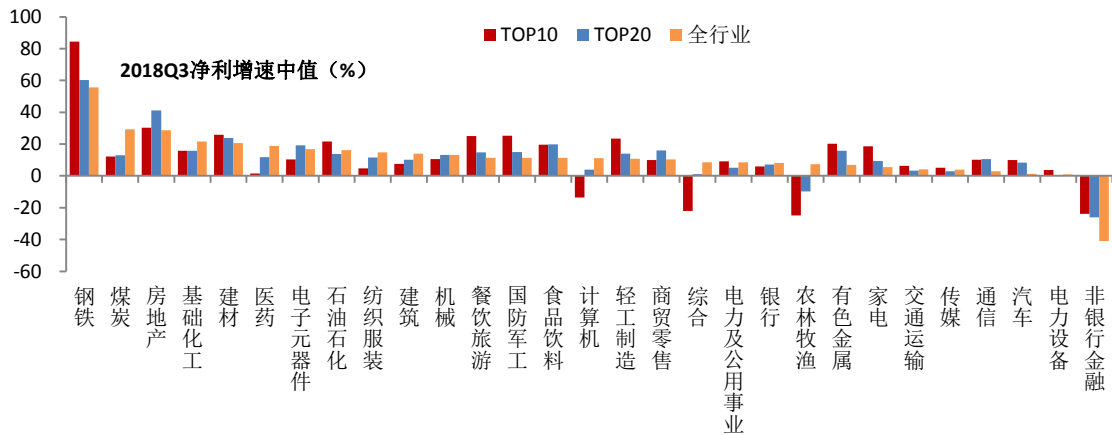
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 37：大小企业景气度差距持续扩大



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 38：2018Q3 龙头企业盈利增速情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

注：TOP10 和 TOP20 由 2017 年企业净利排名得到

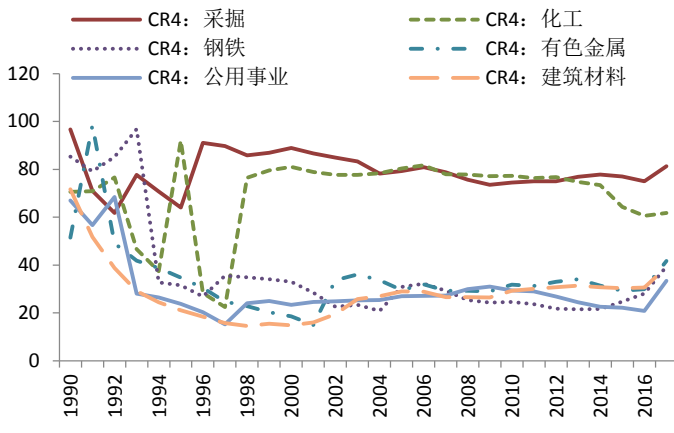
（二）周期行业公用事业化

2016 年以来的供给侧改革打破了地方政府依靠传统产业融资→扩大产能→融资→提升 GDP 的发展路径，随着过剩产能出清和环保政策趋紧，传统周期行业的行业格局进入良性循环。2016 年下半年以来，上游周期行业集中度得到显著提升，钢铁、煤炭、水泥等产能过剩行业的产能利用率保持高位。

震荡市，筑底年——2019年A股市场投资策略

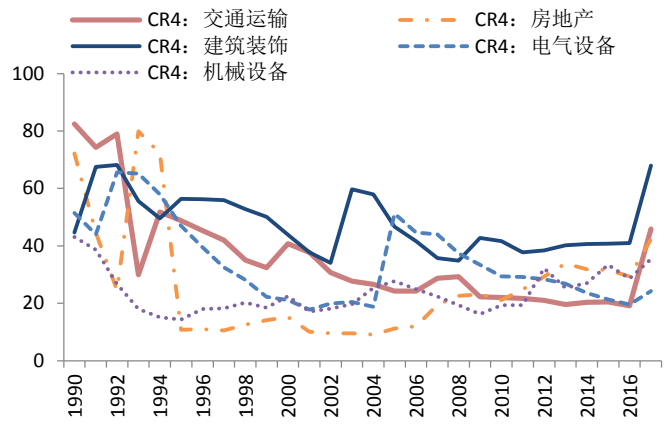
本轮周期行业在盈利峰值期并未扩大产能投资，在环保标准不可逆的背景下，2019年周期行业在库存下行周期中将加速落后产能淘汰、加速提升集中度，未来行业盈利波动率降低，公用事业化属性提升。在供给端仍收缩的背景下，周期行业头部企业的盈利仍保持韧性，但净利增速主要受基数压力而表现为回落。

图表 39：上游周期行业集中度提升



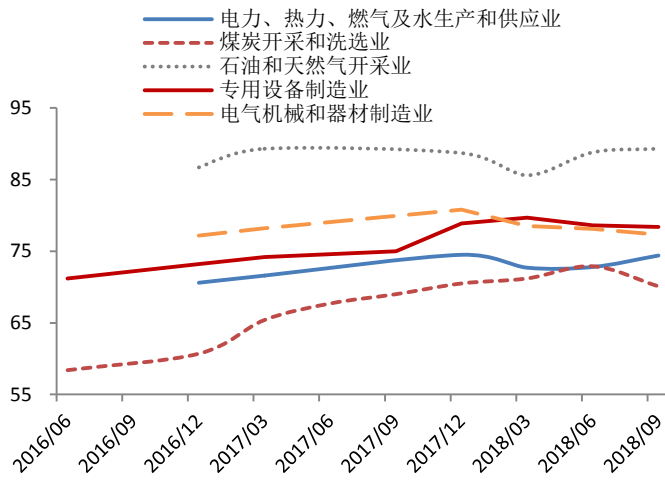
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 40：中游周期行业集中度的显著提升



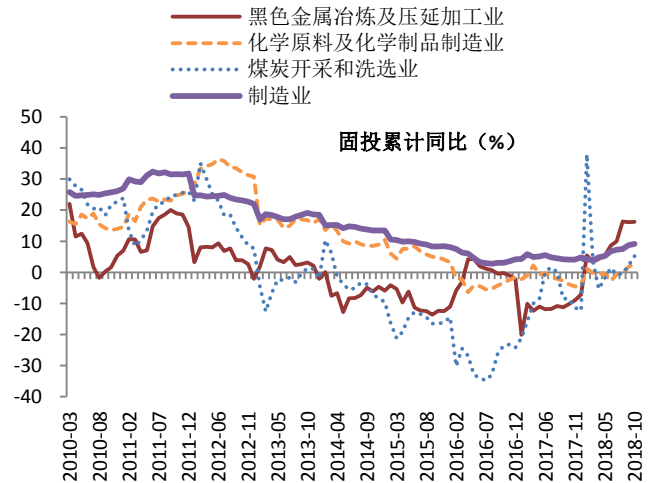
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 41：中游周期行业的产能利用率提升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 42：周期行业产能仍是收缩



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（三）新兴产业在孕育中，盈利释放有待观察

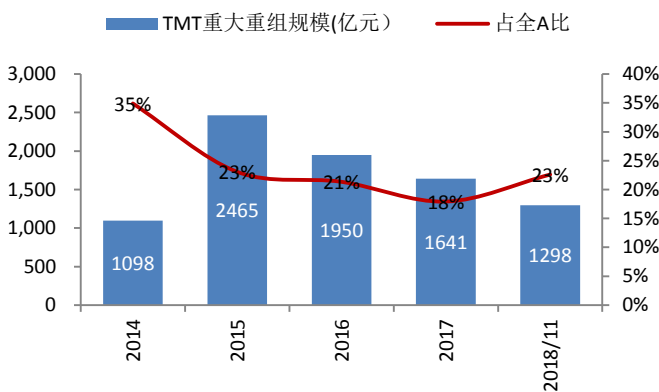
2018年以来制造业投资逐步回升，1-10月累计增速达9.1%，创2016Q1以来新高，其中新兴制造业投资表现为显著高增长。高投入将有效支撑新兴产业技术创新，为企业盈利增长提供支撑。此外，2019年减税降费将是财政政策的重点，

震荡市，筑底年——2019年A股市场投资策略

据国家税务总局货物和劳务税司测算，若增值税税率从17%降至16%，调整后制造业年减税规模超过所有行业总减税规模的1/3，行业企业税负将得到有效降低，进一步增厚净利。此外，并购重组作为提升2014年-2015年TMT板块盈利的重要手段，一度受到政策监管，18年3季度开始，管理层已经重新放开对并购重组的限制。

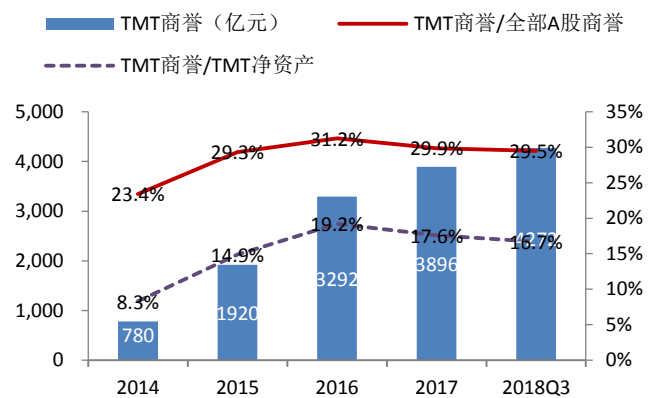
商誉减值风险依然是影响成长板块在2019年的盈利表现。2018Q3TMT板块的商誉规模已达4272亿，虽然并购重组节奏在2015年高峰后有所放缓，但TMT商誉占净资产比例仍保持在16.7%的高位。按照对赌协议一般为期3年来推断，2018年由于业绩对赌无法完成造成的商誉减值风险（对赌业绩规模大，且最后一年无法完成对赌业绩的概率也较高）将增大，进而拖累盈利。2018年是商誉减值的峰值，但2019年仍有大量对赌协议到期，此前被并购公司的业绩下滑或将进一步拖累上市公司的盈利增速。此外，TMT板块中电子和计算机也具备明显的周期属性，在2019年上半年经济加速下行阶段，TMT板块中逆周期的通信、军工相对表现会优于其他成长行业。

图表 43：2012 年以来并购重组规模



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 44：2016 年以来 TMT 商誉规模保持高位



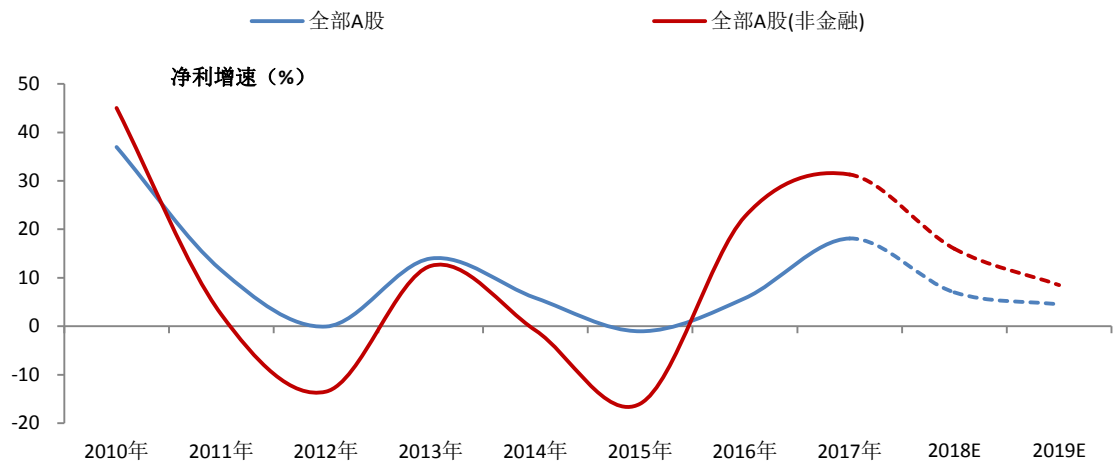
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(四) 2019 年全 A 盈利中枢下移，年末或企稳

我们根据 Wind 一致预期 2018 年及 2019 年的预测净利，加以偏离调整（即一致预期普遍预期乐观，在此基础上分别进行 90% 和 80% 下修调整），从而自下而上得到市场整体及各行业的 2018 年和 2019 年净利增速。

从目前一致预期的净利数据来看，考虑到 2018 年成长板块全年净利增速大概率接近中性情景（预测净利*90%），而金融等权重板块的全年净利增速大概率接近乐观情景（预测净利*100%），由此预计 2018 年全 A 净利增速 6%-8%，全 A（非金融）净利增速 15%-17%；在静态中性情景下，2019 年预计全 A 净利增速下行至 3%-5%，全 A（非金融）净利增速 7%-9%。行业上，成长类板块有望在 2019 年成为相对高增速的行业，净利增速中枢为 15%-20%；受消费能力制约，消费类板块净利增速中枢较 2018 年下移至 10%-15%；宏观经济下行拖累周期类板块净利增速中枢将进一步下滑至 10% 左右；金融类板块净利增速相对平稳。节奏上，考虑到本轮库存去化在 2019 年年中接近尾声，结合 2018 年业绩前高后低的基数效应，由此 2019 年净利增长有望前低后高，乐观估计或在 2019Q2 触底回升。

图表 45：2018 年和 2019 年预计全 A 和全 A（非金融）净利增速中枢下滑



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 46：各行业 2018 年/2019 年盈利增速情况估算

风格	行业	2018E 净利增速测算			2019E 净利增速测算			
		样本数	乐观（预测净利*100%）	中性（预测净利*90%）	样本数	乐观（预测净利*100%）	中性（预测净利*90%）	悲观（预测净利*80%）
TMT	通信	49	-2.70%	-12.40%	48	100.00%	80.00%	60.00%
	电子	126	23.80%	11.40%	124	29.20%	16.30%	3.40%
	计算机	110	28.10%	15.30%	110	29.60%	16.60%	3.70%
	国防军工	38	82.40%	64.20%	38	26.10%	13.50%	0.90%
	传媒	77	19.90%	7.90%	77	15.80%	4.30%	-7.30%
消费	商业贸易	47	47.30%	32.60%	47	-1.50%	-11.40%	-21.20%
	轻工制造	65	29.90%	16.90%	65	22.30%	10.10%	-2.10%
	医药生物	153	19.80%	7.80%	153	23.00%	10.70%	-1.60%
	农林牧渔	48	3.50%	-6.80%	48	27.50%	14.70%	2.00%
	休闲服务	27	34.70%	21.20%	27	21.10%	9.00%	-3.10%
	食品饮料	59	26.40%	13.80%	59	19.40%	7.50%	-4.50%
	纺织服装	46	24.10%	11.70%	46	18.00%	6.20%	-5.60%
	家用电器	37	11.90%	0.70%	37	15.40%	3.80%	-7.70%
汽车	74	5.80%	-4.80%	74	13.00%	1.70%	-9.60%	
周期	钢铁	25	43.60%	29.20%	25	6.20%	-4.40%	-15.00%
	交通运输	59	0.40%	-9.60%	59	22.70%	10.40%	-1.80%
	机械设备	128	39.60%	25.60%	127	28.00%	15.20%	2.40%
	化工	161	52.00%	36.80%	161	18.10%	6.30%	-5.50%
	公用事业	78	21.40%	9.30%	78	21.40%	9.20%	-2.90%
	有色金属	73	35.70%	22.20%	73	26.30%	13.70%	1.00%
	建筑装饰	75	16.60%	5.00%	75	15.40%	3.80%	-7.70%
	电气设备	79	16.50%	4.80%	78	20.50%	8.40%	-3.60%
	采掘	45	72.20%	54.90%	45	12.50%	1.20%	-10.00%
	建筑材料	26	76.90%	59.30%	25	11.10%	0.00%	-11.10%
金融	银行	26	7.10%	-3.60%	26	8.70%	-2.20%	-13.10%
	房地产	51	28.60%	15.70%	51	24.10%	11.70%	-0.70%
	非银金融	42	3.60%	-6.80%	42	22.70%	10.50%	-1.80%
	综合	8	39.20%	25.30%	7	13.70%	2.30%	-9.00%
全 A		1832	17.00%	5.30%	1825	15.50%	3.90%	-7.60%
全 A（非金融）		1764	28.10%	15.30%	3602	19.50%	7.60%	-4.40%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

四、大势研判：全年震荡蓄势，N字结构

（一）A股处于估值底部，流动性决定上行空间

从估值的角度来看，当前A股处于历史估值底部，目前的估值水平已经一定程度反应了经济下行的影响。对比2005年年底、2008年年底、2013年年初三次市场低点估值水平来看，当下A股市场多数重要指数的PE和PB估值已低于2005年的估值底部。其中上证综指PE11.4倍已低于2008年年底的估值底部，中证500指数PE18.71倍，已低于2013年年初26倍的水平，距离2008年底17倍的水平仅有10%左右的空间；上证综指的PB已低于此前的三次大底，中证500指数已低于2013年PB估值底部。对比股债收益率，此前三次大底中，股债风险溢价比较值为6.8%，而目前该比例已达到5.1%，股票投资的吸引力将逐步凸显。从国际比较的角度观察，目前A股估值水平仅高于韩国，海外资金持续流入也验证A股具有国际比较吸引力。

流动性带动估值提升是A股波动的主要驱动力，2005年以来的3次主要上升行情均有流动性支撑。当前资管新规约束表外杠杆扩张，美元加息周期下中美利差缩窄和经济增长异步导致的人民币贬值压力约束央行货币扩张，M2增速同比有所改善，但不具备“大水漫灌”的基础，预计2019年整体流动性环境制约A股上涨幅度。

展望2019年，我们判断A股以震荡蓄势为主，指数全年走势呈现N字型结构。受益于政策利好对市场信心的提振以及流动性的边际改善，A股春节期间有望走出一轮反弹行情。此后，库存周期下行拖累企业盈利，市场将重返底部。政策层面财政减税、国企改革等利好的释放，以及美国加息周期可能延缓等因素，将促使市场在底部区域出现结构性行情，主题投资活跃将是A股2019年的重要特征之一。经济拐点确认后，年末市场有望重新走强。

A股在底部震荡期间，北上增量资金和企业回购规模将成为决定结构性行情高度的关键因素；风格上，企业盈利向龙头公司逐步集中和机构投资者占比逐步提升决定了价值投资依然是全年主基调，但政策友好和流动性好转下中小盘相对

震荡市，筑底年——2019年A股市场投资策略

大盘股的活跃度将较 2018 年将明显改善，盈利仍是制约中小盘上涨幅度的关键因素，同时需要注意科创板和注册制的改革步伐对原有中小盘和创业板估值体系的冲击。

图表 47：当下估值与历史底部比较

重要指数	市盈率 PE (TTM) 估值底比较						
	2005 年中	2008 年底	2012 年底 -2013 年初	当下 (2018/12/11)	当前向下区间 (相对 2005 年)	当前向下区间 (相对 2008 年)	当前向下区间 (相对 2013 年)
上证综指	16.5	12.8	10.0	11.39	-31.15%	-11.03%	13.88%
上证 50	11.5	12.1	8.6	9.15	-20.74%	-24.40%	6.36%
中小板指	-	14.0	20.0	20.13	-	43.81%	0.66%
创业板指	-	-	29.0	29.56	-	-	1.92%
中证 500	-	17.0	26.0	18.71	-	10.06%	-28.04%

重要指数	市净率 PB (LF) 估值底比较						
	2005 年中	2008 年底	2012 年底 -2013 年初	当下 (2018/12/11)	当前向下区间 (相对 2005 年)	当前向下区间 (相对 2008 年)	当前向下区间 (相对 2013 年)
上证综指	1.60	1.96	1.47	1.29	-19.64%	-34.40%	-12.53%
上证 50	1.63	2.05	1.41	1.13	-30.91%	-45.07%	-20.13%
中小板指	-	2.39	2.80	2.75	-	15.21%	-1.66%
创业板指	-	-	2.51	3.43	-	-	36.74%
中证 500	-	1.43	1.97	1.62	-	13.15%	-17.87%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 48：当下 A 股估值水平仅高于韩国

2018-12-10 指数 PE	沪深 300	上证 50	中小板指	创业板指	纳斯达克 指数	标普 500	道指	韩国综合	富时 100	日经 225
当前值	10.52	9.15	20.13	29.56	21.87	18.02	16.29	9.79	15.26	14.61
最大值	51.12	48.48	67.65	137.86	48.77	26.29	21.47	91.68	103.48	141.70
最小值	8.01	6.94	14.52	27.04	13.27	10.99	10.99	5.99	8.13	10.32
中位数	13.79	12.28	32.75	49.54	24.08	17.53	16.17	13.72	17.19	21.10
当前分位	16.23%	14.95%	2.85%	1.30%	32.74%	59.48%	51.71%	14.17%	32.37%	2.35%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

震荡市，筑底年——2019年A股市场投资策略

图表 49：历史上三次大底，股票相对债券的风险收益溢价最多为 6.8%



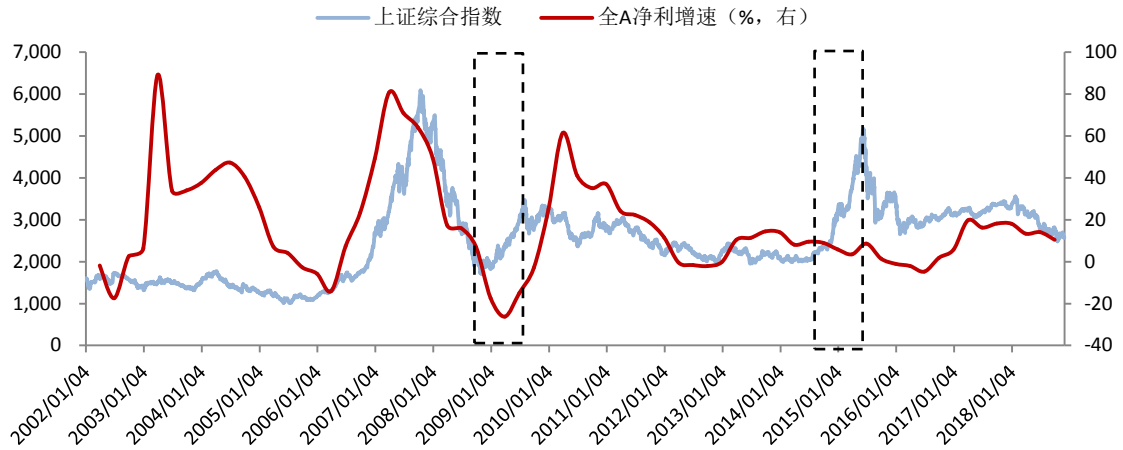
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 50：2005 年以来的 3 次主要上升行情之前均有流动性支持



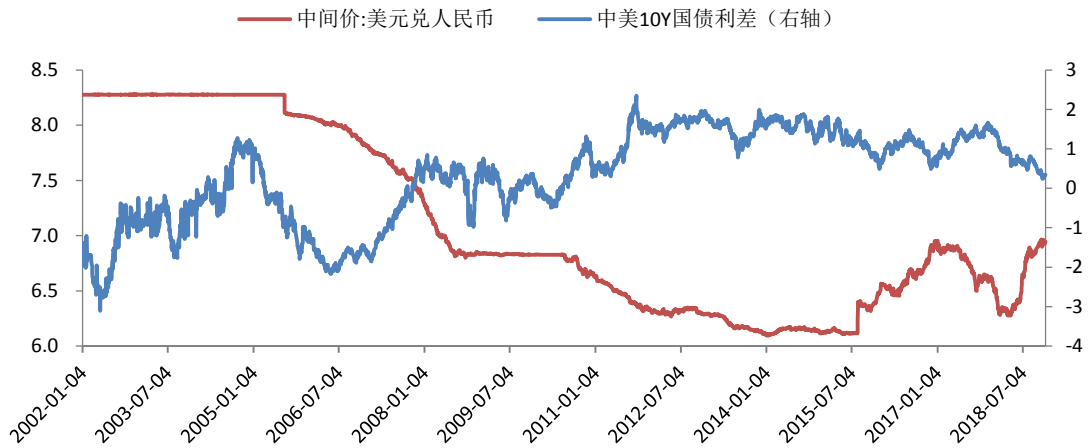
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 51：市场上涨并未见得需要盈利支撑



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 52：人民币贬值压力制约流动性持续宽松的空间



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

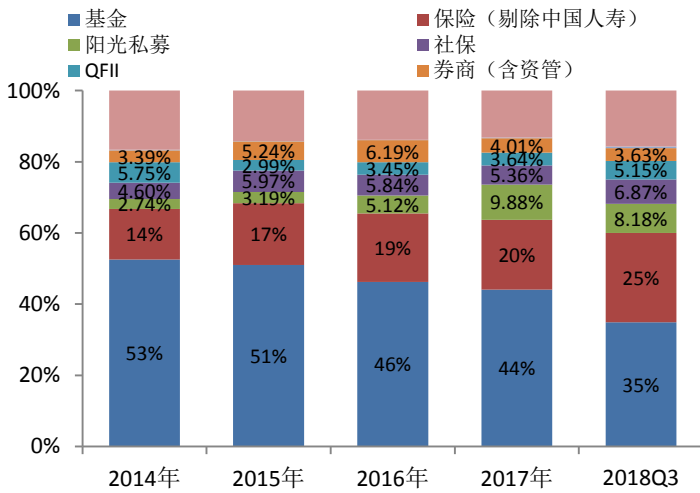
(二) A股纳入MSCI、富时指数是海外增量资金的主要来源

2018年A股正式纳入MSCI以来，1-11月陆股通资金净流入约2700亿，显著高于2017年的约2000亿。其中，5月（A股首次纳入MSCI的前一月）净流入规模最大，高达509亿，虽然8月中美贸易摩擦有所升级、人民币汇率也表现承压，但8月陆股通净流入仍达到355亿，显示当被纳入全球主要指数后，海外资金增配A股的意愿较强。

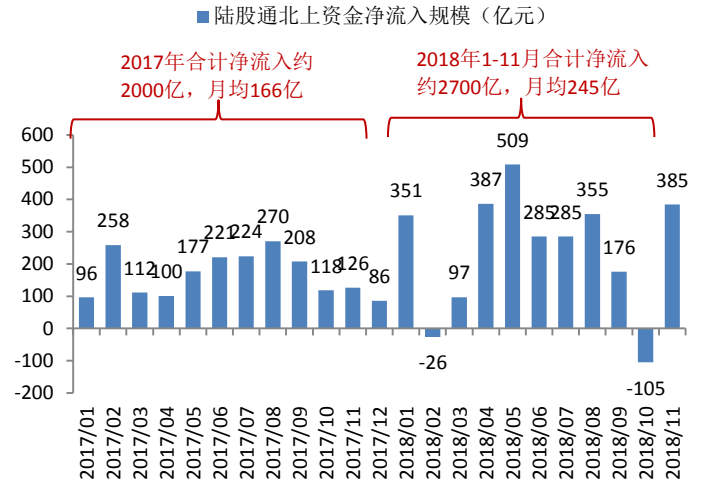
进入2019年6月，A股市值的25%将分阶段纳入富时罗素指数（主要纳入

震荡市，筑底年——2019年A股市场投资策略

全球指数和新兴市场指数)。第一阶段将分三步走,于2020年3月完成,涵盖大、中、小股票标的。截至2017年底,全球约有16.2万亿美元资金以富时指数为配置基准,富时罗素全球及新兴市场指数约涵盖1.5万亿美元资金。根据富时罗素测算,届时富时新兴市场指数中A股权重将达到约5.5%,预计将为A股带来100亿美元被动管理资金净流入,由此我们倒推估算2019年A股“入富”带来的被动配置增量资金保守约500亿人民币。此外,2019年MSCI考虑分两步走将A股大盘股纳入因子从5%提升至20%,我们预计2019年MSCI权重提升将为A股带来约2500亿人民币的增量资金。总体来看,2019年A股受益纳入MSCI、富时罗素指数而带来的增量资金保守估计至少3000亿人民币。

图表 53: 机构持仓分布 (剔除一般法人)


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 54: A股纳入MSCI指数后海外资金加速流入


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 55: 预计2019年A股纳入富时指数将带来约500亿被动新增资金

MSCI 指数	跟踪指数资金规模(万亿美元)	A股纳入指数权重(按A股纳入比例)				增量资金静态测算(亿美元)			
		5%(当前)	大盘股 20%(2019年8月)	大盘股 20%+中盘股 20%(2020年5月)	100%	5%(当前)	大盘股 20%(2019年8月)	大盘股 20%+中盘股 20%(2020年5月)	100%
MSCI 新兴市场指数	1.8	0.8%	2.8%	3.4%	16.2%	140	508	608	2916
A股纳入MSCI指数增量资金合计(假定2019年汇率中枢=6.8, 亿人民币)						955	3452	4137	19829

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 56: 预计 2019 年 A 股纳入 MSCI 后较 2018 年带来约 2500 亿新增资金

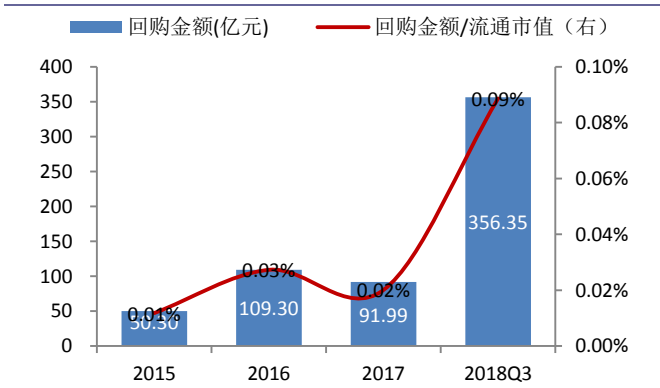
富时罗素指数	跟踪指数被 动资金规模 (亿美元)	A 股纳入指数权重 (按 A 股纳入比例)			增量资金静态测算 (亿美元)		
		5% (2019 年 6 月)	15% (2019 年 9 月)	25% (2020 年 3 月)	5% (2019 年 6 月)	15% (2019 年 9 月)	25% (2020 年 3 月)
新兴市场指数	1818	1.2%	3.4%	5.5%	22	62	100
富时全球指数	3541	0.1%	0.3%	0.6%	4	11	21
A 股纳入富时罗素指数增量资金合计 (假定 2019 年汇率中枢=6.8, 亿人民币)					172	493	824

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

(三) 上市公司回购带来国内增量资金

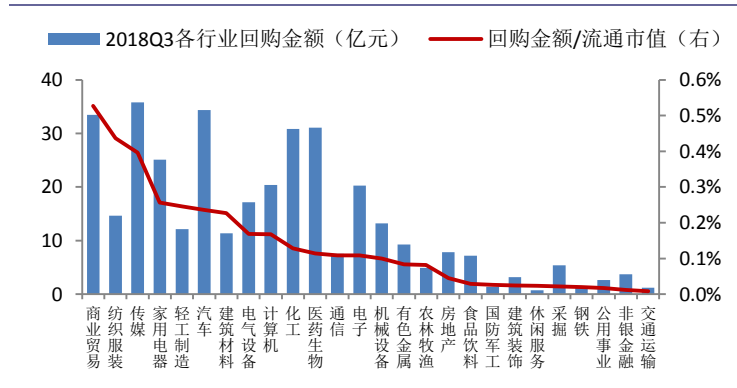
2018 年 11 月 23 日回购新规细则开始进入征求意见阶段, 回购新规扩大了回购范围、简便回购机制、放宽回购条件, 并在草案的基础上进一步明确多种回购资金来源, 若新规得到确切实施, 由此将为 A 股带来确定性增量资金。当前 A 股具备中长期投资价值, 新规公布后上市公司回购行为显著增多。截止 2018Q3A 股回购规模已高达 356 亿, 为 2017 年规模的近 4 倍, 但相对流通市值占比仅 0.09%, 可见当下上市公司回购行为对市场整体影响有限。但随着回购行为的“解绑”, 对比美国 2017 年回购规模占流通市值比 2% 左右的空间来看, 后续回购资金入市仍有较大空间。在行业影响上, 截止 2018Q3 传媒、汽车、商业贸易行业的回购规模靠前, 且相对流通市值占比靠前的行业仍包括传媒和商贸零售行业。根据上市公司公告, 2018 年 1-10 月公布回购预案的规模约 878 亿元, 综合考虑到实施进度及落实情况, 预计 2019 年上市公司回购规模大约 900 亿元。

图表 57: 2018 年回购规模显著增大



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 58: 2018 年回购对商业贸易、传媒等影响相对较大



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 59：2018 年 1-10 月各行业回购预案规模

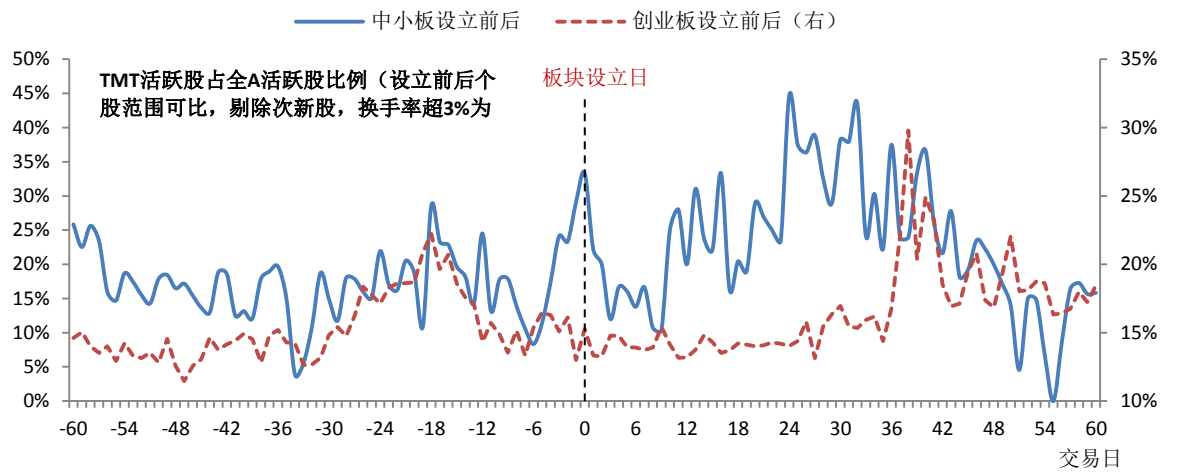
行业	回购金额 (亿元)	回购金额占流 通市值比例	行业	回购金额 (亿元)	回购金额占流 通市值比例
纺织服装	44.17	1.35%	休闲服务	6.14	0.23%
传媒	100.94	1.12%	房地产	35.71	0.21%
轻工制造	32.18	0.68%	通信	12.81	0.19%
建筑材料	30.48	0.64%	家用电器	16.02	0.17%
农林牧渔	37.33	0.61%	电子	24.92	0.14%
化工	114.15	0.52%	建筑装饰	15.57	0.12%
电气设备	41.79	0.41%	有色金属	12.34	0.12%
汽车	47.22	0.37%	公用事业	14.66	0.10%
商业贸易	21.82	0.37%	非银金融	18.38	0.06%
医药生物	86.81	0.33%	交通运输	7.5	0.05%
综合	7.02	0.33%	钢铁	2.05	0.03%
计算机	37.58	0.32%	食品饮料	6.16	0.03%
机械设备	37.78	0.29%	银行	0	0.00%
国防军工	13.71	0.27%	合计	878.83	0.23%
采掘	53.59	0.24%			

资料来源：Wind，太平洋证券整理

（四）科创板的推出提升成长股偏好

2018 年 11 月以来中央及地方层面均发布对科技型企业融资、研发、税收优惠等扶持政策，以支持科技型企业的发展。其中设立科创板、试点注册制得到市场高度关注。从流动性的角度看，通过回溯设立中小板（2004 年 6 月）和创业板（2009 年 10 月）当时挂牌个股的活跃度情况（剔除次新股），我们发现在设立新板块前 30 个交易日，以 TMT 行业为代表的成长股活跃度得到显著提升，具体表现为换手率超 3% 的个股中 TMT 个股占显著增多。其原因在于，流动性相对温和环境下新设板块对成长股估值重构更加有利。例如，2004 年上半年（中小板设立前夕），M2 增速保持在 19% 左右的高位；2008 年-2009 年上半年（创业板设立前夕）多次降准降息以及 IPO 接近暂停。此外，注册制与核准制的重要区别主要在于定价权的变化，注册制背景下市场定价权将得到强化，市场价格发现过程可能需要更多的交易来予以确认，由此可见科创板的推出将提升市场对成长股的偏好，2019 年成长股的活跃度有望提升

图表 60：在中小板/创业板设立前 30 个交易日，TMT 活跃股明显增多



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 61：2018 年以来支持科技型企业融资、鼓励研发的产业政策显著增多

时间	政策	具体内容
2018-11-5	财政部、税务总局、科技部、教育部发布《关于科技企业孵化器大学科技园和众创空间税收政策的通知》	自 2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日，对国家级、省级科技企业孵化器、大学科技园和国家备案众创空间自用以及无偿或通过出租等方式提供给在孵对象使用的房产、土地，免征房产税和城镇土地使用税；对其向在孵对象提供孵化服务取得的收入，免征增值税。
2018-11-5	习近平出席首届中国国际进口博览会上表示	将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制
2018-11-10	广东省发布《广东省关于深化科技奖励制度改革方案》	提高了科学技术奖的奖金总额上限，达到最高 7300 万元，较之前大幅提高 62%。
2018-11-16	河南省出台《高新技术企业倍增计划实施方案》	提出“小升高”培育行动。对首次认定的高新技术企业给予最高 30 万元配套奖补，对符合条件的高新技术企业每年给予最高 200 万元研发费用补贴。
2018-11-20	福建省出台《福建省科技型中小微企业贷款方案（试行）》	充分发挥财政资金杠杆作用，努力破解科技型中小微企业融资难问题。将企业综合融资成本控制控制在年化 8% 以内，最高不超过年化 9%。
2018-11-22	上海市发布《关于加快本市高新技术企业发展若干意见》	实施高新技术培育企业研发支持机制，对入库企业给予一次性 20 万—200 万元支持；落实高新技术企业所得税优惠，企业研发费用按 75% 比例加计扣除，进一步降低企业成本；高新技术企业和科技型中小企业亏损结转弥补年限从 5 年延长至 10 年；优先保障高新技术企业用地，支持园区对入驻高新技术企业提供房租优惠政策。
2018-11-26	上海市经信委公布《关于征集推荐上交所科创板企业名单的通知》要求	于 11 月 23 日中午前上报，推荐企业要在全球或者国内行业地位明显，企业不限于盈利但收入具有一定规模。
2018-11-26	工业和信息化部发布《关于开展专精特新“小巨人”企业培育工作的通知》	计划利用三年时间（2018-2020 年），培育 600 家左右专精特新“小巨人”企业。其中，2018 年培育 100 家左右专精特新“小巨人”企业，促进其在创新能力、国际市场开拓、经营管理水平、智能转型等方面得到提升发展。
2018-11-26	安徽省出台《关于大力促进民营经济发展的若干意见》	对在科创板等境内外证券交易所首发上市的民营企业，省级财政分阶段给予奖励 200 万元。

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 62：注册制和核准制的国际比较

	美国	英国	香港	中国
审核制度	注册制	核准制（证监会进行实质性审核，但也强调信息披露）	注册制（也有认为是核准制）	核准制
分析师路演	主承销商与发行人协商			禁止
投资价值报告	主承销商与发行人协商，且不受监管机构干涉			上报证监会，严格规定只能在网下申购平台发布
路演与簿记	管理层路演时开始簿记			一般 T-5 开始簿记
定价	主承销商有较大自主权，发行人与主承销商确定定价区间，监管机构不干涉			询价得出，发行人与主承销商没有决定权。（目前基本是固定价格发行）
发行结构	没有专门面向散户的公开发售部分，零售投资者认购的新股一并计入机构簿记部分，配售时没有固定比例，一般散户配售比例不超过 20-30%	发行人和主承销商自主选择是否包含面向散户的发行部分，一般散户配售比例不超过 10%	必须包含面向散户的公开发售部分；主承销商可以自行决定散户配售比例，散户配售比例一般为 10%	面向散户公开发售占 30-90%。股本 4 亿股以下的，网下比例 >=60%；4 亿股以上的，网下比例 >=70%
回拨机制	没有明确规定	没有明确规定	发行人和主承销商可以协商确定回报比例，通常：1) 当公众投资者超额认购倍数 $n >= 100$ 倍时，公众投资者的比例调整为 50%；2) 当 $50 < n < 100$ 倍时，公众投资者的比例调整为 40%；3) 当 $15 < n < 50$ 倍时，公众投资者的比例调整为 30%；4) 当 $n < 15$ 倍时，公众投资者的比例仍为 10% 不变。	发行人和主承销商可以协商确定回报比例，通常：1) 当公众投资者超额认购倍数 n ，当 $n >= 150$ ，网下发行比例不超过本次公开发行股票数量的 10%；2) 当 $100 < n < 150$ 倍时，网下往网上回拨本次发行股份数的 40%；3) 当 $50 < n < 100$ 倍时，网下往网上回拨本次发行股份数的 20%。
配售权	主承销商享有自主配售权			没有配售权
配售原则	综合考虑机构投资者的持有期、质量、声誉及对发行人估值的看法，为公司选择优质的机构投资者			等比例配售
缴款制度	机构、散户均无需预付款	机构无需预付款；散户需预付款		机构、散户均预付
发行新股的锁定期	机构投资者无锁定期限制			自愿申报 12 个月锁定期，受让老股必须锁定 12 个月
	基石投资者锁定期协商决定，一般为 3-6 个月	基石投资者一般为 3-6 个月	基石投资者一般为 6-12 个月	
后市维护措施	1、绿鞋机制 2、持续发表高质量的研究报告 3、为公司安排业绩路演，与投资者形成持续、良性的沟通 4、其他积极招商活动			1、4 亿股以上可使用“绿融机制” 2、如果上市 3 年低于每股净资产，发行人要进行稳定股价的举措，例如召开投资者见面会、回购、送股

资料来源：Wind，太平洋证券整理

五、配置建议

（一）全年配置先防御再进攻

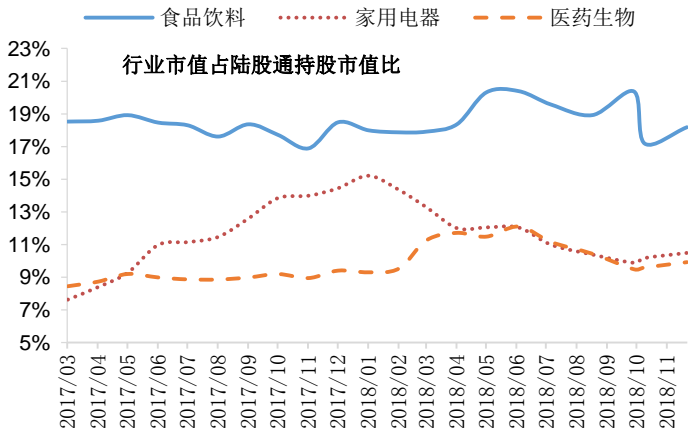
2019年全球金融周期下行，紧缩政策可能引发全球经济见顶回落，全球资产配置从风险资产向避险资产切换，国内处于库存周期的加速去库阶段，企业盈利上半年加速下行，符合美林时钟衰退阶段的情景。行业配置上，建议上半年优先配置防御型的公用事业、农林牧渔、以及逆周期的通信、军工和建筑装饰板块，规避后周期行业。下半年经济复苏信号确认后，可关注周期行业。同时，国内金融改革推动国内外机构投资者入市，低估值的大金融是机构投资者配置重点。

（二）海外资金偏好的优势产业龙头

2018年，在A股纳入MSCI的6月（纳入2.5%）和9月（再纳入2.5%），食品饮料、银行、非银行业的陆股通持股市值占比得到显著提升，显示A股纳入国际重要指数后国际投资者偏好消费（尤其食品饮料）和金融等高ROE行业。同时，重仓股均为相关行业的龙头企业。截止2018Q3，陆股通主要重仓食品饮料、家电、医药、非银行业，四者合计持股市值占比达48%；其中家电较2017年显著减仓，食品饮料、建材、银行显著加仓。陆股通在家电、食品饮料、休闲服务行业持股占比较大，占比提升的行业主要为食品饮料、建材、钢铁。

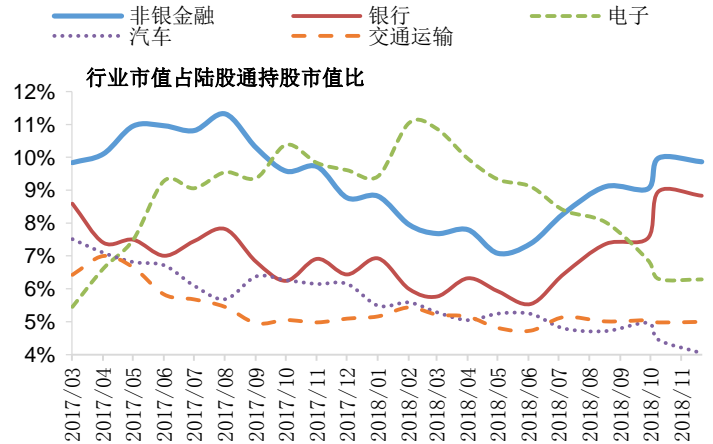
从2016年以来的陆股通持仓分析来看，海外资金配置的重点行业集中在消费、大金融两个方向，同时对周期行业和TMT的行业龙头也有积极布局。2019年海外资金将加速布局A股，上述方向是未来一年增量资金的关注的焦点。

图表 63：6 月和 9 月食品饮料持股市值占比显著提升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 64：6 月和 9 月银行和非银持股市值占比显著提升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

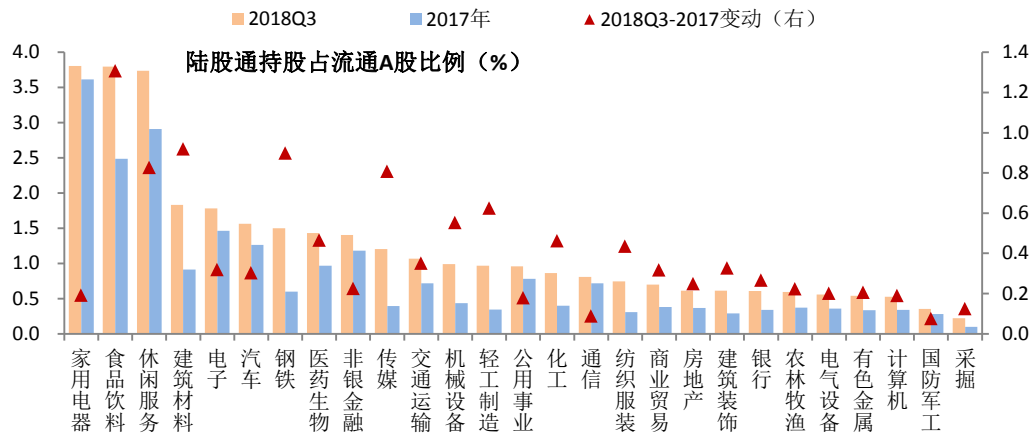
图表 65：陆股通重仓消费、金融

行业	陆股通持股市值占比 (%)			行业	陆股通持股市值占比 (%)		
	2018Q3	2017 年	2018Q3-2017 变动		2018Q3	2017 年	2018Q3-2017 变动
食品饮料	20.37	18.48	1.89	传媒	1.63	0.88	0.74
家用电器	9.88	14.44	-4.57	机械设备	1.6	1.04	0.56
医药生物	9.48	9.4	0.08	电气设备	1.28	1.5	-0.22
非银金融	9.04	8.77	0.27	计算机	1.19	0.93	0.26
银行	7.54	6.44	1.1	建筑装饰	1	0.81	0.19
电子	6.88	9.64	-2.77	有色金属	0.79	0.86	-0.06
交通运输	5.05	5.09	-0.05	农林牧渔	0.79	0.74	0.05
汽车	4.97	6.15	-1.18	商业贸易	0.75	0.53	0.22
公用事业	3.65	4.05	-0.41	采掘	0.74	0.53	0.21
化工	2.85	1.85	0.99	轻工制造	0.7	0.53	0.18
休闲服务	2.43	1.96	0.48	通信	0.66	1.06	-0.39
建筑材料	2.41	1.07	1.33	国防军工	0.28	0.28	0.01
房地产	1.93	1.73	0.2	纺织服装	0.27	0.13	0.13
钢铁	1.67	0.9	0.78				

资料来源：Wind，太平洋证券整理

震荡市，筑底年——2019年A股市场投资策略

图表 66：陆股通持仓在各行业的影响强度



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 67：2018Q3 陆股通重仓股 TOP20

名称	行业	持股数量(万股)			持股市值(万元)			占流通股比例(%)		
		2018Q3	2018Q2	变动	2018Q3	2018Q2	变动	2018Q3	2018Q2	变动
贵州茅台	食品饮料	9,556	9,099	458	6,976,020	6,655,294	320,726	7.61	7.24	0.36
中国平安	非银金融	64,380	51,727	12,654	4,410,060	3,030,147	1,379,913	5.94	4.78	1.17
美的集团	家用电器	87,068	76,829	10,239	3,508,856	4,012,035	-503,179	13.44	11.86	1.58
恒瑞医药	医药生物	47,988	54,945	-6,957	3,047,224	4,162,603	-1,115,379	13.1	15	-1.9
海康威视	电子	96,064	102,999	-6,936	2,760,872	3,824,368	-1,063,496	12.15	13.03	-0.88
伊利股份	食品饮料	81,927	65,620	16,306	2,103,873	1,830,805	273,068	13.58	10.88	2.7
五粮液	食品饮料	30,856	24,604	6,252	2,096,665	1,869,911	226,754	8.13	6.48	1.65
上海机场	交通运输	32,642	32,321	321	1,918,347	1,793,162	125,185	29.85	29.56	0.29
格力电器	家用电器	47,263	46,814	449	1,899,979	2,207,298	-307,318	7.92	7.84	0.08
长江电力	公用事业	114,908	118,318	-3,411	1,882,186	1,909,658	-27,472	9.99	10.28	-0.3
中国国旅	休闲服务	21,814	20,365	1,449	1,483,757	1,311,694	172,064	11.17	10.43	0.74
海螺水泥	建筑材料	39,721	30,082	9,640	1,461,342	1,007,132	454,210	9.93	7.52	2.41
招商银行	银行	44,701	39,141	5,560	1,371,864	1,034,875	336,989	2.17	1.9	0.27
上汽集团	汽车	37,290	33,519	3,772	1,241,021	1,172,817	68,204	3.24	2.91	0.33
洋河股份	食品饮料	9,454	8,748	705	1,210,053	1,151,279	58,774	7.6	7.03	0.57
海天味业	食品饮料	13,918	13,360	558	1,102,340	983,838	118,502	5.16	4.95	0.21
福耀玻璃	汽车	30,426	30,310	116	774,335	779,264	-4,930	15.19	15.13	0.06
中国石化	化工	107,111	62,870	44,241	762,629	408,024	354,606	1.12	0.66	0.46
青岛海尔	家用电器	44,431	48,295	-3,864	734,003	930,165	-196,162	7.29	7.92	-0.63
方正证券	非银金融	131,871	125,911	5,960	727,929	842,346	-114,417	16.02	15.3	0.72

资料来源：Wind，太平洋证券整理

（三）转型、改革方向下的主题投资机会

由于当下经济处于下行周期，政府往往会出台政策刺激经济，同时鼓励资本市场发展，而这两者作用之下会刺激无风险利率下行、提振投资者信心，从而提升市场的风险偏好，由此对于流动性和风险偏好较敏感的主题投资可能相对更活跃，且政策刺激也将为主题投资提供更多的投资脉络和事件催化。**2019年主题投资相关的政策刺激主要为两大方向：转型和改革，转型方向建议重点关注5G、人工智能、军工、新能源汽车，改革方向建议重点关注国企改革“双百行动”。**

1、5G：三大运营商加速资本开支，商用落地在即

虽然目前我国的5G商用牌照还未发放，但5G频谱划分方案基本确定，中国联通、中国电信将在3.5GHz频段各获得100MHz的频谱资源；中国移动不仅有望在2.6GHz频段获得100-150MHz频谱资源，还有可能获得4.9GHz频段的100MHz频谱资源。根据国内三大通信运营商规划，**2019年国内5G商用将逐步开启。此外，国际上已有国家进入牌照发放阶段，全球5G商用化正在快速推进。**2018年10月9日芬兰通信管理局（Ficora）宣布完成3410-3800MHz波段的频谱拍卖工作，11月13日向3家运营商颁发了3.5GHz频段的5G商用牌照，2019年年初运营商将开始建设5G商用网络；2018年11月15-17日美国召开第一次5G频谱拍卖会，共计卖出2129张毫米波5G牌照。

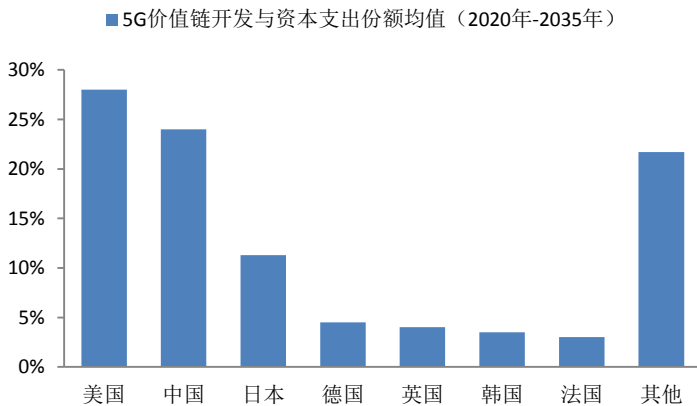
商用规模化初期，关注围绕运营商资本开支的中游主设备商（基站、光通信）。从产业链的角度，5G产业链上游主要是芯片和电子器件，中游为主设备、无线网络（其中电子器件无线方面为基站天线和基站射频滤波器，有线方面为光纤光缆、光模块），下游主要为运营商及应用终端（涉及物联网、车联网、AR/VR等潜在应用）。投资的角度建议围绕下游运营商的资本开支（2017年以来三大运营商资本开支增速已有回升），**边际受益显著的是中游的主设备商（基站、光通信），待规模商用后，偏上游的芯片和电子器件需求将陆续释放，相应投资机会将显现。**

图表 68：2019 年我国三大运营商 5G 规划将逐步商用落地

三大运营商	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
中国移动	选取 4-5 个城市做系统验证	在多个城市建 20 个基站进行规模试验	继续扩大试验的城市范围和站点	5G 基站达到万站以上，实现规模化商用
中国联通	完成 5G 实验室环境建设	形成 5G 建设方案	进行场外 5G 组网验证，力争 2019 年实现商用	
中国电信	开展 5G 关键技术的研究并进行实验室和场外测试		建立企业技术规范，实现部分 5G 技术的商用	

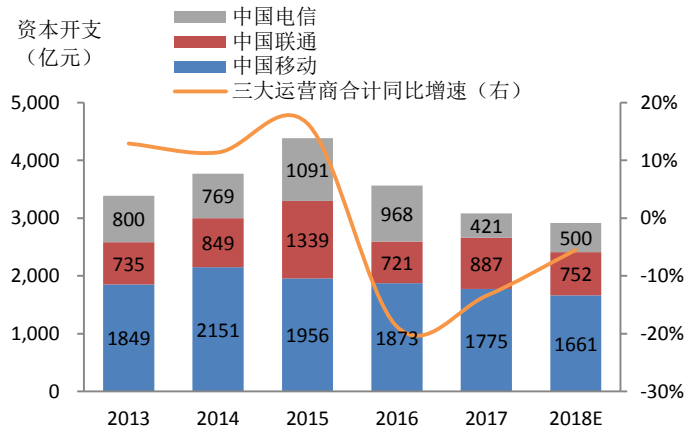
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 69：美国和中国主导 5G 建设



资料来源：IHS，太平洋研究院整理

图表 70：三大运营商资本开支有望迎 2-3 年期间高峰



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

2、人工智能：战略产业政策加码，“降本增效提质”推动 AI 政企端需求

各国争夺人工智能主导权，政策不断加码。自我国 2017 年 7 月正式印发人工智能发展规模以来，2018 年 3 月起法国、欧盟、英国、德国、韩国、美国等纷纷先后通过类似的国家战略规划或白皮书文件，从财政补助、人才体系培养、基础设施建设以及 AI 应用落地等多方面提出各自的目标。

我国也在发布规划文件后相继成立国家级开放平台、研究中心、启动重大项目，其中 2018 年 10 月科技部正式发布人工智能重大项目申报指南，明确在人工智能基础理论、面向重大需求的关键共性技术、新型感知与智能芯片等 3 个技术方向启动 16 个研究任务，拟安排国拨经费概算 8.7 亿；2018 年 9 月工信部推出三年行动计划，以项目推动人工智能与实体经济的深度融合。此外，北京、上海、

震荡市，筑底年——2019年A股市场投资策略

广东、江苏、安徽、浙江等近30个省市及地区发布各自人工智能规划，通过成立地方产业联盟、与知名高校及企业组建联合实验室等多种形式引进项目和人才，推动AI技术在安防、教育、医疗、公检法、智慧城市等众多领域的应用。

“降本增效提质”推动AI政企端需求，头部企业加快与政企合作。从产业化落地来看，C端消费者市场并未有明显打开（即没有相应的爆款产品问世），由此当前人工智能产业化落地依然以G端政府和B端企业场景为主，围绕“降本、增效、提质”的市场诉求。加之自上而下各地政府逐级下沉，以及人工智能发展规划后续的不断细化，B端和G端的市场需求有望先行成为人工智能发力的主场和技术落地渗透的原动力。目前已有海康威视（2018年9月与赣州、广州、龙口、中山等4个市公安局签约）、商汤科技（与深圳市公安局、张家港市政府、晋中市教育局等政企签约）为代表的算法创企和头部企业与政企单位纷纷签约。

图表 71：人工智能成为各国战略产业部署重点

国家	时间	政策文件
中国	2017年7月	国务院印发《 新一代人工智能发展规划 》，目标2020/2025/2030年，人工智能核心规模分别超过1500亿元/4000亿元/1万亿元，带动相关产业规模分别超过1万亿元/5万亿元/10万亿元
法国	2018年3月	总统公布《 法国人工智能发展战略 》，并表示今后5年法国政府将投入15亿欧元发展人工智能，致力于成为人工智能强国
欧盟	2018年4月	欧盟委员会提交《 欧盟人工智能 》报告，制定欧盟AI行动计划，通过公私合作增加AI研发投资，到2020年整个欧盟的投资至少应达到200亿欧元
英国	2018年4月	发布《 英国人工智能发展的计划、能力与志向 》报告，从概念、设计、研发和对工作、生活、医疗等领域的影响以及威胁应对、塑造人工智能未来等层面进行探索，呼吁英国政府制定国家人工智能战略
德国	2018年7月	通过《 联邦政府人工智能战略要点 》，目标成为全球领先的人工智能科研场，将在现有执政纲领和2018年度财政预算基础上开始实施，并将于今年11月底前完成一份关于人工智能发展的战略文件
韩国	2018年7月	通过《 人工智能研发战略 》，分为确保人才、技术和基础设施三个方面，2022年之前将投资约20亿美元用于人工智能研究
美国	2018年9月	发布《 机器崛起：人工智能及对美国政策不断增长的影响 》白皮书，总结关于人工智能监督和听证会的经验教训，提出前瞻性建议，并分析了在AI应用方面的挑战，关注失业、隐私、偏见、和恶意使用4个问题领域并提出建议

资料来源：太平洋研究院整理

3、军工：新型军机列装+老旧机型更新，军费订单持续释放

2018年中国国防预算增长8.1%，“十三五”我国军费仍将保持7~8%左右的稳健增长，相对整体军费的增长，装备采购开支不同年度之间的结构性变化对军

工行业的影响更加值得关注。其中军机方面新型军机加速列装，老旧机型更新换代（预计未来3-5年军机行业增速高于军费增长率，复合增速在15%）。在装备采购五年规划执行前低后高和军队体制编制调整（陆军航空兵、海军陆战队等特种作战单位的扩编）完成后的装备补偿式采购的驱动下，军工行业有望持续支撑营收和毛利率（装备升级、信息化加速提高单机价值增长）改善，从而维持盈利能力提升。

2018年以来，军工企业资本运作密集，并且出现了新的突破，主要包括军工资产整体上市（以航空工业旗下中航黑豹等上市公司为典型代表）、科研院所优质资产证券化（兵装集团自动化成为首次获批转制的科研院所）和依托资本市场进行股权激励（2018年5月中航沈飞实施股权激励）等。目前军工行业整体资产证券化率较低，多个军工集团均有进一步提高资产证券化率的相关表态，军工作为混改试点的重要领域，在2018年新突破的助力下2019年有望加速推进其领域的国企改革。

图表 72：科研院所改制进展

时间	科研院所转制及资产证券化进展
2018年5月	科研院所转制迈出实质一步：兵装集团自动化成为首家获批转制的生产经营类军工科研院所
2018年5月	中国证券报报道，将有多家科研院所改制单位获批，预计2018年首批生产经营类军工科研院所完成转制
2018年9月	中国海防拟以66亿收购中船重工集团及七一五所、七二六所、七一六等持有的海声科技、辽海装备等优质资产
2018年11月	中国电科旗下国睿科技拟以超68亿元向十四所等交易对手收购其持有的国睿防务100%股权、国睿信维95%股权和国睿安泰信59%股份

资料来源：太平洋研究院整理

4、新能源汽车：生产资质审批有望重启，全球巨头设厂迎需求放量

新能源汽车生产资质审批有望重启。2015年7月《新建纯电动乘用车企业管理规定》正式实施，在该政策实施的八个月后，直至2017年6月江淮大众成为获得新能源汽车生产资质的最后一家车企，新能源汽车资质审批已在事实上暂停超过1年。目前已有将近200家汽车相关企业处在等待审批的排队中。发改委在2018年5月28日发布了《汽车产业投资管理规定（征求意见稿）》，有望在未来较短时间内正式出台实施。生产资质审批的恢复将对目前还通过代工或收购资

质发展新能源产品的诸多造车新势力形成明显利好，在新能源车行业由政策驱动向市场驱动转变的过程中，对培育行业和市场基础有积极意义，对促进新能源汽车可持续发展提供制度保障。

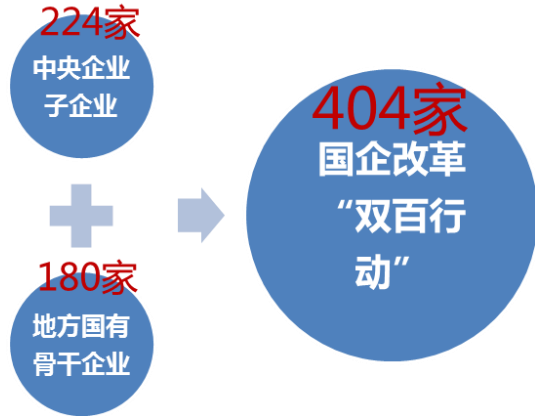
特斯拉等全球巨头中国建厂，新能源汽车将迎全球放量。2018年10月特斯拉称将加速在中国造车，2019年将部分Model3生产转移至中国，并实现当地自产自销，预示着中国超级工厂的建设进程将加速（按原来规划，特斯拉中国超级工厂生产的首辆车将在2021年下线）。此前上汽大众新能源汽车工厂开工仪式在上海安亭举行，该项目总投入为170亿元，计划于2020年建成投产，规划年产能30万辆。大众MEB平台是世界上第一个专为生产大批量电动车而设计的纯电动车平台。工厂建成后，上汽大众多款全新纯电动车型将在此投产，并涵盖大众、奥迪、斯柯达的新能源车型。大众、宝马、特斯拉等全球汽车巨头将在中国加快新能源汽车工厂的建设进程，由此将带来更多产品力更强的新能源车型，带动消费者自发消费需求崛起，未来新能源汽车有望迎全球放量。

5、国企改革：综合试点铺开，“双百行动”加速改革

在2018-2020年期间，国企改革将实施“双百行动”，目前已遴选出224家中央企业子企业和180家地方国有骨干企业，合计404家国有企业参与此次“双百行动”。与以往试点有何不同，“双百行动”改革试点的细项将更多更综合，将明显多于此前的四项改革试点、十项改革试点中的内容。

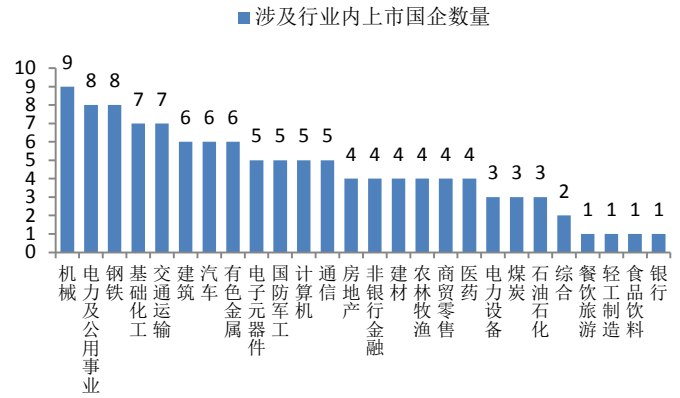
我们对涉及的上市公司进行梳理，发现直接被纳入“双百企业”的A股上市公司可达55家，其中央企子公司28家、地方国企27家。此外，控股股东被纳入“双百企业”涉及的上市公司数量达61家，还有部分上市公司下属企业被纳入，无法短时间内得到完全统计。整体来看，受“双百行动”影响的上市国企数量约有百家，约占A股上市公司的12%。机械、电力及公用事业、钢铁、化工受“双百行动”影响的上市国企数量较多。

图表 73: 国企改革“双百行动”示意图



资料来源：太平洋研究院整理

图表 74: 机械、电力及公用事业行业影响上市国企较多

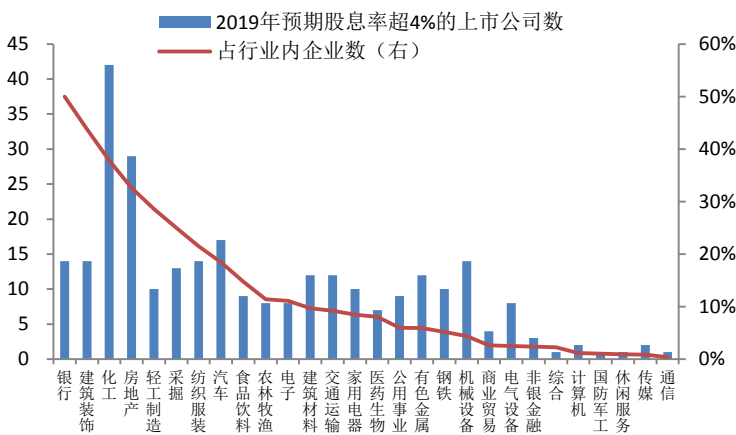


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(四) 高股息行业

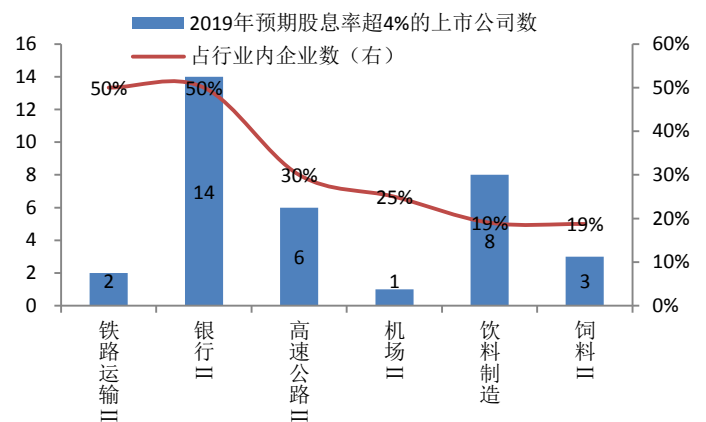
经济下行期，长端利率仍有下行空间，利好低估值的高股息板块，尤其是对于逆周期行业，不但具备配置价值，还可以获取稳定的股利回报。我们对 2019 年的股息率情况进行测算，发现在不考虑市值约束的条件下，高股息（4% 以上）上市公司占比较高的逆周期行业主要来自银行、纺织服装、食品饮料；进一步对行业进行细分，铁路、银行、公路、机场、饮料制造、饲料等行业表现为高股息的公司占比较高。若考虑市值约束，2019 年股息率较高且市值超 300 亿的逆周期个股主要来自银行、电力行业。

图表 75: 2019 年股息率 4% 以上上市公司数量的行业分布



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 76: 铁路、银行、水泥等行业高股息公司占比高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

震荡市，筑底年——2019年A股市场投资策略

图表 77：股息率 4%以上，且市值大于 300 亿的上市公司

证券代码	证券简称	行业	总市值 (亿元)	2015-2017 年平 均股利分配率	2019 预测股 利分配率	2019 预期 PE	2019 预测 股息率
600383.SH	金地集团	房地产	445	52%	52%	4.4	11.8%
600346.SH	恒力股份	化工	695	70%	70%	6.5	10.7%
000651.SZ	格力电器	家用电器	2,284	71%	71%	7.1	10.0%
600019.SH	宝钢股份	钢铁	1,655	59%	59%	6.4	9.2%
600104.SH	上汽集团	汽车	2,970	58%	58%	7.1	8.2%
600606.SH	绿地控股	房地产	797	43%	43%	5.6	7.6%
001979.SZ	招商蛇口	房地产	1,518	56%	56%	7.4	7.5%
601155.SH	新城控股	房地产	614	37%	37%	4.9	7.5%
600741.SH	华域汽车	汽车	541	51%	51%	6.8	7.5%
000002.SZ	万科 A	房地产	2,873	45%	45%	6.2	7.3%
600028.SH	中国石化	化工	7,204	59%	59%	8.3	7.2%
601225.SH	陕西煤业	采掘	800	43%	43%	6.1	7.0%
600585.SH	海螺水泥	建筑材料	1,698	38%	38%	5.5	6.9%
601006.SH	大秦铁路	交通运输	1,180	52%	52%	7.6	6.8%
600340.SH	华夏幸福	房地产	793	33%	33%	5.0	6.6%
000895.SZ	双汇发展	食品饮料	770	87%	87%	13.7	6.4%
000568.SZ	泸州老窖	食品饮料	603	78%	78%	13.4	5.9%
601899.SH	紫金矿业	有色金属	813	78%	78%	13.3	5.9%
600309.SH	万华化学	化工	819	33%	33%	5.6	5.8%
600031.SH	三一重工	机械设备	620	47%	47%	8.5	5.6%
601328.SH	交通银行	银行	4,344	30%	30%	5.5	5.5%
600660.SH	福耀玻璃	汽车	556	67%	67%	12.2	5.5%
601988.SH	中国银行	银行	10,627	29%	29%	5.4	5.5%
601288.SH	农业银行	银行	12,669	30%	30%	5.6	5.5%
000338.SZ	潍柴动力	汽车	601	38%	38%	7.1	5.4%
603993.SH	洛阳钼业	有色金属	883	69%	69%	13.0	5.3%
601009.SH	南京银行	银行	604	24%	24%	4.5	5.2%
601398.SH	工商银行	银行	19,103	30%	30%	5.8	5.2%
601939.SH	建设银行	银行	16,801	30%	30%	5.9	5.1%
600048.SH	保利地产	房地产	1,596	31%	31%	6.1	5.1%
600023.SH	浙能电力	公用事业	632	49%	49%	9.8	5.1%
600018.SH	上港集团	交通运输	1,307	55%	55%	11.1	5.0%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 77 (续)：股息率 4%以上，且市值大于 300 亿的上市公司

证券代码	证券简称	行业	总市值 (亿元)	2015-2017 年平 均股利分配率	2019 预测股 利分配率	2019 预期 PE	2019 预测 股息率
600900.SH	长江电力	公用事业	3,192	70%	70%	14.1	5.0%
600025.SH	华能水电	公用事业	545	74%	74%	15.0	5.0%
601998.SH	中信银行	银行	2,799	26%	26%	5.6	4.7%
601166.SH	兴业银行	银行	3,307	23%	23%	4.8	4.7%
601088.SH	中国神华	采掘	3,880	35%	35%	7.6	4.6%
601818.SH	光大银行	银行	2,037	25%	25%	5.5	4.6%
000069.SZ	华侨城 A	房地产	516	19%	19%	4.1	4.5%
000858.SZ	五粮液	食品饮料	1,985	54%	54%	12.3	4.4%
601601.SH	中国太保	非银金融	2,905	53%	53%	12.1	4.4%
600795.SH	国电电力	公用事业	487	52%	52%	11.9	4.4%
600406.SH	国电南瑞	电气设备	807	70%	70%	16.8	4.2%
601229.SH	上海银行	银行	1,270	24%	24%	5.7	4.1%
601169.SH	北京银行	银行	1,273	24%	24%	5.8	4.1%
600036.SH	招商银行	银行	7,162	30%	30%	7.6	4.0%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京区域销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售总监助理	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京地区销售总监助理	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京地区销售	袁进	15715268999	yanjin@tpyzq.com
北京地区销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京地区销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海区域销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海地区销售总监助理	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海地区销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海地区销售	张梦莹	17621077676	zhangmy@tpyzq.com
上海地区销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海地区销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海地区销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
上海地区销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
广深地区销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深地区销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广州地区销售总监助理	查方龙	18565481133	zhafanglong@126.com
深圳地区销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳地区销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳地区销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
深圳地区销售	陈婷婷	18566247668	chengtt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号D座
电话：(8610)88321761
传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。