

2019年下半年投资策略

宏观视角寻找市场新机遇

徐广鸿

中信证券 策略研究员

2019年5月

■ 美股

- 中美贸易摩擦：将影响美国通胀0.2-0.3个百分点
- 盈利：预期最差时期已过，但若贸易摩擦升级，中国可能的“反制措施”将给美国企业带来风险
- 估值：美联储货币政策将容忍短期更高通胀，低利率环境支持目前估值

■ 港股及中概股

- 资金：贸易摩擦的不确定性，或导致新兴市场的资金呈流出态势
- 基本面：下半年海外港股和中概股盈利增速触底回升

■ 政策组合拳发力，对冲贸易摩擦压力

- 货币政策：相机偏松，运用降准、流动性工具；预计年内重启1~2次降准，下个窗口在6月前后
- 财政政策：预算内3%赤字率仍有加码空间；预算外运用特别国债等准财政手段加力提效

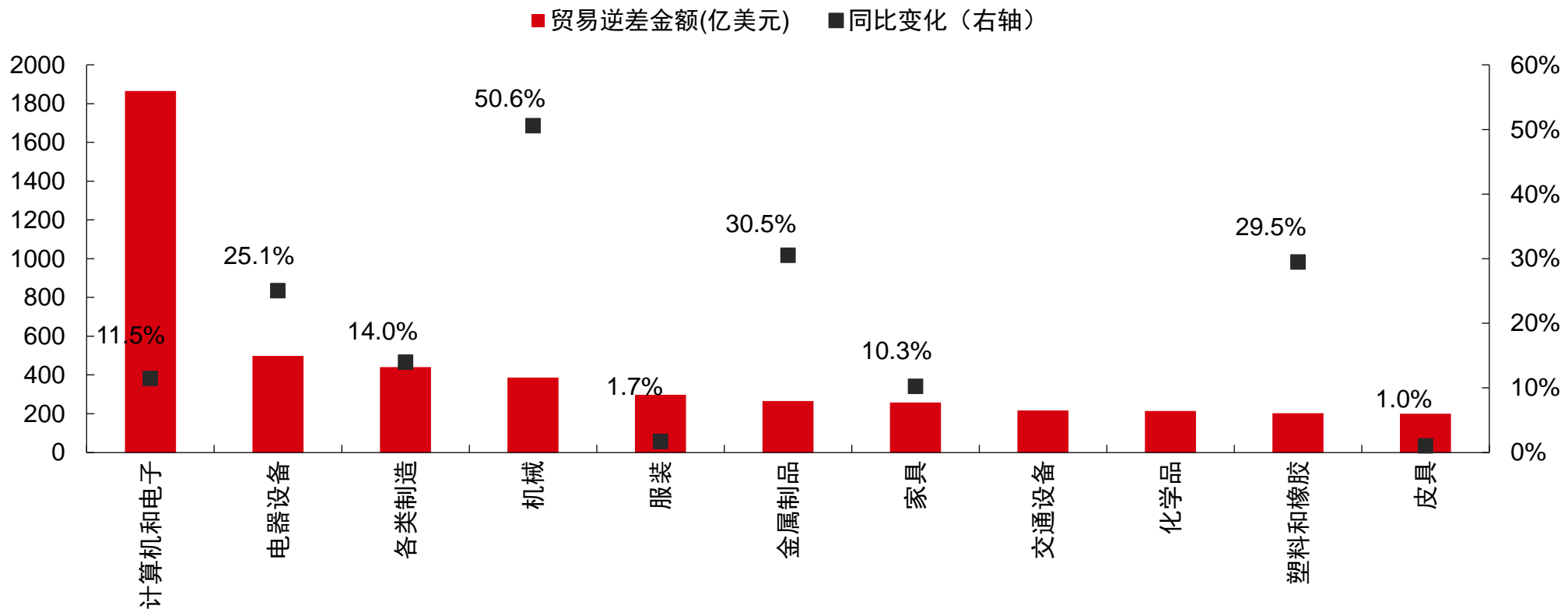
■ 配置建议：聚焦高景气龙头，主选大消费板块

- 战略配置：外资稳定偏好，且基本面向好的“头部品种”
- 行业配置：银行地产为底仓，主选大消费板块
- 主题投资：自主可控主线+5G

■ 风险因素：中美贸易摩擦加剧；全球经济增速放缓；中国的政策刺激不及预期

美股1Q19盈利情况超预期，低利率环境支撑当前估值

2018年美国对中国商品贸易逆差最大的产品类别

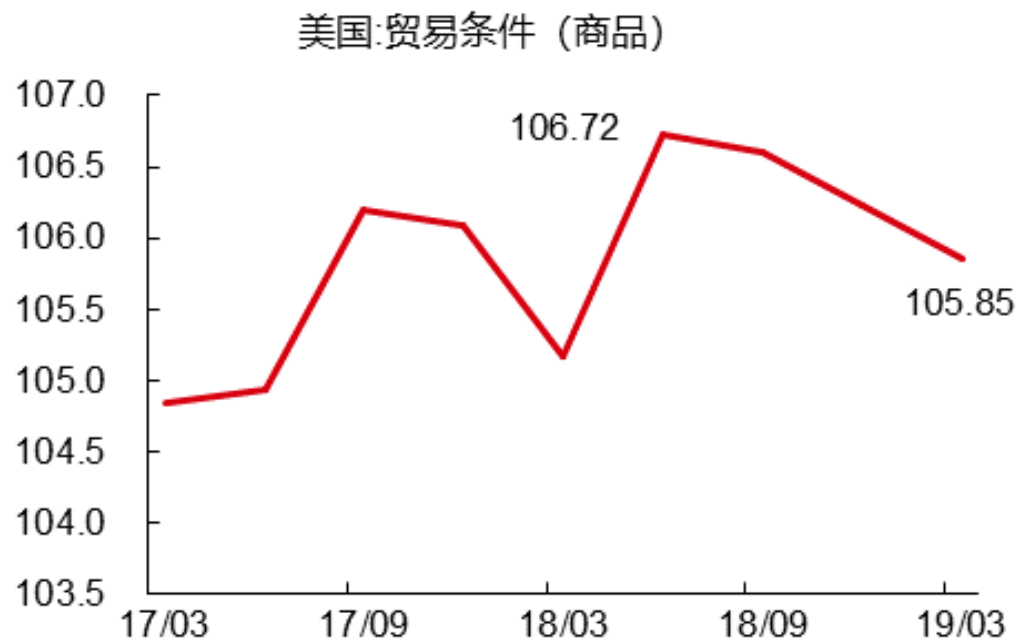


资料来源: US Census, WSJ, 中信证券研究部

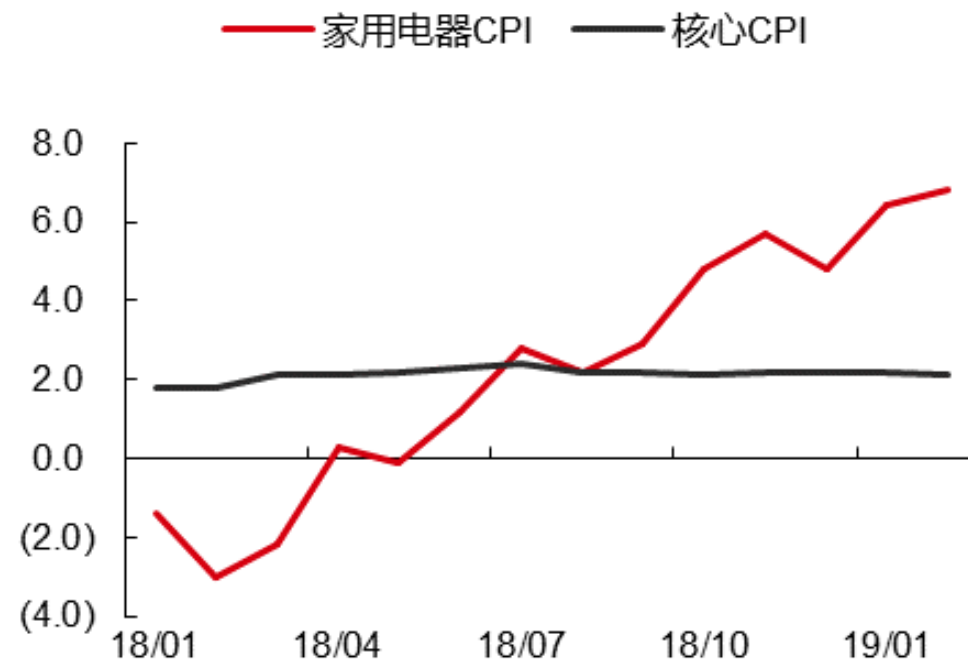


贸易摩擦将抬高美国通胀0.2-0.3个百分点（当前情景下）

美国商品贸易条件



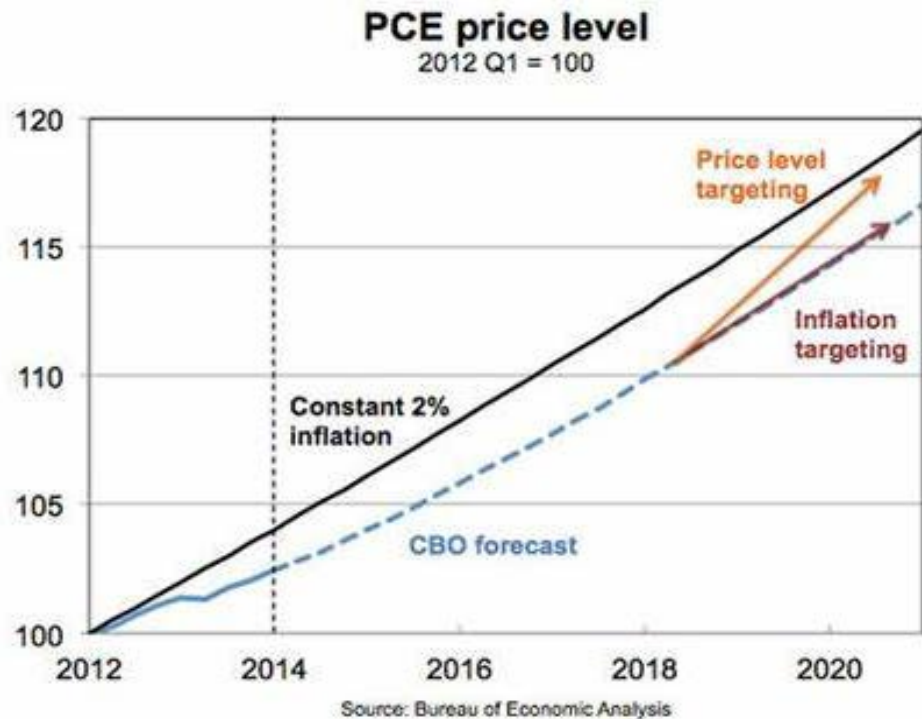
美国CPI



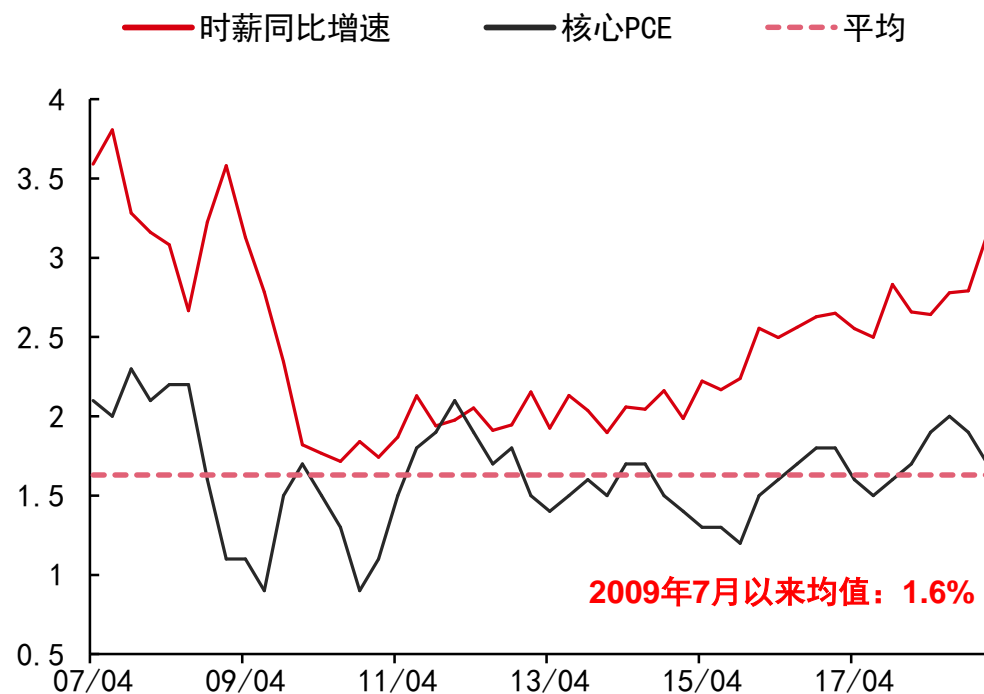
资料来源: Wind, 中信证券研究部

美联储将继续保持低利率环境，即使短期通胀上升

“通胀跟踪制” vs “价格跟踪制”

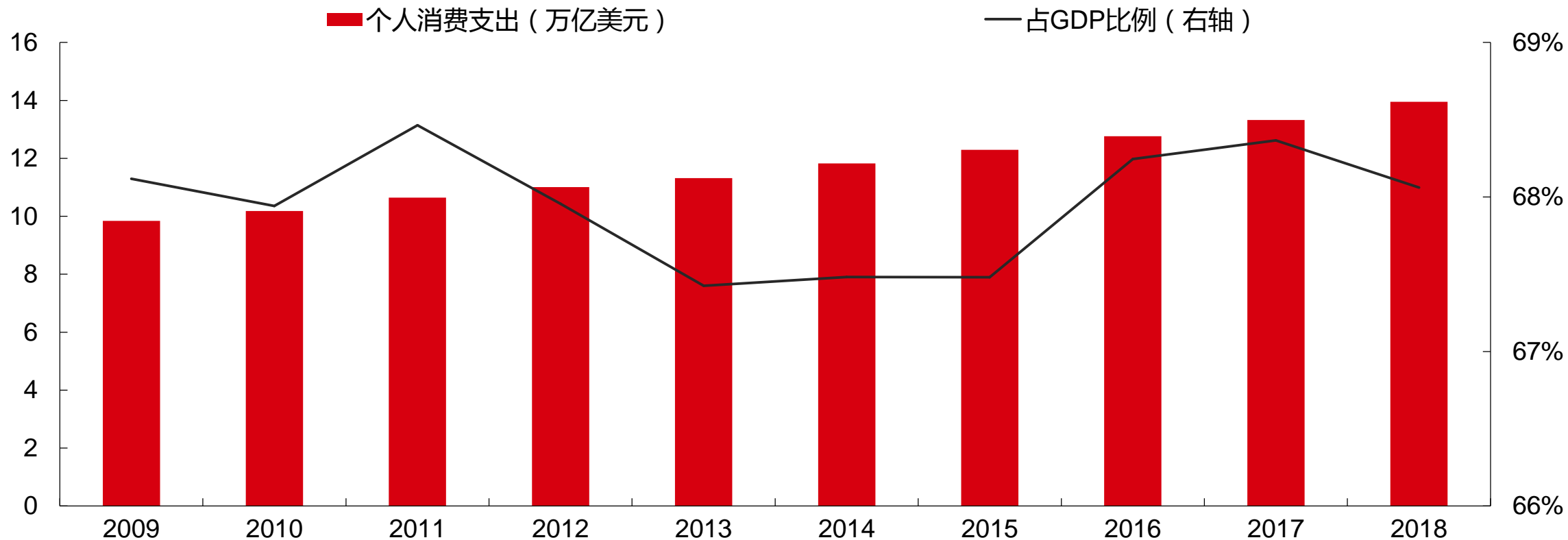


美国非农平均时薪同比增速和核心通胀率 (%)



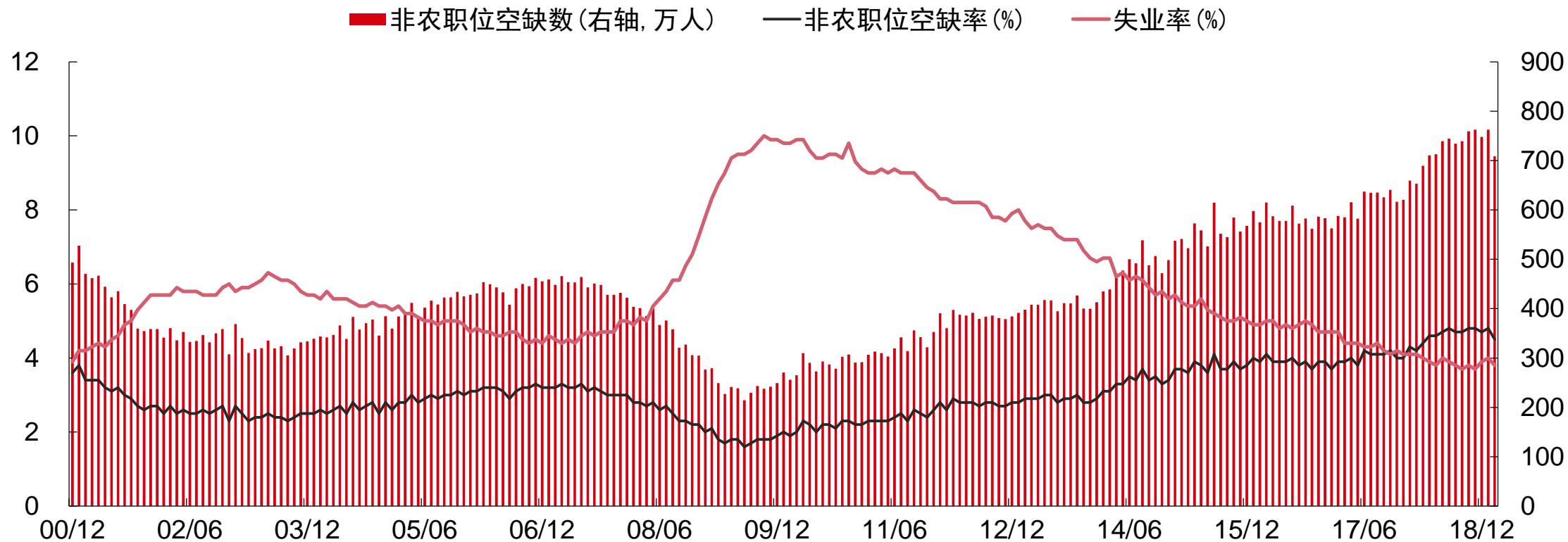
资料来源：BEA, Wind, 中信证券研究部

美国个人消费支出占GDP比例



资料来源: Wind, 中信证券研究部

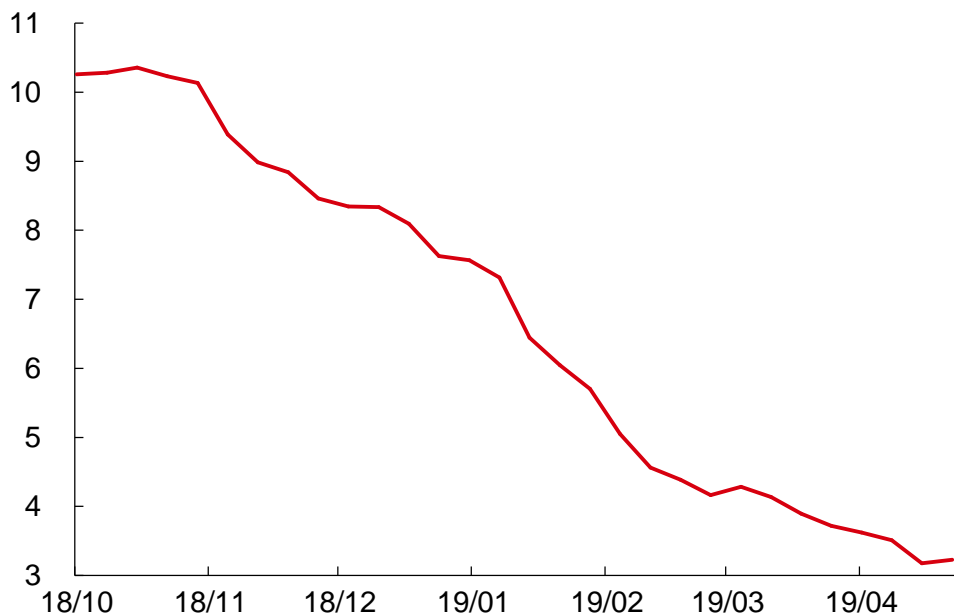
美国非农职位空缺情况和失业率



资料来源: Wind, NEBR, 中信证券研究部

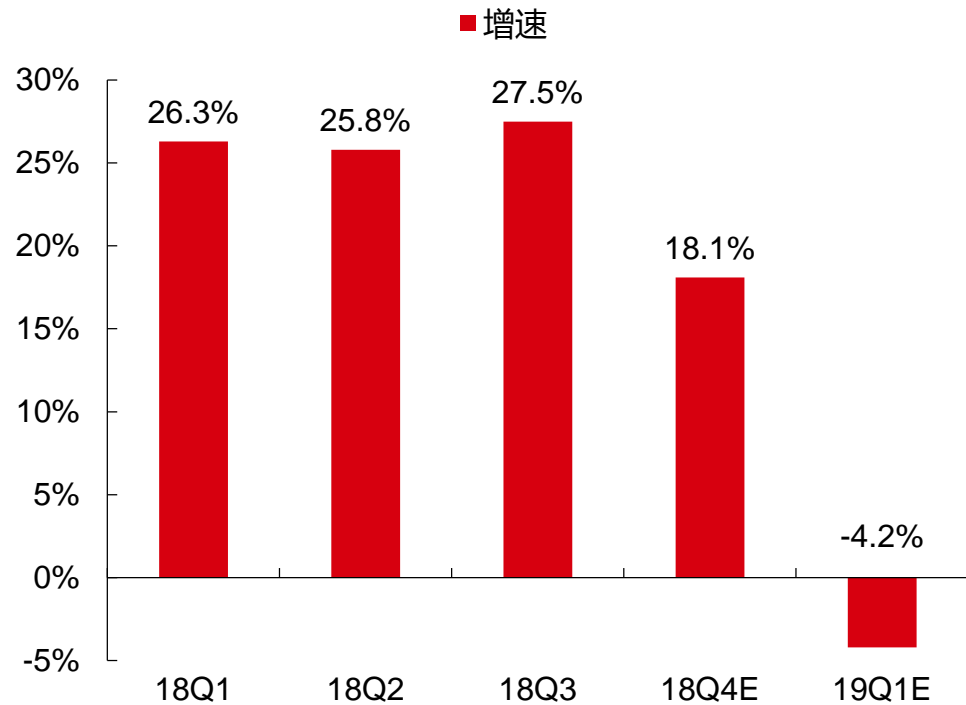
标普500公司2019年盈利增速预测

标普500公司2019年盈利增速预测 (%)



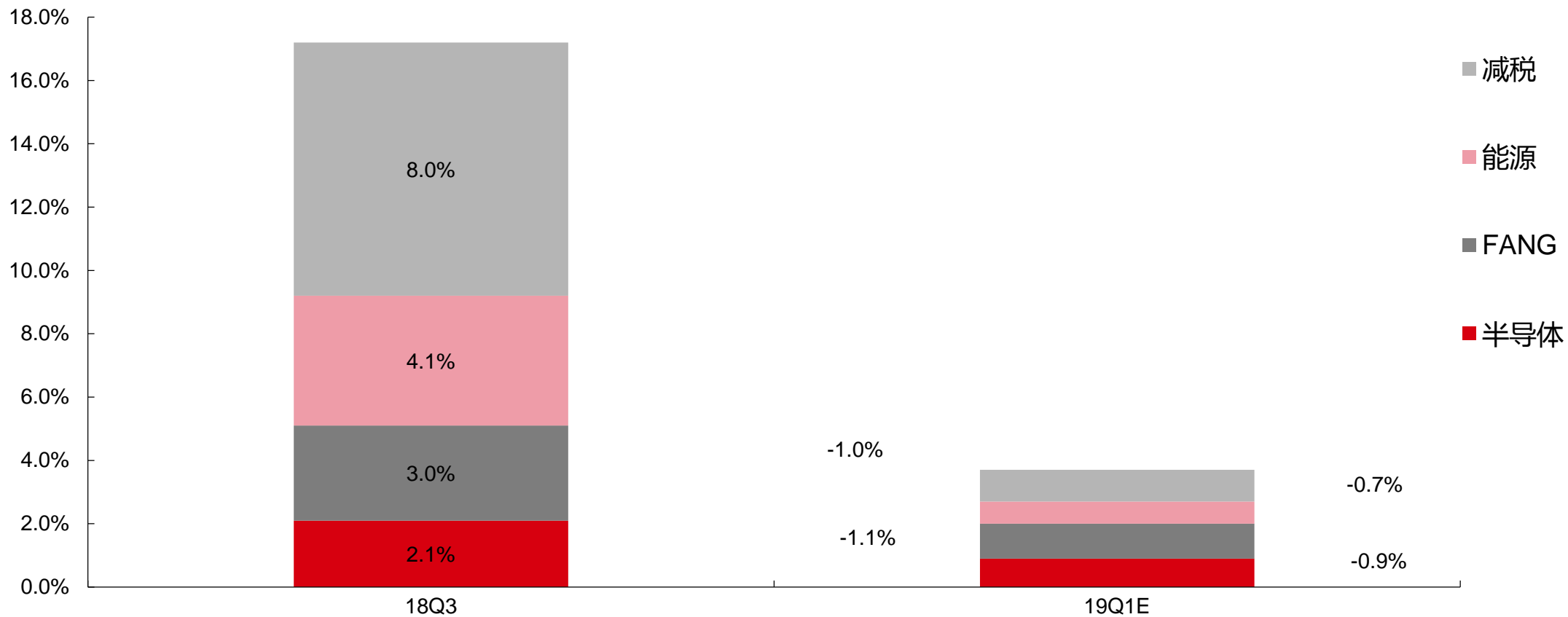
资料来源：IBES, 中信证券研究部

标普500公司季度盈利增速变化



资料来源：Factset, CLSA, 中信证券研究部。注：19Q1为预测值

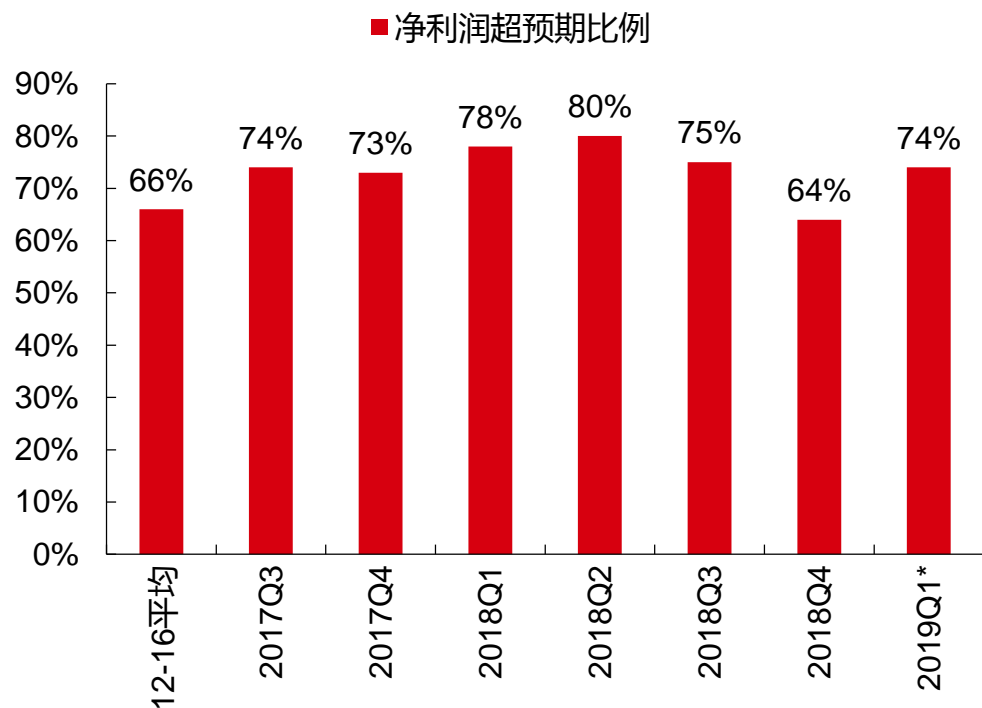
四大因素对于2018Q3和2019Q1E的盈利贡献分拆



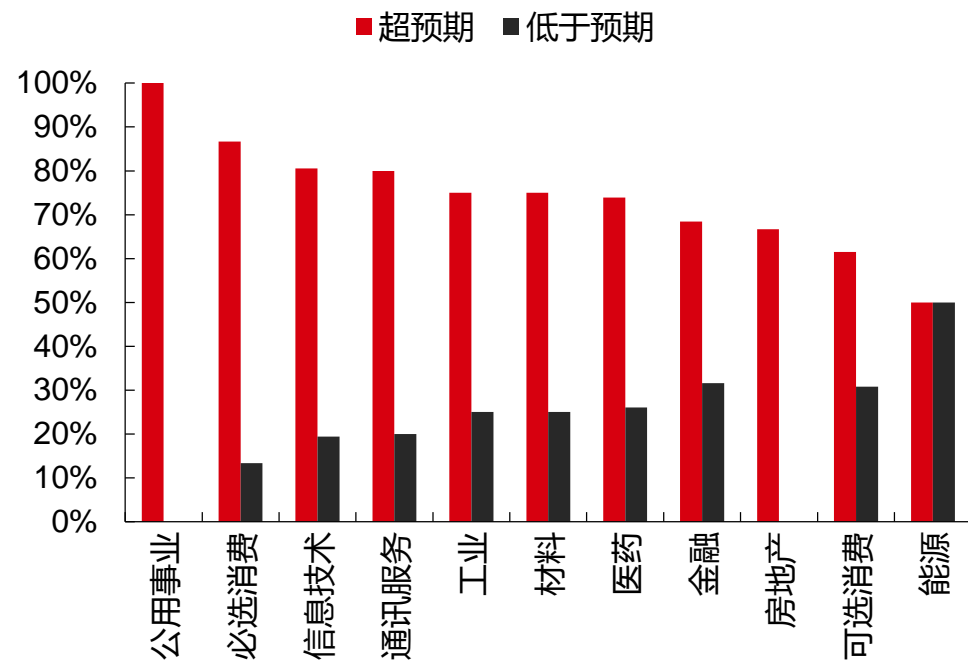
资料来源: FactSet, 中信证券研究部

但已披露盈利情况好于预期

标普500公司净利润超预期比例



2019Q1标普500各行业公司盈利超预期和低于预期比例



资料来源: FactSet, 中信证券研究部; 注: 2019Q1为截至2019年4月25日已披露公司

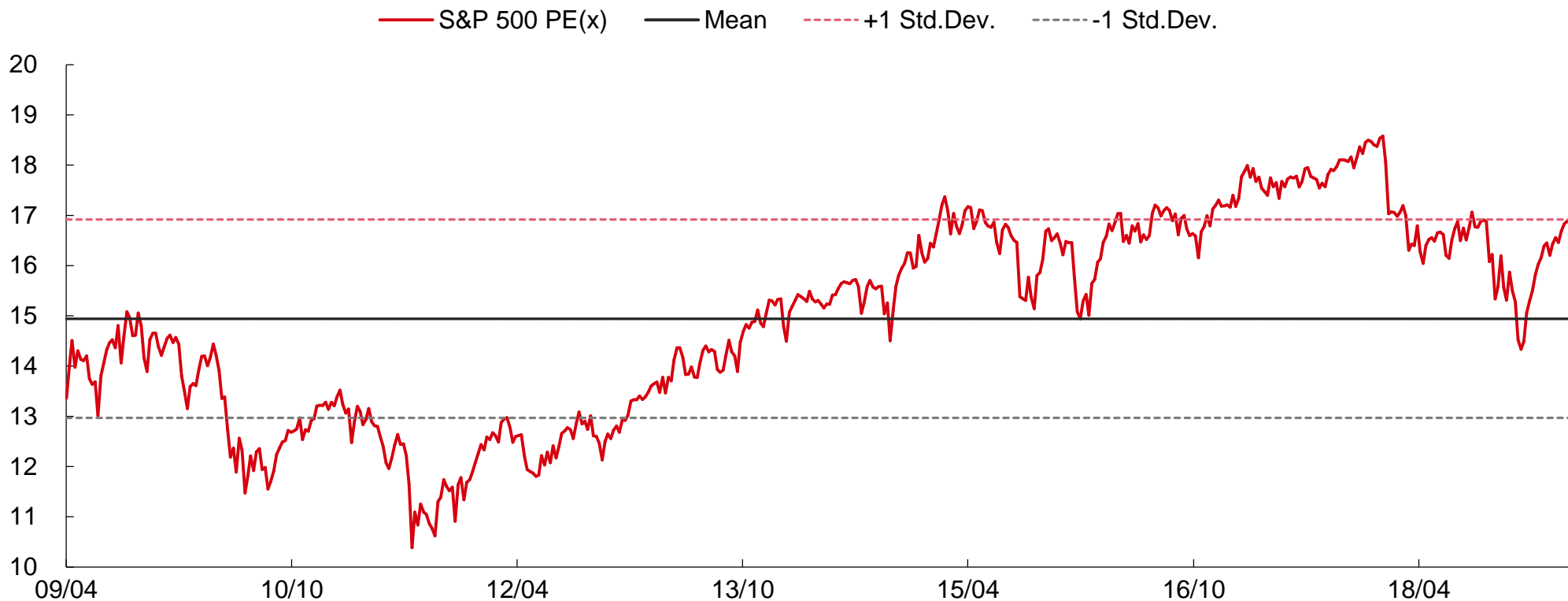
若贸易摩擦加剧，中国可能的“反制措施”将给美国企业带来风险

中国市场主营收入占比超过10%以及市值超过100亿美元的美国上市公司

证券代码	公司	中国市场	主营收入占比	市值（亿美元）	市盈率（倍）	GICS行业	2018年12月26日至2019年5月8日（%）
SWKS.O	思佳讯解决方案	中国内地	82.7%	152.3	13.5	信息技术	34.7
WYNN.O	永利度假	中国澳门	73.3%	155.5	27.2	可选消费	48.6
QCOM.O	高通公司	中国内地	65.4%	1047.1	47.7	信息技术	59.4
AVGO.O	博通	中国内地	53.6%	1260.4	19.4	信息技术	30.9
MU.O	美光科技	中国内地	51.1%	465.5	3.6	信息技术	37.0
AMD.O	超威半导体	中国内地	32.8%	298.8	102.1	信息技术	62.7
APH.N	安费诺	中国内地	29.5%	297.4	24.6	信息技术	25.3
INTC.O	英特尔	中国香港及中国内地	23.6%	2285.1	11.1	信息技术	14.4
GLW.N	康宁公司	中国内地	22.0%	249.9	12.2	信息技术	11.1
A.N	安捷伦科技	中国内地	20.1%	249.2	21.9	医疗保健	22.8
AAPL.O	苹果公司	大中华区	19.5%	9233.0	16.6	信息技术	38.8
NVDA.O	英伟达	中国内地	19.5%	1096.9	26.5	信息技术	37.0
KEYS.N	是德科技	中国内地	19.1%	163.6	88.4	信息技术	54.8
AMAT.O	应用材料	中国内地	18.9%	418.4	10.7	信息技术	44.2
MGM.N	美高梅国际酒店	中国内地	18.3%	143.0	55.4	可选消费	18.1
TSLA.O	特斯拉	中国内地	17.2%	414.7	-	可选消费	-17.1
WAT.N	沃特世	中国内地	16.8%	148.4	25.8	医疗保健	23.1
ADI.O	亚德诺	中国内地	16.5%	428.1	27.6	信息技术	38.2
MTD.N	梅特勒-托利多	中国内地	16.1%	184.8	36.0	医疗保健	39.4
APD.N	空气化工产品	中国内地	14.0%	453.0	26.7	材料	38.8
BA.N	波音	中国内地	12.8%	2125.0	21.0	工业	22.9
DHR.N	丹纳赫	中国内地	11.0%	948.2	39.2	工业	39.3
ILMN.O	ILLUMINA	大中华区	10.6%	458.6	53.9	医疗保健	17.2
CMI.N	康明斯	中国内地	10.5%	261.9	10.6	工业	32.7

若贸易摩擦加剧，中国可能的“反制措施”将给美股市场带来风险

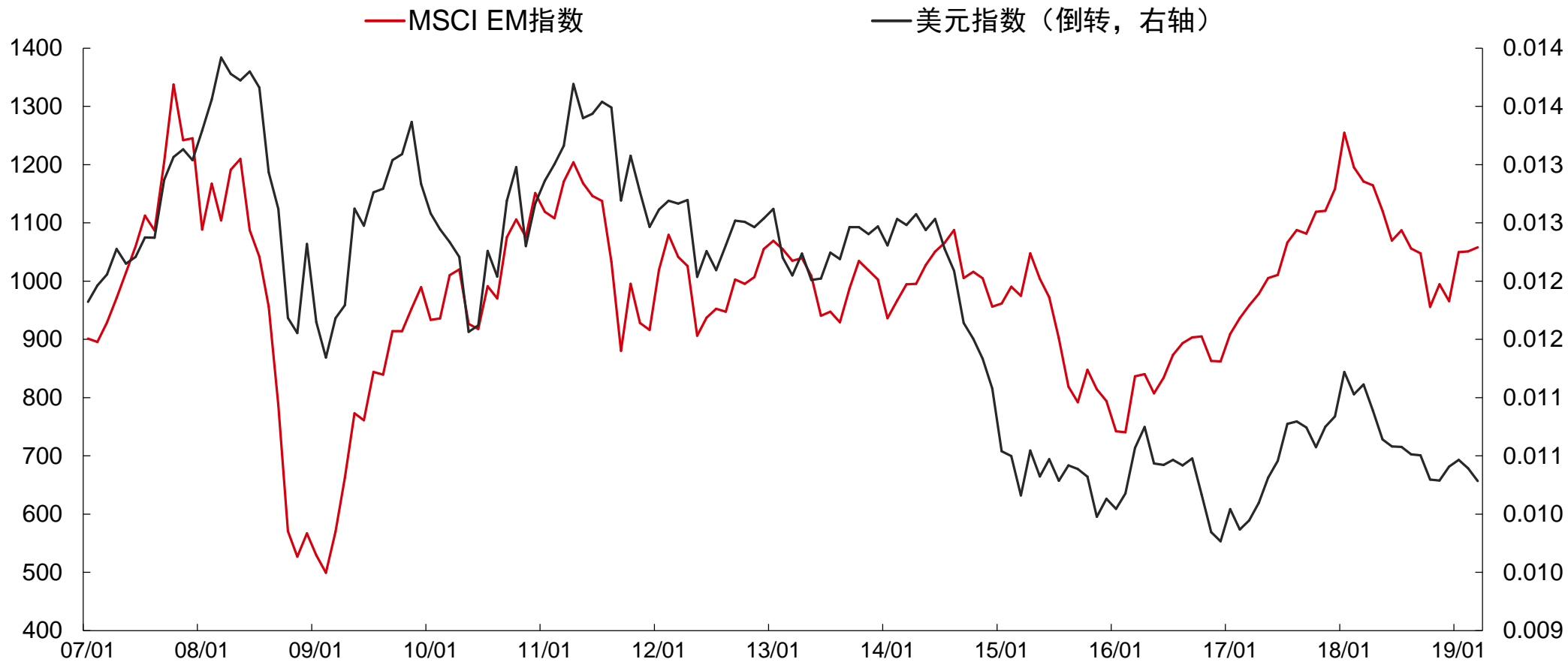
标普500指数历史动态市盈率（倍）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

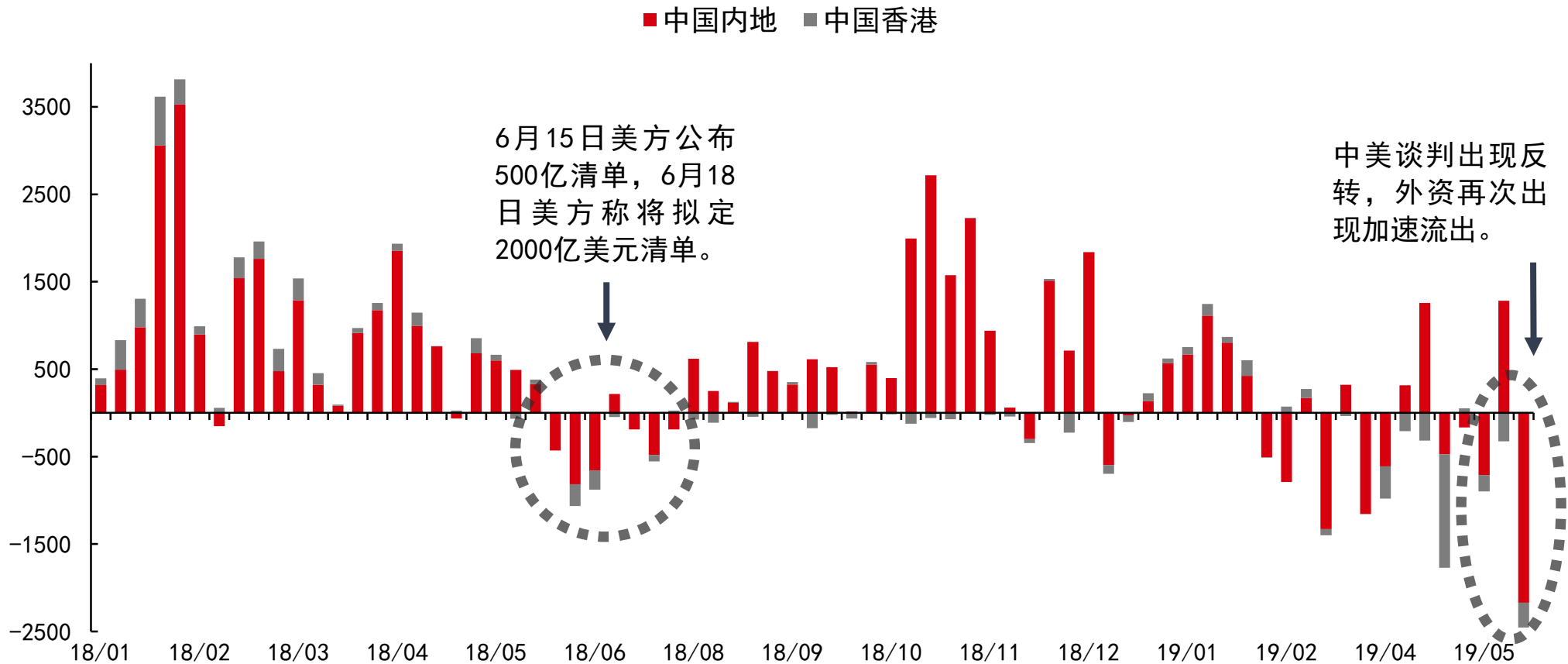
贸易摩擦导致新兴市场的资金流出

新兴市场指数和美元指数走势



资料来源: Wind, EPFR, 中信证券研究部

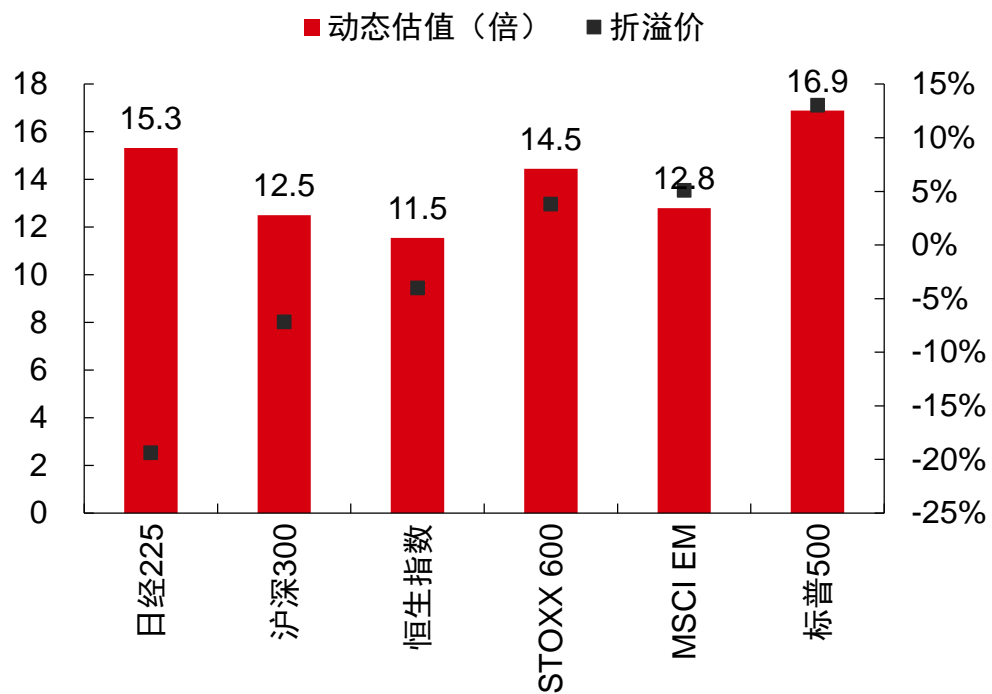
海外流入中国内地和香港市场资金（百万美元）



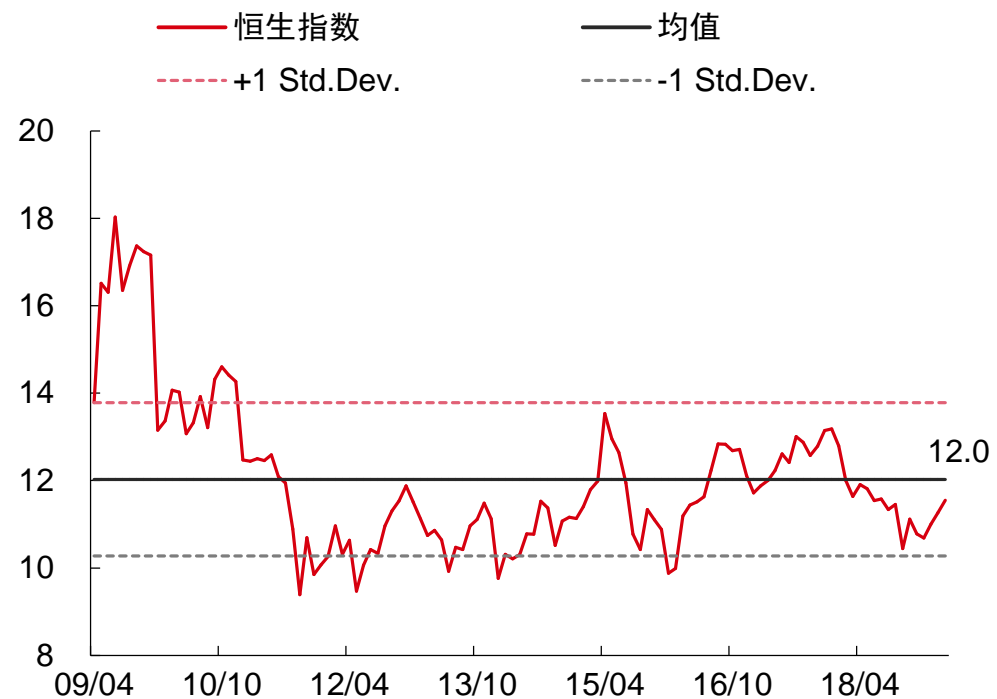
资料来源：EPFR，中信证券研究部

中国在岸和离岸估值/盈利有优势

全球主要指数动态估值以及相对历史均值得折溢价



恒生指数动态估值 (倍)

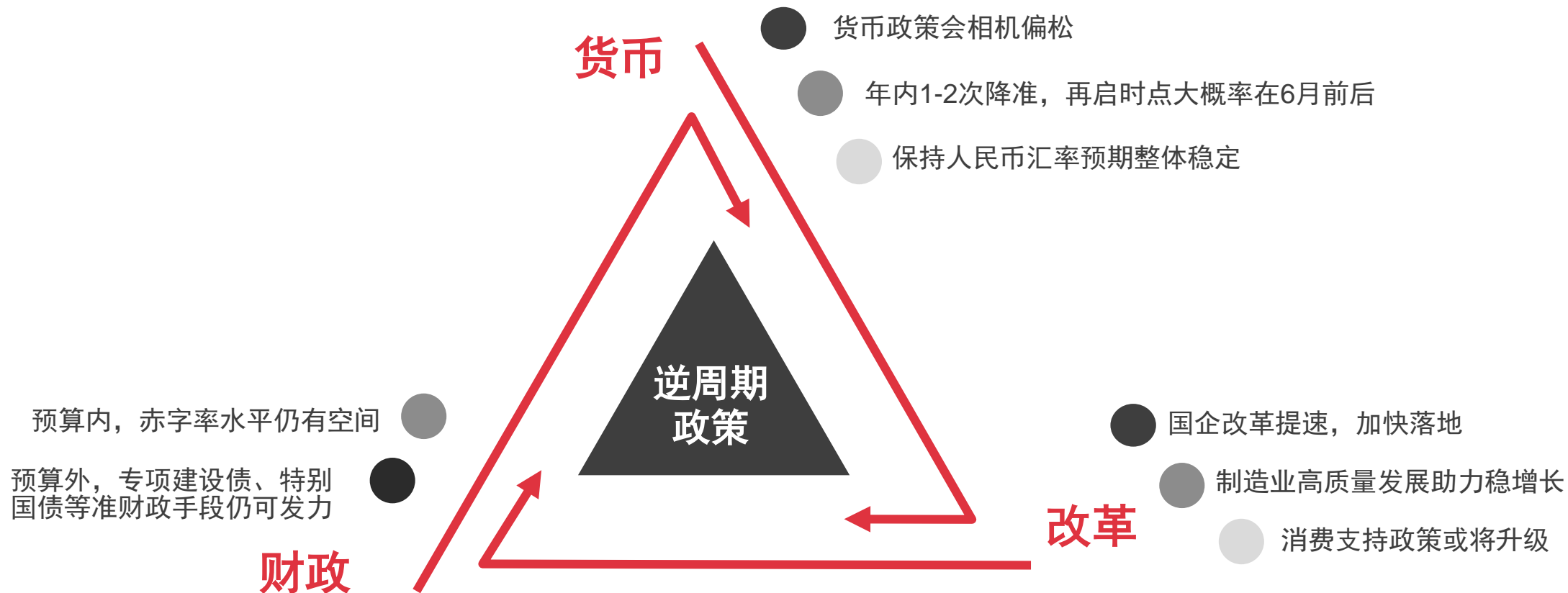


资料来源: Bloomberg, FactSet, 中信证券研究部

政策组合拳发力，对冲贸易摩擦压力

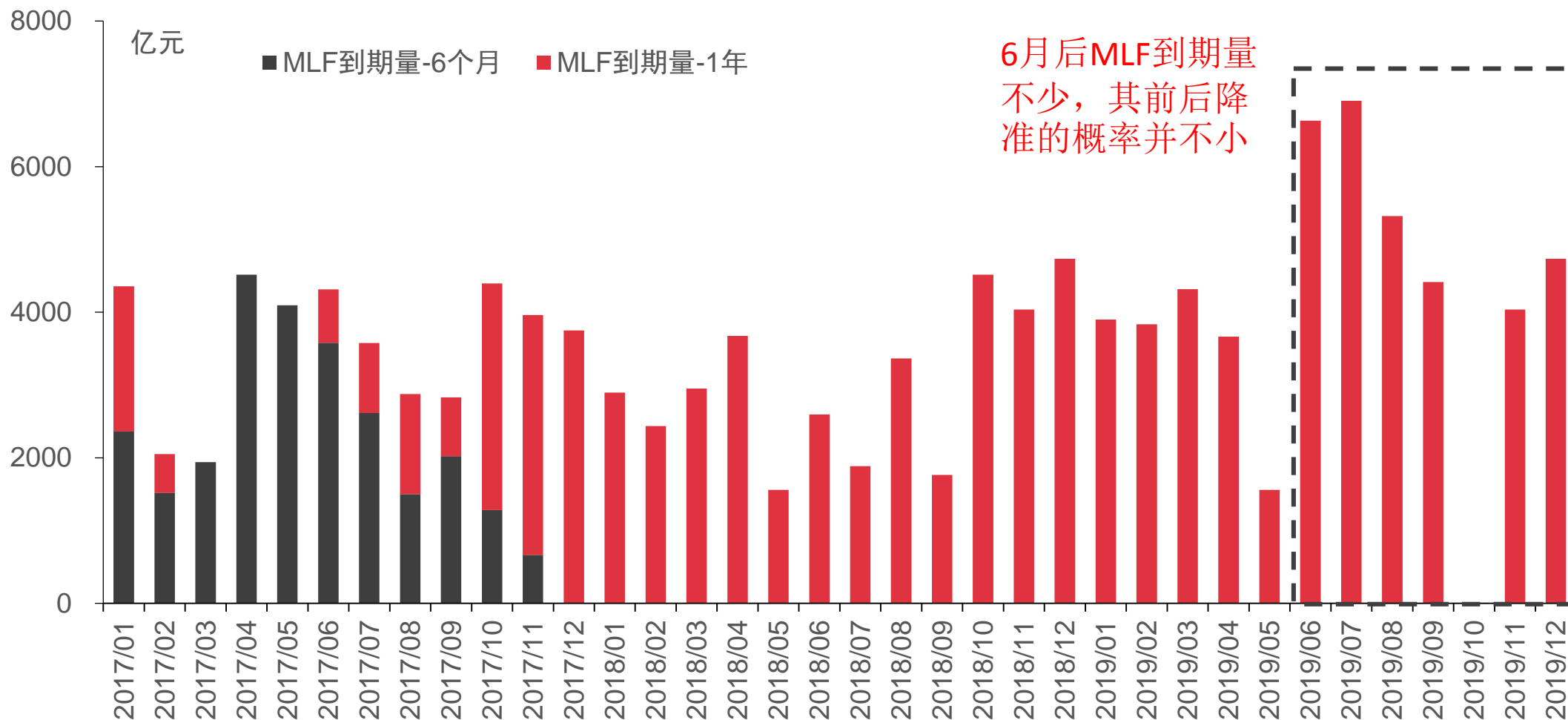
逆周期政策组合拳（货币、财政、改革）

政策有能力、有意愿、有空间逆周期调节，应对外部压力



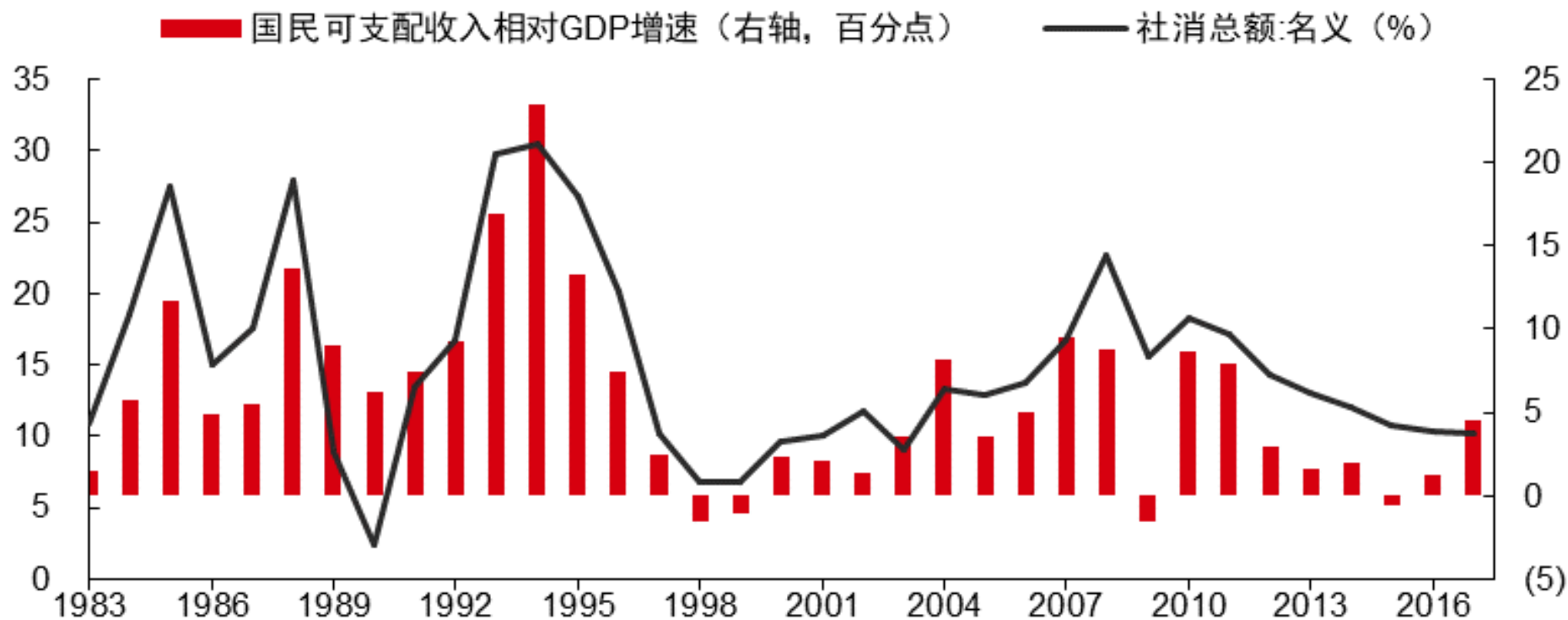
年内重启降准，下一个窗口可能在6月前后

MLF到期高峰下，需要降准或续作MLF对冲



资料来源：Wind，中信证券研究部策略组

1983年以来中国国民可支配收入相对GDP增速以及社会消费品零售总额同比增速

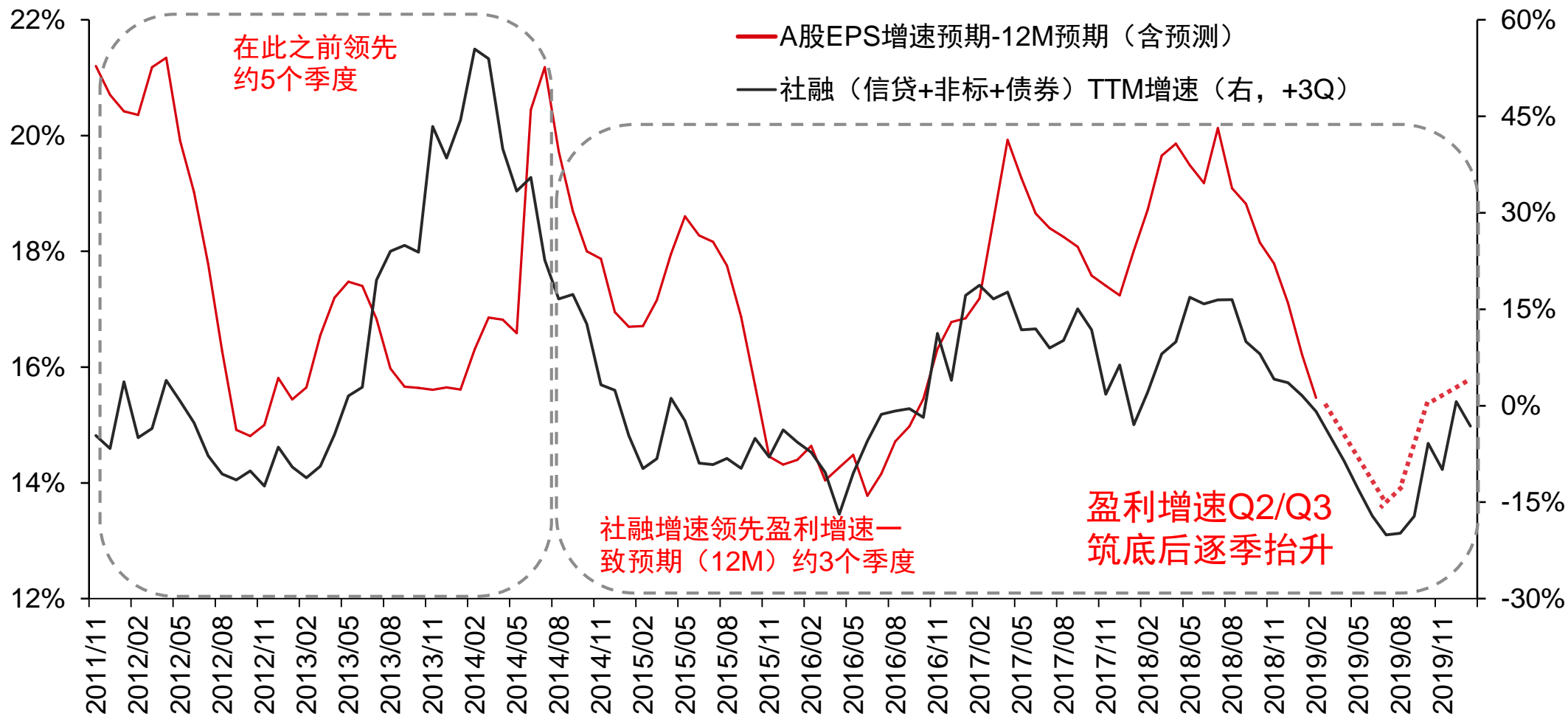


资料来源: Wind, 中信证券研究部

2019年A股盈利增速将筑底回升

A股盈利2019Q3筑底后回升

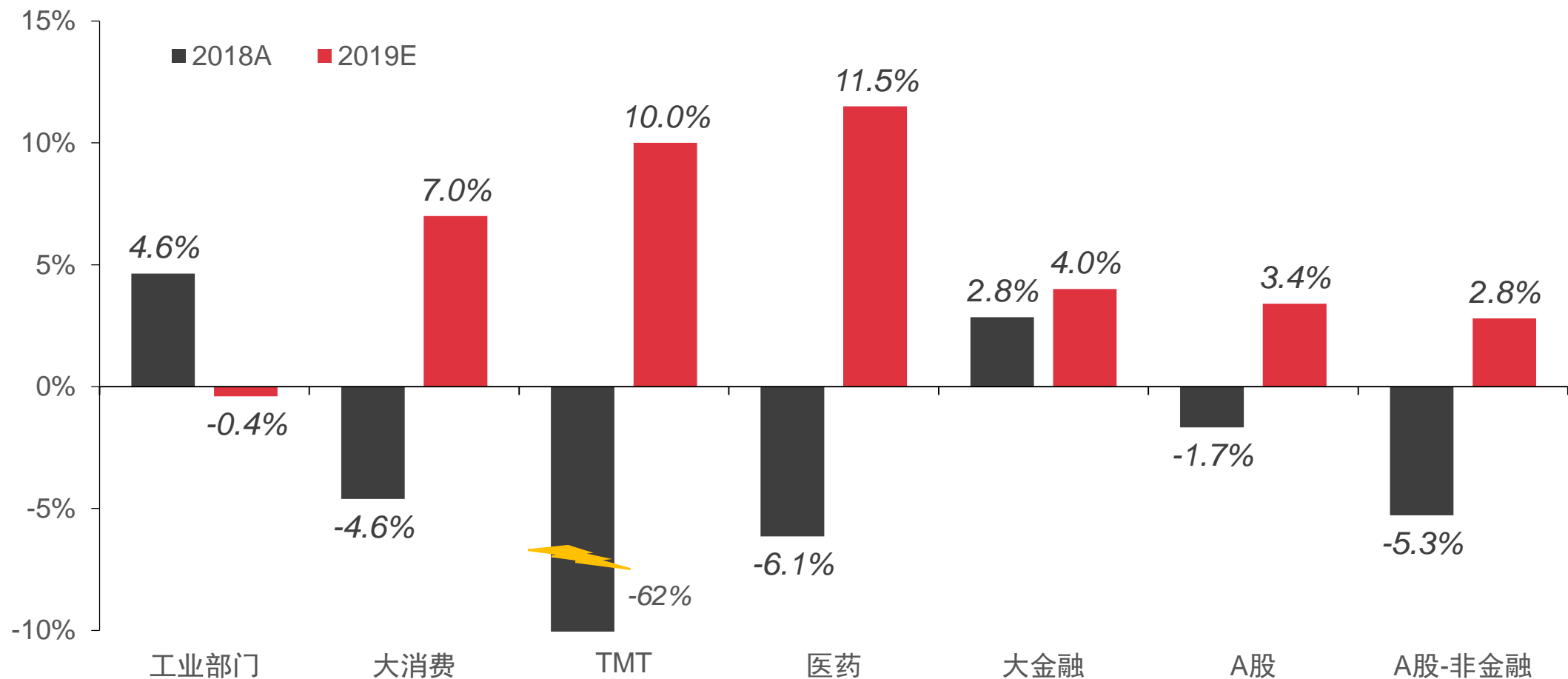
政策底→融资底→市场底→盈利底



资料来源: Wind, DataStream, I/B/E/S口径; 中信证券研究部策略组

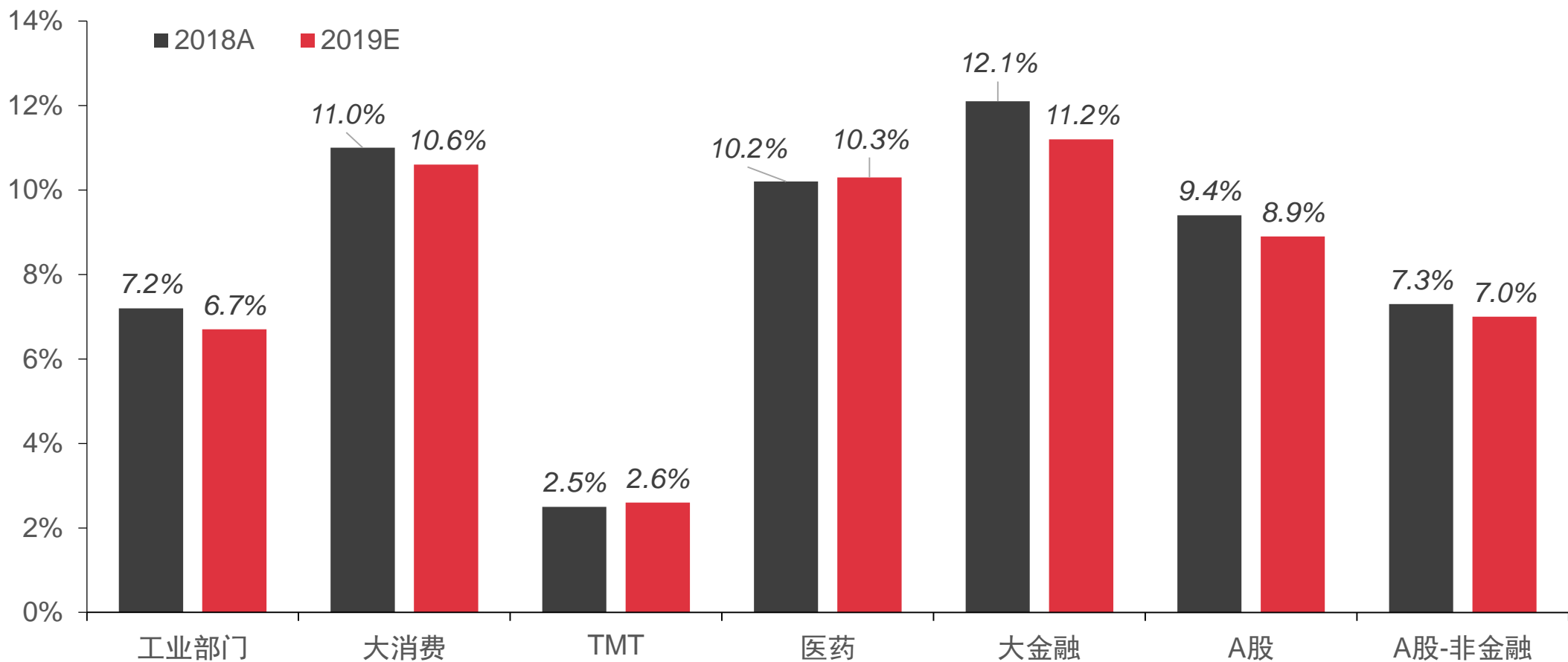
2019年预计A股盈利增速将回升至3.4%

除工业部门因价格因素拖累，主要板块2019年盈利增速均回暖



资料来源：Wind，中信证券研究部策略组预测

大消费、医药、金融ROE预计仍然维持10%以上

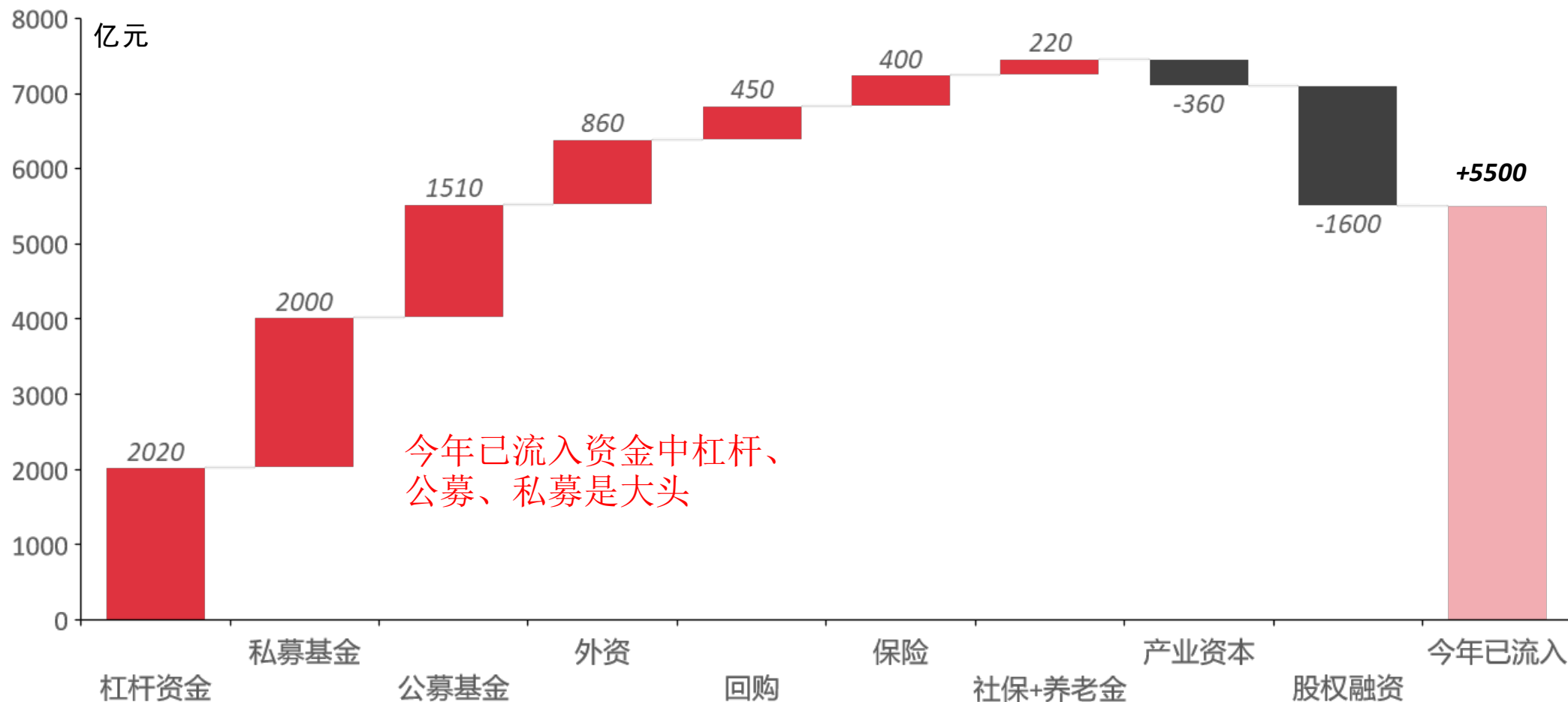


资料来源: Wind, 中信证券研究部策略组预测

今年A股还将净流入资金2500亿元

A股今年来已净流入资金5500亿元

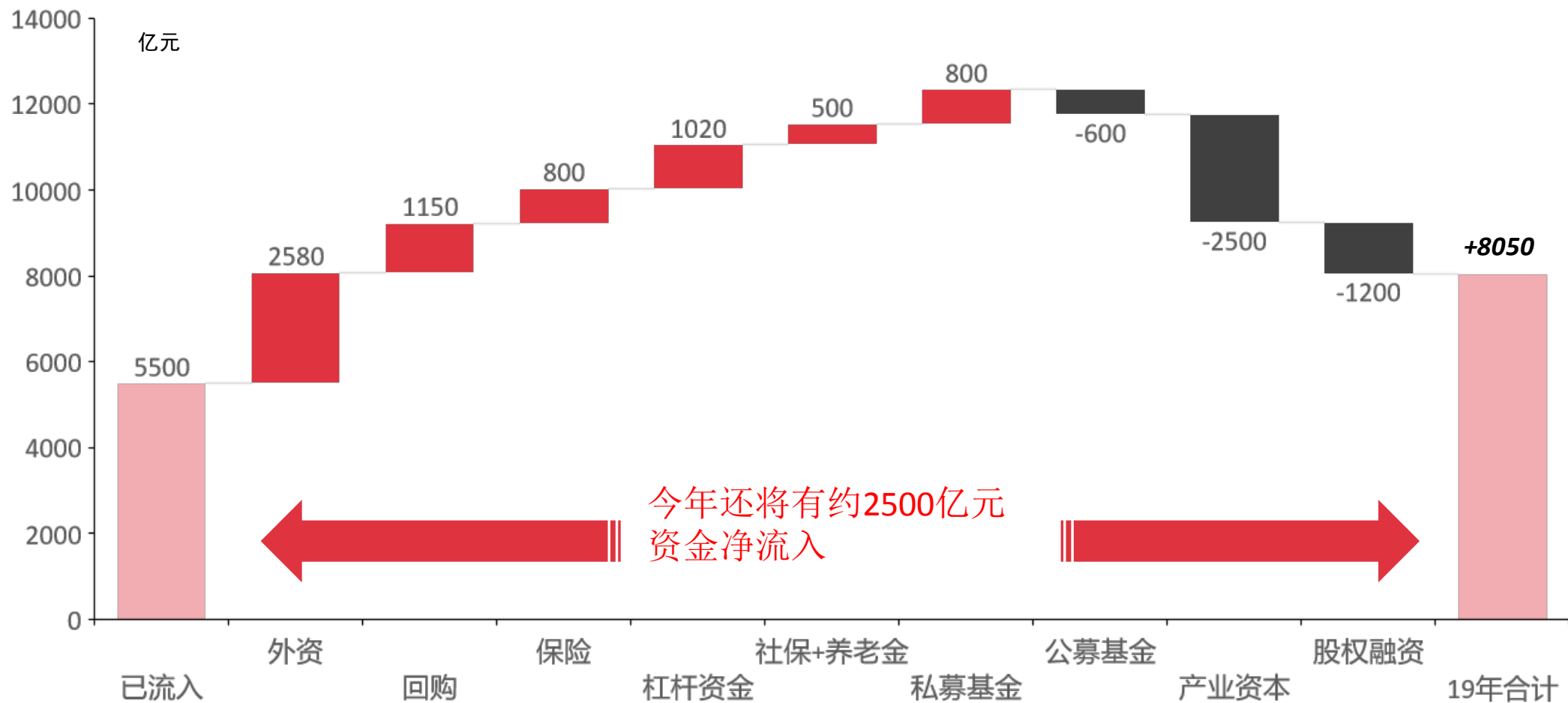
2019年截至5月10日A股累计已流入资金5500亿元



资料来源: Wind, MSCI, FTSE Russell, 中国保监会, 全国社保基金理事会, 测算时点截至2019/5/10; 中信证券研究部策略组预测

今年还将净流入2500亿元

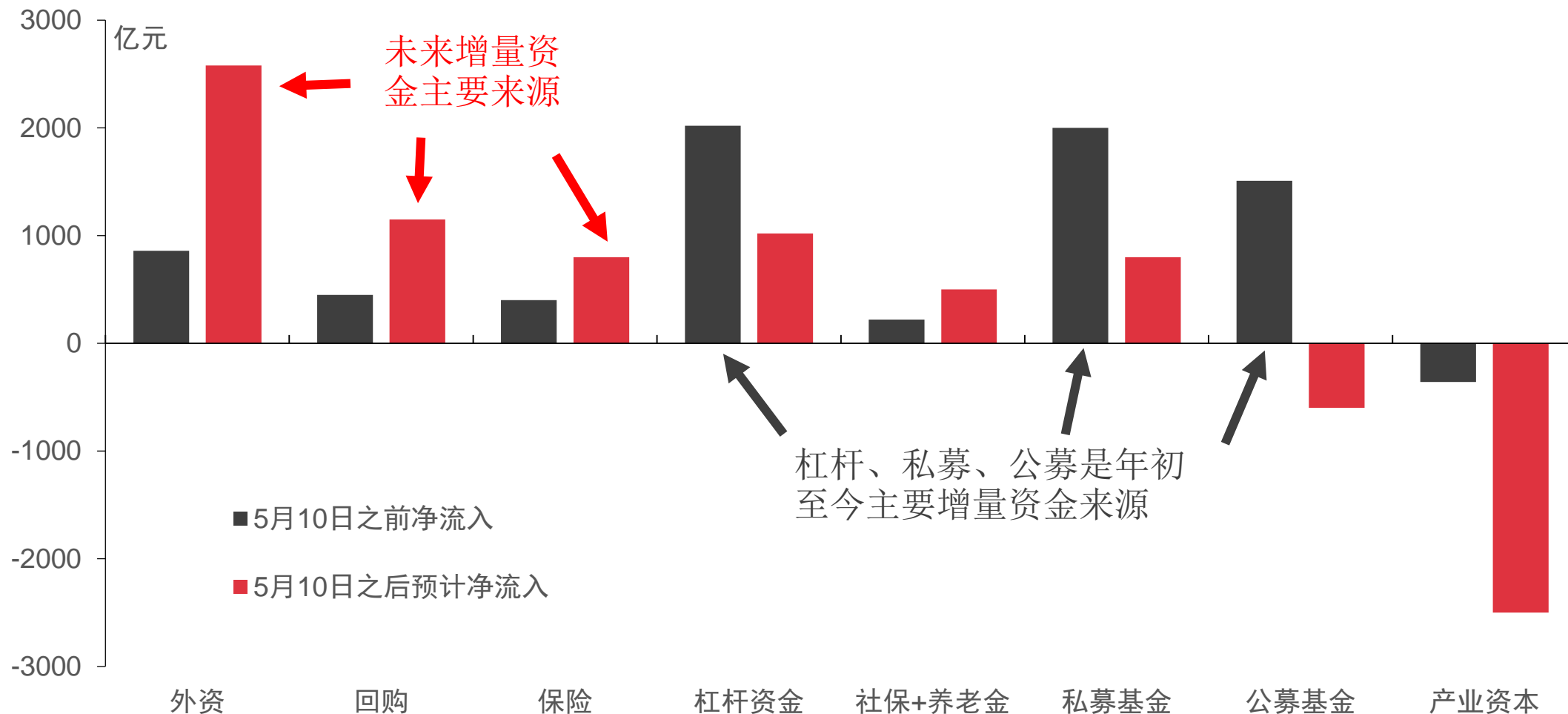
A股截至年底各类主体的资金净流入/出规模测算



资料来源: Wind, MSCI, FTSE Russell, 中国保监会, 全国社保基金理事会, 测算时点截至2019/5/10; 中信证券研究部策略组预测

增量资金主力决定市场风格：价值领涨A股慢牛

2019年前后A股增量资金主要贡献和风格偏好有很大不同

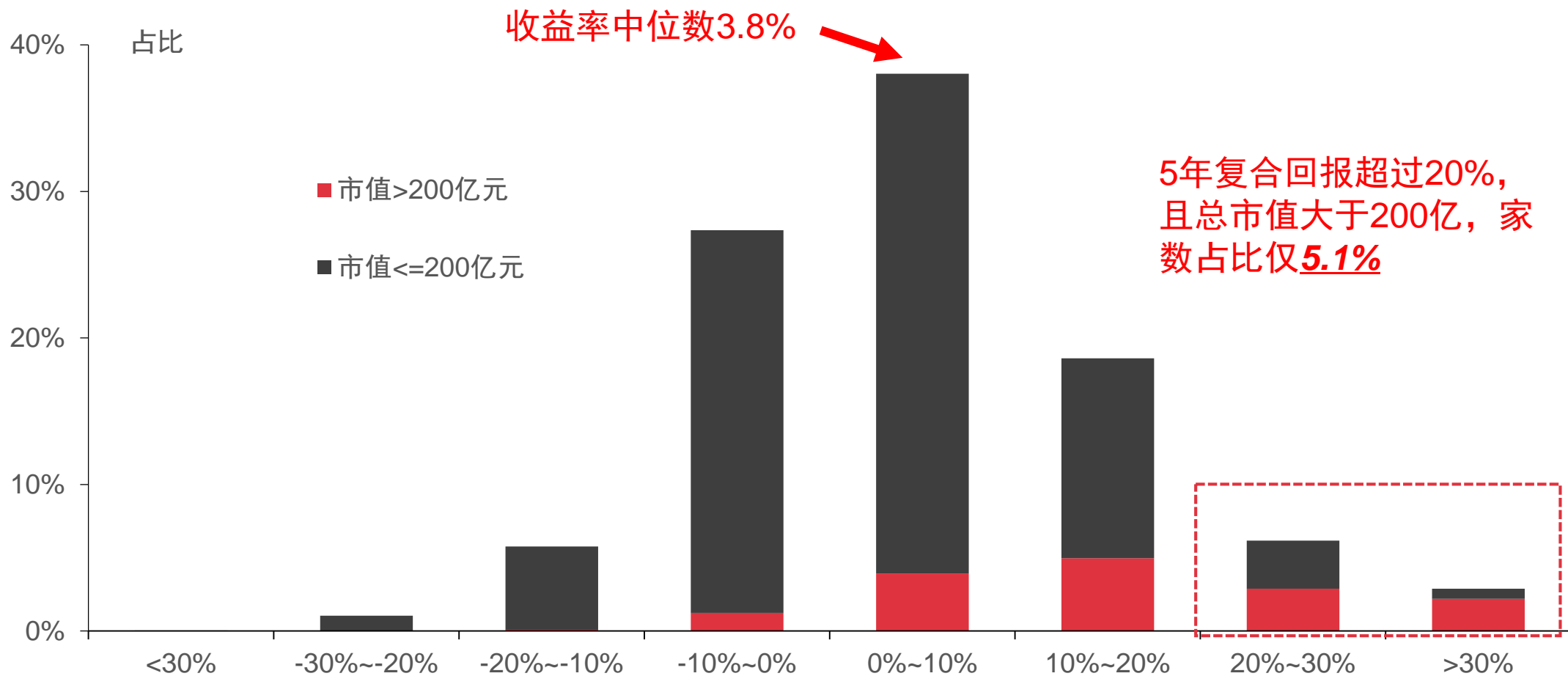


资料来源：Wind，MSCI，FTSE Russell，中国保监会，全国社保基金理事会，测算时点截至2019/5/10；中信证券研究部策略组预测

配置建议： 聚焦高景气龙头， 主选大消费板块

外资偏好的“头部品种”在A股非常稀有

全部A股过去5年年化复合受益分布



资料来源：Wind，DataStream，截至2019/5/8，年复合收益率包括分红，只统计上市时间超过5年的标的；中信证券研究部

聚焦板块重点行业

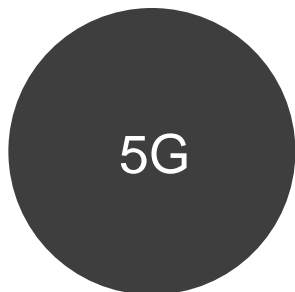


主线



自主可控

中美分歧强化自主可控主线预期



5G

新经济重要基础设施；
高确定性

投资逻辑

- 大基金进行定向支持
- 国产化浪潮
- 自主可控稳步推进
- 创新审评和进口替代
- 逆周期调节属性
- 5G网络建设规模和进度有望超预期

重点支线

核心元器件龙头

应用软件

云服务和服务器

国产中高端医疗器械龙头

基站端：天线、滤波器、PCB等

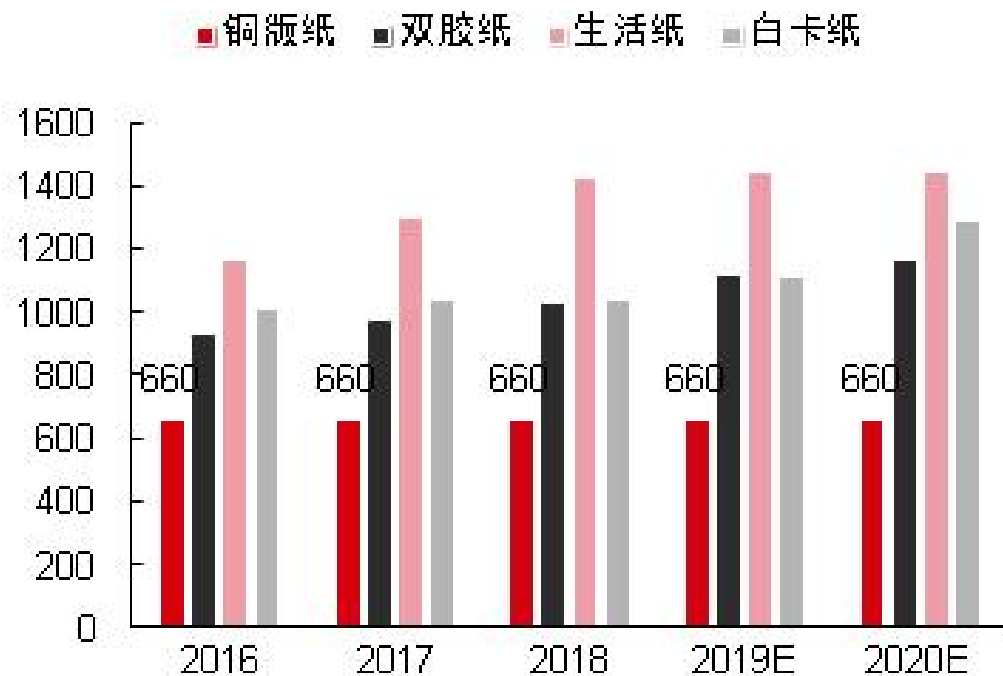
手机端：天线、射频前端、
PCB、电感等

- 中美贸易摩擦加剧；
- 全球经济增速放缓；
- 中国的政策刺激不及预期。

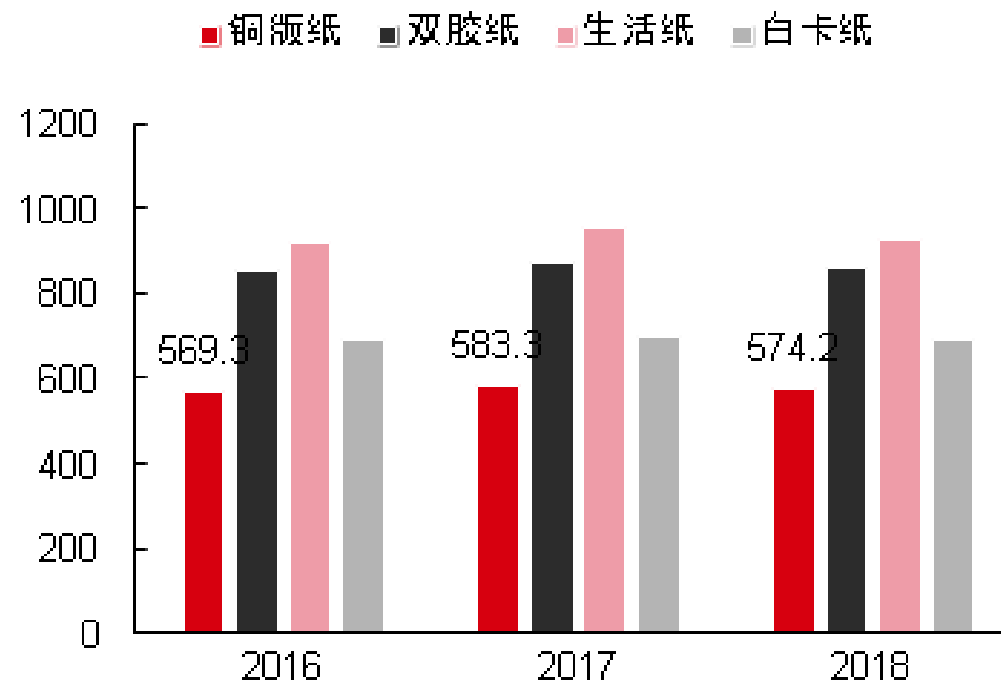
新增产能陆续释放抑制纸价 纸浆价格2019年有望企稳

新增产能陆续释放抑制纸价

2016-2020E浆纸系主要纸品产能（万吨）



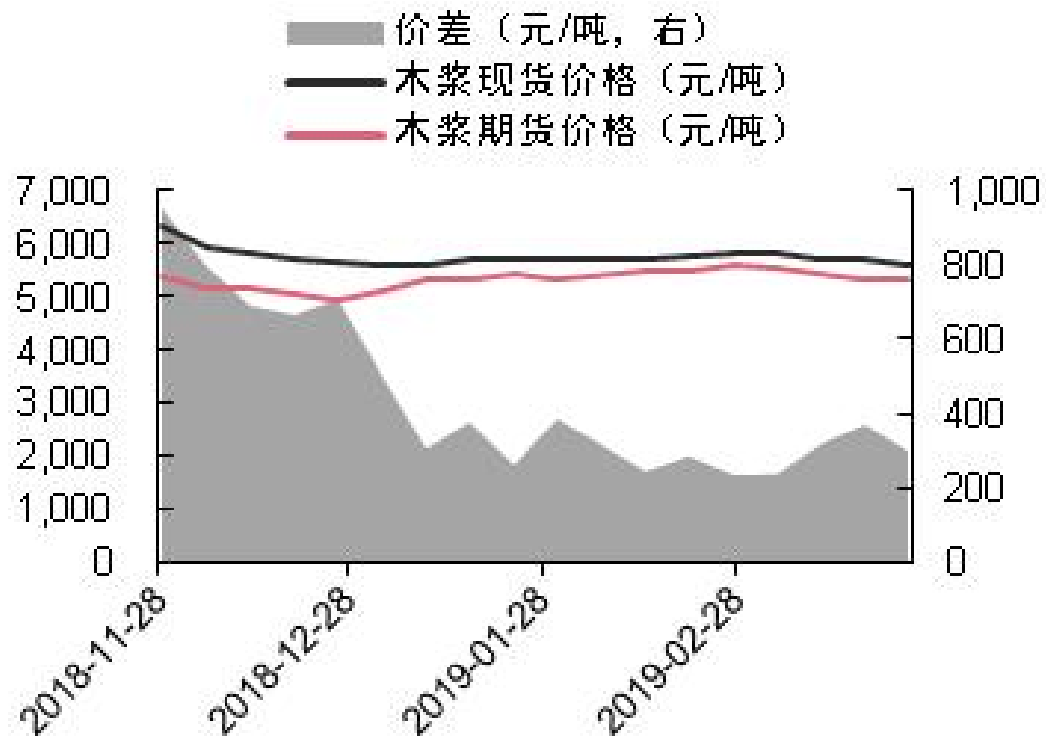
2016-2018浆纸系主要纸品产量（万吨）



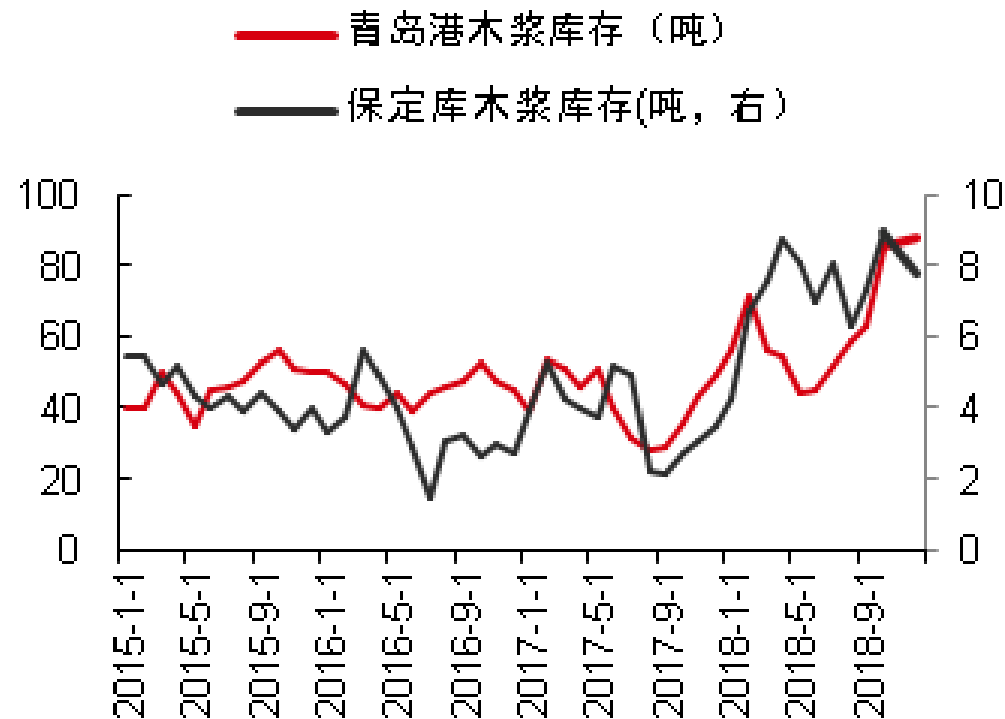
资料来源：卓创资讯、纸业联讯，中信证券研究部

纸浆价格2019年有望企稳

2019年木浆现货和期货价格均经历先涨后跌



主要港口木浆库存水平依然高企



资料来源：卓创资讯、纸业联讯，中信证券研究部



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

杨灵修（海外首席策略师）

执业证书编号：S1010515110003

秦培景（首席策略分析师）

执业证书编号：S1010512050004

裘翔（策略分析师）

执业证书编号：S1010518080002

联系人：徐广鸿

免责声明

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

	评级	说明	
投资建议的评级标准 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入 增持 持有 卖出	
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场监管法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2019版权所有。保留一切权利。