

年度  
策略

# 冯虚御风，踏浪而行

A股2019年度投资展望

报告日期：2018年12月3日

张夏

zhangxia1@cmschina.com.cn

S1090513080006

陈刚

S1090518070004

chengang6@cmschina.com.cn

耿睿坦（研究助理）

gengruitan@cmschina.com.cn

涂婧清（研究助理）

tujingqing@cmschina.com.cn



# 三分钟撬动百万资金

每日免费报告	每日3份	❤️
行业报告（医药、通讯、电子、工程机械、高端制造、建筑房地产、金融、能源化工、消费、食品饮料、酒店旅游等）（增值）	每月更新1000+	❤️
财务分析相关书籍、学习资料（增值）	2.9G（超过500份）	❤️
金融投行财务建模原理全套培训课程（增值）	19G	❤️
股票投资、商业投资相关书籍（增值）	1000本+	❤️
最新热门行业研究（含互联网、金融、人工智能、传媒等）（增值）	每月更新300份+	❤️
国内券商深度研究报告精选（20页+，覆盖热门行业）（增值）	每月更新600份+	❤️

扫描下方二维码，关注公众号，回复“免费报告”，每天免费获取各行业分析报告。与各行业精英面对面交流。



## 百万报告，尽在其中

# 冯虚御“风”，踏“浪”而行——A股2019年度投资展望

周期轮回——下行式宽松与流动性陷阱

冯虚御风——如何应对这种局面

踏步前行——资本市场新时代

供需改善——A股流动性展望

动能切换——企业盈利展望

涅槃重生——主题投资展望

历史低位——估值比较

冯虚御风，踏浪而行——总结

## 冯虚御“风”，踏“浪”而行——A股2019年度投资展望

我们认为A股明年上半年面临经济下行和流动性宽松的“下行式宽松”的局面，若年中社融增速大幅回升，经济有望企稳。政策“风”渐暖，2019年资本市场将迎来新时代，资金持续流出的局面将会逐渐扭转。在这样的环境下，上半年A股中小市值风格有望占优；若下半年社融增速回升，则A股整体都会有更好表现。预判全年走势呈现“N”字型震荡上行。年度指数关注创业板指。

- **中国经济面临下行式宽松。**中国经济存在三年半信贷周期，明年上半年中国处在2016年开启信贷刺激下行期，**经济增速面临较大下行压力**。制造业投资、地产投资、出口、消费均面临较大下行压力。经济是否能在年中企稳，取决于基建投放力度和地产政策宽松幅度。在这样背景下，上半年货币政策将会更加宽松，利率继续下行，构成了“**下行式宽松**”的局面，若基建投资规模有限，信用传导机制仍不畅，将会演化为“**流动性陷阱**”。
- **经济下行资本市场政策转暖。**2018年年底一系列政策将会为2019年的资本市场带来新投资者、新市场、新工具和新制度。**这些制度有利于疏导资金流入资本市场，同时有利于市场风险偏好的提升。**
- **宏观经济形势和政策导向利好中小市值风格。**根据历史经验和逻辑推理，经济下行企业盈利下行，基本面伐善可陈；**政策确定性、空间确定性取代业绩确定性成为投资的重要理由，以TMT行业为代表的偏中小盘风格有望占优**，同时预期政策放松的**地产和基建也有望表现较好**。如果社融增速大幅回升会终结这种风格，市场将会重新回到业绩驱动的逻辑，利好周期、消费等行业。

# 冯虚御“风”，踏“浪”而行——A股2019年度投资展望

- **资金持续流出A股局面有望扭转。**我们估算 A股2019年将会净流入超过800亿元。节奏方面，上半年资金需求较大，下半年流入规模逐渐加大。
- **企业盈利面临挑战。**我们预计上市公司企业盈利增速在2019年将会继续下行，下行的幅度和持续时间取决于总需求扩张政策释放的幅度以及减税的幅度。其中，通信、军工、农林牧渔、新能源汽车等领域业绩有望改善，必需消费品大概率企稳。商誉减值冲击高峰过去，对中小创的影响在2019年逐渐减弱。
- **上半年主题投资有望回暖。**信息技术“三化”、政策类“补扩改租”、卡脖子主题、科创板映射为四条可以关注的主题主线。
- **A股估值水平处在历史低位。**全部A股、中小板、创业板估值水平均处在历史最低区间。A股整体估值水平低于全球主要股票市场。在A股加速开放和纳入全球主要指数背景下，2019年有望呈现“风景这边独好”，实现逆袭。
- 综合以上所有因素，我们对**2019年A股走势判断相对乐观，指数有望震荡上行。上半年中小市值风格有望占优；若下半年社融增速回升，则A股整体都会有更好表现。最可能的结果是政策“风牛”，转化为社融起后的“浪牛”。预判全年走势呈现“N”字型。年度指数关注创业板指。**

风险提示。全球股市暴跌；中美关系继续恶化；美联储紧缩超预期；国内资本市场政策落地及进展低于预期。

# 冯虚御“风”，踏“浪”而行——A股2019年度投资展望

周期轮回——下行式宽松与流动性陷阱

冯虚御风——如何应对这种局面

踏步前行——资本市场新时代

供需改善——A股流动性展望

动能切换——企业盈利展望

涅槃重生——主题投资展望

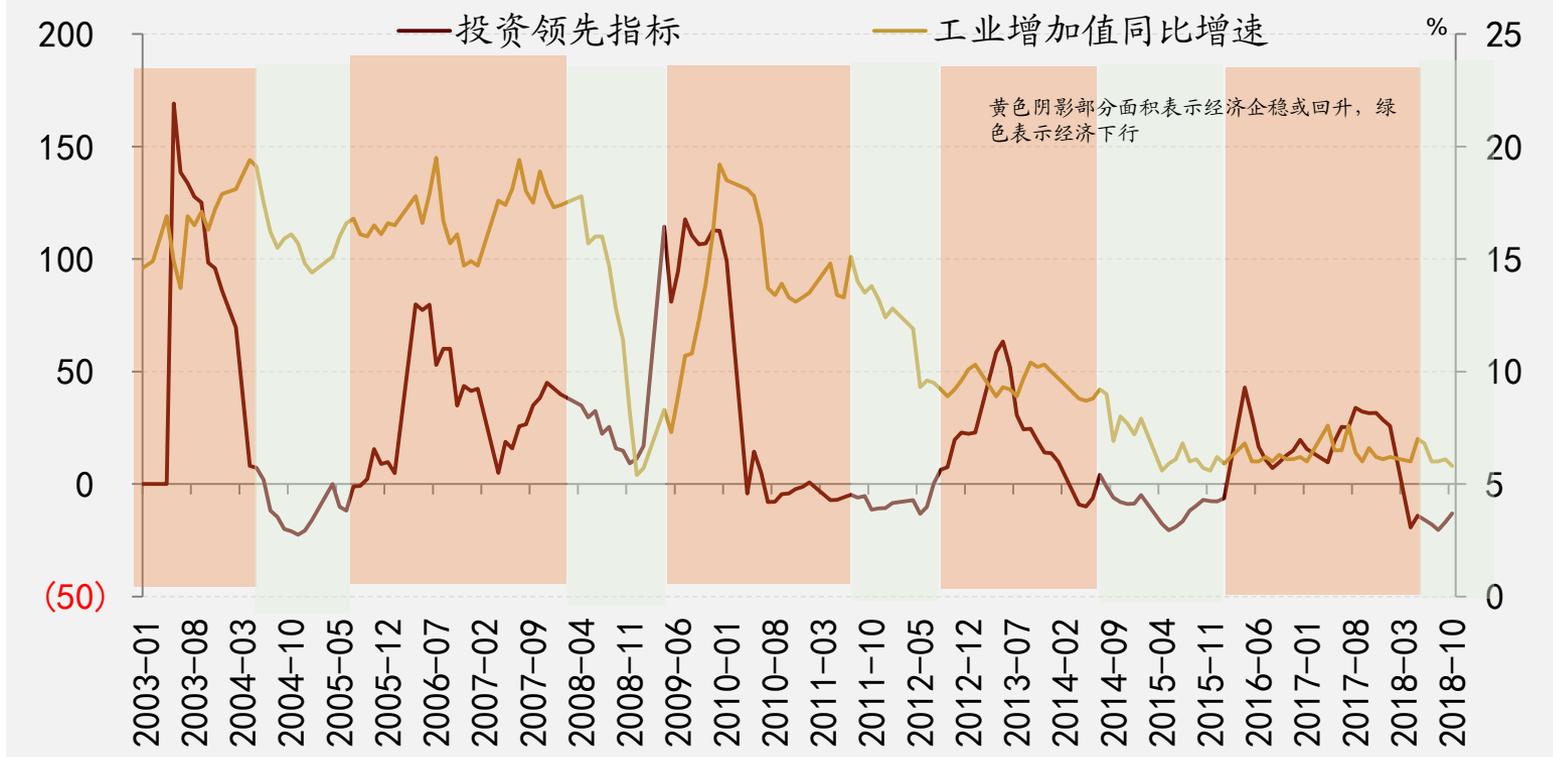
历史低位——估值比较

冯虚御风，踏浪而行——总结

## 周期轮回——信贷周期运行至下行期

中国经济存在三年半的“信贷周期”，我们可以用“新增社融累计增速”和“固定资产新开工计划项目总投资额累计增速”作为领先指标来刻画经济运行的规律。**经济回升或企稳持续的时间都为2-2.5年左右**。当经济回暖后，政府的选择都是去收紧货币政策或者加强金融机构监管，之后经济开始下行，下行期持续时间约为一年左右。周而复始，如此往复。

图：中国三年半的信贷周期运行至下行期



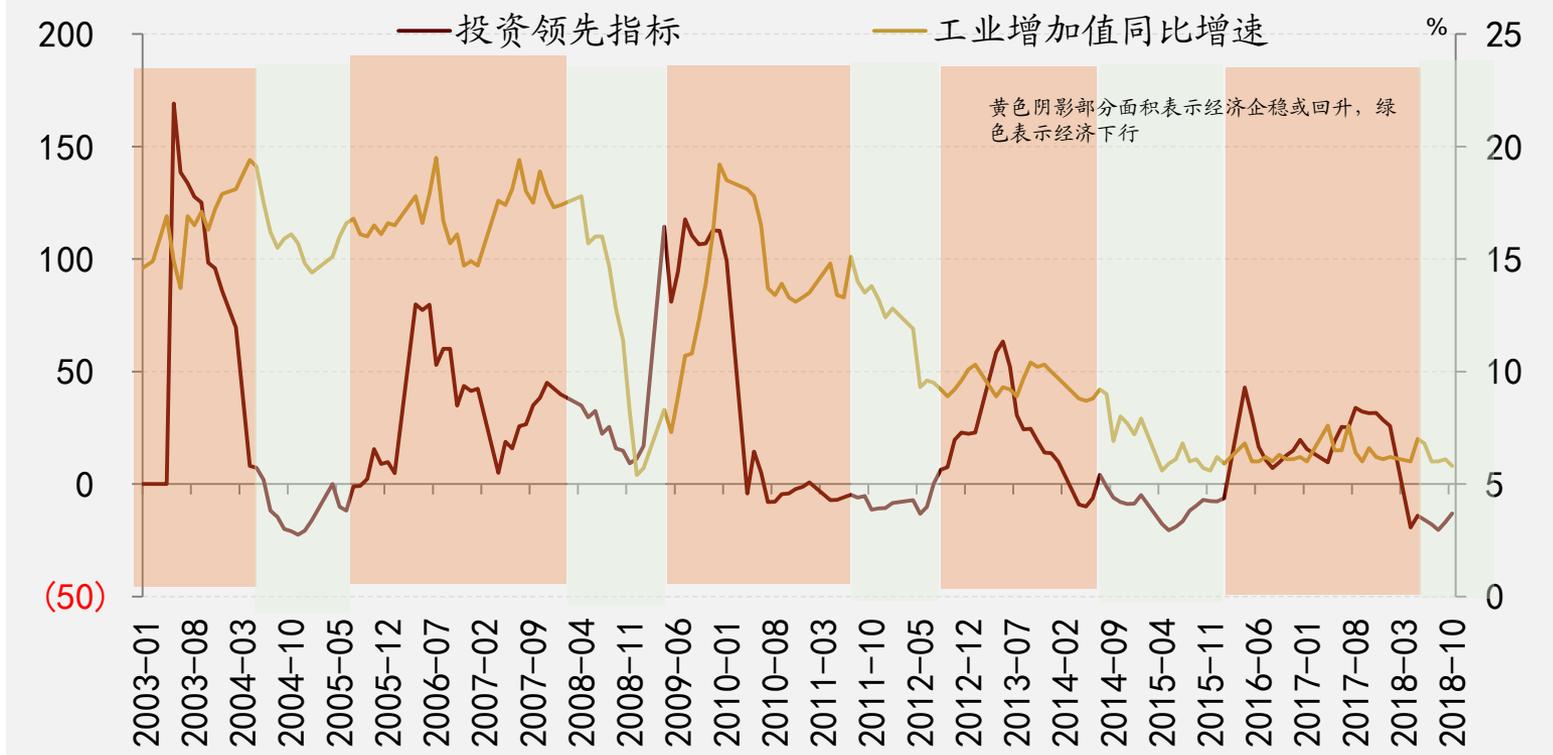
数据来源：wind，招商证券

注：投资领先指标=0.5 × (固定资产新开工计划项目总投资额累计增速+新增社融累计增速)，2018年开始，该指标只剩新增下社融累计增速

## 周期轮回——信贷周期运行至下行期

如果不出意外，经济数据将会继续大幅下行。明年两会的主基调将会变为总需求的扩张。如果政策自二季度开始逐渐落地，社融转暖将会出现在三季度。也正好是一年下行周期结束，中国经济企稳的时间。

图：中国三年半的信贷周期运行至下行期



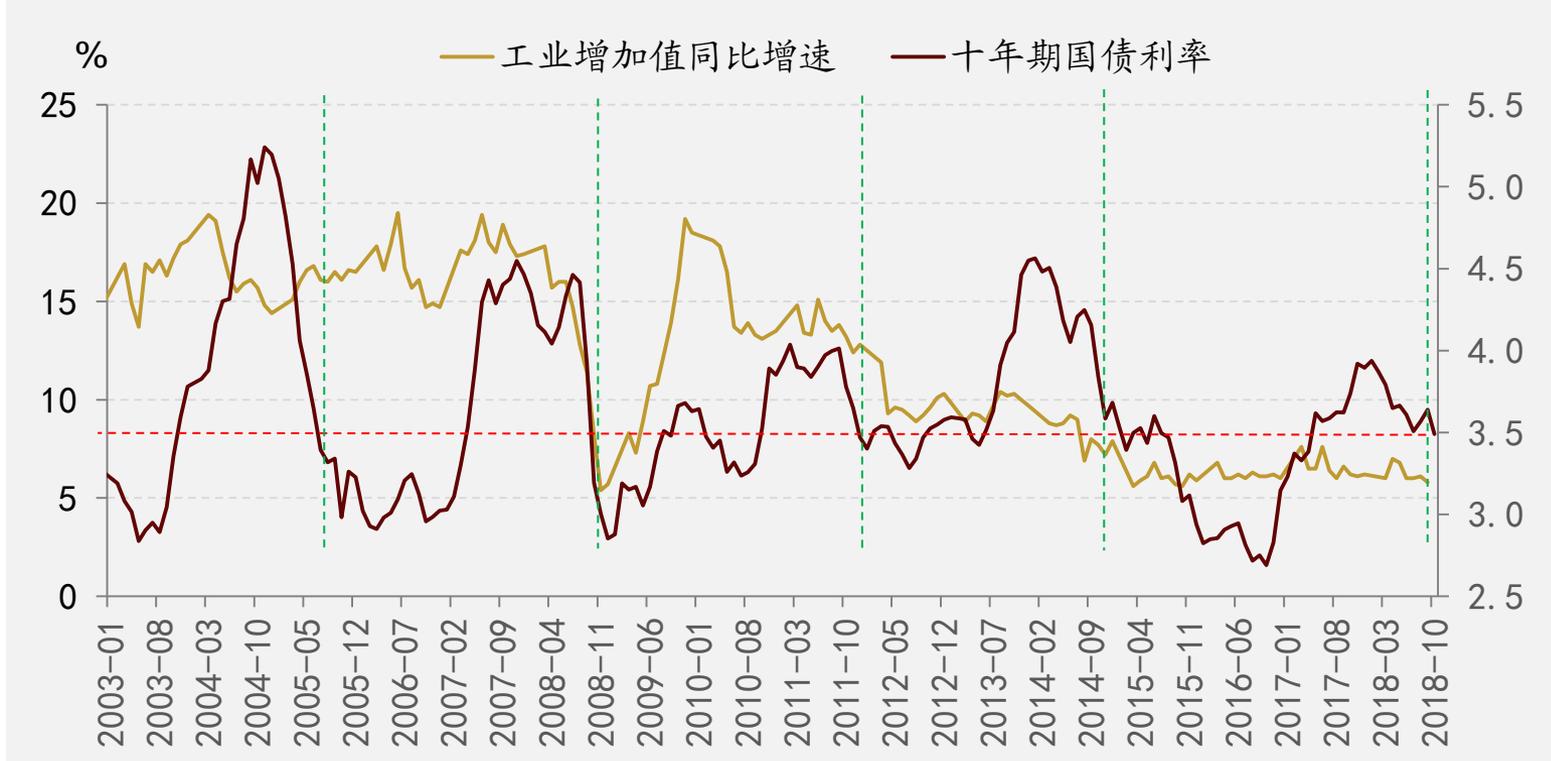
数据来源：wind，招商证券

注：投资领先指标=0.5 × (固定资产新开工计划项目总投资额累计增速+新增社融累计增速)，2018年开始，该指标只剩新增下社融累计增速

## 周期轮回——信贷周期运行至下行期

政府行为的周期性使得资产价格也存在明显的周期性，如十年期国债利率，当融资需求起来后，经济回升，利率就会攀升，反之当融资需求大幅回落，经济下行，货币宽松，利率大幅下行，最终跌破3.5%，直至下一次融资需求回升。这里有一个关键判断，中美利差是结果，绝对不是十年期国债利率的定价原因。故而明年看到中美利差倒挂，没有什么好吃惊的。

图：十年期国债利率总在经济拐头后向下行突破3.5%

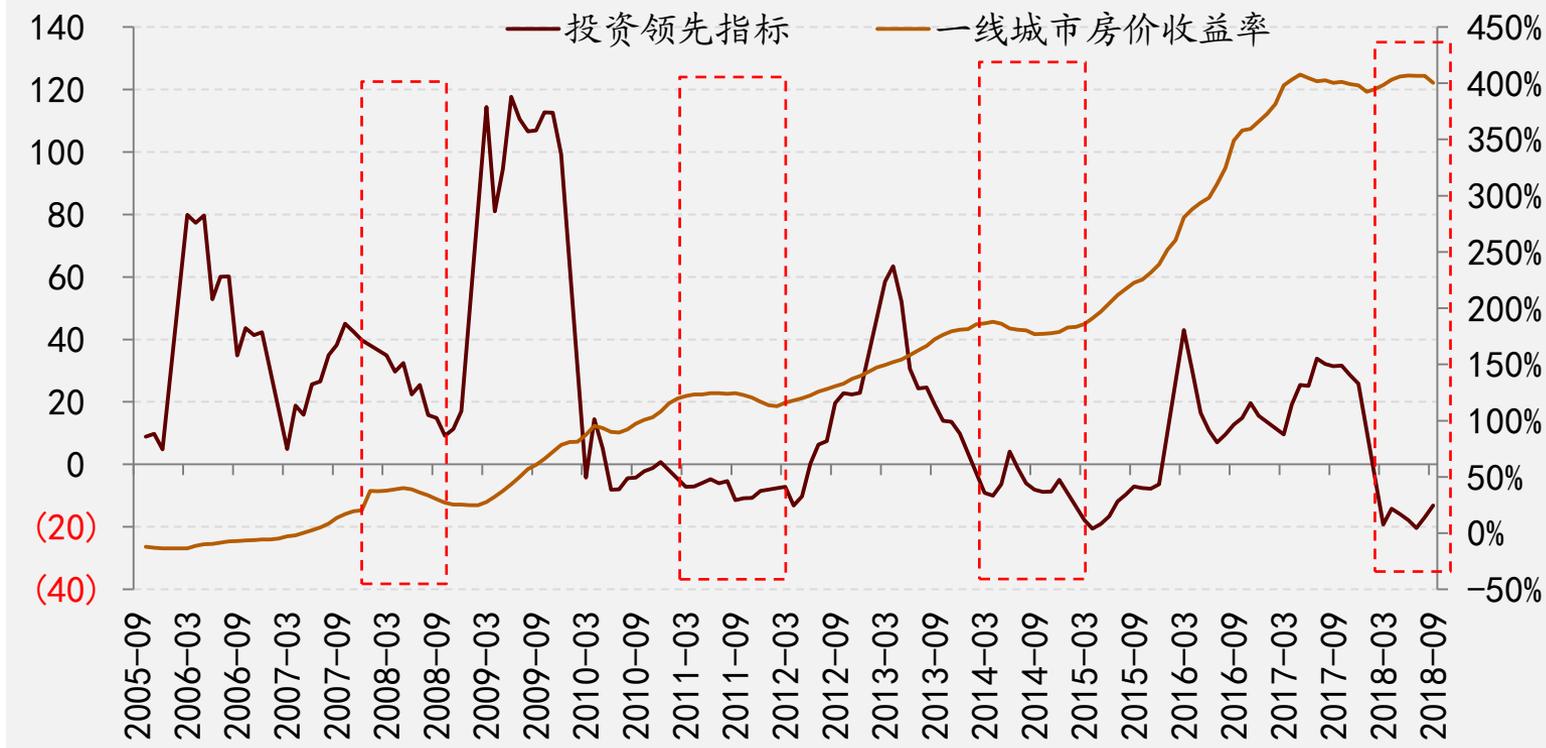


数据来源：wind，招商证券

## 周期轮回——信贷周期运行至下行期

再比如房价，房价运行规律也是三年半，伴随着社融低迷、经济低迷、房价会陷入调整，但是一般调整的时间不会超过一年，因为下行期一年之中，政府会不断放松货币政策，按揭利率下行，然后，政府会逐渐放开地产限制。所以，**不难判定，从2018年二季度开始，全国房价整体陷入调整期，调整期最快结束是在2019年二季度。**

图：房价每隔三年半面临一次一年的调整，本次调整结束期最快是在2019年二季度



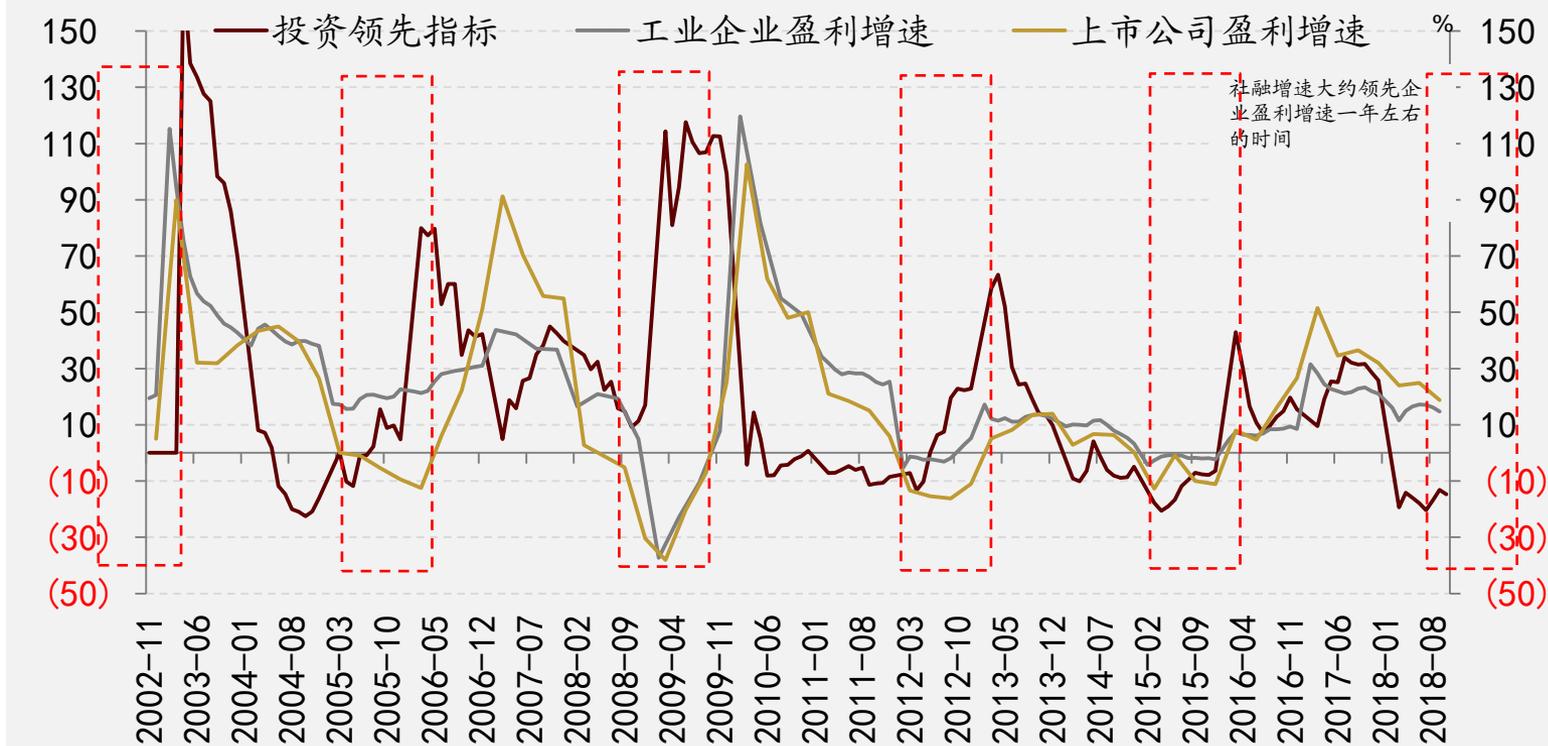
数据来源：wind，招商证券

注：一线城市房价收益率根据中原城市指数计算北上广深四个城市的房价收益率合成

## 周期轮回——信贷周期运行至下行期

A股最重要的是企业盈利增速，企业盈利增速也是三年半规律，投资领先指标大幅回升，经济上行，企业盈利改善，距离投资领先指标见顶后一年，企业盈利见顶回落，最后企业盈利跟随经济下行变为低速甚至是负增长，自2002年已经历五轮完整的盈利周期，当前，我们正处在第六轮企业盈利周期的下行周期。明年大概率全年企业盈利增速降为个位数甚至负增长。

图：社融增速领先工业企业盈利增速一年，工业企业盈利增速也是三年半的运行周期



数据来源：wind，招商证券

注：上市公司企业盈利增速使用上市公司剔除金融后企业盈利累计增速

## 周期轮回——信贷周期运行至下行期

- 以上，就是分析中国经济的简明框架，明年的A股面临的宏观经济背景，用一个词概括就是“下行式宽松”，经济增速面临下行压力，货币政策宽松，利率下行，企业盈利低速甚至负增长。而明年的关键分水岭在三季度，如果政府推出大规模基建计划，同时放松地产政策，则三季度是中国新一轮三年运行周期的开端。

## 周期轮回——明年的经济下行压力有多大

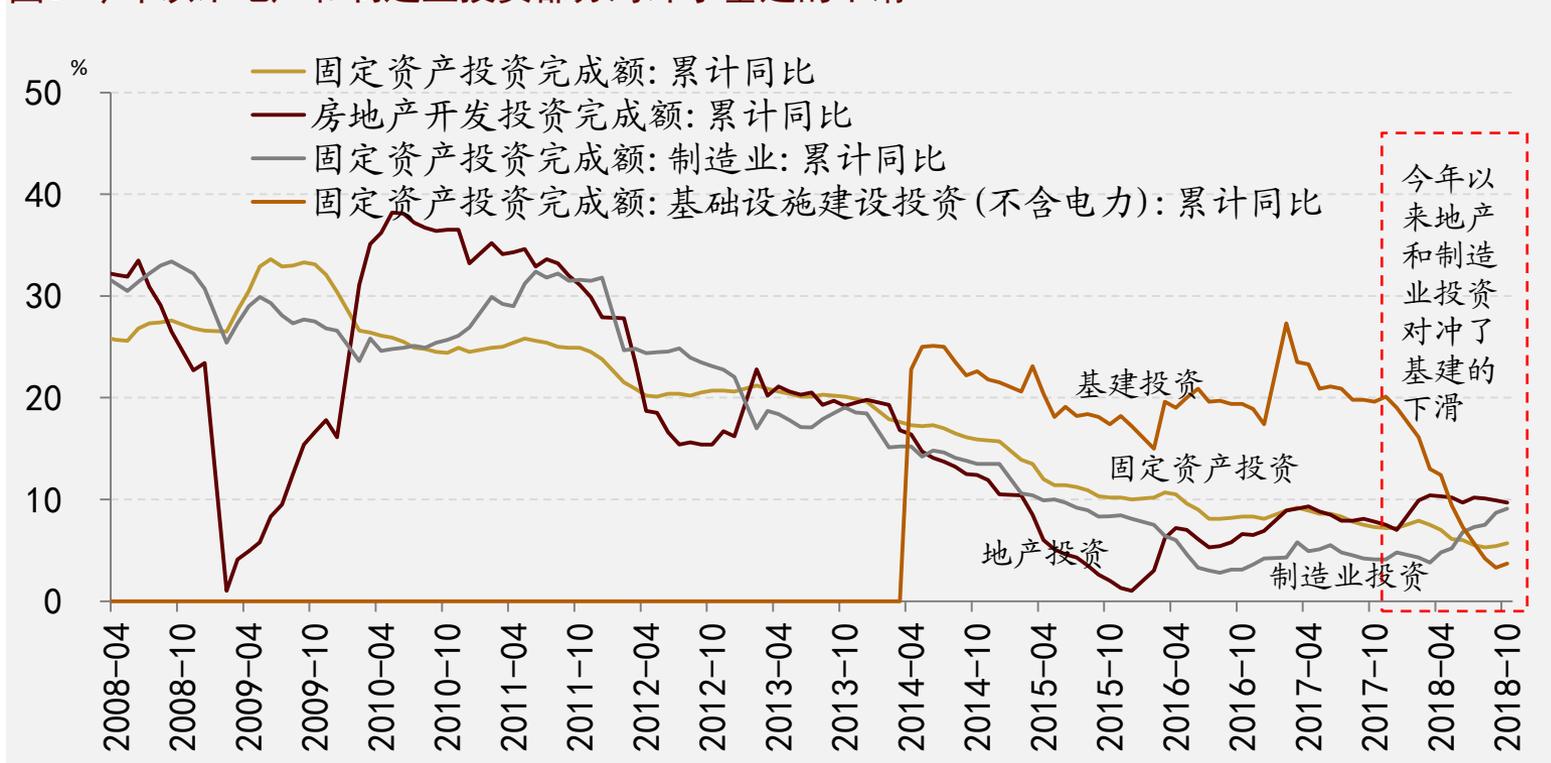
- ▶ 今年，政府最重要的政策基调从“三大攻坚战”变为“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”。稳就业成为中央政府面临的头号任务。今年四季度集中出台的对民营企业的支持政策，一方面是继续坚定“必须坚持和完善我国社会主义基本经济制度，毫不动摇地巩固和发展公有制经济，毫不动摇地鼓励、支持、引导非公有制经济发展，“两个毫不动摇”。更重要的是，民营企业是中国就业的基础。稳就业的关键在稳民营企业的经营。但是从几个数据来看，明年中国经济面临巨大的压力。
- ▶ 经济增长取决于投资、消费和出口，而中国特殊的经济结构，居民消费收入增速受投资和出口影响比较大，如果投资和出口不行，消费也难独善其身。

## 周期轮回——明年的经济下行压力有多大

### ► 投资方面:制造业投资和地产投资面临下行压力

2016年,也就是本轮经济上行始于1季度的社融和新开工的大幅放量,此后两年,基建投资完成额维持高位,而地产投资和制造业顺次回升。到了今年上半年,伴随着地方债务调控升级,新增社融规模变为负增长,基建投资增速大幅下滑,但是投资整体下滑并相对更加平缓。地产投资和制造业投资维持高位,但是明年,地产投资和制造业投资都将面临下行的压力。

图：今年以来地产和制造业投资部分对冲了基建的下滑



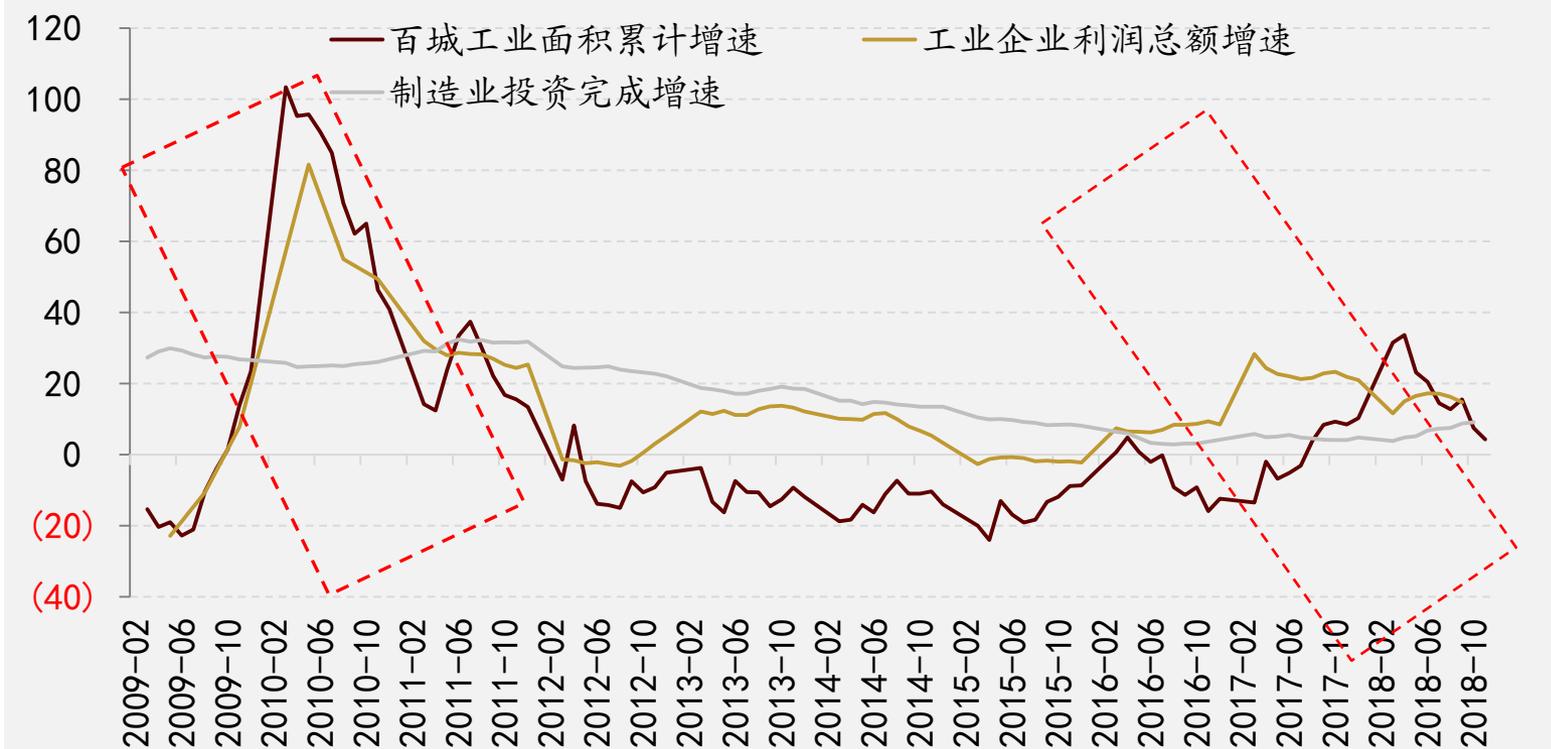
数据来源: wind, 招商证券

## 周期轮回——明年的经济下行压力有多大

### ► 投资方面:制造业投资和地产投资面临下行压力

制造业投资方面，中国在过十年经历了两个扩产周期，分别发生在2009-2010年及2016-2017年企业盈利大幅改善之后。伴随着企业盈利大幅改善，百城工业用地面积增速将会随后回升，最后，才是我们观察到的制造业投资的改善。所以，**2018年和2011年制造业投资完成额增速回升，实际是企业盈利周期的滞后指标。明年开始，制造业投资将会面临巨大下行压力。**

图：工业企业盈利增速和百城工业用地面积增速领先制造业投资，而目前这两个指标均大幅下行



数据来源: wind, 招商证券

## 周期轮回——明年的经济下行压力有多大

### ► 投资方面:制造业投资和地产投资面临下行压力

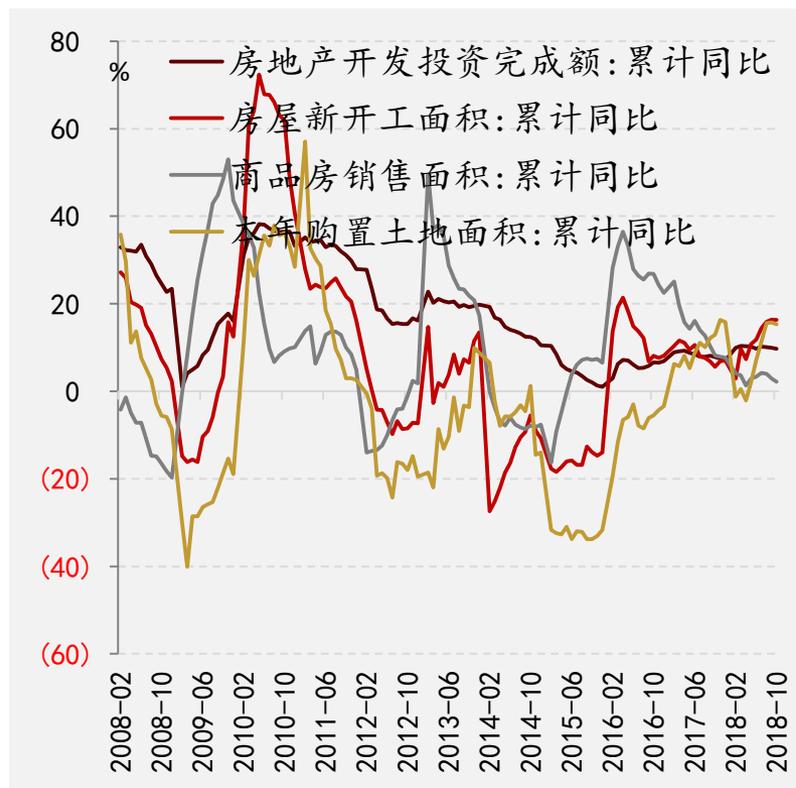
房地产投资方面，房地产开发商盖房子的原因是主要房子卖的好所以地产投资基本都是：销售面积起来→购置面积起来→新开工面积起来→投资完成额起来。今年以来，购置面积增速和新开工增速保持韧性的关键，我们认为有可能是房价上涨。

图：今年以来，受价格因素影响，房地产销售金额增速仍有双位数增长；但增速明显下行



数据来源：wind，招商证券

图：若房地产销售面积转负，价格因素不存在，则房地产投资面临较大压力



数据来源：wind，招商证券

## 周期轮回——信贷周期运行至下行期

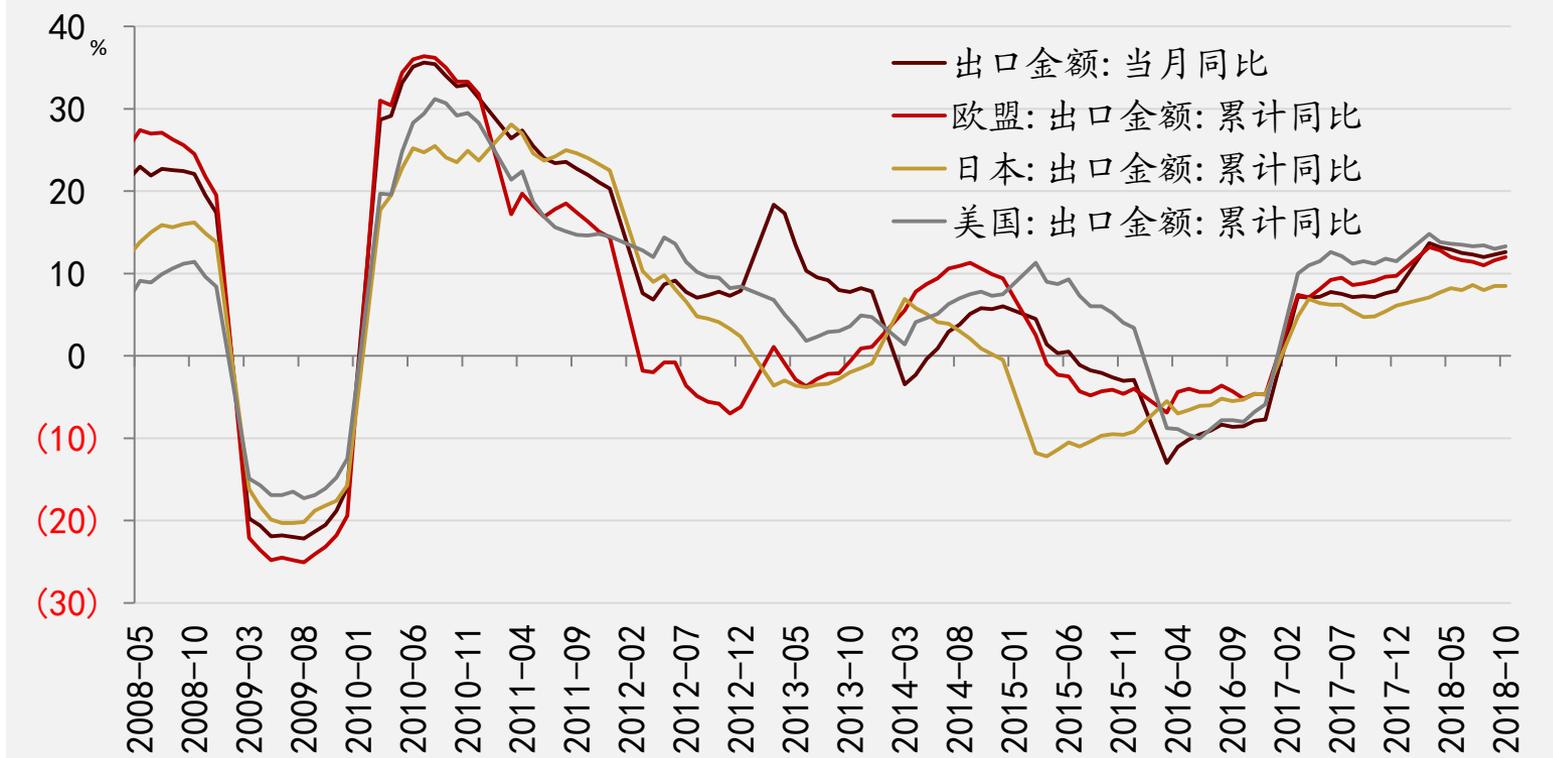
- 从明年来看，上半年房价面临回调的压力，同时销售面积增速也接近零增长，如果无法扭转这两者的预期，则明年开放拿地和新开工的动力会承压。
- 在地产投资和制造业投资增速双双承压的大背景下，基建投资将会再一次和以前一样充当稳增长最重要的手段，**因此，明年基建板块（含园林）存在一定的机会。**

## 周期轮回——明年的经济下行压力有多大

► 出口增速：全球经济同步放缓和贸易战使得出口增速面临挑战

2018年，出口对中国经济的韧性贡献较大，前十月中国出口金额累计增速达到12%，近期更是意外明显回升。但是明年，全球经济将会同步面临压力。

图：中国出口增速以及对主要发达国家和地区出口增速



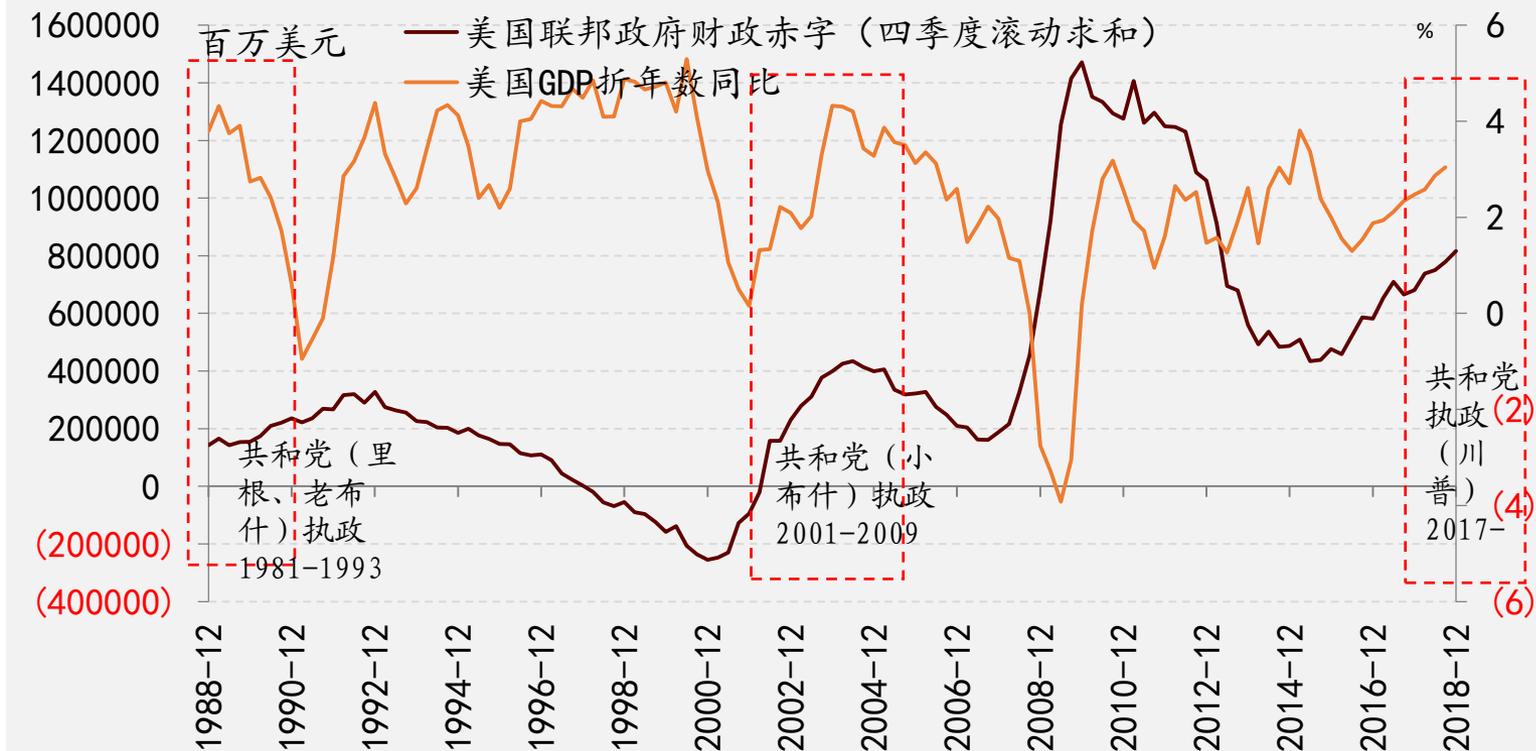
数据来源：wind，招商证券

## 周期轮回——明年的经济下行压力有多大

► 出口增速：全球经济同步放缓和贸易战使得出口增速面临挑战

就美国而言，我们发现共和党总统在任时期，第一个执政周期内都会采取积极的财政政策，减税以及增加财政开支。特朗普上任后仍然不例外。2017-18美国经济增长持续回升最大的动力来自于减税和政府财政开支的增加，其结果就是财政赤字的攀升，但是财政赤字无法持续增长。特朗普政府明年是否还能顺利实施积极的财政政策是一个很大的问题。

图：共和党在任时期倾向于与使用积极的财政政策，代价就是财政赤字规模的增加



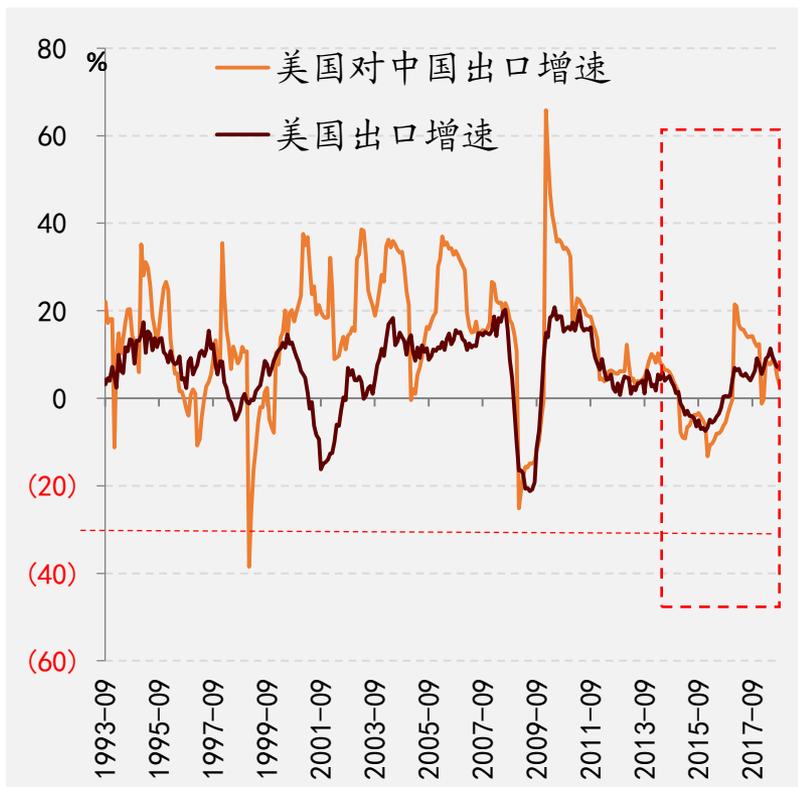
数据来源：wind，招商证券

## 周期轮回——明年的经济下行压力有多大

➤ 出口增速：全球经济同步放缓和贸易战使得出口增速面临挑战

图：美国出口增速以及对美国对中国出口增速

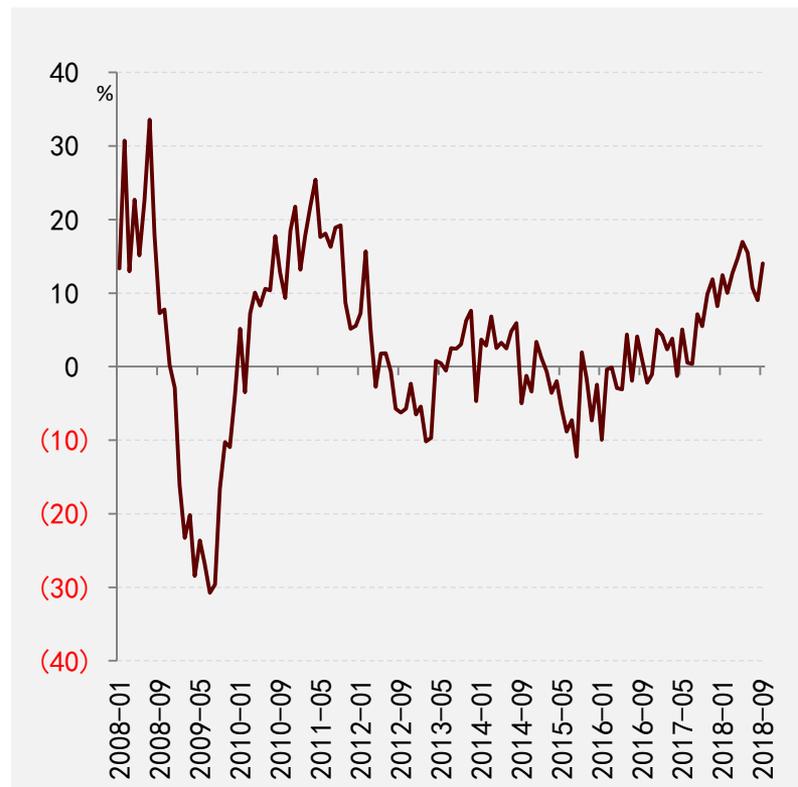
受贸易战影响中国大幅减少了自美国进口大豆和能源，导致出口增速大幅回落。



数据来源：wind，招商证券

图：美国对欧盟出口增速

虽然美国对欧盟出口增速小幅回升，但仍然未能改变美国出口增速下滑的趋势。



数据来源：wind，招商证券

## 周期轮回——明年的经济下行压力有多大

➤ 出口增速：全球经济同步放缓和贸易战使得出口增速面临挑战

图：欧盟制造业PMI自年初以来大幅下滑

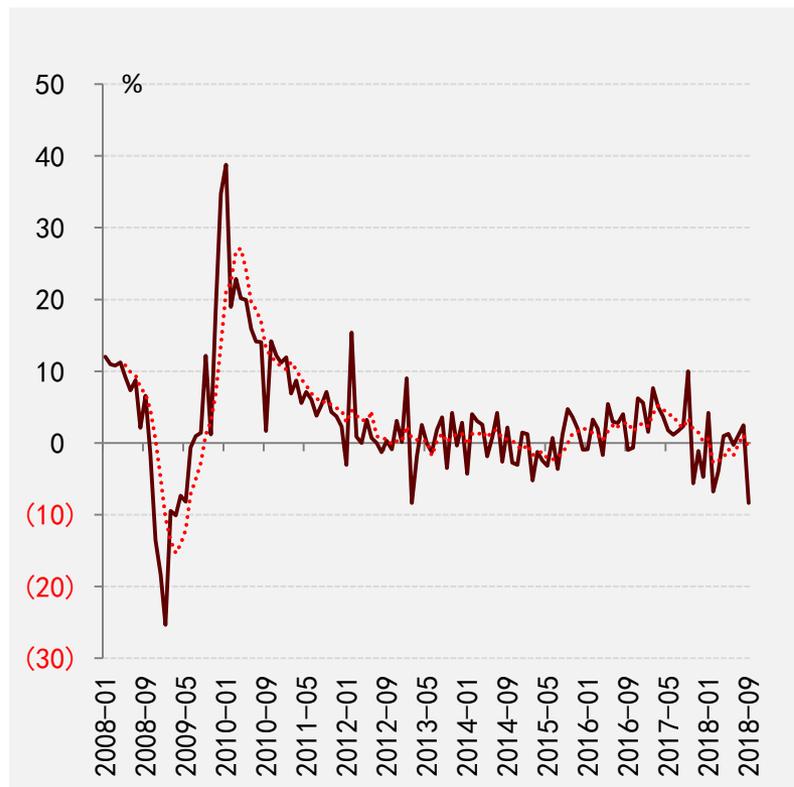
欧洲方面，欧盟制造业PMI最新回落至52，已经接近“收缩-扩张”临界值，经济下行压力较大。



数据来源：wind，招商证券

图：韩国工业产出增速大幅跳水

全球经济重要领先指标韩国的工业产出指数10月同比下跌8.4%创下2013年以来新低，让明年全球经济蒙上阴影。



数据来源：wind，招商证券

## 周期轮回——明年的经济下行压力有多大

➤ **出口增速：全球经济同步放缓和贸易战使得出口增速面临挑战**

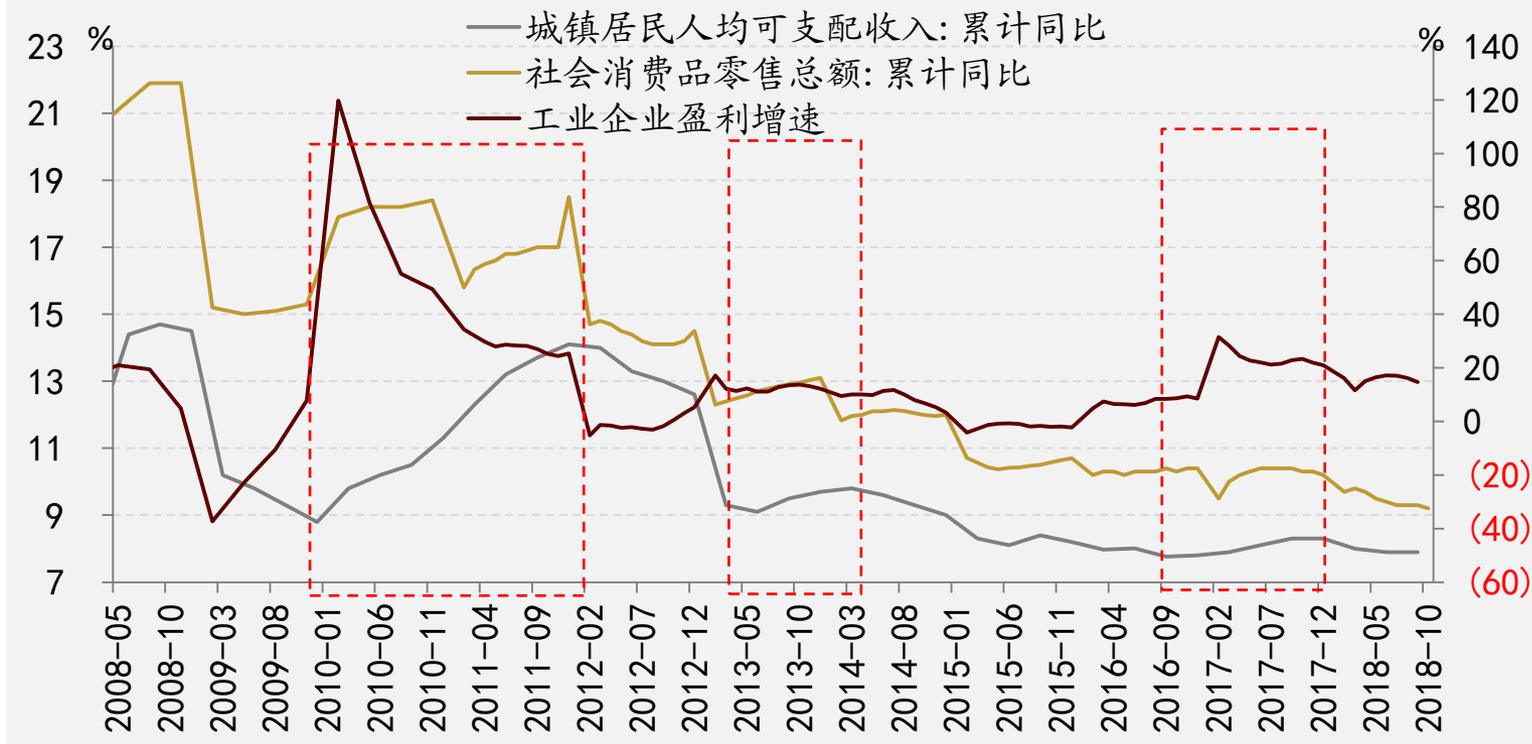
总之，无论明年贸易战是否会持续，但是受全球经济同步下行压力的制约，**明年中国出口增速面临巨大压力**。如果特朗普一意孤行继续进行贸易打压，全球经济将会面临更大的挑战。

## 周期轮回——明年的经济下行压力有多大

### ► 消费——受居民可支配收入增速影响，期待更大幅度降低个税

虽然今年推出了个人所得税改革，无法根本改变经济下行带来的可支配收入下行的局面。缓解居民可支配收入增速放缓的问题可通过**更大幅度的减税**，降低所得税边际税率，或通过**各种途径提高中低端人群收入水平**，精准扶贫需要更大的实施力度。当然，减税和增大转移支付不可避免带来财政赤字攀升，**是否要囿于成见保持3%的赤字率，是明年经济的关键点之一。**

图：消费受可支配收入制约，可支配收入受企业盈利情况制约



数据来源: wind, 招商证券

## 周期轮回——明年的经济下行压力有多大

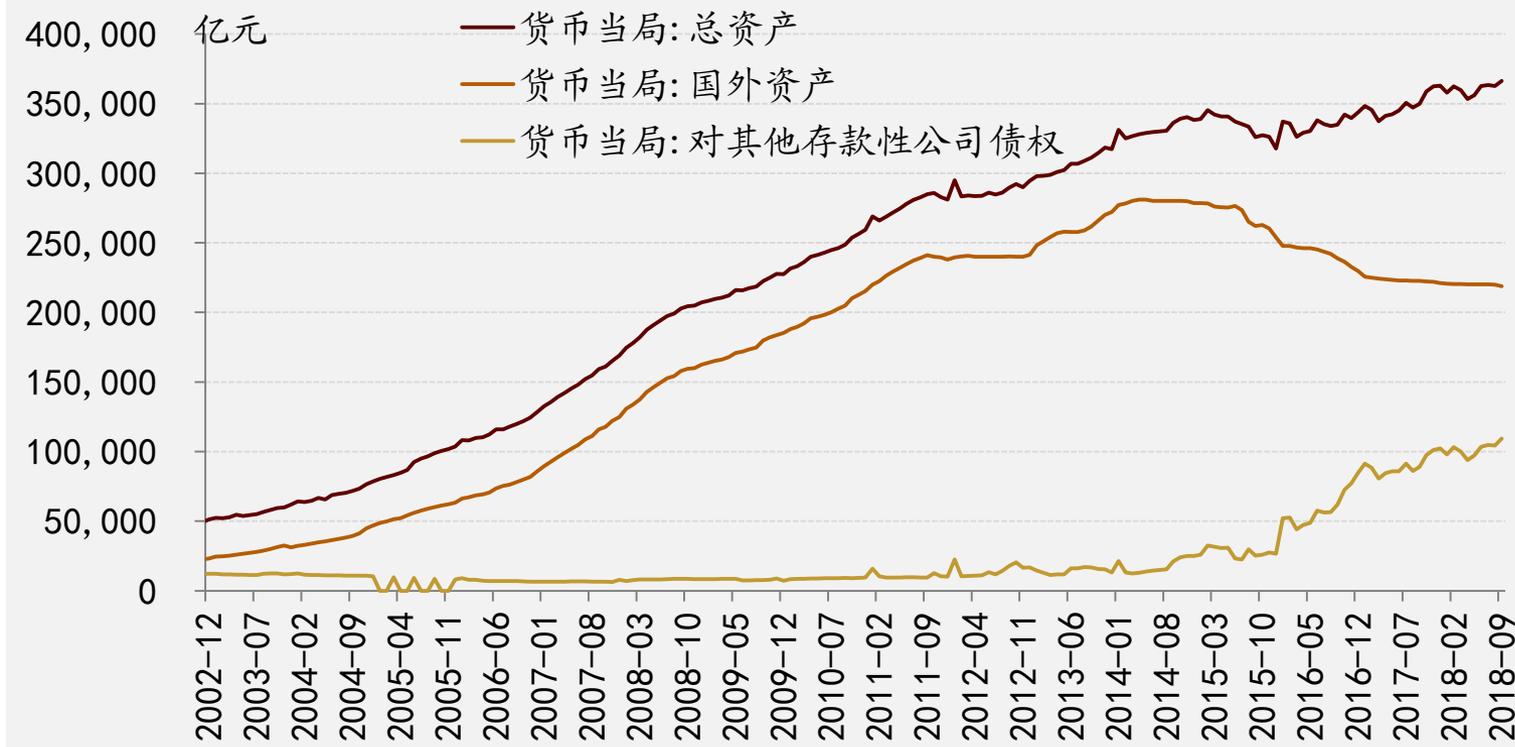
### ➤ 消费——受居民可支配收入增速影响，期待更大幅度降低个税

总的来看，今年经济增速稳定器房地产投资和制造业投资面临下行压力，出口面临下行压力，企业盈利恶化后，居民收入增长受到挑战，消费增速面临压力。而政府能够使用的应对策略就是，稳住基建；更大规模减税稳住制造业投资和居民实际可支配收入；更大规模的转移支付提高居民的消费能力。因此，我们判断，无论明年两会赤字率目标是否会突破3%，但是实际中，全年赤字率大概率会超过3%。

## 周期轮回——从宽货币到宽信用是否能够顺利？

从二季度开始经济数据出现削弱之后，央行已经连续两次降准；但是在央行基础货币层面，央行仍然相当的克制。

图：对其他存款性公司债权取代外汇占款成为央行投放基础货币的主要方式

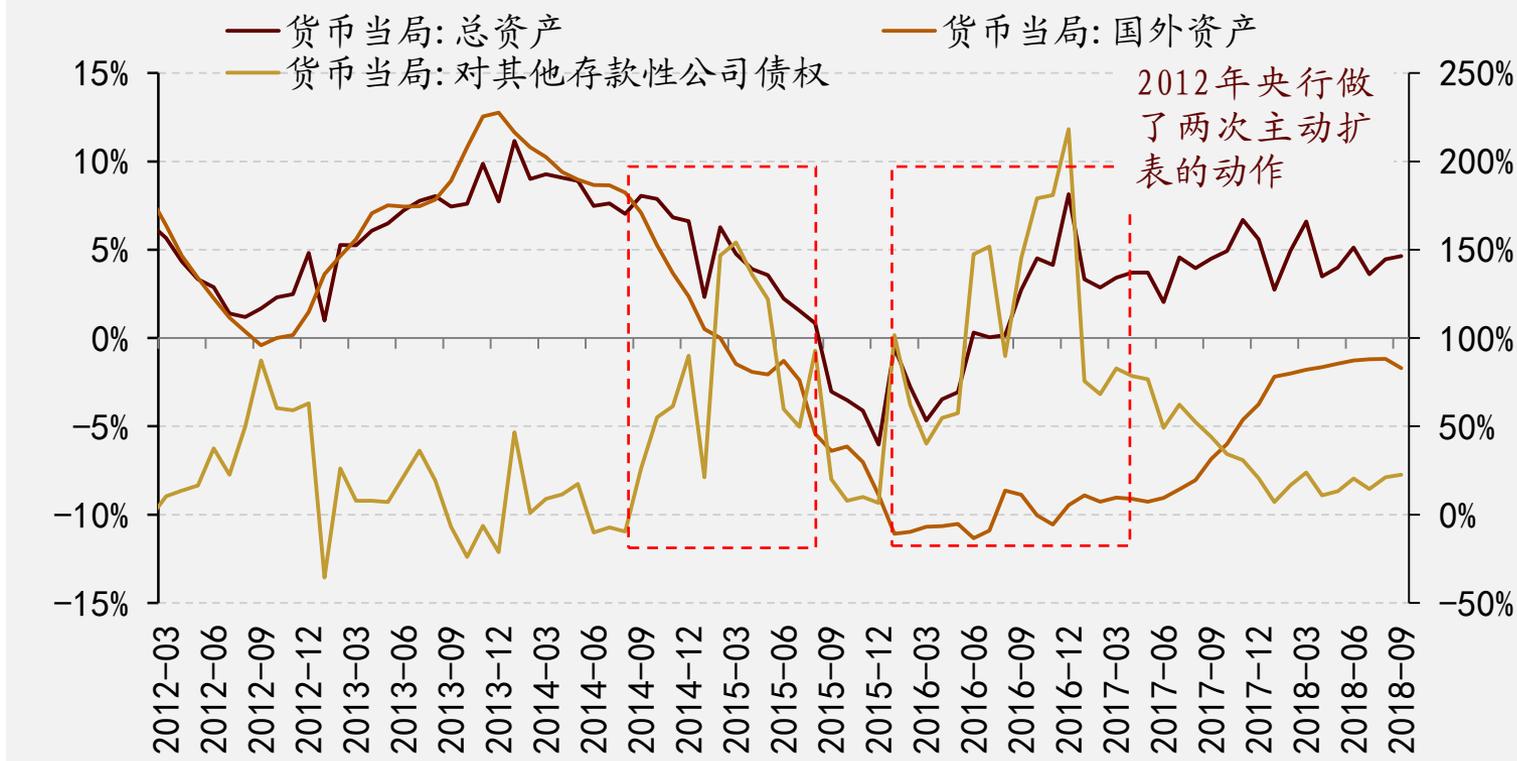


数据来源: wind, 招商证券

## 周期轮回——从宽货币到宽信用是否能够顺利？

从历史来看，当外汇占款2011年不再大幅扩张后，对其他存款性公司债券成为央行提供基础货币的重要方式。2014年9月至2015年5月的主动扩张，由于没有实体经济的融资需求，带来债券市场和股票市场的双牛，而2016年至2017年上半年的主动扩张，伴随社融大幅扩张，基建和地产融资需求回升，带来了实体经济的复苏。

图：2014-15年，2016年，央行两次扩大了对其他存款性公司的债权

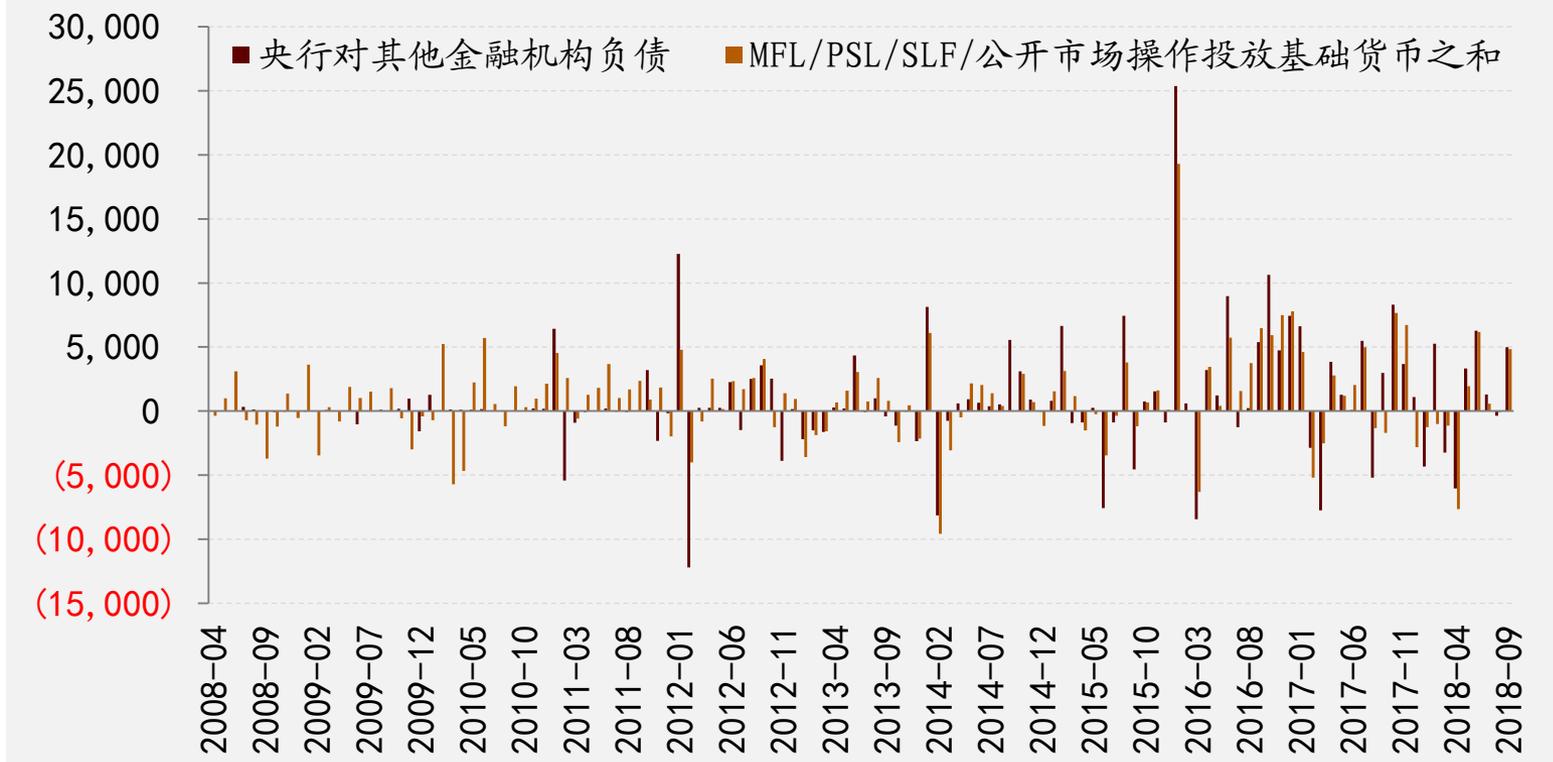


数据来源: wind, 招商证券

## 周期轮回——从宽货币到宽信用是否能够顺利？

可推测，在经济下行压力加大的背景下，货币政策会逐渐宽松，降准降息央行扩表的概率都在加大。除了能够明显观察的降准降息外，**央行主动扩表与否是决定资产价格强弱的关键变量**。其中央行可以通过PSL/MLF/SLF/公开市场操作进行基础货币的投放，也是我们观察货币政策松紧的重要工具。

图：央行基础货币投放的工具

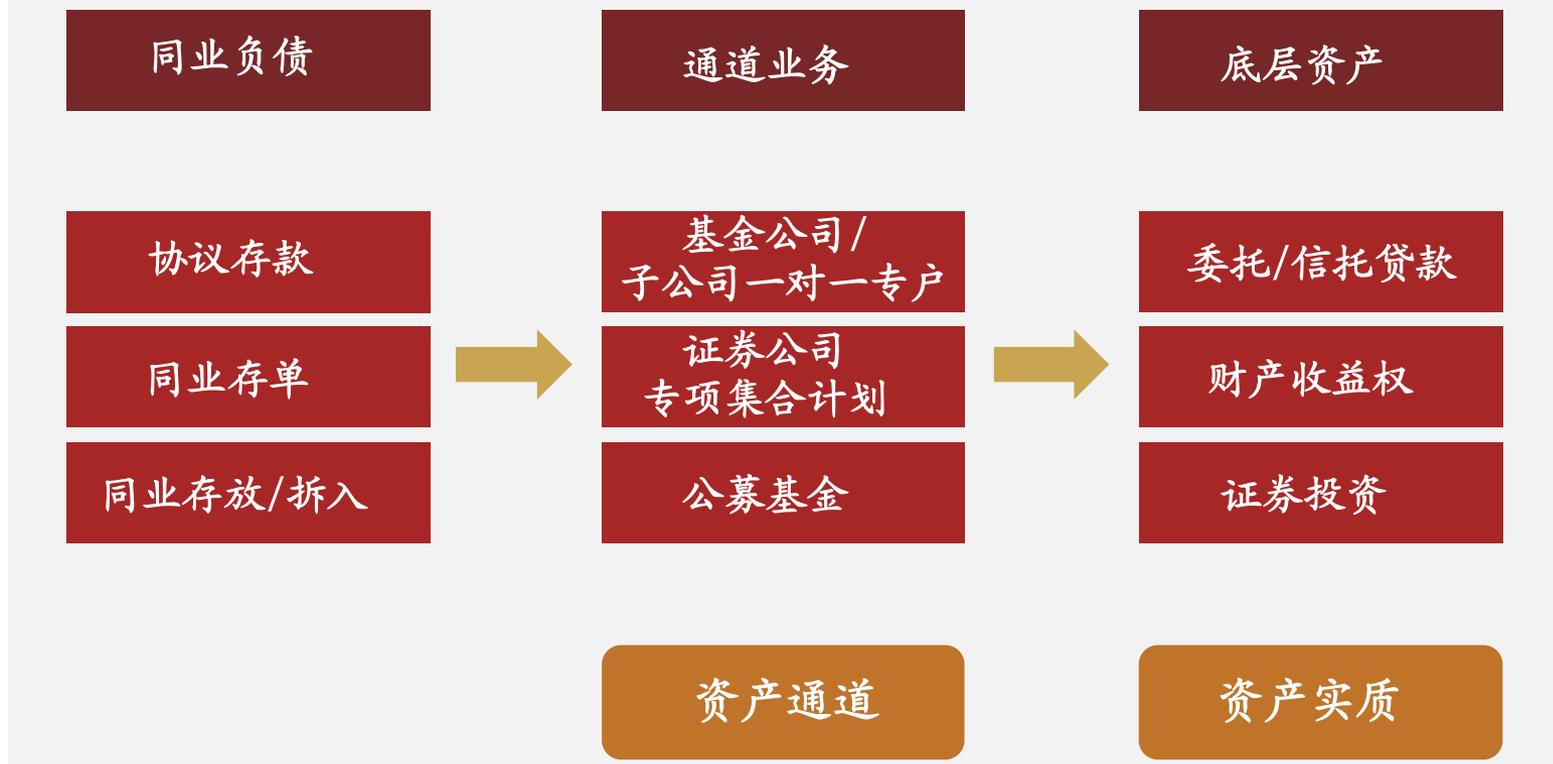


数据来源：wind，招商证券

## 周期轮回——从宽货币到宽信用是否能够顺利？

经历了2016-2018年这三年高增长后，居民杠杆已经大幅攀升的情况下，地产政策放开是否能够带来地产销量的大幅改善有待观察。而2018年对于地方政府债务监管趋严，地方政府在较高的举债标准、债务限额和领导终身追责的背景下，是否一如既往的有强烈的投资冲动，也有待观察。除此之外，从宽货币到宽信用，更重要的要看信用扩张的机制是否顺畅。

图：2014年以来商业银行的信用创造途径

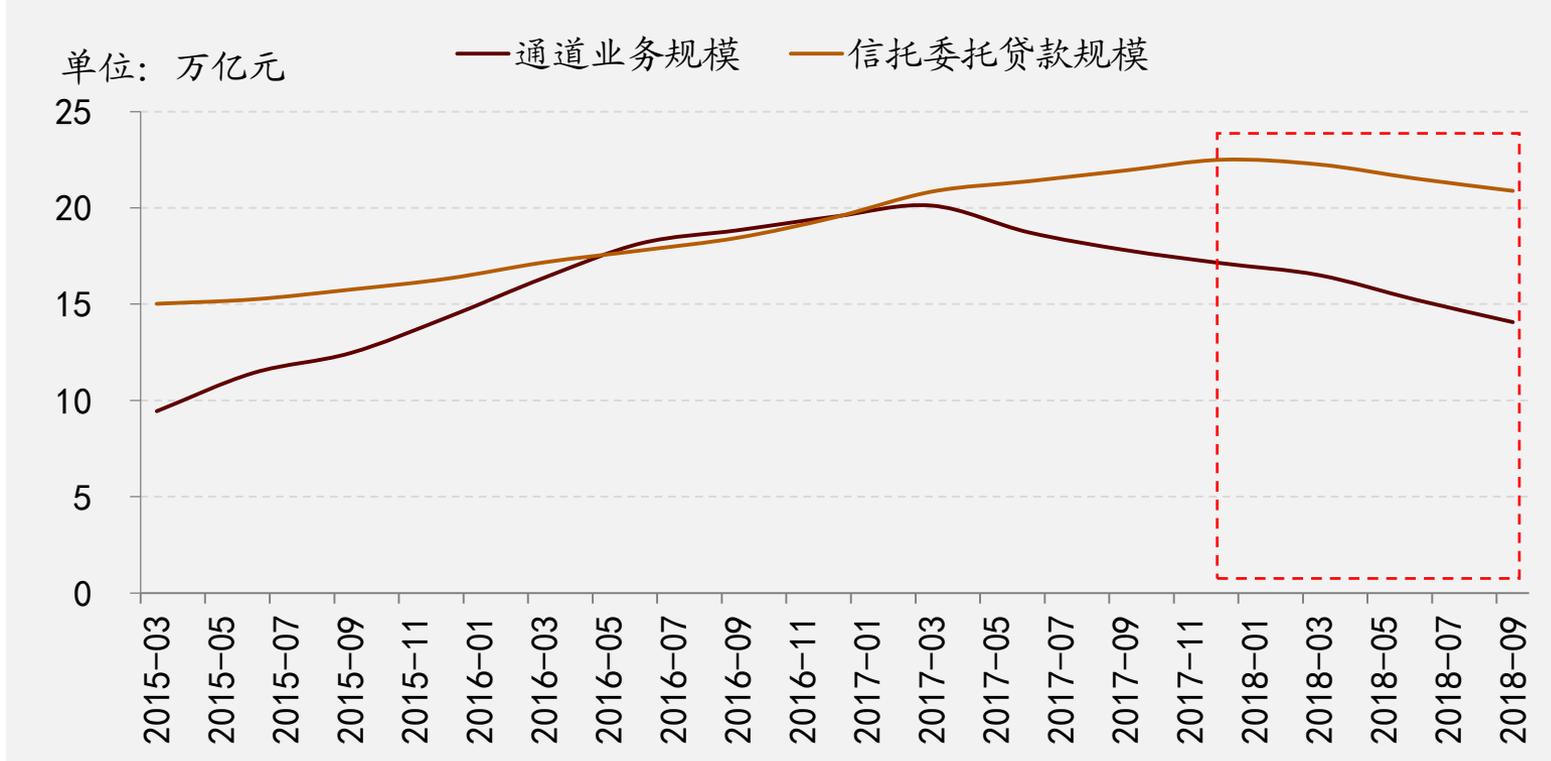


数据来源：wind，招商证券

## 周期轮回——从宽货币到宽信用是否能够顺利？

风险偏好较低的大型商业银行较难通过同业业务将信用提供给中小银行和城商行，而愿意接受更高风险和收益目标的中小银行、城商行和其他金融机构较难通过同业业务获得负债，同时，通道业务的规范，使得资金也较难绕开监管指标通过非标和证券投资的方式投到相应的融资主体。于是非标萎缩、通道业务缩水，从而伴随民营企业遭遇抽贷，社融规模大幅萎缩。

图：通道业务规模 信托委托贷款规模变化



数据来源：wind，招商证券

## 周期轮回——从宽货币到宽信用是否能够顺利？

- 因此，是否有新的金融创新工具使得商业银行达到风险分层的目的也很重要。否则，以营利为目的的商业银行，在经济下行企业盈利增速放缓的背景下，出于资产安全性的考虑，仍然难以大规模向民营企业投放贷款。而新的金融工具或机制，核心在于为商业银行提供信用风险缓释和分层，从而使得不同的金融机构能够实现风险和收益目标的匹配。目前来看，这种新的金融工具和机制还在探索过程中。
- 而从目前的金融工具和机制的情况来看，CRM、银行金融投资公司、理财子公司可能会承担起构建新的“影子银行”的功能，实现信用传导的功能。但是效果如何，有待观察。
- 在新一轮债转股中，银行金融投资公司（AIC）发挥中间核心作用。央行向银行释放的流动性可以通过购买金融资产投资公司发行的金融债用以支持债转股；而银行金融投资公司目前正通过成立私募子公司或者直接申请获得私募基金管理人资格，这就意味着未来AIC可以直接发行私募资管产品募集资金，调动社会资本广泛参与债转股，以实现实体企业的资金支持。另外，银行理财子公司作为资管新规后银行理财业务转型的重要一环，将成为未来银行理财产品的发行和管理机构，推动银行理财产品回归资产管理的本源。
- 此前央行公布，民营企业债券融资支持工具（CRM）由人民银行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。这就意味着央行直接为CDS和增新机构提供资金，通过一种新的途径向市场投入基础货币，由此来鼓励金融机构向这些民营企业提供融资，为企业构造良好的融资环境。
- 总的来看，如果明年上半年货币继续宽松，在地产、基建融资需求回升，以及新的信用传导机制建立之前，我们会面临和1999年、2015年同样的局面，类似“流动性陷阱”和资产荒，体现为货币政策宽松，利率下行，但是无论多低的利率水平都没法让社融回升。这个局面，将会是明年上半年股票市场面临的核心变量。而社融规模的大幅回升将会破坏这个核心变量，会严重影响股票行业配置方向。

# 冯虚御“风”，踏“浪”而行——A股2019年度投资展望

周期轮回——下行式宽松与流动性陷阱

**冯虚御风——如何应对这种局面**

踏步前行——资本市场新时代

供需改善——A股流动性展望

动能切换——企业盈利展望

涅槃重生——主题投资展望

历史低位——估值比较

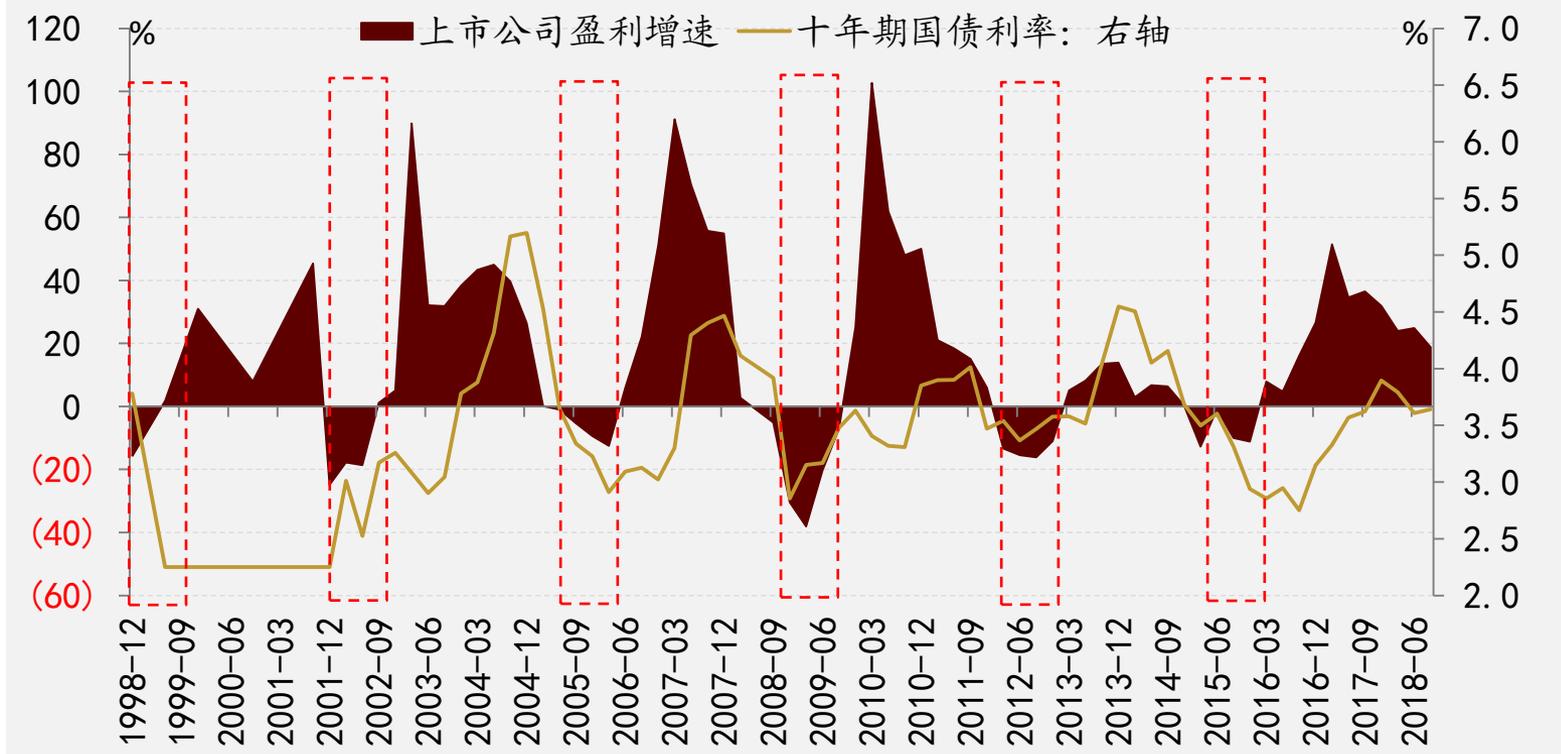
冯虚御风，踏浪而行——总结

## 冯虚御风——从宏观变量到市场选择：历史回顾

明年我们面临的局面可以总结为“下行式宽松”和“流动性陷阱”这种局面的综合。

回溯历史，1996年之后，中国出现下行式宽松一共有五个阶段，1999-2000年，2002年，2005Q2-2006Q1,2008Q3-2009Q2,2012年，2014Q4-2015年。其中，由于社融增速没有回升，1999-2000年，2014Q4-2015年属于“流动性陷阱”。

图：历史上六轮“下行式宽松”



数据来源：wind，招商证券

## 冯虚御风——从宏观变量到市场选择：历史回顾

企业盈利负增长，A股岂不是要跌？事实就是，决定上市公司涨跌的除了企业盈利，还有利率水平，虽然企业盈利负增长不利于估值水平提升，但是低利率环境有利于估值水平的提升，从历史的经验来看那么A股实际表现如何？

表：1999年以来六轮“下行式宽松”A股表现（灰色阴影表示社融回升前市场表现，白色表示回升后）

	十年期国债利率跌破 3.5%时间（注 1）	见底时间	社融增速负转正时间（注 2）	行情起点	行情终点	上证指数	中小板指	上证 50	创业板指	大盘指数	中盘指数	小盘指数
1999 年	1999/6/10	1999/5/19		1999/5/19	1999/12/31	26.4						
2002Q1-2002Q4	2002/1/11	2002/1/22	2002/7/15	2002/1/22	2002/7/15	23.5				26.6	<b>28.9</b>	21.1
				2002/7/15	2002/12/31	-20.1				-20.0	-21.7	21.0
2005Q3-2016Q2	2005/6/16	2005/7/11	2005/9/18	2005/7/11	2005/9/20	19.1	24.5	13.7		13.8	29.1	<b>30.1</b>
				2005/12/31	2006/6/20	37.1	59.4	33.2		36.8	60.1	43.4
2008Q4-2009Q3	2008/10/7	2008/10/31	2009/2/16	2008/10/31	2009/2/16	29.9	59.0	29.0		39.0	63.7	<b>70.6</b>
				2009/3/3	2009/8/16	45.5	36.6	54.7		51.9	45.0	51.1
2012Q1-2012-Q4	2011/12/2	2012/1/1	2012/9/15	2012/1/1	2012/3/14	8.7	11.4	9.8	3.7	10.9	12.0	<b>14.0</b>
				2012/9/15	2012/12/31	6.8	-3.7	15.0	-4.1	<b>10.7</b>	-1.0	-3.5
2014Q4-2015Q4	2014/11/24	2014/3/12		2014/11/11	2015/12/31	43.1	51.7	43.3	79.2	44.2	48.3	<b>60.8</b>
			2016/2/15	2016/2/15	2016/7/31	8.3	6.8	10.4	6.4	9.1	10.3	11.4

数据来源：wind，招商证券

注1：2002年以前没有十年期国债利率，使用的是一年期定存利率

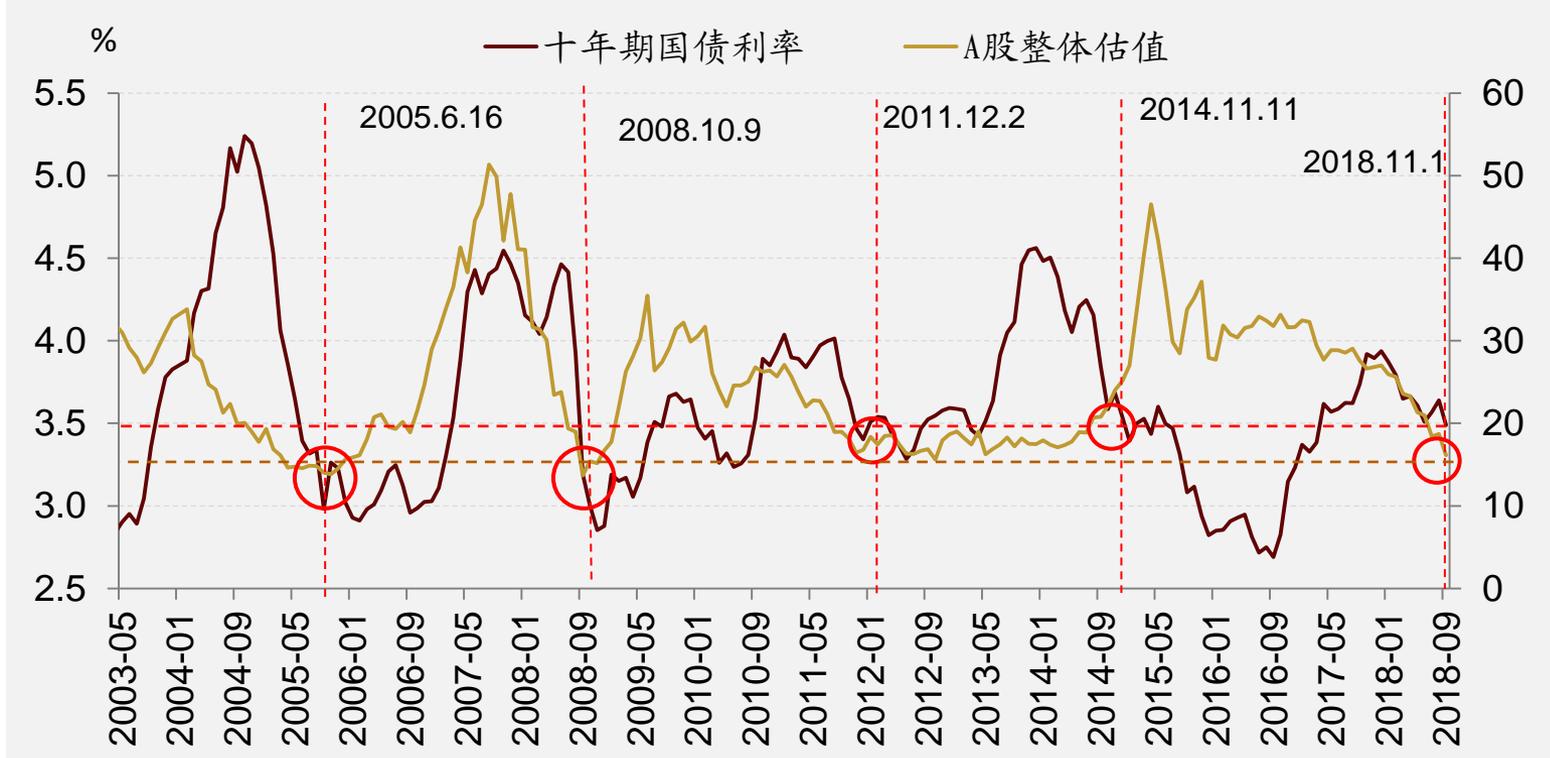
注2：2002年之前没有社融数据，使用银行信贷数据代替

## 冯虚御风——从宏观变量到市场选择：历史回顾

我们会发现，以十年期国债利率向下击穿3.5%为标志，A股在前后一个月内会见到低点，出现不同程度反弹。反弹以社融增速拐点（转正）出现为标志，转正之前，行情格局是中小风格占优，而社融增速拐点（转正）出现，这种风格分化将会变得不再明显。

本轮行情见底时间为2018年10月19日，11月1日十年期国债利率向下击穿3.5%。

图：十年期国债利率击穿3.5%前后，市场往往见到底部



数据来源：wind，招商证券

## 冯虚御风——从宏观变量到市场选择：历史回顾

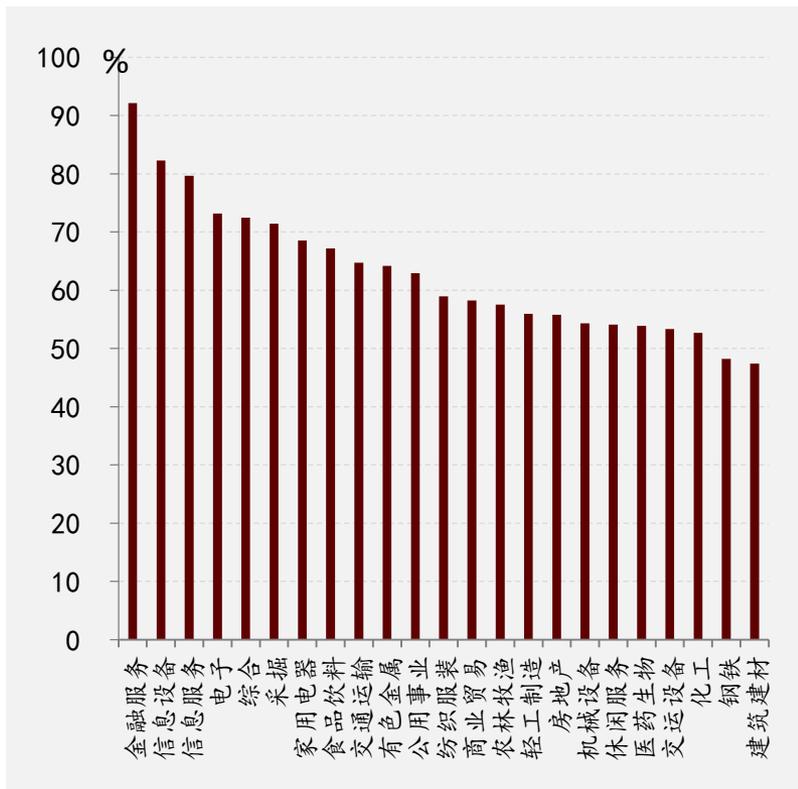
- 为何十年期国债利率击穿**3.5%**，确认经济下行，企业盈利负增长，股票市场反而见底？
  - 1、社融仍低迷时，宽松的流动性使得部分资金会“脱实入虚”流入股票市场，改善市场整体流动性，使得股票市场资金供求关系改善。
  - 2、经济低迷、企业盈利恶化倒逼政策放松，而股价表现基于盈利预期，因此，政策转暖会使得风险偏好和企业盈利预期改善。而这些“下行式宽松”出现的年份往往都伴随着“春季攻势”。因为两会是经济政策转向的重要窗口。
  - 3、利率较低，部分稳健型行业，例如公用事业、银行等，分红率凸显，这时，稳健分红型股票相对债券吸引力提升。
  - 4、流动性充裕、政策改善会提升投资者风险偏好。
- 为何十年期国债利率击穿**3.5%**，确认经济下行，企业盈利负增长，小盘风格反而占优？
  - 1、不断降低的盈利增速使得大盘股无基本面可看；
  - 2、改善市场整体流动性，中小市值公司更加受益；
  - 3、实体经济融资不畅，往往会使得政策更加重视资本市场，出台资本市场的鼓励政策，而这种政策往往会催生资本运作，对于中小股票更加有利。
- 为何社融恢复了，小股票优势就不再，甚至有时候是下跌的？
  - 那是因为如果社融恢复了，股票市场流动性就会逐渐变差，可能会造成市场下跌（2002年、2012年）；企业盈利改善就可以看基本面，而从历史看，中小市值相对大盘股盈利并未有明显优势。除此之外，企业盈利改善更加利好银行、周期板块、家电、白酒等行业。

## 从宏观变量到行业选择——冯虚御风

以社融增量增速回升为分界点。考察在“下行式宽松”阶段，社融恢复前后，行业表现情况。

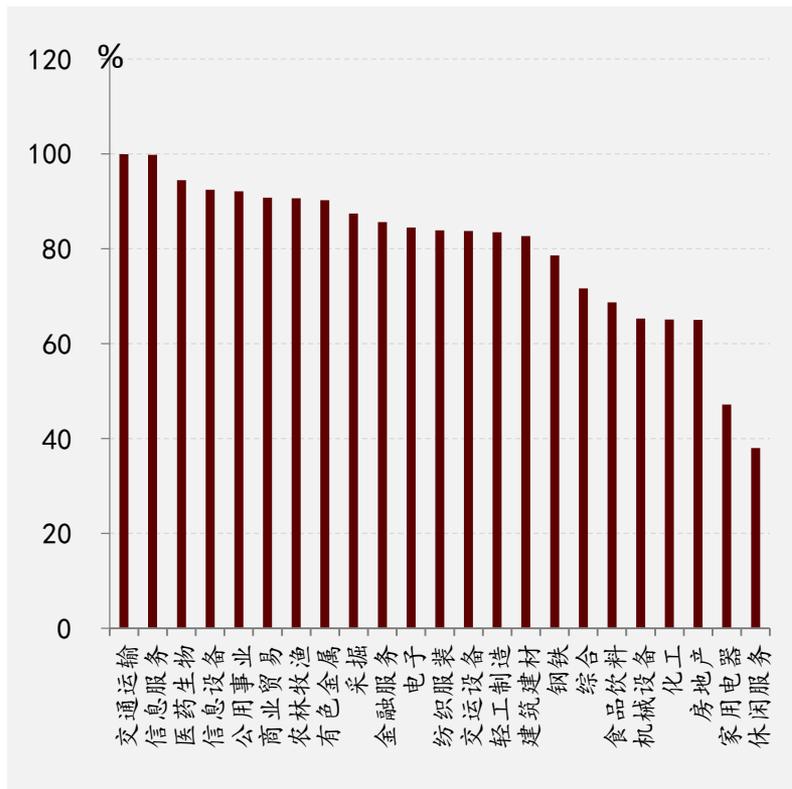
在1999-2000年那一轮“下行式宽松”时，流动性的宽松，叠加政府对资本市场出台了一系列鼓励支持政策，加上美国纳斯达克指数的泡沫映射，出现了著名的“519行情”。1999-2000年信息服务、信息设备、电子等泛科技领域表现较好。

图：1999年519期间（1999.5.19-6.30）行业涨幅



数据来源：wind，招商证券

图：后519时期（2000.1.1-2001.6.13）行业涨幅



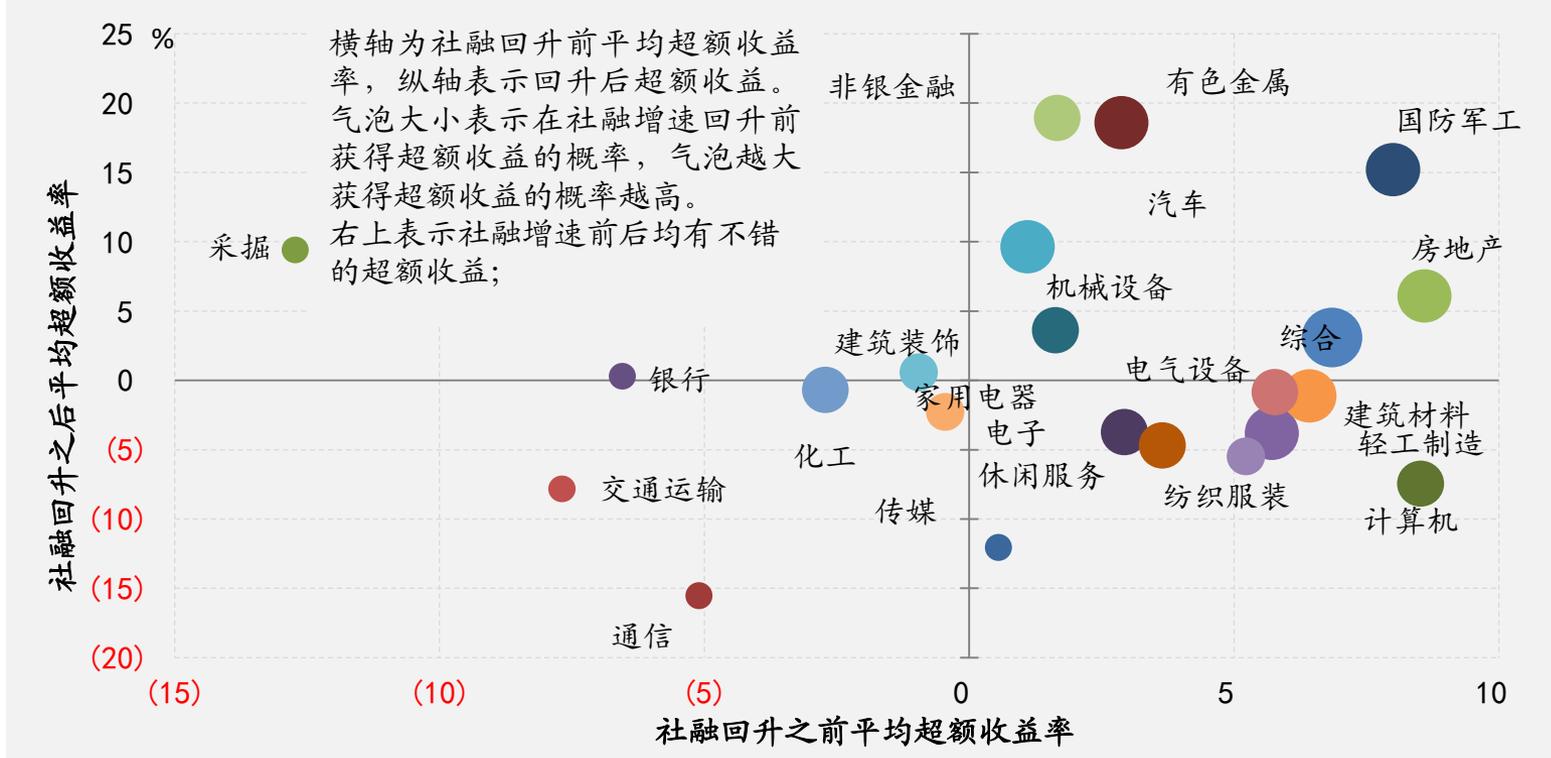
数据来源：wind，招商证券

## 从宏观变量到行业选择——冯虚御风

2002年以后，我们使用申万行业指数进行统计。总的来看，国防军工、有色金属、房地产、综合、汽车、非银金融、机械设备在社融增速回升前后都有不错的超额收益。

而计算机、综合、建材、轻工制造、电气设备在社融回升之前有较高的超额收益，但社融增速回升后，超额收益明显下降。

图：2002年以来五段“下行式宽松”阶段，社融增速回升前后行业超额收益分布图

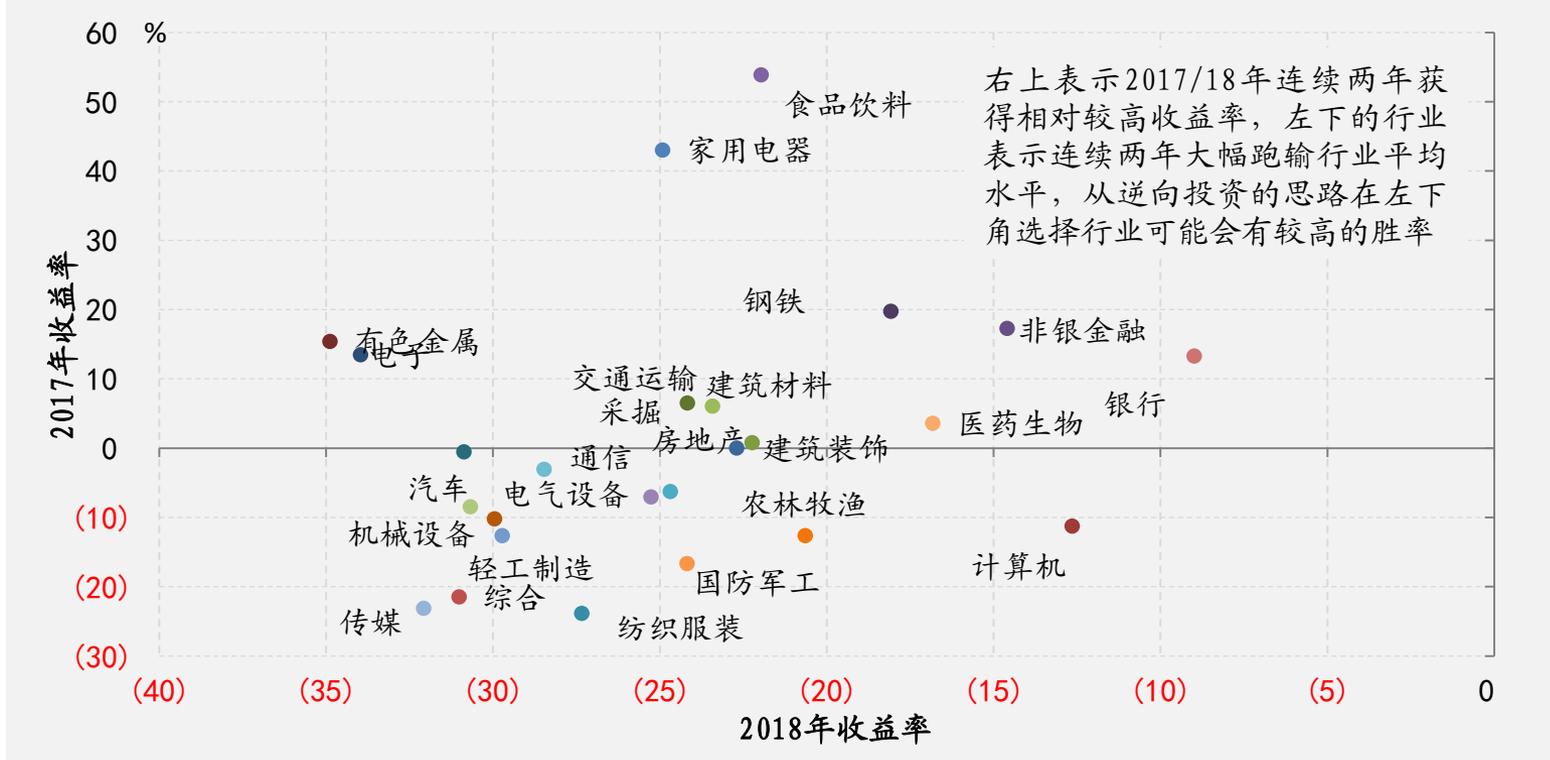


数据来源：wind，招商证券

## 从宏观变量到行业选择——冯虚御风

从行业逆向投资的角度来看，国防军工、轻工、计算机、纺织服装、电气设备也是连续两年跑输行业平均水平。

图：2017年、2018年两年行业收益散点图

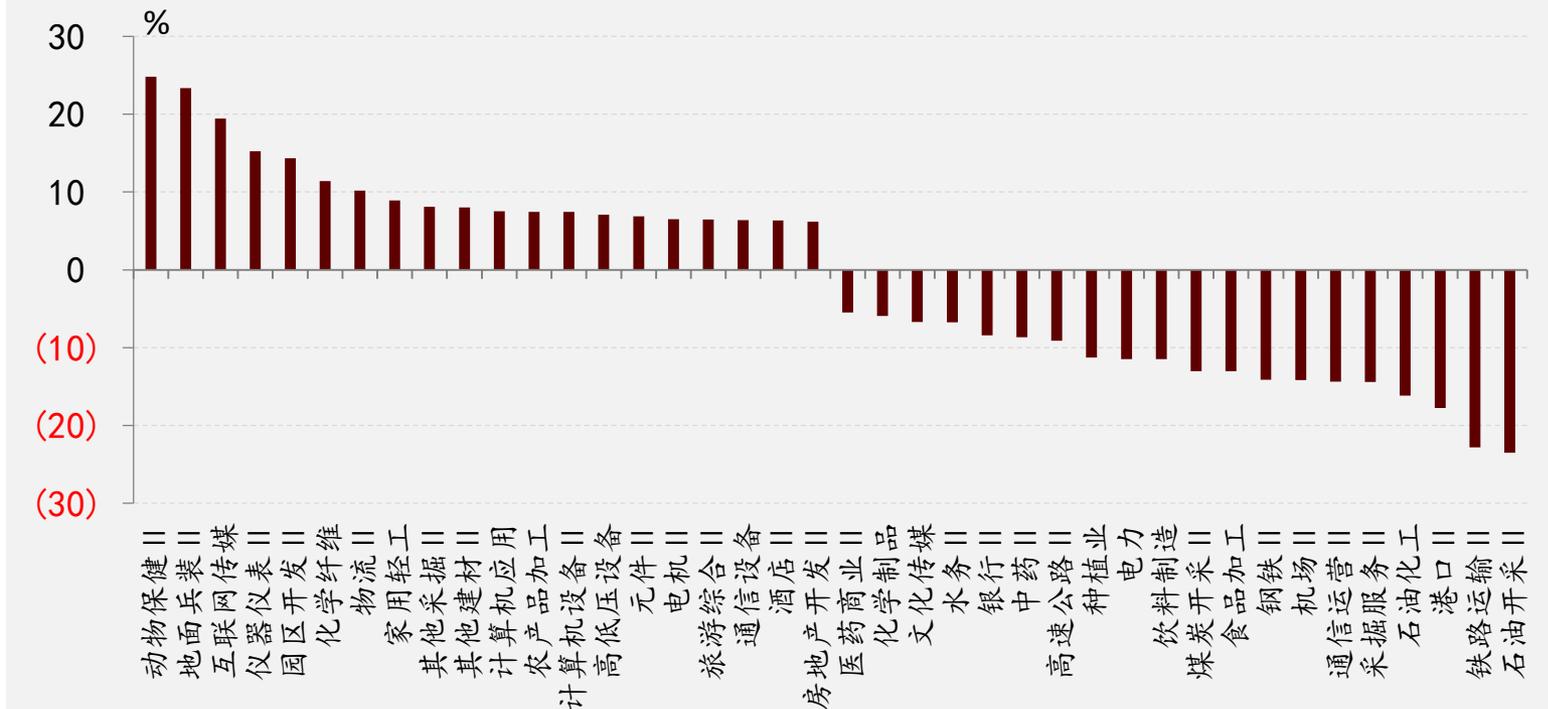


数据来源：wind，招商证券

# 从宏观变量到行业选择——冯虚御风

## 从二级行业表现来看

图：在过去五段“下行式宽松”阶段，不同二级行业超额收益排名（上图为社融增速回升前，下图为社融增速回升后）（1）

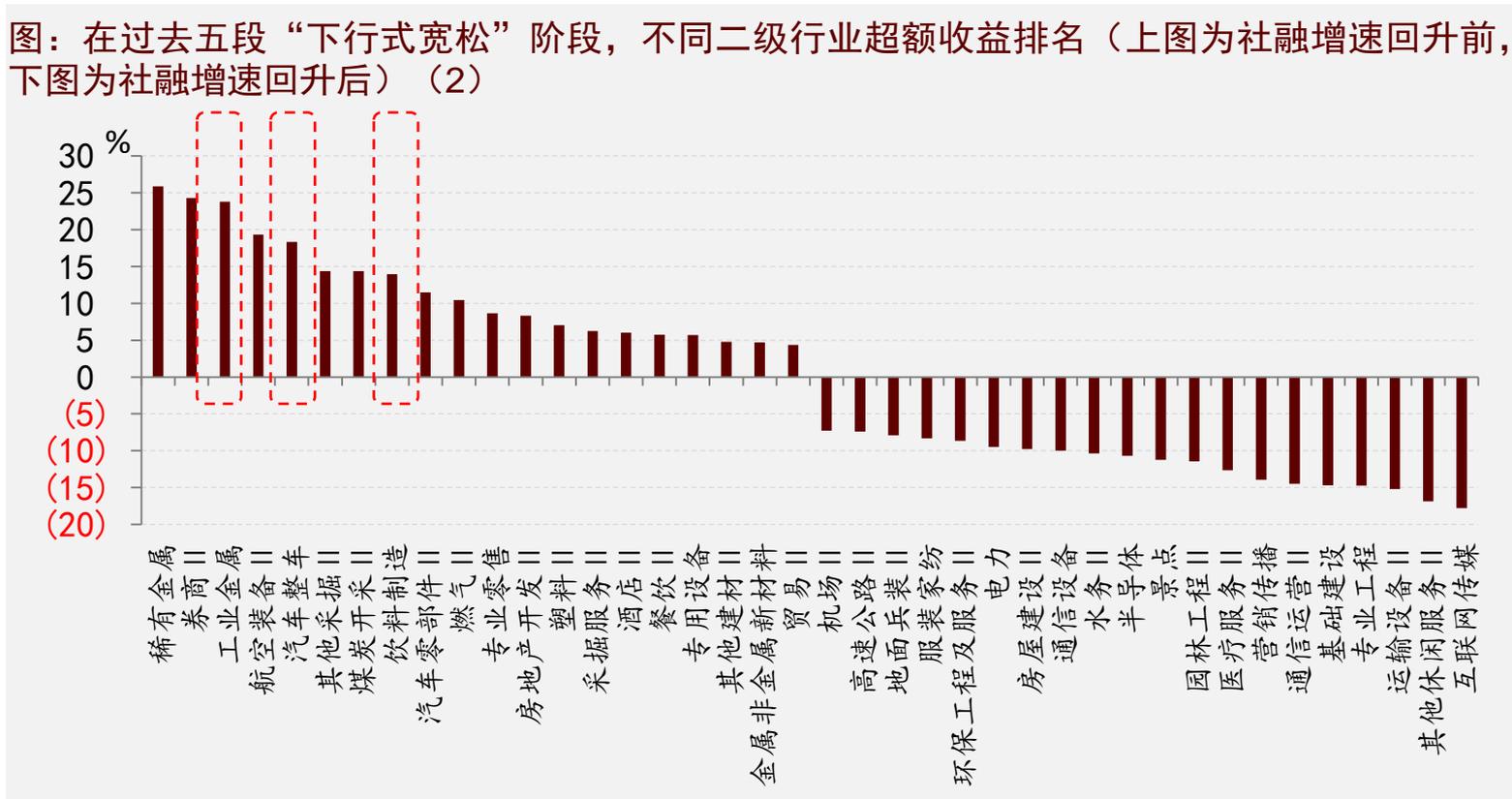


数据来源：wind，招商证券

# 从宏观变量到行业选择——冯虚御风

## 从二级行业表现来看

图：在过去五段“下行式宽松”阶段，不同二级行业超额收益排名（上图为社融增速回升前，下图为社融增速回升后）（2）



数据来源：wind，招商证券

## 从宏观变量到行业选择——冯虚御风

- 总结来看，下行式宽松前期，社融增速尚未回升，流动性宽裕而基本面恶化，行业空间、主题、弹性成为首要的考虑目标，这个阶段，军工类、计算机类、电子类、房地产类、通讯类、电器仪表类因为“概念较多”，未来行业想象空间较大，成为投资首选细分领域。
- 而社融增速回升标志着企业盈利将会回升，有色金属类、汽车类、白酒、采掘类、设备类细分行业会表现较好，此时此前看重流动性和空间的板块就很难有所表现。
- 总的来看，在“下行式宽松”阶段，在流动性改善和风险偏好推动下，行业空间确定性、要高于业绩确定性，TMT行业表现较优，这个时候，行业/产业的支持扶持政策会对行业空间的确定性进行加持，从而获得较多的关注，地产建筑类行业表现较优；
- 而中小市值风格可以更加受益流动性改善和风险偏好提升以及这种环境下可能存在的并购预期，表现相对强势。社融增速回升可能会终结这种风格的延续。

# 冯虚御风，踏浪而行——A股2019年度投资展望

周期轮回——下行式宽松与流动性陷阱

冯虚御风——如何应对这种局面

踏步前行——资本市场新时代

供需改善——A股流动性展望

动能切换——企业盈利展望

涅槃重生——主题投资展望

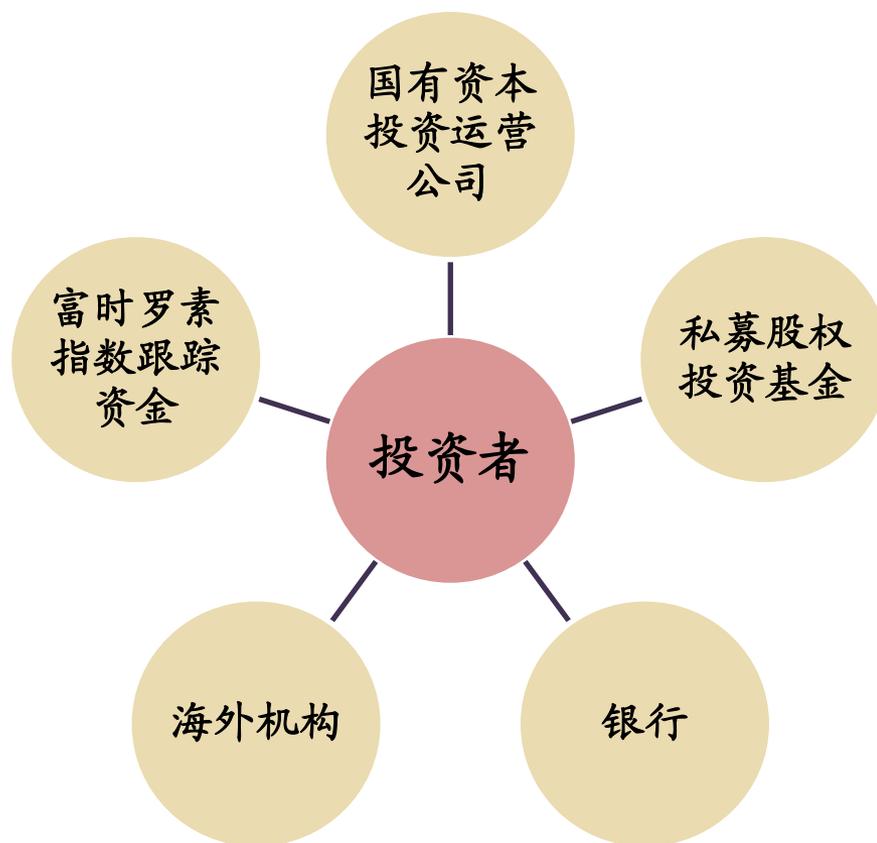
历史低位——估值比较

冯虚御风，踏浪而行——总结

## 资本市场新时代—新投资者（五路资金挺进A股）

- 投资者逐渐丰富，更多机构参与到A股市场，带来增量资金的同时改善市场的投资者结构。

图：A股投资者更加丰富



## 新投资者--国有资本投资运营公司

- 2018年7月14日，国务院发布《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》，明确了国有资产的改革方向，推进两类公司建设，即“国有资本投资和运营公司”。**目的就是要打破政府--企业的两层架构，变成政府--资本运营平台--实体企业的三层架构组织形式，实现政企分离。**国有资本投资运营公司作为国有资本运营的载体，成为资本市场的新兴投资者，广泛参与股权投资和运作。
- 其中，一个重要内容就是对国有资本投资运营公司的考核方式，即**考核公司所管资本的回报情况和流动性，从以前的管资产过度到管资本**，在很大程度上提高国资平台进行股权运作的积极性。
- 根据11月19日召开的国有资本投资运营公司座谈会，自2014年两类公司试点启动以来，已经在10家中央企业开展试点，同时地方国资监管部门也积极参与，在122家地方国有企业开展试点。**目前的10家国有资本投资运营公司试点主要包括了2家运营公司（诚通集团、中国国新）和8家投资公司（国家开发投资公司、中粮集团、神华集团、宝武集团、中国五矿、招商局集团、中交集团和保利集团）。**
- **运作模式：两大国有资本运营公司均在打造自己的基金系，通过发起设立基金进行股权投资，并撬动社会资金参与到国有资本的投资和运营中**，实现资源整合、结构调整及优化产业布局。根据公司官网公布的数据，目前两公司已经成立的基金总规模近9000亿元。这些基金为国企改革提供了融资的新渠道，同时通过参与中央企业的IPO、市场化债转股、股权运作及混合所有制改革等提高资本的运营效率。

## 新投资者--国有资本投资运营公司

表：国有资本投资、运营公司的异同

	国有资本投资公司	国有资本运营公司
定位	在国家授权范围内履行国有资本出资人职责的国有独资公司，国有资本市场化运作的专业平台，自主开展国有资本运作，不从事具体生产经营活动	
权益	对所持股企业行使股东职责，维护股东合法权益，以出资额为限承担有限责任	
组建方式	可采取改组和新设两种方式设立。根据公司的定位及发展需要，通过无偿划转或市场化方式重组整合相关国有资本。划入国有资本投资、运营公司的资产，为现有企业整体股权（资产）或部分股权。	
目标	服务国家战略、优化国有资本布局、提升产业竞争力	提升国有资本运营效率、提高国有资本回报
持股	以对战略性核心业务控股为主	以财务性持股为主
运作方式	<b>投资融资、产业培育和资本运作</b>	<b>股权运作、基金投资、培育孵化、价值管理、有序进退</b>
作用	推动产业集聚、化解过剩产能和转型升级，培育核心竞争力和创新能力，积极参与国际竞争，着力提升国有资本控制力、影响力	盘活国有资产存量，引导和带动社会资本共同发展，实现国有资本合理流动和保值增值
考核机制	对所持股企业考核侧重于执行公司战略和 <b>资本回报状况</b>	对所持股企业考核侧重于 <b>国有资本流动和保值增值状况</b>

资料来源：《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》，招商证券

## 新投资者--国有资本投资运营公司

表：国有资本运营公司发起设立的基金

国有资本运营公司	发起设立基金	基金规模	基金投资方向
中国诚通控股集团有限公司	中国国有企业结构调整基金	3500亿元	参与了中国中冶、中国国航、中国电建、洛阳钼业定增，发挥了国有资本结构调整“推手”作用；参与了中国联通、中粮资本混合所有制改造，助力混改，发挥了带动社会资本的“抓手”作用，帮助国有企业脱困，设立深圳国调招商并购股权投资子基金（500亿元）。
	深圳国调招商并购股权投资基金（子基金）	500亿元	专注支持国有企业通过并购投资实现转型升级、国际化经营，联合社会资本，发起设立国内规模最大的不良资产投资基金——诚通湖岸不良资产投资基金。
	诚通湖岸不良资产投资基金	100亿元	重点投向银行不良资产、地方融资平台债务和中央企业债务。
	诚通东方混改投资基金	300亿元	支持集团所出资企业混改和资产证券化；服务主业处于重要行业和关键领域的央企混合所有制改革探索；参与主业处于充分竞争行业和领域的商业类国有企业混改和上市；参与地方国有资产证券化项目；助力央企参与非国有企业股权等等。基金投资方式将包括股权直投、夹层投资、参投子基金等。
中国国新控股有限责任公司	中国国有资本风险投资基金	2000亿元	引领中央企业存量资金和社会资金，投资新一代信息技术、先进半导体、人工智能、节能环保、生物医疗、高端装备制造、新能源等战略性新兴产业，致力改善和提升国有资本配置和运营效率，促进国家经济发展和科技创新。
	国新央企运营投资基金	1500亿元	通过市场化运作机制，重点投资于中央企业供给侧结构性改革、混合所有制改革、股份制改制上市、资产证券化、并购重组等兼具社会效益和经济效益的项目，实现国有资产保值增值和社会资本稳健收益。
	国新国同基金	1500亿元	基金主要支持央企国际化经营，同时兼顾央企业境内创新发展，促进中央企业补短板、去产能、去库存，同时撬动更多的社会资本支持中国企业“走出去”。
	国新科创基金	已募集45.45亿元	重点投向中央企业、地方国有企业、大型民族企业科技创新进入产业化发展阶段的项目，重点关注节能环保装备及服务、新一代信息技术、新能源及高效能源利用、高技术服务业、高端装备制造、生物医药及医疗设备、新材料制造及应用、新能源汽车关键零部件等行业领域中的重大项目，以促进科技创新成果产业化。
	国新央地共同发展基金（正在筹划）	1500亿元	采用有限合伙制形式和母子基金的组织结构，通过市场化运作，主要投向中央企业和子基金所在地的国有企业，投资领域包括创新型地方优势产业，如泛医疗健康、高端装备制造、新一代信息技术等新兴行业领域。

资料来源：公司官网、中国证券网，招商证券

## 新投资者--国有资本投资运营公司

### 图：7月诚通和国新受让上市公司股权

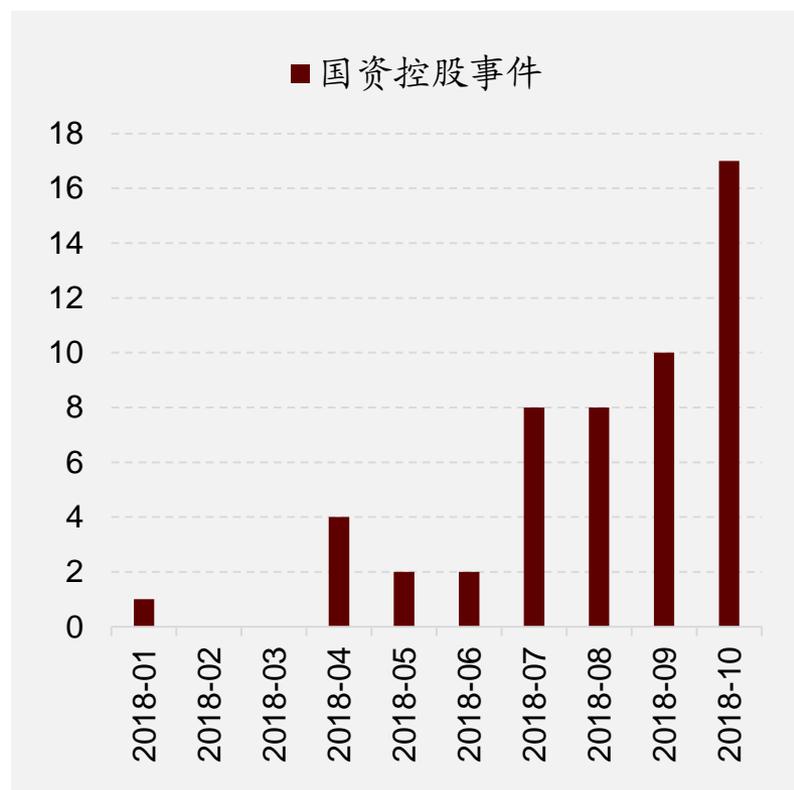
诚通和国新受让股权共13次，涉及的上市公司包括宝钢股份、中国石油、尤其首次公告日期在7月的股权转让事件比较集中



资料来源：iFinD，招商证券

### 图：国资收购上市公司控制权事件

截至10月末，今年以来已经发生52起上市公司控股股东变更成国资事件，其中9月以来有27起；这些公司多为市值在50亿以下的民营企业。



资料来源：Wind，招商证券

## 新投资者--国有资本投资运营公司

在A股下跌导致上市公司股权质押风险暴露的情况下，各地国资运营公司积极应对，对上市公司施以援手，以纾解上市公司流动性压力。

表：地方国资纾困基金

施案方	时间	具体方案	初期规模 (亿)	目标总额 (亿)
北京海淀区	9月初	设立支持优质科技企业发展基金	20	100
北京西城区	10月31日	拟设立北京新动力优质企业发展基金	40	100
广东	10月31日	广东上市公司新动能基金		200
广东深圳	10月13日	设立专项资金	100	100
广东顺德	10月16日	拟安排专项资金		
广东东莞	10月19日	拟成立上市莞企发展投资基金		
广东珠海、深圳	10月24日	粤港澳国家战略新兴产业驰援母基金		100
广东汕头	10月28日	共济发展基金		50
广东中山	10月30日	拟设立专项资金		50
浙江	10月26日	浙江省新兴动力基金	20	100
四川成都	10月30日	出台上市公司纾困帮扶八条政策措施		100

资料来源：根据新闻报道整理，招商证券

## 新投资者--国有资本投资运营公司

总体来看，国有资本投资运营公司通过设立基金，参与上市公司定增或者协议转让，获得上市公司股权。

从国企改革角度来看，国有资本投资运营公司的运作可以盘活资本存量，有利于提高资本利用效率和回报率，推动企业结构调整和资源整合。

对资本市场而言，国有资本投资运营公司的加入为市场带来新的活水，且能够撬动大量的社会资金参与。

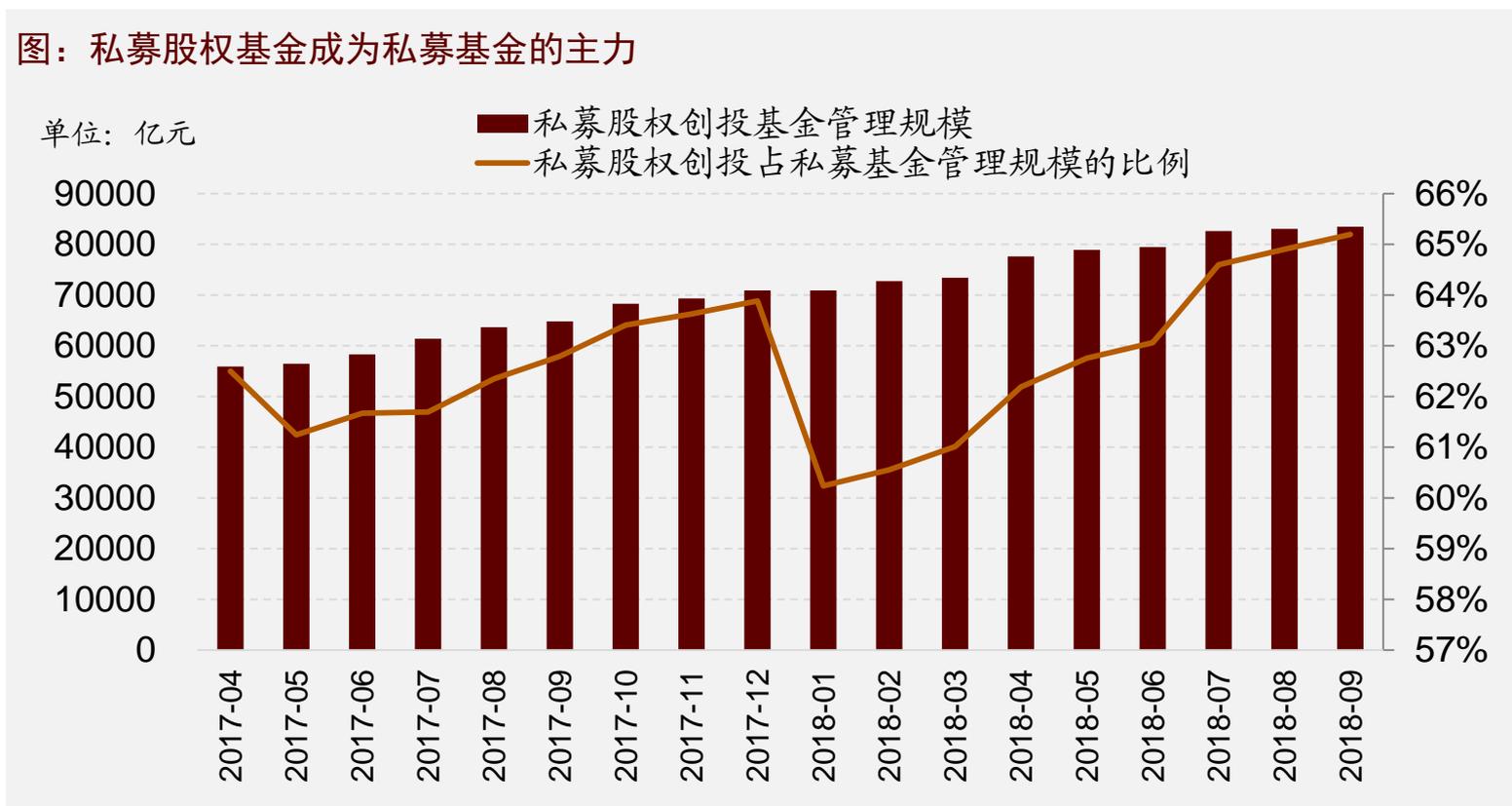
有助于化解上市公司的流动性压力  
资本增值

若获得上市公司控制权，则可以进一步进行市场化运作，实现资本增值

## 新投资者--私募股权基金

10月22日，基金业协会重申，私募股权投资基金可以通过开立证券账户参与非公开发行、协议转让、大宗交易等方式，购买已上市公司股票，参与上市公司并购重组。**反映出基金业协会鼓励和强调私募股权基金对上市公司进行投资的态度。**近年来私募股权基金规模快速扩张，成为私募基金的主力，私募股权基金的参与有望为二级市场带来增量资金。

图：私募股权基金成为私募基金的主力



资料来源：wind，招商证券

## 新投资者--私募股权基金

交易方式上，私募股权基金投资主要通过参与定向增发、大宗交易、协议转让等方式获得上市公司股权，或者购买可转换为普通股的优先股和可转换债等。从这个角度来看，私募股权基金投资上市公司与近几年发展较快的PIPE基金比较类似，即用PE的模式投资上市公司，按照市场价格的一定折价率购买上市公司股份以扩大公司资本。

表：PIPE基金投资上市公司的案例

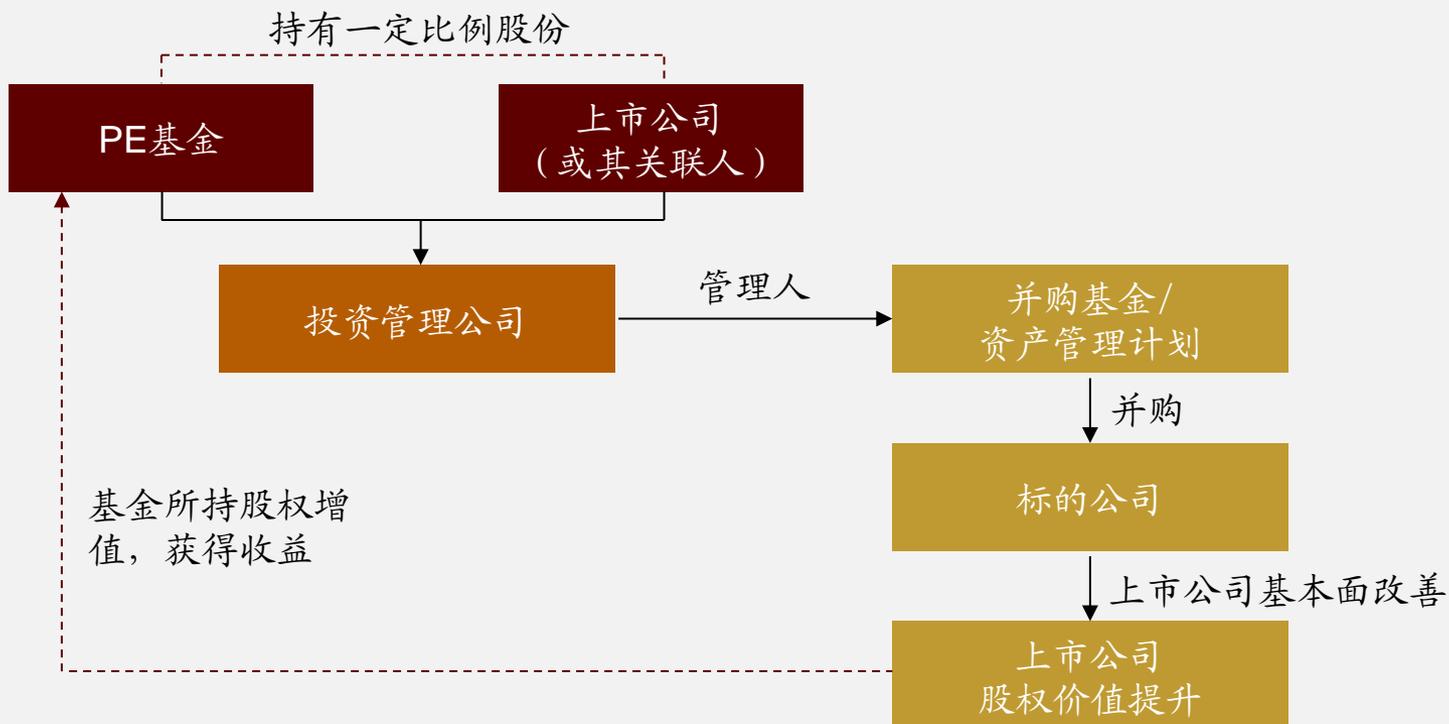
上市公司	股东名称	基金管理人备案类型	交易方式及持股比例
威创股份 (002308.SZ)	珠海安赐创业股权投资 基金管理企业	私募股权、创业投资 基金管理人	2017年3月9日，通过 大宗交易，取得上市 公司1.52%的股权
威创股份 (002308.SZ)	江西和信融智资产管 理有限公司-和信融智 PIPE15号私募股权投 资基金	私募证券投资基金管 理人	2016年10月11日，通 过协议转让，取得上 市公司5.01%的股权
苏宁易购 (002024.SZ)	北京弘毅贰零壹零股 权投资中心（有限合 伙）	股权投资基金	2011年6月17日，通过 参与定向增发，取得 上市公司1.34%的股权

资料来源：上市公司公告、基金业协会，招商证券

## 新投资者--私募股权基金

除了为公司注入流动性，私募股权基金还可以进一步参与上市公司并购重组，目前国内的并购基金以参股型为主。其中在“PE+上市公司”的模式下，由私募股权基金和上市公司共同组建基金管理人，发起设立并购基金或者资产管理计划，私募股权基金部分出资，并提供专业咨询、参与筛选并购标的等。

图：私募基金参与上市公司并购重组的模式之一



## 新投资者--私募股权基金

总体来看，私募股权基金投资上市公司的重要意义主要包括三个方面：

### 一、缓解上市公司流动性压力

股市长期低迷，上市公司股权质押风险暴露，部分优质公司也陷入困境，私募股权基金的参与将为上市公司补充流动性，帮助其疏解资金缺口的压力，渡过难关。

### 二、借助私募股权基金完成优势资源整合

私募股权基金是专业的市场化投资者，有利于帮助上市公司改善治理结构，且通过并购重组进行优势资源的整合，为公司注入新的增长动力，实现公司价值的提升。

### 三、拓宽私募股权基金投资渠道

A股估值已经跌至历史底部，一级与二级市场的估值差不断收窄，甚至倒挂。这样的情况下，允许私募股权基金借助其专业的投资能力，选出真正优质的具有成长性的低估上市公司并通过定向增发等形式进行投资，对私募基金具有一定的吸引力。

## 新投资者—银行（通过金融资产投资公司开展债转股）

借助金融资产投资子公司开展市场化债转股。按照规定，银行不得直接将债权转化为股权，而是向实施机构转让债权并由实施机构将债权转化为对象企业的股权。具体来看，实施机构主要包括金融资产管理公司（AMC）、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司以及银行设立的债转股所属机构。

图：新一轮债转股的主要模式



资料来源：《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，招商证券

## 新投资者—银行（通过金融资产投资公司开展债转股）

2017年五大行相继成立了债转股子公司，即金融资产投资有限公司（AIC）用以帮助其实现债转股。**金融资产投资公司可以申请成为私募股权投资基金管理人，设立私募股权投资基金，向社会合格投资者募集基金实施债转股。**特别地，金融资产投资公司使用募集资金实施债转股时，主要用于交叉债转股。不过如果是通过发行金融债券方式募资，则不受此限制。

表：五大行的金融资产投资公司（AIC）

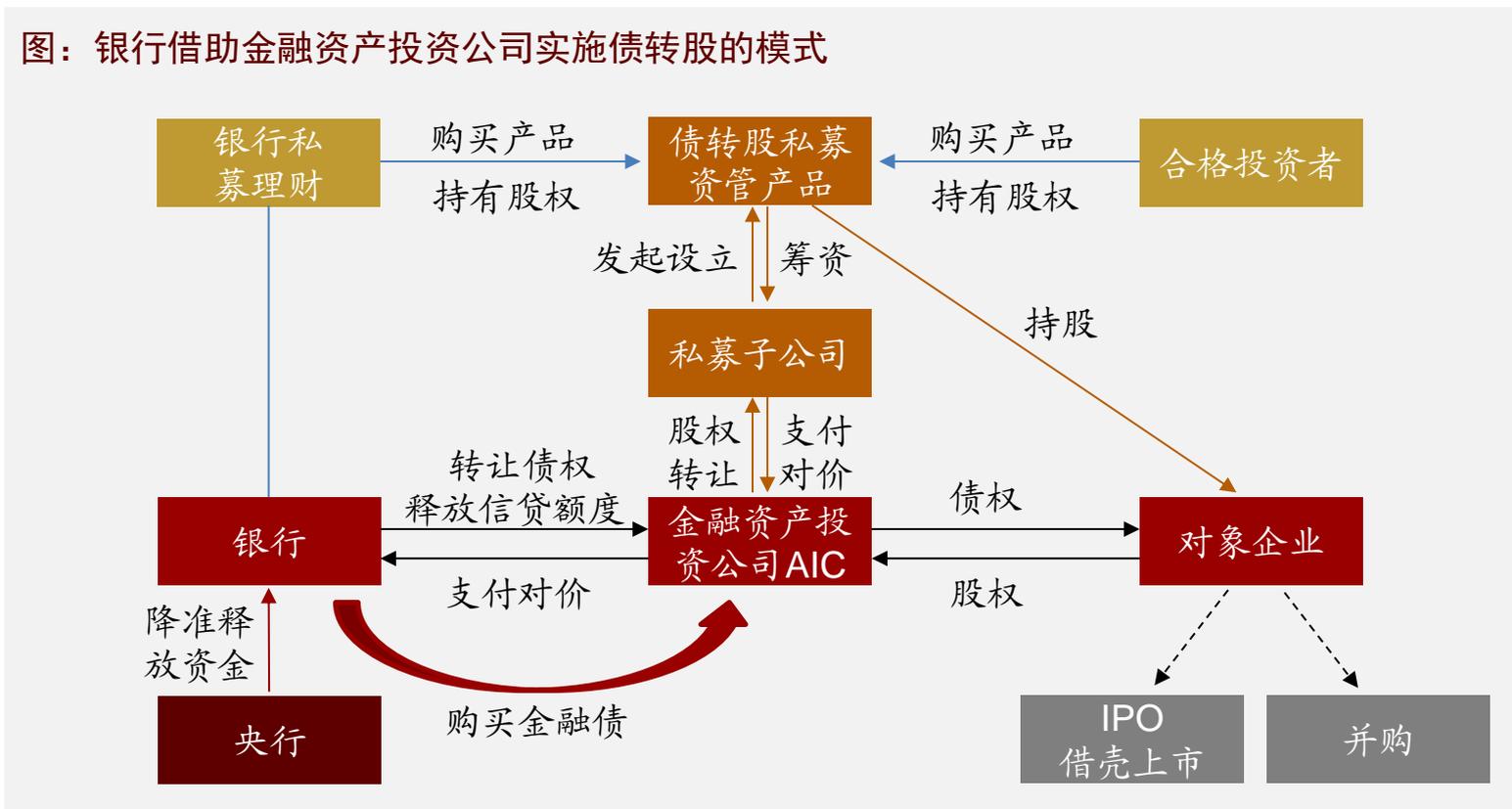
银行	债转股子公司	成立时间	注册资本	私募基金管理资格
建设银行	建信金融资产投资有限公司	2017年8月	120亿元	成立基金子公司建信金投基金管理（天津）有限公司，并备案成为私募股权、创业投资基金管理人（2018/9/29）
农业银行	农银金融资产投资有限公司	2017年8月	100亿元	成立私募基金子公司农银资本管理有限公司，已备案成为私募股权、创业投资基金管理人（2018/8/27）
工商银行	工银金融资产投资有限公司	2017年9月	120亿元	备案登记成为私募股权、创业投资基金管理人（2018/8/3）
中国银行	中银金融资产投资有限公司	2017年11月	100亿元	已成立基金子公司中银资产管理（天津）有限公司，但尚未备案登记私募基金管理人。
交通银行	交银金融资产投资有限公司	2017年12月	100亿元	——

资料来源：基金业协会，招商证券

## 新投资者—银行（通过金融资产投资公司开展债转股）

未来，在银行借助资产投资子公司参与债转股的过程中，AIC可能通过申请私募牌照或者设立私募管理子公司来发行私募资管产品，然后AIC将股权转移至私募子公司设立的资管产品上，私募资管产品筹集的资金用以支付股权对价，产品购买者获得企业的股权。AIC将发挥中间核心作用，调动社会资本广泛参与债转股，实现对实体企业的资金支持。

图：银行借助金融资产投资公司实施债转股的模式



资料来源：《金融资产投资公司管理办法（试行）》，招商证券

## 新投资者—银行（通过理财子公司投资股票）

**通过银行理财子公司进行股票投资。**2018年9月，中国银保监会正式发布《商业银行理财业务监督管理办法》，重要内容之一就是允许银行理财直接或者间接进行股票投资，且“商业银行全部理财产品持有单一上市公司发行的股票，不得超过该上市公司可流通股票的30%”。

表：银行理财产品投资范围限制的演变

时间	文件/讲话	主要内容
2009年	《关于进一步规范商业银行个人理财投资管理的通知》	理财资金不得投资于境内二级市场公开交易的股票或与其相关的基金、未上市股权、上市公司非公开发行或交易的股份。具有相关投资经验、风险承受能力较强的高净值客户不受此限制，可通过私人银行服务满足其投资需求。
2016年	《商业银行理财业务监督管理办法》（征求意见稿）	商业银行理财产品不得直接或间接投资于除货币市场基金和债券型基金之外的证券投资基金，不得直接或间接投资于境内上市公司公开或非公开发行或交易的股票及其受（收）益权，不得直接或间接投资于非上市企业股权及其受（收）益权，近面向具有投资经验、风险承受能力较强的私人银行客户、高净值客户和机构客户发行的理财产品除外。
2018年	银保监会就《商业银行理财业务监督管理办法》答记者问	继续允许私募理财产品直接投资股票；在理财业务仍由银行内设部门开展的情况下， <b>允许公募理财产品通过投资各类公募基金间接进入股市</b> ，下一步，银行通过子公司开展理财业务后， <b>允许子公司发行的公募理财产品直接投资或者通过其他方式间接投资股票。</b>

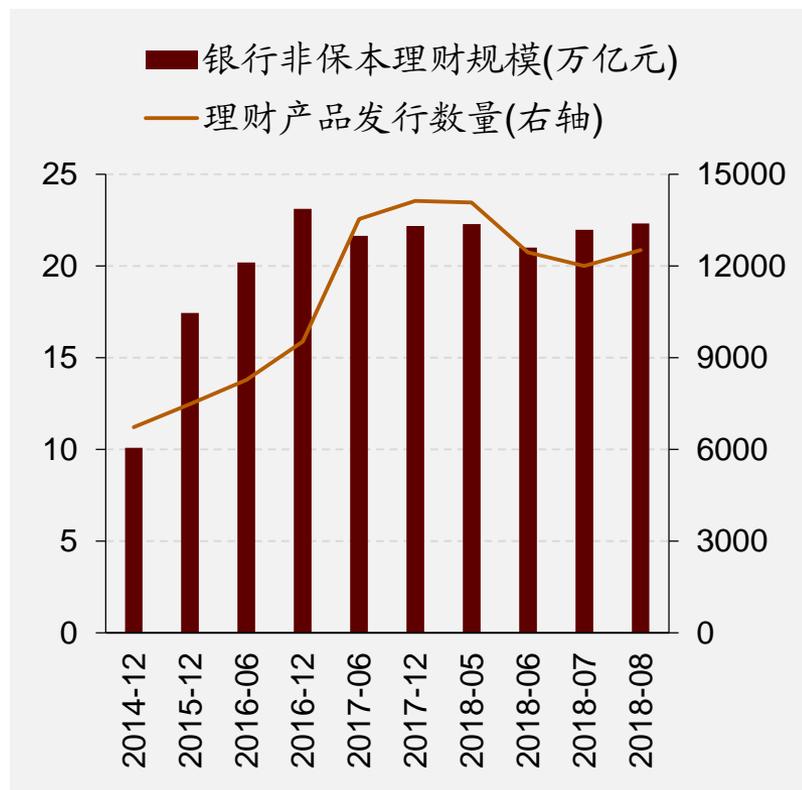
## 新投资者—银行（通过理财子公司投资股票）

- 政策引导下，银行纷纷成立理财子公司，目前已经有16家银行公告拟设立或已经设立理财子公司（资管子公司），其中包括四大行中的建设银行和中国银行。
- **银行理财子公司的设立是顺应政策的要求，也是未来银行发展理财业务的必然选择，将推动银行理财逐渐回归资产管理的本源。**据资管新规的规定，“过渡期后，具有证券投资基金托管业务资质的商业银行应当设立具有独立法人地位的子公司开展资产管理业务，该商业银行可以托管子公司发行的资产管理产品，但应当实现实质性的独立托管”。当然，银保监会在答记者问中也表示，商业银行可以设立理财子公司开展资管业务，也可以选择不设立理财子公司，而是将理财业务整合到已开展资管业务的其他附属机构。但无论怎样，目标就在于将银行的理财业务进行单独的统一管理，使银行表内外业务实现隔离，并且通过专门的机构--理财子公司进行管理，可以在一定程度上弥补银行权益类投资能力不足的局限性，同时也可以承接此前借助通道、通过多层嵌套进行权益投资的银行理财产品。
- 此次对银行理财投资股票的限制放开后，考虑到银行风控的要求、较低的投资风险偏好以及净值化管理要求下净值波动的影响，**短期内银行理财资金并不会大规模入市**。银行会综合考虑市场走势、投资者认购意愿等多方面因素决定入市的节奏和规模。
- 但是，**从长期来看，理财资金入市是大势所趋**。预计未来银行发行股债混合型理财产品会有所增加，理财资金入市是一个循序渐进的过程，在长期为股市带来可观的增量资金的同时，银行理财也将成为市场上重要的机构投资者。

## 新投资者—银行（通过理财子公司投资股票）

图：银行非保本理财产品规模总体平稳

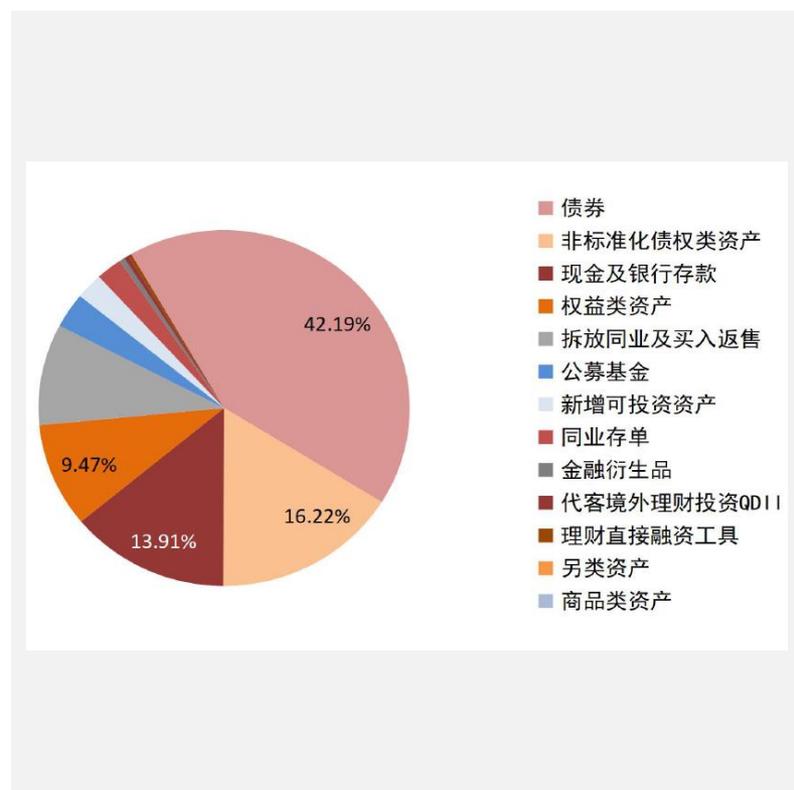
截至2017年末，银行理财产品29.54万亿元，其中非保本理财21.63万亿元，到今年8月末增加至22.32亿元。



资料来源：wind，招商证券

图：银行理财产品资产配置（2017年末）

银行理财仍主要投向以债券为代表的固定收益率产品，权益类投资占比仅9.47%，真正投向股票市场的占比可能很低。



资料来源：银行理财年报、招商证券

## 新投资者—A股纳入富时罗素指数

在金融全球化和我国进一步扩大对外开放的背景下，中国金融市场开放程度不断提高，A股市场国际化进程不断加速。一方面，境外资金配置A股市场的渠道不断拓宽、额度不断提高、限制不断减少。另一方面，A股纳入国际资本市场的步伐也不断加快。9月A股成功纳入富实罗素指数，并将在明年6月开始正式实施；同期MSCI抛出提高A股纳入比例的计划。

图：A股对外开放的重要事件

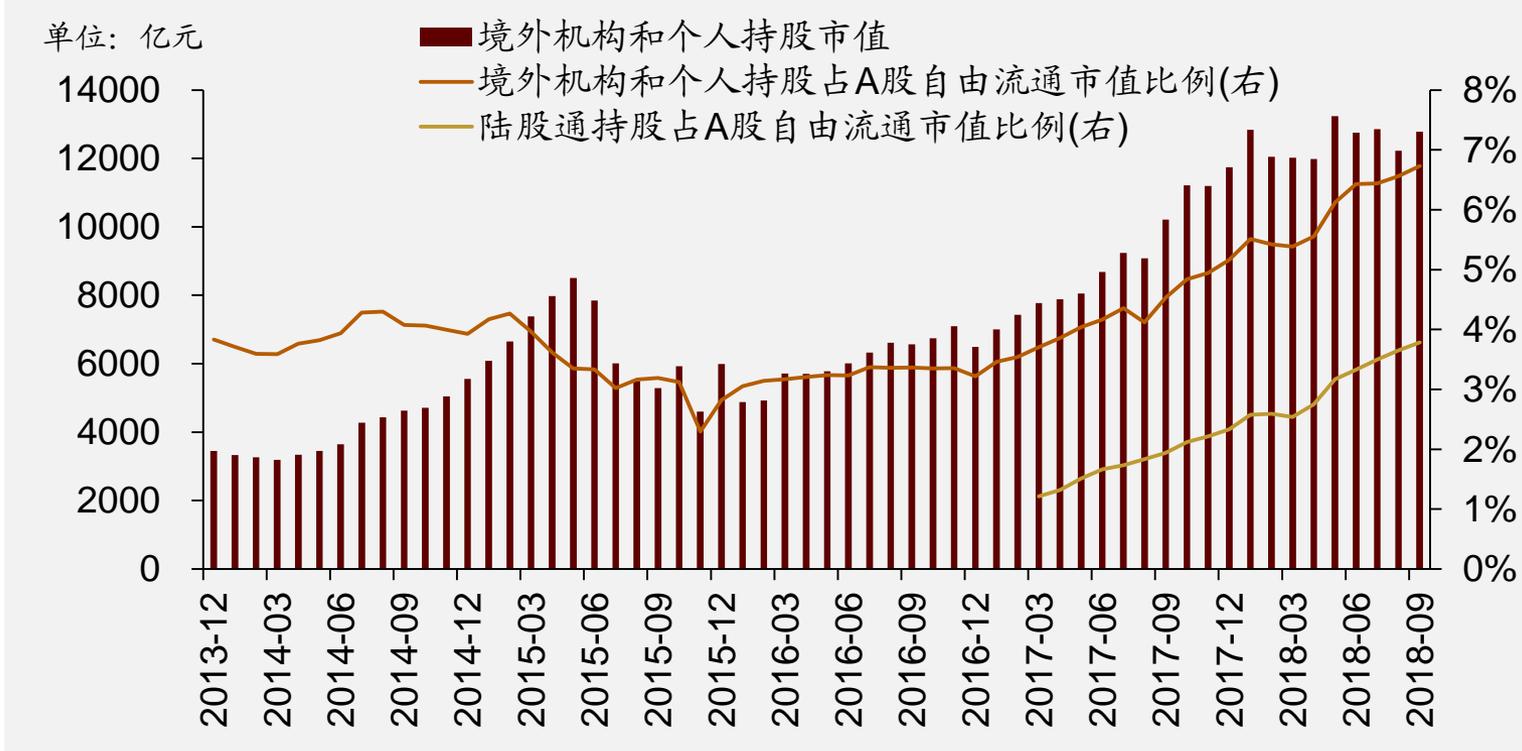


资料来源：招商证券

## 新投资者—A股纳入富时罗素指数

2017和2018年，外资流入速度明显加快，并且成为A股市场最主要的增量资金，持股在A股市场的占比持续提升。截至2018年9月末，境外机构和个人持股规模达12784.87亿元，占同期A股自由流通股市值的比例为6.73%，较2016年末的3.22%已经翻倍。在当前A股市场投资者仍以散户和一般法人为主的格局下，外资的参与增强了长期价值投资者的力量。

图：境外资金在A股的持股比例不断提升



资料来源：Wind，招商证券

## 新投资者-- A股纳入富时罗素指数

进入2019年，A股将迎来新一批被动增量机构资金，即跟踪富时罗素指数的资金。据测算，**在2019年实施的两步带来被动增量资金60亿美元，约相当于人民币414亿元，且这部分资金主要集中在2019年下半年。**未来随着A股在富时罗素指数的比例进一步提高，将有更多被动跟踪资金融入A股市场。

表：A股纳入富时罗素指数的第一阶段及增量资金测算

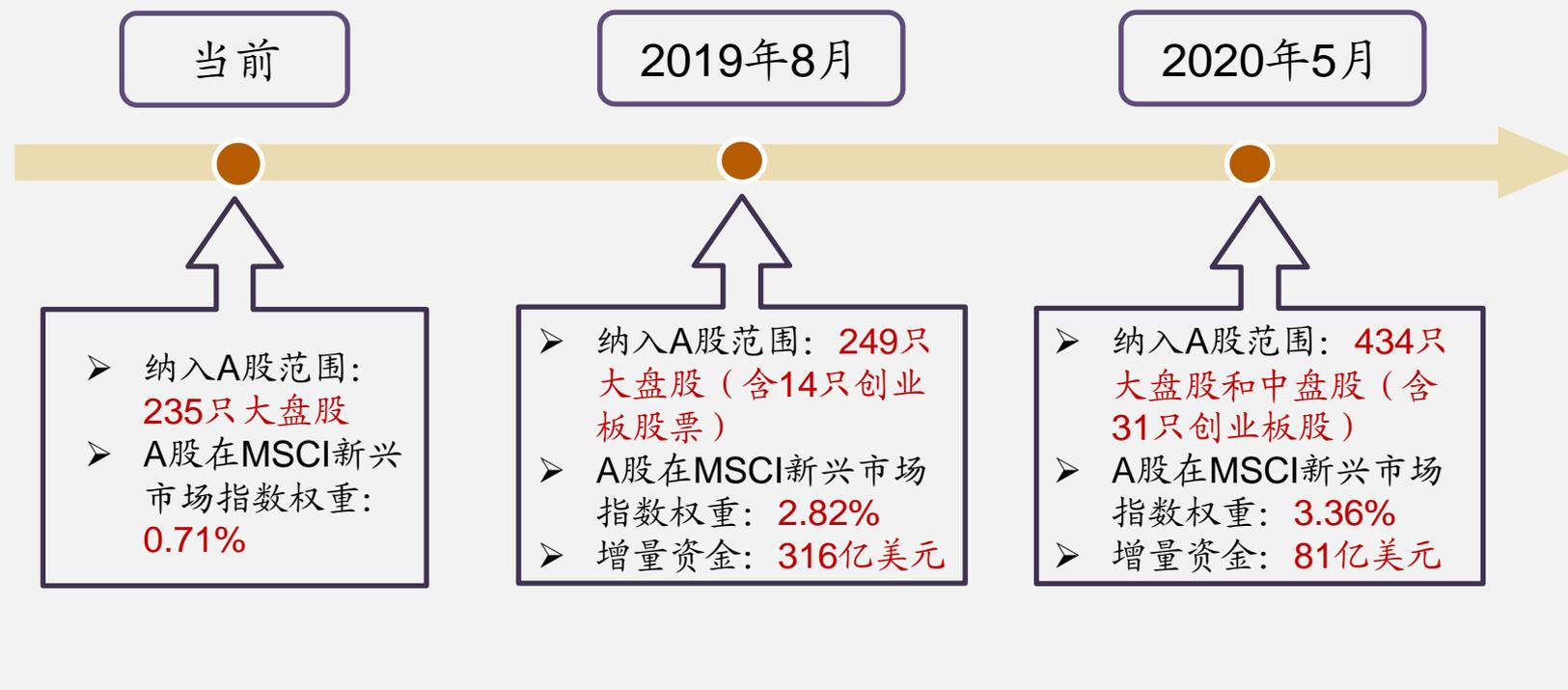
	第一步（2019年6月）			第二步（2019年9月）			第三步（2020年3月）			未来 (调整自由流通市值)		
	新兴市场指数	全球市场指数	合计	新兴市场指数	全球市场指数	合计	新兴市场指数	全球市场指数	合计	新兴市场指数	全球市场指数	合计
单位：亿美元												
权重	1.17%	0.11%		3.40%	0.34%		5.51%	0.57%		26.26%	3.37%	
被动跟踪增量资金	5	15	20	14	46	60	23	77	100	108	458	566
主动跟踪增量资金	1	3	4	3	10	13	5	17	21	23	98	121
合计增量	6	18	24	17	56	73	27	94	121	131	556	687
额外新增规模	6	18	24	11	38	49	10	38	48	103	462	565

资料来源：富时罗素官网，招商证券

## 新投资者-- A股纳入富时罗素指数

近期MSCI提出调整A股权重的计划，包括提高大盘A股在MSCI的纳入因子、纳入创业板符合条件的股票、纳入中盘A股等三项内容。根据初步的计划调整时间为2019年8月，会吸引外资提前布局。参考今年A股入摩时的情况，主要集中在实施前2个月，所以**这部分外资的流入大概率集中在6~8月**。

表：MSCI计划提高A股纳入比例



资料来源：MSCI官网，招商证券

## 新投资者—海外机构（进入中国私募市场）

海外资产管理公司加速进入中国市场，并申请私募基金管理人资格。目前已经有**19家**外资独资机构申请成为**私募证券投资基金管理人**；另有**15家**海外独资机构登记成为“其他私募投资基金管理人”。前者将在中国发行私募基金，并投资A股市场。有**6家**性质虽为“内资企业”但实际为海外机构下属公司，如，安盛、野村等的海外投资基金管理（上海）有限公司。

表：外资私募基金管理人情况

基金管理人数目	外资独资机构	中外合资机构	中外合作机构	合计
私募证券投资基金	19	9	3	31
其他私募投资基金管理人	15	4	0	19
私募股权、创业投资基金管理人	131	87	0	218
合计	165	100	3	268

资料来源：Wind，招商证券

## 新投资者—海外机构（进入中国私募市场）

在这些外资私募基金管理人中，不乏全球顶级资管公司，包括贝莱德、瑞银、富达、安联、施罗德、安盛、桥水等。尤其今年以来，海外机构积极进军中国私募，截至11月24日，今年共有26家外资独资的机构登记成为私募基金管理人。这些外资私募旗下管理了数只私募证券投资基金。目前13家私募证券投资基金管理人旗下共发行管理了25只私募证券投资基金。

表：外资私募基金管理人情况

私募基金管理人名称	基金名称	托管人名称	成立时间	备案时间
桥水（中国）投资管理有限公司	桥水全天候中国私募投资基金一号	招商证券股份有限公司	2018-10-09	2018-10-17
富达利泰投资管理（上海）有限公司	富达中国债券一号私募基金	中国建设银行股份有限公司	2017-03-30	2017-05-04
	富达中国债券盈收一号私募基金	中国工商银行股份有限公司	2017-12-07	2017-12-28
	富达中国股票一号私募基金		2017-12-14	2017-12-29
瑞银资产管理（上海）有限公司	A&Q（中国）中性阿尔法策略带杠杆	中国银行股份有限公司	2016-10-10	2016-10-12
	瑞银中国股票精选私募基金一号	平安银行股份有限公司	2017-11-17	2017-12-04
	瑞银中国现金添益债券私募基金一号		2018-05-02	2018-05-22
英仕曼（上海）投资管理有限公司	瑞银中国灵活策略债券私募基金一号		2018-09-20	2018-10-11
	英仕曼宏量1号私募基金	中国工商银行股份有限公司	2017-11-22	2017-12-11
	英仕曼美量1号私募基金	国泰君安证券股份有限公司	2018-04-25	2018-05-23
富敦投资管理（上海）有限公司	富敦中国A股绝对收益策略1号私募证券投资基金	中国银河证券股份有限公司	2018-01-24	2018-02-11
惠理投资管理（上海）有限公司 （香港的）	惠理中国新时代优选1号私募投资基金	招商证券股份有限公司	2018-01-12	2018-01-29
	惠理中国中璧1号私募投资基金	国泰君安证券股份有限公司	2018-07-02	2018-07-18
	惠理中国丰泰1号私募投资基金	华泰证券股份有限公司	2018-07-06	2018-08-07
	惠理中国金钰1号私募证券投资基金	中国国际金融股份有限公司	2018-09-21	2018-10-18
景顺纵横投资管理（上海）有限公司	景顺中国股票价值核心1号私募基金	中国工商银行股份有限公司	2018-04-10	2018-04-24
路博迈投资管理（上海）有限公司	路博迈债券1号私募基金	招商证券股份有限公司	2018-02-28	2018-03-23
安本标准投资管理（上海）有限公司	安本标准优选股票一号私募基金	国泰君安证券股份有限公司	2018-05-04	2018-05-14
施罗德投资管理（上海）有限公司	施罗德中国智汇一号私募基金	海通证券股份有限公司	2018-05-14	2018-06-04
贝莱德投资管理（上海）有限公司	贝莱德中国A股机遇私募基金1期	中国建设银行股份有限公司	2018-05-11	2018-06-05
	贝莱德中国A股机遇私募基金6期	中国建设银行股份有限公司	2018-10-12	2018-11-12
安中投资管理（上海）有限公司	安中混合1号私募基金	中信证券股份有限公司	2018-08-06	2018-08-14
元胜投资管理（上海）有限公司	元盛中国多元化金选一号私募基金	招商证券股份有限公司	2018-10-10	2018-11-05
	元盛中国多元化金选二号私募基金	招商证券股份有限公司	2018-10-11	2018-11-05
	元盛中国多元化金选三号私募基金	招商证券股份有限公司	2018-10-24	2018-11-14

资料来源：Wind，招商证券

## 新工具--定向可转换债券

**定向可转债**是指向特定对象发行的可转换债券，是一种兼具债权和股权性质的融资工具。其本质是“债权+股票看涨期权”，定向可转债发行之日至可行权之日称为锁定期，在锁定期满后，交易对手可以根据自身对公司价值和市场价格的判断自主决定是要求上市公司还本付息，还是进行转股交易。

表：定向可转换债券的相关政策/讲话

时间	文件/会议	主要内容
2013年11月	中国上市公司协会年会	证监会主席肖钢表示要进一步完善并购重组的各项政策措施，探索引入定向可转债、优先股等支付工具。
2014年6月	证监会修订发布了《上市公司重大资产重组管理办法》	上市公司可以向特定对象发行可转债用于购买资产或者与其他公司合并。
2015年8月	四部委联合发布《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》	对支付工具和融资方式的创新进行鼓励，鼓励在现金支付、股份支付、资产置换等方式外，推出定向可转债作为并购支付工具。
2018年11月	证监会发布《证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展》	将结合具体情况，积极推进以定向可转债作为并购重组交易支付工具的试点，支持包括民营控股上市公司在内的各类企业通过并购重组做优做强。

资料来源：证监会等，招商证券

## 新工具--定向可转换债券

定向可转债相较于传统并购重组的支付方式，具有以下优势：

### 一、满足被并购方风险管理的需求

定向可转债的持有人可以根据对收购方基本面的分析、公司质量和股价的判断自行决定是否进行转股。

### 二、降低并购公司的财务风险

可转债的债权性质可以让其发挥税盾的作用，减轻并购公司的财务压力。另外，可转债有助于公司突破自有资金的限制，完成大规模并购重组。

### 三、容易得到原股东的支持

一方面锁定期和分期解锁的设定可以避免大规模发行新股，使得每股收益被稀释。另一方面，特设条款的运用对参与方形成了一种保护机制。

### 四、实施将更加顺畅

股票回购政策支持下，上市公司不需要再新发股票就可以将回购股份用于支持可转换债券的转股。

### 五、交易条款可以个性化设置

定向可转债的交易条款是经由交易双方协商确定的，转股价格等特殊条款可以根据双方需求进行协商调整，更好地满足并购双方的需求。

## 新工具—股票期权

日前根据市场消息，上交所、深交所和中金所均在积极筹备股票期权新品种，上交所拟将推出沪深300ETF期权、深交所拟推深100ETF期权，中金所将推出股指期货。股票期权是买方在交付期权费后在未来某一特定时间，按照协议价格买入或卖出一定数量相关股票的权利和合约。目前我国A股市场中仅有的股票期权交易品种为上证50ETF期权。

表：上证50ETF期权基本要素

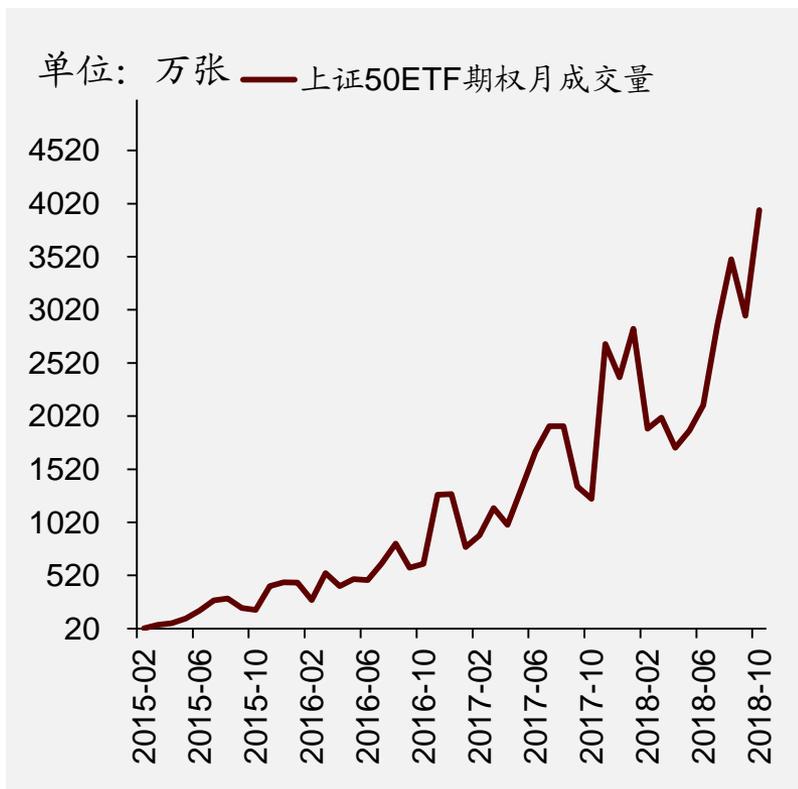
交易品种：上证50ETF期权		
合约标的	上证50ETF	
合约类型	认购期权和认沽期权	
合约单位	10000份	
报价单位	0.0001元	
行权方式	欧式期权（到期日行权）	
交割方式	实物交割	
涨跌幅限制	认购期权最大涨幅	$\max\{\text{合约标的前收盘价} \times 0.5\%, \min[(2 \times \text{合约标的前收盘价} - \text{行权价格}), \text{合约标的前收盘价}] \times 10\%\}$
	认沽期权最大涨幅	$\max\{\text{行权价格} \times 0.5\%, \min[(2 \times \text{行权价格} - \text{合约标的前收盘价}), \text{合约标的前收盘价}] \times 10\%\}$
	认购期权最大跌幅	合约标的前收盘价 $\times 10\%$
	认沽期权最大跌幅	合约标的前收盘价 $\times 10\%$
熔断机制	期权合约盘中交易价格较最近参考价格涨跌幅度不低于50%且价格涨跌绝对值不低于5个最小报价单位时，合约进入3分钟集合竞价交易	

资料来源：上交所，招商证券

## 新工具—股票期权

图：上证50ETF期权月成交量稳步增加

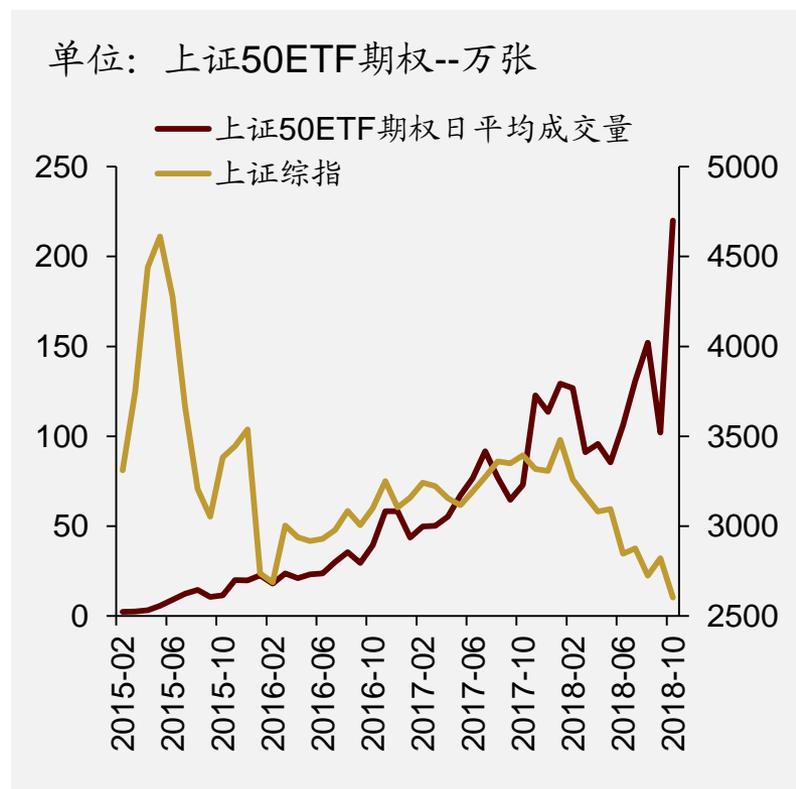
自2018年以来，上证50ETF期权累计成交量2.6亿张，日均成交量达到128.24万张，日均成交面值为343.88亿元。



资料来源：wind，招商证券

图：2018年上证50ETF期权交易火热

2018年，A股市场低迷，上证50ETF期权成为了市场投资者对冲风险的主要工具，成交量和开户数量均创下新高。



资料来源：wind，招商证券

## 新工具—股票期权

股票期权是股票现货、股指期货发展到一定程度的高级金融衍生工具，在全球经济一体化以及国内供给侧改革的时代背景下，更是金融市场中不可分割的重要组成部分。

### 风险管理

- 期权是权利与义务分割开来的不对等合约，其实质是对波动率进行交易，期权买方通过支付权利金而具备了在未来特定时间购买标的物的权利，因此规避了未来亏损风险的同时还保留了进一步盈利的可能性。

### 提高标的物现货的流动性

- 以上证50ETF为例，实物交割形式使得做市商需要持有一定量ETF现货进行备兑开仓或对冲买卖，**随着交易规模的扩大，标的成交量也将增加，进而带来了流动性的增加**。其次，股票期权的转换与反转换套利、波动率交易都在不同程度上需要现货市场交易的介入，这也将为现货市场的流动性贡献力量。

### 价格发现

- 股票期权属于标准化合约，内容涉及未来交割的具体时间段或时间节点、以及交易价格，因此股票期权市场相当于完全竞争市场。短期来看，现货需求的增加有利于提升标的的估值水平。长期来看，股票期权可以引导标的股票价格回归至合理水平。

### 促进我国资本市场的进一步发展

- 股票期权与其他金融衍生品联合，丰富和完善了我国金融市场结构，为市场提供了更多更灵活的交易策略和交易形式，打破了传统金融产品中只有标的物价格上涨才可获利的局限性，为投资者提供了更多选择，丰富了证券交易的内容和方式，将会推动我国证券市场的发展。

## 新制度—股票回购

股票回购在我国起步较晚，1992年大豫园回购小豫园股票并注销是我国最早的股票回购事件，但当时主要是为了完成并购。2005年证监会发布《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》，标志着我国公开市场股票回购正式开启。今年以来，上市公司股票回购制度不断完善，包括修订《公司法》，以及发布《关于支持上市公司回购股份的意见》。

表：股票回购相关政策的演变（1）

制度文件	核心内容1	核心内容2
1993年 《公司法》	公司为减少公司注册资本及与持有本公司股份的其他公司合并时，才能实施股票回购。	公司回购的股票需要在10日内注销。
2005年《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》	<b>实施回购企业资质：</b> 1) 公司股票上市已满一年；2) 公司最近一年无重大违法行为；3) 回购股份后，上市公司具备持续经营能力；4) 回购股份后，上市公司的股权分布原则上应当符合上市条件。	<b>回购可主要采用两种方式：</b> 1) 证券交易所集中竞价交易方式；2) 要约方式。此外，回购预案需披露回购目的、回购方式、回购价格或定价方式、拟回购的数量、拟回购的资金总额及资金来源以及回购期限等。
2005年修订《公司法》	<b>上市公司股票回购的情形增至4种</b> ，即：1) 减少公司注册资本；2) 与持有本公司股份的其他公司合并；3) 将股份奖励给本公司职工；4) 股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份的。	第（1）种自收购之日起10日内注销；第（2）、（4）种回购6个月内转让或注销； <b>第（3）种回购数量不得超过总股数的5%，所收购股份在一年内转让给员工，用于回购的资金应从公司的税后利润中支出。</b>
2013年修订《上海证券交易所上市公司以集中竞价交易方式回购股份业务指引》	<b>上市公司回购股份期间不得发行股份募集资金。</b>	<b>上市公司在下列期间不得回购股份：</b> 1) 上市公司定期报告或业绩快报公告前十个交易日内；2) 自可能对本公司股票交易价格产生重大影响的重大的事项发生之日或者在决策过程中，至依法披露后两个交易日内。

资料来源：证监会、上交所等，招商证券

## 新制度—股票回购

表：股票回购相关政策的演变（2）

制度文件	核心内容1	核心内容2
2018年修订《公司法》	<p><b>股票回购事项扩展至6种：</b>1) 公司因减少注册资本而回购股票并注销；2) 公司因为与持有本公司股票的其他公司进行合并而回购股票；3) 实施员工持股计划或进行股权激励；4) 股东因为对公司合并、分立决议持有异议而要求公司回购其股票；5) <b>配合公司发行可转为股票的公司债券；6) 维护公司信用及股东权益。</b></p>	<p>第（1）种自收购之日起10日内注销；第（2）、（4）种回购6个月内转让或注销；公司因（3）、（5）、（6）进行股票回购，经董事会三分之二以上董事出席的董事会会议决议，不必经过股东大会决定，<b>股票回购规模上限调整为发行总份额的10%</b>，并应当在3年内转让或者注销。</p>
2018年《关于支持上市公司回购股份的意见》	<p><b>资金来源：</b>支持上市公司通过发行优先股和可转债等多种方式回购本公司股份筹集资金。</p> <p><b>护盘回购：</b>上市公司股价低于其每股净资产，或者20个交易日内股价跌幅累计达到30%的，可以为维护公司价值及股东权益进行股份回购。上市公司因该情形实施股份回购并减少注册资本的，不适用股票上市已满一年和现行回购窗口期（定期报告或业绩快报公告前10日内、重大事项论证期间）限制。</p>	<p><b>再融资限制放宽：</b>上市公司实施股份回购后申请再融资，融资规模不超过最近12个月股份回购总金额10倍的，本次再融资发行股票的董事会决议日距前次募集资金到位日不受融资间隔期的限制（再融资规定，原则上不少于18个月），审核中对此类再融资申请给予优先支持。</p> <p>股东大会授权董事会实施股份回购的，<b>可以依法一并授权董事会实施再融资。</b>上市公司实施股份回购的，可以同时申请发行可转换公司债券，募集时间由上市公司按照有关规定予以确定。支持实施股份回购的上市公司依法以简便快捷方式进行再融资。</p>
	<p>上市公司以现金为对价，采用要约或集中竞价方式回购股份的，视同上市公司现金分红，纳入现金分红的相关比例计算。</p>	

资料来源：证监会、上交所等，招商证券

## 新制度—股票回购

《公司法》的修订中，主要内容及其影响包括：

股票回购事项进一步扩展为上市公司进行股票回购提供了更多可能性，其中关于回购股份用于配合可转债的转股需求，意味着上市公司发行可转债后如果需要进行转股则可以直接利用库存股实施，而无需新增股份；提出为维护公司信用及股东权益可以进行回购，将上市公司的护盘回购合法化。

此前股票回购需要经过股东大会，而召开股东大会涉及各种事先通知、公告等事项，程序繁琐、周期长，一定程度上会打击上市公司进行股票回购的积极性，而且难以对快速变化的市场做出反应，并不能很好地发挥稳定股价的作用。此次简化回购的决议程序将会提高回购效率，提高上市公司进行回购的积极性。

►将可回购规模上限从5%提高至10%，回购规模的扩大有利于增强上市公司回购的主动性；

持有回购股份期限从1年延长至3年，相当于建立了股票的库存股制度，将为上市公司进行股票回购后的操作提供更大空间，上市公司可以在未来选择合适的时机再向市场出售，也可用于对员工的激励，或用于发行可转债、认股权证等权益类产品，具有更强的灵活性；

此前的《公司法》中规定，“上市公司净股份奖励给公司职工而进行收购，用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出”，而此次修订后，这部分内容并没有保留，也就意味着上市公司进行员工激励而回购股票的资金来源不再受到限制，股权激励计划将有更大的可操作空间。

## 新制度—股票回购

**扩大股票回购资金募集方式**，支持通过发行优先股和可转债等多种方式回购本公司股份筹集资金。资金来源增加了，上市公司更容易通过多种渠道募得股票回购所需资金。

**支持实施股份回购的上市公司依法以简便快捷方式进行再融资**，鼓励回购的同时放宽对再融资的限制，相当于通过再融资来鼓励上市公司进行股票回购。

### 《关于支持上市公司回购股份的意见》的主要内容及影响

明确为维护公司价值进行股票回购的条件，由此在达到相应条件时上市公司可以进行护盘回购，是**对上市公司护盘回购行为的规范化**。

将回购计入现金分红，在这样的政策导向下，将鼓励上市公司回购，**上市公司或通过回购替代分红**。

## 新制度—股票回购

从最终实施的股票回购规模来看，A股共有三次比较集中的回购期，分别是2012年10月至2013年6月、2015年7月至2016年6月、2017年6月至今。可以看出，大规模股票回购主要集中在市场处于较低位置或市场连续下跌的时候，尤其今年市场大幅回调背景下股票回购规模明显扩大，截至11月15日，2018年累计股票回购规模近506亿元。

图：2018年股票回购放量增长



数据来源：Choice，招商证券

## 新制度—股票回购

一方面，股票回购将为A股提供更多的流动性支持，助力市场反弹，同时护盘回购的合法化为市公司在市场大幅调整时提供了“自救”的机会，为公司股票注入流动性。

另一方面，股票回购便于上市公司进行市值管理和股权激励，同时有利于增厚EPS和每股分红，提高对股东的回报，对于改善公司的治理结构和增强投资者信心具有重要作用。。

随着股票回购制度体系的完善，  
在各类政策的催化作用下，  
此轮回购潮有望延续。

## 新市场——科创板的里程碑作用

习近平主席于11月5日在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布：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。国家领导人在国际高规格会议以顶层设计的方式提出，表现了国家对于科技创新的大力支持，以及完善资本市场基础制度的决心。

11月20日，上海经信委发给上海辖区相关部门和单位的通知表示，按照市领导要求，为做好上交所设立科创板并试点注册制的准备工作，要求各有关单位及部门按要求，梳理并推荐拟挂牌科创板的优质企业名单。

## 新市场——科创板的里程碑作用

科创板的设立将形成上交所-科创板、深交所-创业板的格局，对完善资本市场有着深刻的意义，尤其是对于新兴产业而言，为它们提供了新的融资途径；此外，长期以来我国都施行审批制度，试点注册制将进一步完善市场制度。**科创板的设立和试点注册制可以说是中国证券建设的新的里程碑。**

表：科创板与新三板、创业板、中小板、主板对比

类别	细项	科创板	新三板	创业板	中小板	深市主板	沪市主板
基本信息	板块性质	交易所	交易场所	交易所	交易所	交易所	交易所
	地点	上海	北京	深圳	深圳	深圳	上海
	成立时间	预计2019	2013.12	2009.09	2004.06	1990.12	1990.11
制度建设	上市制度	注册制	挂牌模式类注册制	核准制	核准制	核准制	核准制
	上市条件	低，预计初期有产业等特殊限制	极低	较低	中等	高	高
	IPO定价机制	可能完全放开	-	定价受限	定价受限	定价受限	定价受限
	再融资	可能放开再融资价格和规模等限制	储价发行	定增为主	定增为主	定增为主	定增为主
	交易机制	可能尝试T+0 预计集中交易 可能引入做市商	T+1 集合竞价 做市转让	T+1 集中交易	T+1 集中交易	T+1 集中交易	T+1 集中交易
	投资门槛	可能介于新三板和创业板之间	高，个人门槛500万	中，无资金限制但有交易经验要求	低	低	低

数据来源：公司年报，招商证券

## 新市场——科创板的里程碑作用

科创板的设立，将改变目前的市场格局，对科创企业、投资者、市场等都具有影响深远。

**对于市场主体而言**，科创板的设立旨在提升资本市场服务科技创新企业，促进资本市场健康发展；虽然短期或将造成市场的资金分流，影响市场流动性，但随着企业年金等增量资金的进入，影响范围可控；此外，科创板的设立是中国证券市场体制化的重大改革，将加速推动上交所国际化，助推支持上海成为国际金融中心。

**对于企业而言**，科创板的设立拓宽了部分民营企业融资途径，一定程度上解决了民营企业和中小企业的融资困难问题；同时扩大了科创类企业的直接融资，刺激科技创新、利好实体经济；除此之外，科创板给海外中概股以及国内独角兽企业增加了资本市场的国内方向，促进海外中概股的回归，同时为国内独角兽企业直接融资节约了时间成本。

**对于投资者而言**，拓宽了投资者的投资途径；但由于科创企业良莠不齐，或将倒逼一般投资者提高辨别公司的能力；同时试点注册制的实施，以及未来退市制度的完善，将大大减少中小投资者，未来投资者将以机构投资者为主。对于VC/PE而言，科创板的设立，给他们提供了资金退出的新渠道。

**对于上市公司而言**，将利好券商利空绩差股和壳公司。由于科创板提供了新的上市途径，因此券商的投行业务将会因此扩张。对于新三板企业，在科创板火热市场流动性有限的预期下，新三板将进一步失去投资价值；但优质新三板增加了转板途径。而绩差股和壳公司，炒作价值丧失，优秀的科技公司可以通过科创板进行融资，而无需再借壳上市。

总的来说，科创板的设立和试点注册制是我国资本市场的重大尝试，将不断完善资本市场基础制度，是中国证券建设的新的里程碑。

## 新市场——科创板的里程碑作用

许多投资者担忧由于科创板的设立，势必将造成市场的资金分流，或将影响市场流动性。我们认为在可预见的时期和当前的政策预期下，这种担忧是不必要的，基于以下几个因素：

第一，今年以来国内上市公司募资规模呈下降趋势，增量资金需求减少；同时政府积极引导养老金、企业年金入市、私募股权资金入市等等，长期来看市场增量资金有保障；

第二，从节奏上来看，根据前期官方的表态，证监会将把握科创板试点的力度和节奏，或将采取企业批量进入，我们预计每年对资金的需求量可能大大小于2017年全年IPO的1000亿左右的规模；

第三，从上市门槛上来看，科创板定位鼓励优质的新兴产业领域的企业上市，如集成电路、人工智能、生物医药、航空航天等领域，在企业准入门槛上远高于新三板；

第四，从投资者门槛上来看，我们预计个人投资者门槛或将大幅高于创业板但小于新三板，因此未来科创板的投资者结构中机构投资者的占比可能大幅高于沪深主板和中小创。

**综合以上因素我们认为科创板的设立在可预见的时间来看，对创业板的影响有限。**从另外一个角度来看，**科创板第一批优秀标的不排除会受到市场追捧给予较高估值**，通过比价效应，使得A股中优秀科技公司估值水平进一步提升。

而长期来看，科创板扩大了科创企业的融资途径，给海外中概股和国内独角兽上市提供了可能；清除缺少投资价值的上市公司，整顿市场环境；刺激科技创新、利好实体经济；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。

# 冯虚御风，踏浪而行——A股2019年度投资展望

周期轮回——下行式宽松与流动性陷阱

冯虚御风——如何应对这种局面

踏步前行——资本市场新时代

供需改善——A股流动性展望

动能切换——企业盈利展望

涅槃重生——主题投资展望

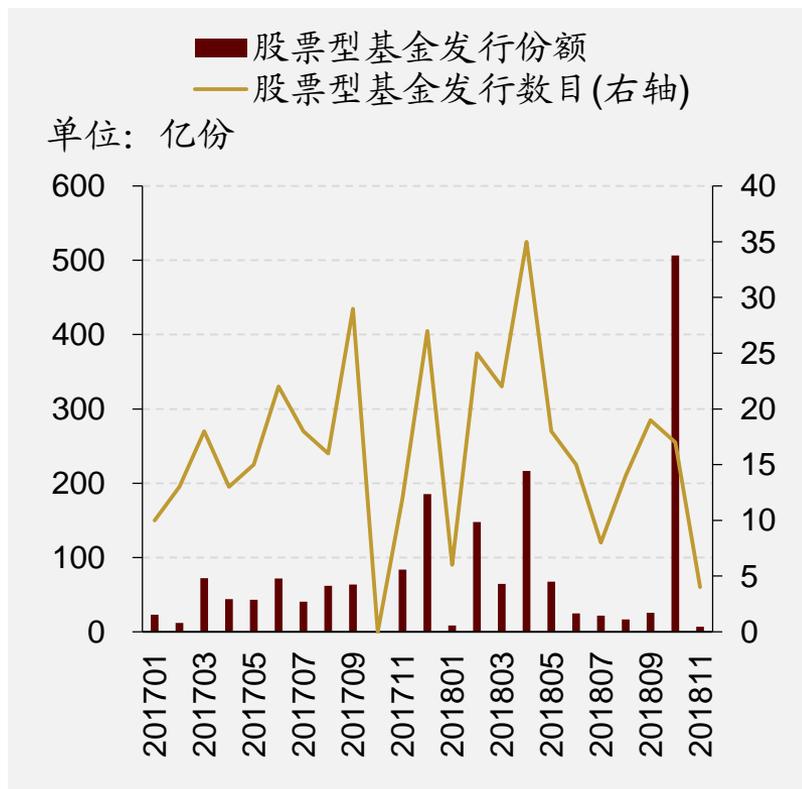
历史低位——估值比较

冯虚御风，踏浪而行——总结

## 资金供给—公募基金

图：股票型公募基金发行规模与数量

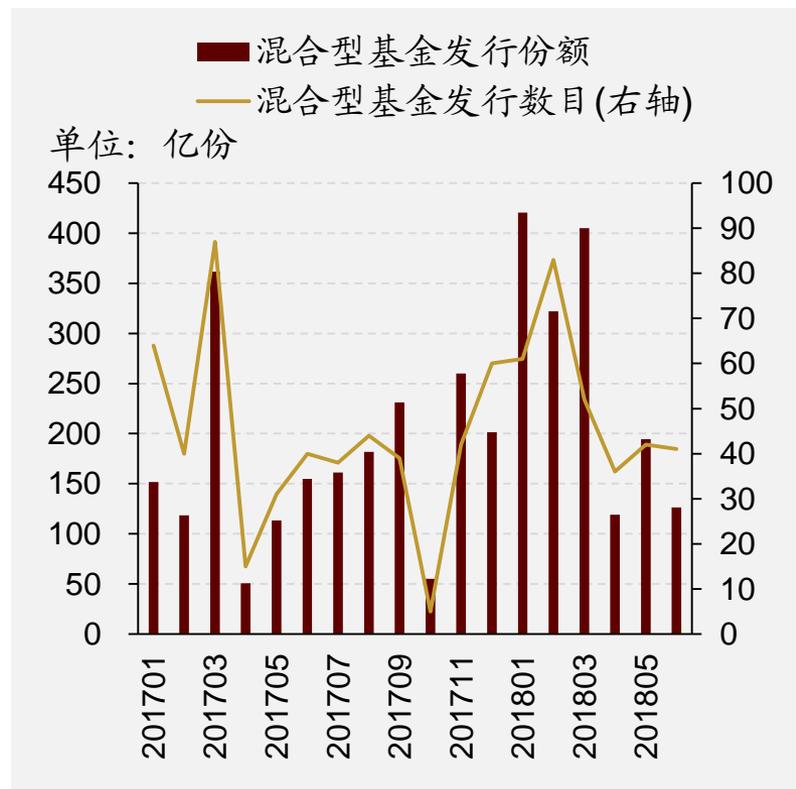
截至2018年11月14日，2018年股票型基金发行近1182亿份，混合型公募基金发行约3007亿份，债券型基金发行约2996亿份。



数据来源：wind，招商证券

图：混合型公募基金发行规模与数量

综合基金发行和净赎回规模，截至2018年11月14日公募基金资金净流入约900亿元。



数据来源：wind，招商证券

## 资金供给—私募证券投资基金

### 图：私募证券投资基金管理规模

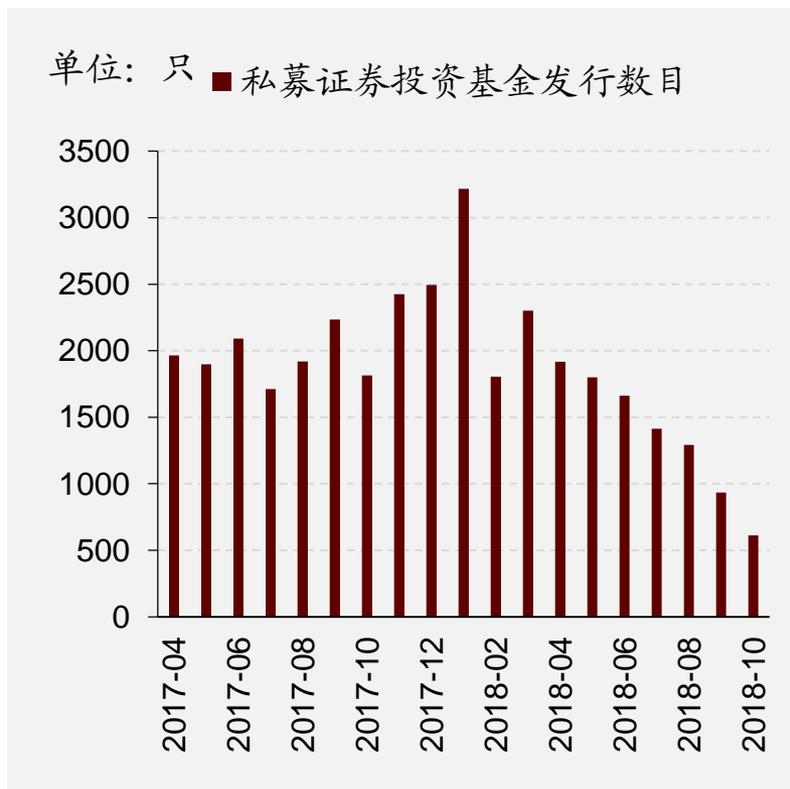
今年以来，发行数目总体呈现明显的下降趋势，前10个月私募证券投资基金共发行16952只产品，10月仅发行613只，为近一年来的最低水平



数据来源：wind，招商证券

### 图：私募证券投资基金发行规模

11月初私募整体仓位约57.84%，相比年初平均约七成的仓位下降明显。考虑到市场下跌引起市值变动的因素，私募基金净流入约为-560亿元。

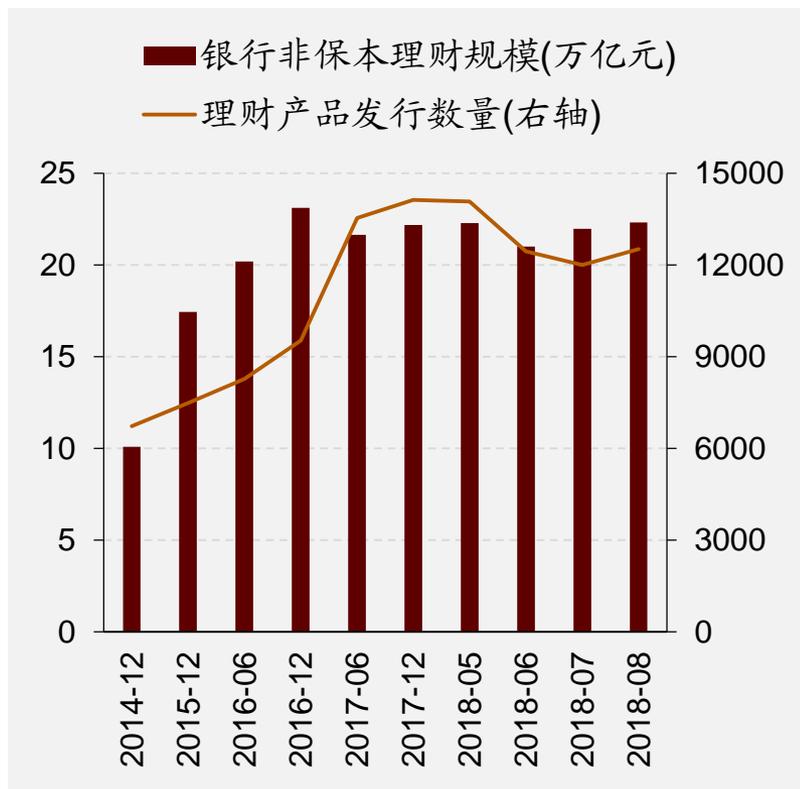


数据来源：wind，招商证券

## 资金供给——银行理财

图：银行非保本理财产品规模总体平稳

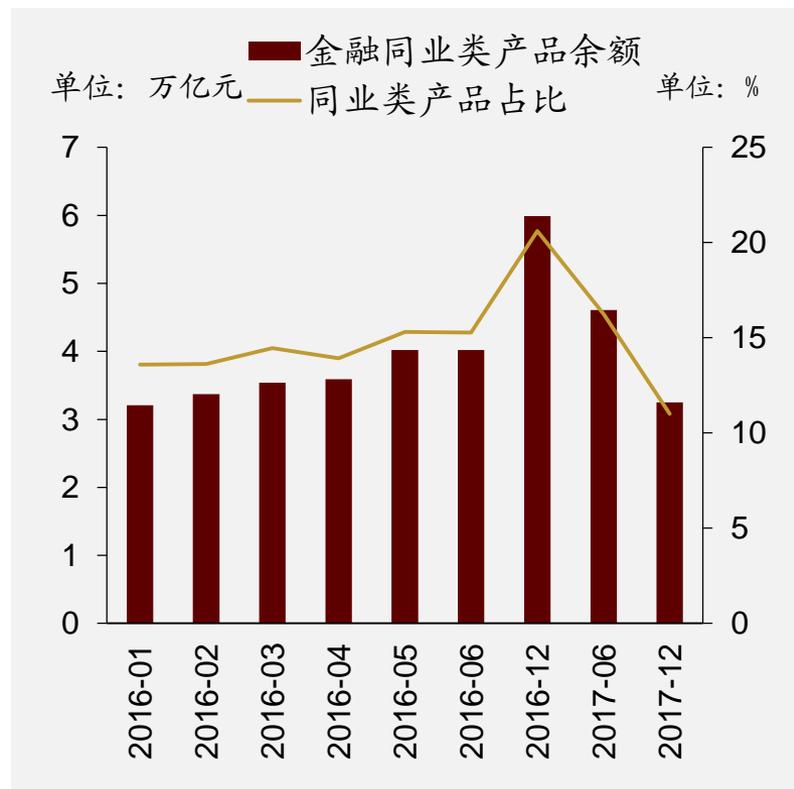
银行理财产品的规模基本平稳。上半年理财规模收缩5.3%，后7、8月稳定增长。截至8月末，非保本理财产品余额为22.32万亿元；9月和10月银行理财产品发行量价齐跌。



数据来源：wind，招商证券

图：银行同业理财产品规模

考虑到年末理财产品收益率会回升，预计年内规模总体下降有限。假设全年理财规模下降2%，而权益投资比例不变且其中50%为股票投资，则其2018年对股市资金量影响为-210亿元。

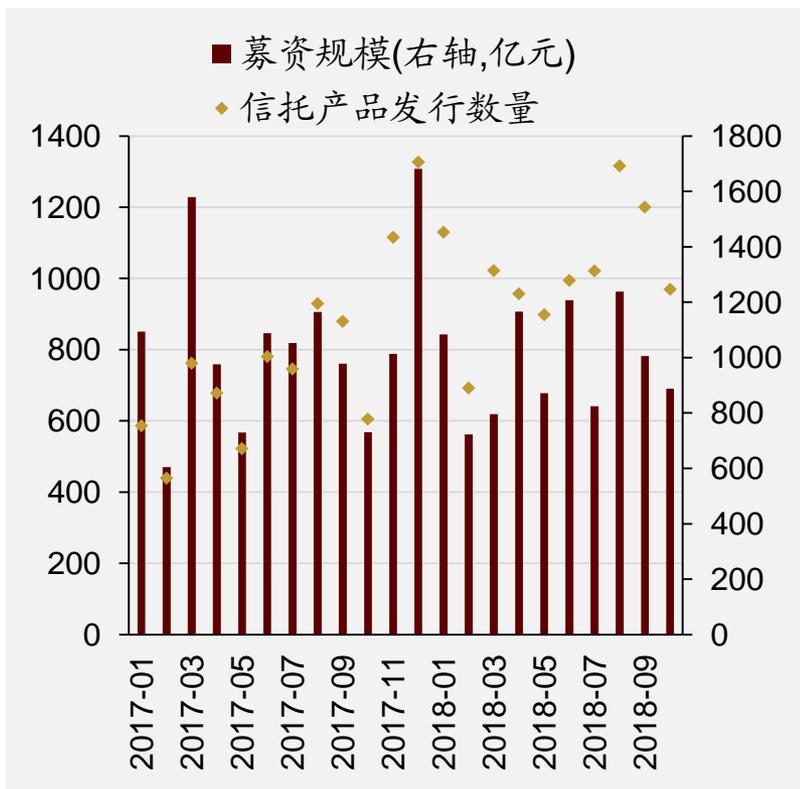


数据来源：wind，招商证券

## 资金供给—信托产品

图：信托产品发行数量及募资规模

2018年前10个月，信托产品共发行10202款，合计募资9803亿元，推算，全年募资规模大约为12000亿元。



数据来源：wind，招商证券

图：信托到期规模及其股票投资

2018年全年到期的信托产品规模为55749亿元，根据其资金投向测算，其中属于股票投资的规模约为2500亿元；信托资金在2018年对股市流动性的影响约为-1960亿元



数据来源：wind，招商证券

## 资金供给—保险资金

图：保险资金运用余额

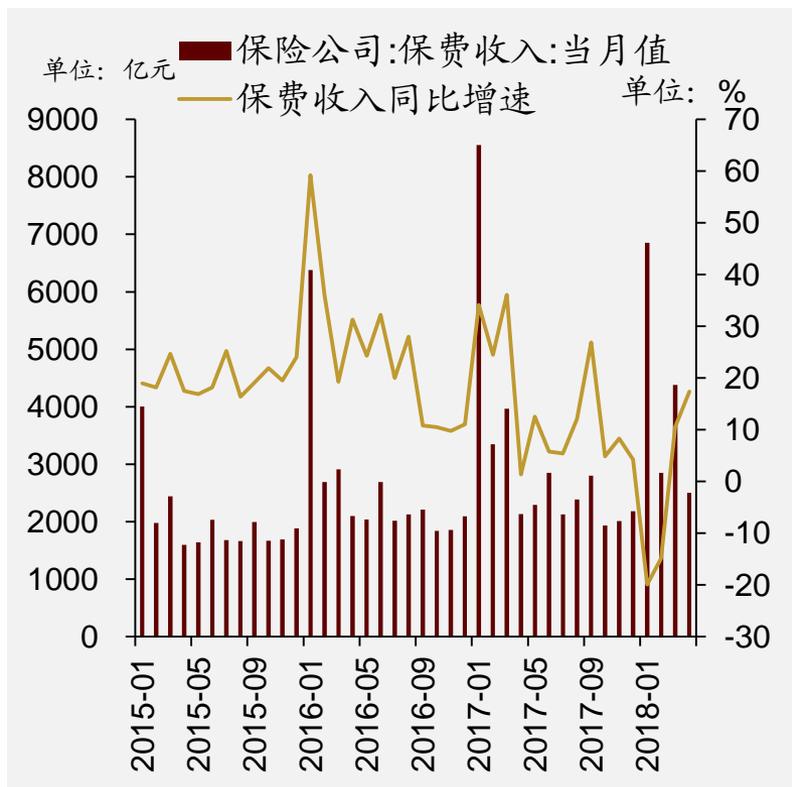
2018年前几个月，保险资金权益类投资占比不断下降，9月低位加仓；截至9月末，保险资金运用余额为15.87万亿元，其中投资股票和基金的比例为12.98%



数据来源：wind，招商证券

图：保费收入及同比增速

2-9月，保费收入平稳，月均约2976亿元，预计保险资金运用余额会继续平稳增长。假设投资股票和基金的部分里有一半为股票，则2018年前9个月保险资金流入股市规模约1123亿元。



数据来源：wind，招商证券

## 资金供给—社会保障资金（社保基金、养老金、企业年金）

图：全国社保基金规模

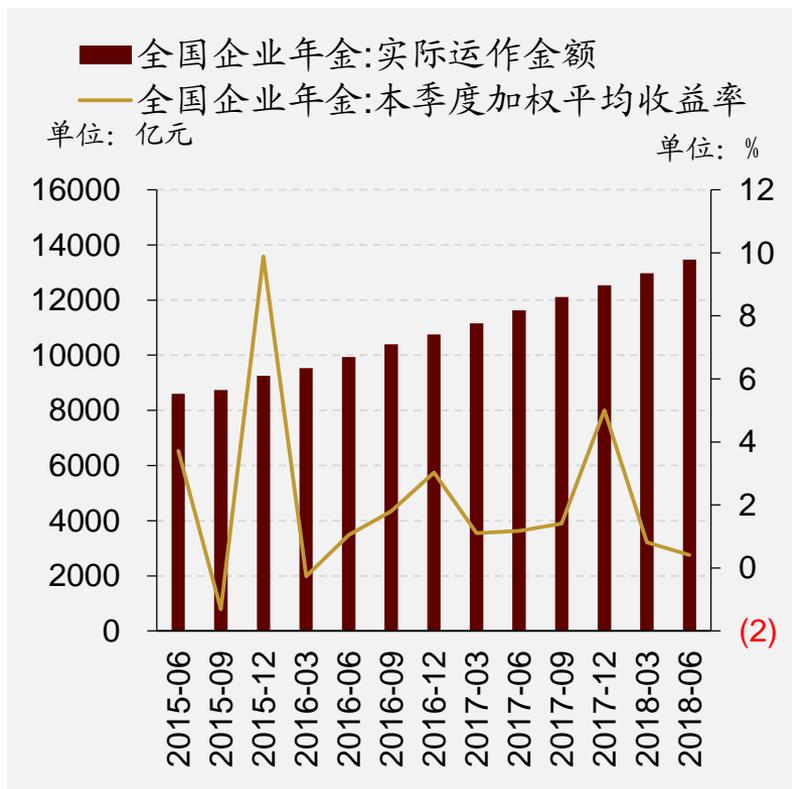
社保基金增量主要来自重要财政预算拨款和彩票公益金，按10%仓位计算，全年增量资金约50亿元。前9个月基本养老保险基金投资规模增加1335亿元，全年A股增量资金约177亿元。



数据来源：wind，招商证券

图：企业年金规模及收益率

截至6月末，全国企业年金实际运作金额为1.35万亿元，按照7.5%的股票投资比例，上半年带给股市的增量资金约15亿元，则全年大约30亿元。



数据来源：wind，招商证券

## 资金供给—境外资金

图：境外资金持股规模及占比

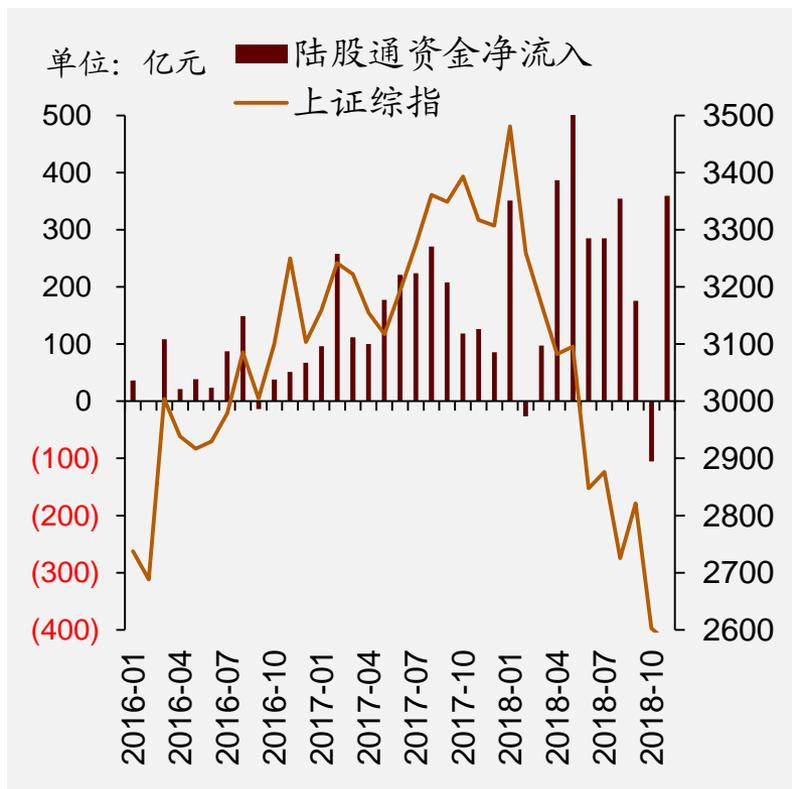
截至9月末，境外机构和個人持有A股市值为1.28万亿，持股市值较年初增加1038.17亿元。剔除市值下跌因素，净增持2763亿元。



数据来源：wind，招商证券

图：陆股通净流入规模

10月至今（11月14日）净流入230亿元，叠加外资前9个月增持部分，带来增量资金约2993亿元。

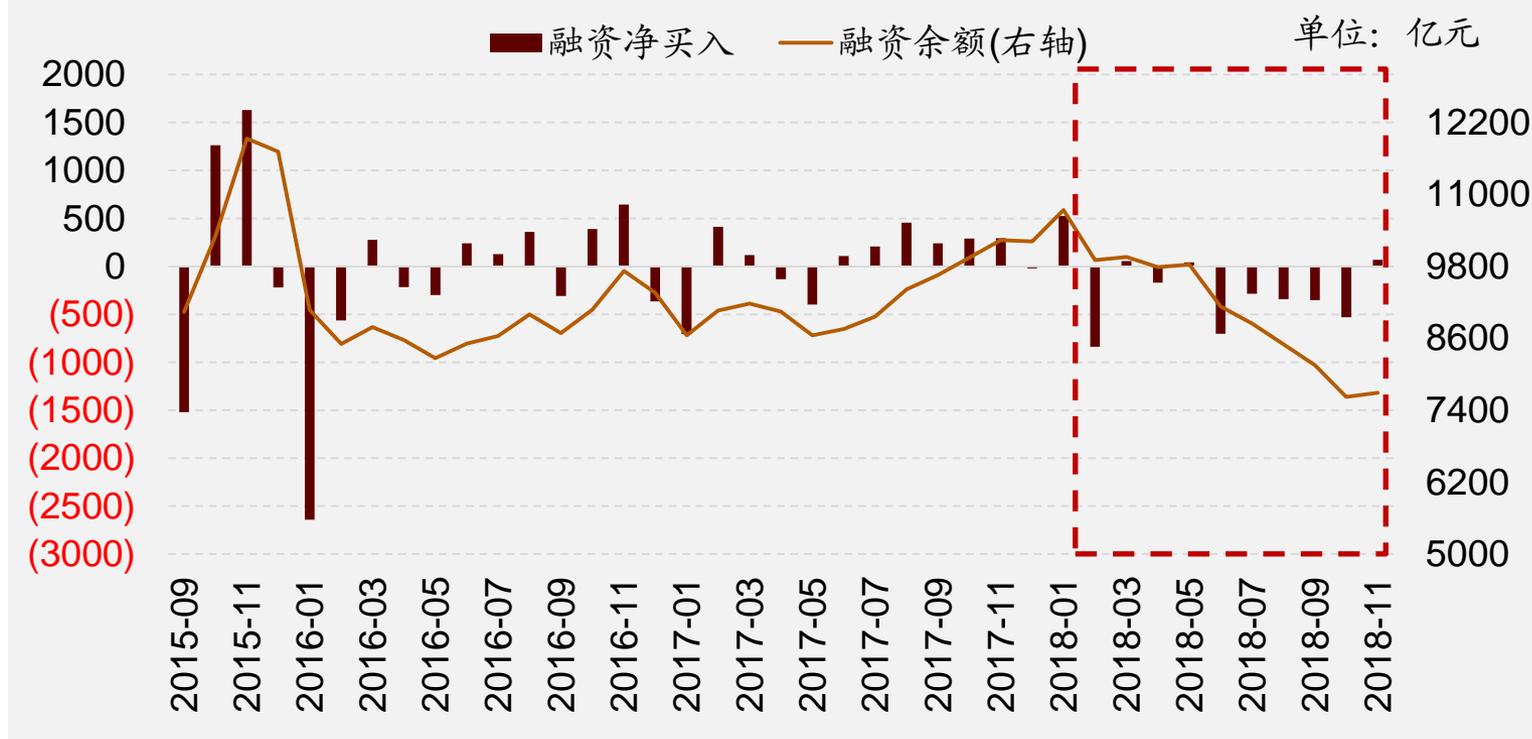


数据来源：wind，招商证券

## 资金供给—融资余额

今年以来，市场连续下调，部分个股调整较快，融资客损失惨重，截至11月15日，融资余额随着市场反弹逐渐企稳回升。融资余额为7690.5亿元，较年初已累计净流出2527.1亿元，对应市场下跌了19.32%；近期融资余额随着市场反弹逐渐企稳回升。

图：6月以来融资资金放量流出，近期逐渐企稳回升

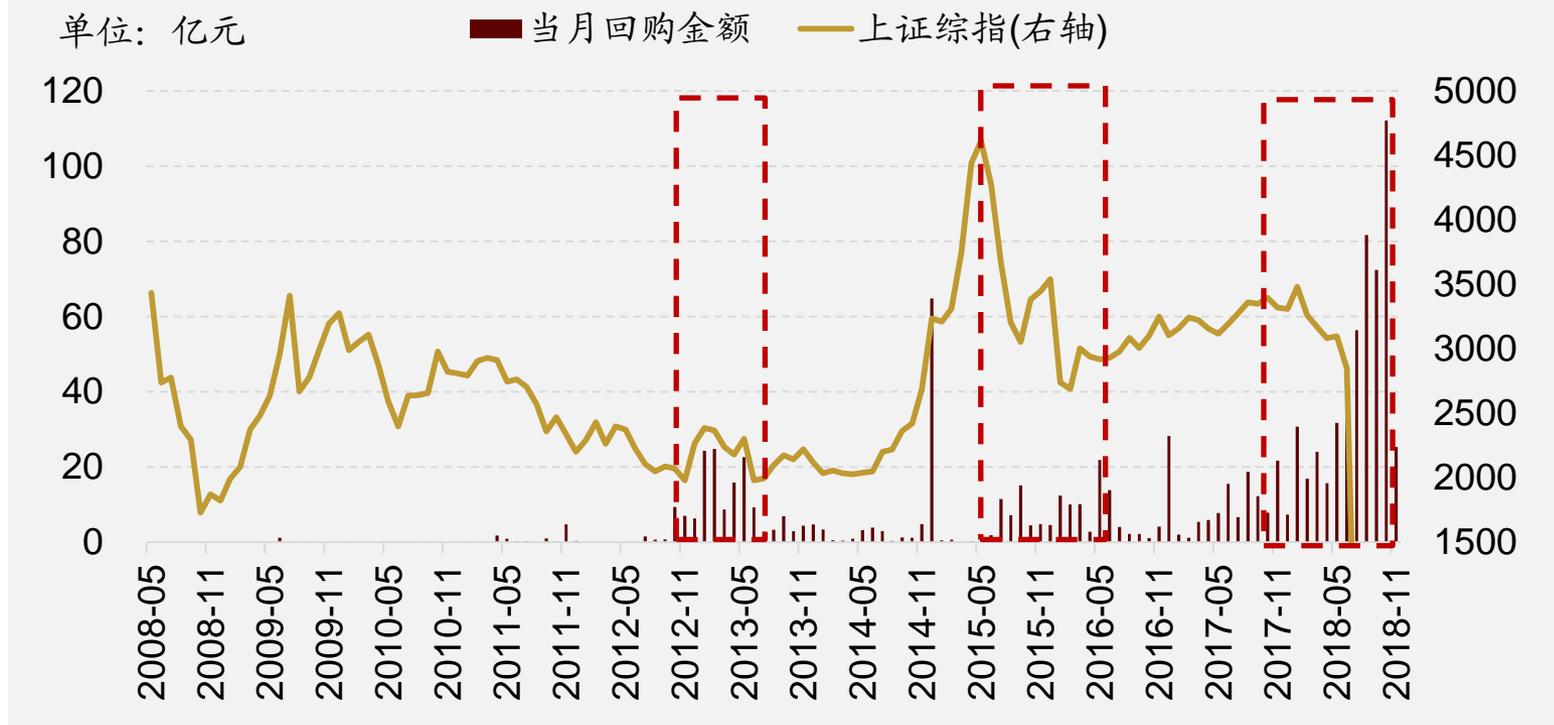


数据来源：wind，招商证券

## 资金供给—股票回购

此轮回购潮始于2017年下半年，且规模在2018年呈现放量增长的状态，尤其8月以来，每月的股票回购规模均超过60亿元，10月股票回购规模超过100亿元。截至11月15日，2018年累计股票回购规模近506亿元。

图：2018年股票回购放量增长

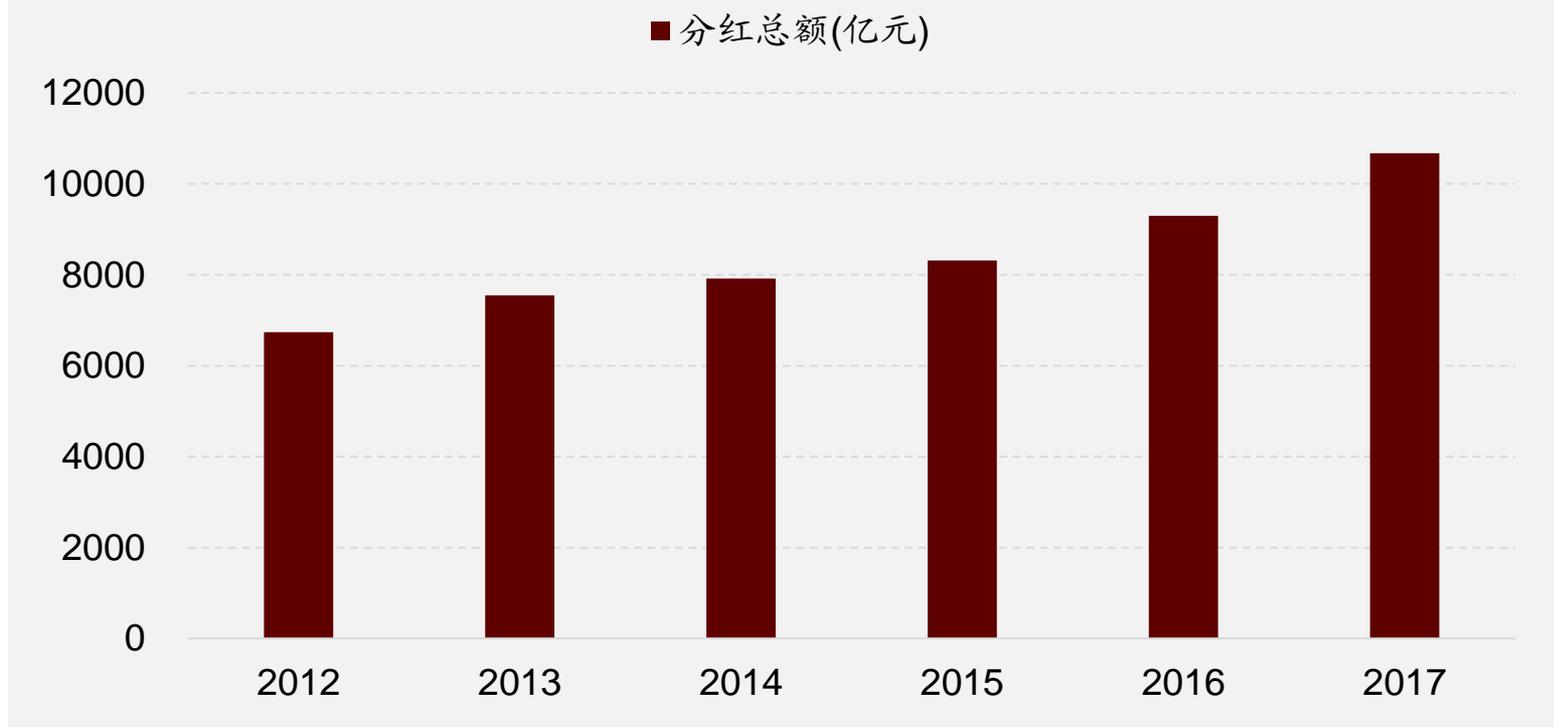


数据来源：wind，招商证券

## 资金供给—分红

2017年年报全部A股上市公司分红总额为1.07万亿，首超万亿，且已经实施完毕，净利润3.35万亿元，分红比例为32%。符合假设条件的分红回流比例约25%，但是又考虑到今年市场总体降幅较大，投资者将分红进行再投资的意愿可能并不强，假设符合条件的资金中只有一半会回流，估算分红资金回流的规模约1300亿元。

图：2017年年报A股分红首超万亿

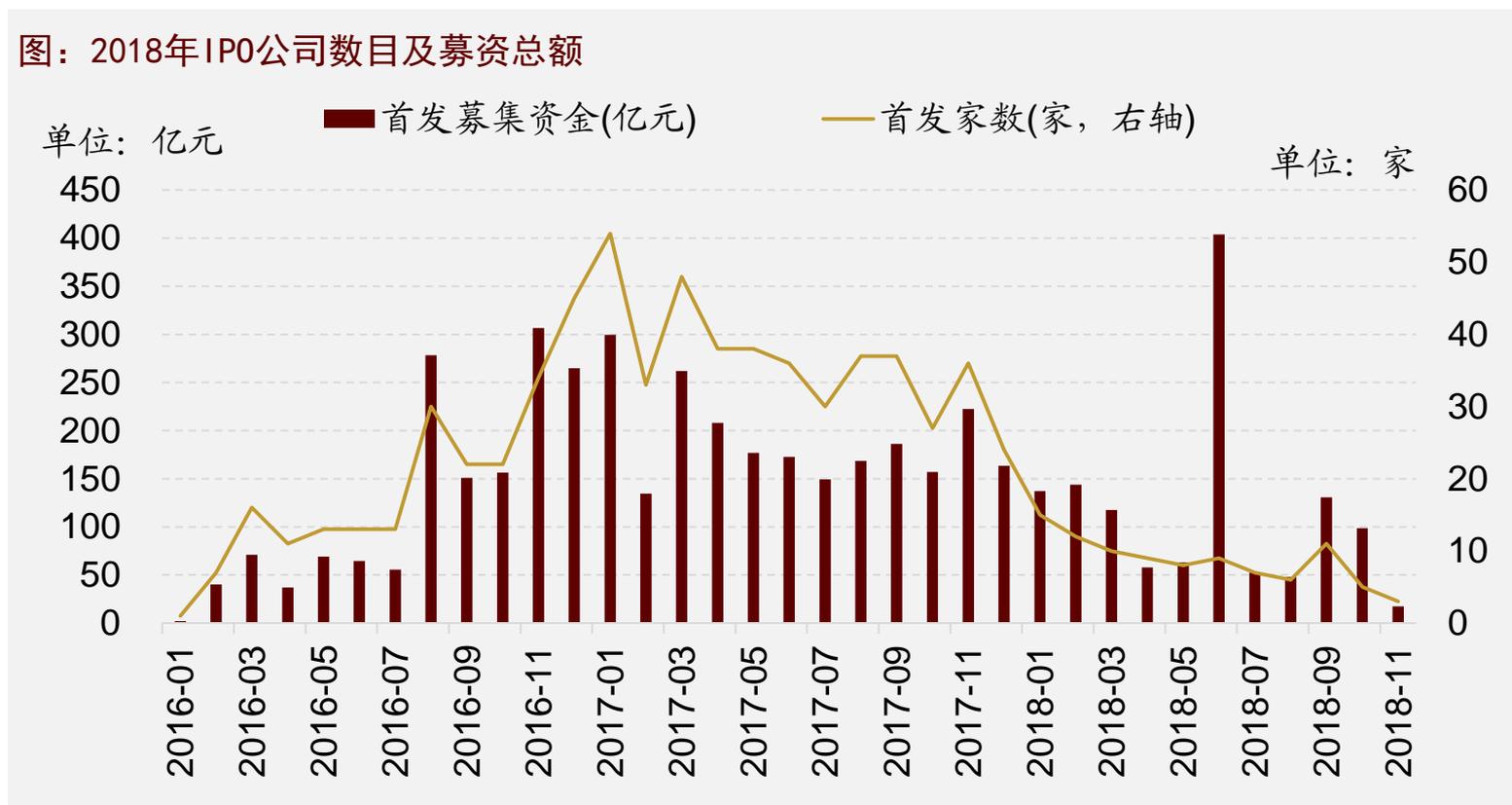


数据来源：wind，招商证券

## 资金需求—IPO

2018年A股IPO节奏依然缓慢，大多数月份上市发行公司数目不超过10家。截至11月14日，2018年共有95家公司上市，募资规模1270亿元。

图：2018年IPO公司数目及募资总额

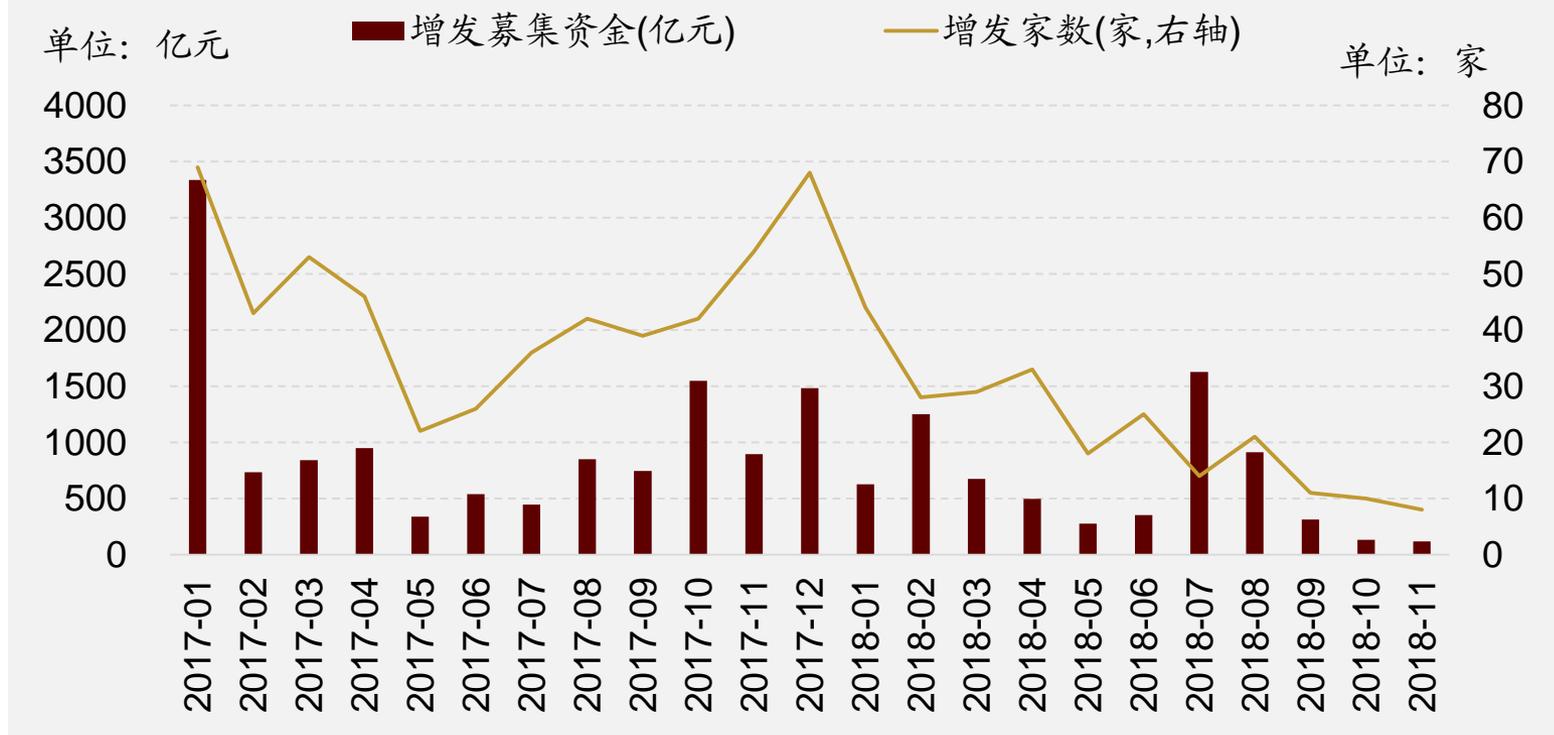


数据来源：wind，招商证券

## 资金需求—增发与配股

2018年定向增发较去年明显放缓，截至11月15日实施增发的公司共241家，募资总额6781亿元；其中，货币募集资金约3078亿，剔除大股东和大股东关联方认购的部分后，实际货币募资约1846亿元。同期实施配股的公司共15家，募资总额228亿元。两这个合计2074亿元。

图：2018年实施增发的公司数目及募资总额

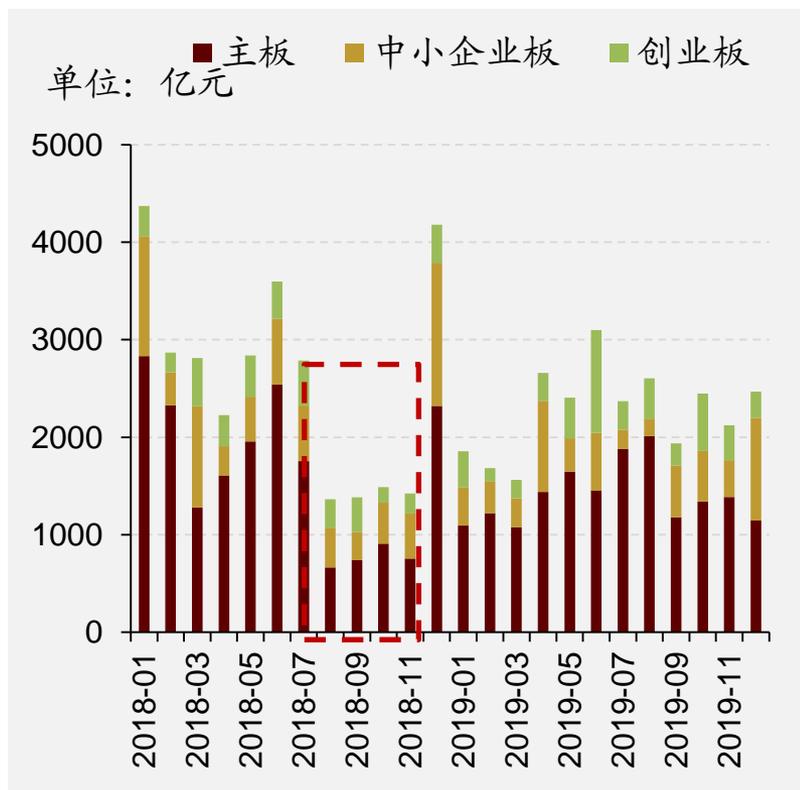


数据来源：wind，招商证券

## 资金需求—限售解禁

图：限售解禁的板块分布

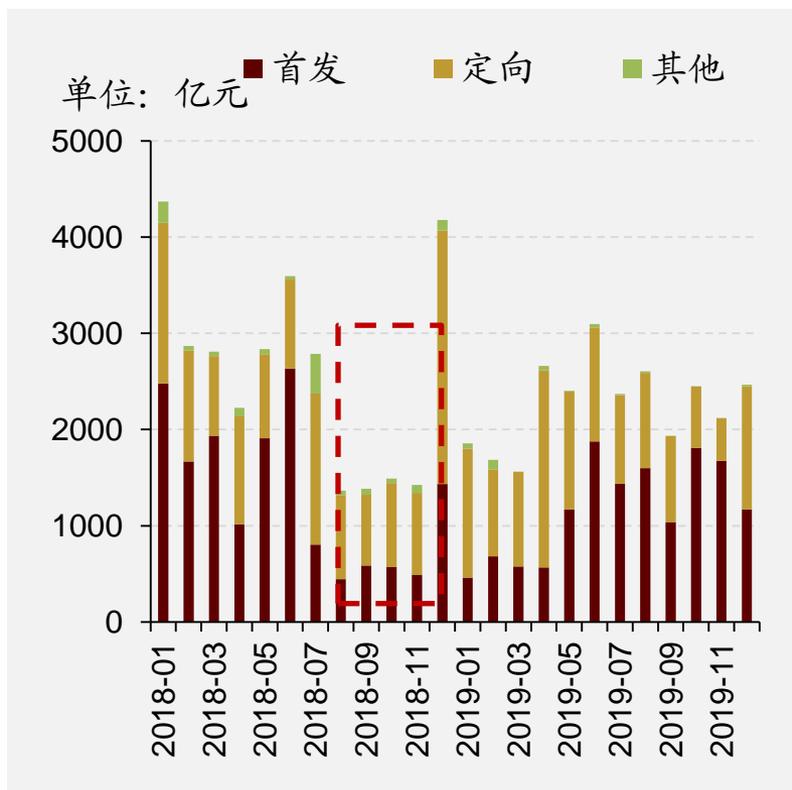
2018年全年解禁规模从板块分布来看，主板1.97万亿、中小板0.76万亿元、创业板0.4万亿元；



数据来源：wind，招商证券

图：限售解禁规模类型分布

2018年全年解禁规模从解禁类型分布来看，首发解禁1.6万亿、定增解禁1.4万亿元、其他解禁0.13万亿元。

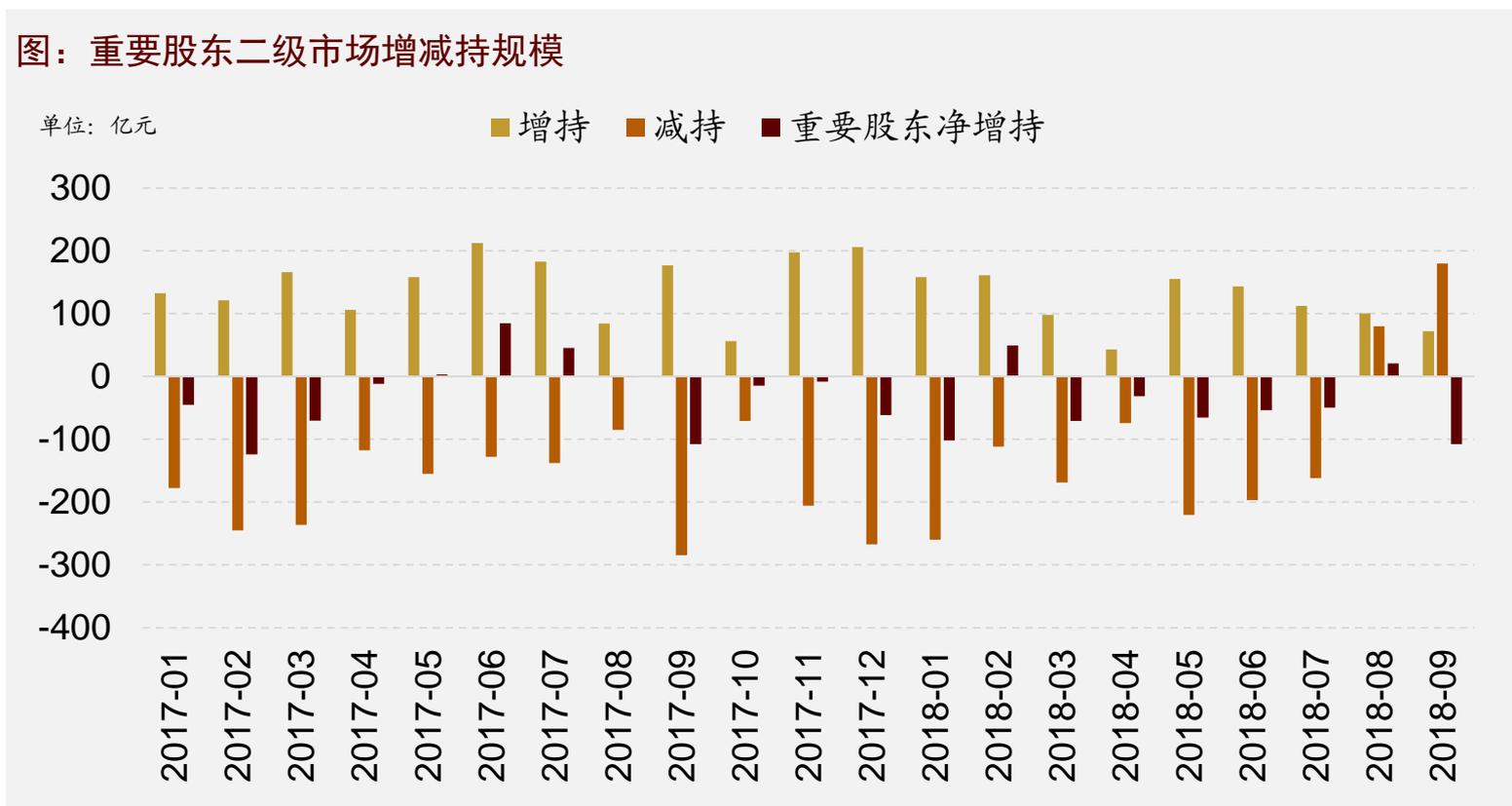


数据来源：wind，招商证券

## 资金需求—重要股东减（增）持

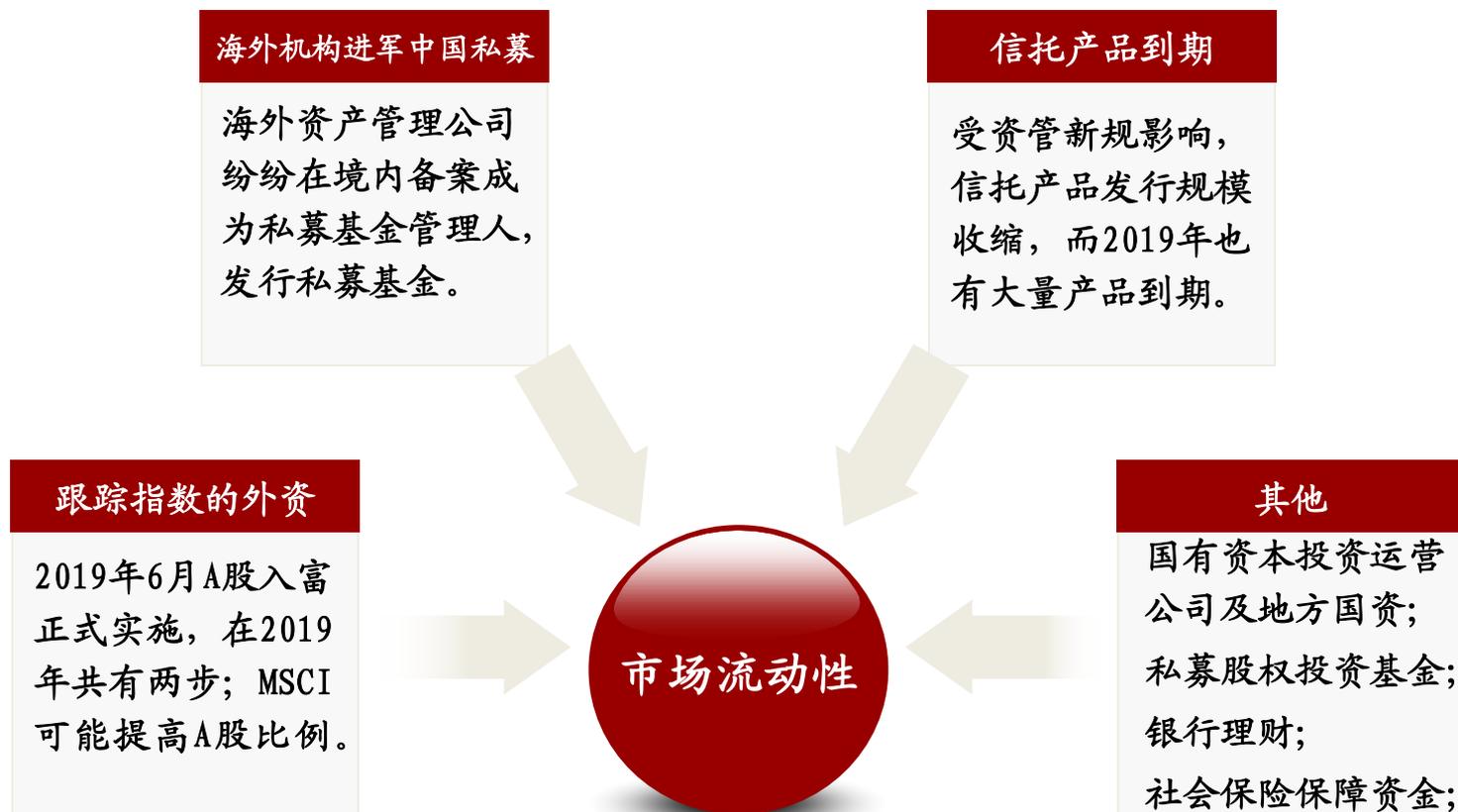
2018年前10个月重要股东二级市场合计增持1127.37亿元，减持1502.48亿元，净减持375.11亿元；月均净减持37.51亿元，较去年同期月均减持24.31亿元明显扩大，以此计算，全年净减持规模约450亿元。

图：重要股东二级市场增减持规模



数据来源：wind，招商证券

## 2019年资金面的几个重要影响因素



## 2019年展望—资金供给

### ■ 公募基金

- 考虑到后续市场情绪逐渐回暖，基金赎回会有所下降，基金发行量有望回升，保守估计2019年将继续为A股带来千亿增量资金。

### ■ 私募证券投资基金

- 资管新规的影响逐渐减弱，预计私募基金的规模会逐渐稳定；另一方面随着市场情绪改善，基金仓位会有所回升。如果以现有基金规模为基础，假设基金仓位提升至60%，则带来增量资金约500亿元。

### ■ 银行理财

- 在政策指引下，数家银行目前正在筹划理财子公司，意味着公募银行理财产品进行股票投资将逐步实现；以现有银行理财规模为基础，考虑到初期进行股票投资的比例不高，若在现有基础上提升0.25%，则将为A股带来约550亿元增量资金。

## 2019年展望—资金供给

### ■ 信托产品

- 2019年前6个月，信托产品到期规模为27274亿元，其中股票投资的部分约为1137亿元，假设下半年与上半年水平相当，则到期产品对股市流动性影响约为-2270亿元。假设新成立信托贡献增量资金为500亿元，则2019年全年信托带给股市的增量资金为-1770亿元。

### ■ 保险资金

- 如果按照今年前几个月的月均复合增速0.69%计算，2019年末保险资金运用余额为17.5万亿元，考虑到市场处于低位，保险资金加仓概率较大，假设股票和基金投资占比保持在较高水平13%，则2019年保险资金流入股市约1464亿元。

### ■ 社会保障资金

- 社保基金增量资金主要来自预算拨款和彩票公益金（500亿元），假设仓位10%；
- 基本养老保险基金委托投资合同资金到账，增量资金较2018年会有所增加；企业年金股票投资比例7.5%；
- 假设2019年职业年金入市能够顺利实施，股票投资比例7%~10%，目前的存量规模给A股带来增量资金约520~750亿元，考虑到资金入市节奏，保守估计第一年带来增量资金200亿元。

## 2019年展望—资金供给

### ■ 境外资金

- 今年9月，A股闯关成功，纳入富时罗素指数。根据富时罗素公布的纳入计划，第一阶段分三步完成，分别在19年6月、19年9月以及2020年3月实施。根据我们的测算，在2019年实施的两步带来增量资金约500亿元。同时，MSCI提出了调整A股纳入因子的计划。如果顺利通过，则2019年带来增量资金约2645亿元。在以上利好因素刺激下，2019年外资流入规模有望继续扩大，保守估计为3500亿元。

### ■ 融资余额

- 考虑到2019年市场上行概率大，融资余额会随投资者情绪改善逐渐提升，保守估计2019年融资净流入700亿元（年末融资余额到7800亿元，假设2019年回升至8500亿元）。

### ■ 股票回购

- 在各类政策的催化作用下，此轮回购潮有望延续，为A股提供更多的流动性支持。保守估计2019年股票回购规模约500亿元。

### ■ 分红

- 分红回流比例约25%，但是又考虑到今年市场总体降幅较大，投资者将分红进行再投资的意愿可能并不强，假设符合条件的资金中只有一半会回流，估算分红资金回流的规模约1300亿元。

## 2019年展望—资金需求

### ■ IPO

- 2019展望：随着沪伦通推进，CDR或将在2019年取得实质性进展。另外，11月初提出将在上海证券交易所设立科创板，有望在2019年落地，其对市场流动性的影响取决于上市标准和细则及推进节奏。综合以上因素考虑，2019年的IPO规模大概率较2018年提升，保守估计为2000亿元。

### ■ 增发与配股

- 保守估计2019年增发及配股募资金（剔除资产认购和大股东及其关联方认购）约3000亿元。

### ■ 限售解禁

- 如果以最新股价（11月15日收盘价）计算，2019年解禁规模约2.72万亿元。板块分布：主板1.69万亿元、中小板0.57万亿、创业板0.46万亿；从解禁类型分布来看，首发解禁1.4万亿元、定增解禁1.28万亿元、其他解禁304.8亿元。2019年解禁规模最高的月份为6月份。

## 2019年展望—资金需求

### ■ 重要股东减（增）持

- 考虑到资管新规的影响逐渐减弱，且2019年限售解禁规模较2018年有所下降，约下降12.3%，股东减持规模也会相应减少，我们预计2019年股东净减持规模约400亿元。

### ■ 其他

- 2018年上半年，A股市场成交总额为50.57万亿元，如果按照经纪业务平均佣金费率0.25‰、印花税率1‰，则手续费及佣金费为632亿元。2018年上半年融资余额平均约10022亿元，按照融资利率平均8.6%，则融资利息为431亿元。考虑到2019年市场上行概率较大，市场成交额会略有提升，如果提升10%，则成交量约为103万亿元，全年佣金费和印花税为1287亿元。2019年全年融资余额估计平均在8000亿元左右，则融资利息为688亿元。

## 资金持续流出A股的状态有望在2019年逐渐改善

表：2018年增量资金测算及2019年展望（2018/11/15）

项目	2018年	2019年
公募基金	900	1000
私募证券基金	-560	500
银行理财	-210	550
保险机构	1123	1464
信托产品	-1960	-1770
社会保障类	257	480
境外资金	2993	3500
融资净买入	-2417	700
股票回购	506	500
分红回流（扣除大股东等）	1300	1300
合计（资金供给）	1932	8224
<b>IPO</b>	1270	2000
增发与配股	2074	3000
重要股东净减持	450	400
佣金及印花税	1175	1287
融资利息	798	688
合计（资金需求）	5767	7375
<b>净流入</b>	<b>-3835</b>	<b>849</b>

## 其他潜在资金供给

### ■ 国资（国有资本投资运营公司及地方国资）

- 目前国有资本运营公司成立基金目标金额为9000亿元，其中部分资金会参与上市公司定增，则投资上市公司比例每增加一个百分点，就会带来增量资金900亿元，不过基金对应资金并未全部到位，实际增量资金并没有这么高；
- 另外，各地方国资成立纾困基金，目前目标规模大约为900亿元，假设首期募集比例为20%，则对应带给上市公司流动性为180亿元。

### ■ 私募股权投资基金

- 私募股权投资基金目前规模为7.5万亿元，PE用于投资上市公司非公开发行股份的比例每增加1%，则对应带来增量资金约750亿元。

# 冯虚御风，踏浪而行——动能切换

周期轮回：下行式宽松与流动性陷阱

冯虚御风：如何应对这种局面

踏步前行：资本市场新时代

供需改善：A股流动性展望

**动能切换：企业盈利展望**

涅槃重生：主题投资展望

历史低位：估值比较

冯虚御风，踏浪而行：总结

## 动能切换—企业盈利展望

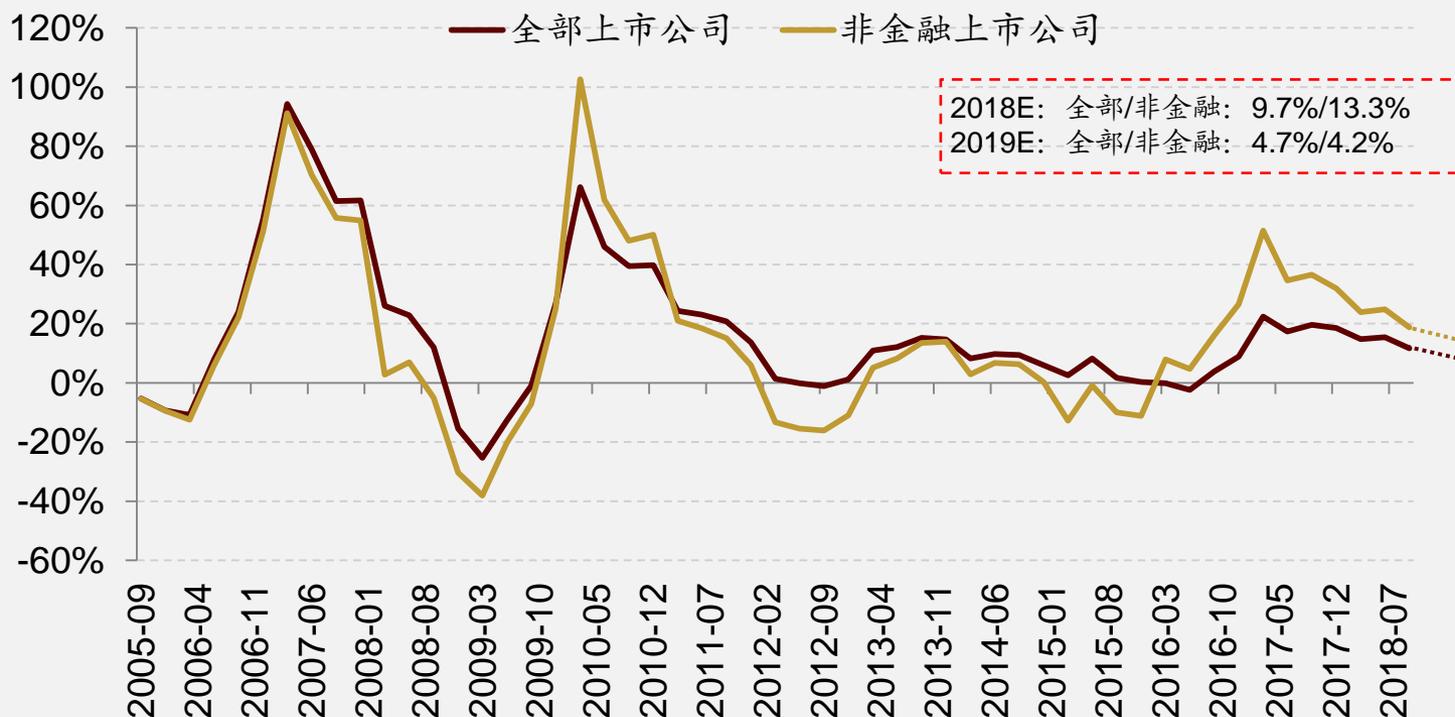
---

- 2018年A股整体上市公司的业绩增长缓慢回落，预计全年累计净利润增速约为9.7%。2019年经济增长下行压力较大，在上一期高基数的基础下上市公司业绩增速将回落至4.7%附近。随着工业品价格支撑动能减弱以及过往同期的高基数，明年资源品行业的盈利增长乏力。中游制造利润受到上游资源品和下游消费品的双重挤压，未来利润增速将进一步回落至更低的水平。消费服务行业盈利性相比其他行业较有保障，必选消费品相比可选消费品的需求更加具有刚性。预计商誉问题将在2018年年报中迎来一波出清，进入2019年以后，信息技术行业将在内生增长以及并购政策放松的带动下迎来业绩改善。

## 动能切换—总体预判—未来业绩增长放缓

在供给侧改革因素弱化以及盈利高基数的基础下，资源品行业的净利润增长或较大幅度回落；中游制造行业的利润将进一步受到上下游产业的挤压；消费服务行业盈利性将相对稳定，部分地产后周期行业的盈利性大概率受损；信息技术行业受到商誉减值的冲击将弱化，内生增长以及并购重组政策预期的好转将在一定程度上利好信息技术行业。

图：上市公司历年累计净利润增速及预测



数据来源：wind，招商证券

## 动能切换—总体预判—未来业绩增长放缓

表：2018年和2019年盈利估测表

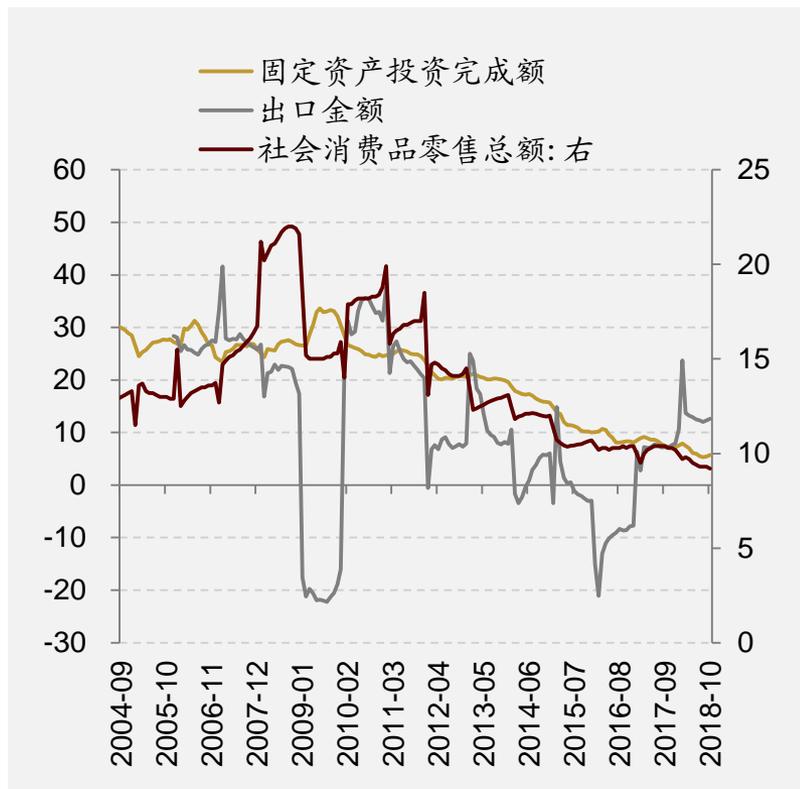
	净利润（亿元）		净利润增速（%）	
	2018E	2019E	2018E	2019E
全部	38641	40447	9.7	4.7
金融	19939	20952	4.8	5.1
非金融	18702	19496	13.3	4.2
非金融石油石化	18934	19738	10.3	4.2
主板	38641	36403	9.7	4.5
中小板	2743	2825	2.3	3.0
创业板	1063	1220	5.3	14.8
资源品	5415	5415	34.8	0.0
中游制造	5615	5615	0.7	0.0
消费服务	3326	3705	16.7	11.4
医疗保健	1250	1338	9.7	7.0
信息科技	1592	1722	0.6	8.2
金融地产	20359	21479	6.0	5.5
公用事业	1082	1172	6.3	8.3

数据来源：wind，招商证券

## 动能切换—总体预判—未来业绩增长放缓

目前来看，中国经济增势明显放缓；三季度GDP增速已经回落至6.5%，前三个季度GDP累计增速相比2017全年增长下滑0.2%。固定资产投资在制造业拉动下未出现快速下行，但基建投资尚未有明显起色，投资增长依然乏力。消费增长处于回落中，可选消费品面临销量下滑风险。出口方面受贸易摩擦影响不确定性提升，人民币汇率贬值将对冲一部分贸易摩擦压力。

图：拉动经济增长的“三大马车”，累计增速放缓



数据来源: wind, 招商证券

图：经济增长和上市公司盈利



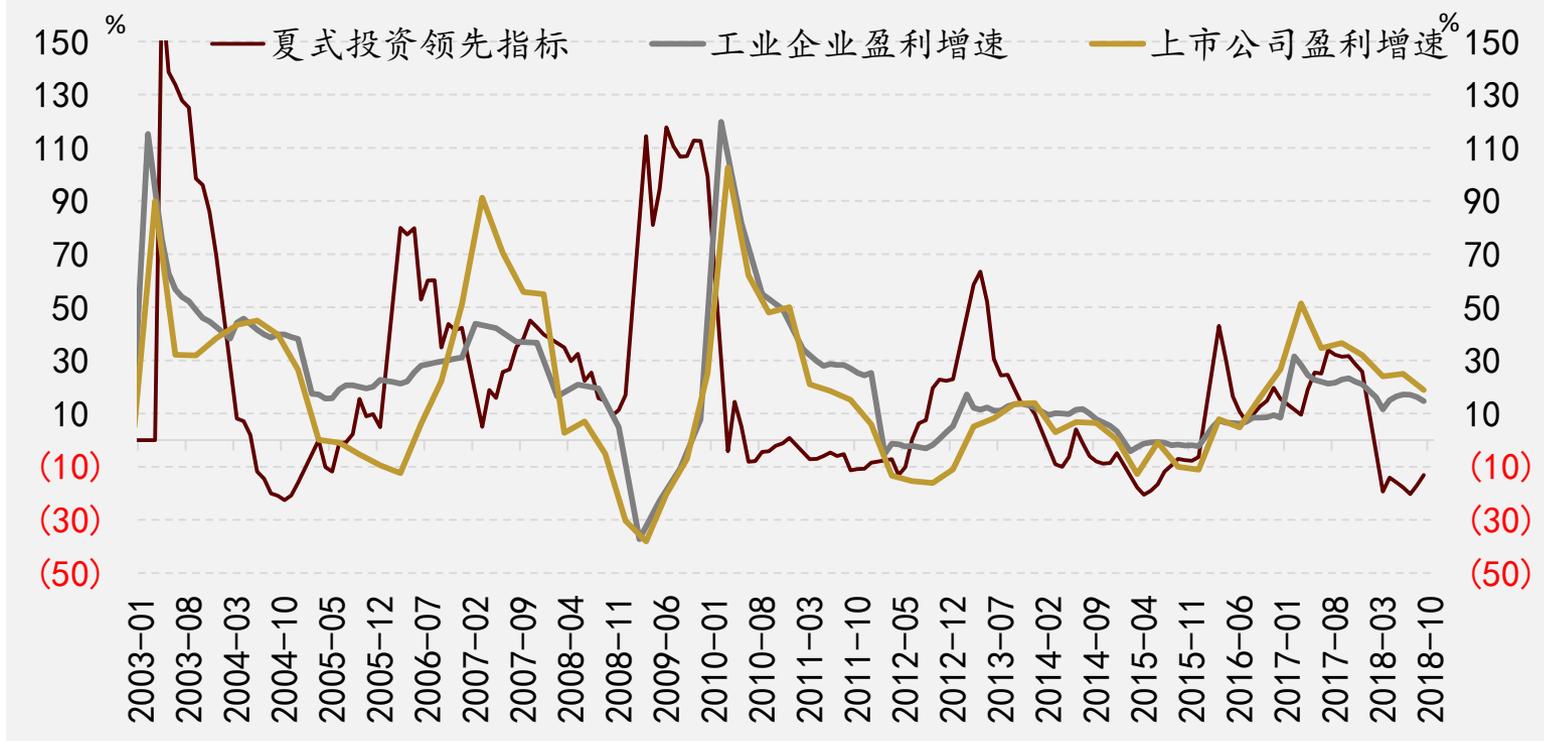
数据来源: wind, 招商证券

## 动能切换—总体预判—未来业绩增长放缓

整体来看，**2019年中国宏观经济下行压力较大**。在这样的经济背景下，再叠加上一期增速高基数，**上市公司业绩增长将持续回落**。

而目前的环境是经济增长持续下行，利率下行，企业盈利增速处于缓慢回落中，**预计2019年上市公司业绩增长持续下行至个位数**。

图：投资领先指标和企业盈利增速的走势

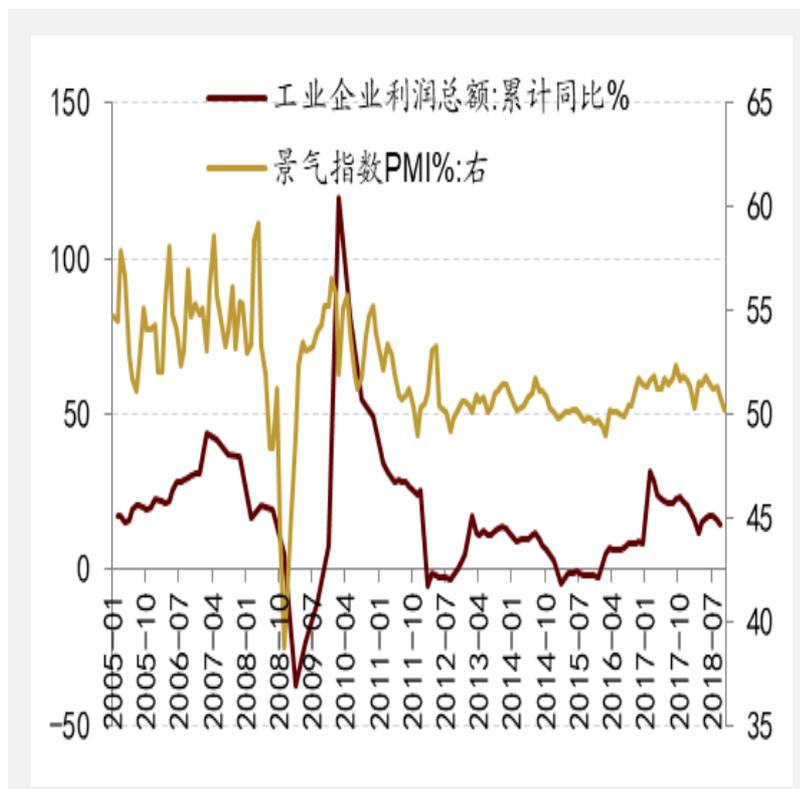


数据来源：wind，招商证券

## 动能切换—总体预判—未来业绩增长放缓

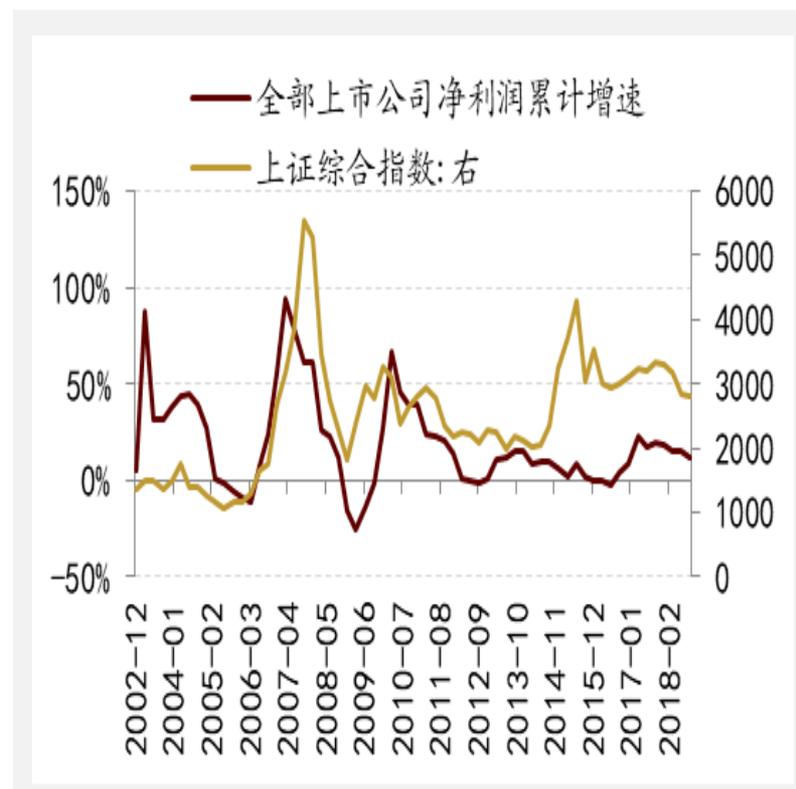
而在企业盈利下行阶段，上市公司业绩对于市场的驱动力减弱，**盈利情况可看作是市场判断的辅助性指标**。在企业盈利上行阶段往往伴随着市场行情走强；但是当风险偏好提升，市场由熊市转为牛市的阶段，企业盈利并不总是随之改善

图：景气指数一般领先于工业企业的利润增速变动



数据来源：wind，招商证券

图：上市公司盈利和大盘走势



数据来源：wind，招商证券

## 动能切换—大类行业-盈利驱动因素分化

➤ 在供给侧改革弱化以及高基数的背景下，资源品行业的盈利增长将大概率下滑。

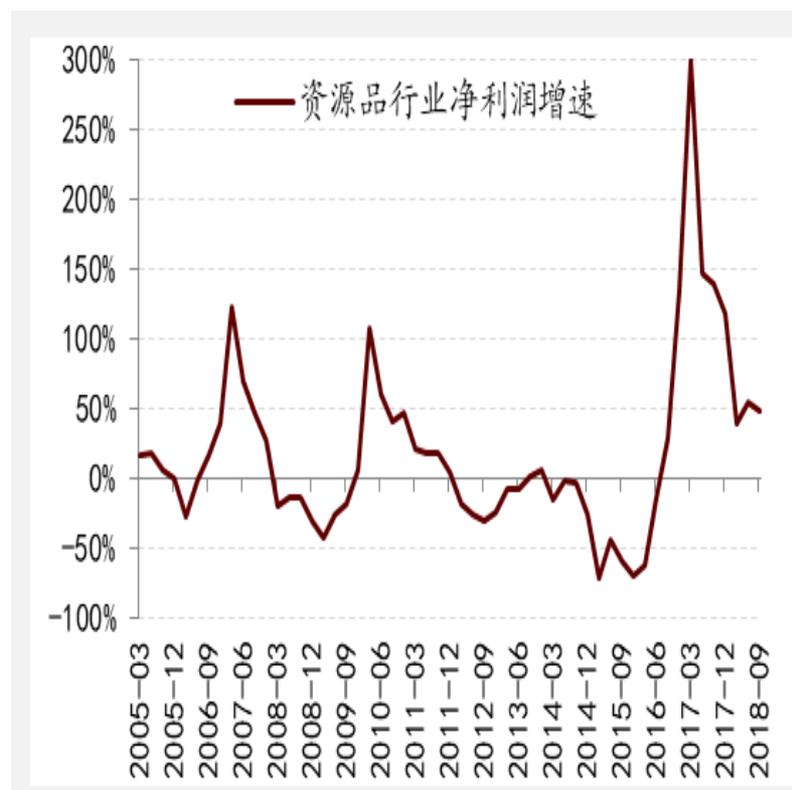
本轮资源品类上市公司的业绩增长在2017年一季度见顶，预计将在明年的二季度回落到相对低位，2019年全年资源品行业的净利润累计增速回落至0附近。未来随着工业品价格支撑动能减弱以及过往同期的高基数，明年资源品行业的盈利增长乏力。

图：工业品价格指数



数据来源：wind，招商证券

图：资源品行业净利润增速



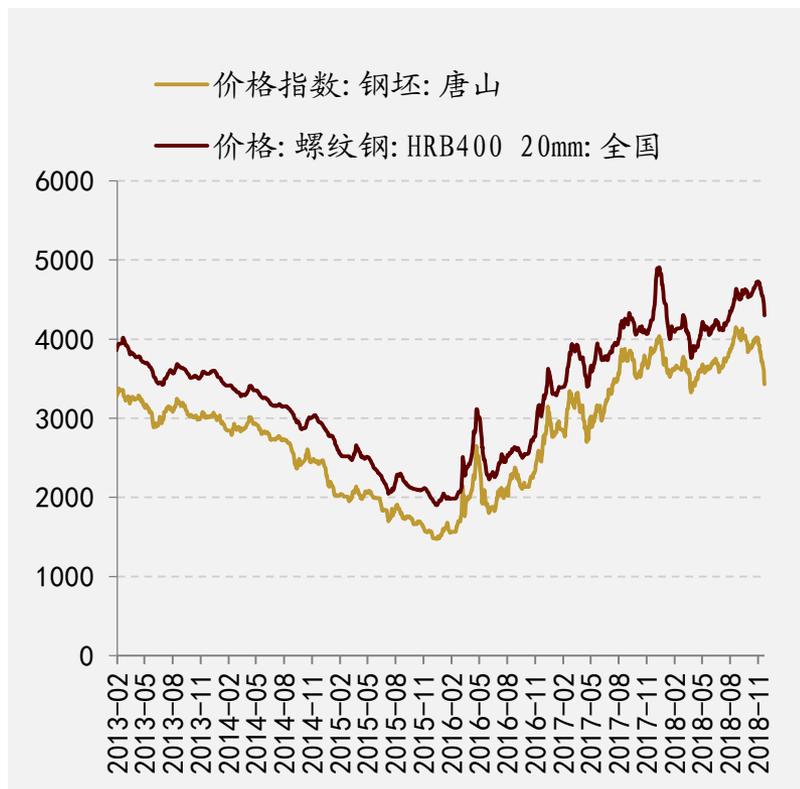
数据来源：wind，招商证券

注明：2017Q1增速较高，此处简化处理为300%

## 动能切换—大类行业-盈利驱动因素分化

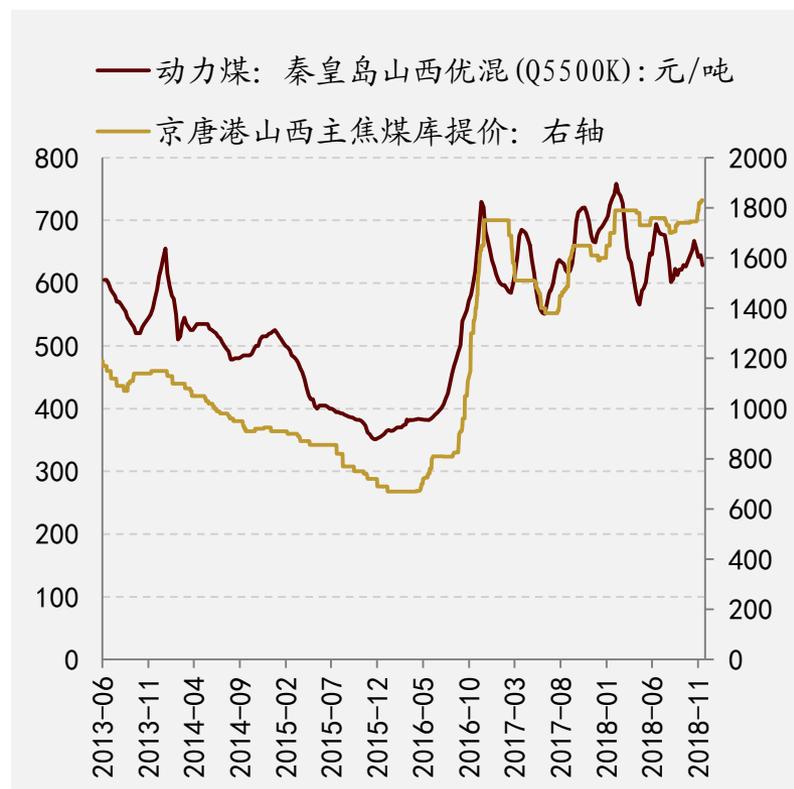
从细分行业来看，冬季需求淡季使得钢材价格承压，钢坯、螺纹钢的价格出现回调；煤炭库存整体处于高位，动力煤和焦煤等价格上行动力不足，若冬季用电量增多那么需求回暖将抵消库存高位对煤炭价格的抑制作用。

图：近期螺纹钢和钢坯价格回落



数据来源: wind, 招商证券

图：动力煤价格处于高位放缓中

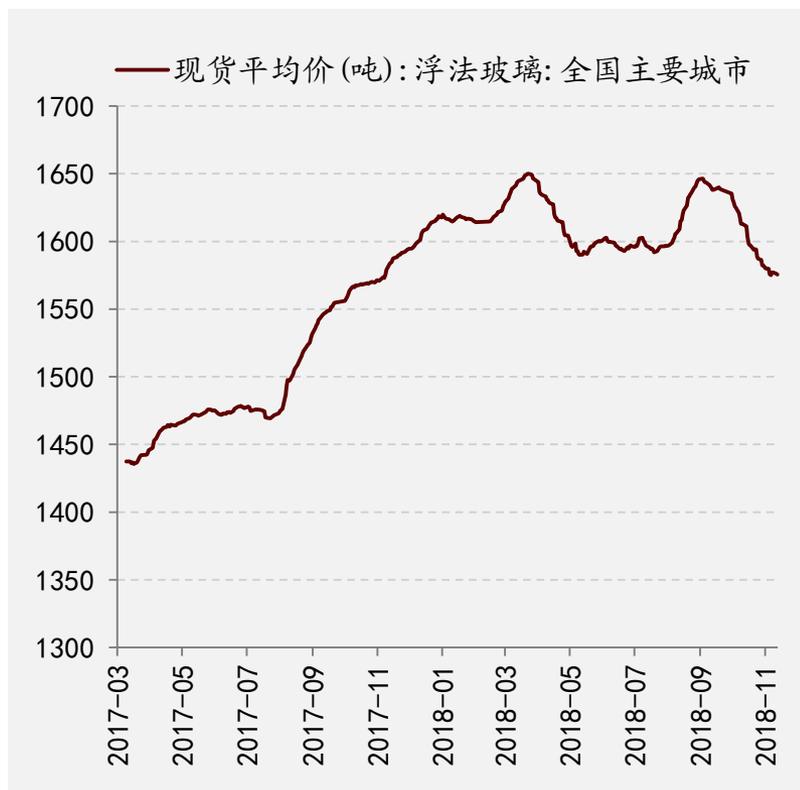


数据来源: wind, 招商证券

## 动能切换—大类行业-盈利驱动因素分化

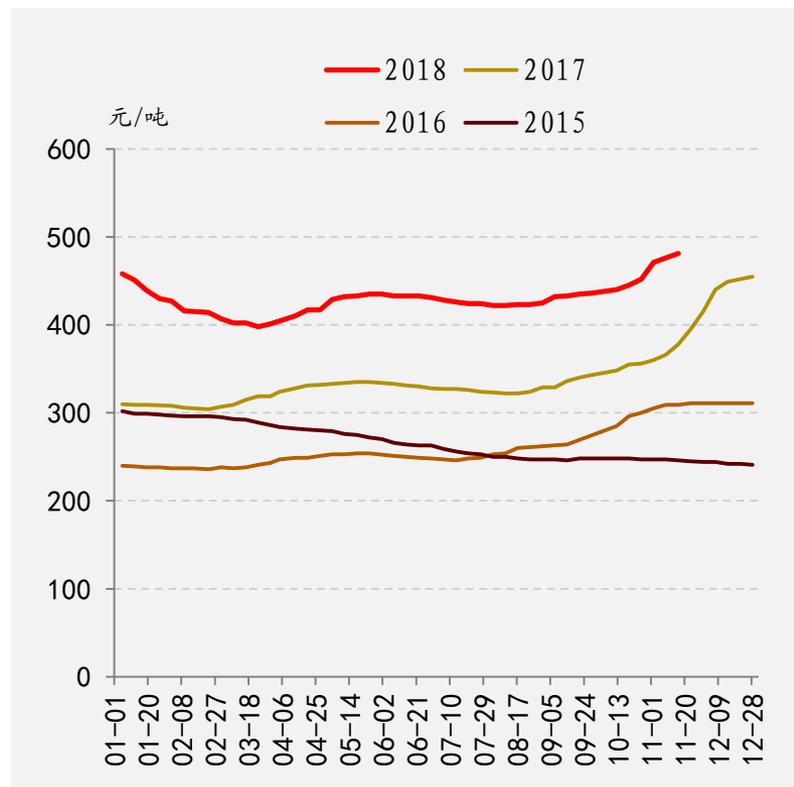
建材方面价格表现较为分化，玻璃价格自九月以来持续下滑，但水泥价格自2016年以来不断上涨，预计未来基建和房地产投资将对水泥的价格有一定的托底作用。

图：九月以来玻璃价格持续下降



数据来源: wind, 招商证券

图：水泥价格处于高位

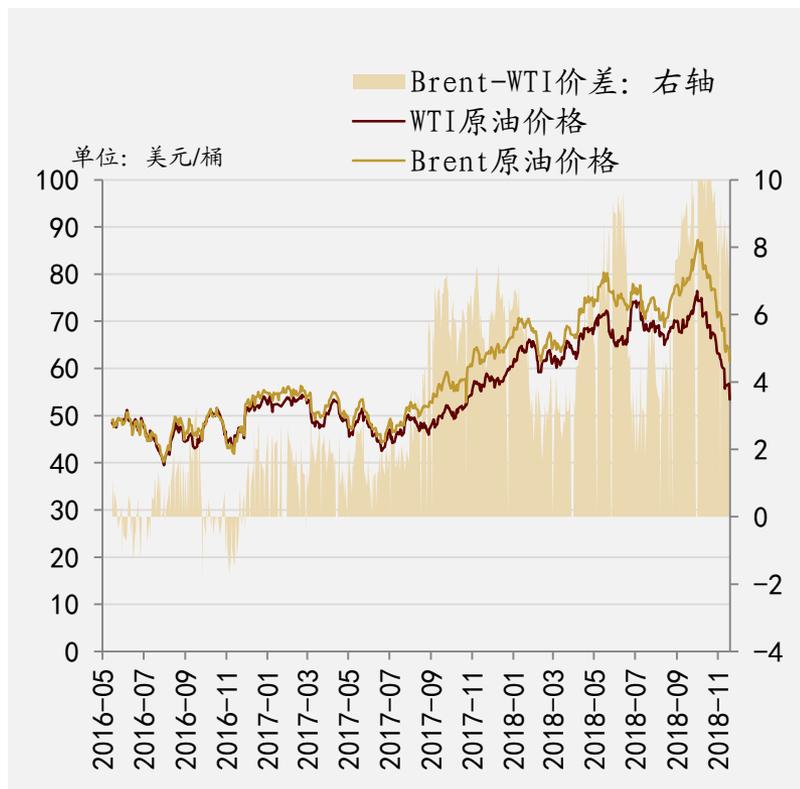


数据来源: wind, 招商证券

## 动能切换—大类行业-盈利驱动因素分化

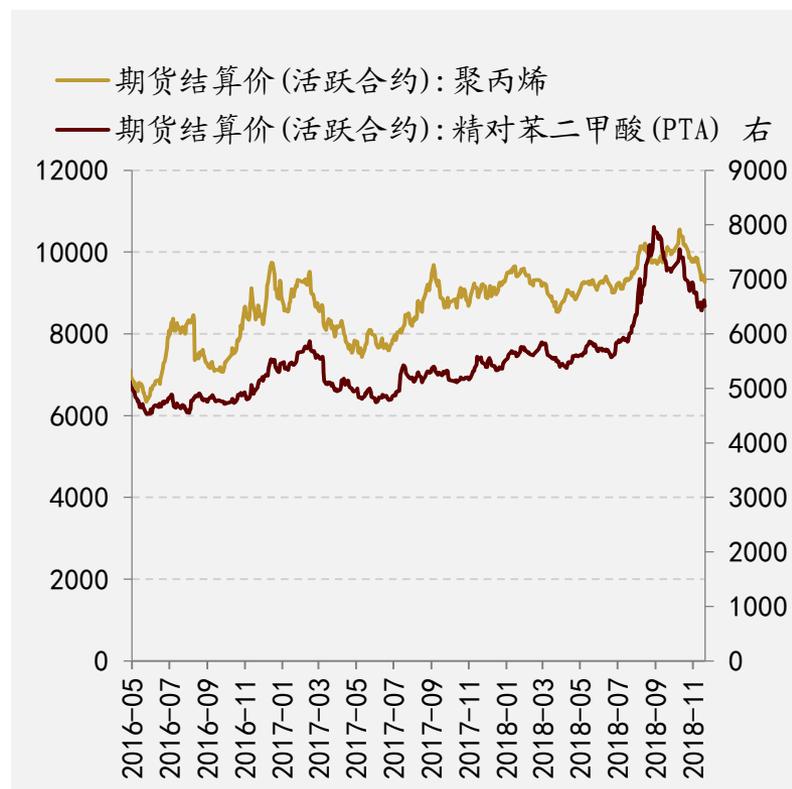
WTI和布伦特创下下一年内新低，预计后市油价或维持弱势运行；成本端的原油价格对于化工品价格支撑乏力。

图：WTI和布伦特双双创下下一年内新低



数据来源：wind，招商证券

图：近期大多数化工品价格下挫



数据来源：wind，招商证券

## 动能切换—大类行业-盈利驱动因素分化

► 中游制造行业利润受到上下游产业的双重挤压。

中游制造行业2018年前三个季度净利润增速回落至个位数增长，预计未来将进一步回落。中游制造利润受到上游资源品和下游消费品的双重挤压，目前净利润增速已经回落至较低的水平；2019年制造业投资增速将大概率回落，中游行业的业绩增长将回落至更低的水平。

图：中游制造行业盈利增长快速回落



数据来源：wind，招商证券

图：2016年起，CPI没有跟随PPI走高



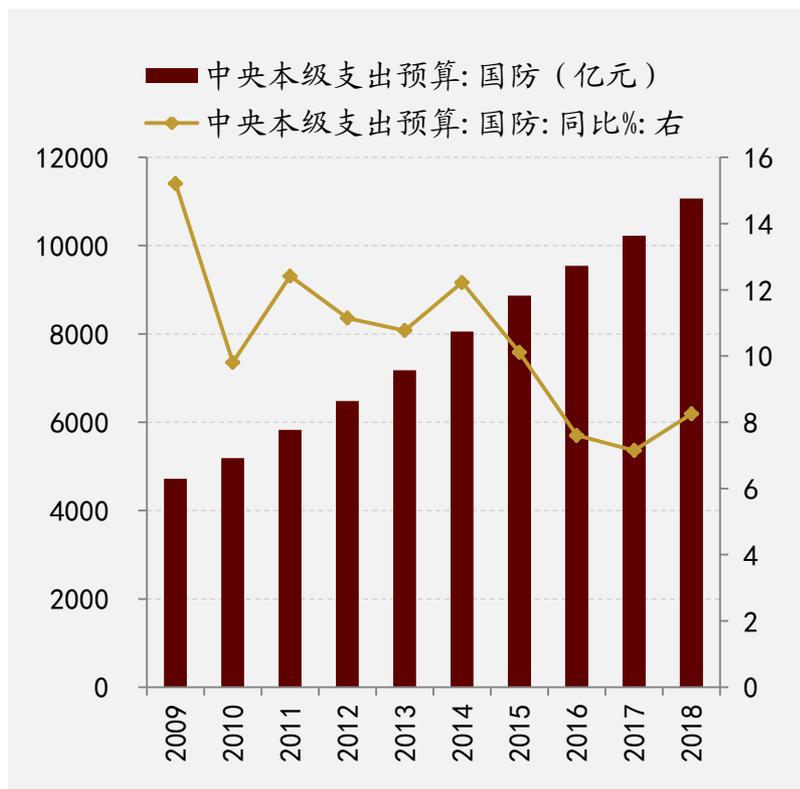
数据来源：wind，招商证券

## 动能切换—大类行业-盈利驱动因素分化

国防预算支出对于军工业绩有一定支撑，军费支出加速上升将会逐渐带动板块盈利改善。

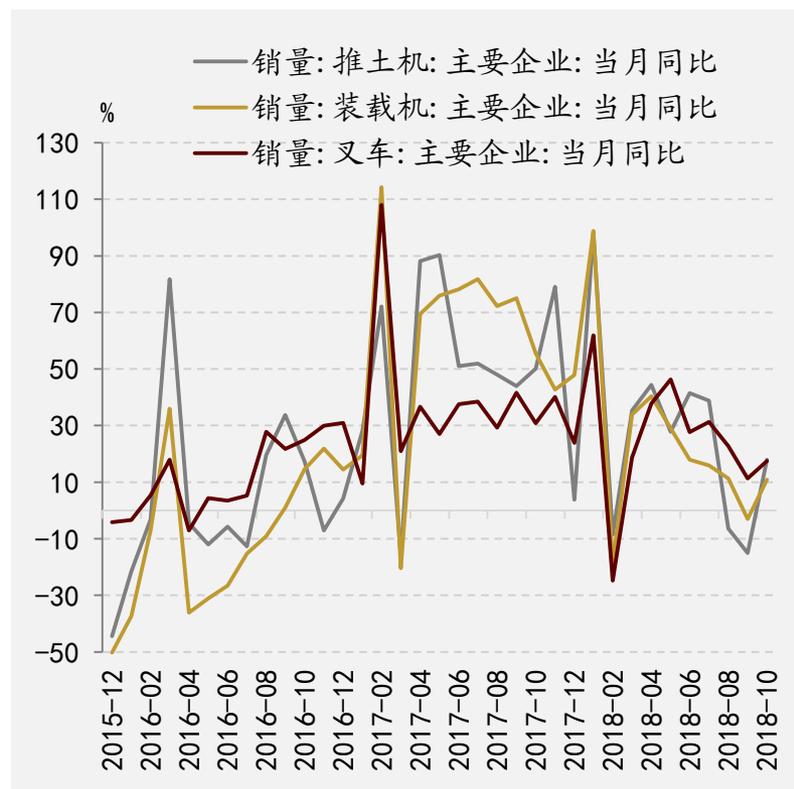
机械设备行业逐步进入业绩释放期，特别是工程机械业绩表现最为稳定，其中以挖掘机为首的工程机械销量保持在较高的增长水平。十月挖掘机销量超预期回升至44.9%，同时装载机销量同比由负转正，基建投资回升将加大对于工程机械的需求。

图：国防预算在2018年加速上升



数据来源: wind, 招商证券

图：十月工程机械销量增长回暖

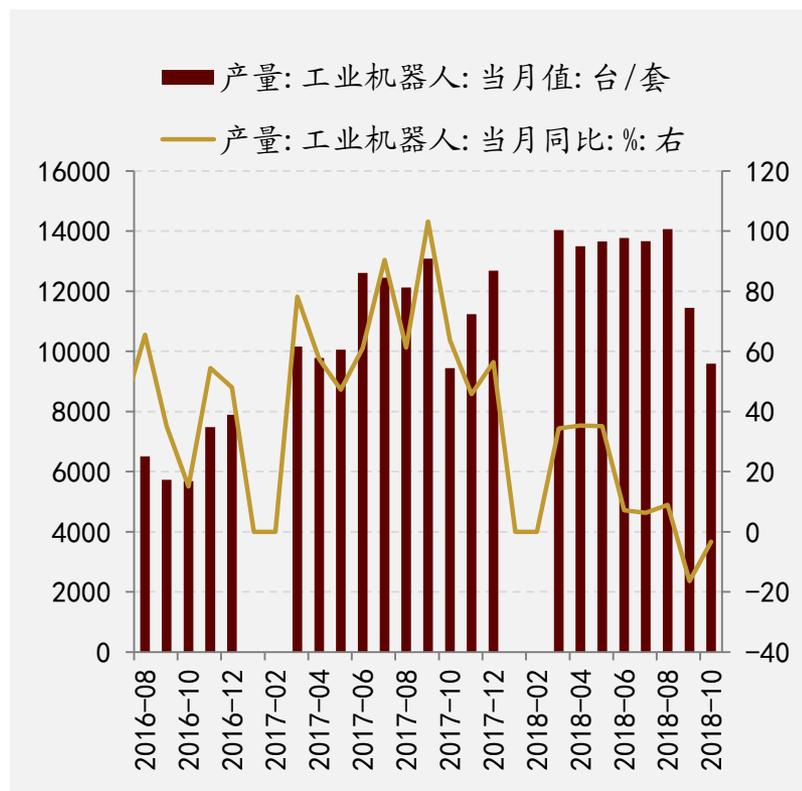


数据来源: wind, 招商证券

## 动能切换—大类行业-盈利驱动因素分化

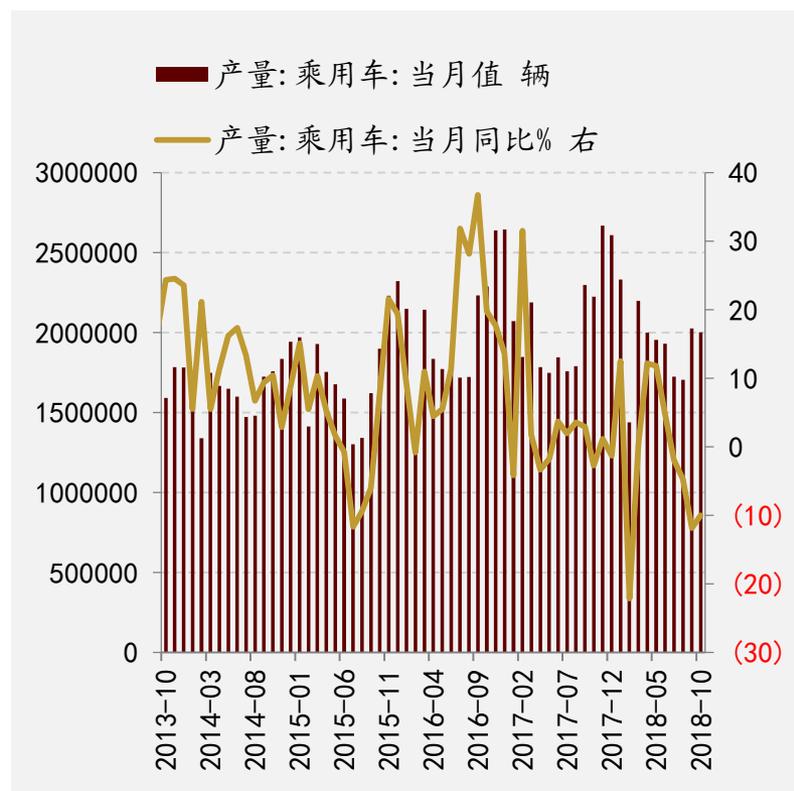
智能装备方面，工业机器人需求持续放缓。乘用车产量放缓对于工业机器人需求造成较大冲击，同时国产机器人市占率受外资品牌挤压，十月工业机器人产量依然维持负增长，汽车产量下降以及整车厂生产线工业机器人普及率的提升都对于工业机器人的需求量大大减少。**整体来看，生产线自动化智能装备的需求表现疲弱。**

图：工业机器人产量同比回落3.3%



数据来源: wind, 招商证券

图：乘用车增长持续下滑，对工业机器人需求减弱

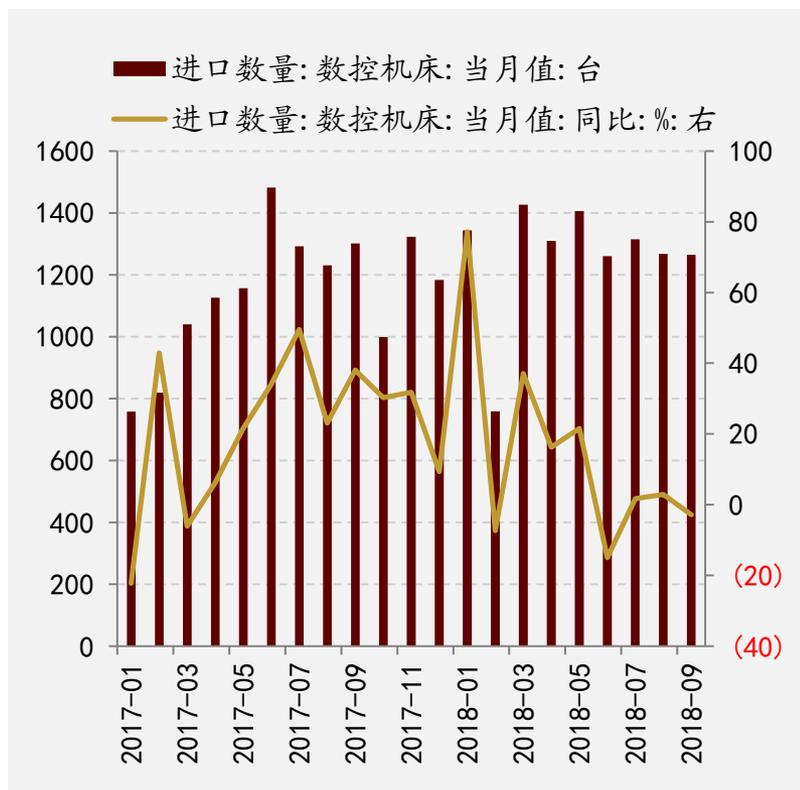


数据来源: wind, 招商证券

## 动能切换—大类行业-盈利驱动因素分化

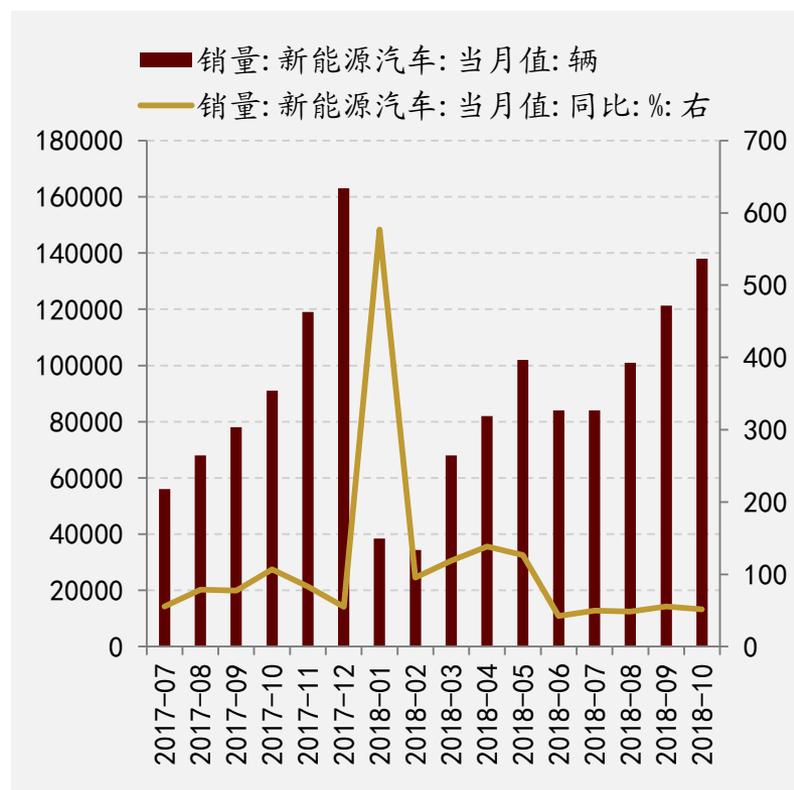
数控机床的需求趋于平稳，新能源车销量成为车市趋冷下的亮点。

图：数控机床进口数量平稳



数据来源: wind, 招商证券

图：新能源车销量为车市亮点



数据来源: wind, 招商证券

## 动能切换—大类行业-盈利驱动因素分化

➤ 消费行业盈利性较有保障，必选消费相对可选消费更具刚性。

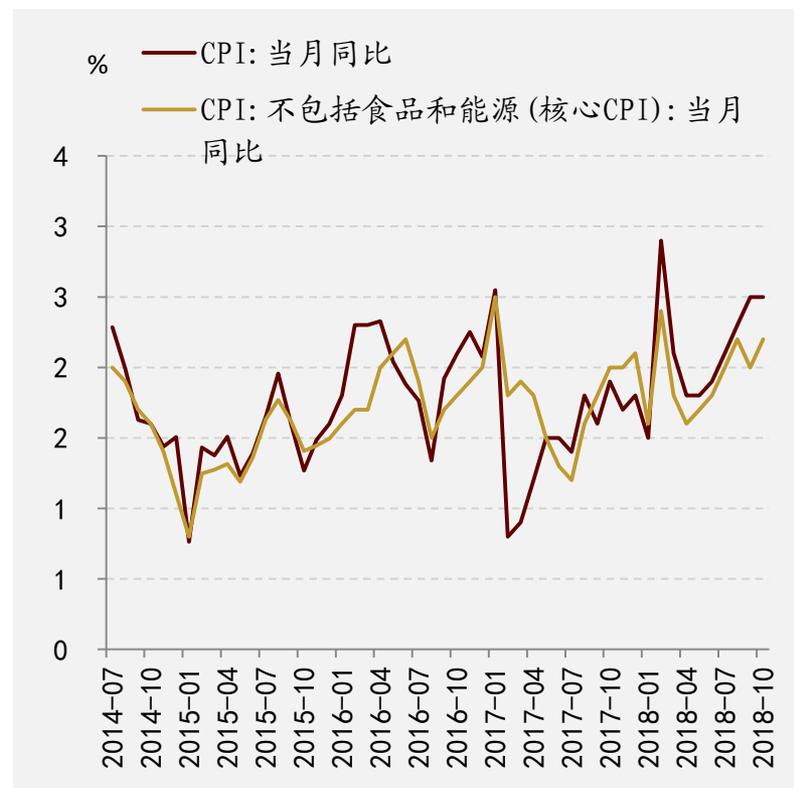
过去几个季度消费服务行业的净利润增速维持在20%左右，盈利性相比其他行业较为保障，预计**2019年消费服务行业的净利润增速将较大幅度回落至11.4%**。一般而言，必选消费品相比可选消费品的需求更加具有刚性，食品饮料等行业的盈利增长维持在高位，家电等地产后周期行业可能会受到一定的压制。

图：近几个季度消费行业净利润增长约为20%



数据来源：wind，招商证券

图：通胀上行动力不足

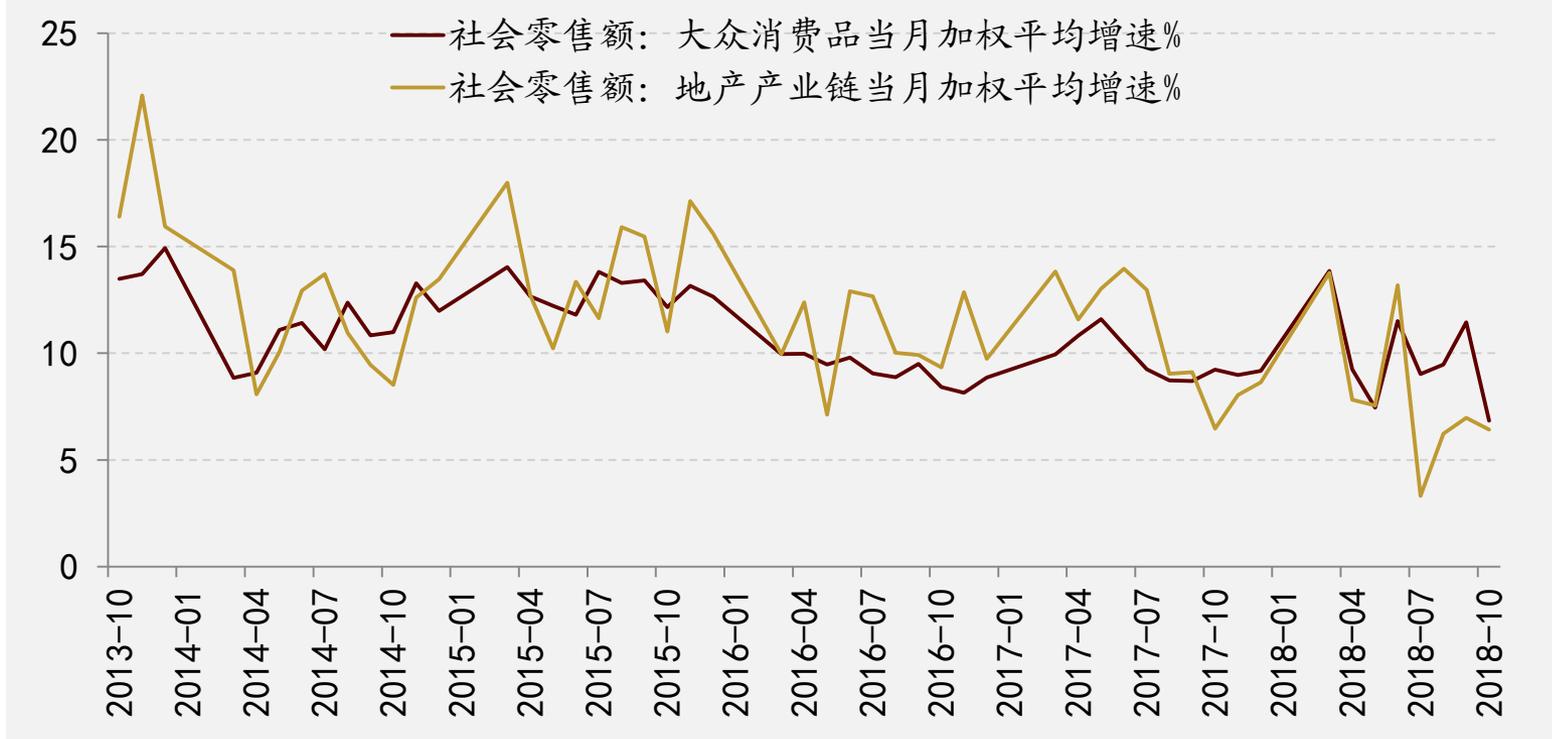


数据来源：wind，招商证券

## 动能切换—大类行业-盈利驱动因素分化

楼市调控趋于严格将进一步抑制地产产业链的相关消费（如空调和家具），而提高个人所得税起征点、个税专项附加扣除细则等政策密集发布将会刺激消费，增强居民对于大众品的消费意愿（如粮油食品、日用品、化妆品和服装纺织）。预计后续影响消费的因素主要集中在猪肉价格走弱、原油价格回调、地产后周期消费需求减弱。

图：大众消费品零售额增长好地产产业链相应增速



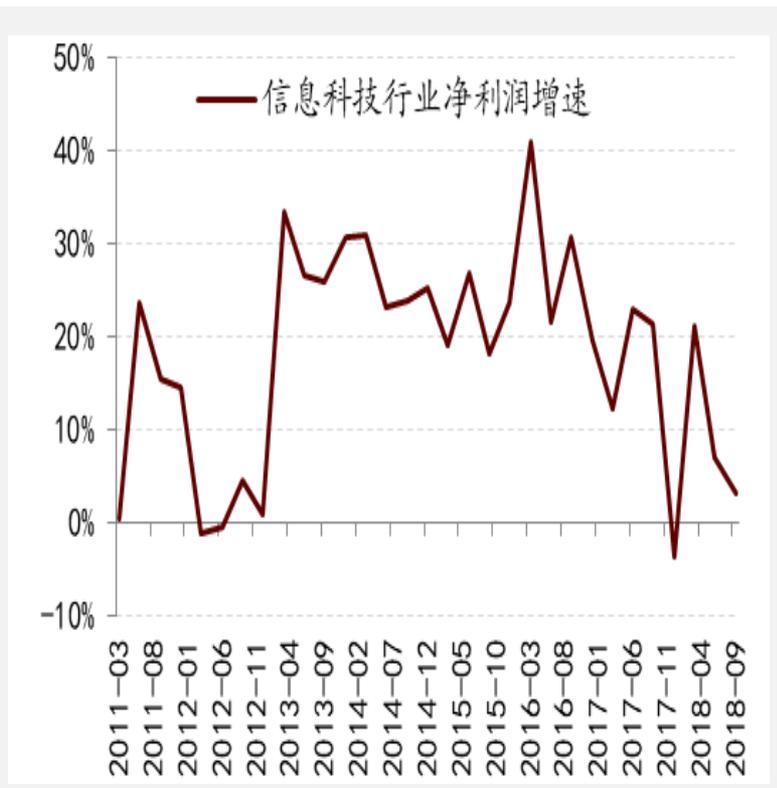
数据来源：wind，招商证券

## 动能切换—大类行业-盈利驱动因素分化

► 商誉出清以及并购政策放松将带动信息技术行业业绩改善。

信息科技行业净利润增长在进入今年一季度之后，业绩迎来一波反弹后回落至下行区间。目前来看，传媒、电子、计算机等行业的商誉减值风险较大，对于业绩的不确定性较大；**预计商誉问题将在2018年年报中迎来一波出清，进入2019年以后，信息技术行业的内生增长以及并购政策的放松将带动业绩改善。**

图：信息科技行业净利润增速



数据来源：wind，招商证券

图：信息技术行业固定资产投资增速



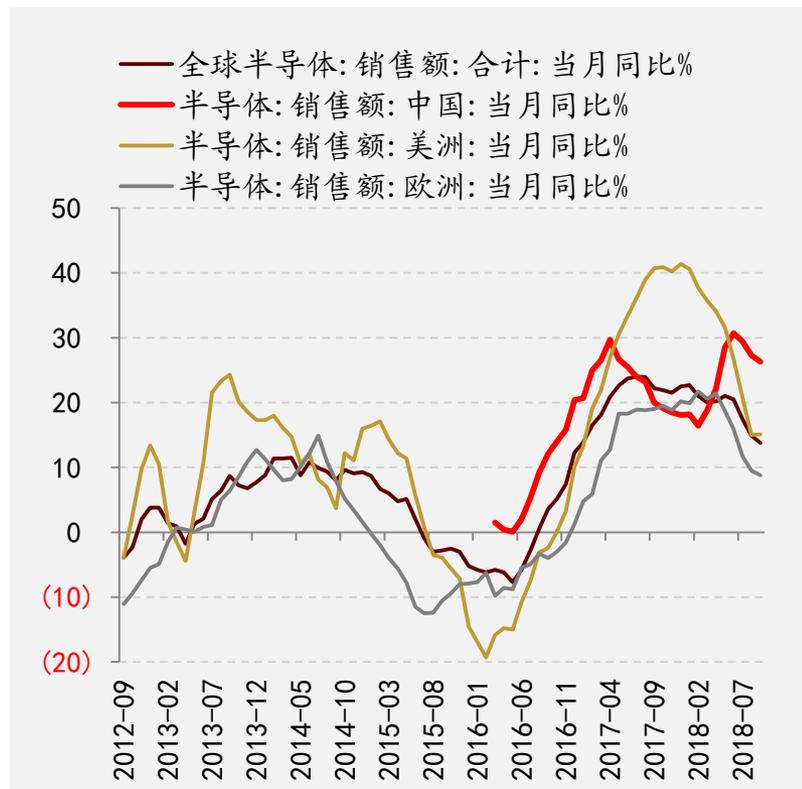
数据来源：wind，招商证券

## 动能切换—大类行业-盈利驱动因素分化

全球半导体销售额增长仍处高位但增速放缓，预计未来行业增速或回落。短期国内中高端集成电路的需求仍依赖于进口，但后期随产能逐步投放和技术升级，局面有望改善。

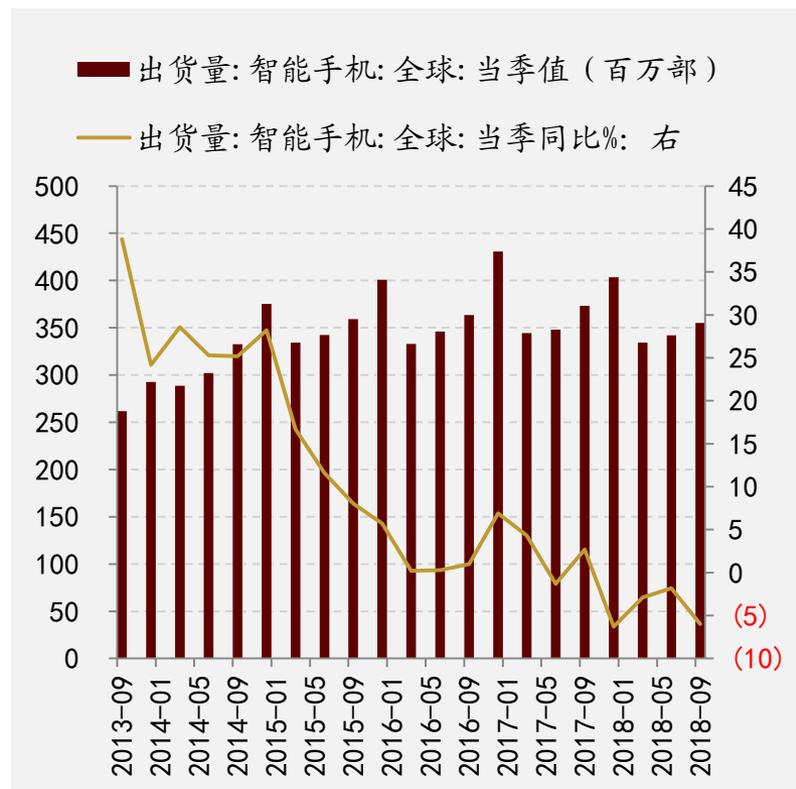
全球智能手机出货量持续走弱，2018年三季度全球出货量增速跌至-6.00%。预计短期内全球智能手机出货量或小幅回落，后期5G商用可能引起大规模换机潮。

图：全球各地区半导体销售额均小幅回落



数据来源: wind, 招商证券

图：三季度全球智能手机出货量增速下滑至-6.00%



数据来源: wind, 招商证券

## 动能切换—大类行业-盈利驱动因素分化

随着高新技术的快速进步以及5G商用的临近，通信设备商未来仍高速投入生产设备所需，设备产量有望在下半年继续保持增长态势；回溯3G和4G时代帷幕拉开之前总是伴随着基站数量的大幅上升。

图：移动通信基站设备数量增长明显提速



数据来源: wind, 招商证券

图：互联网移动流量需求依然高涨



数据来源: wind, 招商证券

## 动能切换—风格选择—中小创有望占优

➤ 中小创板块更加受益于流动性改善以及风险改善。

在业绩下行且不确定性增强的环境下，以中小创为首的公司更加受益于流动性改善、风险偏好的提升以及并购重组政策预期的好转。**2019年开始**，主板增速继续回落，商誉减值对创业板冲击减弱，并购周期有望再起，创业板业绩有望优于主板。

图：业绩下滑区间，沪深300走势相对创业板弱势



数据来源：wind，招商证券

图：主板和创业板净利润累计同比增速及预测值



数据来源：wind，招商证券

## 动能切换—风格选择—中小创有望占优

➤ 商誉隐患对于创业板业绩的影响将进一步弱化。

2015年开始，并购和商誉减值开始对创业板带来明显影响，特别是对创业板业绩增速产生了明显的影响。2017年，创业板表观增速为8.8%，并购带来的利润增量为73.2亿，商誉减值79亿，在不考虑并购和商誉减值的情况下，创业板实际增速为23.7%。

表：创业板2018至2020年业绩增速测算（剔除温氏、宁德时代、坚瑞沃能和乐视网口径）

	创业板并购并表 增加商誉（亿元）	并购带来的 利润增量（亿元）	商誉减值 （亿元）	剔除商誉和并购并 表后增速	创业板 表观增 速	并购和商誉 减值对创业 板业绩贡献
2015A	729	46.2	20	10.5%	21.1%	10.6%
2016A	738	124.0	20	11.0%	34.0%	23.0%
2017A	652	73.2	79	23.7%	8.8%	-14.9%
<b>2018E</b>	<b>464</b>	<b>62.9</b>	<b>164</b>	<b>15.0%</b>	<b>5.3%</b>	<b>-9.7%</b>
<b>2019E</b>	<b>464</b>	<b>46.9</b>	<b>164</b>	<b>15.0%</b>	<b>14.8%</b>	<b>-0.2%</b>
2020E	464	46.4	131	15%	16.5%	1.5%

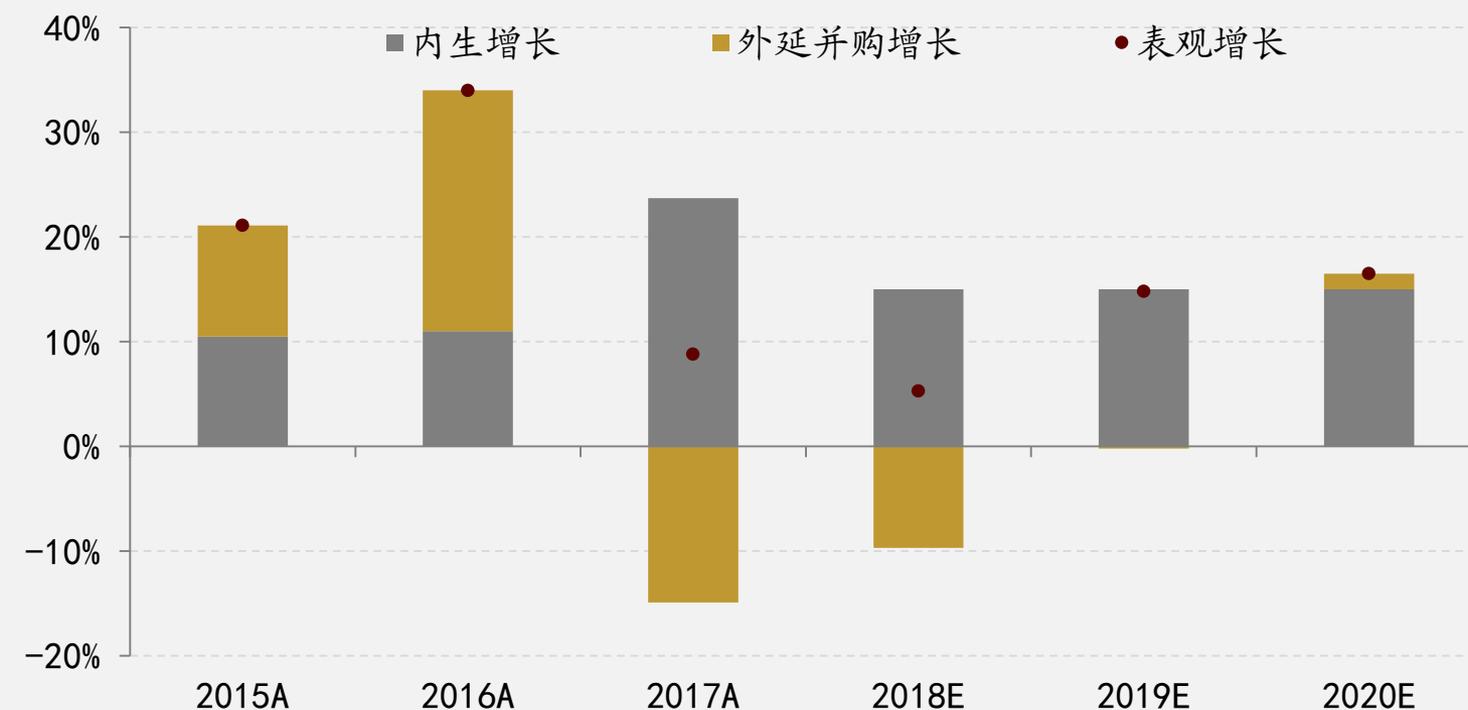
数据来源：wind，招商证券

说明：测算假设（1）2018年上半年并购规模能够保持，则2018年开始每年并购并表增加的商誉为464亿。（2）商誉减值计提与历史商誉增量的关系为线性。（3）并购并表贡献利润与历史商誉增量存在线性关系。（4）假设2018~2020年剔除商誉和并购并表后增速为2015~2017年平均增速为15%。

## 动能切换—风格选择—中小创有望占优

预计2018年创业板剔除温氏、宁德、坚瑞沃能、乐视网后的表观增速将会较2017年继续下滑，2019年开始，商誉减值对净利润增速的影响基本消除，2019年开始，创业板业绩增速迎来拐点。

图：创业板业绩增速测算（剔除温氏、宁德时代、坚瑞沃能和乐视网口径）

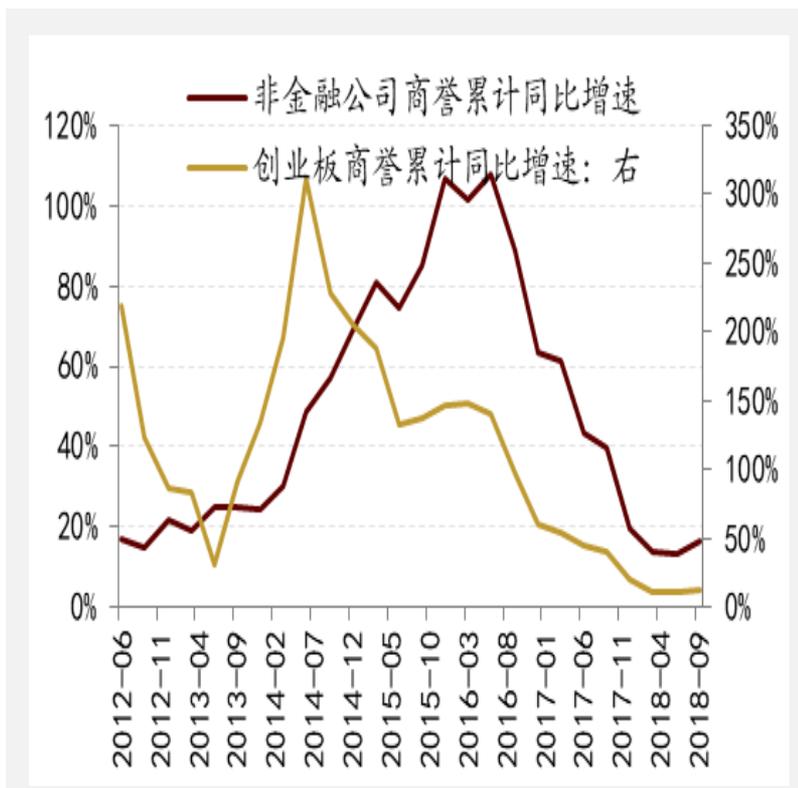


数据来源：wind，招商证券

## 动能切换—风格选择—中小创有望占优

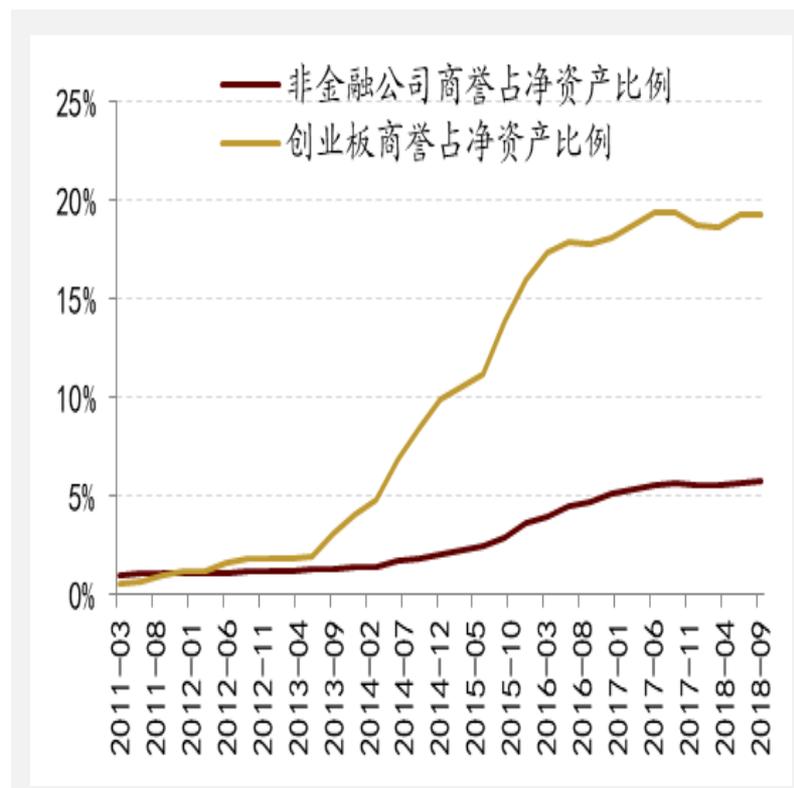
商誉总量未出现大规模上升，商誉占净资产比例趋稳。截至2018年三季报，全部上市公司存量商誉合计1.45万亿元，2017年为1.26亿元。创业板前三季度商誉累计增速相比中报提升1.6个百分点至12.4%，存量商誉依然有待消化。创业板商誉占净资产的比例几乎与中报持平，无明显上升的趋势。2018年以来存量商誉并未出现大幅增多。

图：商誉增长趋稳



数据来源：wind，招商证券

图：创业板商誉占净资产比例大约为19.3%

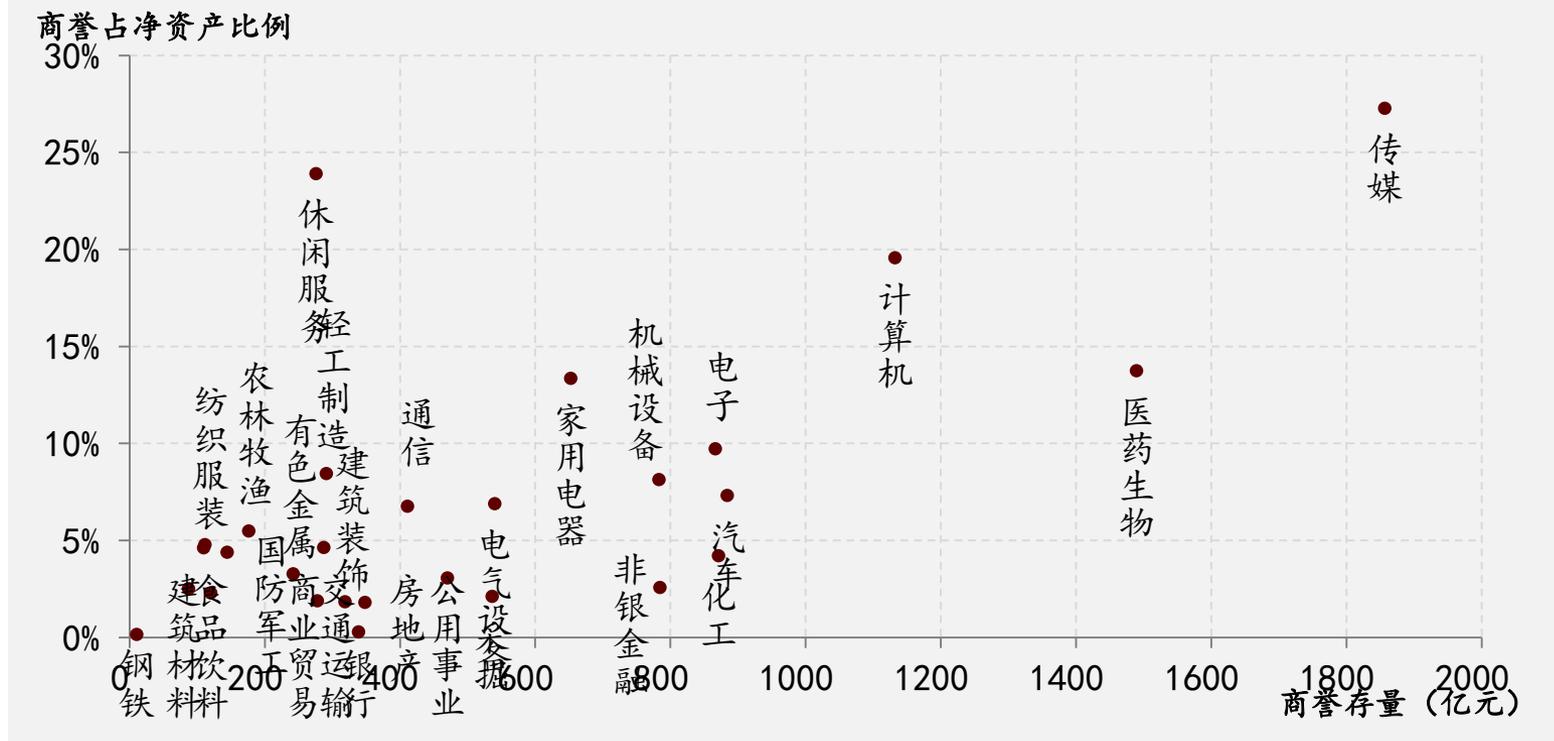


数据来源：wind，招商证券

## 动能切换—风格选择—中小创有望占优

商誉分布呈现结构性特征，传媒、医药生物、计算机等行业商誉问题较为突出。传媒行业商誉占净资产的比例较高；参考2018年年报业绩预告，不少传媒公司对于可能存在的商誉问题进行风险提示。而其他行业的商誉存量和占净资产的比例处于相对低位。

图：截至2018年三季报，不同行业商誉和商誉占净资产比例的分布



数据来源：wind，招商证券

## 动能切换—行业配置—高景气细分领域汇总

► 基建和房地产对经济有一定的托底作用，关注工程机械、建材。

机械设备板块整体收入和盈利增速放缓，其中工程机械销量良好为业绩带来支撑，尤以专用设备行业的盈利增长持续性较强。

专用设备制造业固定资产投资完成额呈快速上行势头；盈利能力处于修复中，去库存后行业出清效果明显。

图：专用设备制造投资完成额增长较快



数据来源：wind，招商证券

图：专用设备行业ROE（TTM）持续好转

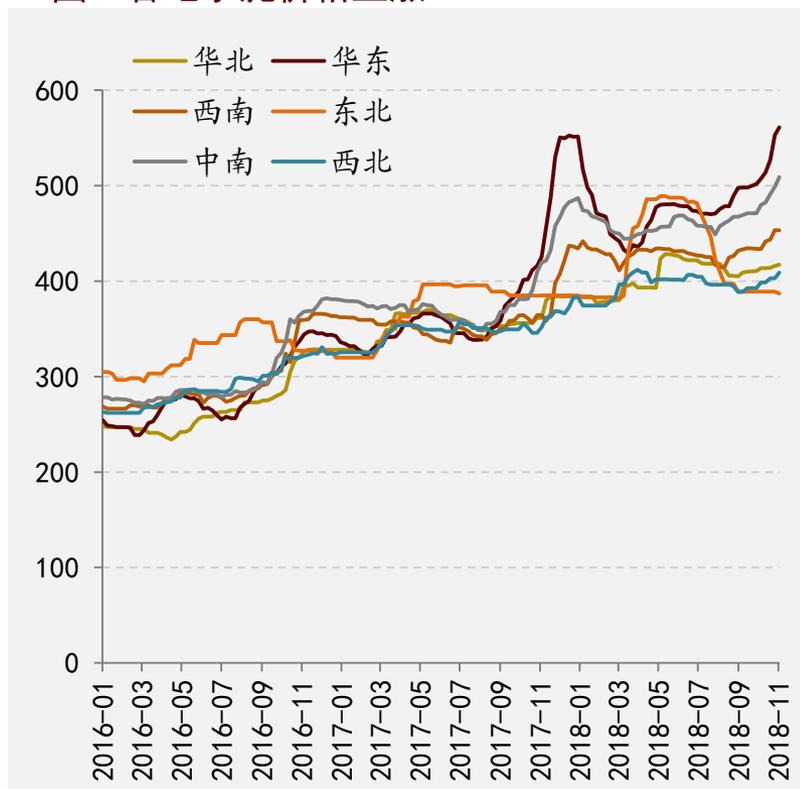


数据来源：wind，招商证券

## 动能切换—行业配置—高景气细分领域汇总

水泥制造子行业在2016、2017和2018年上半年均保持了100%以上的净利润增速，盈利能力大大改善；水泥行业ROE（TTM）连续八个季度持续提升，由2016年第二季度的1.6%提升至目前的20.4%，盈利修复能力得到加强。

图：各地水泥价格上涨



数据来源：wind，招商证券

图：水泥行业ROE（TTM）持续改善



数据来源：wind，招商证券

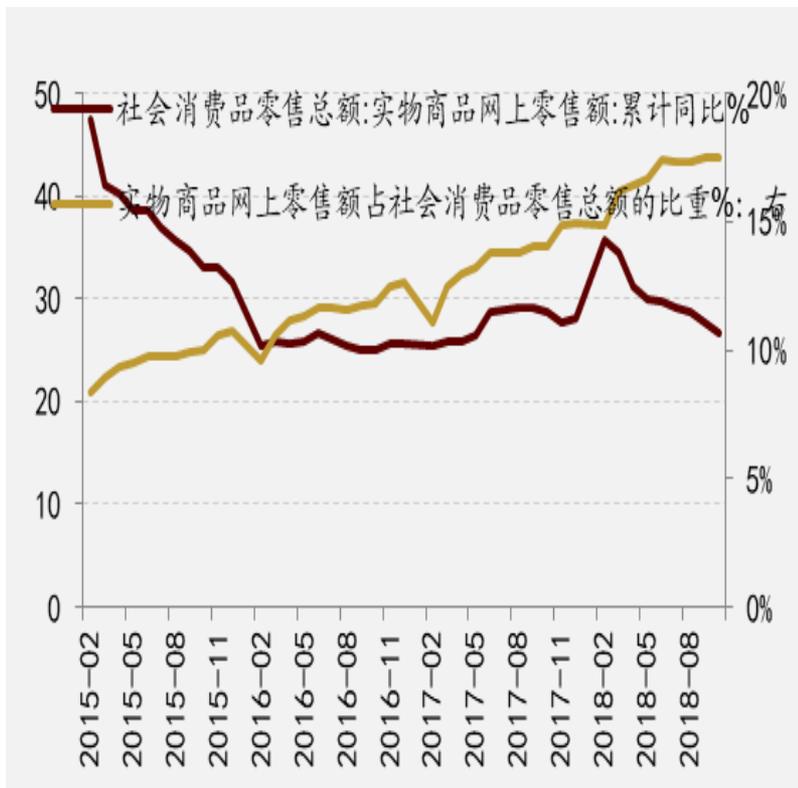
## 动能切换—行业配置—高景气细分领域汇总

► 必需消费和线上零售等需求刚性强、关注零售、食品、禽养殖等。

商业贸易行业盈利增长快于收入增长。整个一般零售行业的盈利能力较强，特别是大型百货、线上销售占比高的公司盈利性显示出强者恒强的局面。网上实物商品零售额占社会零售总额比例逐步提升，且仍有向上提升的空间。

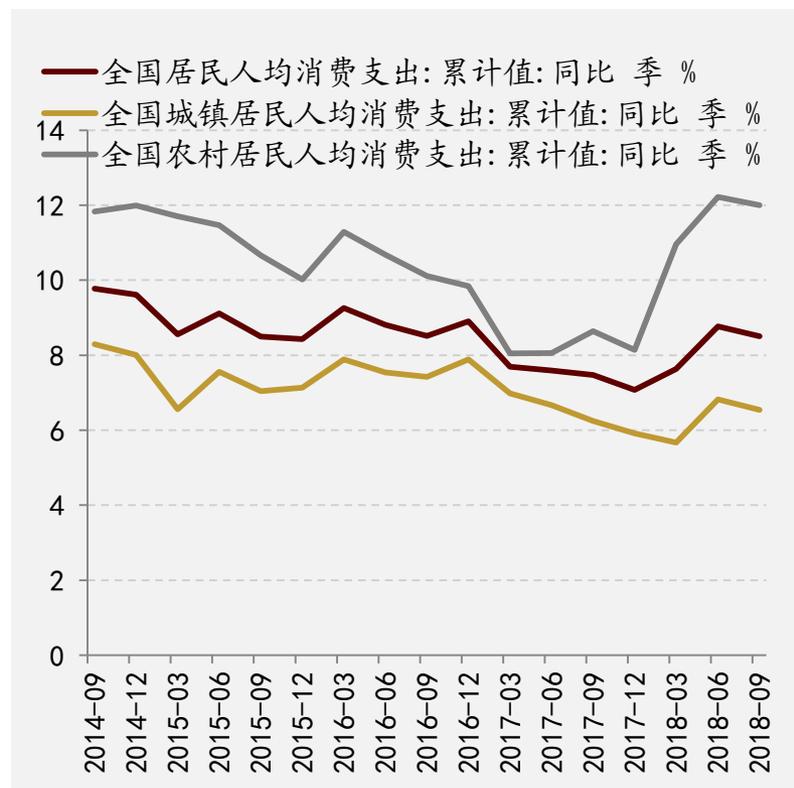
分项数据来看，日用品和食品等必需消费品的零售额增长改善较为明显。

图：网上实物商品零售额占比明显提升



数据来源：wind，招商证券

图：1-9月全国人均消费支出同比增速为8.5%

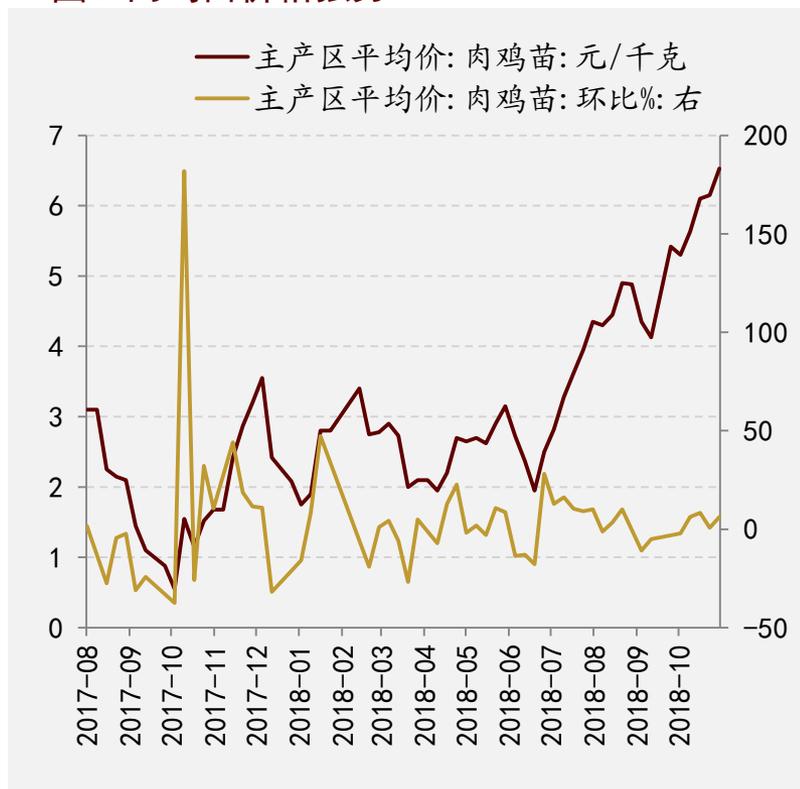


数据来源：wind，招商证券

## 动能切换—行业配置—高景气细分领域汇总

禽链价格高位带动景气回升，业绩好转值得关注。肉鸡苗价格强劲上涨。因国内祖代引种数量下降、种鸡存栏量持续下行，商品代肉鸡出栏量减少，鸡价持续回升。鸡苗价格维持强势，猪瘟疫情扩散造成鸡肉的可替代性增强。

图：肉鸡苗价格强势



数据来源: wind, 招商证券

图：生猪价格逐步回落



数据来源: wind, 招商证券

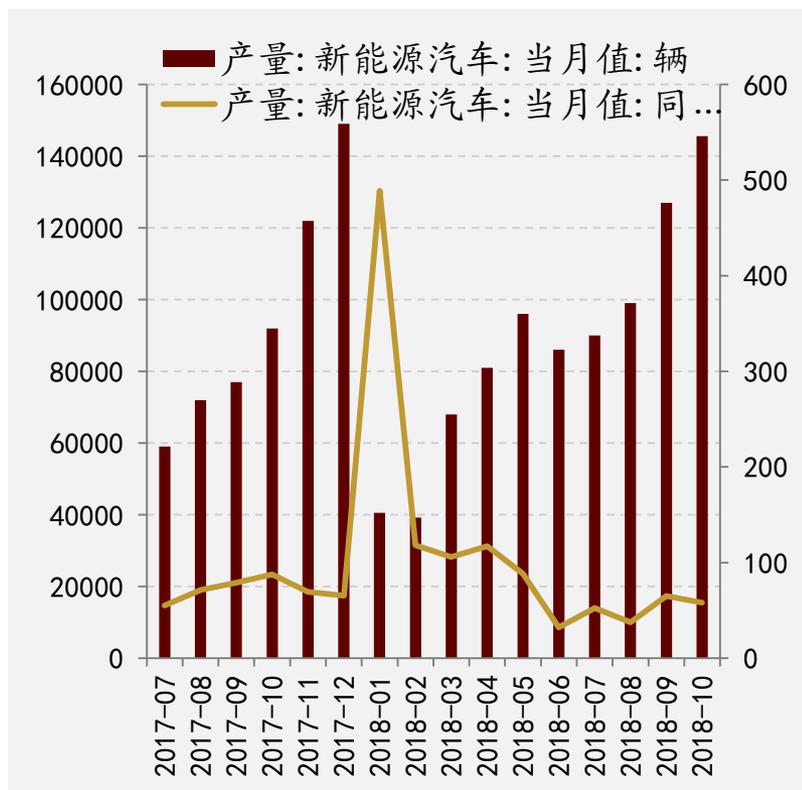
## 动能切换—行业配置—高景气细分领域汇总

➤ 经济转型中的高技术产业，关注计算机应用（云计算）、通信设备（5G产业链）、新能源车。

4G向5G过度的前夜时期，产业链上中下游将迎来布局5G时代。

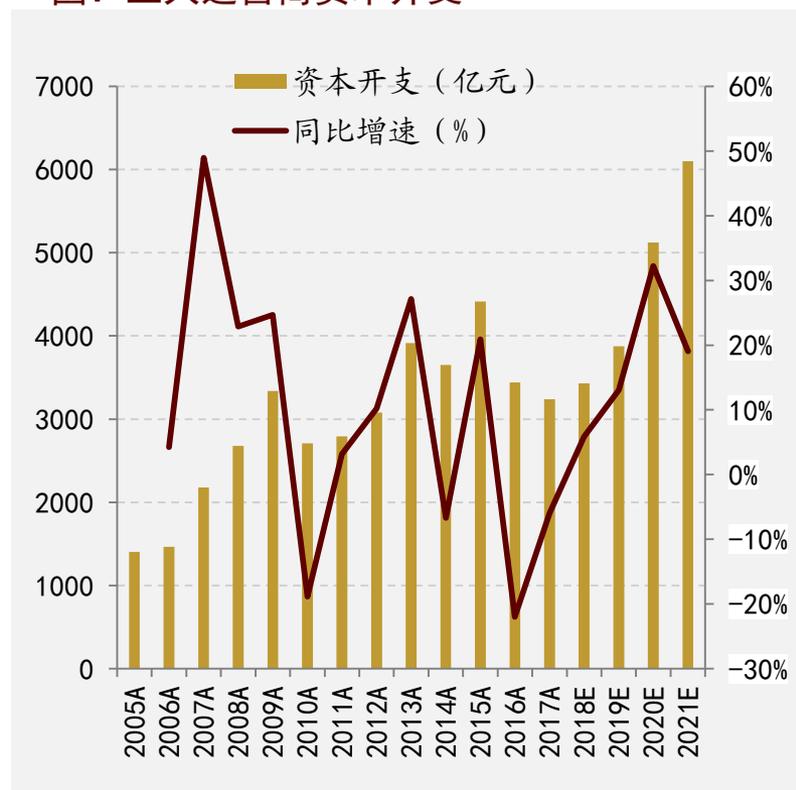
在车市整体趋冷的情况下，新能源汽车产销量维持较高的增速。

图：新能源车产销为车市亮点



数据来源: wind, 招商证券

图：三大运营商资本开支

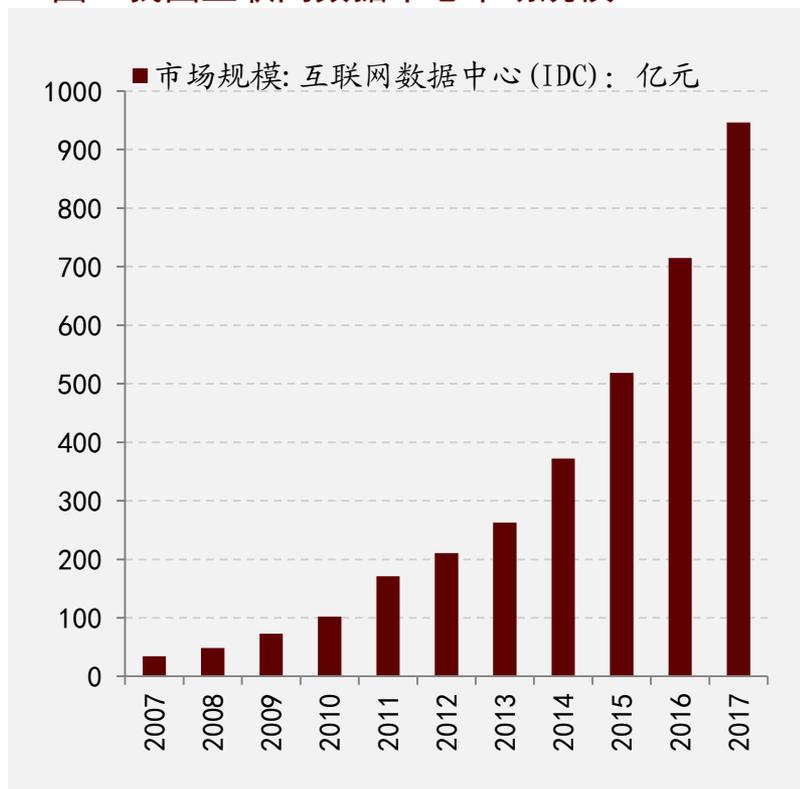


数据来源: wind, 招商证券

## 动能切换—行业配置—高景气细分领域汇总

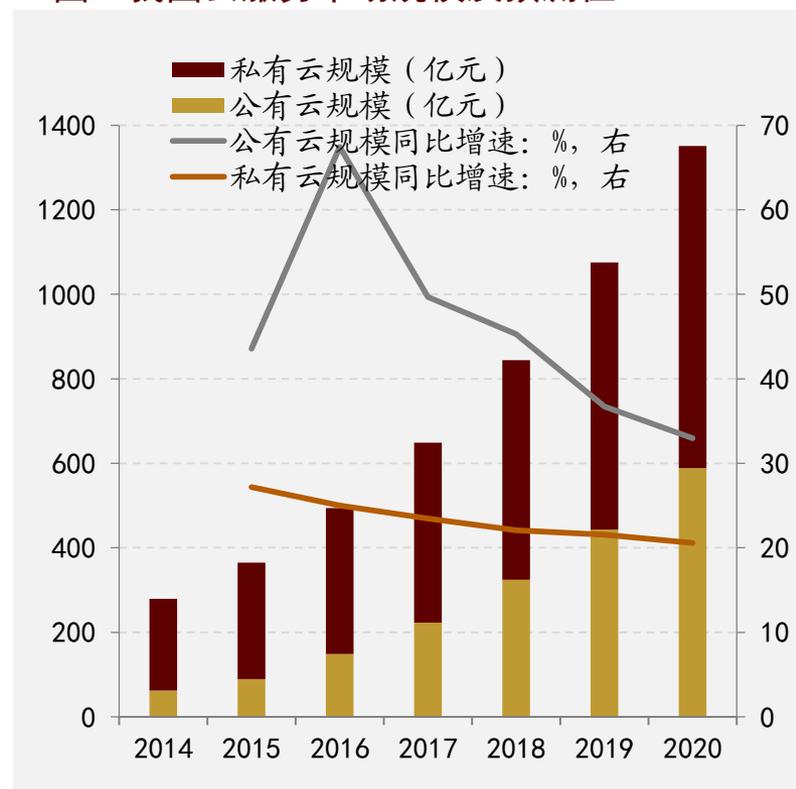
流量需求将推动云服务供应商加快资本扩张。移动互联网接入流量的增长速度扩张更快，2017年累计增速为163%，2018年前十个月累计增速为152%。流量需求热情持续高涨将促使供给端加快对于数据中心的建设。

图：我国互联网数据中心市场规模



数据来源: wind, 招商证券

图：我国云服务市场规模及预测值



数据来源: wind, 招商证券

## 动能切换—增值税改—增厚企业利润

### ► 假设一：16%档下调至10%，6%档不变。

此情形下，增值税第二次下调，相比于5月1日增值税改革前，利润增厚699亿，占净利润的1.91%；其中影响最大的是国防军工行业利润增厚10.88%，其次是机械设备7.66%，汽车7.34%，综合7.26%，建筑装饰7.05%，受益行业仍主要以周期行业为主。

表：假设一增值税规模测算

申万行业	实缴增值税	5月1日前税率	5月1日后税率	假设1税率	利润增厚	净利润	少缴额占比
采掘	123	17%	16%	10%	51.77	1349	3.84%
传媒	34	6%	6%	6%	-	394	
电气设备	68	17%	16%	10%	28.66	536	5.35%
电子	62	17%	16%	10%	26.03	876	2.97%
房地产	131	11%	10%	6%	12.09	2160	0.56%
纺织服装	26	17%	16%	10%	11.02	208	5.30%
非银金融	34	6%	6%	6%	-	2975	
钢铁	105	17%	16%	10%	43.97	789	5.58%
公用事业	120	11%	10%	6%	11.09	983	1.13%
国防军工	17	17%	16%	10%	6.96	64	10.88%
化工	112	17%	16%	10%	47.10	1689	2.79%
机械设备	109	17%	16%	10%	45.85	598	7.66%
计算机	57	17%	16%	10%	23.85	405	5.88%
家用电器	33	17%	16%	10%	13.63	761	1.79%
建筑材料	35	17%	16%	10%	14.54	365	3.99%
建筑装饰	266	17%	16%	10%	111.51	1581	7.05%
交通运输	32	11%	10%	6%	2.93	1342	0.22%
农林牧渔	8	17%	10%	6%	3.19	220	1.45%
汽车	244	17%	16%	10%	102.36	1394	7.34%
轻工制造	33	17%	16%	10%	13.73	344	4.00%
商业贸易	40	17%	16%	10%	16.84	403	4.18%
食品饮料	93	17%	16%	10%	39.02	831	4.69%
通信	54	11%	10%	6%	5.00	185	2.70%
休闲服务	4	6%	6%	6%	-	98	
医药生物	105	17%	16%	10%	43.97	1184	3.71%
银行	266	6%	6%	6%	-	14231	
有色金属	40	17%	16%	10%	16.60	480	3.46%
综合	18	17%	16%	10%	7.48	103	7.26%
总计	2267	-	-	-	699.17	36549	1.91%

数据来源：wind，招商证券

## 动能切换—增值税改—增厚企业利润

► 假设二：16%档下调至10%，10%下调至6%。

增值税第二次下调，相比于5月1日增值税改革前利润增厚831亿，占净利润2.27%；其中影响最大的是通信行业利润增厚14.02%，其次是国防军工10.88%，机械设备7.66%，汽车7.34%，综合7.26%，建筑装饰7.05%，除通信外受益行业仍主要以周期行业为主。

表：假设二增值税规模测算

申万行业	实缴增值税	5月1日前税率	5月1日后税率	假设1税率	少缴纳增值税	净利润	少缴额占比
采掘	123	17%	16%	10%	51.77	1349	3.84%
传媒	34	6%	6%	6%	0.00	394	
电气设备	68	17%	16%	10%	28.66	536	5.35%
电子	62	17%	16%	10%	26.03	876	2.97%
房地产	131	11%	10%	6%	62.71	2160	2.90%
纺织服装	26	17%	16%	10%	11.02	208	5.30%
非银金融	34	6%	6%	6%	0.00	2975	
钢铁	105	17%	16%	10%	43.97	789	5.58%
公用事业	120	11%	10%	6%	57.52	983	5.85%
国防军工	17	17%	16%	10%	6.96	64	10.88%
化工	112	17%	16%	10%	47.10	1689	2.79%
机械设备	109	17%	16%	10%	45.85	598	7.66%
计算机	57	17%	16%	10%	23.85	405	5.88%
家用电器	33	17%	16%	10%	13.63	761	1.79%
建筑材料	35	17%	16%	10%	14.54	365	3.99%
建筑装饰	266	17%	16%	10%	111.51	1581	7.05%
交通运输	32	11%	10%	6%	15.19	1342	1.13%
农林牧渔	8	17%	10%	6%	5.20	220	2.36%
汽车	244	17%	16%	10%	102.36	1394	7.34%
轻工制造	33	17%	16%	10%	13.73	344	4.00%
商业贸易	40	17%	16%	10%	16.84	403	4.18%
食品饮料	93	17%	16%	10%	39.02	831	4.69%
通信	54	11%	10%	6%	25.97	185	14.02%
休闲服务	4	6%	6%	6%	0.00	98	
医药生物	105	17%	16%	10%	43.97	1184	3.71%
银行	266	6%	6%	6%	0.00	14231	
有色金属	40	17%	16%	10%	16.60	480	3.46%
综合	18	17%	16%	10%	7.48	103	7.26%
总计	2267	-	-	-	831.46	36549	2.27%

数据来源：wind，招商证券

# 冯虚御风，踏浪而行——A股2019年度投资展望

周期轮回——下行式宽松与流动性陷阱

冯虚御风——如何应对这种局面

踏步前行——资本市场新时代

供需改善——A股流动性展望

动能切换——企业盈利展望

涅槃重生——主题投资展望

历史低位——估值比较

冯虚御风，踏浪而行——总结

## 涅槃重生——主题投资展望

从主题投资的方向上来看，我们认为2019年主题投资的线条依循以下四大方向：

**1、信息科技类主题**——2019年科技类主题将受益于科技上行周期、并购政策的放开以及各类产业政策的支持，信息技术的高速化、智能化和云端化将持续催生相关投资机会，**例如5G、人工智能、智能驾驶、智能家居、云计算等**；

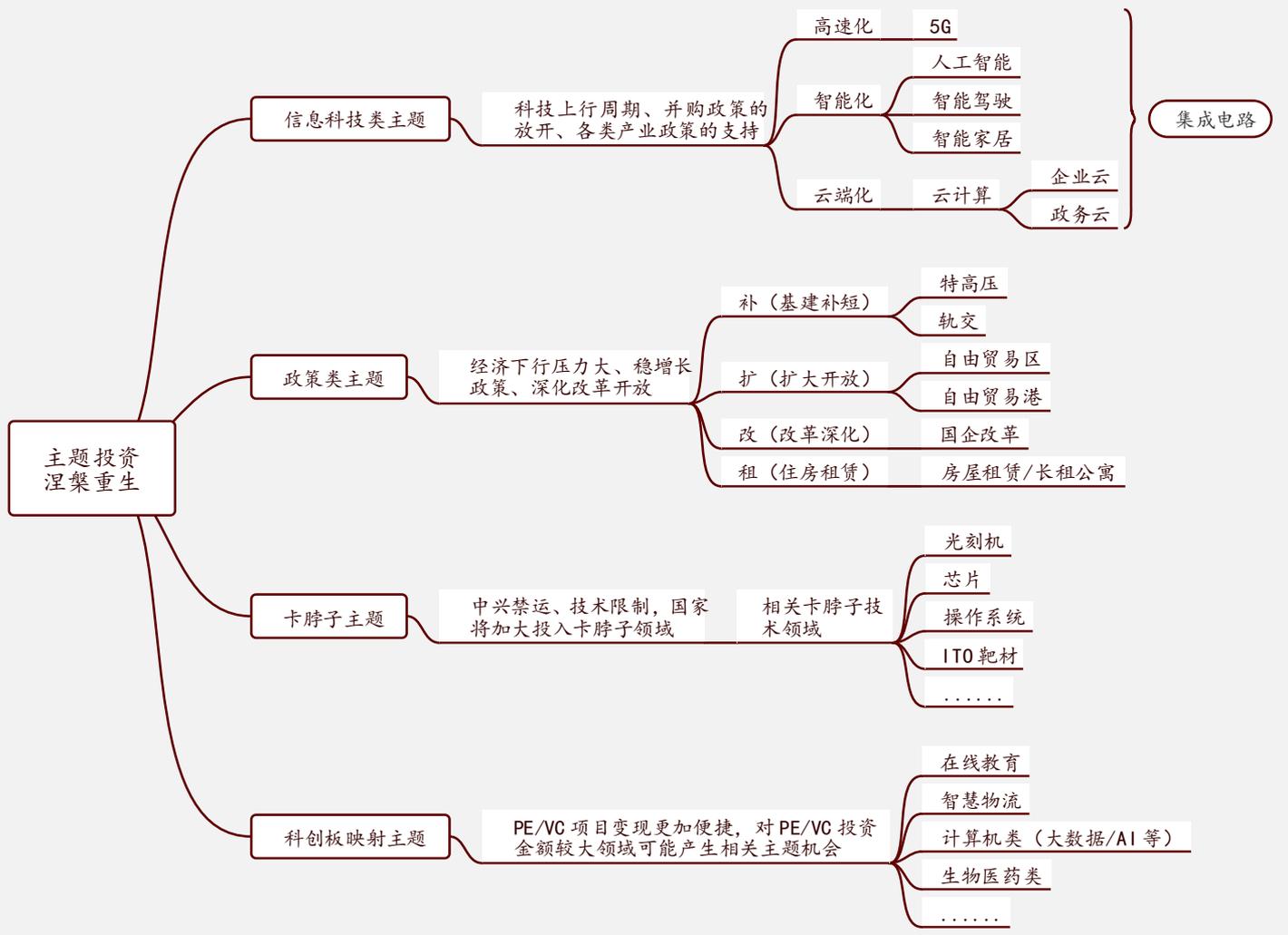
**2、政策类主题**——当前经济下行压力较大，三季度以来各类稳增长政策出台频繁，而深化改革开放的契机也将带来持续的主题机会，政策性主题有较大可能性成为2019年的亮点之一。**如特高压、自贸区、国企改革、住房租赁等**；

**3、卡脖子主题**——今年4月份美国对中兴的禁运事件以及11月份美国公布的新兴技术限制名单给我们敲响了警钟，对于那些仍然被卡着脖子的尖端技术领域是国家将持续大力投入的领域。

**4、科创板映射主题**——从主题策略的角度看，科创板开通后PE/VC投资的项目变现将变得更加便捷，预计针对近两年PE/VC投资金额较大的领域可能产生相关主题机会，**如在线教育/智慧物流/部分计算机类（大数据/云计算/人工智能等）/医药生物类领域**。

# 涅槃重生——主题投资展望

图：2019年主题投资思维导图



## 主题线条之一——信息技术“三化”（高速化/智能化/云端化）

### （1）5G——高速化

本轮智能革命的**通讯方式革命**，我们称之为“**物联网AIOT**”，通过人工智能、区块链、物联网、5G等技术的应用，实现机器与机器、机器与人、人与人之间的智能互联，人人互联网进化为“人类机器网”。实现传输对象、范围、渠道、效率的根本性变革。

从明年开始，5G建设将会提速，**运营商资本开始增速将会迎来三年上行周期，预计再2020~2021年增速达到顶峰**。5G的逐步商用，将会逐渐带来5G换机周期，预期在2020~2021年前后，5G手机换机增速可能会达到顶峰。5G商用带来的通信速度提升和延迟减少，将会大幅提升智能驾驶技术、VR/AR、SAAS、人工智能、区块链等技术的发展，**新技术在5G周期中**有望迎来新的突破，迎来新的增长点和商业模式。

## 5G——高速化

2018年三大运营商的5G试验网和面向商用的大规模组网试验已经全面启动，5G将于2019年进入预商用阶段。预计到2020年，我国将进入5G规模商用阶段。未来3年时间，随着5G发展中诸如频谱分配、牌照发放等重要事件落地，5G产业链上细分行业将保持高速上行周期。未来15年，在全球GDP贡献上，5G也将扮演重要角色。

表：国内三大运营商5G推进时间表

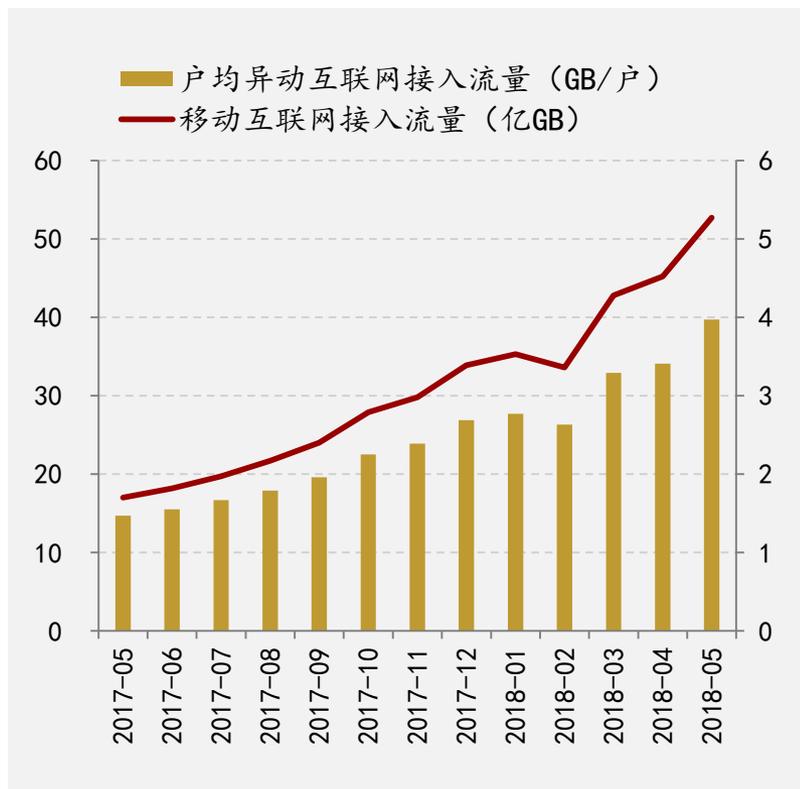
运营商	2017-2018	2019-2020	2020年以后
中国移动	选4-5个城市，每城市设7个站点做系统验证，作为预商用样机。 在多个城市，每城市设约20个站点进行规模实验，形成端到端商用产品和预商用网路。	继续扩大试验网规模、城市总量和各城市站点。	全网5G基站预计达到万站规模，实现商用产品规模部署。
中国联通	完成5G无线/网络/传输/安全等关键技术研究	完成5G关键技术实验室（5G Open Lab）验证 完成中国联通5G网络建设方案	完成5G外场组网验证 实现中国联通5G移动通信网络正式商用
中国电信	小规模场外实验，重点进行无线组网方案与能力试验。 开展规模及预商用试验，对多厂商设备进行组网，实施4G/5G互操作。	开展4G引入5G的系统和组网能力验证 制定企业技术规范，实现部分成熟5G技术商用部署	持续开展5G网络后续技术研究，试验和预商用准备工作 实现重点城市5G网络商用

数据来源：公司年报，招商证券

## 5G——高速化

图：户均移动互联网再创新高

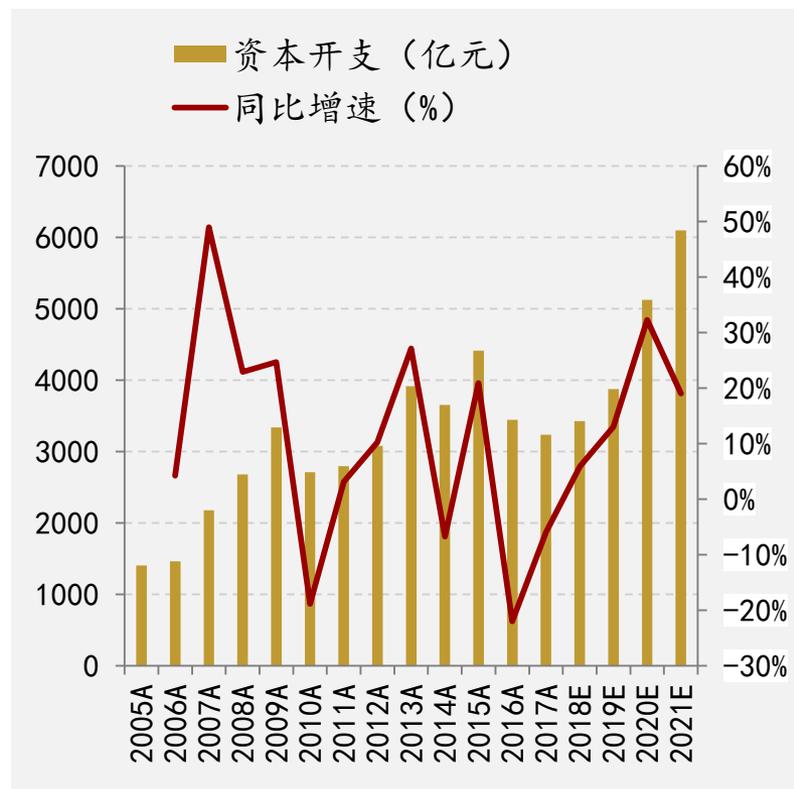
就三大运营商资本开支总和而言，3G到4G时期，资本开支由低点（2009年资本开支共计3339.4亿元）到高点（2015年资本开支共计4413.8亿元），增幅达66.9%。



数据来源：招商证券

图：三大运营商资本开支

据各公司年报数据预测，从2017年进入5G准备阶段，预计到2021年三大运营资本开支可达6099.4亿元，预计增幅将达到88.4%。



数据来源：三大运营商公司年报，招商证券

## 5G——高速化

到2020年，实现信息消费规模达6万亿元和拉动相关领域产出达15万亿元的目标，充分释放网络提速降费红利。

回顾历史数据，自投入期（牌照发放日）以来，通讯设备行业在投入期内均取得较大相对收益。其中以烽火通信、中兴通讯为龙头的各家公司也都分食到行业增长带来的巨大利润。

图：2009-2018沪深300与通信设备(申万)个股以2009.1.1为基准日的涨跌幅

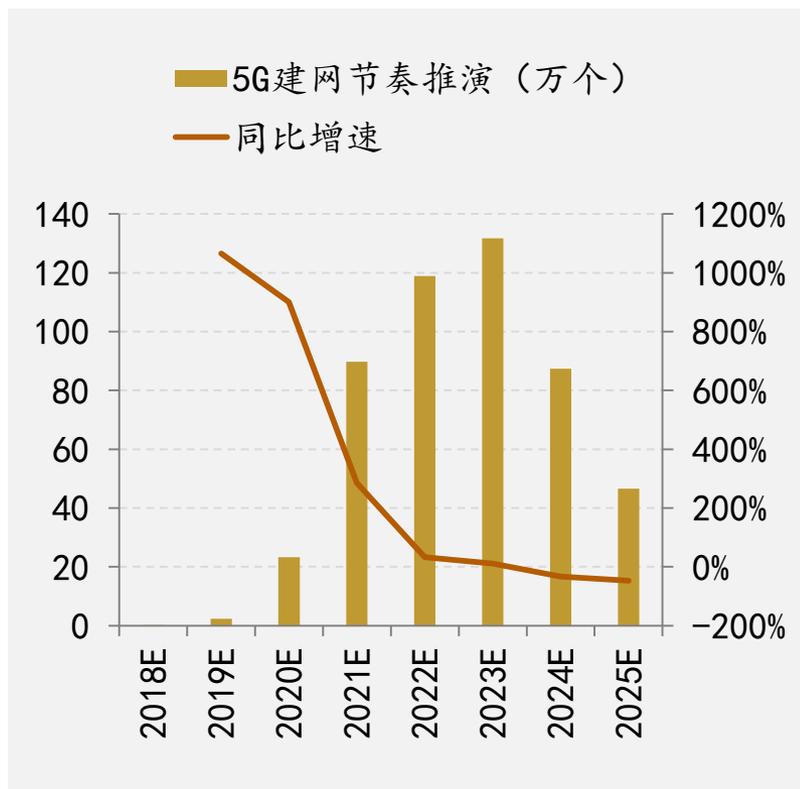


数据来源：Wind，招商证券

## 5G——高速化

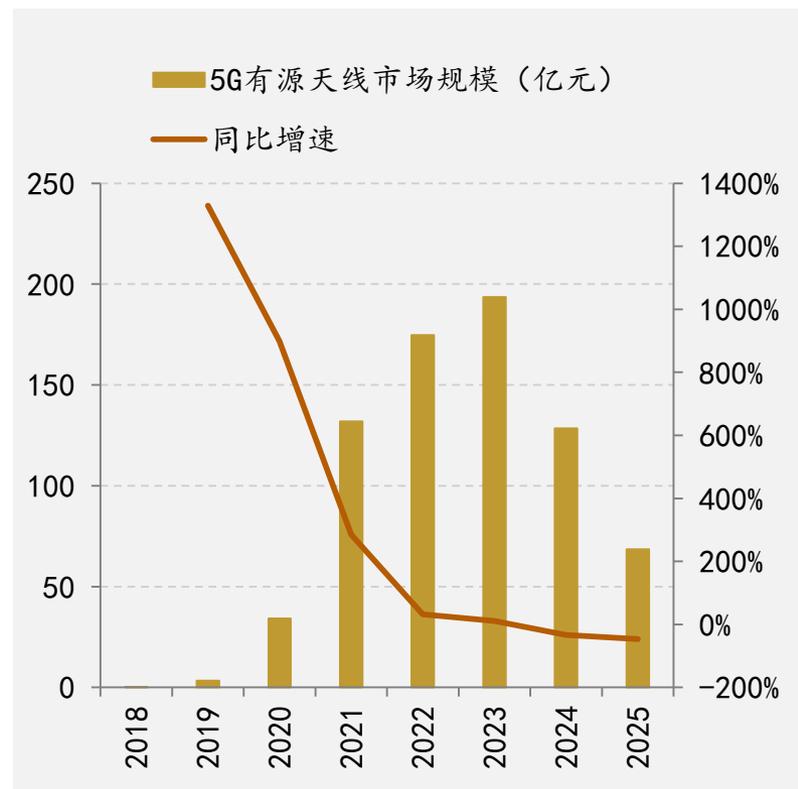
在基站建设上，根据4G建网节奏对5G基站的建设速度进行预测估计，小基站数量保守预测将是宏基站的2倍，预计将达到900万左右需求。5G有源天线市场规模也将与基站建设进程保持着同样的增速。据工信部预测，到2023年，有源天线市场将达到193.6亿元。相较2019年仅为3.43亿，其市场规模增长近57倍。

图：三大运营商5G建网节奏推演



数据来源：三大运营商公司年报，招商证券

图：5G有源天线与基站建设进度一致

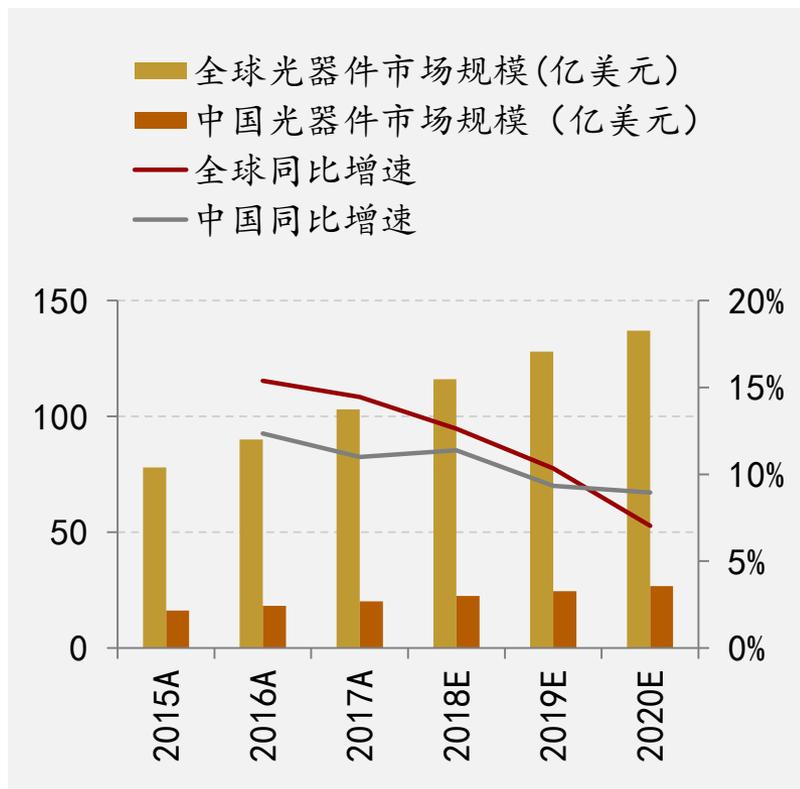


数据来源：工信部，招商证券

## 5G——高速化

全球光器件市场规模将达到137亿美元，年复合增速达11.9%。进入2019年5G建设的高峰阶段，全球光纤预制棒需求量也将保持10%左右的高速增长。**2017年中国光器件市场规模达到20.2亿美元，预计到2020年将达26.8亿美元，占全球光器件市场规模近20%。**进入5G建设高峰期，中国区的光器件增速将维持在9%的稳定区间。

图：光器件市场规模预测



数据来源：前瞻研究院，招商证券

图：全球光纤预制棒需求量预测

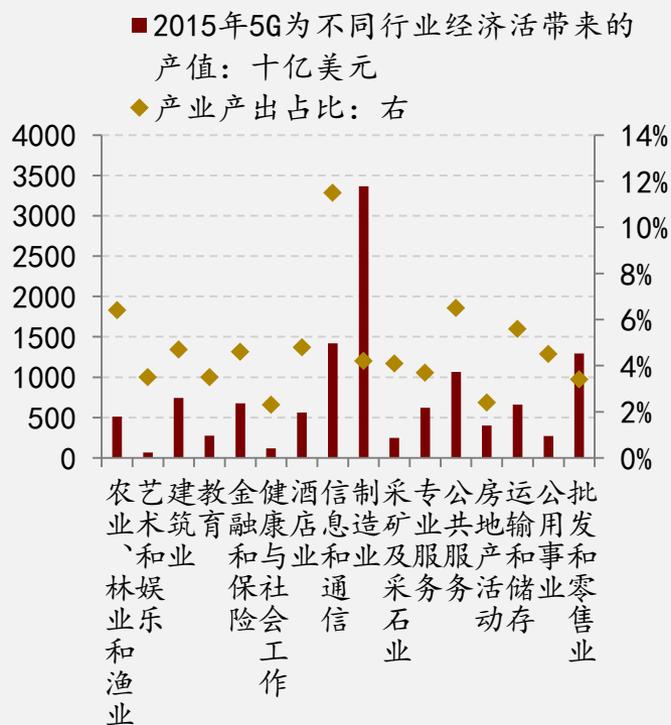


数据来源：前瞻研究院，招商证券

## 5G——高速化

图：2035年5G在全球驱动12.3万亿美元的经济活动

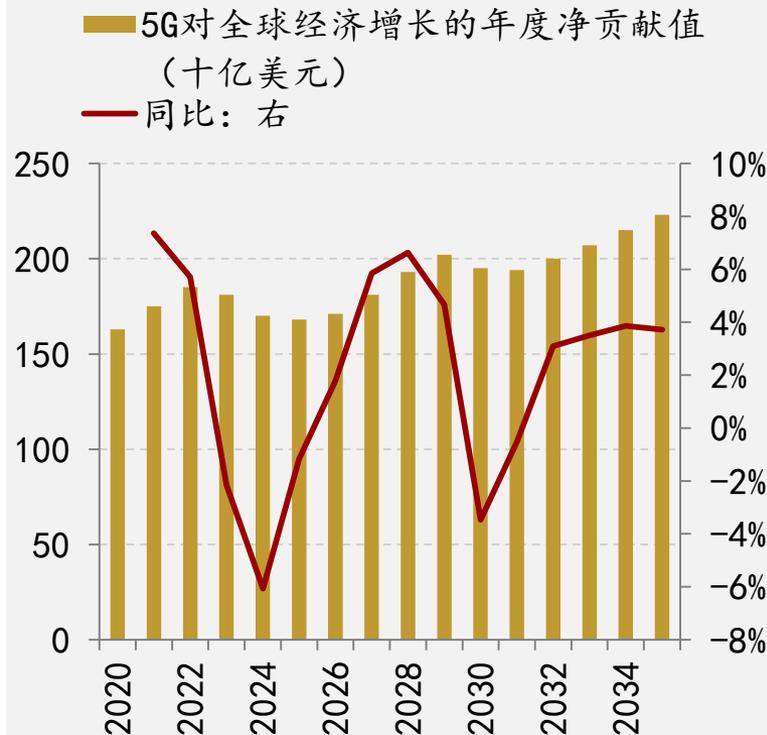
到2035年，5G在多个行业将会为全球经济创造12.3万亿美元的产出，占2035年全球实际总产出的4.6%；并且制造业将占据5G创造的全部经济活动的最大份额，实现约3.4万亿美元的产出，占5G总产出的28%。



数据来源：IHS Markit, 招商证券

图：5G在2020~35年对全球实际GDP的影响约为印度体量（印度GDP全球第七）

假如全球经济以2.9%的年均增长率增长，其中5G将贡献0.2%的增长，在2020年到2035年5G对全球实际GDP的贡献相当于现在全球第七大经济体的印度体量。

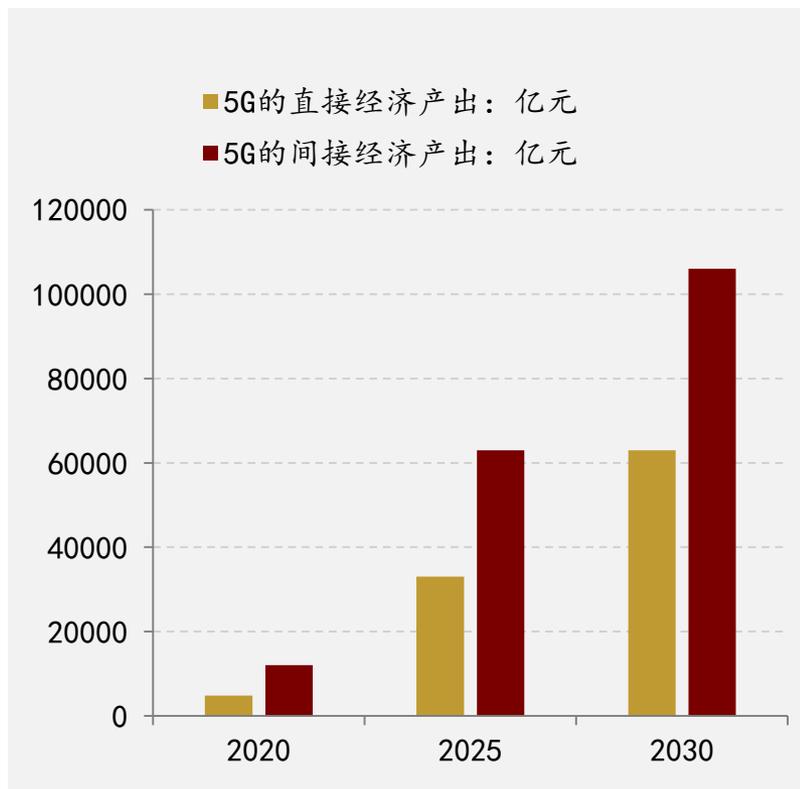


数据来源：IHS Markit, 招商证券

## 5G——高速化

图：未来5G对中国直接或间接的经济产出

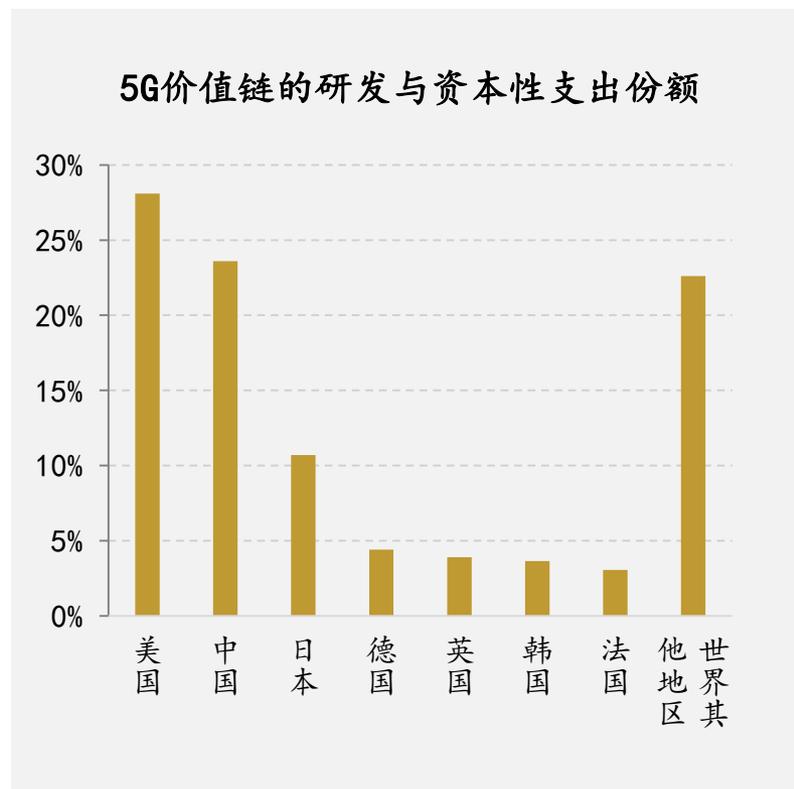
在中国，从产出规模上看，2030年5G带动的直接产出和间接产出将分别达到6.3万亿和10.6万亿元（《5G经济社会影响白皮书》）。



数据来源：工信部，招商证券

图：中国和美国有望在2020~2035年间主导5G研发与资本支出

根据IHS，在2020~2035年间，美国在5G价值链的研发与资本性支出为1.2万亿美元，份额约为28%；中国为1.1万亿美元，份额约为24%。

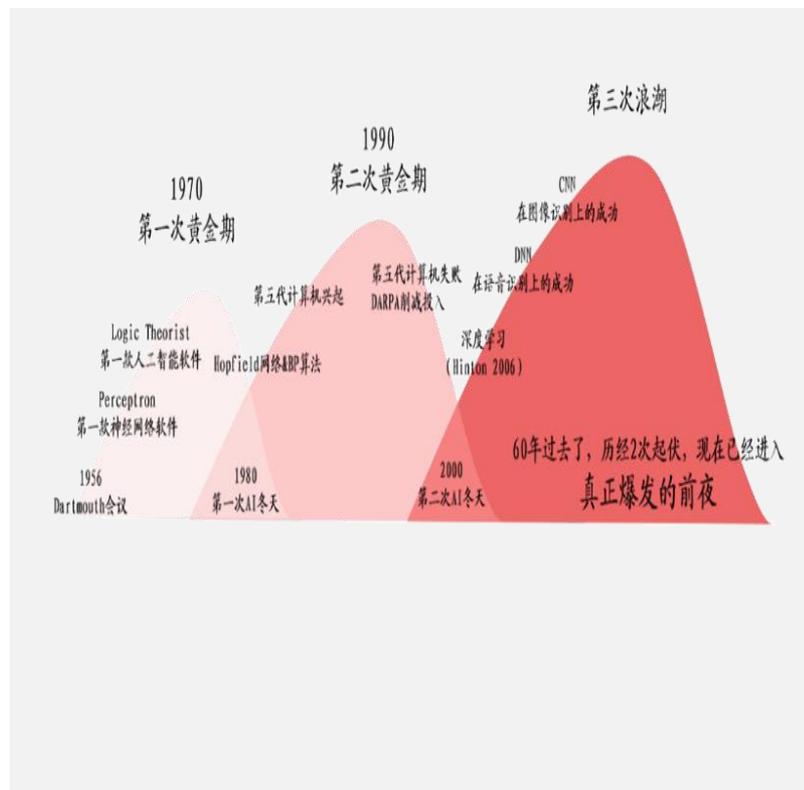


数据来源：IHS，招商证券

## 人工智能、自动驾驶、智能家居等——智能化

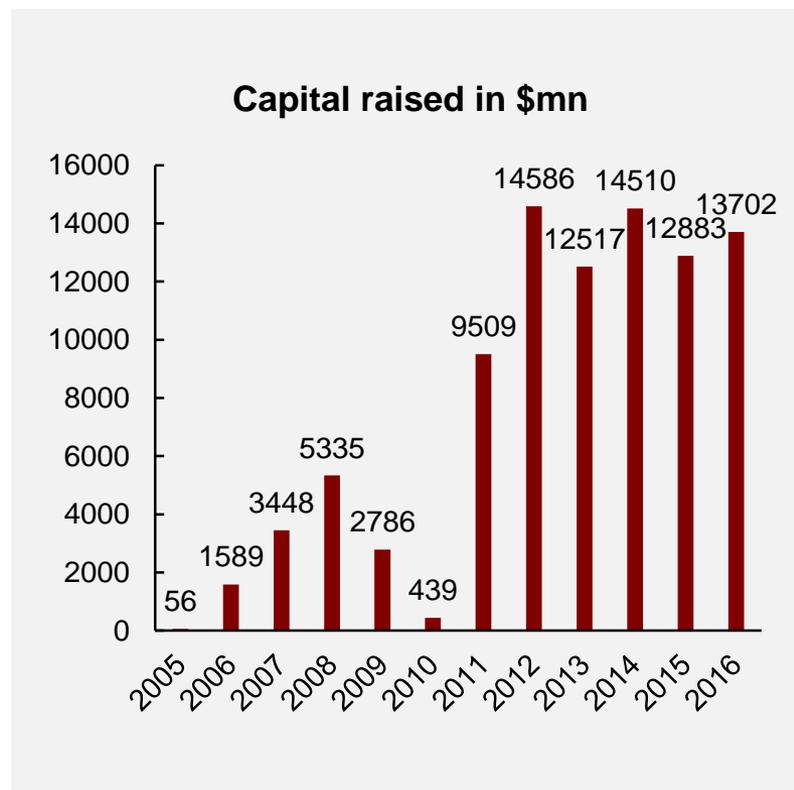
国内外科技巨头均加速布局，人工智能迎来爆发式的发展机遇。从全球来看，根据赛迪研究院估算，**2018年AI市场规模预计达2697.3亿元，且呈加速增长态势。**《经济参考报》统计国内外20家权威机构预测数据，**未来十年AI将使全球GDP增长12%，近10万亿美元。**

图：人工智能三次浪潮



数据来源：科大讯飞、招商证券

图：人工智能行业融资规模爆发式上涨

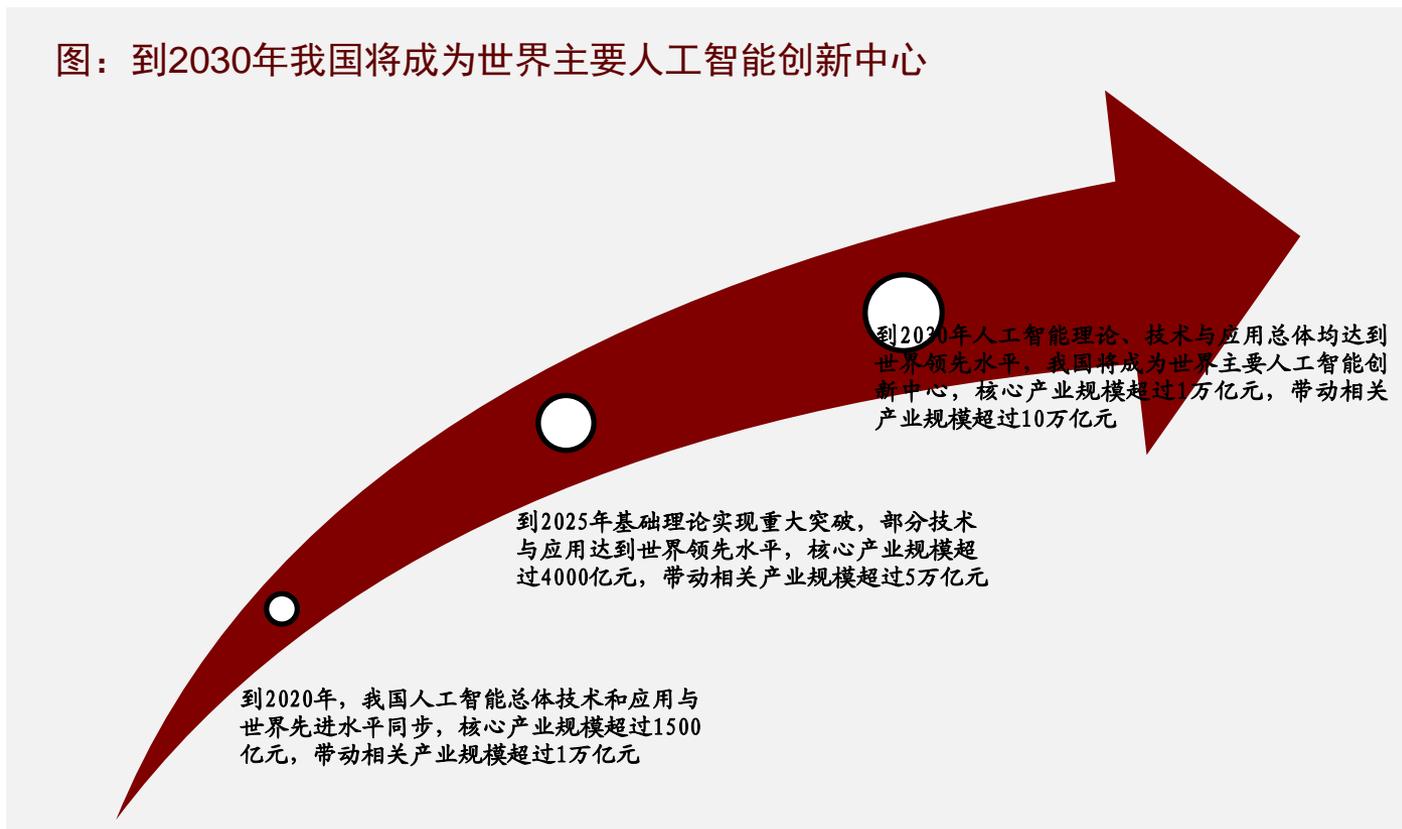


数据来源：科大讯飞、招商证券

## 人工智能、自动驾驶、智能家居等——智能化

到2020年，我国人工智能总体技术和应用与世界先进水平同步，核心产业规模超过1500亿元；到2025年基础理论实现重大突破，部分技术与应用达到世界领先水平，核心产业规模超过4000亿元；到2030年人工智能理论、技术与应用总体均达到世界领先水平，我国将成为世界主要人工智能创新中心，核心产业规模超过1万亿元，带动相关产业规模超过10万亿元。

图：到2030年我国将成为世界主要人工智能创新中心



数据来源：《新一代人工智能发展规划》、招商证券

## 人工智能、自动驾驶、智能家居等——智能化

与美国相比，国内人工智能发展起步虽然较晚，但是目前在很多领域取得的成就令人瞩目，比如：在语音识别与自然语言理解方面，科大讯飞语音识别技术已经处于国际领先地位，其语音识别和理解的准确率均达到了世界第一；在图像识别和视频识别方面，ImageNet 2016年的冠军被中国团队包揽。此外，国内也有越来越多的独角兽公司正逐渐崛起，比如Face++、商汤科技等等。

表：《麻省理工科技评论》2017全球50大最聪明公司中国上榜企业

入选企业	名次	上榜理由
科大讯飞	6	中国版的Siri，在中国语音技术市场占有率70%
腾讯	8	因小程序上榜。微信日活跃用户7.7亿，半数每天至少用1.5小时
Face++（旷视科技）	11	人脸识别技术，在人脸上最多可以追踪106个点
DJI（大疆创新）	25	持续对消费级无人机进行创新，并且开始进入商用无人机领域。北美市场占有率约50%。
富士康	33	大量使用机器人代替人工，其中一家工厂削减了6万个岗位
阿里巴巴	41	通过阿里云布局AI领域，还将推出新的全球中小电商平台。
HTC	42	VR系统Vive已经积累1500多款不同内容产品
蚂蚁金服	49	探索使用AI进行信贷业务，以及通过区块链提高安全性
百度	50	领导中国深度学习实验室，有1700名AI专职员工

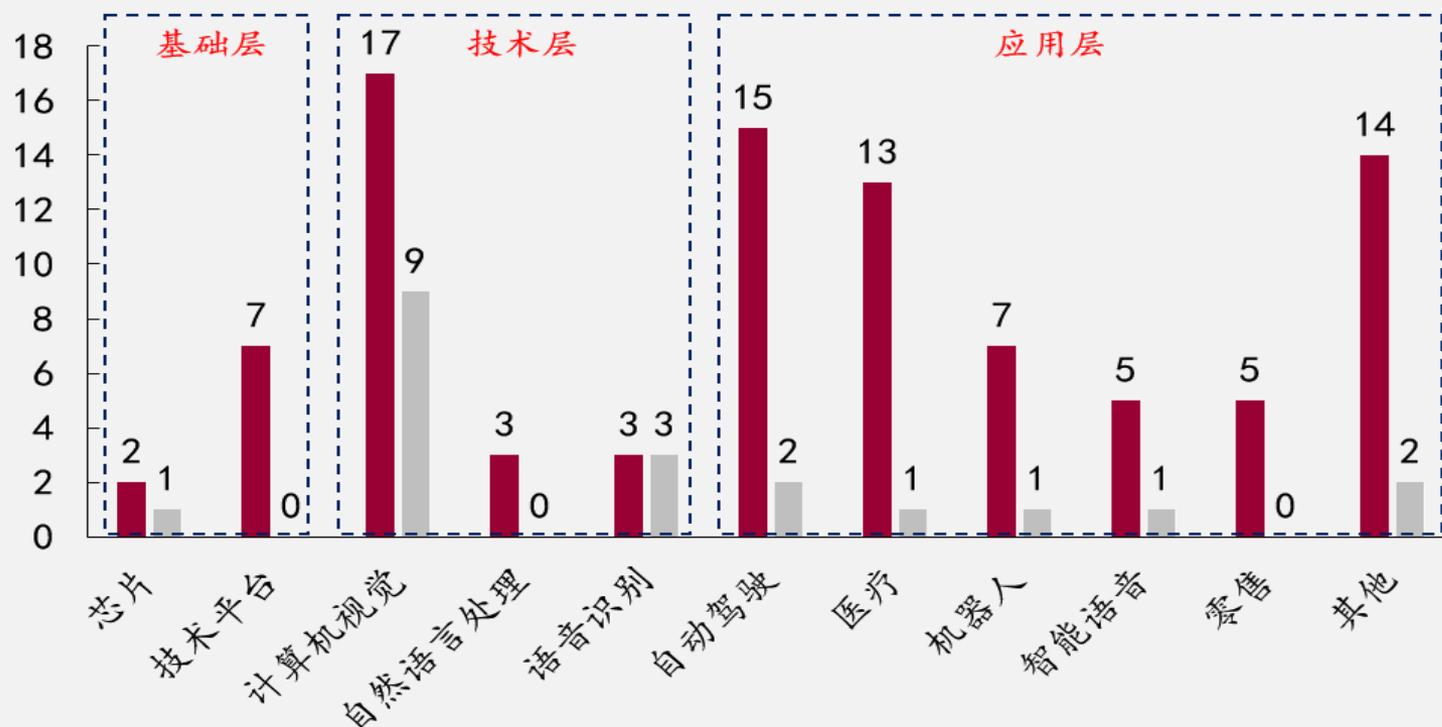
数据来源：麻省理工科技评论、招商证券

## 人工智能、自动驾驶、智能家居等——智能化

经统计，在IT桔子人工智能领域融资数据库中2017年至今且金额过亿的融资事件（共92笔）中，中国人工智能投资偏好未发生改变，即应用层和相对成熟的技术层的融资事件数依旧超过基础层。自动驾驶、AI+医疗和计算机视觉融资数明显超过其他领域，其中自动驾驶和AI医疗市场规模大，计算机视觉通用性强，应用场景覆盖新零售、安防等多个领域。

图：大市场且技术成熟领域受中国资本追逐

■ 金额超过1亿元的融资事件数 ■ 金额超过5亿元中国企业融资事件数



## 人工智能、自动驾驶、智能家居等——智能化

2018年8月10日，工信部、国家发改委联合印发《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020年）》，提出提升消费电子产品供给创新水平、加快新型显示产品发展和深化智能网联汽车发展三大新型信息产品供给体系提质行动。到2020年，建立可靠、安全、实时性强的智能网联汽车计算平台，形成平台相关标准，支撑高度自动驾驶(HA级)。

表：我国自动驾驶道路测试牌照发放情况

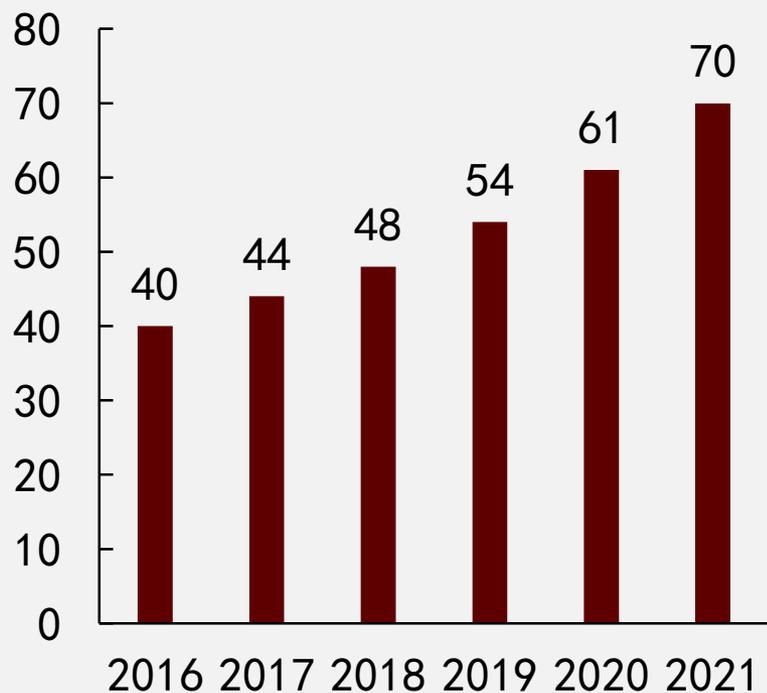
城市	时间	车企	测试范围	路程总长
北京	2018.03.22	百度、蔚来、北汽新能源、戴姆勒	北京经济技术开发区、顺义区和海淀区的33跳道路	105公里
上海	2018.03.01	上汽、蔚来、宝马中国	嘉定区博园路、北安德路	5.6公里
福建平潭	2018.03.30	金龙、百度	平潭岛中西部的麒麟大道西段	>6公里
长春	2018.04.17	一汽		12.5公里
重庆	2018.04.18	长安汽车、百度、一汽、东风汽车、广汽、吉利、北汽福田	礼嘉社区环线	
深圳	2018.05.04	腾讯		

数据来源：盖世汽车、招商证券根据公开资料整理

## 人工智能、自动驾驶、智能家居等——智能化

图：全球无人驾驶市场规模（亿美金）

自动驾驶技术在不断地发展和成熟起来，未来将占领巨大的市场空间。到2018年全球无人驾驶市场规模达48.2亿美金，到2021年可达70.3亿美金。



数据来源：前瞻产业研究院，招商证券

图：中国ADAS市场空间预测

保守预计新车渗透率增速30%，汽车销量年增速4%。受整车销量、渗透率两方面因素驱动，预计至2020年，ADAS市场可达789亿，年复合增速近35%。

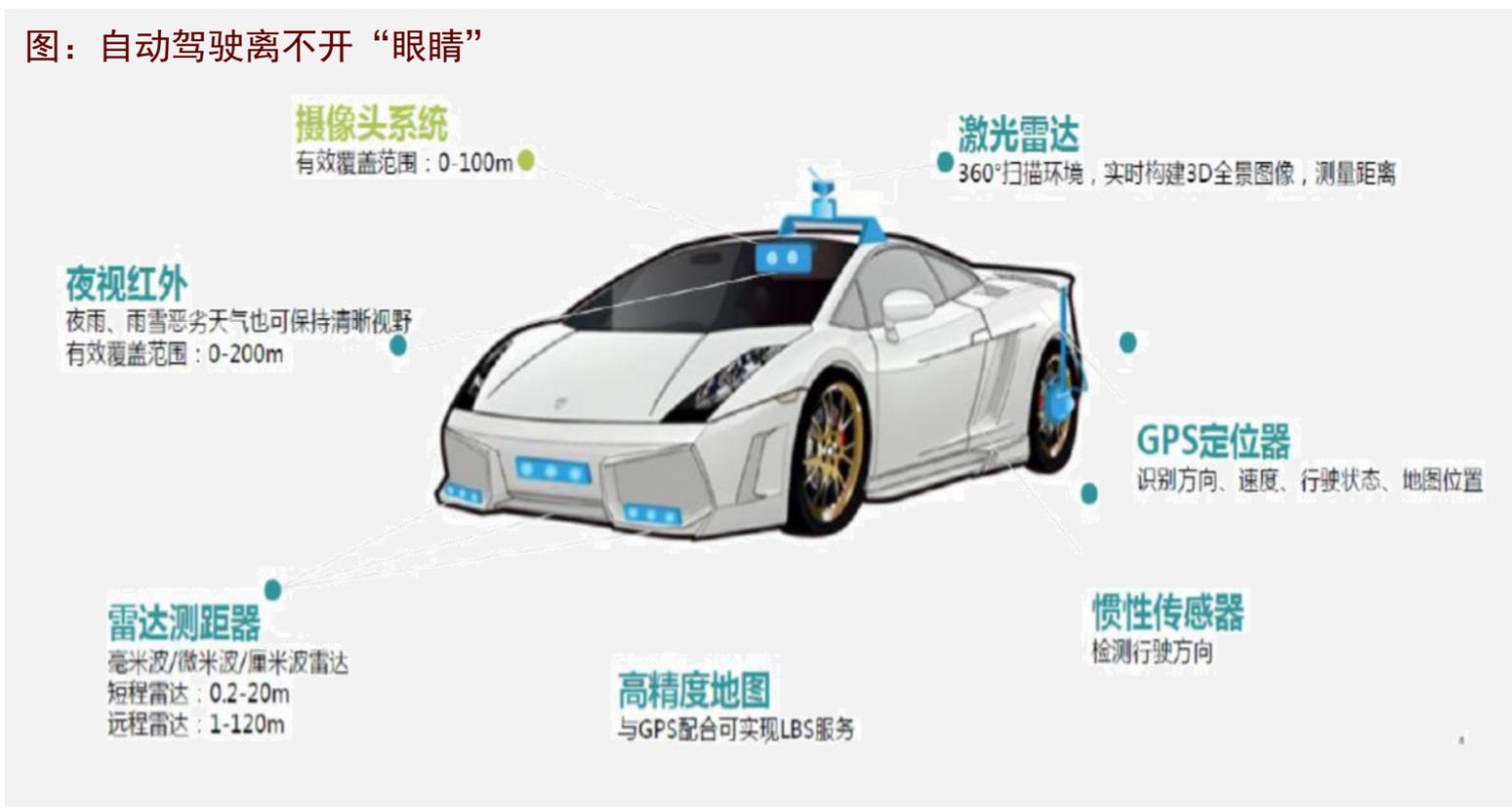


数据来源：招商证券

## 人工智能、自动驾驶、智能家居等——智能化

感知模块主要产品有超声波雷达，激光雷达，毫米波雷达车载摄像头等激光雷达、毫米波雷达、车载摄像头。其中，激光雷达成本高，尚未商业化；超声波雷达门槛低，厂商众多。而车载摄像头和毫米波雷达国产化成绩显著，未来市场空间大。

图：自动驾驶离不开“眼睛”



数据来源：中科慧眼、招商证券

## 人工智能、自动驾驶、智能家居等——智能化

高端电子厂商放量，强者恒强，集中度提升。ADAS执行模块主要由电子制动、电子驱动以及电子转向三个部分构成。除以电机为核心的驱动外，电子转向和电子制动核心部件是电动助力转向系统（EPS）和智能汽车刹车系统（IBS），目前均为中高端汽车的标配。预计未来中高端电子厂商将持续放量，市场集中度有望进一步提升。

表：高端电子厂商订单情况

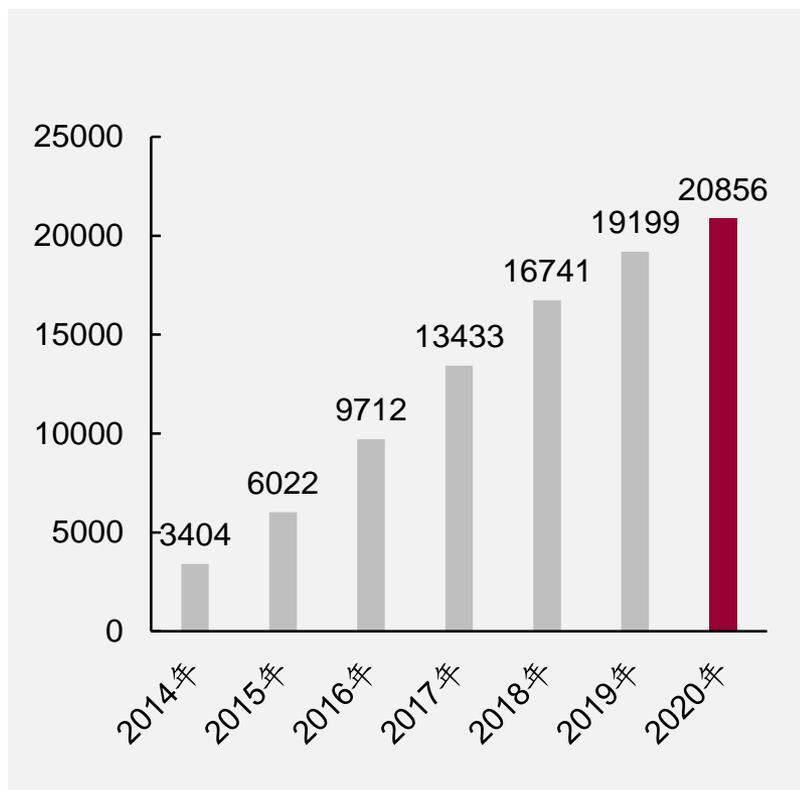
公司名称	主要新能源产品	订单情况
耐世特	EPS	2017年底已签约尚未交付EPS订单量167.3美元
德尔股份	EHPS / EPS	EHPS：克莱斯勒预计2018年采购30万台 EHPS/EPS：已成为江铃汽车股份有限公司、东风柳汽汽车有限公司、南充吉利商用车研究院有限公司等汽车厂商的定点供应商，预计新增50万台。
托普集团	汽车智能刹车系统（IBS）、 电子真空泵	铝合金底盘结构件：特斯拉全年产量有望达到20万辆，则可为公司新增加约1亿元的收入 EVP：2018年目标产能260万套 IBS：预计可于2018年底逐步量产，未来目标产能150万套。

数据来源：公司官网、招商证券

## 人工智能、自动驾驶、智能家居等——智能化

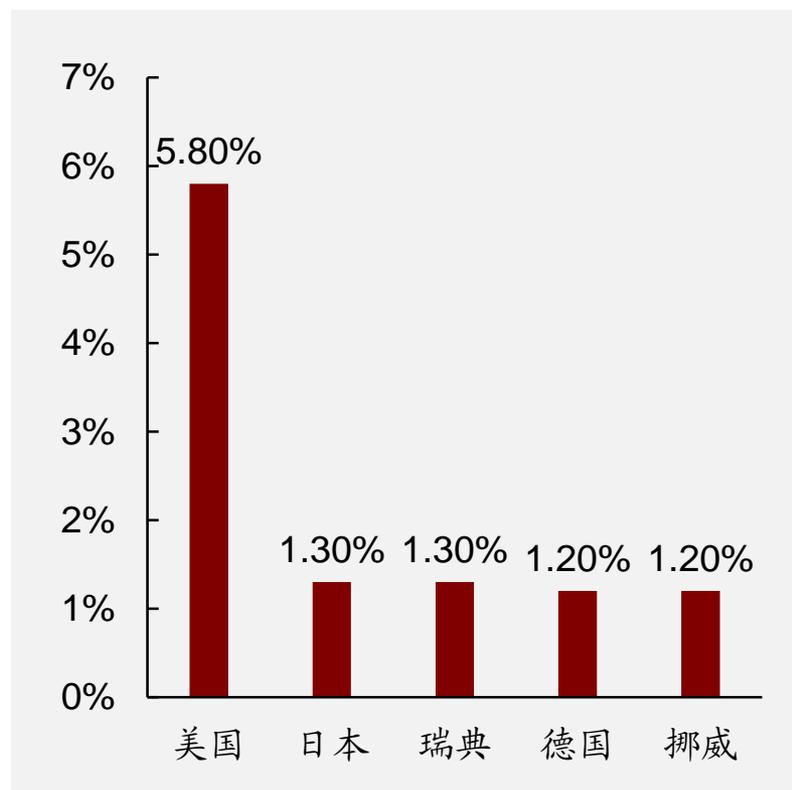
从智能家居普及率来看，美国以5.8%位居第一。此外，日本、瑞典、德国、挪威分别以1.3%，1.3%，1.2%，1.2%位居前列。但从绝对量来看，5.8%的普及率仍然非常低，智能家居市场发展空间巨大，预计2020年达到18.6%。

图：美国智能家居市场规模（亿美金）



数据来源：statista，招商证券

图：各国智能家居渗透率

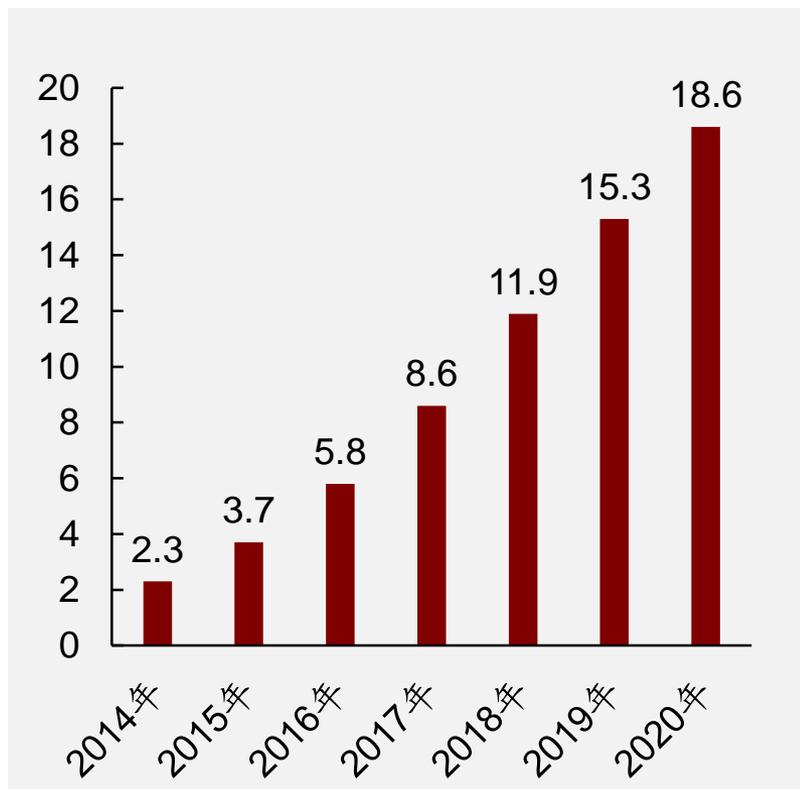


数据来源：statista，招商证券

## 人工智能、自动驾驶、智能家居等——智能化

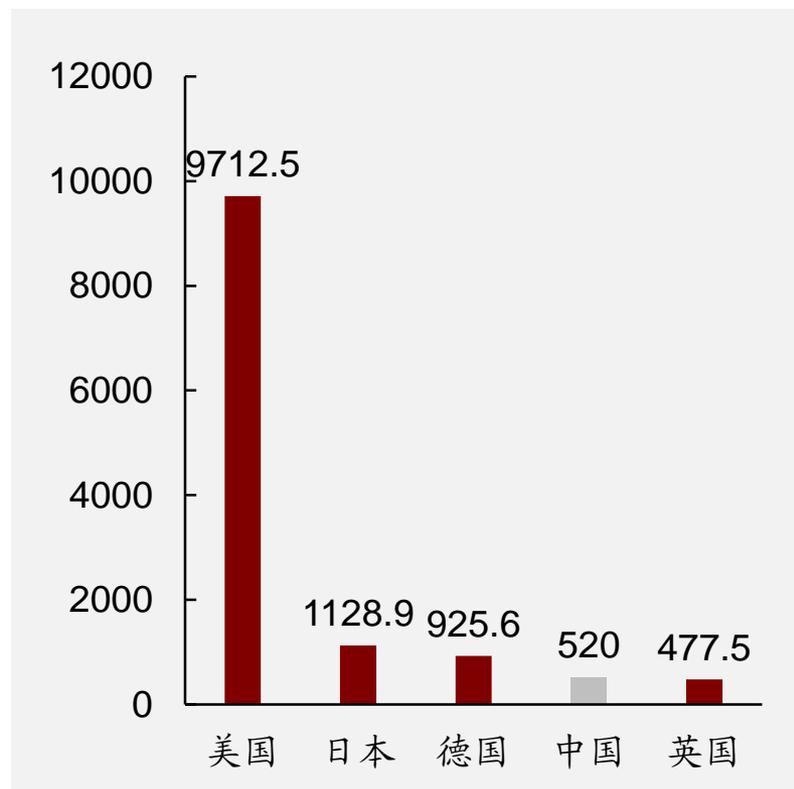
2016年中国智能家居市场约5.2亿美元，约35亿人民币，与美国差距巨大。综合比较渗透率、人口数量，国内智能家居市场潜力巨大。

图：美国智能家居渗透率（%）



数据来源：statista，招商证券

图：2016年各国智能家居市场规模（百万美元）



数据来源：statista，招商证券

## 人工智能、自动驾驶、智能家居等——智能化

**智能电视：**预计2018年智能电视保有量达到2.07亿台，智能电视每年释放接近1500亿元的市场。

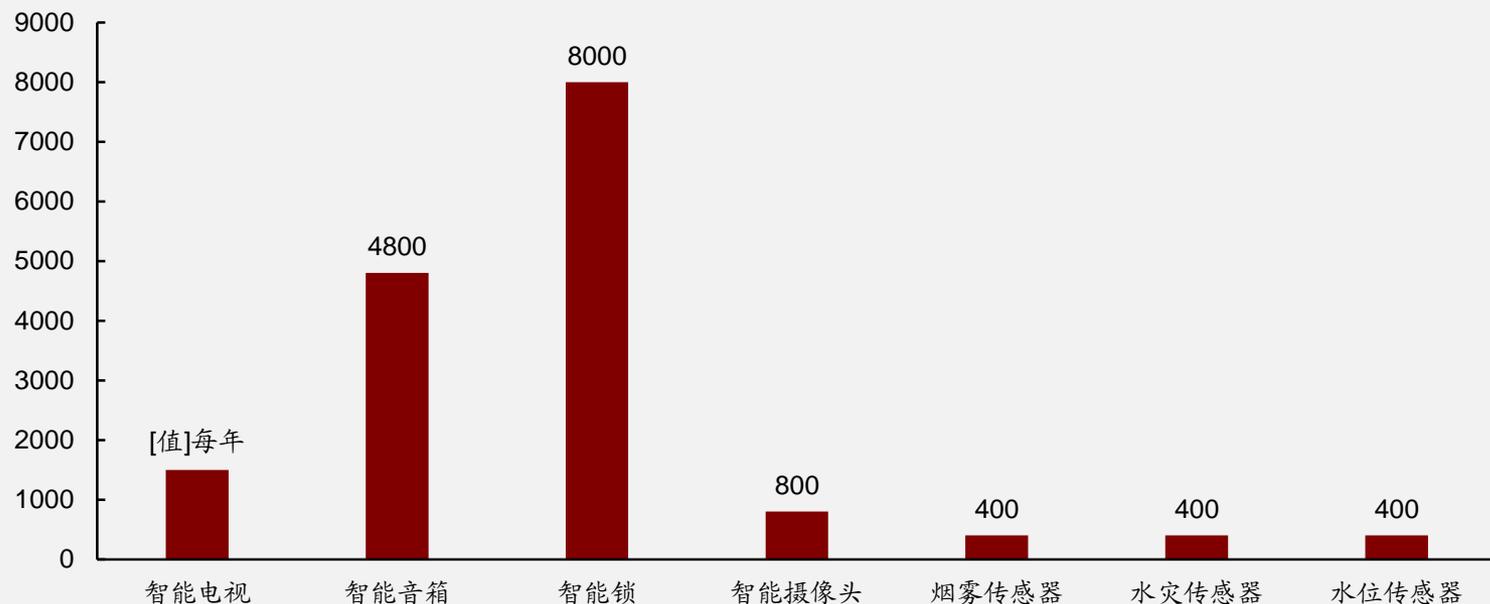
**智能音箱：**市场空间总额为4800亿元，替换需求较小，具备后续付费（内容、设备）能力。

**智能锁：**考虑非住宅智能锁需求，智能锁市场空间总额超过万亿。

**智能摄像头：**中国商品房数量约4亿套，以单价200元计算，智能摄像头市场总额约800亿元。

**烟雾传感器、温湿度传感器等：**每种传感器市场容量总额约400亿元。

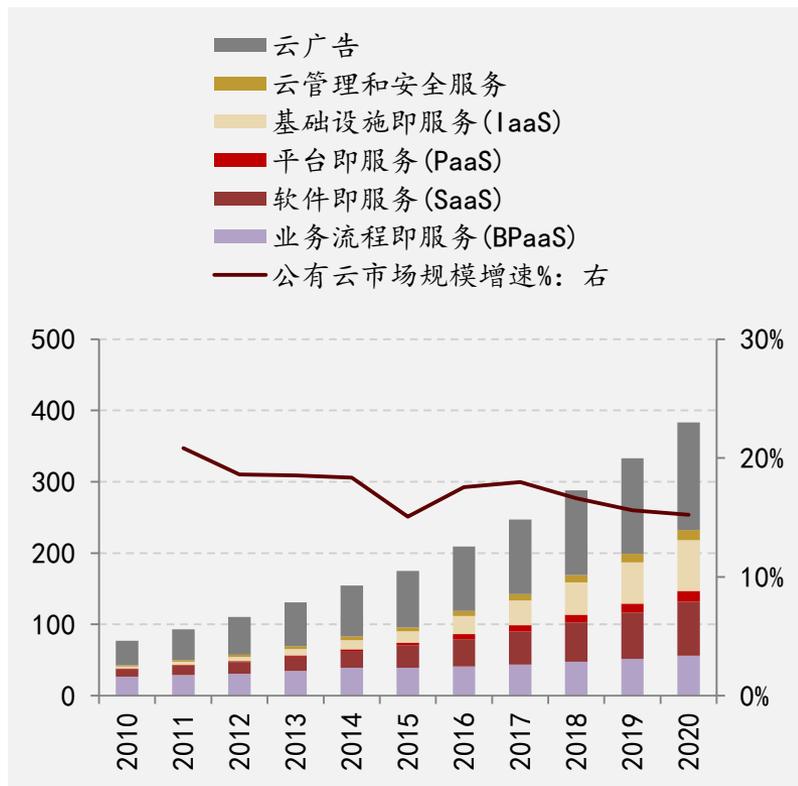
图：各产品市场容量（百万美元）



## 云计算（企业云、政务云等）——云端化

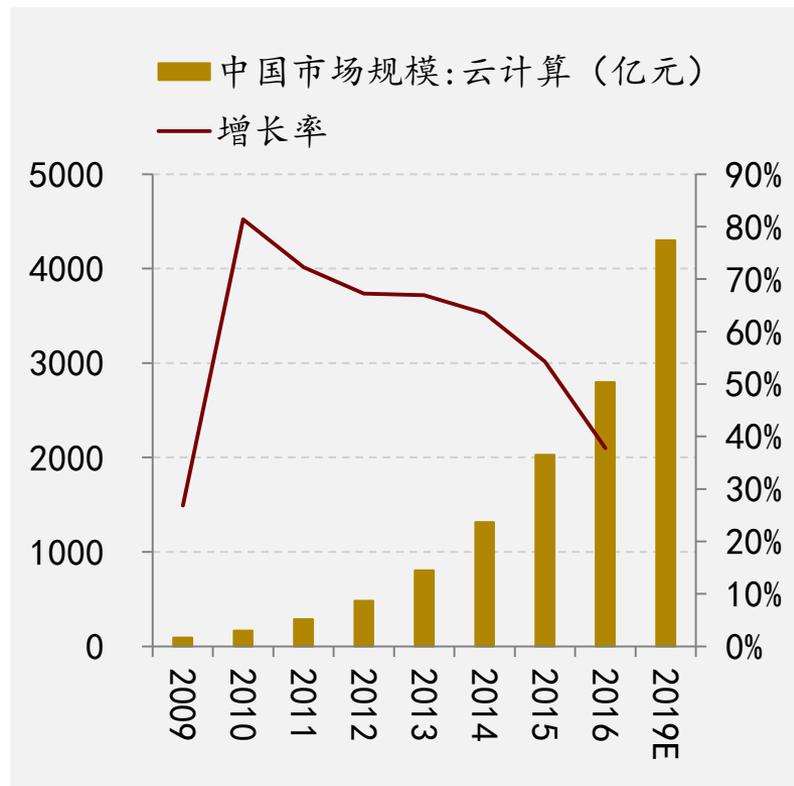
从2010年到2017年全球云服务市场绝对规模从不到1000亿美元增长到2468亿美元，保持了年增长10%左右的速度。中国云计算市场规模从2009年的92.23亿元增长到2016年的2797亿元，从2010年到2016年一直保持35%以上的增长率。工信部发布《云计算发展三年行动计划（2017-2019年）》表示到2019年我国云计算产业规模达到4300亿元。

图：全球公有云服务市场规模持续扩张，其中基础建设和云广告增长较快



数据来源：Wind、招商证券

图：中国云计算市场规模日益增大，增速领先全球



数据来源：Wind、招商证券

## 云计算（企业云、政务云等）——云端化

IDC在最新的市场研究报告中做出预测，2018年云计算环境中部署的IT基础设施建设产品总支出将达到523亿美元，同比增长10.9%。公有云数据中心是云IT基础建设的核心增长来源，将提供65.9%的增量。

表：全球云基础设施建设收入

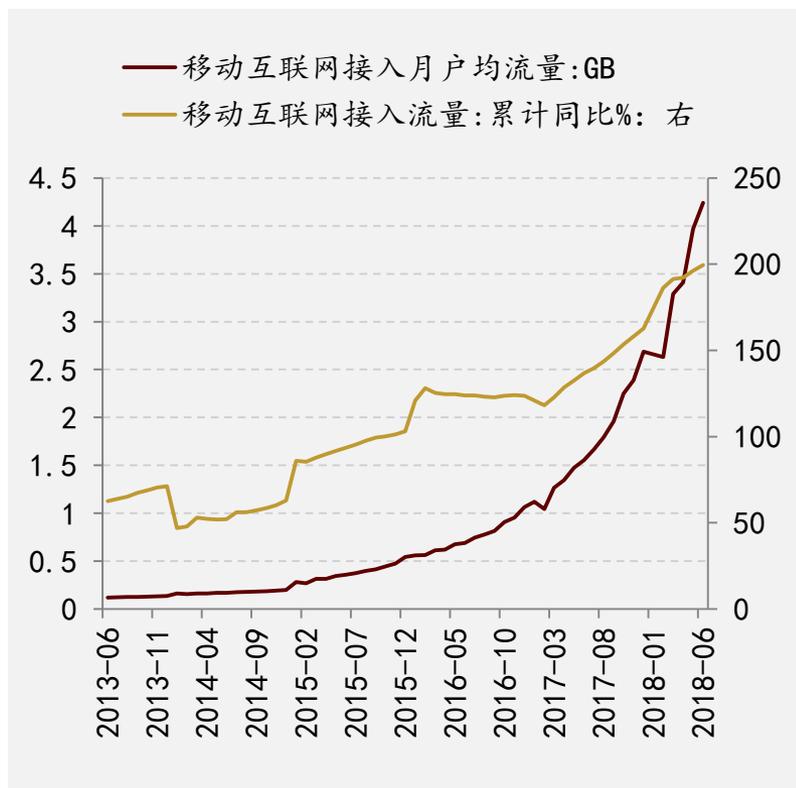
时间	全球云基础设施建设(亿美元) (about)	同比增长 (about)
2018Q1	150亿元	51%
2017Q4	130亿元	50%
2017Q3	120亿元	40%

数据来源：Synergy Research、招商证券

## 云计算（企业云、政务云等）——云端化

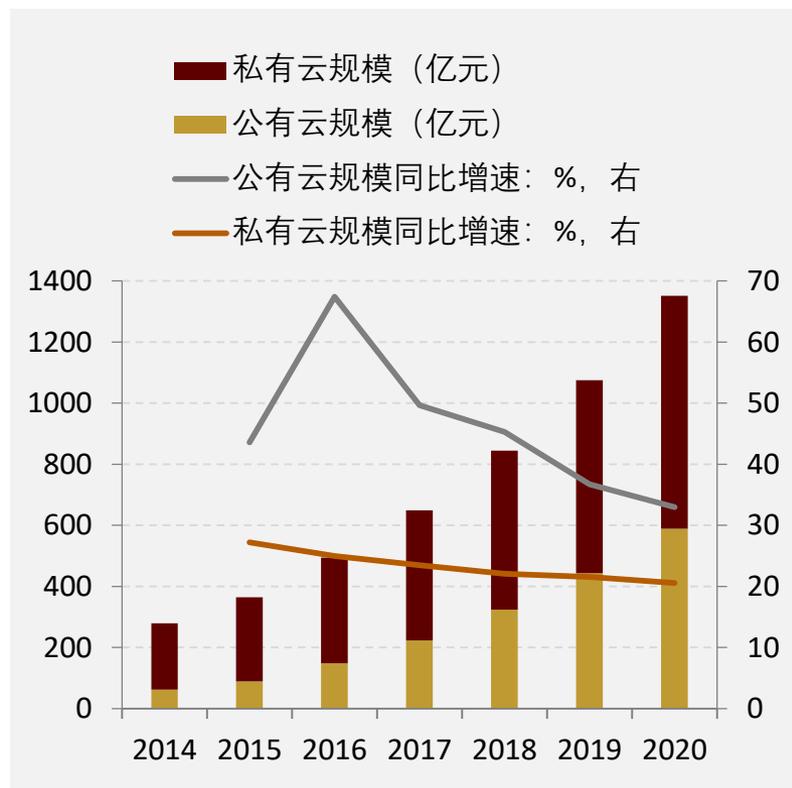
随着AI的采用和物联网在企业及初创企业的应用，据预测，受基础设施迁移到云端的额外需求及计算密集型工作的需求增加的影响，IaaS（基础设施即服务）将保持较高增长空间。中国公有云和私有云市场规模预计分别将达到762亿元和589亿元，随着公有云安全性的提升，采用公有云和私有云混合形式云服务的用户越来越多，**预计公有云的市场规模将会以更快的速度扩张。**

图：流量需求依旧高涨



数据来源：Wind、招商证券

图：我国云服务市场规模及预测值



数据来源：Gartner、招商证券

## 云计算（企业云、政务云等）——云端化

全球云计算服务商巨头亚马逊、谷歌、微软等公司纷纷扩大了云基础建设的支出，从而加大力度部署较大规模的数据中心。国内云计算厂商阿里云、腾讯云、百度云等为主，推出的云服务价格分别是1640、1544、1504元/年。

表：2017年国内云计算厂商价格对比（综合云服务）

名称	估值（亿元）	价格（元/年）
阿里云	737	1640
腾讯云	228	1544
百度云	115	1504
UCloud	65	1750

数据来源：Gartner、招商证券

## 集成电路——“三化”带来底层硬件需求

- 总的来看，这一轮以我们称之为“物联网”为核心的机器革命，将会在未来5到10年内再次改变人类的生活和生产，在在信息技术高速化、智能化和云端化各个领域都将带来硬件设备需求的爆发，其中最为底层且也是最大的需求是半导体需求。
- 如今的半导体行业已经是高度专业化行业，其下游繁多，诸如光伏、集成电路、光电子器件，分立器件和传感器等。而随着新一轮的智能革命，集成电路在半导体产业链中的比重越来越大。集成电路细分子行业可分为四个大类：IC设计、晶圆制造、封装测试和设备材料。

## 主题线条之二——政策类“补扩改租”

### (1) 特高压、轨交——基建补短

2018年9月7日，国家能源局下发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》。此次能源局加快推进9项重点输变电工程，合计输电能力5700万千瓦，包含了7项特高压工程，合计12条特高压线路。其中4个项目在2018年四季度审核，3个项目在2019年审核。

表：关于需加快推进的输变电重大工程情况表

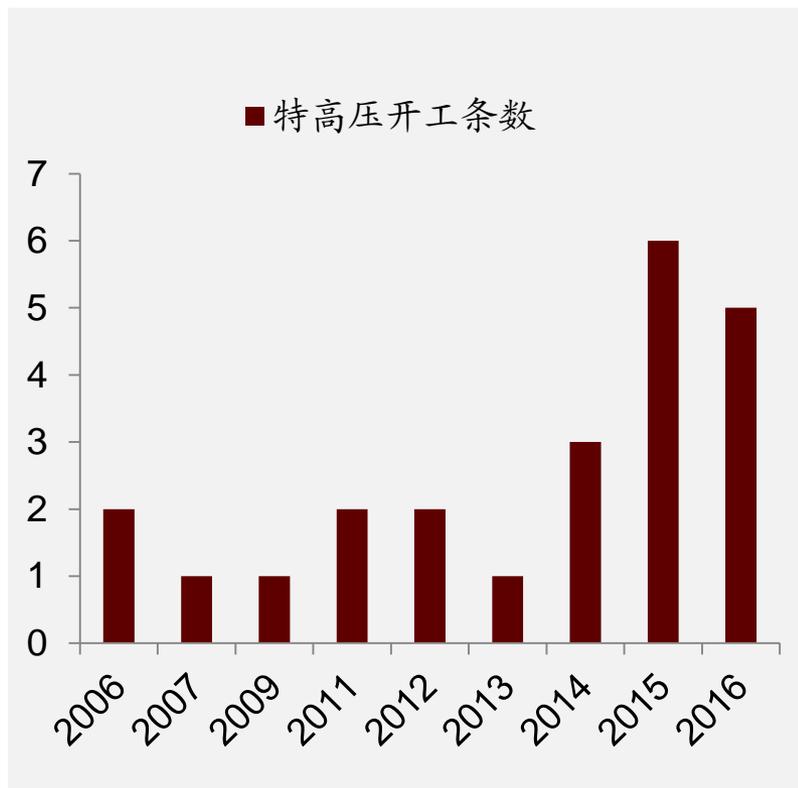
序号	项目名称	建设方案	输电能力(万千瓦)	预计核准开工时间
1	青海至河南特高压直流工程	建设1条±800千伏特高压直流工程，落点河南驻马店；配套建设驻马店-南阳、驻马店-武汉特高压交流工程	800	2018年第四季度
2	陕北至湖北特高压直流工程	建设1条±800千伏特高压直流工程，落点湖北武汉；配套建设荆门-武汉特高压交流工程	800	2018年第四季度
3	张北-雄安特高压直流工程	建设张北-雄安1000千伏双回特高压交流线路	600	2018年第四季度
4	雅中至江西特高压直流工程	建设1条±800千伏直流工程，落点江西南昌；配套建设南昌-武汉、南昌-长沙特高压交流工程	800	2018年第四季度
5	白鹤滩至江苏特高压直流工程	建设1条±800千伏直流工程，落点江苏苏锡地区	800	2019年
6	白鹤滩至浙江特高压直流工程	建设1条±800千伏直流工程，落点浙江	800	2019年
7	南阳-荆门-长沙特高压直流工程	建设南阳-荆门-长沙1000千伏双回特高压交流线路	600	2019年
8	云贵互联通道工程	建设±500千伏直流工程	300	2019年
9	闽粤联网工程	建设直流背靠背及相关配套工程	200	2019年
合计			5700	

数据来源：国家能源局，招商证券

## 特高压、轨交——基建补短

此次重启特高压项目，一方面是电力需求激增倒逼电网网架结构建设加速。2017年全国用电量63077亿千瓦时，同比增长为6.6%，而2018年上半年国内用电量为32291亿千瓦时，增速进一步提高至9.4%。“十三五”期间我国用电量增速明显上升，超出3.6%-4.8%的规划预期。尤其是我国山东、河南、湖南等地，出现电力缺口，电力供需处于紧平衡状态。

图：特高压开工条数



数据来源：国家电网电子商务平台，招商证券

图：全国用电需求激增



数据来源：国家电网电子商务平台，招商证券

## 特高压、轨交——基建补短

此次重启特高压项目，预计总投资2000亿左右：5条直流特高压，预计投资在1000-1500亿元（200-300亿元每条）；2条交流特高压+5条交流特高压配套项目（配套项目约为50-60亿元每套），预计投资金额在700-900亿元。而2018年为项目核准和开工高峰，因此2019-2020年为上市公司业绩确认高峰（叠加前期项目推进放缓带来的业绩和估值下杀，业绩和股价弹性十足）。

图：特高压收入确认按完工百分比，周期为24个月



数据来源：发改委核准通知，国家电网电子商务平台，招商证券

## 特高压、轨交——基建补短

### ■ 总结来看，特高压短期的预期差在于：

- 1、红头文件中部分线路建设超预期；
- 2、基建稳增长和债务约束之间的矛盾，特高压加速刻不容缓；
- 3、十四五期间，华东华北等地区将出现电力缺口，市场忽视了需求因素。

### ■ 时间节奏上来看：

2018年核准+开工高峰；2019-2020年上市公司业绩确认高峰（叠加前期因项目推进放缓带来的业绩和估值下杀，相关公司业绩和股价弹性十足）。

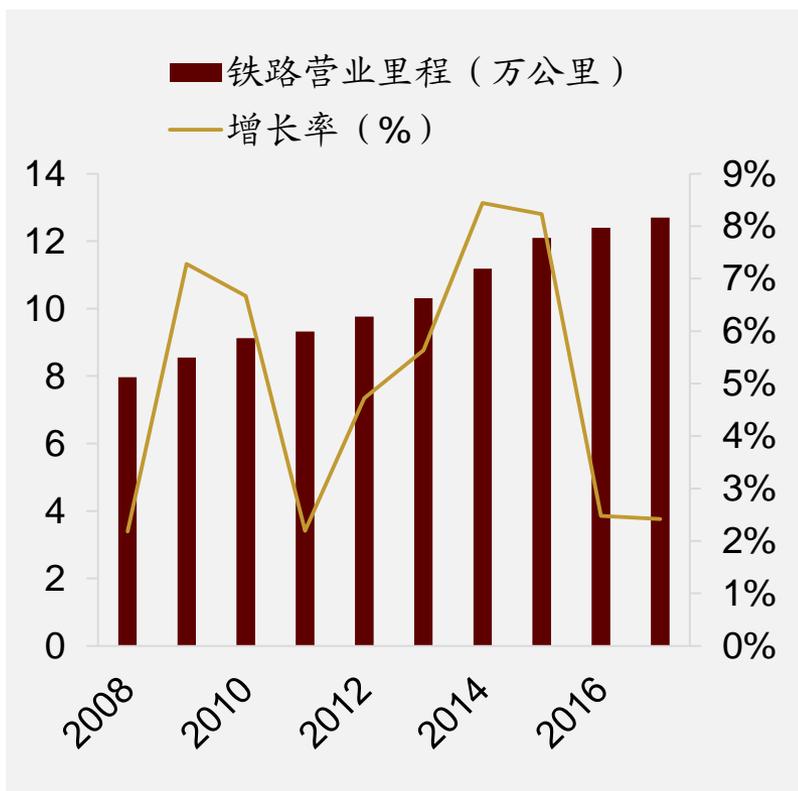
### ■ 个股关注：

平高电气（特高压业务总收入占比28%）、许继电气（特高压业务总收入占比26%）、国电南瑞（特高压业务总收入占比20%）。

## 特高压、轨交——基建补短

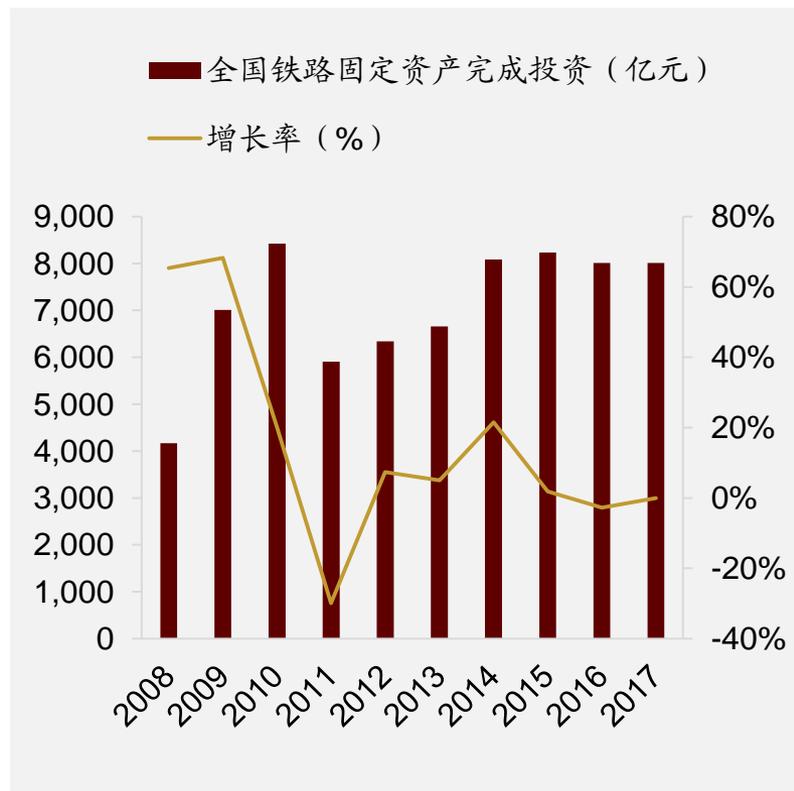
我国铁路产业在“十一五”期间开始大幅增长，固定投资保持在60%以上；进入“十二五”期间，铁路产业发展高速增长，虽然铁路固定资产投资有所下滑，但铁路营业里程在2014年增长率达到8%。进入“十三五”以来，铁路产业的投资开始从高位下滑。2017年全国铁路固定资产完成投资为8010亿元，同比增长为-0.06%；而铁路营业里程为12.7万公里，同比增长2.42%。

图：铁路营业里程自16年来增速下滑



数据来源：Wind，招商证券

图：铁路固定资产投资16年后出现负增长

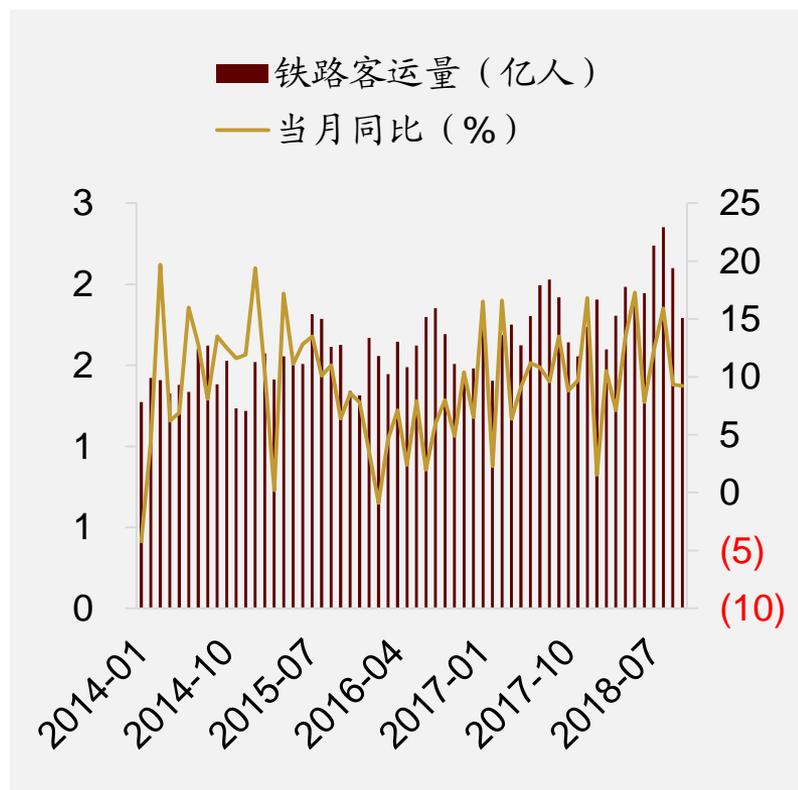


数据来源：Wind，招商证券

## 特高压、轨交——基建补短

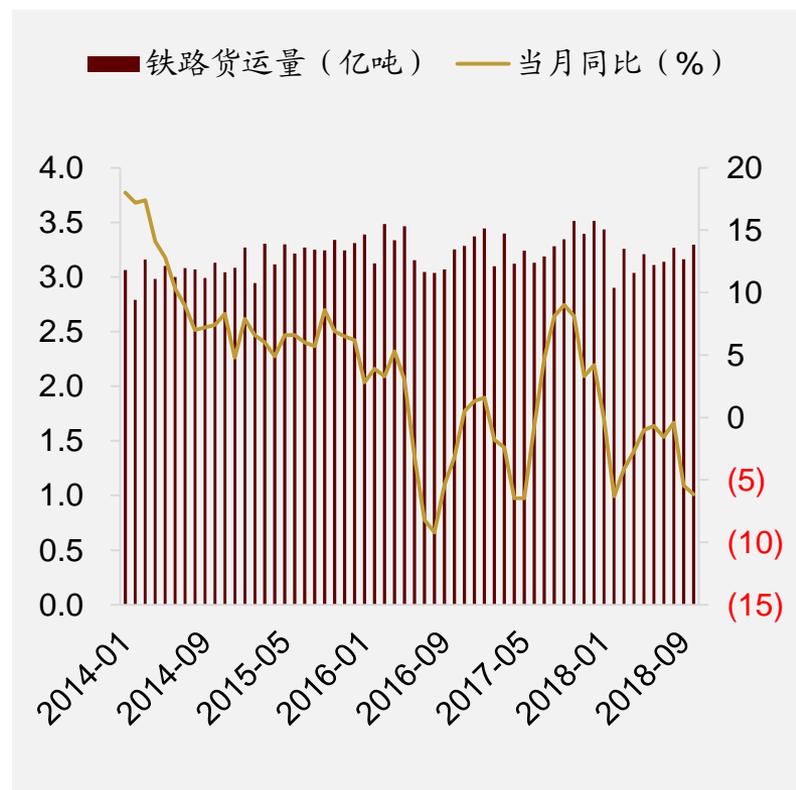
从需求端看，轨道交通压力将进一步加码。铁路客运量在2016年初达到最低值，为1.82亿人次，随后当月同比中枢不断抬升，至2018年10月，铁路客运量为3.05亿人次，当月同比增长10.3%。铁路货运量在2016年初达到最低值，为2.35亿吨；2017年货运量达到增长高峰，平均增速超过10%，2018年仍在保持增长态势，2018年10月，铁路货运量为3.55亿吨，同比增长10.1%。

图：铁路客运量2016年来增长率逐步提高



数据来源：Wind，招商证券

图：铁路货运量自2016年来保持增长态势



数据来源：Wind，招商证券

## 特高压、轨交——基建补短

根据铁总规划，到2020年，我国动车组保有量将达到3800组，其中“复兴号”动车组900组以上。轨交系统投资规模的回暖，以及铁总的招标任务刺激轨交装备市场；根据以往的交付周期为2-3年，预计2019-2020年轨交装备市场将迎来高景气。2017年轨交市场装备规模约为6109亿，预计2020年将增长7766亿。

图：轨交市场装备规模

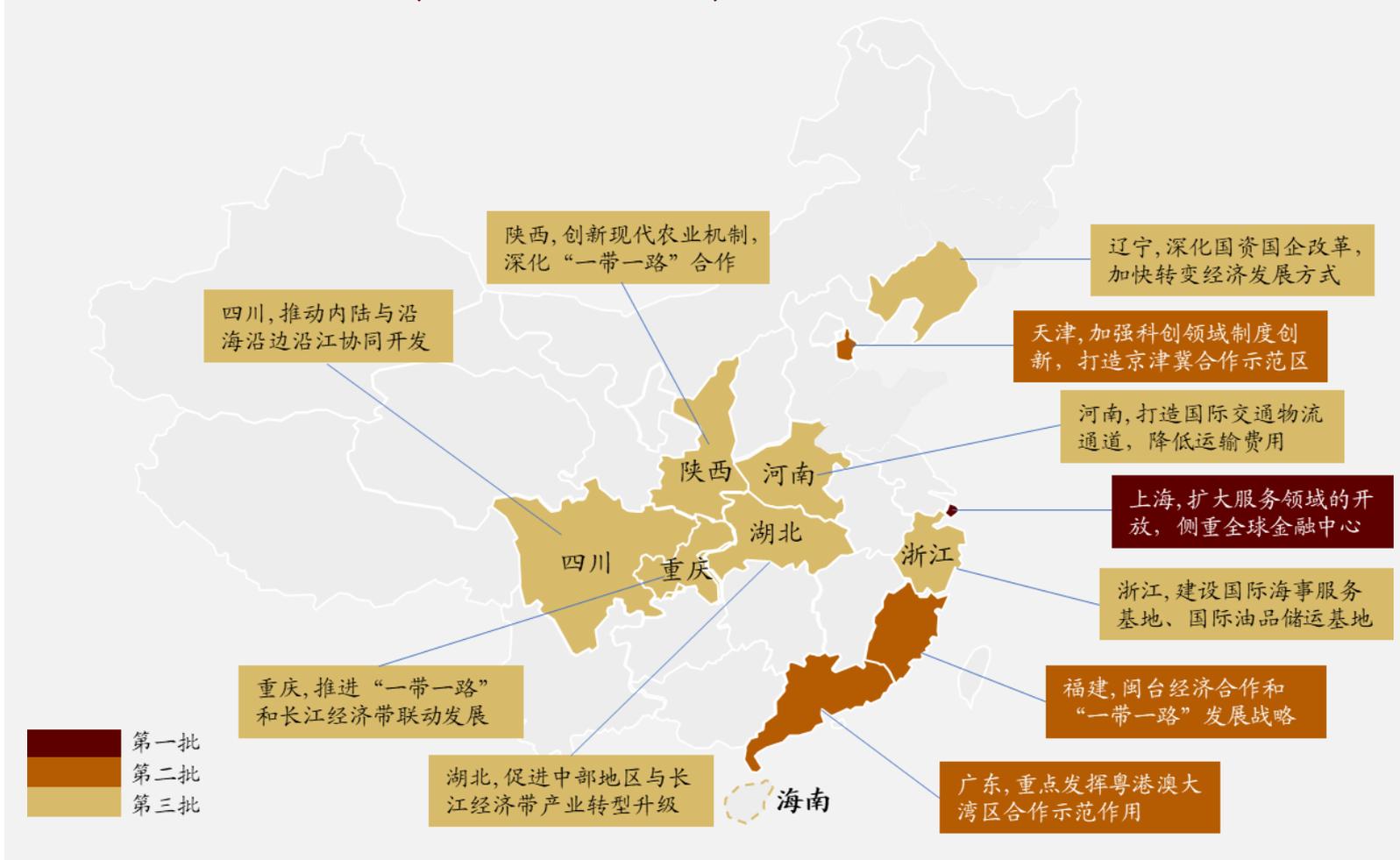


数据来源：发改委核准通知，国家电网电子商务平台，招商证券

## 自由贸易区/港——扩大开放

我国自贸区已形成了“1+3+7”的格局。

图：自贸区“1+3+7”格局，由沿海向内部延伸，逐步扩大开放



数据来源：网络公开资料，招商证券

## 自由贸易区/港——扩大开放

表：5年来自贸区建设进展

时间	自由贸易试验区进展
2013.9.27	国务院批复成立上海自由贸易试验区
2014.12.26	第二批自贸区试点申报，设立福建、天津、广东3个自贸区
2015.4.20	国务院批复成立闽粤津3个自贸区，并拓展上海自贸区实施范围
2016.8.31	第三批试点申报，在辽宁、浙江、河南、湖北、重庆、四川、陕西7个地区设立自贸区试点
2017.3.23	海南加入第三批自贸区试点申报
2017.3.24-3.31	国务院批复成立上7个自贸区，发布上海自贸区改革方案，提出在上海设立“自由贸易港”
2017.4.11	出台25条政策支持第三批7个自贸区发展
2018.4.14	国务院发布《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》
2018.5.34	深化福建、天津、广东自由贸易区改革，扩大金融服务对外开放，扶植科创产业
2018.10.16	国务院印发《中国(海南)自由贸易试验区总体方案》

数据来源：网络公开资料，招商证券

## 自由贸易区/港——扩大开放

表：4个主要沿海自贸区在扩大开放中取得了显著成果

自贸区	已取得成果
上海自贸区	以上海2%的土地面积创造了上海25%的GDP和40%的贸易总额
	累计新设企业55524户，是前20年同一区域设立企业数的1.5倍
	新设企业中的外资企业占比从自贸试验区挂牌初期的5%上升到目前的20%左右
	127个创新事项以及“证照分离”改革试点制度创新成果在全国复制推广
福建自贸区	“负面清单”已从最初的190条减至2018版的45条
	率先在医疗、旅游等50多个领域对台开放
	新增台资企业2005家，合同台资58亿美元
	建成8个两岸“三创”基地，为台胞来闽创业就业提供全方位、一站式服务
天津自贸区	累计登记市场主体4.5万户，是设立自贸试验区之前市场主体的2倍
	建立集中统一的行政审批机构，推行“一颗印章管审批”
	企业设立登记制度改革方面，实施“一照一码”登记制度
	民办非企业单位设立登记相关行政审批“多项合一”
广东自贸区	将汽车平行进口作为重点发展方向，出台了多项政策措施促进行业发展
	累计聚集各类创投机构超过150家，腾讯开放平台、阿里云等12个众创空间投入运营，聚集创业团队300多个、创业企业869家
	贸易结构优化，加工贸易的比重降低，一般贸易占比上升，电子商务发展迅猛
	累计形成385项改革创新经验，此前已在全省范围复制推广三批共86项改革创新经验，同时有21项改革创新经验在全国范围复制推广
	在16项改革创新经验中，9项改革事项在全省范围内复制推广

数据来源：网络公开资料，招商证券

## 自由贸易区/港——扩大开放

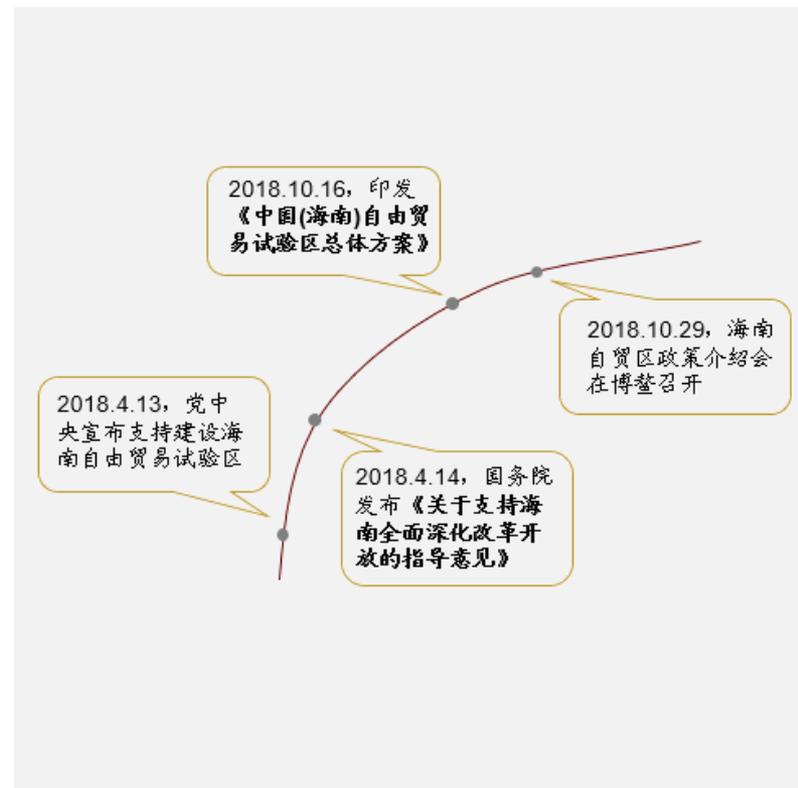
海南自贸区不同于前11个自贸区，**3.54万平方公里的面积全部开放**，同时海南的经济条件和环境不同于其它自贸区，未来乡村振兴、海洋经济、旅游产业、新能源汽车和赛马等领域都将成为发展的重点。《中国（海南）自由贸易试验区总体方案》的目标是在2020年建成投资贸易便利、法治环境规范、金融服务完善、监管安全高效、生态环境质量一流、辐射带动作用突出的高标准高质量自贸试验区。

图：海南自贸区相对优势及特色产业



数据来源：公开资料，招商证券

图：10月16日国务院印发了海南自贸区《方案》



数据来源：公开资料，招商证券

## 自由贸易区/港——扩大开放

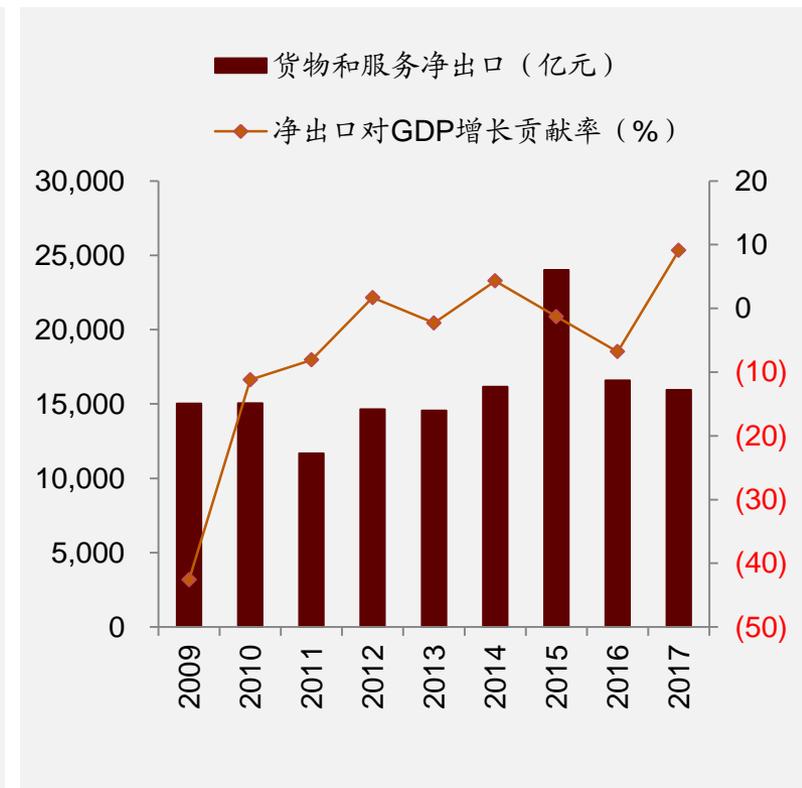
设立自贸区的目的有两个方面，一是要通过对外开放倒逼改革提速，在自贸区内实施更加自由的市场经济，自贸区建设过程中的一系列改革措施会在全国形成巨大的示范作用；二是在经济全球化的背景下加深国际合作，我国自由贸易协定伙伴的进出口额占其外贸总额的比重偏低，货物和服务净出口大幅回落，但净出口肩负拉动GDP的重任，开放程度不够会面临较大的风险。

图：设立自贸区促进经济转型升级的内在逻辑



数据来源：公开资料，招商证券

图：2015年以来净出口呈现下降趋势，但对GDP增长的重要性在提升



数据来源：公开资料，招商证券

## 自由贸易区/港——扩大开放

- 自由贸易港不同于自贸区，自贸区是“境内关内贸易”，主要是货物贸易自由，自贸港是“离岸关外贸易”，是货物，资金，人员自由流动，是一线放开，二线管住的隔离区域，自贸港进口商品是零关税的。2018年11月5日，习近平总书记在进博会上提出抓紧研究提出海南分步骤、分阶段建设自由贸易港政策和制度体系，加快探索自贸港进程。
- 同世界其他几大自由贸易港一样，海南建立自贸港有得天独厚的优势，它是“一带一路”重要支点，又处于国际黄金航运主干道，位于印度洋和太平洋交界，控制整个南海，是中国同世界接轨的重要窗口。在改革开放40周年的节点上宣布海南自贸港，是进一步吹响改革开放的号角，未来几十年来，海南将有望成为我国全面开放的新高地。

## 国企改革——改革深化

2018年7月26日，国务院任务刘鹤担任国企改革领导小组组长，并组织召开了第一次会议；会议研究部署了近期国有企业改革重点任务；提出要分层类积极稳妥推进混合所有制改革，加大中央企业布局优化和结构调整并部署了下半年的工作安排，尤其是改革国有资本授权经营体制与混合所有制改革。

此次会议传递出四个亮点：

一是“分层分类积极稳妥推进混合所有制改革”；

二是“引导企业做好发展长期规划，界定主业”；

三是“加强基础理论研究”；

四是推进信息公开打造“阳光央企”；

**对混合所有制改革的表述2013年为“积极”，2015年为“有序”，2016年为“突破”，2018年3月为“稳妥”；此次改稳妥推进为“积极稳妥推进”，表明在审慎的态度之上，增加改革的主动性。**

首先，国有企业的盈利能力对经济增长起着举足轻重的作用。从上市公司的口径看，在所有上市公司中国有企业数目占比接近三分之一，市值占比接近一半。从盈利的角度看，2017年年报中国有企业净利润占比接近一半。由于国有企业庞大的体量及净利润占比，其盈利能力对国民经济增长影响较大。

因此如何在供给侧改革宣告阶段性成功后维持国有企业的稳定的业绩增长，将成为下一阶段宏观托底的关键，国企改革提速在这一背景下的必要性和必然性也就昭然若揭了。

## 国企改革——改革深化

因此自今年9月以来，多地政府加快推进国企改革方案，各部委积极发声支持国企改革方案。

表：国企改革重点大事件

时间	部门	重点内容	具体事件
11月21日	多省市	薪酬改革	北京、福建、陕西、辽宁等多省市纷纷开始制定国企薪酬改革相关细化方案。其中，在深化混合所有制改革、优化国资监管体系的同时，建立“能增能减”的市场化薪酬改革制度将成为重点。
11月20日	政协经济委员会	社保改革	全国政协经济委员会副主任刘世锦在“2018国际投资论坛”上表示，下一步要切实加快推动国资国企、土地、金融、财税、社保等重点领域的改革进程。
11月20日	河南省	“僵尸企业”	河南省省长陈润儿主持召开国企改革专题会议，研究加快国有“僵尸企业”处置后续工作
11月19日	广西	改革发展基金	广西国有企业改革发展基金发布会暨战略合作协议签约仪式在南宁举行。此次设立的广西国有企业改革发展基金，总规模300亿元，首期规模30亿元
11月19日	国资委	混改	国资委副主任翁杰明日前撰文指出，党的十八大以来，国有企业混合所有制改革进入新的阶段，呈现出步伐加快、领域拓宽的良好态势，取得四方面新成效。先后选择三批50家国有企业开展混改试点，其中中央企业28家。
11月15日	国资委	混改	国资委副主任翁杰明14日表示，增加重点领域混合所有制改革试点企业数量，选取更多重点领域企业开展混改。扩大试点企业规模，选取一批层级更高、规模更大的重点领域企业开展混合所有制试点。
11月14日	陕西省	国资改革	《陕西省深入实施国企国资改革攻坚加快推动高质量发展三年行动方案（2018-2020年）》印发。方案提出，优先支持列入省国资委30户拟上市重点培育企业在2019年底前全部改为股份公司。
10月31日	天津国资委	混改	中国银行天津市分行与天津市国资委举行全面战略合作协议签约仪式，双方达成千亿元规模的授信意向，助力天津市国企混合所有制改革。
10月24日	发改委	混改	发改委：第三批混改试点企业共31家，已批复8家央企子企业试点方案，各地已批复15家地方国企试点方案，目前正抓紧研究混改试点企业职工持股等政策
10月14日	中国企业联合会	混改	中国企业联合会研究部研究员刘兴国：对完全竞争类国有工业企业，国有股权可以考虑将比例调整至50%以下，甚至可以根据需要将国有资本调整至参股地位。在某些企业，甚至可以探索实施国有特殊管理股制度。
10月14日	企业	双百行动	“双百行动”将从“设计阶段”进入“施工季”。包括中石油、大唐子公司在内的多家入选企业综合改革实施方案已敲定，混改、重组等仍是热点，金融资本也纷纷入局助力改革。
10月13日	央行	竞争中性	央行行长易纲表示，为解决中国经济中存在的结构性问题，中国将加快国内改革和对外开放，加强知识产权保护，并考虑以“竞争中性”原则对待国有企业。
10月12日	国资委	双百行动	国企改革“双百行动”工业类“双百企业”现场交流会10月12日在山东烟台召开。国务院国资委副主任翁杰明在交流会上表示，工业类国有企业要抓好体制机制转换，有条件的要积极稳妥推进混合所有制改革。
9月22日	辽宁国资委	国企改革	印发加快推进国资国企改革专项工作方案：《方案》指出，到2020年，全省国有企业资产总额力争突破3.5万亿，所有者权益突破1.5万亿，省属企业混合所有制改革面达到70%以上。
9月14日	青岛	国企改革	青岛印发国企改革相关工作方案，提出加快国有经济布局结构调整
9月12日	浙江省	国企改革	浙江省长袁家军主持召开省政府专题会议，听取全省国资国企改革发展情况汇报，审议浙江省深化国有企业改革有关文件。
9月7日	天津市	混改	天津市与中国民生银行股份有限公司签署战略合作协议，民生银将加大对交通、能源、信息等重大基础设施互联互通项目的支持力度，支持天津国企混合所有制改革。
9月1日	北京、沈阳国资委	战略合作	两市国资委将积极发挥引导作用，协调地方政府和有关部门创造有利条件，为两地国有企业合作营造良好环境。加强两地国资国企互动交流，促进两地国企人才交流。

## 国企改革——改革深化

我们继续看好2019年国企改革主题的投资机会，四条主线布局国企改革主题：

- 1) 央企试点混改以及部分地方混改。第三批混改试点或将于年底发布。**建议关注油气+军工+地方。个股关注：泰山石油、大庆华科、中国国航、广深铁路、隧道股份、湖南天雁、东方钽业等。
- 2) 国有资本投资、运营公司改革。**除作为央企改革试点的国投和中粮集团之外，地方国资也正在加快布局改组与组建国有资本投资运营公司，如上海、广东、江苏等。个股关注：光明乳业、上海交运、浦发银行、粤电力A、广州发展、珠江啤酒、江苏舜天、华泰证券等。
- 3) 央企战略重组。**建议关注电气设备领域（哈尔滨电气集团、中国东方电气集团），汽车（一汽集团、东风汽车集团）、化工（中化集团、中国化工集团、中国化学）、电力（国家电投集团、国家能源投资集团、大唐集团、华能集团、中核、中广核等）相关集团内的上市公司。
- 4) “双百行动”。**“双百行动”将从“设计阶段”进入“施工季”。建议关注参与“双百行动”计划上市公司，包括直接入选（一汽富维、航天电子等），实控人入选（柳工、京能置业、中交地产等），子公司入选（中国一重、铜陵有色等）。

## 美好生活——住房租赁

坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位是2016年12月中央经济工作会议上提出的，2016年12月21日，习近平总书记再次提出“要准确把握住房的居住属性”，十九大报告重申了要建立多主体供给、多渠道保障、租售并举的住房制度，坚持住房不炒，让全体人民住有所居。

图：住房租赁政策类型

(1) 供给端加大租赁用地供给，鼓励和培育租赁机构保证房源；

(2) 资金端鼓励和支持集体经济和社会资本参与租赁市场；

(3) 法律端加快租赁市场相关立法，建立完善的制度，加快推进“租售并举”。

## 美好生活——住房租赁

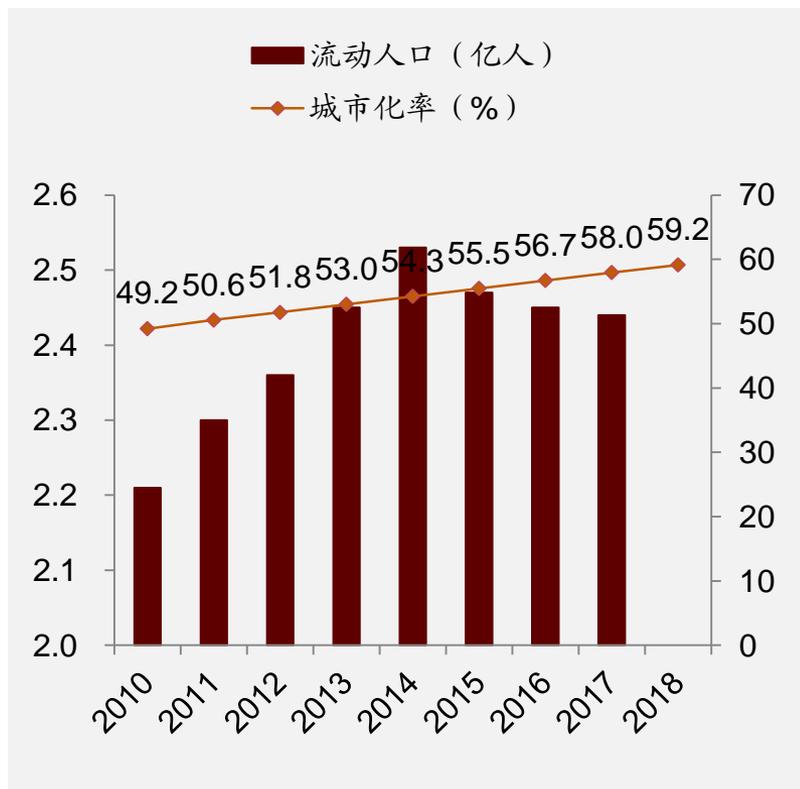
表：住房租赁市场相关政策频繁出台

时间	政策条例	重点内容	颁布机构
2014年3月	国家新型城镇化规划（2014-2020年）	提出“租赁并举”，大力发展住房租赁市场	国务院
2015年1月	关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见	用3年时间，基本形成渠道多元、总量平衡、结构合理、服务规范、制度健全的住房租赁市场	住建部
2016年5月	关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见	全面部署加快培育和发展住房租赁市场工作	国务院
2016年12月	中央经济工作会议	坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，加快住房租赁市场立法	中共中央
2017年5月	住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）	建立购租并举的住房制度，规范住房租赁和销售行为	住建部
2017年7月	关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知	在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场，培育机构化、规模化住房租赁企业	九部委
2017年8月	利用集体建设用地建设租赁住房试点方案	在13个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点，鼓励村镇集体经济参与运营集体租赁住房	国土部、住建部
2017年9月	关于支持北京、上海开展公有产权住房试点的意见	鼓励北京、上海制度创新，大胆探索可推广的试点经验；再度强调住房不炒	住建部
2017年11月	关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见	支持民间资本参与PPP项目，做好民营企业PPP项目推介工作	发改委
2018年3月	全国两会政府工作报告	坚持住房不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度	中共中央
2018年4月	关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知	优先支持大中城市、雄安新区等地住房租赁项目开展资产证券化	证监会、住建部
2018年6月	关于保险资金参与长租市场有关事项的通知	保险资金通过直接投资和间接方式参与长租市场	银保监会

## 美好生活——住房租赁

图：流动人口数量达2.44亿，增速放缓

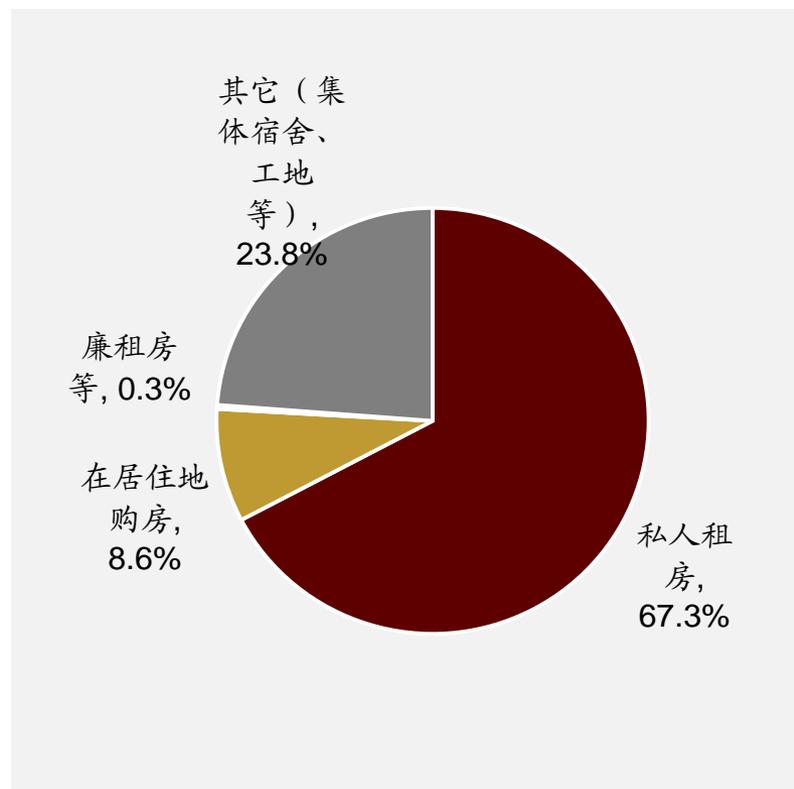
住房租赁市场拥有庞大的流动人口基数，2017年我国流动人口达到2.44亿，随着城市化进入后期，流动人口数量有所下降，



数据来源：Wind，招商证券

图：流动人口中租房比例超过三分之二

根据链家《租赁市场系列研究报告》，超过三分之二的流动人口将需要通过租房来解决居住问题。



数据来源：《中国流动人口发展报告》，招商证券

## 美好生活——住房租赁

图：大城市租金回报率处于较低水平

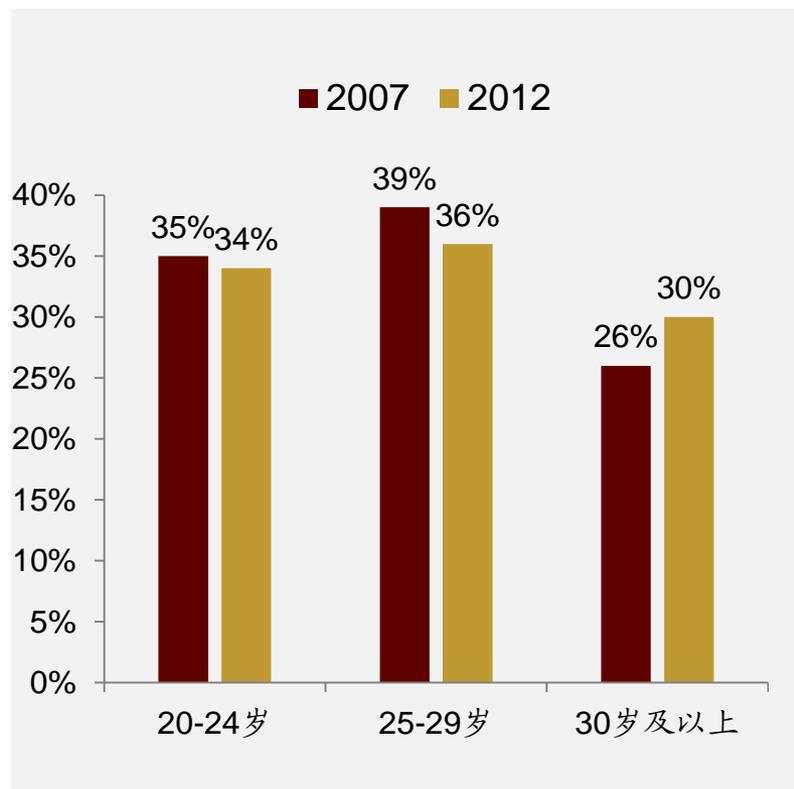
大城市房价飙升带来房价和租金的背离，大城市租金回报率远低于5%的适合楼市投资的水平，由此带来一部分购房人群转向租房。



数据来源：Wind，招商证券

图：晚婚带来个体租赁周期的延长

结婚年龄越来越晚客观上延长了个体租房周期，变向的扩张了租房需求。。

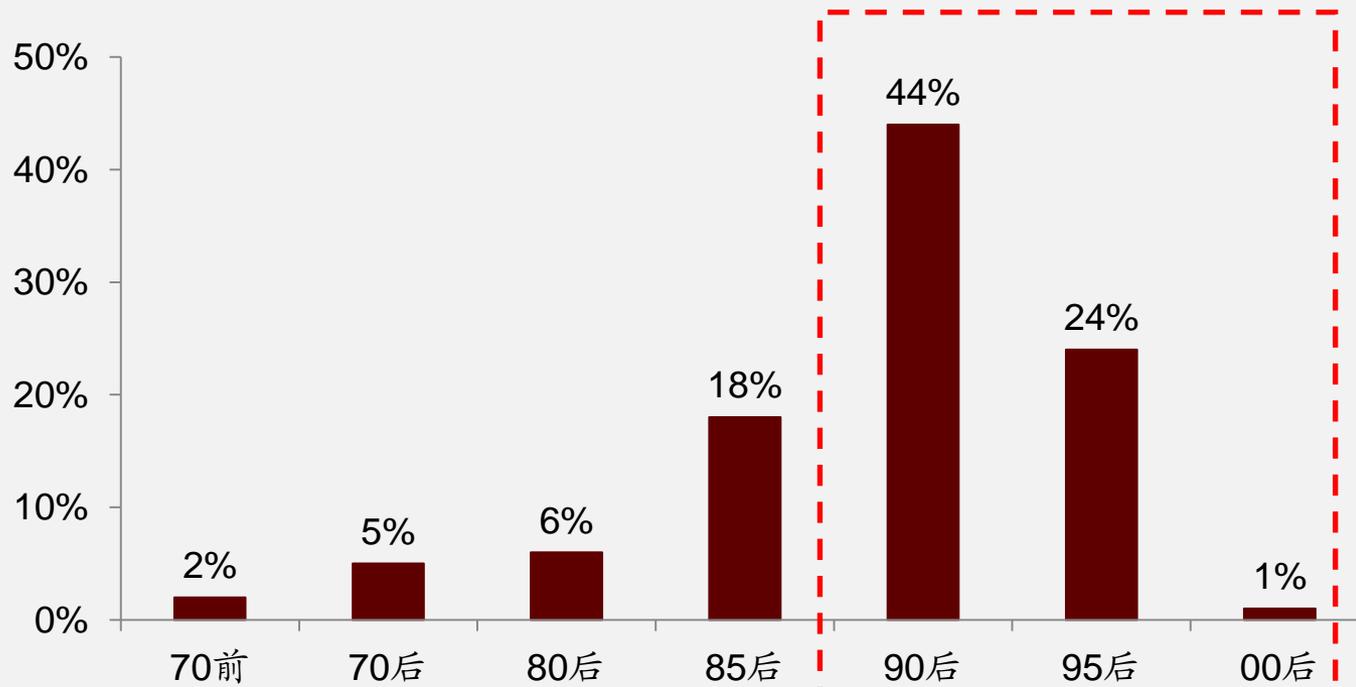


数据来源：民政局，招商证券

## 美好生活——住房租赁

庞大的住房租赁市场面临着消费升级，租房群体的年轻化对租赁体验提出了更高的要求，观念的变化导致租赁市场痛点问题逐渐凸显，优质的长租公寓将成为年轻租客的首选。

图：租房人群中90后占比达到69%



数据来源：《2018年轻人租房大数据报告》，招商证券

## 美好生活——住房租赁

- 我国公寓租赁尚处起步阶段，一种普遍的运营模式是“租赁-装修改造-租赁”，采取轻资产模式运作，盈利来源是租金差。租赁机构的类型包括专业公寓运营商、房地产开发商、房地产服务商和酒店集团。截止2017年底，我国进入长租公寓领域的房企超过30家。在主题投资方面，建议关注拥有长租公寓业务或品牌产品运营经验的公司。

## 主题线条之三——卡脖子主题

### 技术封锁将加大卡脖子领域投入力度

- 11月19日，美国商务部工业安全署出台了一份被称为“可能是历来最严格”的技术出口管制先期通知，并就这一管制方案向公众征询意见。该方案将在人工智能、芯片、量子计算、机器人、脸部识别和声纹技术等14类新技术领域实施技术出口管制。
- 今年六月《科技日报》总编辑刘亚东曾做题为“除了那些核心技术，我们还缺什么”演讲，介绍了中国目前包含光刻机、芯片、操作系统、ITO靶材、光刻胶等在内的35项卡脖子技术，叠加四月份中兴禁运事件和近期的技术封锁事件，预计我国将加大在短板领域的投入力度。我们在前期的报告中对我国部分短板领域做了一些梳理，以期投资者在相关方向布局有所启发。具体可参考我们8月29日发布的《从操作系统到芯片——细数那些还被卡着脖子的领域（上）》和9月19日发布的《从航空钢材到触觉传感器——细数那些还被卡着脖子的领域（下）》

## 主题线条之四——科创板映射

### (1) 科创板是中国资本市场的重大创新

- 习近平主席于11月5日在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布：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。国家领导人在国际高规格会议以顶层设计的方式提出，表现了国家对于科技创新的大力支持，以及完善资本市场基础制度的决心。
- 11月20日，上海经信委发给上海辖区相关部门和单位的通知表示，按照市领导要求，为做好上交所设立科创板并试点注册制的准备工作，要求各有关单位及部门按要求，梳理并推荐拟挂牌科创板的优质企业名单。
- 我们前文阐述过，科创板的设立将形成上交所-科创板、深交所-创业板的格局，对完善资本市场有着深刻的意义，尤其是对于新兴产业而言，为它们提供了新的融资途经；此外，长期以来我国都施行审批制度，试点注册制将进一步完善市场制度。科创板的设立和试点注册制可以说是中国证券建设的新的里程碑。

## 科创板是中国资本市场的重大创新

2019年是创业板开市后的十年，是中央即将开始制定“十四五”规划的前夕，如果说创业板是为了更好的配合“十二五”国家战略性新兴产业的发展，那么科创板将服务于“十四五”规划，定位鼓励优质的新兴产业领域的企业上市，如集成电路、人工智能、生物医药、新能源汽车、高端装备制造等领域。

2009年

- 10月30日创业板开市，一年后中央关于制定“十二五”规划的建议发布，随后《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》

2012年

- 7月国务院正式发布《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》

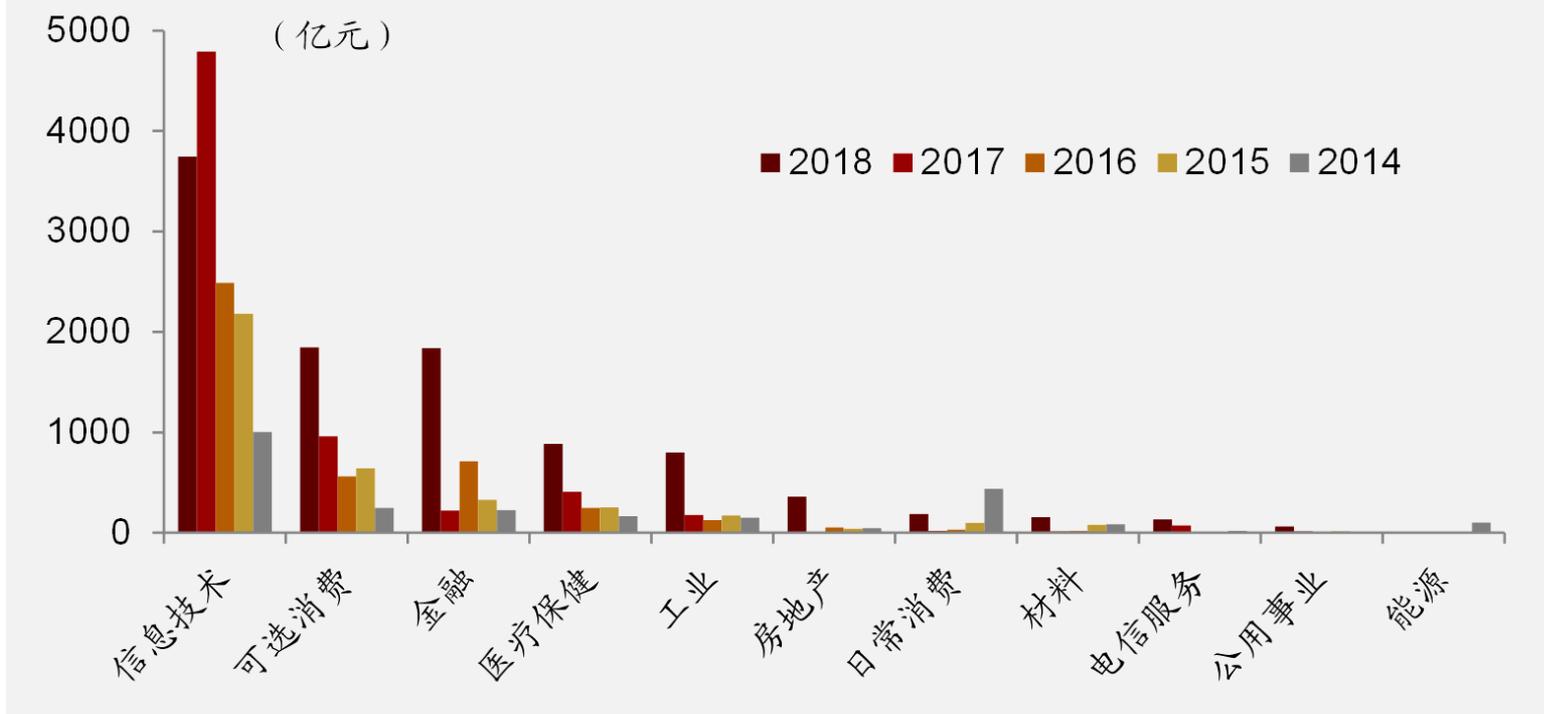
2013年

- 创业板指全年上涨83%

## 主题策略：变现渠道拓宽，主题投资可期

一方面信息技术、消费、金融、医疗保健和工业等行业VC/PE规模保持高位，科创板的开通使得变现渠道放开，将进一步加大相关领域投资活跃度，有利于产业的发展。另一方面我国正在推进战略性新兴产业发展（节能环保、生物产业、新能源汽车、新能源、新材料、高端装备制造、新型信息产业）、深化供给侧结构性改革；从中央到地方政府自上而下，设立国家战略性新兴产业发展基金，当前政府引导产业基金合计超过5万亿。

图：VC/PE投资行业变化情况（2014-2018）

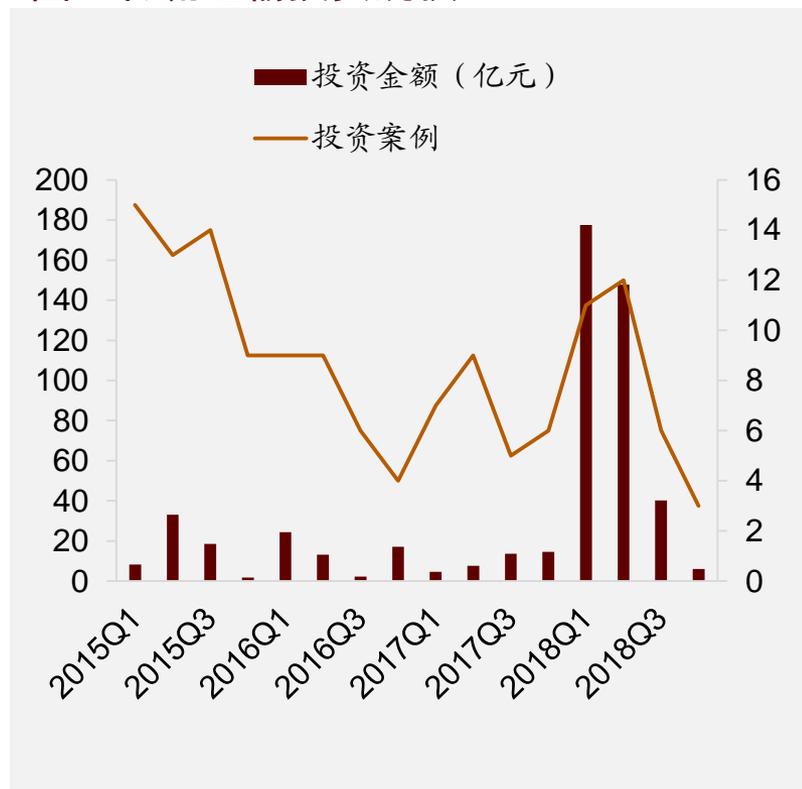


数据来源：wind，招商证券（注：2018年截至2018年11月15日）

## 主题策略：变现渠道拓宽，主题投资可期

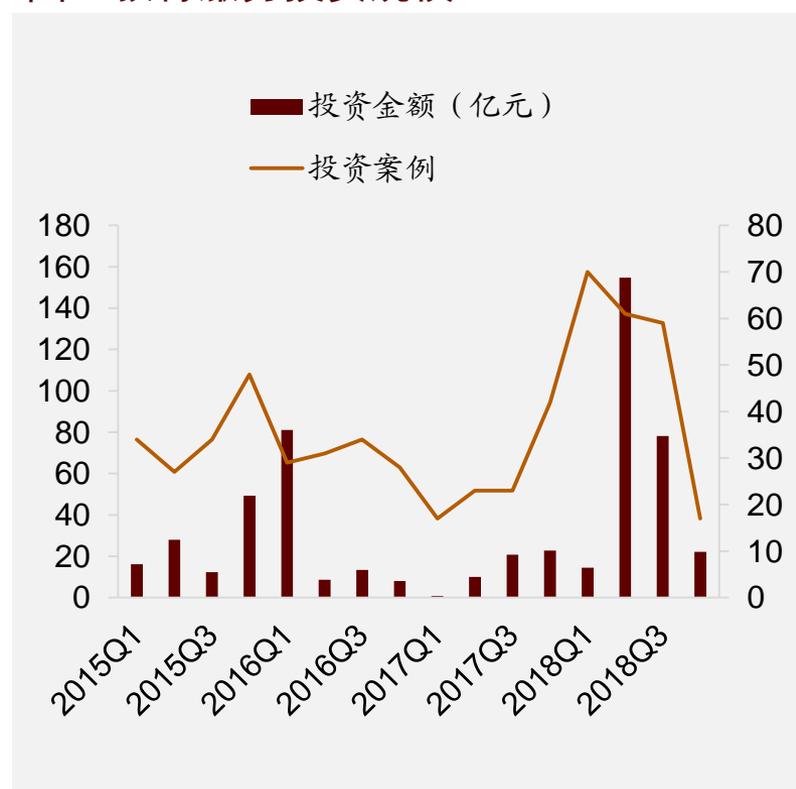
从主题策略的角度看，科创板开通后，PE/VC投资的项目变现途径将变得更加便捷，预计针对近两年PE/VC投资金额较大的领域可能产生相关主题机会，如在线教育/智慧物流等领域。此外，建议长期关注计算机（大数据、云计算、人工智能和工业互联网），医药生物（创新药、医疗器械）等领域。

图：物流运输投资规模



数据来源：wind，招商证券

图：教育服务投资规模



数据来源：wind，招商证券

# 冯虚御风，踏浪而行——历史地位

周期轮回：下行式宽松与流动性陷阱

冯虚御风：如何应对这种局面

踏步前行：资本市场新时代

供需改善：A股流动性展望

动能切换：企业盈利展望

涅槃重生：主题投资展望

**历史低位：估值比较**

冯虚御风，踏浪而行：总结

## 历史地位——估值比较

---

- 2018年以来，A股整体估值中枢不断下移，与历史水平相比已经回落至较低的位置，特别是过去两年外资大量买入蓝筹股，蓝筹股相对小市值公司的折价不断降低；A股与海外市场核心股指相比也具有估值优势。A股剔除银行后的估值水平与美股基本接近，分行业来看，A股的耐用消费品与服装、零售业、地产、医疗保健设备与服务、银行等行业的估值相比美股较低。

## 历史低位—A股处于相对低估区间

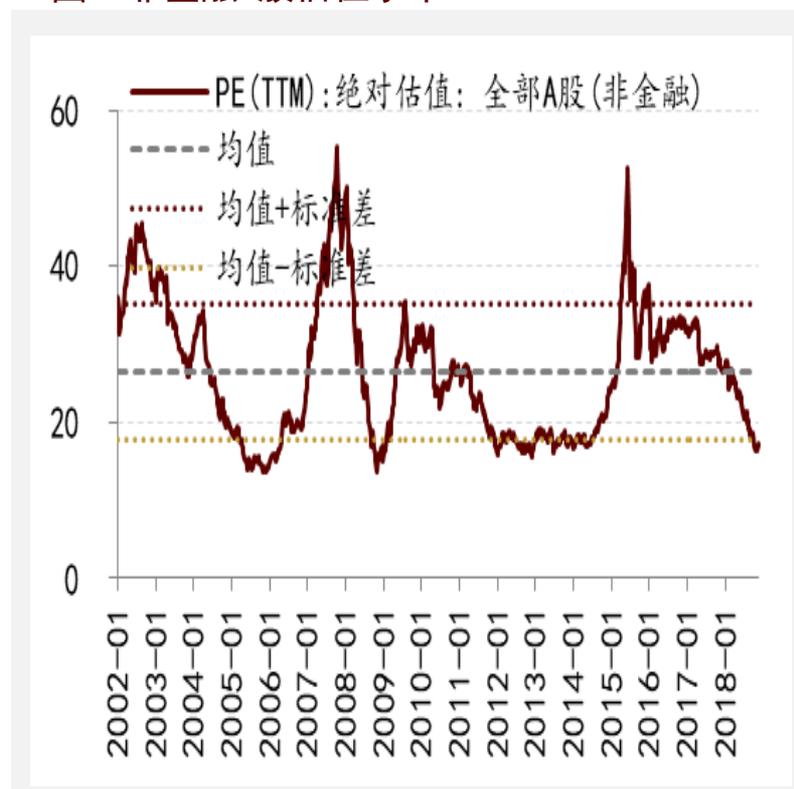
2018年以来，A股整体估值中枢不断下移，目前全部A股的估值水平已经回落至历史较低的位置（约为13x），接近2014年初的水平，同时也接近2002年以来的均值减去一个标准差，与历史上估值底部非常接近。非金融A股的估值水平回落至16.9x，略低于均值减去一个标准差。

图：全部A股估值水平



数据来源：wind，招商证券

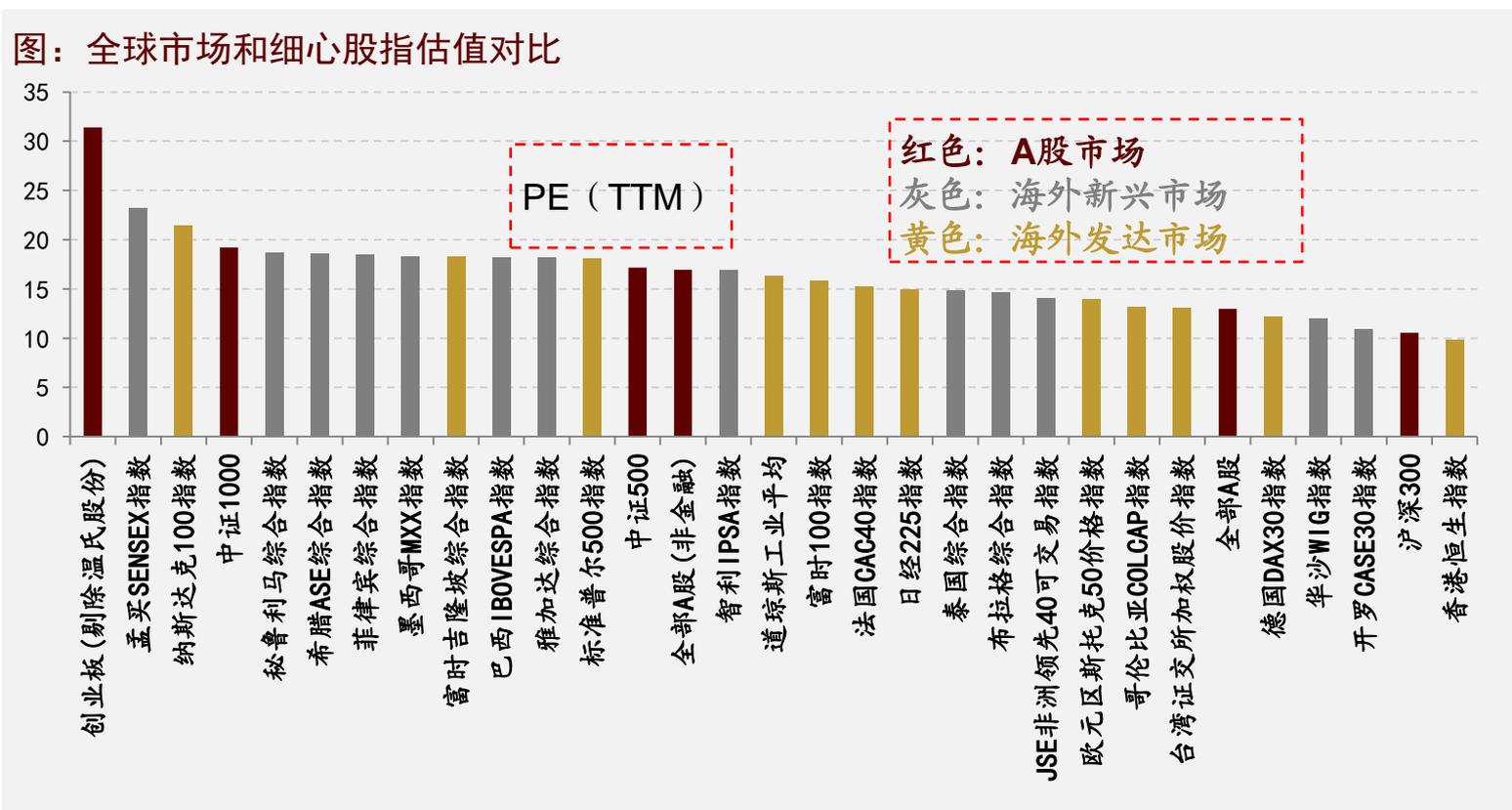
图：非金融A股估值水平



数据来源：wind，招商证券

## 历史低位—A股处于相对低估区间

与海外市场相比，整体A股的估值水平处于较低区间，特别与美股估值相比更具优势。



数据来源：wind，招商证券

## 历史低位—A股处于相对低估区间

从相对全部A股估值的角度来看，小盘股的相对估值水平比大盘股降幅更大。陆股通开通以后，过去两年外资大量买入蓝筹股，蓝筹股相对小市值公司的折价不断降低。

图：创业板绝对估值水平



数据来源：wind，招商证券

图：中小企业板绝对估值水平

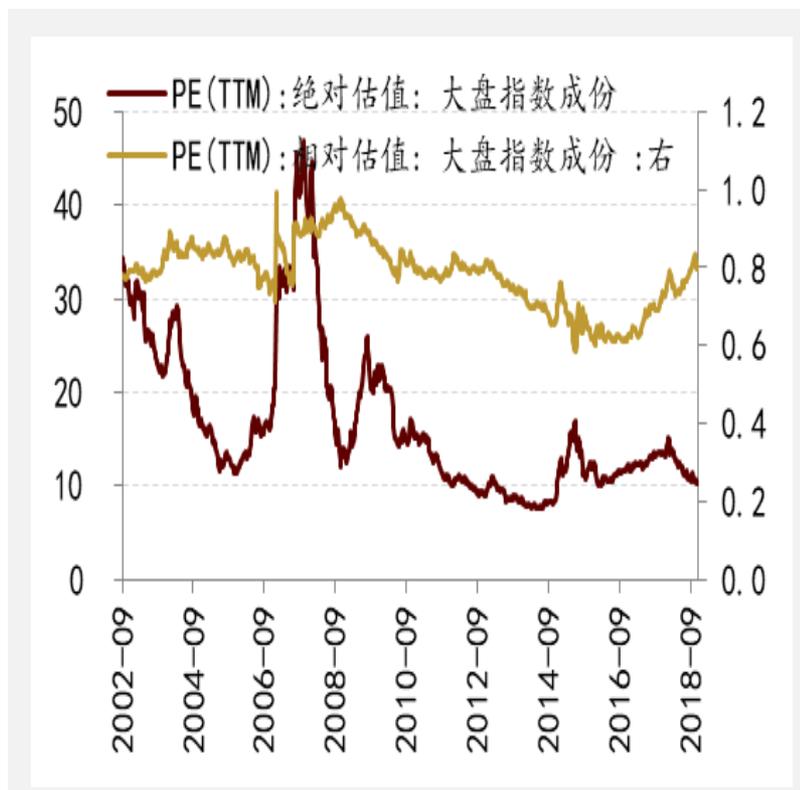


数据来源：wind，招商证券

## 历史低位—A股处于相对低估区间

从相对全部A股估值的角度来看，小盘股的相对估值水平比大盘股降幅更大。陆股通开通以后，过去两年外资大量买入蓝筹股，蓝筹股相对小市值公司的折价不断降低。

图：大盘指数成份绝对估值和相对全A的估值



数据来源：wind，招商证券

图：小盘指数成份绝对估值和相对全A的估值

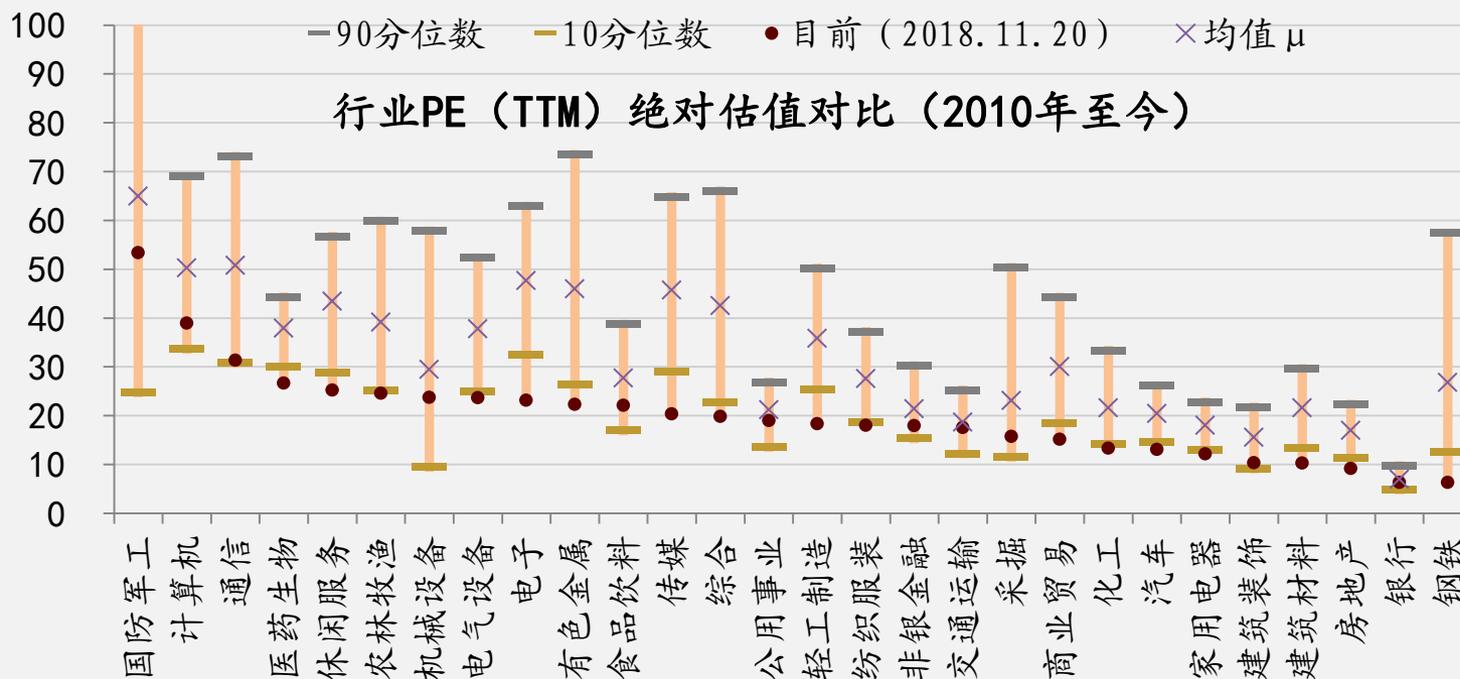


数据来源：wind，招商证券

## 历史低位—A股处于相对低估区间

大部分行业估值水平处在历史平均水平甚至十分位数以下。国防军工，计算机、通信的估值水平高于其他行业，建筑装饰、建材、房地产、钢铁和银行的估值水平较低，其中银行的估值水平处于末位。

图：行业估值水平



数据来源: wind, 招商证券

## 历史低位—中美估值对比

整体来看，当前美股公司整体估值水平为18.4x，A股公司整体估值为13.0x，A股剔除银行后估值为17.1x。A股剔除银行后的估值水平与美股基本接近。

从行业来看，A股的耐用消费品与服装、零售业、地产、医疗保健设备与服务、银行等行业的估值相比美股较低。

表：A股、美股公司估值水平按照行业进行对比（PE-TTM）

行业	美股估值	A股估值	A股与美股估值比较
能源 II	13.3	13.9	高
材料 II	12.5	12.8	高
资本货物	19.3	17.5	低
商业和专业服务	20.4	20.6	高
运输	11.3	17.7	高
汽车与汽车零部件	8.5	13.8	高
耐用消费品与服装	18.7	14.7	低
消费者服务 II	15.8	17.7	高
媒体 II	10.7	18.6	高
零售业	28.8	12.4	低
食品与主要用品零售 II	25.4	31.1	高
食品、饮料与烟草	12.2	22.5	高
家庭与个人用品	20.1	28.6	高
医疗保健设备与服务	32.7	26.8	低
制药、生物科技与生命科学	21.8	26.3	高
银行	11.4	6.4	低
多元金融	12.7	23.2	高
保险 II	7.0	15.1	高
软件与服务	31.6	33.3	高
技术硬件与设备	16.5	24.3	高
半导体与半导体生产设备	13.1	27.7	高
电信服务 II	9.4	59.8	高
公用事业 II	16.1	18.8	高
房地产 II	25.8	9.4	低
<b>整体</b>	<b>18.4</b>	<b>13.0</b>	

数据来源：wind，招商证券

## 历史低位—中美估值对比

从市值区间来看，A股在5000-10000亿元之间的公司相比较美股仍有折价，这种折价主要和非银金融、地产、建筑、钢铁煤炭等行业周期性行业估值低有很大的关系。市值处于500-1000亿元之前的公司估值趋同；而25亿元以下的A股公司估值相比美股仍有较为明显的溢价，这种溢价的出现与中A股的壳价值有很大的关系。

表：A股、美股公司估值水平按照市值进行对比（PE-TTM）

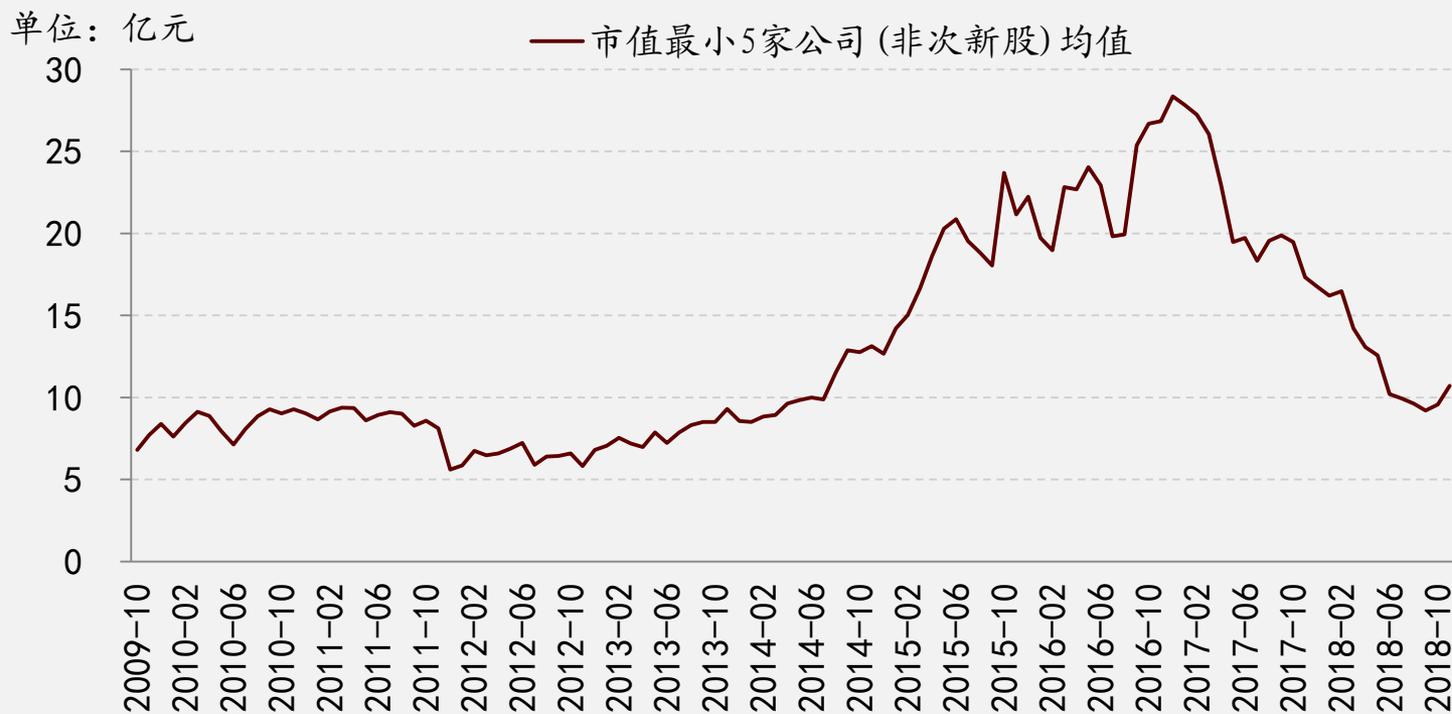
市值区间	美股公司		A股剔除银行	
	数量占比	PE-TTM	数量占比	PE-TTM
10000亿以上			0.06%	18.90
5000-10000亿	0.24%	38.45	0.10%	22.29
2000-5000亿	0.71%	14.90	0.41%	14.23
1000-2000亿	1.49%	19.49	0.96%	17.93
500-1000亿	2.94%	17.35	2.10%	20.26
200-500亿	6.87%	16.53	8.29%	21.38
100-200亿	8.29%	20.42	12.59%	21.07
50-100亿	9.57%	18.95	23.46%	24.74
25-50亿	14.45%	18.92	34.75%	31.27
25亿以下	55.45%	17.66	17.28%	41.19

数据来源：wind，招商证券

## 历史低位—A股处于相对低估区间

以市值最小的物价公司平均市值作为壳价值，根据测算此指标目前约为10.7亿元。

图：近期壳价值出现回升



数据来源：wind，招商证券

# 冯虚御风，踏浪而行——历史地位

周期轮回：下行式宽松与流动性陷阱

冯虚御风：如何应对这种局面

踏步前行：资本市场新时代

供需改善：A股流动性展望

动能切换：企业盈利展望

涅槃重生：主题投资展望

历史低位：估值比较

冯虚御风，踏浪而行：总结

## 冯虚御风，踏浪而行——总结

我们认为A股明年上半年面临经济下行和流动性宽松的“下行式宽松”的局面，若年中社融增速大幅回升，经济有望企稳。政策“风”渐暖，2019年资本市场将迎来新时代，资金持续流出的局面将会逐渐扭转。在这样的环境下，上半年A股中小市值风格有望占优；若下半年社融增速回升，则A股整体都会有更好表现。预判全年走势呈现“N”字型震荡上行。年度指数关注创业板指。

- **1、中国经济面临下行式宽松。** 中国经济存在三年半信贷周期，明年上半年中国处在2016年开启信贷刺激下行期，经济增速面临较大下行压力。经济是否能在年中企稳，取决于基建投放力度和地产政策宽松幅度。在这样背景下，上半年货币政策将会更加宽松，利率继续下行，构成了“下行式宽松”的局面，若基建投资规模有限，信用传导机制仍不畅，将会演化为“流动性陷阱”。
- **2、经济下行资本市场政策转暖。** 2018年年底一系列政策将会为2019年的资本市场带来新投资者、新市场、新工具和新制度。这些制度有利于疏导资金流入资本市场，同时有利于市场风险偏好的提升。
- **3、宏观经济形势和政策导向利好中小市值风格。** 根据历史经验和逻辑推理，经济下行企业盈利下行，基本面伐善可陈；政策确定性、空间确定性取代业绩确定性成为投资的重要理由，以TMT行业为代表的偏中小盘风格有望占优，同时预期政策放松的地产和基建也有望表现较好。如果社融增速大幅回升会终结这种风格，市场将会重新回到业绩驱动的逻辑，利好周期、消费等行业。

## 冯虚御风，踏浪而行——总结

- **4、资金持续流出A股局面有望扭转。**我们估算 A股2019年将会净流入超过800亿元。节奏方面，上半年资金需求较大，下半年流入规模逐渐加大。
- **5、企业盈利面临挑战。**我们预计上市公司企业盈利增速在2019年将会继续下行，下行的幅度和持续时间取决于总需求扩张政策释放的幅度以及减税的幅度。其中，通信、军工、农林牧渔、新能源汽车等领域业绩有望改善，必需消费品大概率企稳。商誉减值冲击高峰过去，对中小创的影响在**2019年逐渐减弱**。
- **6、上半年主题投资有望回暖。**信息技术“三化”、政策类“补扩改租”、卡脖子主题、科创板映射为四条可以关注的主题主线。
- **7、A股估值水平处在历史低位。**全部A股、中小板、创业板估值水平均处在历史最低区间。A股整体估值水平低于全球主要股票市场。在A股加速开放和纳入全球主要指数背景下，2019年有望呈现“风景这边独好”，实现逆袭。
- **8、综合以上所有因素，我们对2019年股指走势判断相对乐观，指数有望震荡上行。**上半年中小市值风格有望占优；若下半年社融增速回升，则A股整体都会有更好表现。最可能的结果是政策“风牛”，转化为社融起后的“浪牛”。预判全年走势呈现“N”字型。年度指数关注创业板指。

# 招商策略报告

## 重要声明

本微信号推送内容仅供招商证券股份有限公司（下称“招商证券”）客户参考，其他的任何读者在订阅本微信号前，请自行评估接收相关推送内容的适当性，招商证券不会因订阅本微信号的行为或者收到、阅读本微信号推送内容而视相关人员为客户。完整的投资观点应以招商证券研究所发布的完整报告为准。完整报告所载资料的来源及观点的出处皆被招商证券认为可靠，但招商证券不对其准确性或完整性做出任何保证，报告内容亦仅供参考。

在任何情况下，本微信号所推送信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除非法律法规有明确规定，在任何情况下招商证券不对因使用本微信号的内容而引致的任何损失承担任何责任。读者不应以本微信号推送内容取代其独立判断或仅根据本微信号推送内容做出决策。本微信号推送内容仅反映招商证券研究人员于发出完整报告当日的判断，可随时更改且不予通告。本微信号及其推送内容的版权归招商证券所有，招商证券对本微信号及其推送内容保留一切法律权利。未经招商证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

