

策略报告

---

冬春无异色，朝暮有清风

——新华基金2018年四季度投资策略

---

## 四季度策略观点

---

■今年以来我国经济增长速度在不断放缓，名义GDP增速持续下行，预计在四季度这一趋势仍将延续。从价量的角度来看，经济增长放缓的主导因素是价格；从各分项数据来看，增速放缓最为明显的是基础设施建设投资，同时消费增速略有下滑；从盈利能力的角度来看，全A上市公司的盈利能力仍然处于上行区间，工业企业利润增速也处于较高区间，但拐点已经临近。美国市场利率不断上行对我国市场利率走势产生较大的影响，未来美债收益率进一步上行会对我国市场利率和人民币汇率产生较大压力。

■在政府主动去杠杆的大背景之下，我国社会融资规模存量增速持续下行，社会融资规模存量增速已经和名义GDP增速相当，去杠杆效果已经开始体现。随着A股正式纳入MSCI指数，今年沪深港通是A股主要的新增资金来源，前9月沪深港通累计净流入超过2400亿元，未来沪深港通大幅净买入的趋势仍将延续。在今年“宽货币，紧信用”的市场环境之下，低评级债券信用利差迅速上升，三季度上升趋势得到缓解，但信用利差整体仍然维持在较高水平。

## 四季度策略观点

---

■去杠杆：经历一年多的去杠杆政策推行之后，国有企业去杠杆初见成效，但是从上市公司的层面来看，去杠杆效果并不明显。上游原材料行业的资产负债率随着供给侧改革的推进已经显著下降，但是房地产、电子等行业的资产负债率仍然处于持续上行的通道之中，预计未来去杠杆的重点方向将是在地产领域。贸易战：中美贸易战短期内基本没有结束的可能性，全球两大经济体之间的交锋将反复影响市场情绪，未来几个季度出口增速下滑是市场主要担忧的地方。减税：年初政府工作报告给出8000亿减税目标，预计四季度还有约4000亿左右的减税空间，增值税减税将成为大概率事件。经济周期下行：上市公司业绩增速步入下行周期之中，未来几个季度可能会见到业绩负增长，对市场造成负面影响。

■目前A股整体估值水平处于底部区间，但是离14年的估值低点还有一定距离。预计四季度市场在政策环境边际改善的驱动下会出现一轮反弹，但由于上市公司业绩增速处于下行周期之中，中长期来看下行压力仍然存在，建议配置上偏向低估值、现金流较好的品种，同时适当配置以“科技基建”为代表的补短板领域。行业配置建议超配通信、建材、银行和计算机。

- 宏观经济运行情况
- 市场流动性分析
- 投资策略
- 行业配置

---

# 宏观经济运行情况

---

## 宏观经济运行情况

---

■今年以来我国经济增长速度在不断放缓，名义GDP增速持续下行，预计在四季度这一趋势仍将延续。从价量的角度来看，经济增长放缓的主导因素是价格；从各项数据来看，增速放缓最为明显的是基础设施建设投资，同时消费增速略有下滑。

■从盈利能力的角度来看，全A上市公司的盈利能力仍然处于上行区间，工业企业利润增速也处于较高区间，但拐点已经临近。

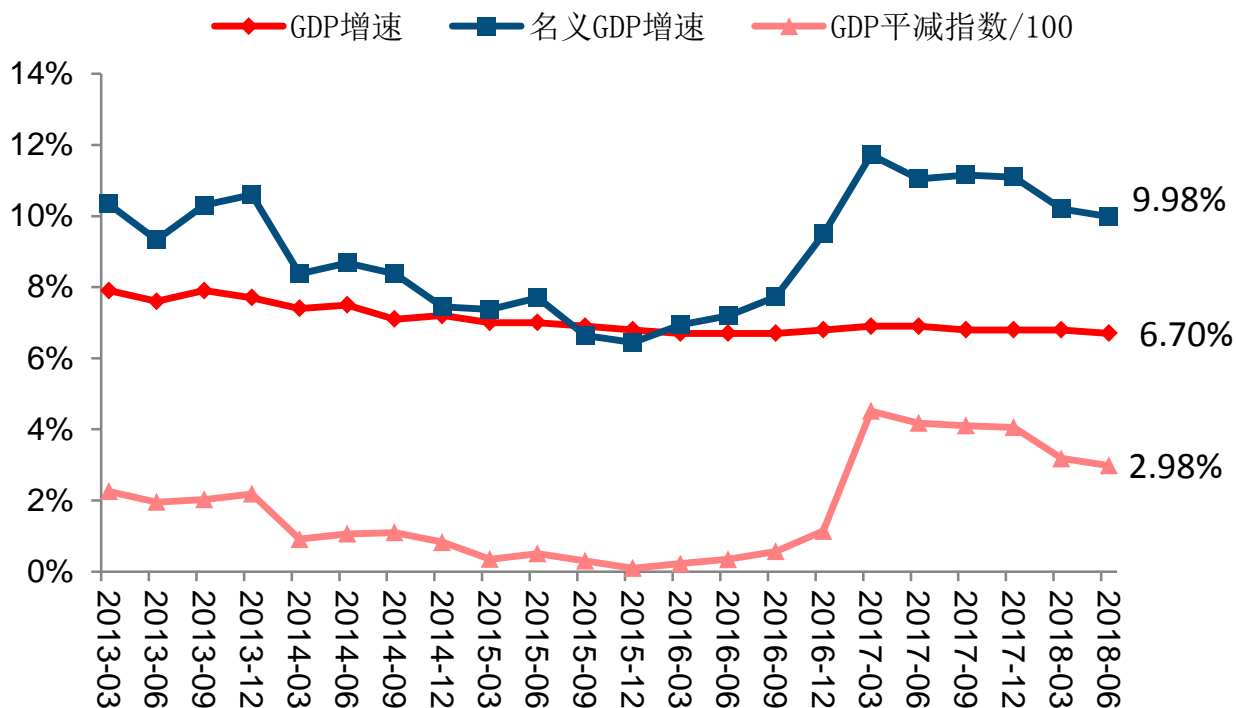
■美国市场利率不断上行对我国市场利率走势产生较大的影响，目前中美利差处于底部区域，未来美债收益率进一步上行会对我国市场利率和人民币汇率产生较大压力。

---

# 名义GDP增速持续回落

最近两年我国GDP增速一直稳定在6.7%~6.9%区间，经济发展总体平稳；考虑到物价因素，名义GDP增速从2016年开始提速，从7%提高至11%以上，今年以来名义GDP持续下行。预计下半年我国GDP增长平稳，名义GDP将继续回落。

## GDP同比增速

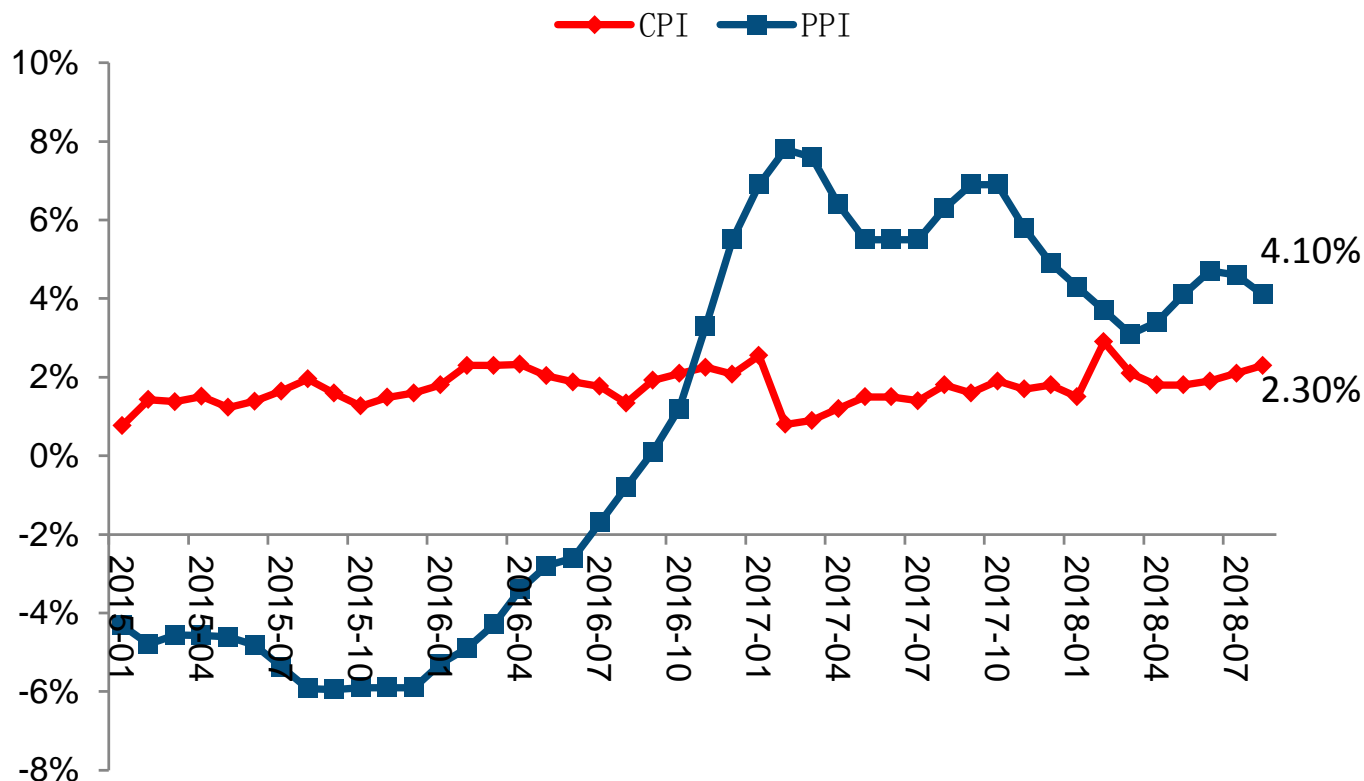


数据来源：WIND

# PPI大幅波动

■从2016年下半年开始PPI由负转正，随后迅速上行至7.8%的高位。今年三季度PPI由于基数效应开始掉头向下，预计四季度PPI环比下降的趋势仍将延续，带动名义GDP增速下行。

## CPI和PPI



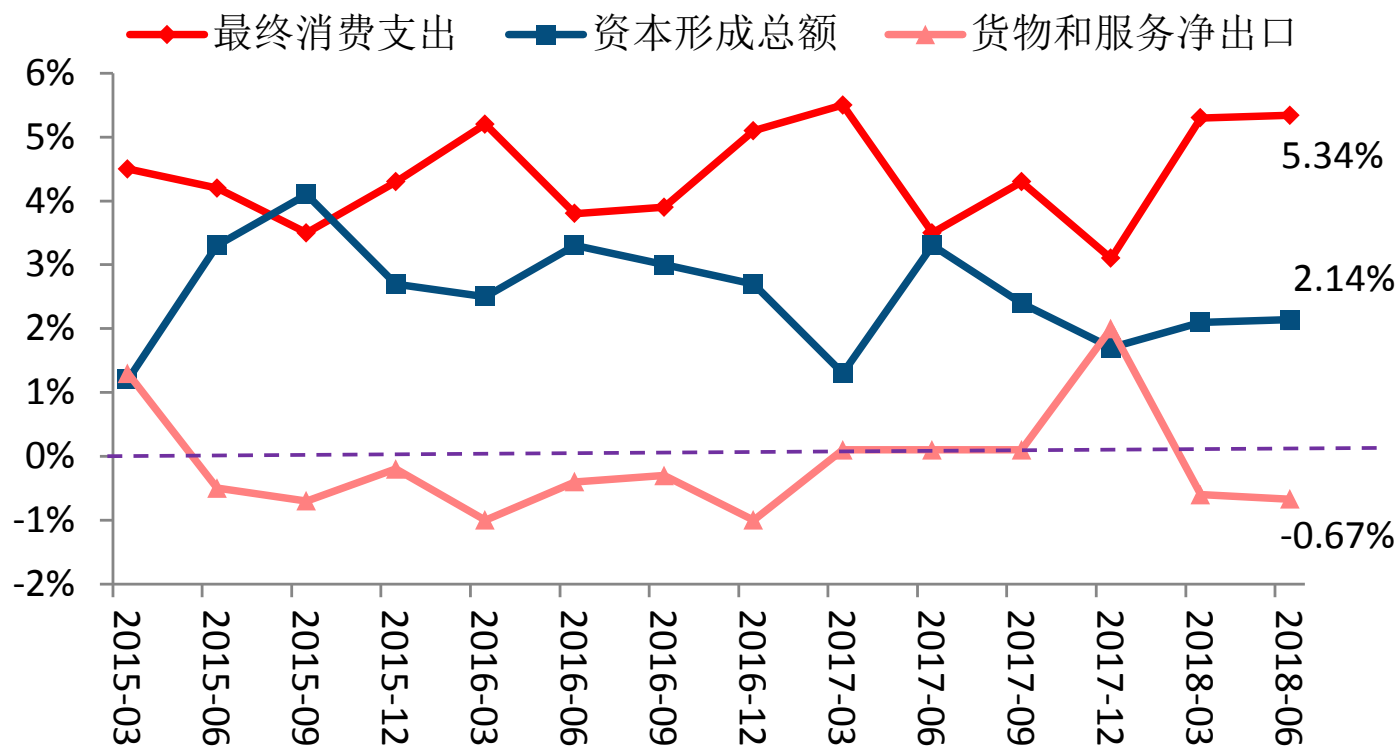
数据来源：WIND



## 消费是拉动GDP增长的核心力量

■今年上半年我国消费对GDP增长的贡献率达到78.5%，近年来我国GDP增长主要靠消费拉动，投资对GDP的拉动在逐渐减弱，而出口对GDP的增长基本没有贡献。

### 三大需求对GDP增长的贡献率

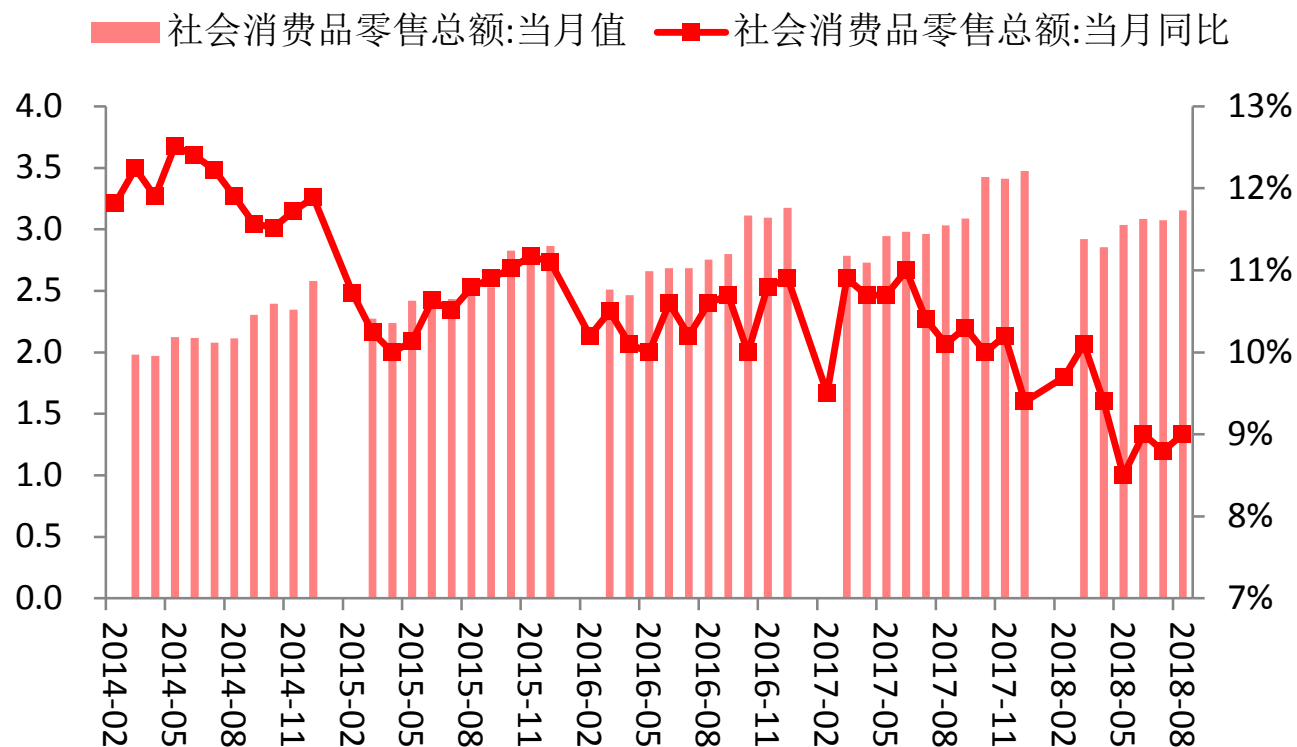


数据来源：WIND

## 消费增速平稳略有下滑

■ 伴随着经济增速的放缓，我国消费增速趋势上也是下降的。今年8月份社会消费品零售总额同比增长9.0%，累计同比增长9.3%，相比2017年全年10.2%的增速略有下滑。

### 社会消费品零售总额（万亿元）

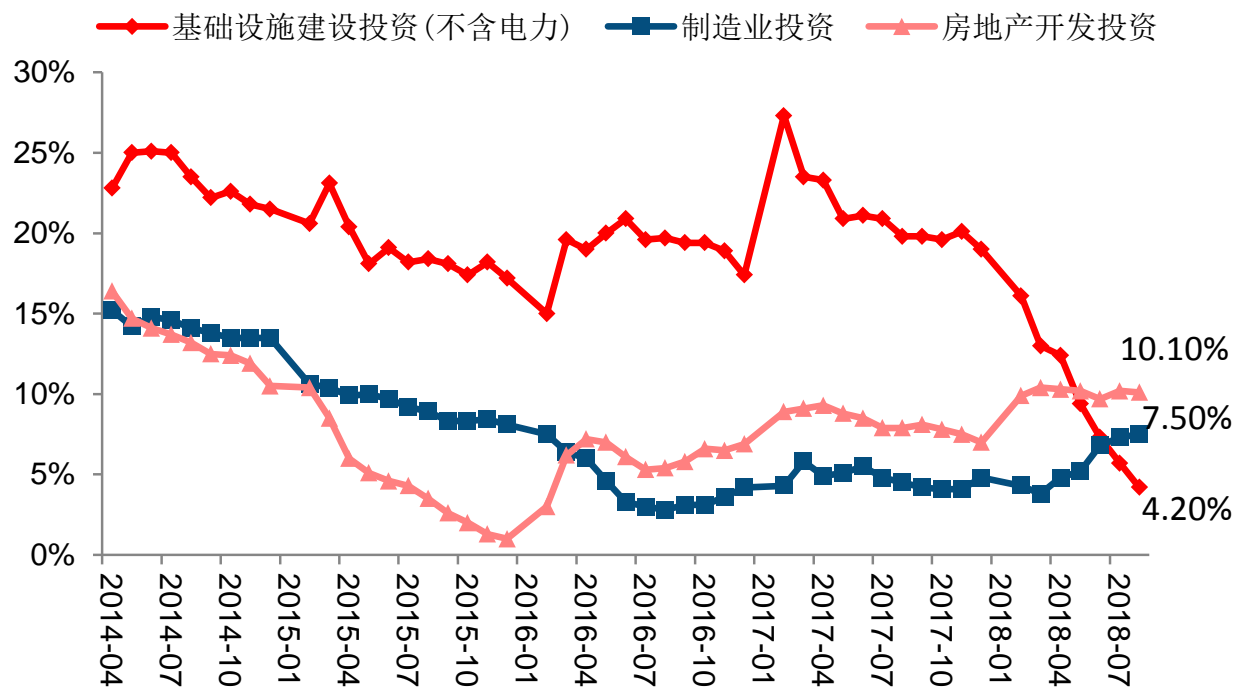


数据来源：WIND

## 基建投资回落至个位数增长

■自去年11月起我国基建投资增速开始大幅跳水，从20%的增速直接降至个位数增长，这对我国经济稳定增长的目标造成了一定的压力。但是从优化经济增长结构的角度来看，基建投资增速的降档并不是坏事，当前基建投资增速已经基本调整到位，预计四季度基建投资增速将出现拐点，今年四月份我国制造业投资增速已经开始拐头向上。

### 我国主要投资分项增速

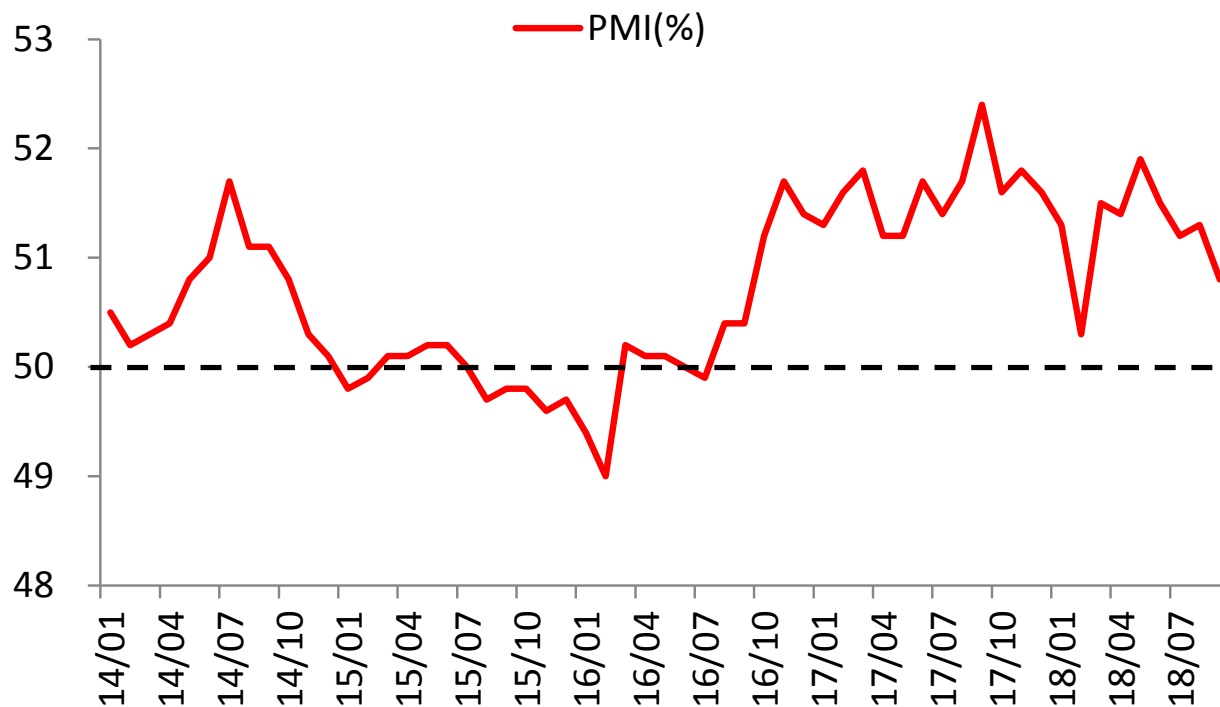


数据来源：WIND

## 制造业景气度较高

■ 9月份我国制造业采购经理指数（PMI）50.8%，已经连续26个月在荣枯分界线上方，在供给侧改革的推动之下制造业整体景气度较高。

PMI

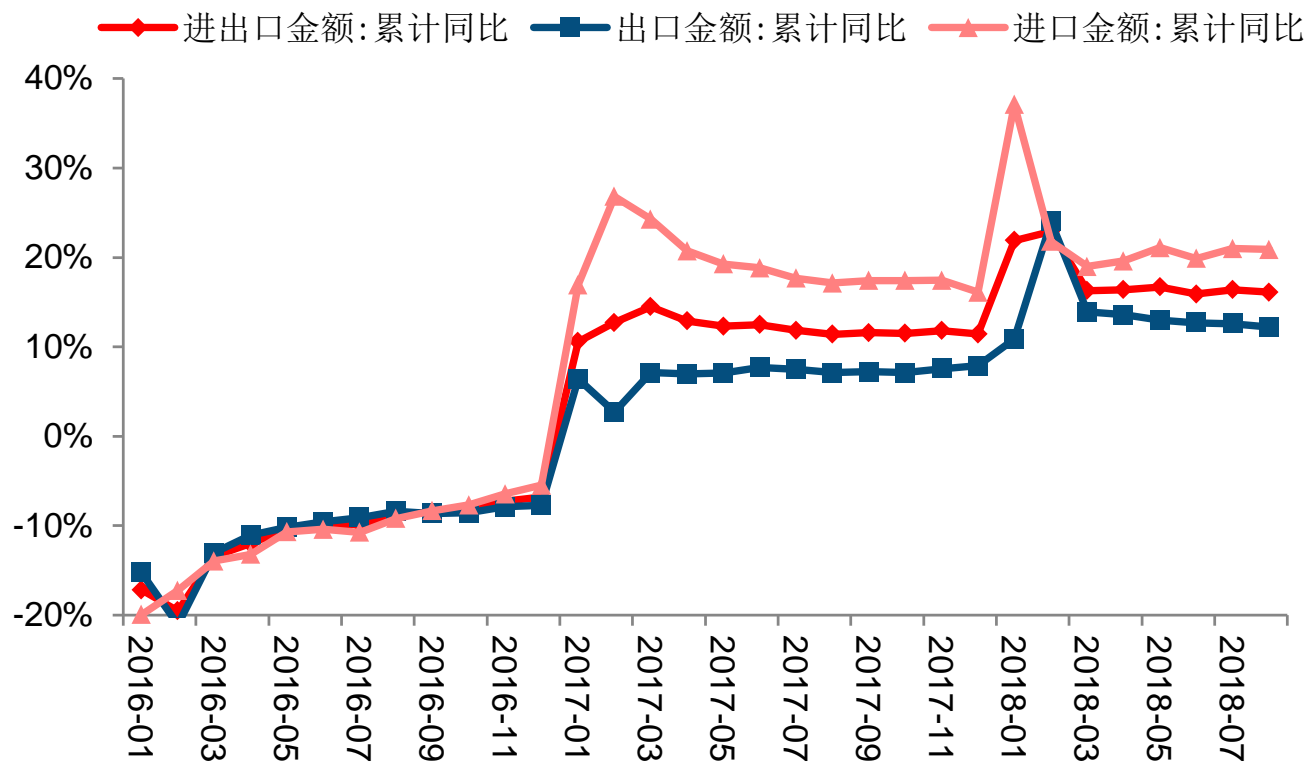


数据来源：WIND

## 进出口增长平稳，贸易顺差缩小

■今年1-8月我国出口金额累计同比增长12.2%，进口金额累计同比增长20.9%，整体增长平稳，从17年开始出口增速一直显著高于进口增速，我国贸易顺差正在逐步缩小。今年出口增速好于去年，市场预期由于中美贸易战带来的出口增速下滑还并不明显。

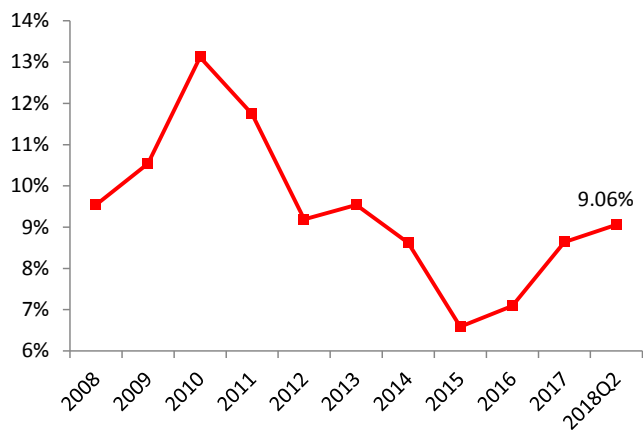
### 我国进出口金额增速



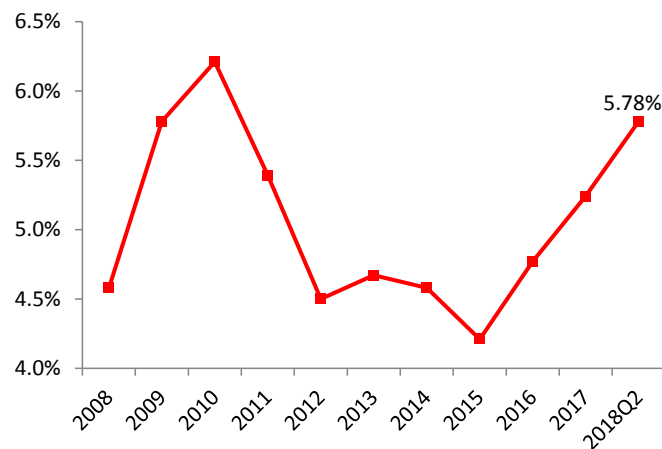
数据来源: WIND

# 全A股（剔除金融）ROE分析

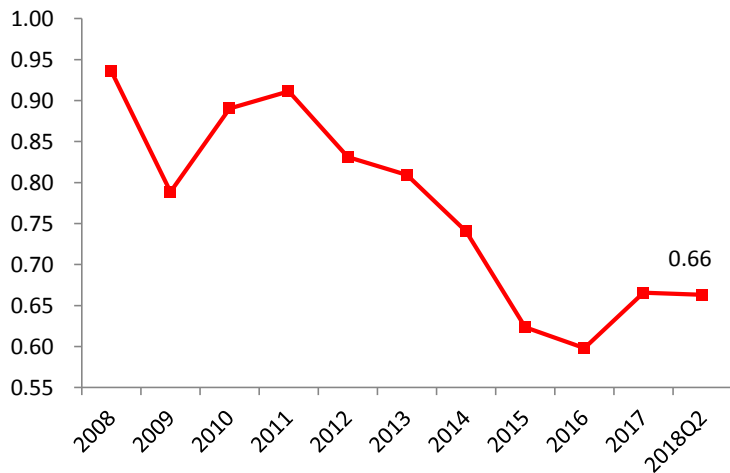
## ROE



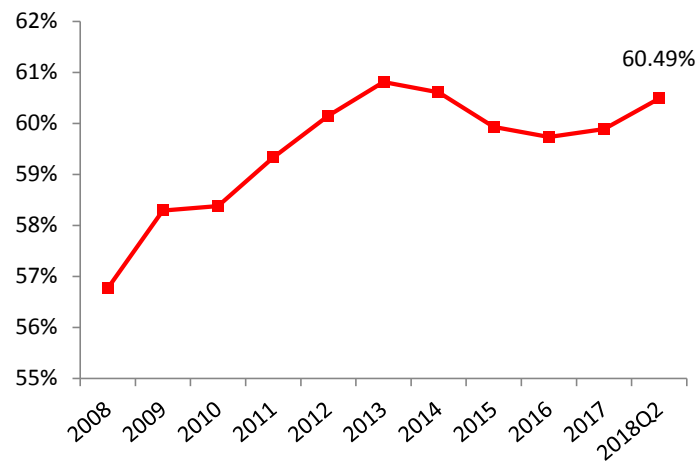
## 净利率



## 资产周转率



## 资产负债率

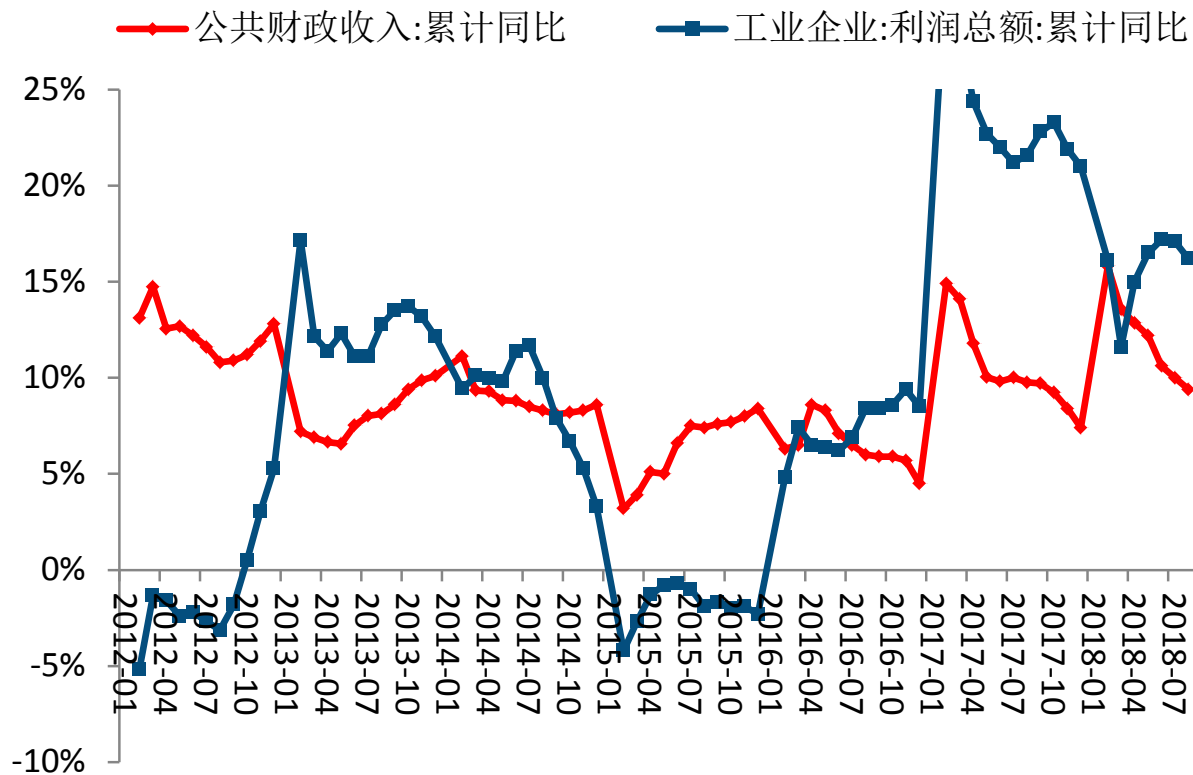


数据来源: WIND

## 企业利润增速良好

■今年1-8月我国财政收入13.28万亿，同比增长9.4%，财政收入能够实现两位数以上增长的核心因素就是企业利润增速较高，1-8月企业利润总额增速16.2%，保持了较高的增速。

### 财政收入和工业企业利润总额增速

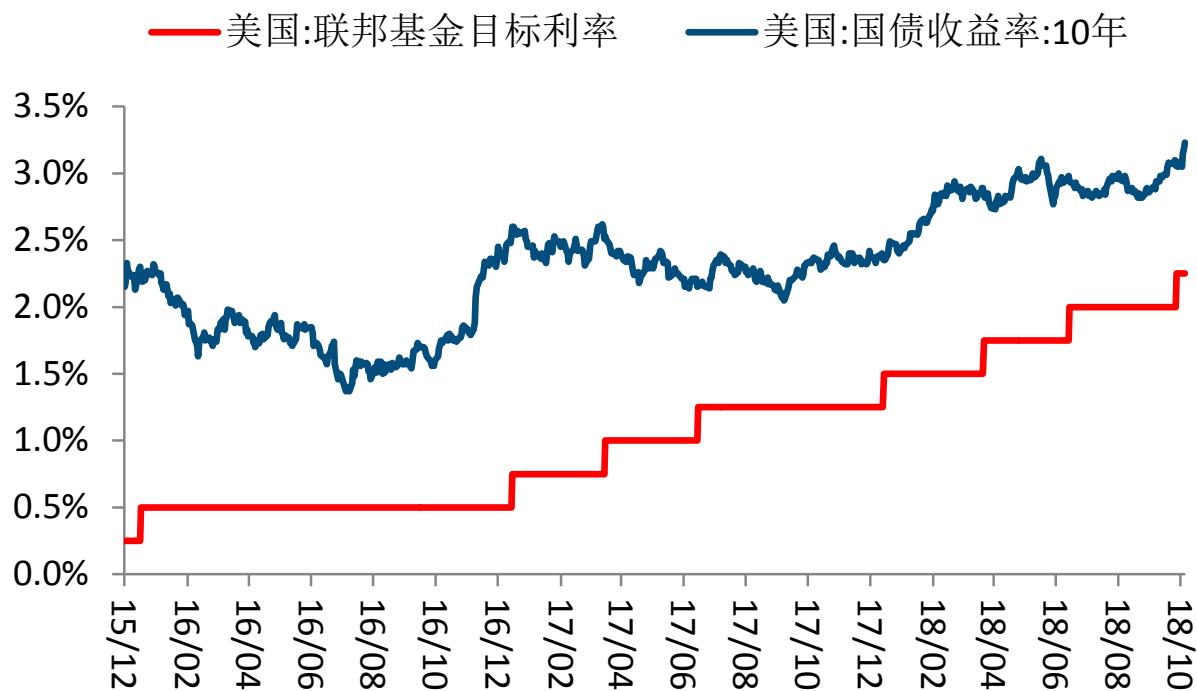


数据来源: WIND

## 美国经济增长强劲，利率持续上行

■美国自16年进入加息周期以来已经累计8次上调基准利率，美债收益率处于上升趋势，目前市场预期明年美债收益率有可能升至3.5%以上，美国经济增长强劲带动全球步入加息周期，欧洲也有可能在明年开始上调基准利率。未来美债收益率进一步上行会对我国市场利率和人民币汇率产生较大压力。

### 美国利率走势



数据来源: WIND



---

# 市场流动性分析

---

## 市场流动性分析

---

■从17年央行实行稳健中性的货币政策开始，货币政策不再刺激实体经济，我国M2增速开始低于名义GDP增速。在政府主动去杠杆的大背景之下，我国社会融资规模存量增速持续下行，8月份社会融资规模存量188.8万亿元，同比增长10.14%，已经和名义GDP增速相当，去杠杆效果已经开始体现。

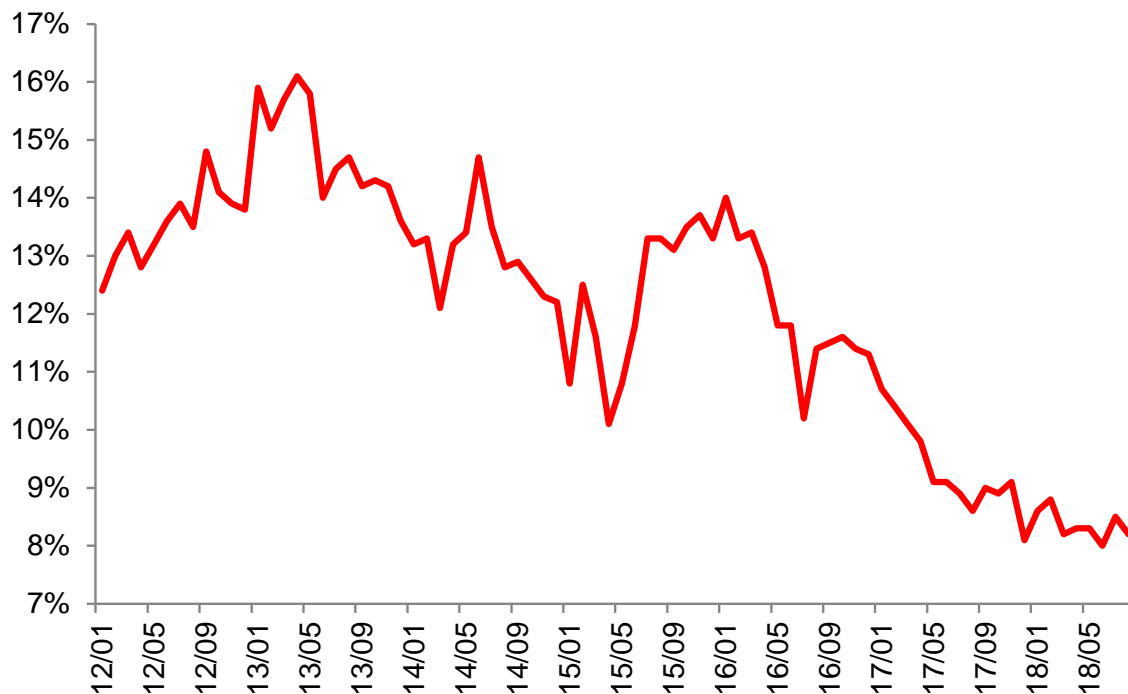
■随着A股正式纳入MSCI指数，今年沪深港通是A股主要的新增资金来源，前9月沪深港通累计净流入超过2400亿元。预计明年A股纳入MSCI指数比例将由5%上调至20%，将带来约3000亿的新增配置资金，同时近期A股也成功纳入富时罗素指数，未来沪深港通大幅净买入的趋势仍将延续。

■在今年“宽货币，紧信用”的市场环境之下，低评级债券信用利差迅速上升，三季度上升趋势得到缓解，但信用利差整体仍然维持在较高水平。

## M2维持个位数增长

■ M2增速从13年以来一直处于下降趋势之中，今年前八月M2增速8.2%。从17年央行实行稳健中性的货币政策开始，货币政策不再刺激实体经济，我国M2增速开始低于名义GDP增速。

### M2增速

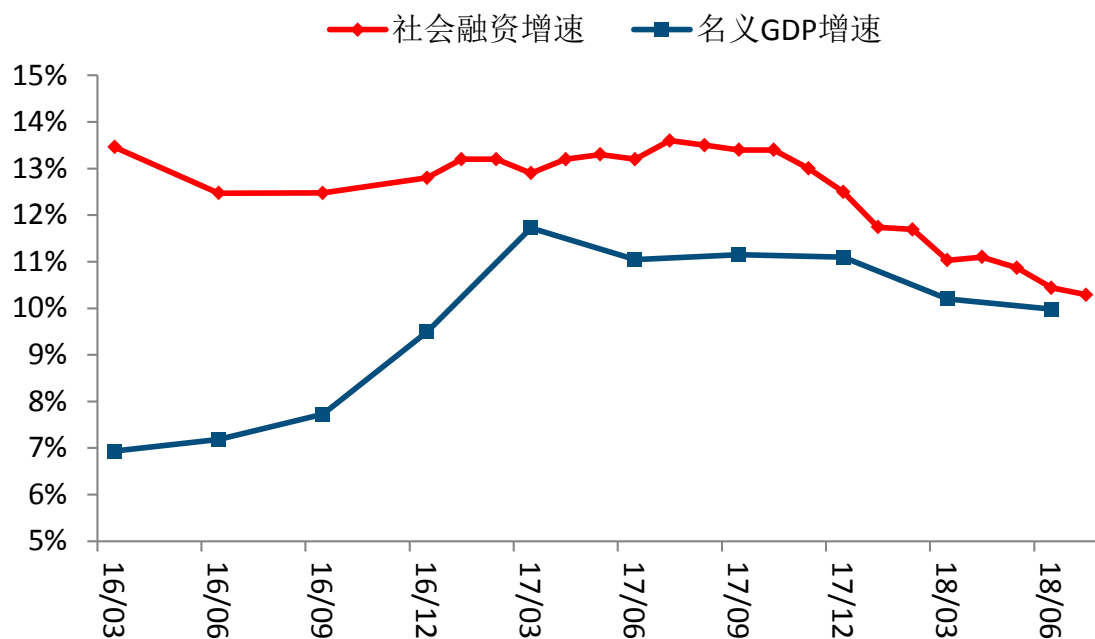


数据来源：WIND

## 社融增速持续下行

■在政府主动去杠杆的大背景之下，我国社会融资规模存量增速持续下行，8月份社会融资规模存量188.8万亿元，同比增长10.14%，已经和名义GDP增速相当，去杠杆效果已经开始体现。

### 社会融资规模存量和名义GDP增速

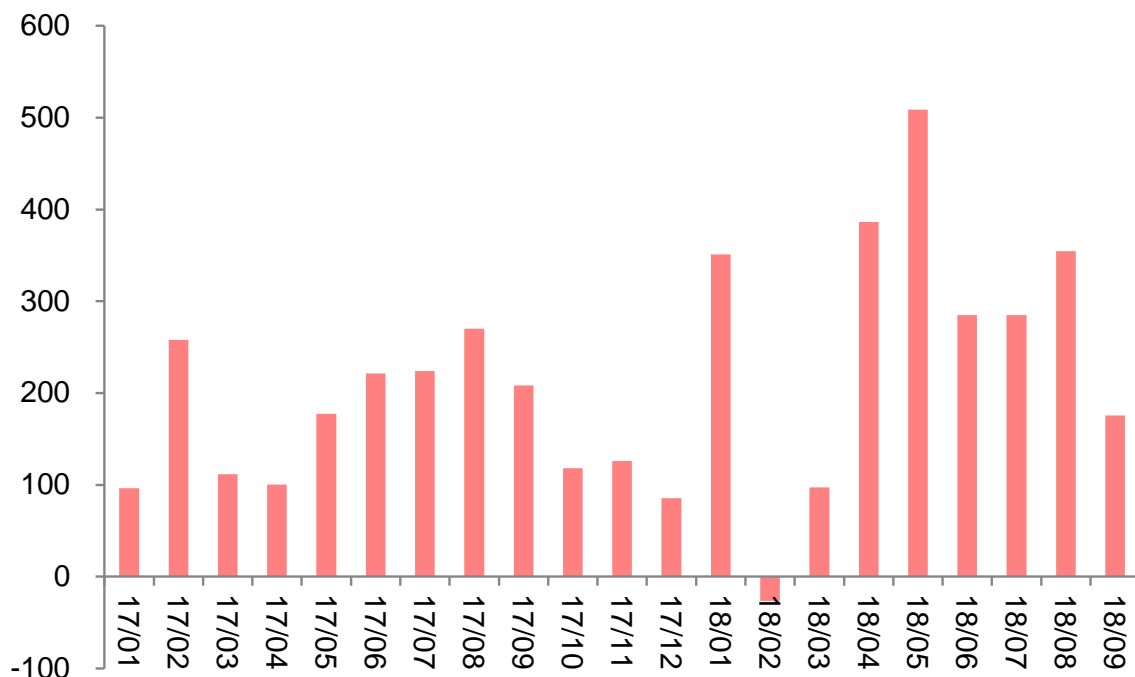


数据来源：WIND

# 沪深港通大幅净买入

■ 随着A股正式纳入MSCI指数，今年沪深港通是A股主要的新增资金来源，前9月沪深港通累计净流入超过2400亿元。预计明年A股纳入MSCI指数比例将由5%上调至20%，将带来约3000亿的新增配置资金，同时近期A股也成功纳入富时罗素指数，未来沪深港通大幅净买入的趋势仍将延续。

沪深港通净买入（亿元）

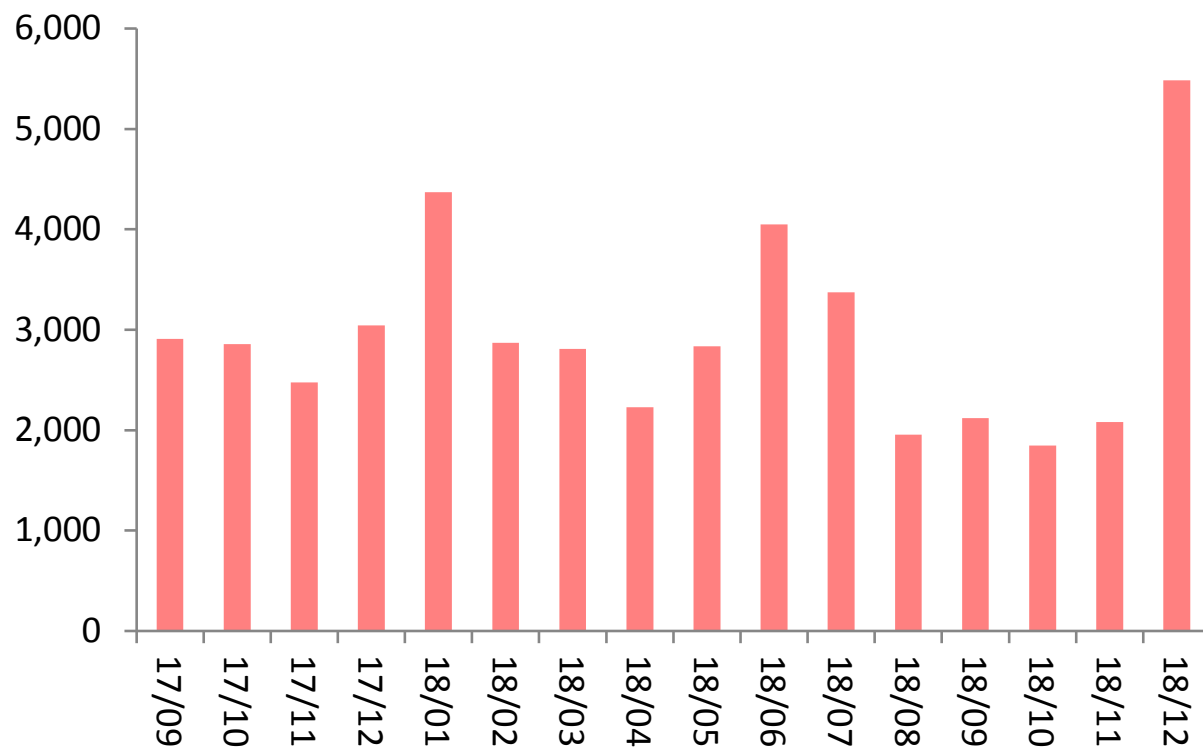


数据来源：WIND

## 年底将迎来限售股解禁高峰

■12月份是今年限售股解禁的高峰，单月规模达到5485亿元，市场将面临较大的解禁压力。

限售股解禁规模（亿元）

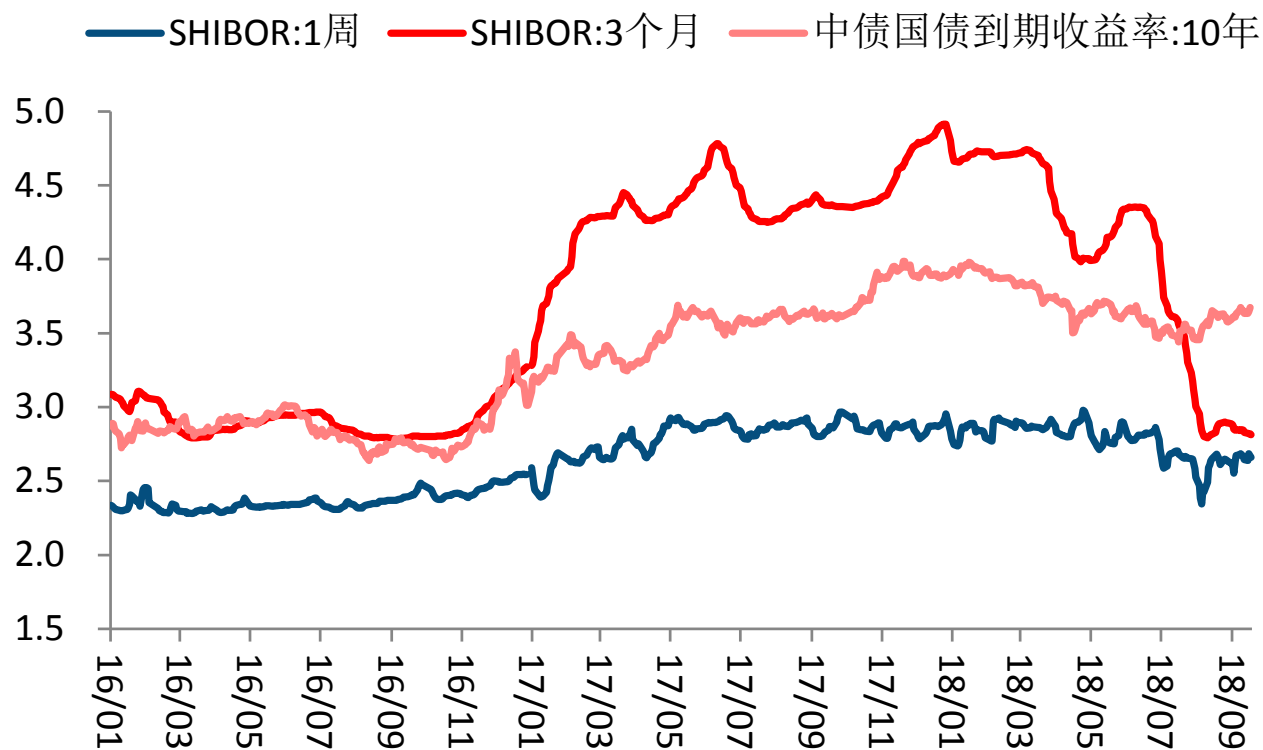


数据来源：WIND

## 中短期市场利率下行

■今年以来我国市场利率结束了去年的上升趋势，市场资金价格开始掉头向下，货币市场资金供给较为充足，但是考虑到全球利率的整体上升趋势，未来利率下行空间也有限。

### 我国主要市场利率水平 (%)

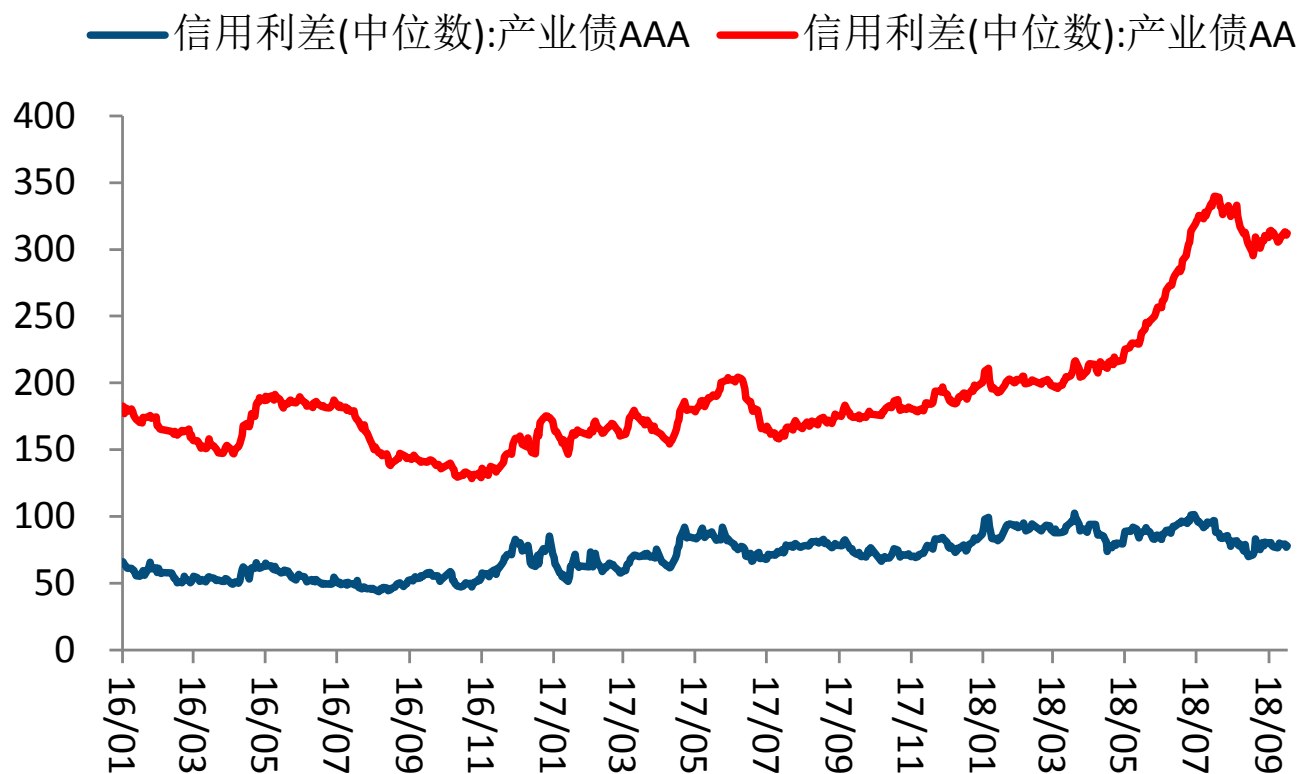


数据来源：WIND

## “宽货币，紧信用”：信用利差走扩

■ 在今年“宽货币，紧信用”的市场环境之下，低评级债券信用利差迅速上升，三季度上升趋势得到缓解，但信用利差整体仍然维持在较高水平。

### 信用利差



数据来源：WIND



---

# 投资策略

---

## 投资策略要点

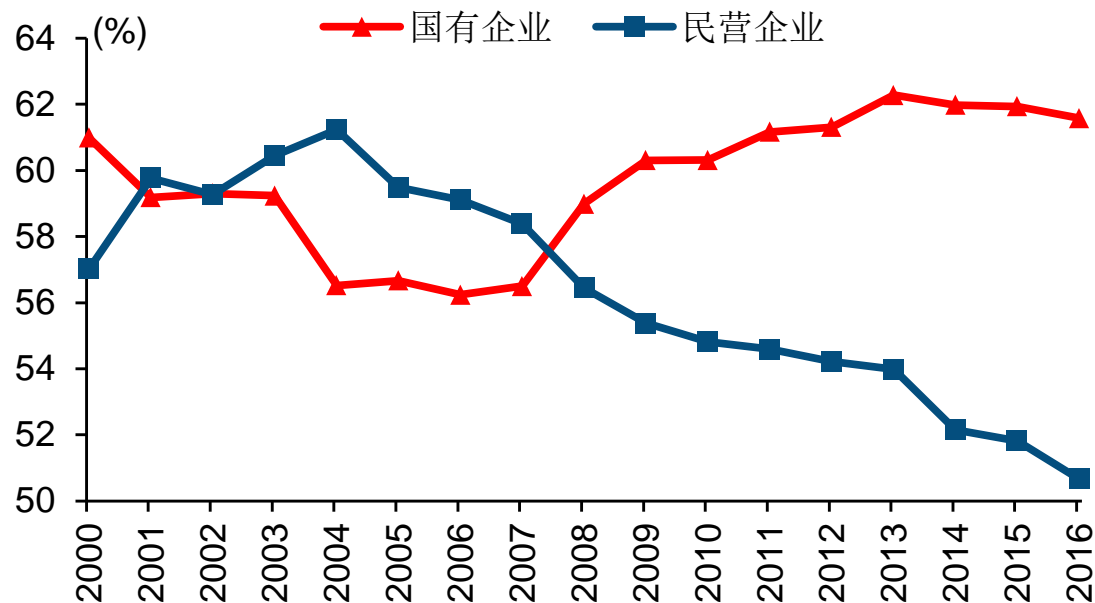
---

- **去杠杆：**经历一年多的去杠杆政策推行之后，国有企业去杠杆初见成效，但是从上市公司的层面来看，去杠杆效果并不明显。上游原材料行业的资产负债率随着供给侧改革的推进已经显著下降，但是房地产、电子等行业的资产负债率仍然处于持续上行的通道之中，预计未来去杠杆的重点方向将是在地产领域。
  - **贸易战：**中美贸易战短期内基本没有结束的可能性，全球两大经济体之间的交锋将反复影响市场情绪，未来几个季度出口增速下滑是市场主要担忧的地方。
  - **减税：**年初政府工作报告给出8000亿减税目标，预计四季度还有约4000亿左右的减税空间，增值税减税将成为大概率事件。
  - **经济周期下行：**上市公司业绩增速步入下行周期之中，未来几个季度可能会见到业绩负增长，对市场造成负面影响。
  - **目前A股整体估值水平处于底部区间，但是离14年的估值低点还有一定距离。预计四季度市场在政策环境边际改善的驱动下会出现一轮反弹，但由于上市公司业绩增速处于下行周期之中，中长期来看下行压力仍然存在，建议配置上偏向低估值、现金流较好的品种，同时适当配置以“科技基建”为代表的补短板领域。**
-

## 国进民退？

■从我国统计年鉴数据来看，过去十几年我国民营工业企业的资产负债率处于下行通道，2016年我国民营工业企业资产负债率为50.67%，远低于国有工业企业资产负债率61.58%的水平。

### 我国工业企业资产负债率

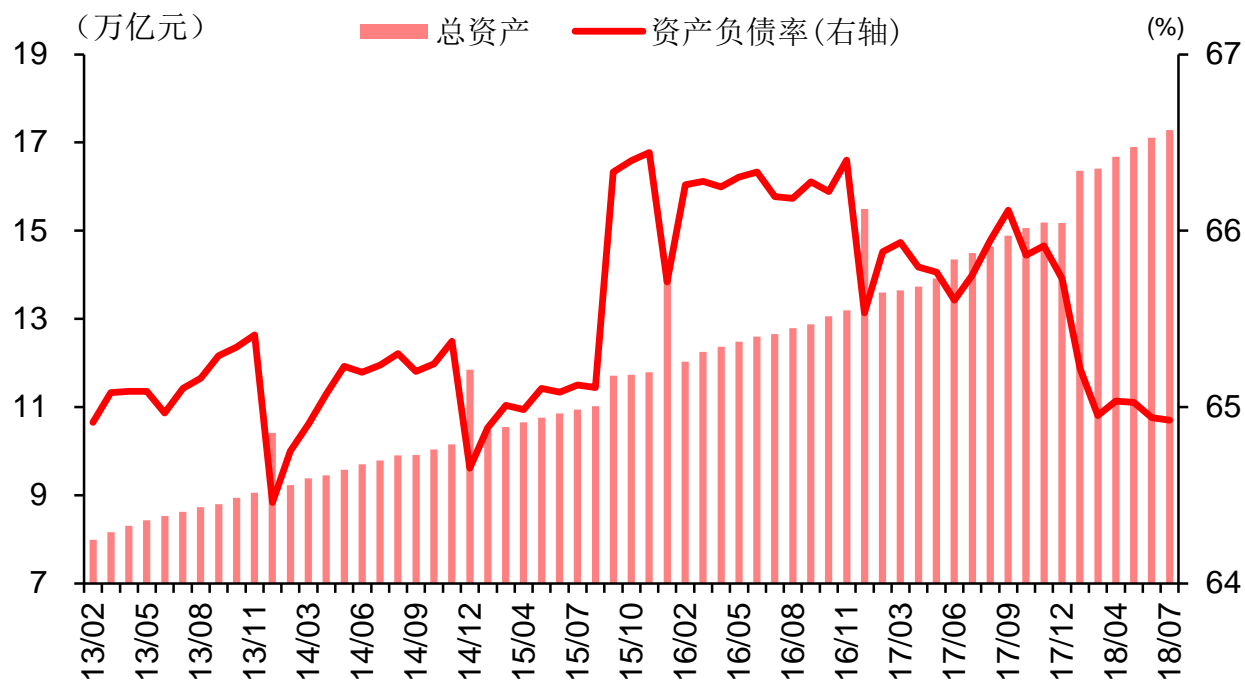


数据来源：WIND，统计年鉴，长江证券研究所

## 国企去杠杆初见成效

■自17年上半年我国开始推行去杠杆政策以来，非金融国有企业的资产负债率从66.1%的高点下降至当前64.9%，近一年资产负债率下降约1.2个百分点。

### 非金融国有企业资产负债率

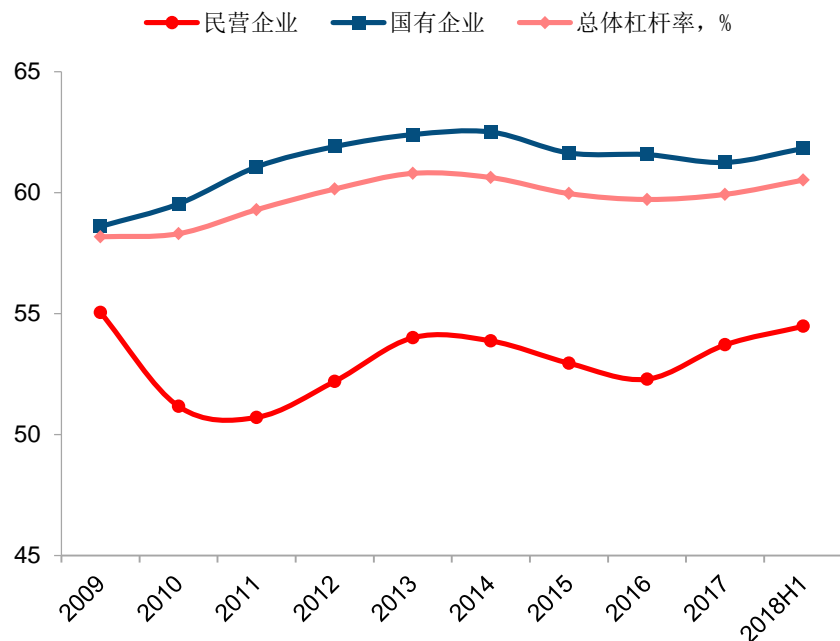


数据来源：WIND，CEIC，长江证券研究所

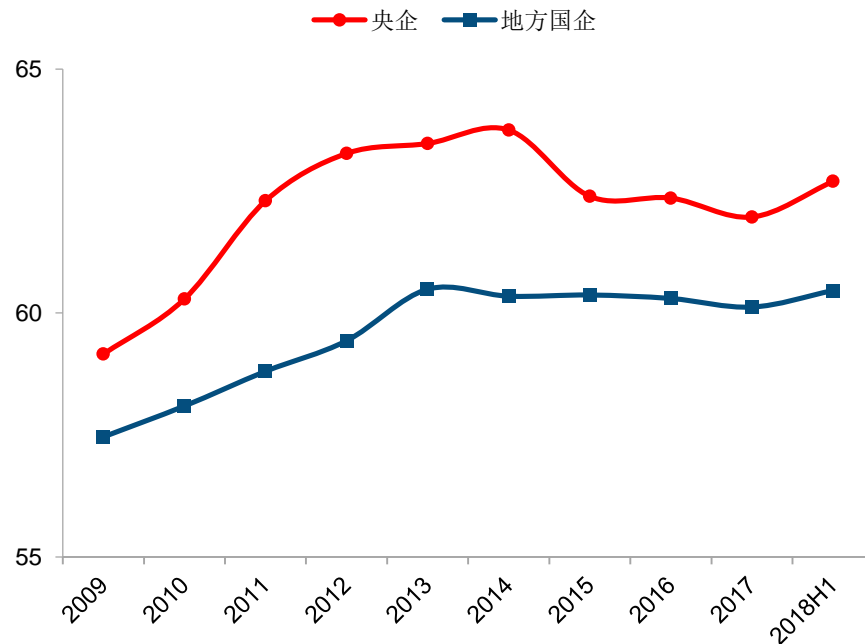
## 从上市公司来看，杠杆率未得到明显改善

- 截至18年6月底，A股非金融上市公司总体杠杆率为60.5%，杠杆率总体上未得到明显改善。
- 区分企业类型来看，民营企业明显加杠杆，国有企业杠杆率维持稳定。截至18年6月底，民企杠杆率较17年底增加0.8个百分点，持续增加。国企增加0.3个百分点，与前几年水平较为一致，其中央企杠杆率小上，地方国企杠杆率较为稳定。

### 非金融上市企业杠杆率



### 非金融上市国企杠杆率

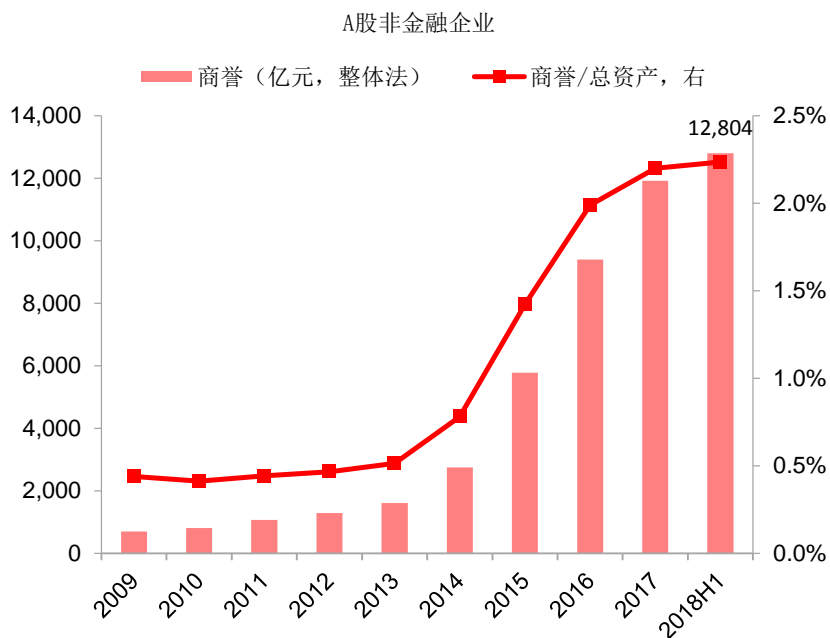


数据来源：WIND

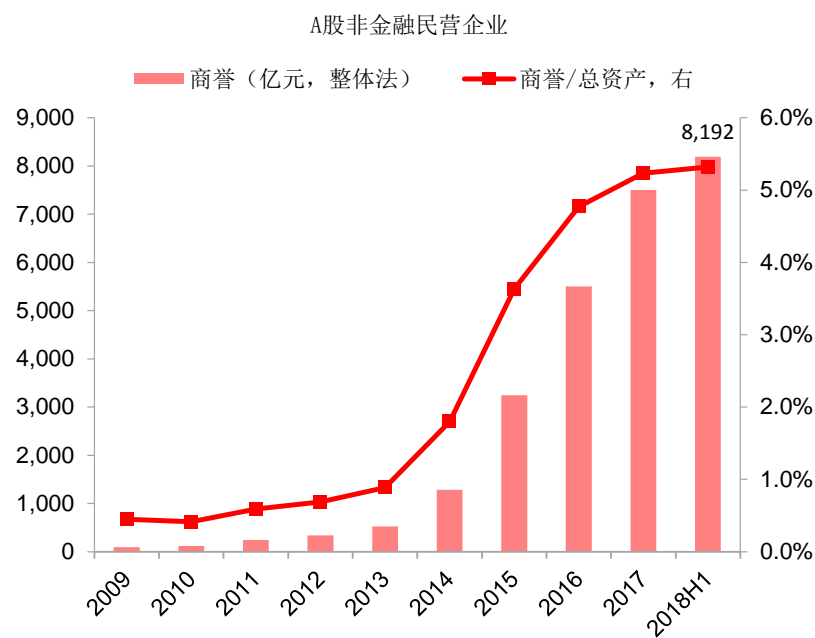
## 13-16年民企杠杆率下降的原因是并购频繁

- 13-16年，A股非金融企业的总体杠杆率不断下降，从60.8%降至59.7%。相应地，商誉占总资产的比重不断提升，从0.5%升至2.0%。
- 其中，民企商誉占比提升较快，从0.9%升至4.8%。

### 13-16年商誉占总资产的比重不断提升



### 民企商誉占比提升较快



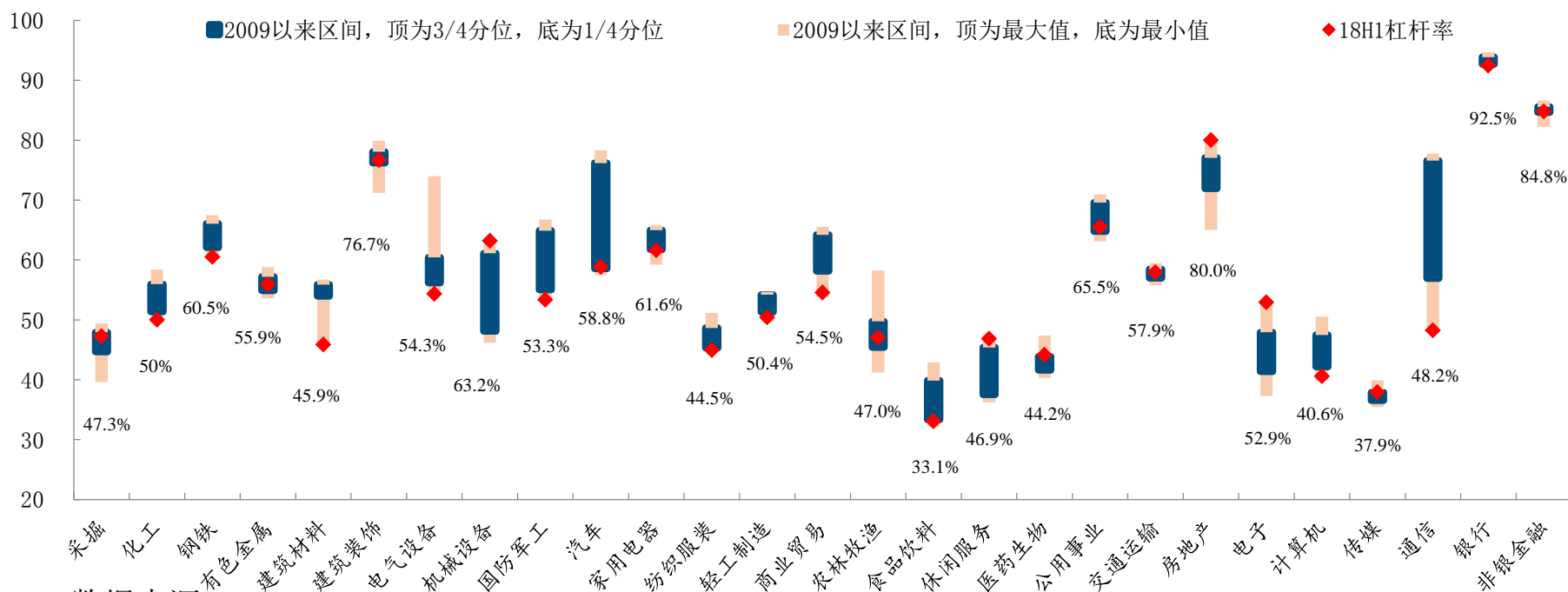
数据来源: WIND

# 分行业杠杆率情况

■非金融企业中，房地产和建筑装饰行业杠杆率最高，且18年上半年继续加杠杆。食品饮料和传媒行业杠杆率最低，不超过40%。

■截至18H1，杠杆率位于历史高位的行业为农林牧渔、医药生物、化工、机械设备、传媒、电气设备、休闲服务、采掘、计算机、家电；位于历史低位的行业为交通运输、商贸、公用事业、建筑装饰、汽车、有色金属、建材、军工、通信。

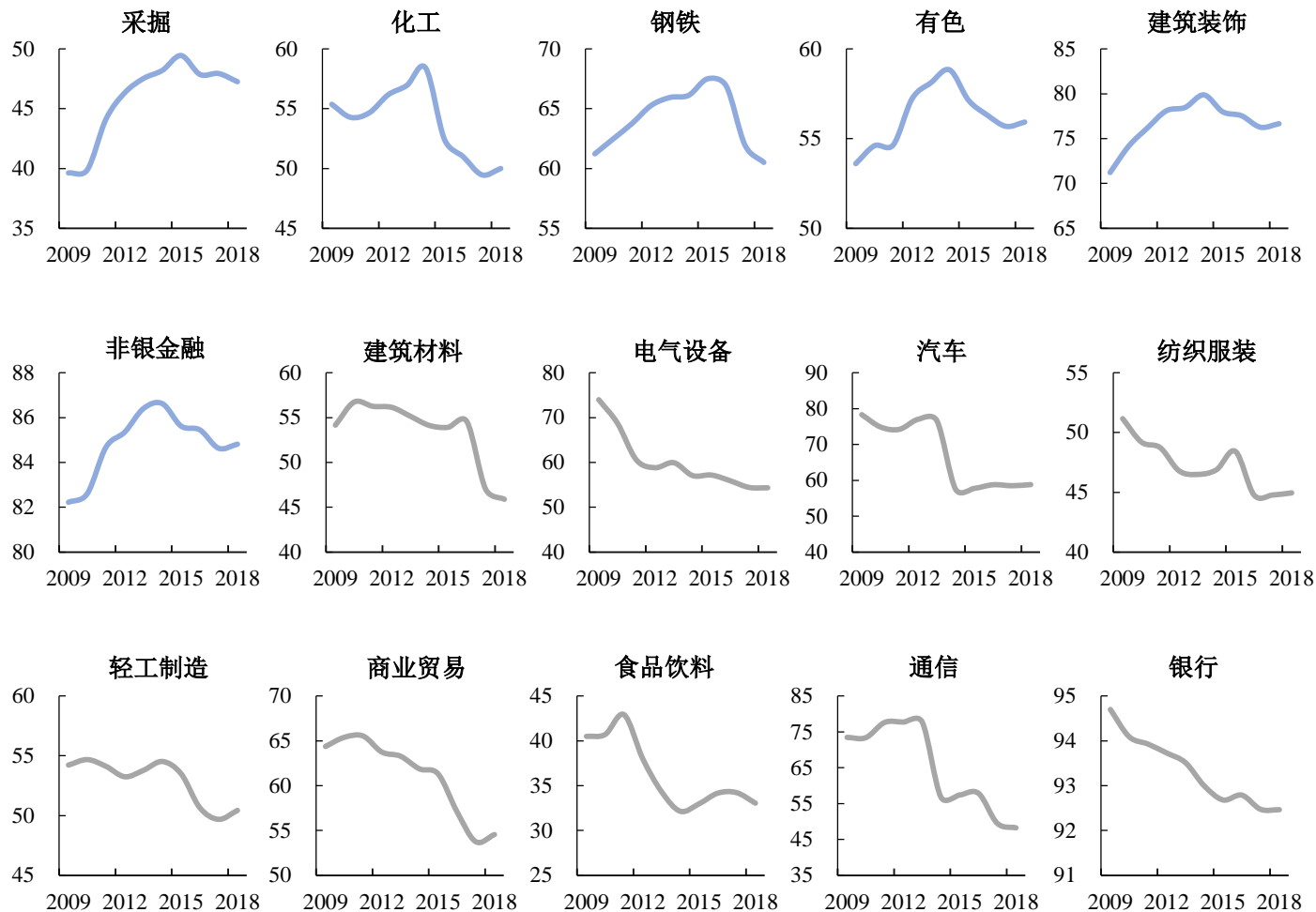
## 非金融上市企业分行业杠杆率情况



数据来源：WIND

# 行业间有分化，持续加杠杆行业较少

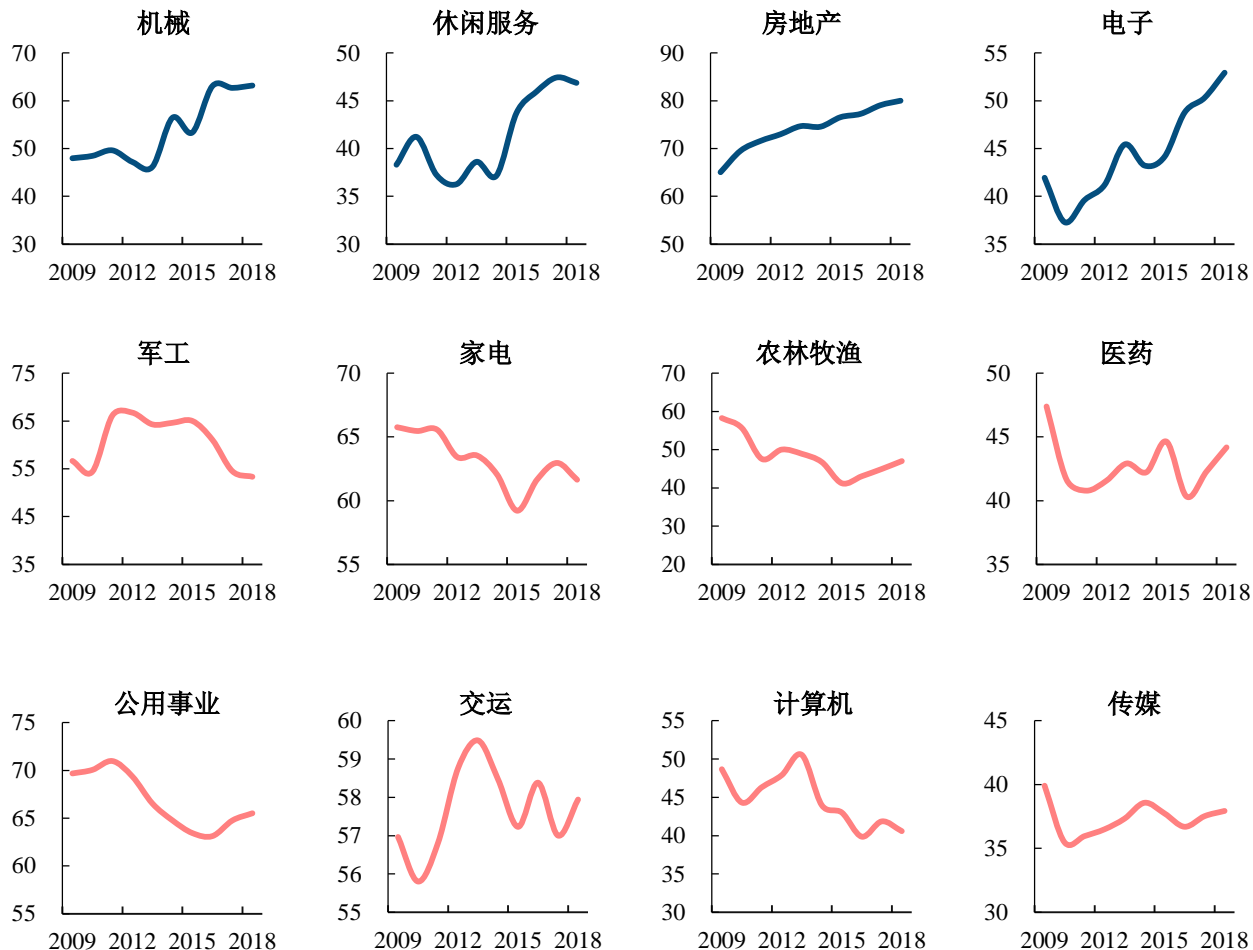
- 先升后降，多为供给侧改革/去产能行业；
- 杠杆率下降行业；





# 行业间有分化，持续加杠杆行业较少

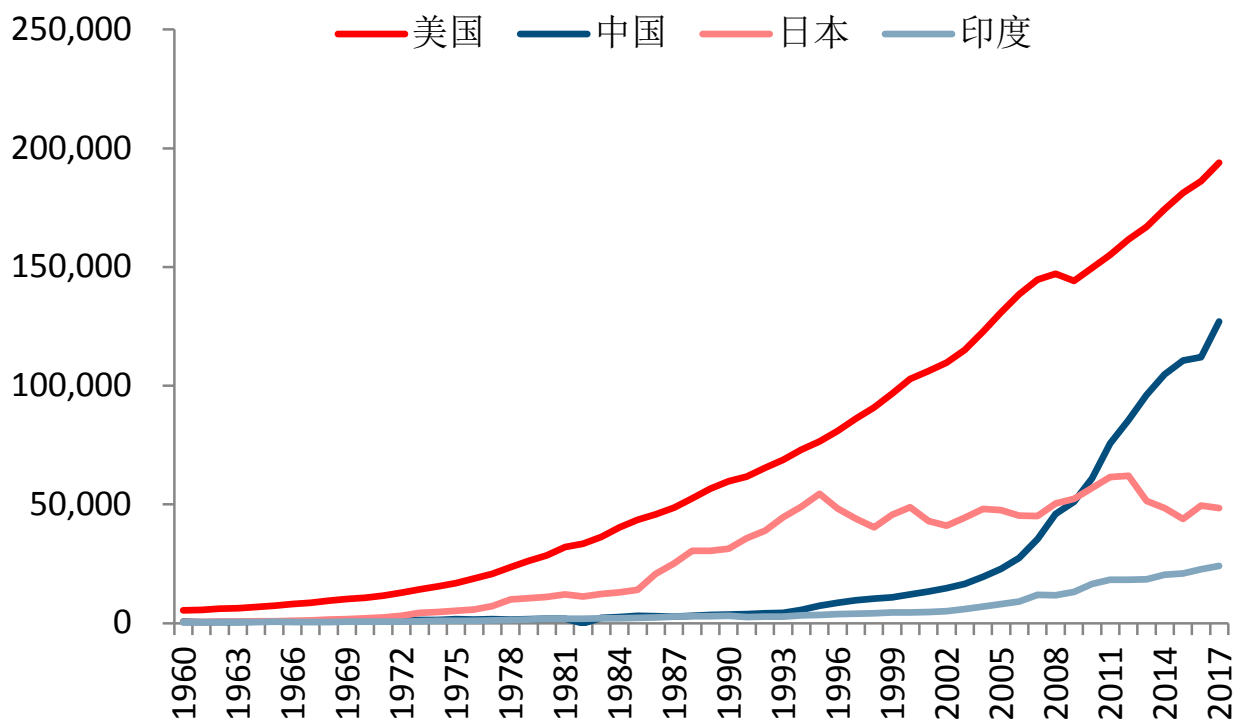
— 杠杆率上升行业；  
— 杠杆率波动行业。



## 中美贸易战将反复影响市场情绪

■ 中美贸易战的核心在于修昔底德陷阱，上世纪八十年代美国与日本也曾经展开大规模的贸易战，其背后的经济基础是日本GDP超过了美国的60%，2017年我国GDP已经达到了美国的63%，美国从国家战略考虑必然会采取措施压制中国的经济增长。

1960-2017年全球主要经济体GDP（亿美元）

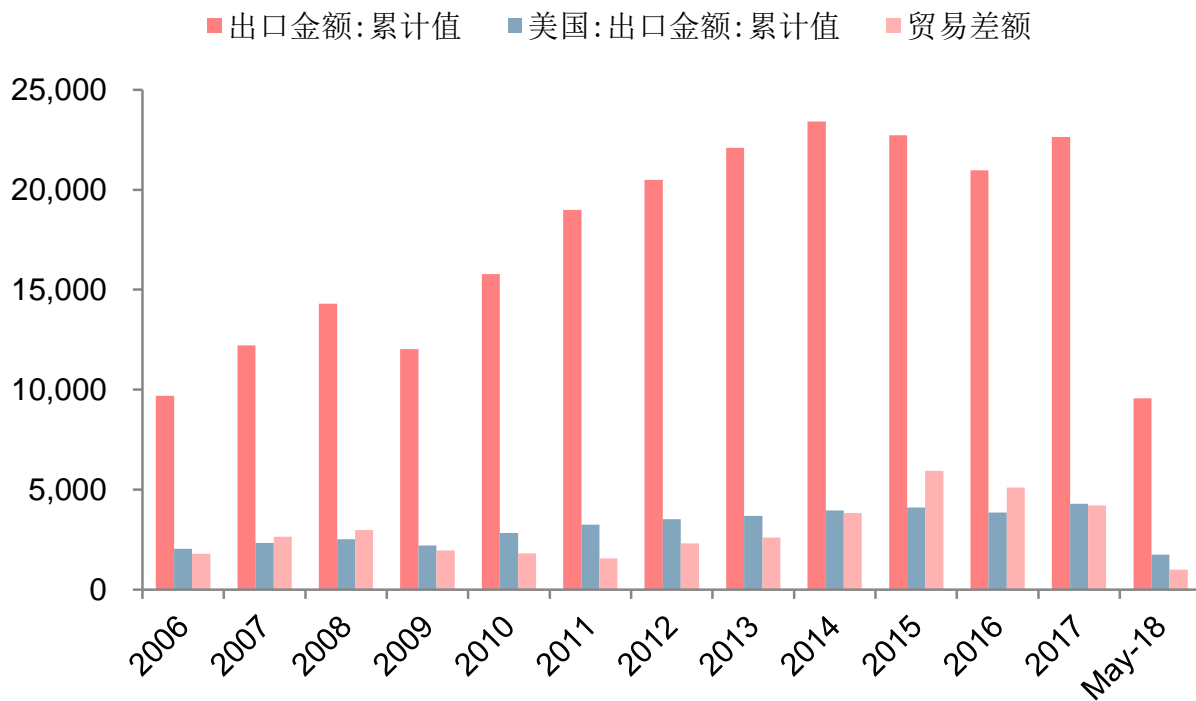


数据来源：WIND

## 中美贸易战将反复影响市场情绪

■ 近几年我国贸易差额不断下滑，2017年我国贸易差额为4194亿美元。以支出法计算，2017年我国货物和服务净出口占GDP比重仅为1.97%，而且美国出口金额占我国总出口金额仅18%，因此中美贸易战实际对我国经济增长的影响有限，但是市场仍然担忧未来出口增速会出现明显下滑。

### 2006至今我国出口数据（亿美元）



数据来源: WIND

# 增值税减税可期

■今年3月政府工作报告中提出：2018年我国将继续减税降费，全年再为企业和个人减税8000多亿元，为市场主体减轻非税负担3000多亿元。2017年我一般公共预算收入17.25万亿元，同比增长7.4%，其中国内增值税5.63万亿元，同比增长8%。

## 2017年全国一般公共预算收入决算表

单位：亿元

| 项 目        | 预算数       | 决算数       | 决算数为<br>预算数<br>的% | 决算数为<br>上年决算<br>数的% |                 |           |           |       |       |
|------------|-----------|-----------|-------------------|---------------------|-----------------|-----------|-----------|-------|-------|
| 一、税收收入     | 135535.00 | 144369.87 | 106.5             | 110.7               | 车船税             | 750.00    | 773.59    | 103.1 | 113.3 |
| 国内增值税      | 53700.00  | 56378.18  | 105.0             | 108.0               | 船舶吨税            | 48.00     | 50.40     | 105.0 | 105.0 |
| 国内消费税      | 10270.00  | 10225.09  | 99.6              | 100.1               | 车辆购置税           | 2850.00   | 3280.67   | 115.1 | 122.7 |
| 进口货物增值税    | 12630.00  | 15284.77  | 121.0             | 125.1               | 关税              | 2660.00   | 2997.85   | 112.7 | 115.1 |
| 进口货物消费税    | 590.00    | 685.90    | 116.3             | 120.4               | 耕地占用税           | 2175.00   | 1651.89   | 75.9  | 81.4  |
| 出口货物退增值税   | -12983.00 | -13855.15 | 106.7             | 114.2               | 契税              | 4600.00   | 4910.42   | 106.7 | 114.2 |
| 出口货物退消费税   | -17.00    | -15.22    | 89.5              | 88.6                | 烟叶税             | 130.00    | 115.72    | 89.0  | 88.6  |
| 企业所得税      | 30235.00  | 32117.29  | 106.2             | 111.3               | 其他税收收入          |           | 4.08      |       |       |
| 个人所得税      | 10766.00  | 11966.37  | 111.1             | 118.6               | 二、非税收入          | 33095.00  | 28222.90  | 85.3  | 93.1  |
| 资源税        | 1144.00   | 1353.32   | 118.3             | 142.3               | 专项收入            | 7270.00   | 7028.71   | 96.7  | 110.0 |
| 城市维护建设税    | 4125.00   | 4362.15   | 105.7             | 108.1               | 行政事业性收费收入       | 4570.00   | 4745.27   | 103.8 | 92.6  |
| 房产税        | 2435.00   | 2604.33   | 107.0             | 117.3               | 罚没收入            | 2030.00   | 2394.14   | 117.9 | 124.8 |
| 印花税        | 2327.00   | 2206.39   | 94.8              | 99.9                | 国有资本经营收入        | 7591.00   | 4191.16   | 55.2  | 66.8  |
| 其中：证券交易印花税 | 1300.00   | 1068.50   | 82.2              | 85.4                | 国有资源（资产）有偿使用收入  | 8614.00   | 7454.60   | 86.5  | 94.4  |
| 城镇土地使用税    | 2480.00   | 2360.55   | 95.2              | 104.6               | 其他收入            | 3020.00   | 2409.02   | 79.8  | 89.1  |
| 土地增值税      | 4620.00   | 4911.28   | 106.3             | 116.6               | 全国一般公共预算收入      | 168630.00 | 172592.77 | 102.3 | 107.4 |
|            |           |           |                   |                     | 全国财政使用结转结余及调入资金 | 2433.00   | 10040.52  | 412.7 | 138.9 |
|            |           |           |                   |                     | 支出大于收入的差额       | 23800.00  | 23800.00  | 100.0 | 109.2 |

数据来源：财政部官网

## 增值税减税可期

■从2018年5月1日起，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，从当前的减税政策来推算，四季度还有约4000亿左右的减税空间。

增值税减税1%对税收影响估算表

| 增值税税率 | 对增值税税收收入的影响（相对值） | 对增值税税收收入的影响（亿元） |
|-------|------------------|-----------------|
| 16%   | 3.23%            | 1687            |
| 10%   | 1.37%            | 713             |
| 6%    | 5.01%            | 2616            |

数据来源：长江证券研究所

# 增值税减税可期

■ 理论上讲，增值税减税对通讯、建筑、商贸和农林牧渔等净利率较低的行业影响较大。

## 增值税税率

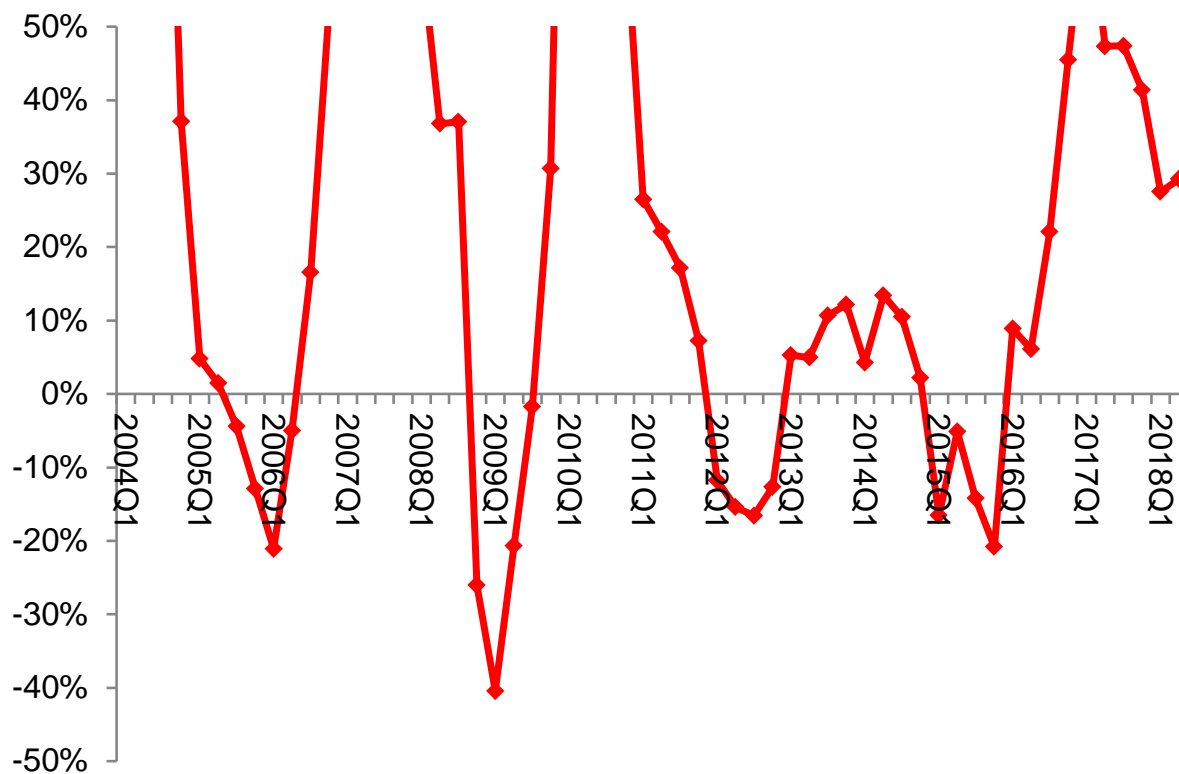
| 税率  | 统计局征收对象                 | 对应申万一级行业  |
|-----|-------------------------|---|
| 16% | 销售一般劳务、有形动产租赁服务或者进口货物   | 钢铁、化工、有色金属、建筑材料、机械设备、家用电器、食品饮料、纺织服装、轻工制造、医药生物、商业贸易、汽车、电气设备、国防军工、计算机、电子、公用事业 |
| 10% | 交通运输服务                  | 交通运输  |
|     | 基础电信服务                  | 通信  |
|     | 建筑服务                    | 建筑装饰  |
|     | 销售不动产、不动产租赁、转让土地使用权     | 房地产   |
|     | 农产品                     | 农林牧渔  |
| 6%  | 煤气、石油液化气、天然气、沼气、居民用煤炭制品 | 采掘  |
|     | 销售服务、无形资产               | 休闲服务、传媒、银行、非银金融   |

数据来源：广发证券研究所

# 上市公司业绩增长步入下行周期

过去十几年A股上市公司盈利呈现明显的周期性波动特征，每轮周期持续的时间大约在12-13个季度，每轮业绩负增长持续的时间均为4个季度。当前上市公司业绩增速处于下行通道中，未来大概率会见到业绩同比下滑。

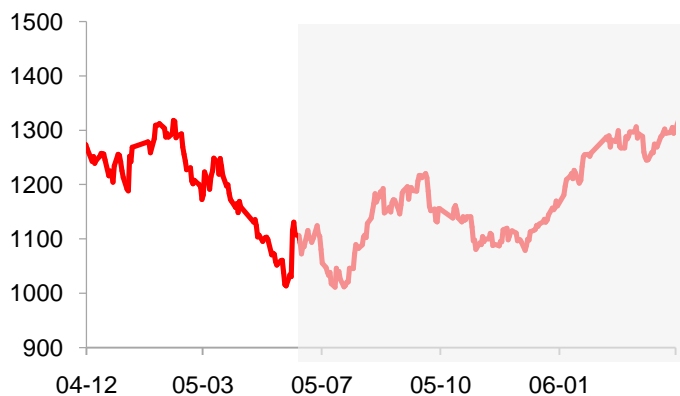
全部A股（非金融）扣非净利润增速



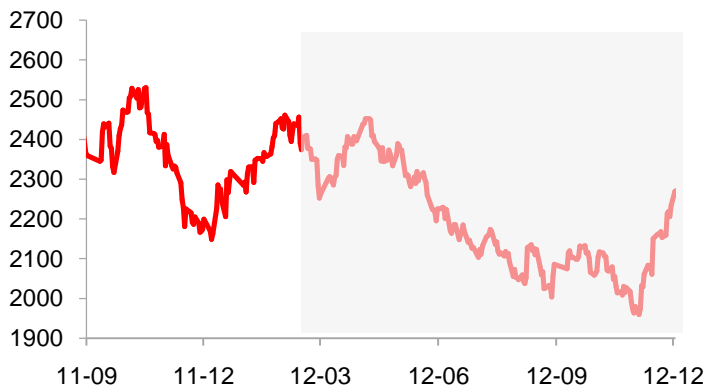
数据来源：WIND

# 市场对于企业真实情况的领先反应不如以前

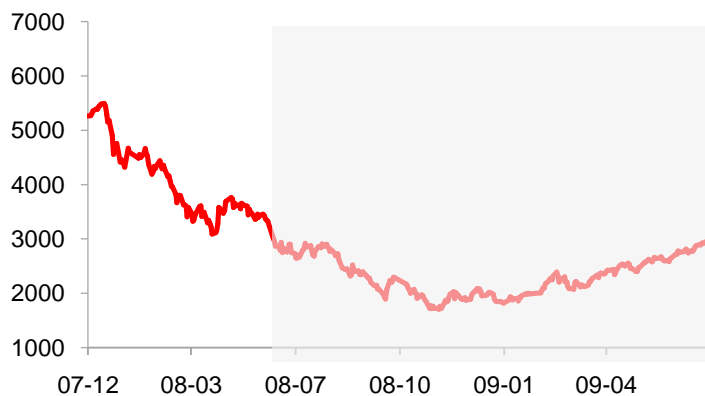
- 2010年以前企业真实状况较差时，市场均出现反弹，说明市场反应领先；
- 2010年之后的两次利润增速负值区间之前的两个季度均无市场领先反应，区间内反弹亦不明显。2005Q2-2006Q1：利润同比下跌时出现反弹



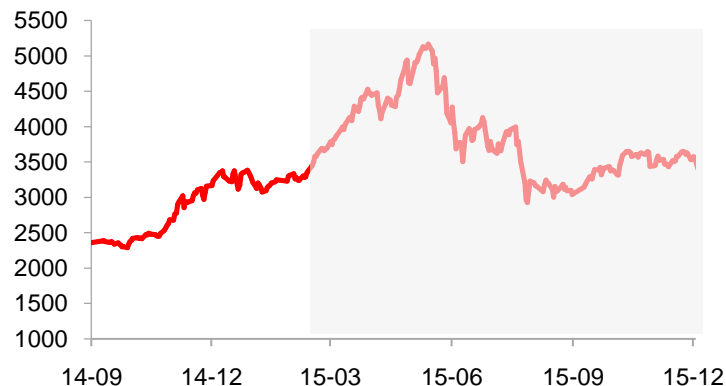
2012Q1-2012Q4：市场无明显提前反应



2008Q2-2009Q2：利润同比下跌时出现反弹



2015Q1-2015Q4：市场无明显提前反应

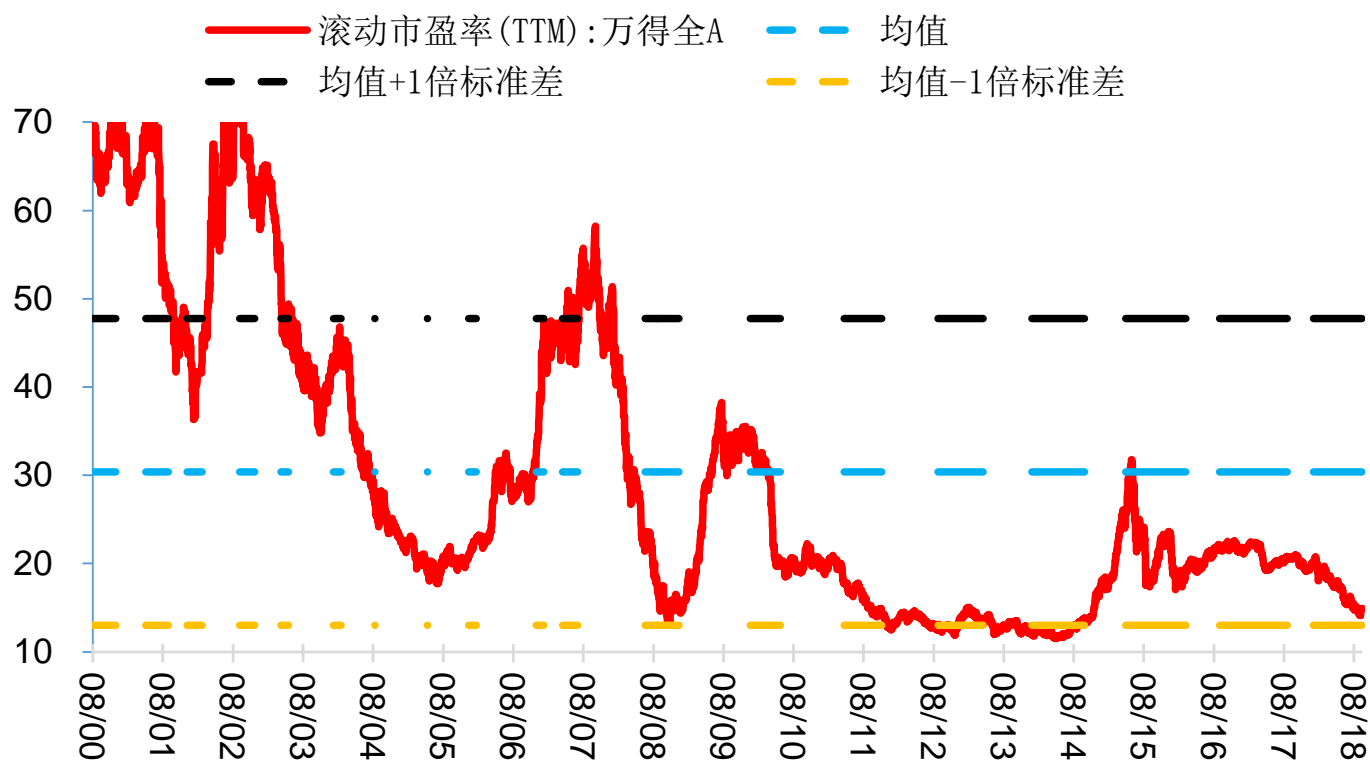




## 市场估值进入底部区间

■ 目前A股整体估值水平进入底部区间，但是离14年的估值低点还有一定距离。

### 全A股市盈率（TTM）



数据来源: WIND

# 市场估值进入底部区间

## 全A股市净率



数据来源: WIND

---

# 行业配置

---

# 上市公司分行业收入增速

■从上市公司中报数据来看，当前收入增速较快的行业主要有：休闲服务、建筑材料、计算机、房地产、机械设备、轻工制造、医药生物、家用电器、食品饮料和传媒。

## 中报行业收入增速



数据来源：WIND

# 上市公司分行业利润增速

■从上市公司财报数据来看，当前收入增速较快的行业主要有：钢铁、建筑材料、机械设备、国防军工、化工、有色金属、房地产、采掘、休闲服务和食品饮料。

## 中报行业利润增速

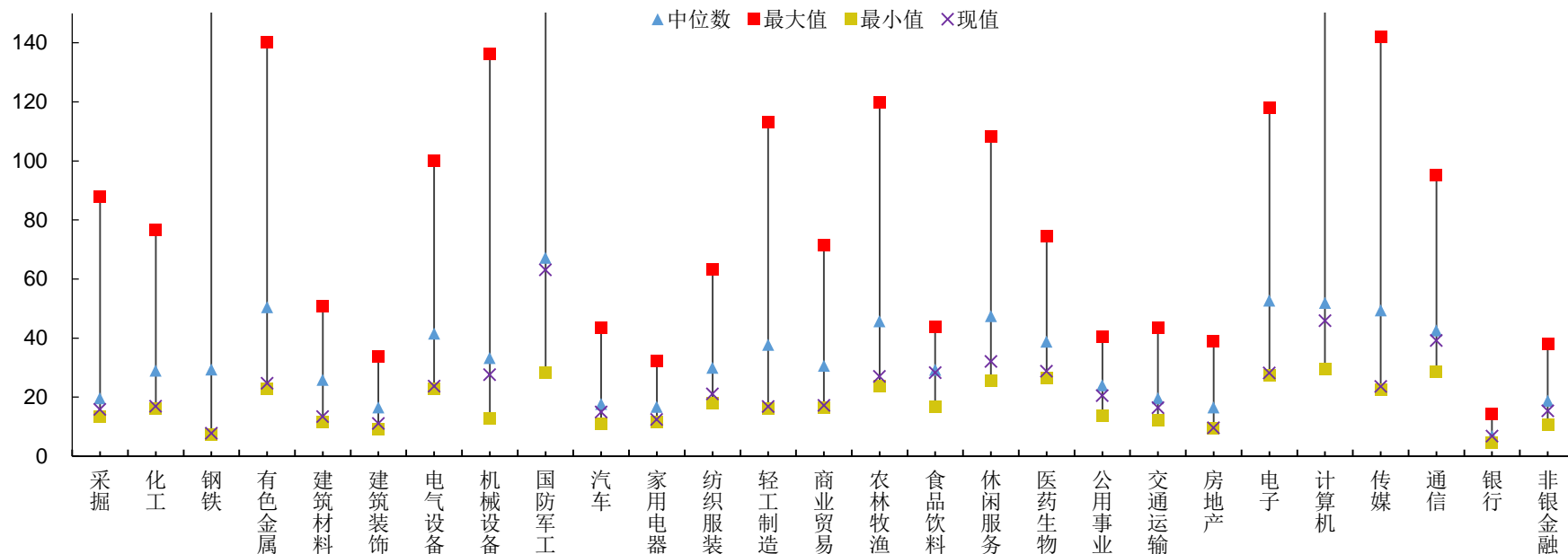


数据来源：WIND

## 分行业估值水平比较

■ 所有行业中估值均在中位数以下，相对历史估值较低行业有：房地产（3.12%）、电子（3.19%）、电气设备（3.29%）、轻工制造（3.64%）、传媒（4.02%）、商贸（4.75%）、化工（5.24%）、钢铁（6.28%）。

### 分行业PE比较（2010年至今）



数据来源：WIND

## 四季度行业观点

| 行业  | 评级 | 观点   |
|-----|----|--|
| 通信  | 超配 | 5G超跌补炒之后板块情绪趋于稳定，基本面，5G商用临近落地，年底设备相关上游订单落地；催化方面，四季度频谱、标准等催化密集落地。调整10%左右是新一轮的买入机会。  |
| 建材  | 超配 | 在供给侧改革的大趋势下，水泥龙头企业盈利能力维持高位，今年行业利润将创出历史新高，从市盈率的角度来看估值水平较低，年底业绩高增长兑现有望获得超额收益。  |
| 银行  | 超配 | 进入下半年，宏观经济压力较大，导致市场对于未来的预期比较悲观。政策在信贷，理财，社融等方面已经出现转向，稳经济的信号比较明确，但是效果仍需验证。目前行业估值已经处于相对底部，考虑到银行目前经营情况较为平稳，未来下跌空间不大，而一旦政策效用边际显现，叠加年底估值切换，板块的机会就会出现。    |
| 计算机 | 超配 | 前期板块出现明显回调，强势股补跌之后估值相对合理，考虑到中国未来的增长动力换挡，以及国家科技创新的中长期发展战略，计算机板块在调整至合理位置后仍然是值得配置的重要方向。云计算，自主可控以及细分领域龙头是配置的主要方向。                                      |
| 非银  | 标配 | 估值已经处于历史最低位置。考虑到券商目前仍然不具备中长期逻辑，短期市场不确定性因素较多，成交低迷，股权质押风险没有解除。下半年保费和基本面均处于探底缓慢回升的过程，考虑到今年Q4行业准备开门红的延后，Q4的保费表现可能会较好。保险中长期大逻辑不变，估值处在相对底部，年底一般会有估值切换行情。 |
| 地产  | 标配 | 短期去化率下行，销售有可能量价齐跌；政策上预售制度取消与否，房地产税的落地等都是压制因素，短期看并没有放松的迹象。个股层面龙头地产优势不变，集中度持续提升，业绩确定性较强，低估值高增长，所以配置方向仍然是龙头地产，赚业绩的钱。                                  |
| 军工  | 标配 | 布局总装，低估值零部件优质企业。军改致采购订单延期，叠加十三五后三年加速集中释放，18年行业景气度持续向上，军工集团中报、订单高增长。逆周期属性明显，且不为贸易战影响，进入两年高速增长。Q4国企混改、院所改制、军民融合产业政策持续推进，18年国防军工行业承载更多希望。             |

## 四季度行业观点

| 行业   | 评级 | 观点   |
|------|----|--|
| 食品饮料 | 标配 | 白酒，龙头企业进入中期配置区间，短期进入库存周期后半段，长期看会继续受益于整体的消费升级以及集中化趋势，股价已经反映了大部分的负面预期，看18年估值合理，19年估值相对较便宜；乳制品，需求向上比费用加剧更重要；调味品，增速波动最小，看好龙头公司。  |
| 医药   | 标配 | 医保局成立后大力推行带量采购，企业药品降价压力大，市场悲观预期尚未完全释放。药监人事变动短期影响新药审批进度。预计四季度行业探底，是中长期建仓时点。建议关注metoo药布局领先的龙头公司，产品较多具备成本优势的仿制药公司，业绩良好的器械ivd公司。 |
| 汽车   | 标配 | 1) 乘用车：销量逐季下滑，四季度承压明显，关注刺激政策的动向；2) 商用车：重卡销量好于预期，经济断崖式下跌风险不大，建议逢低配置；3) 零部件：股价调整明显，估值相对合理，但谨防三四季度业绩不大预期。                       |
| 电新   | 标配 | 1) 电力设备：特高压大规模核准在即，建议逢低布局相关设备标的；2) 风电：行业装机量持续提升，旺季来临；3) 光伏：行业处于底部区域，静待度过至暗时刻；4) 新能源汽车：历史上四季度属于补贴讨论期，机会并不明显。                  |
| 交运   | 标配 | 宏观基本面趋势向下，交运板块主要子板块下游需求持续疲软；铁路和高速公路板块受贸易摩擦影响较小，其中的高股息率标的防御属性较强。  |
| 公用事业 | 标配 | 看好电力和燃气板块，其中的火电板块受到煤价下行影响业绩持续改善，水电来水自六月以来开始好转，燃气板块受益于量价齐升有望获得超额收益；环保板块目前资金居高不下，融资条件和工程进度没有得到实质性改善，建议为低配。                     |



## 四季度行业观点

| 行业 | 评级 | 观点  |
|----|----|---|
| 旅游 | 标配 | 板块上半年景气度维持高位，龙头公司中报业绩增长强劲，我们判断Q3季度也比较难超越Q2季度。进入7月份后，高频数据显示酒店以及出境游出现一定回落，增速较上半年明显放缓，免税和景区继续稳定增长，后续还需要密切跟踪和验证。  |
| 零售 | 标配 | 步入二季度以来，消费复苏趋势出现收敛，各重点零售企业销售数据均出现不同程度的下滑。短期内居民消费的增速仍将延续下行趋势。后续还需持续关注杠杆去化，居民收入增速和社保政策的变动。整体趋势上，9月中秋十月黄金周增速或有上调，但是全年难现大幅反弹。快消品类周期弹性较弱，受消费降速的影响较小，居民对于生鲜品类需求仍快速增长，超市规模化存在较大空间，建议关注超市类长期投资机会。 |
| 煤炭 | 标配 | 前三季度国内煤炭新增产量略超预期以及进口大幅增长，而煤改电等带来居民用电超预期，动力煤价格三季度区间震荡，预计四季度价格维持，看好低估值高分红动力煤标的。焦煤受下游环保限产影响需求偏弱，但钢铁和焦炭价格高位，预期焦煤价格后续补涨。   |
| 化工 | 标配 | 三季度部分化工产品价格从高位下跌，地产相关产品需求偏弱，而近期环保禁止“一刀切”使部分企业有复产的可能，预计四季度相关产品价格继续偏弱。预计四季度油价将继续上涨，看好油气、涤纶、农化等相关受益标的。   |
| 机械 | 标配 | 逢低买入机器人、半导体设备标的。申万机械指数创股灾新低，上游周期品涨价继续挤压制造业利润，选择行业景气度向上或市占率提升企业。未来是中国迈进高端装备制造强国的10年，优选基础零部件、智能制造，半导体、机器人，具备世界格局的大国制造和低估值成长标的跑赢全年。  |
| 钢铁 | 标配 | 目前提振经济的主要手段在于减税促消费、给制造业降成本，以及有选择有节制的基建补短板。而房地产保持严控。对高度依赖基建与地产需求的钢铁行业而言，长期价格和盈利仍面临一定压力。但中短期来看，Q4钢铁供给紧缩力度环比加大，需求季节性回落，钢价和行业盈利有望保持高位震荡。在股市系统性风险阶段性下降背景下，钢铁股将保持震荡温和反弹走势。                      |

## 四季度行业观点

| 行业   | 评级 | 观点  |
|------|----|---|
| 电子   | 标配 | 半导体：标配。预计国家大基金2期4季度落地，龙头半导体公司有中长期配置机会。消费电子：低配。苹果手机定价高于预期，销售数据可能低于市场预期。PCB：标配。行业由于环保等因素导致的供给侧改革在深入推进，同时行业龙头公司受益于海外订单导入，目前龙头公司景气度维持较高水平。被动元器件：标配。中长期看国产替代趋势持续，部分龙头公司有望突围成功。 |
| 建筑   | 标配 | 市场利率上行趋势结束，叠加基建补短板的政策预期，建筑行业有望逐渐走出前期低谷，考虑到去杠杆仍在稳步推进，资金到位压力依然存在，行业整体有望呈现弱复苏的格局，建议适当配置低估值的龙头企业。   |
| 家电   | 标配 | 虽然下半年行业增速预期在基数效应下有所放缓，但从全年维度来看依旧好于年初悲观预期，目前时点配置家电板块的核心逻辑并未发生实质性变化，家电蓝筹稳健业绩增长、良好的现金流表现以及从全球维度来看的估值比较优势依旧存在，前3季度调整提供中长期配置良机。  |
| 农林牧渔 | 低配 | 分行业来看饲料和动保作为养殖后周期品种，展望四季度机会不是太大。生猪养殖受到猪价下行影响，板块2018年H1扣非下滑83%，往后看周期底部确定，猪价上行还需要密切关注出栏量变化；禽板块鸡价上半年景气上行板块实现扭亏，后续看随着旺季补栏的过去，鸡价上行压力较大。  |
| 纺织服装 | 低配 | 品牌服饰由于受到社零数据的转弱以及17年Q4高基数的影响，板块整体机会不大，相对看好消费稳定的大众休闲类服饰；纺织制造9-10月生产旺季来临内棉采购加速，国内棉价有望维持高位，上市棉企库存充足，低成本库存重估逻辑犹存，未来棉价上涨利好业绩弹性释放。  |
| 有色   | 低配 | 今年以来，国内经济下滑、房地产棚改政策收缩、中美贸易战以及美国持续加息影响，有色大宗商品价格整体出现大幅下跌，企业利润同比下滑严重，预计四季度没有边际改善迹象，有色大宗价格继续承压，建议行业低配；子板块中相对看好钴金属价格因补库存带来的价格反弹  |

## ■ 免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的分析不会发生任何变更。

报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。

## ■ 风险提示：

市场有风险，投资需谨慎。

投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

谢谢！