



Orient Fund

防守反击，等待黎明

——2019年权益投资展望



ORIENT FUND

结论

■ 为什么2019年是震荡市？

- 从多重指标表征，A股估值处于历史低位
- 宏观经济下行压力较大，大概率惯性回落
- 企业中观盈利将转负，明年2-3季度盈利是否见底，尚存疑问
- 行业比较：大消费、中游制造、周期、TMT

■ 内外有压力、政策已微调，力度有待观察

- 货币政策或已转向宽松，降准可期，定向降息已开启
- 财政政策或已开始逆周期调控，效果有待观察
- 国内减税政策逐步落地，明年增值税与社保税率有望进一步落地

■ 投资建议：防守反击，等待黎明

- 2019年A股市场单边 下行风险不大，将呈现震荡格局，主导因素变为政策与盈利的抗衡，建议防守反击，等待黎明
- **用绝对收益的思维，做好防守。**以优质的消费蓝筹为底仓，受益于行业集中度提升的各行业龙头公司也属于较好配置标的，更加注重企业的盈利质量
- **把握政策节奏，适当反击。**重点关注：1、政策逆周期调控（基建、房地产、通信、电气设备）；2、拉动内需（医药、食品饮料）；3、减税降费；4、科技创新，培育新动能（高端制造、5G、新能源、云计算）
- **等待黎明。**2019年，中国经济长期方向、国内政策、外部环境将会逐步明确，从不确定到确定，悲观情绪将会修复，市场有望迎来黎明



结论

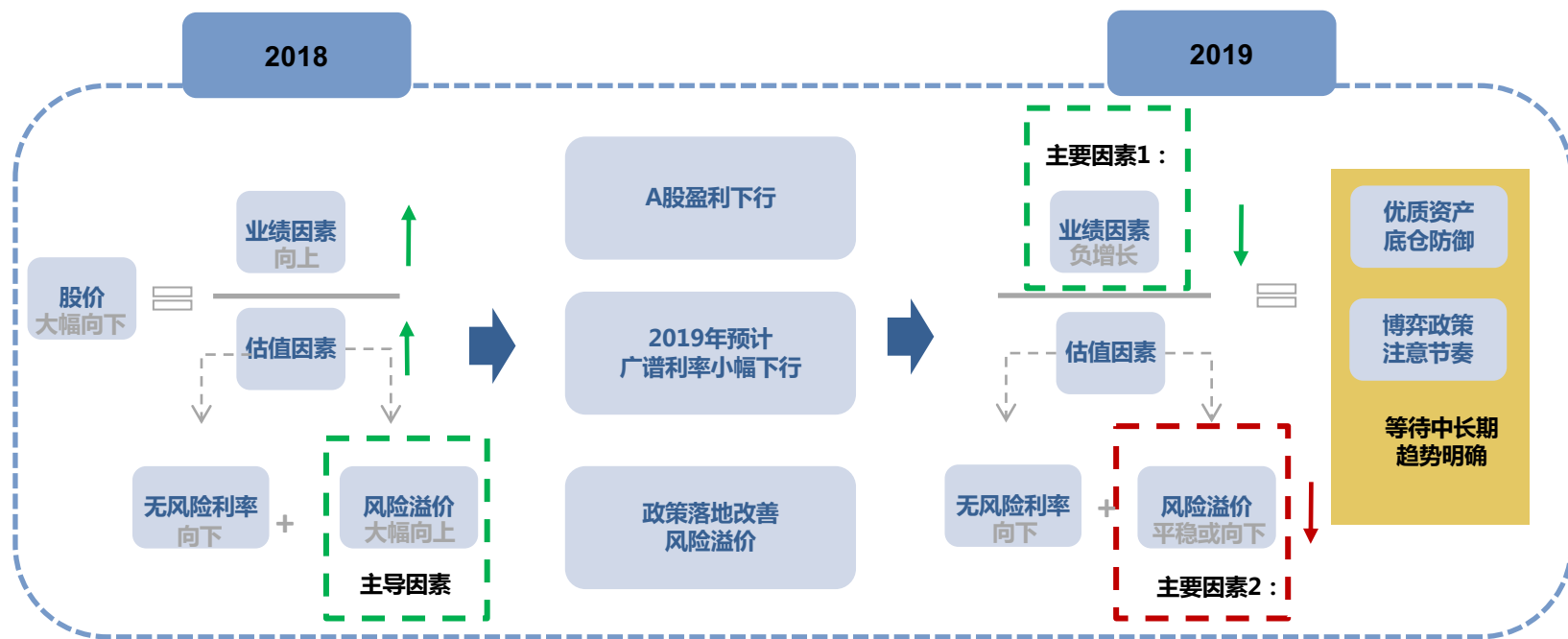
■ 为什么2019年是震荡市？

- 从多重指标表征，A股估值处于历史低位
- 宏观经济下行压力较大，大概率惯性回落
- 企业中观盈利将转负，明年2-3季度盈利是否见底，尚存疑问
- 行业比较：大消费、中游制造、周期、TMT



主导逻辑变化：2019年震荡市，把握节奏是主旋律

- 2017年行情特征：结构。盈利质量高、确定性高的龙头公司，估值与盈利双击，结构性牛市
- 2018年行情特征：趋势。“去杠杆”与外部因素，主导市场趋势性下跌
- 2019年行情特征：节奏。估值与预期位于底部，叠加盈利下行，把握政策与盈利抗衡的节奏是关键



资料来源：广发证券、方基金



ORIENT FUND

复盘2018年：趋势性行情，两重因素杀估值

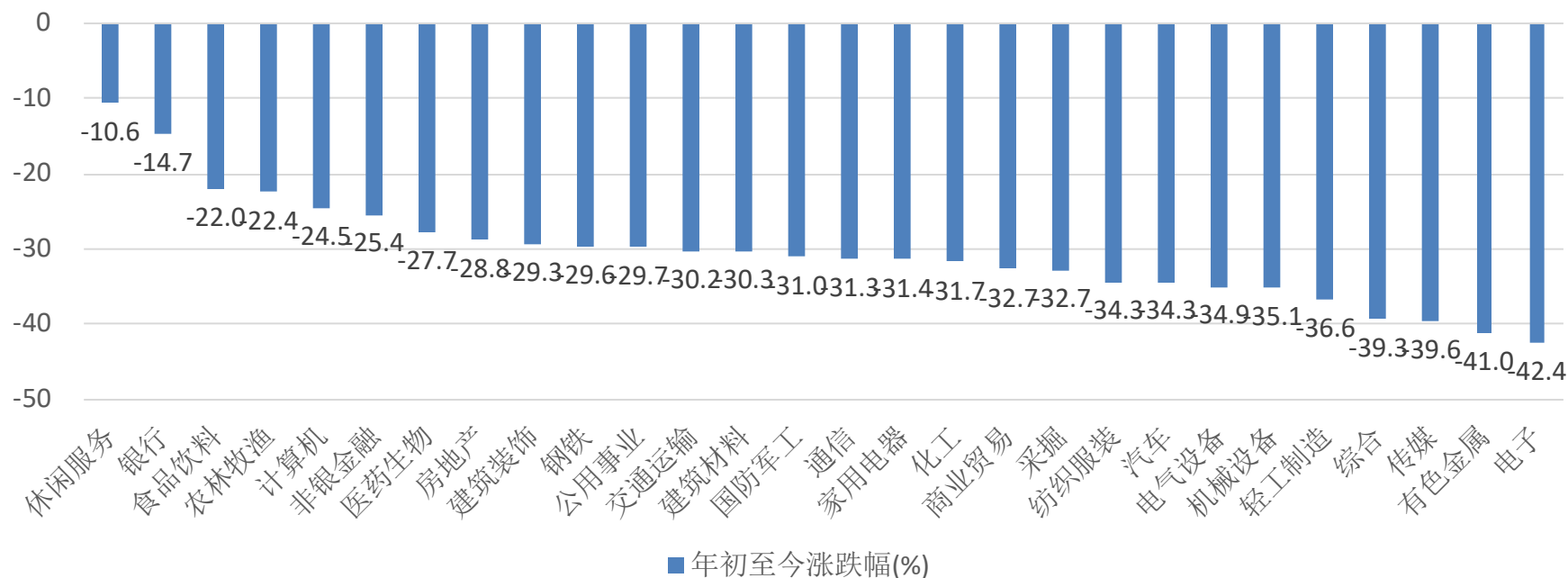
- 2019年，上证综指下跌24.59%，eps增长5.7%，PE下跌30.3%，市场下跌主要源于估值大幅下跌
- 过去十年以来，今年仅好于2008年

年份	上证综指年涨跌幅（%）	PE年变化幅度（%）	EPS年变化幅度（%）	年份	上证综指年涨跌幅（%）	PE年变化幅度（%）	EPS年变化幅度（%）
1991	129.4			2005	-8.3	-15.1	8.0
1992	166.6	-68.5	746.8	2006	130.4	101.7	14.2
1993	6.8	-48.1	105.8	2007	96.7	28.2	53.4
1994	-22.3	-54.8	72.1	2008	-65.4	-70.5	17.4
1995	-14.3	-25.1	14.5	2009	80.0	119.9	-18.2
1996	65.1	113.7	-22.7	2010	-14.3	-45.3	56.7
1997	30.2	4.0	25.2	2011	-21.7	-33.9	18.5
1998	-4.0	-18.5	17.9	2012	3.2	6.2	-2.9
1999	19.2	27.5	-6.5	2013	-6.7	-17.5	13.1
2000	51.7	35.6	11.9	2014	52.9	46.7	4.2
2001	-20.6	-37.5	27.0	2015	9.4	16.0	-5.7
2002	-17.5	10.5	-25.3	2016	-12.3	-4.4	-8.3
2003	10.3	-18.1	34.6	2017	6.6	-0.7	7.3
2004	-15.4	-41.3	44.0	2018	-24.59	-30.3	5.7

资料来源：Wind

2018年：趋势性行情，两重因素杀估值

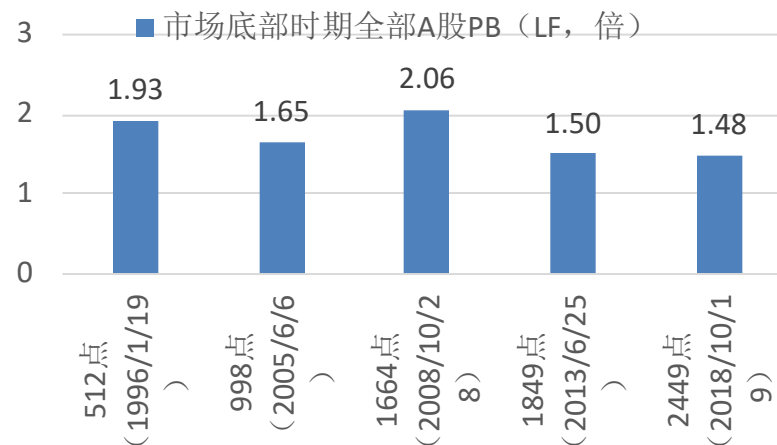
- 分行业来看，表现相对较好的行业是休闲服务、银行、食品饮料、农林牧渔，主要集中在金融与必选消费
- 表现较差的行业为是电子、有色金属、传媒、轻工制造，主要为行业需求较差



资料来源：Wind

多项指标表征，A股估值处于历史底部区域

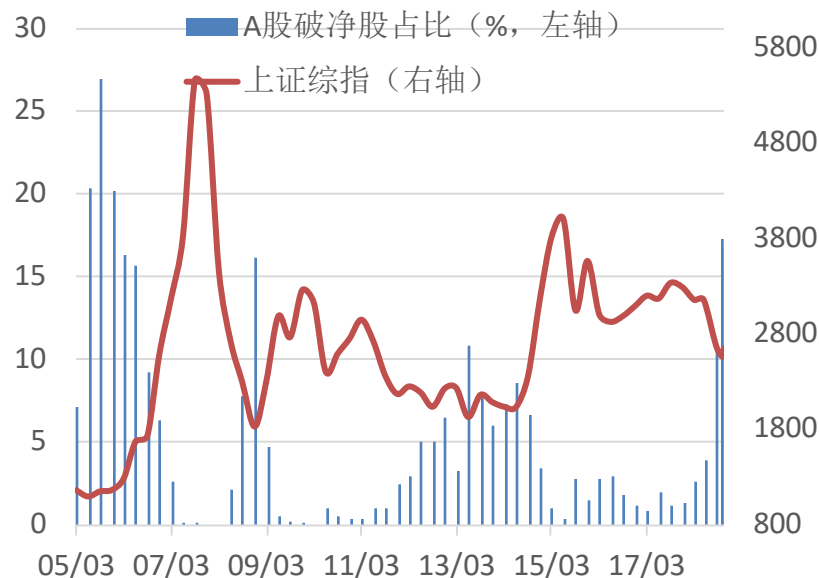
- 截止10月19日，A股风险溢价4.08，超过过去14年均值1倍标准差
- A股公司破净率达到17%
- PB估值1.48，相较过去4个历史低点更低



资料来源：Wind



资料来源：Wind



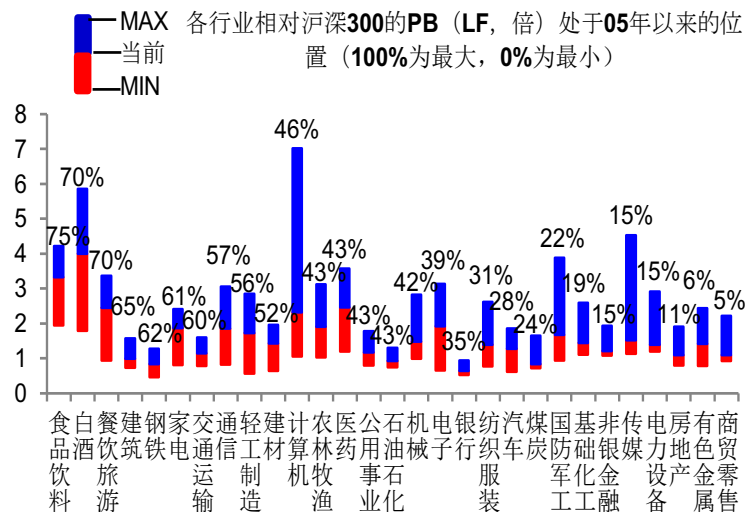
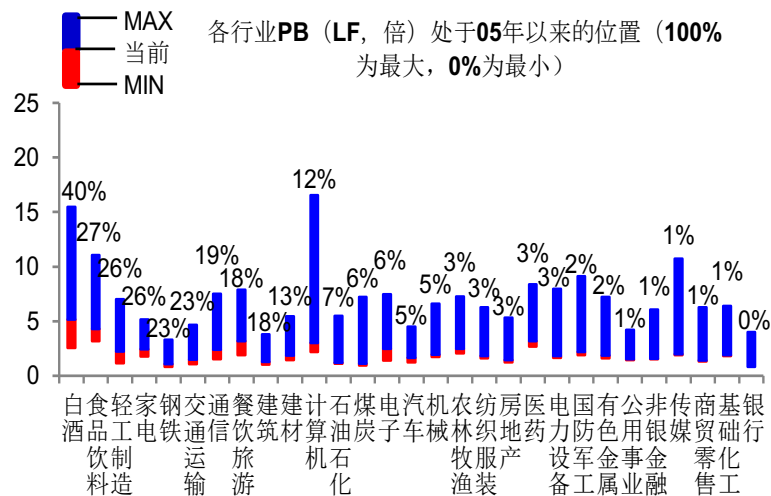
资料来源：Wind



ORIENT FUND

各行业相对估值：PB

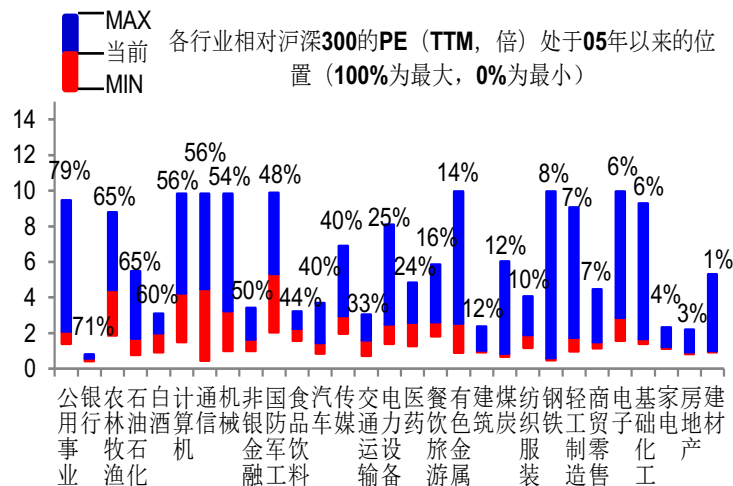
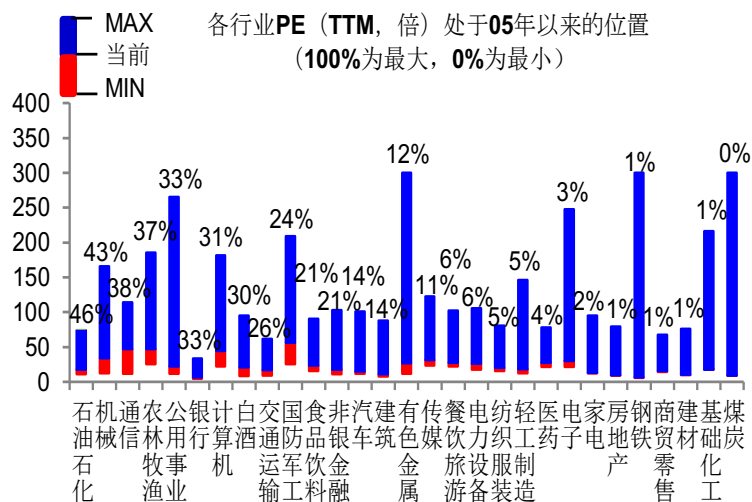
- 除部分消费品，各行业PB估值处于05年以来20%分位数以下
- 除部分消费品，各行业PB估值相对沪深300处于05年以来50%分位数以下



资料来源：Wind、海通证券

各行业相对估值：PE

- 除部分消费品，各行业PE估值处于05年以来20%分位数以下
- 除部分消费品，各行业PE估值相对沪深300处于05年以来50%分位数以下



资料来源：Wind、海通证券

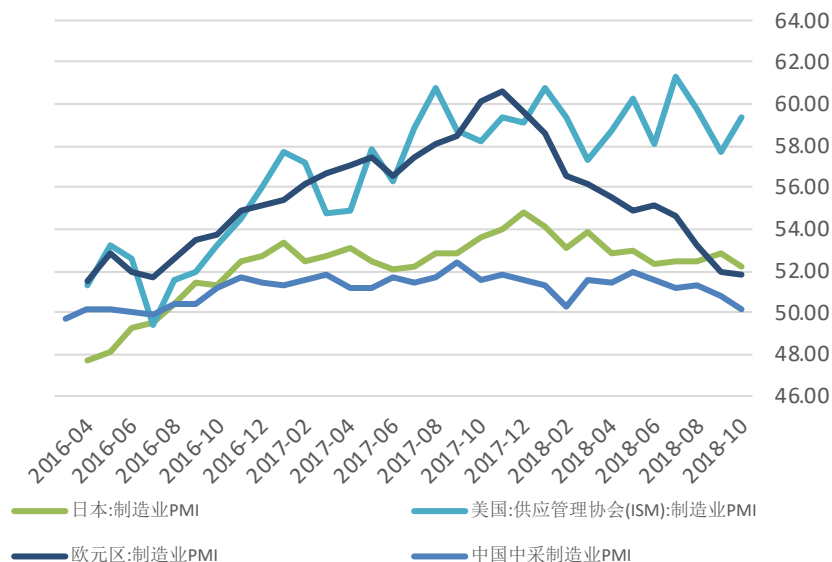
经济基本面：宏观经济下行压力较大、企业盈利或负增长

- 宏观经济下行压力较大，大概率惯性回落
- 企业中观盈利或将转负，明年2-3季度盈利是否见底，尚存疑问
- 行业比较：大消费、中游制造、周期、TMT

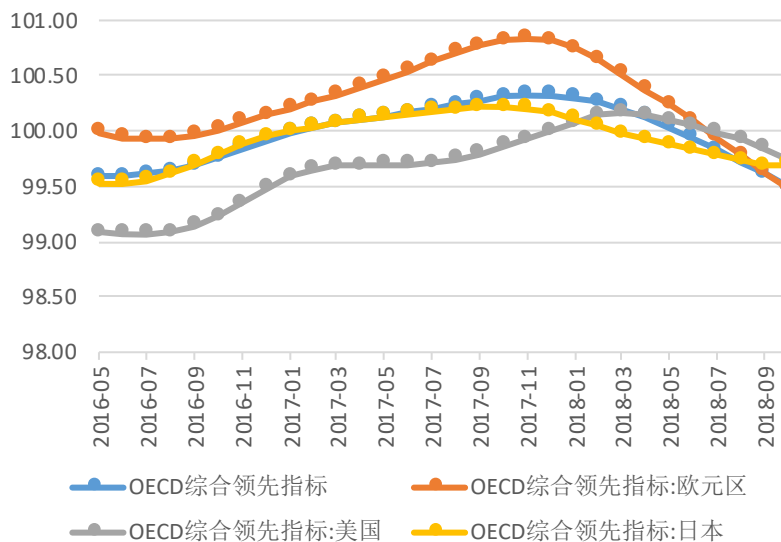


全球经济：从同步复苏到美国偏强，再到同步回落

- 2016 年，全球经济是中国供给侧改革以“价”引导全球复苏
- 2017 年，欧洲政治风险消退和美元弱势下，全球经济进一步走向了“量”的扩张
- 2018年，各主要经济体不再同步，美国偏强。日欧经济呈现见顶回落态势；美国经济受益于减税等政策，一枝独秀；中国经济保持平稳，但回落风险在加大
- OECD综合领先指标预示，未来全球经济趋弱



资料来源：Wind



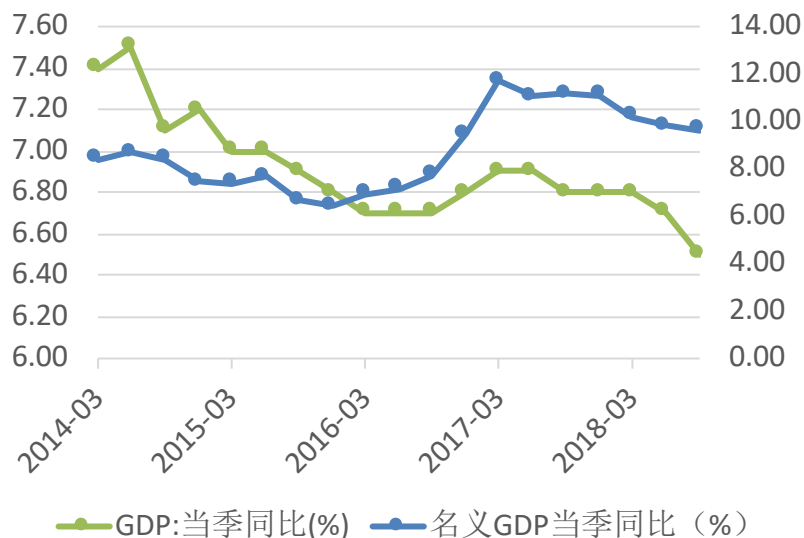
资料来源：Wind



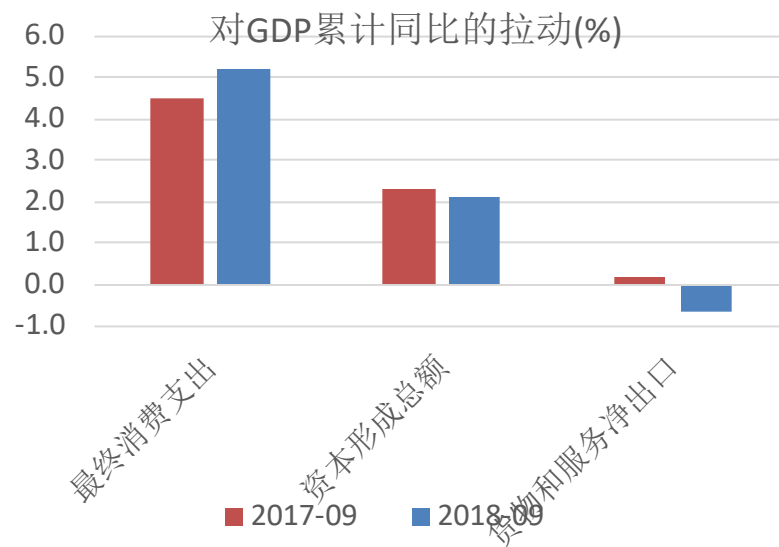
ORIENT FUND

增长：GDP保持L型，名义GDP下滑风险较大

- 连续10个季度GDP维持在6.5%-6.9%区间，2018年Q3增速6.5%，处于下限位置
- 名义GDP增速回落至9.61%，进一步回落风险较大
- 从结构上看，2018年Q3同比最终消费拉动GDP多增0.7个百分点，资本形成与净出口分别少增0.2和0.9个百分点



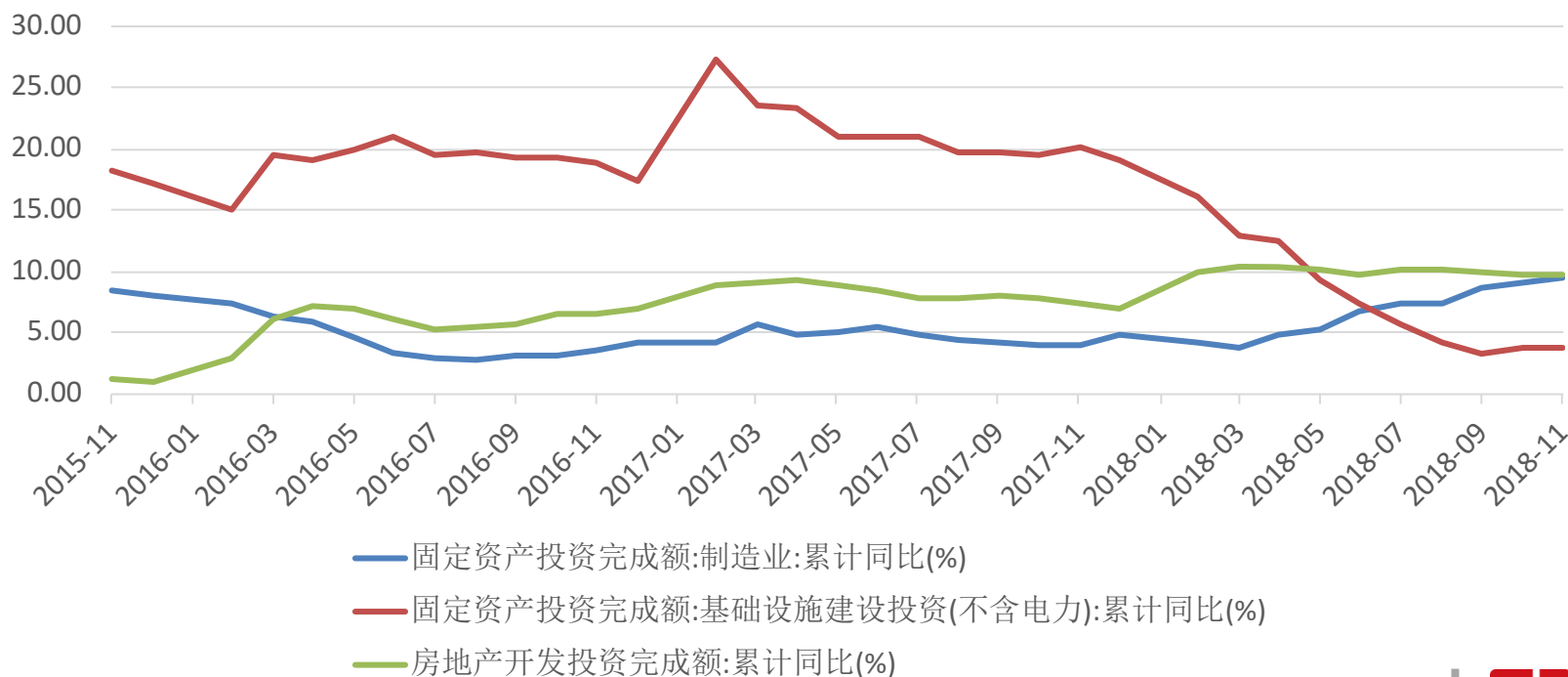
资料来源：Wind



资料来源：Wind

增长：基建投资快速下行，房地产韧性强

- 固定资产投资增速下行至5.9%
- 基建增速从高点20%下行至3.70%成为本年最大拖累项
- 房地产增速维持在9.7%，韧性强
- 制造业投资增速逐季回升至9.5%



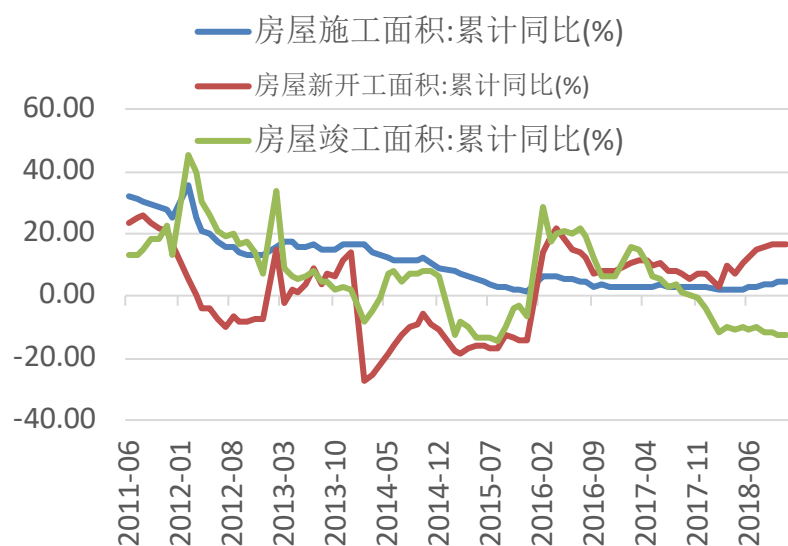
资料来源：Wind



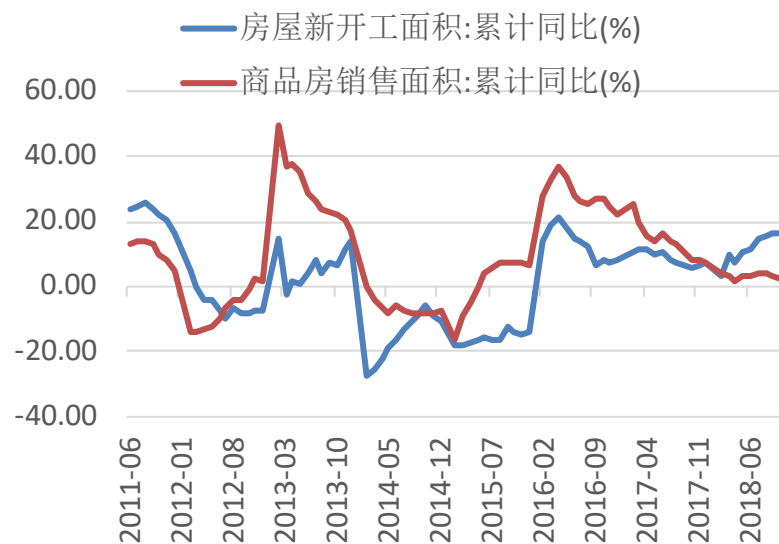
ORIENT FUND

增长：房地产投资韧性较强，房屋销售面积存隐忧

- 房屋新开工面积累计同比16.80%
- 房屋销售面积累计同比1.4%，可能对未来房屋新开工形成压制



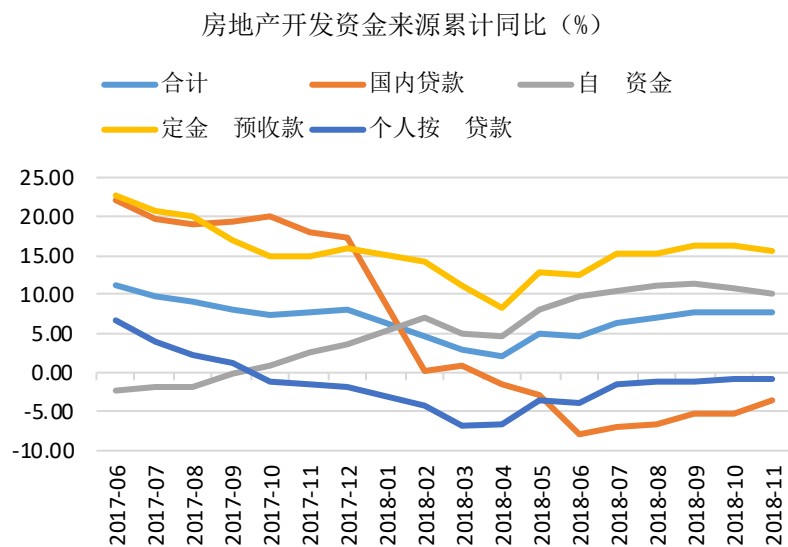
资料来源：Wind



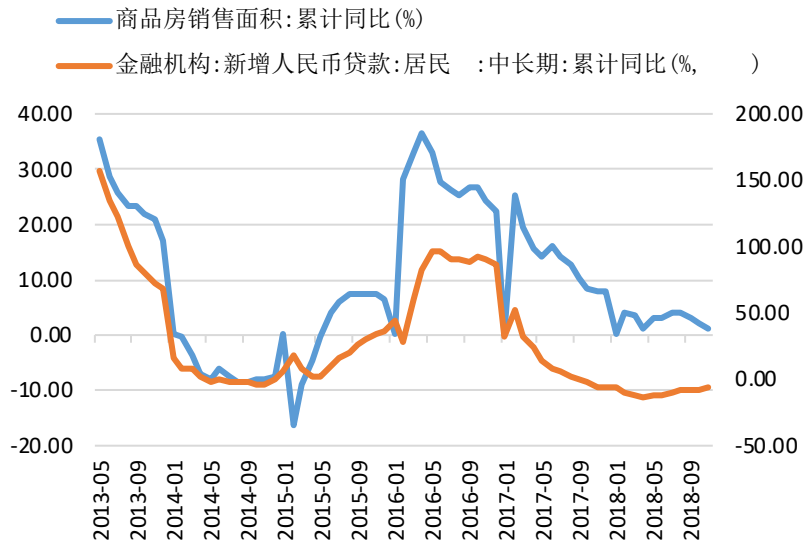
资料来源：Wind

增长：房地产持续性存隐忧

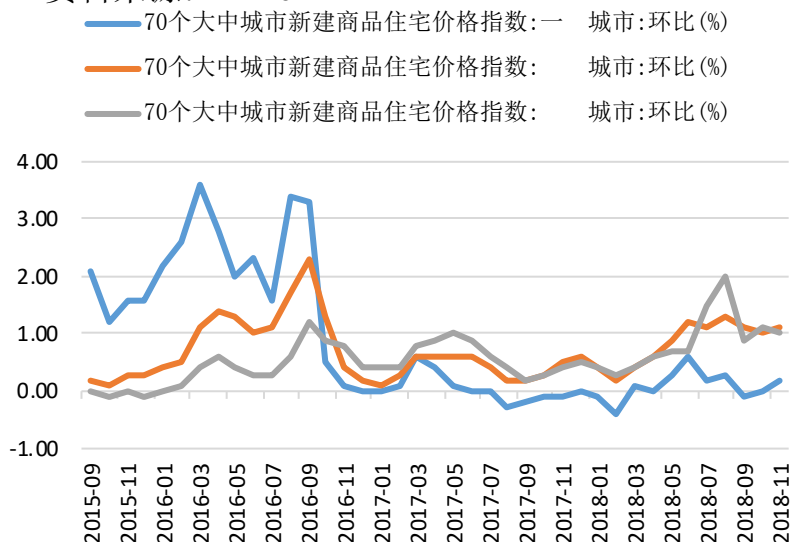
- 房地产资金来源累计同比增长7.6%
- 居民中长期贷款累计增速持续为负
- 70个大中城市新建商品住宅价格环比增速有所下滑



资料来源：Wind



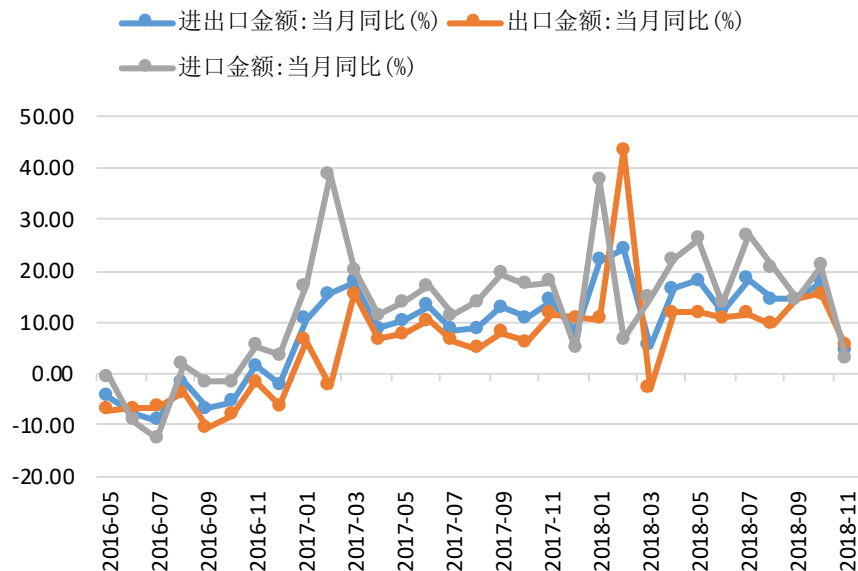
资料来源：Wind



资料来源：Wind

增长：进口保持稳定

- 进出口、出口、进口金额当月同比分别为4.3%、5.4%、3.0%，出现超季节性回落
- 全球经济回落，明年进出口压力较大



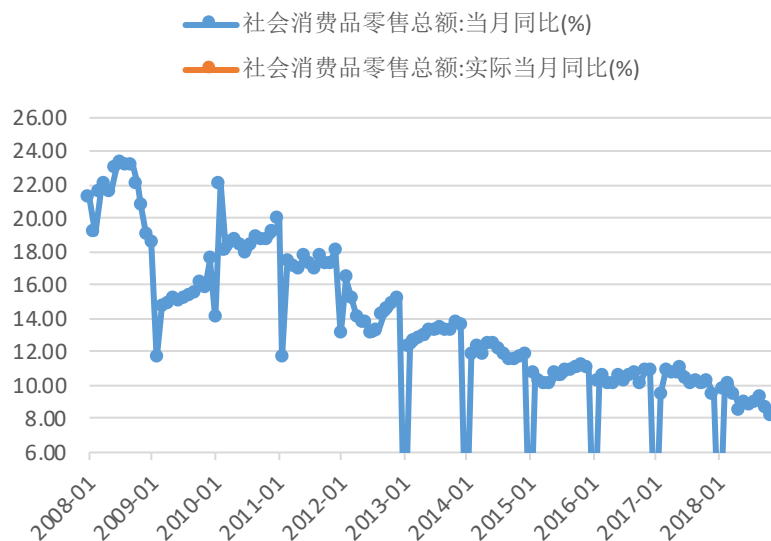
资料来源：Wind



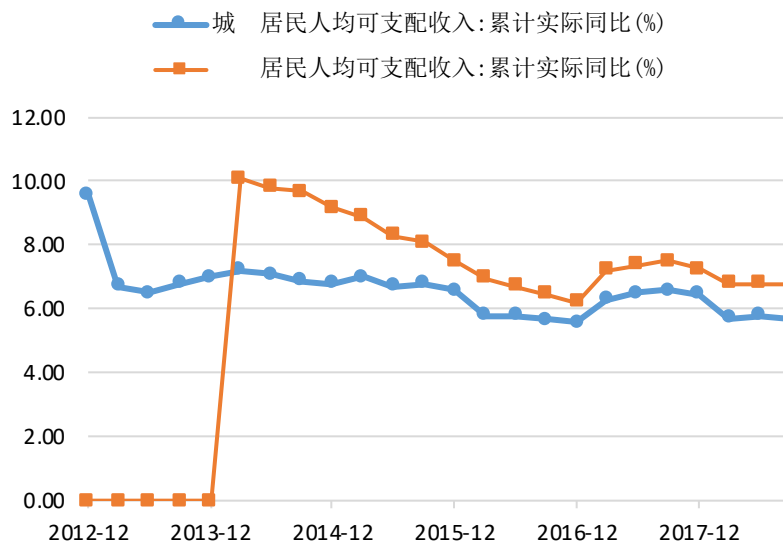
ORIENT FUND

增长：社会消费品零售总额增速下行

- 社会消费品零售总额当月同比增速下行至8.1%
- 城乡居民可支配收入较低，维持在5.8%



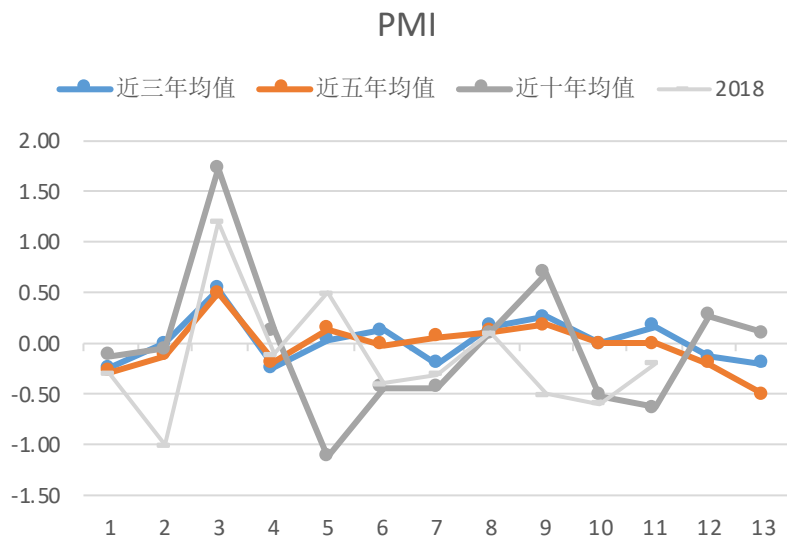
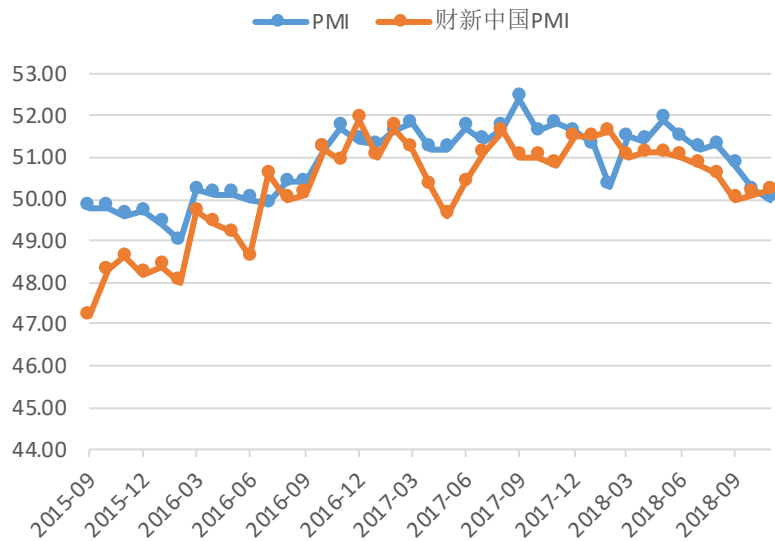
资料来源：Wind



资料来源：Wind

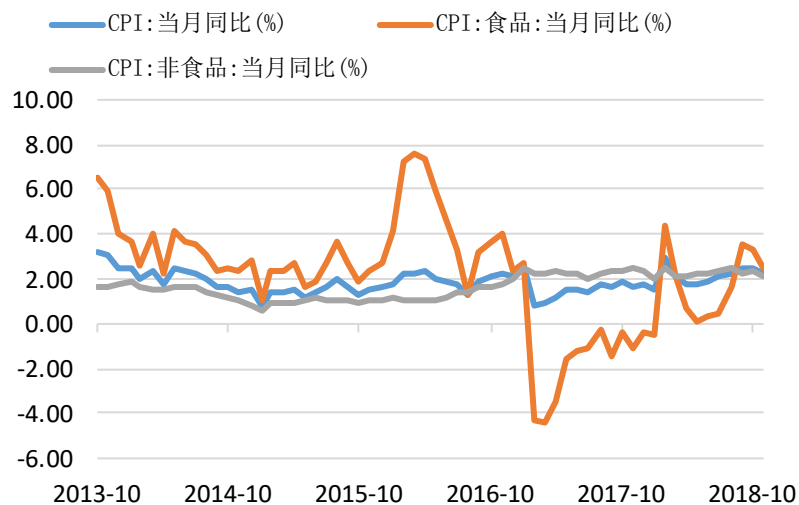
增长：PMI超季节性回落

- 11月中采PMI 50，落在荣枯线上，环比回落0.2个百分点
- 9-11月中采PMI均出现超季节性回落

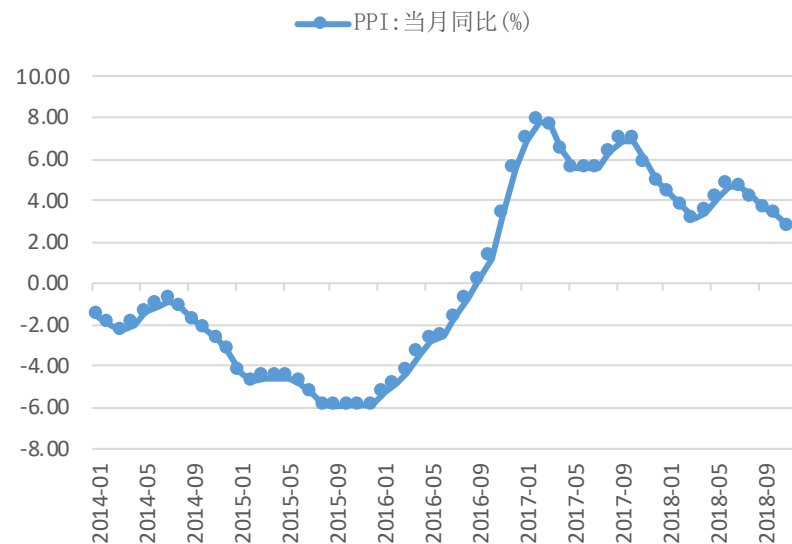


通胀：CPI保持稳定，PPI见顶回落

- 在CPI端，非食品项保持稳定，11月同比2.1%，CPI整体2.2%
- 在PPI端，PPI继续保持在较高位置，但由于高基数原因，PPI将逐月回落



资料来源：Wind



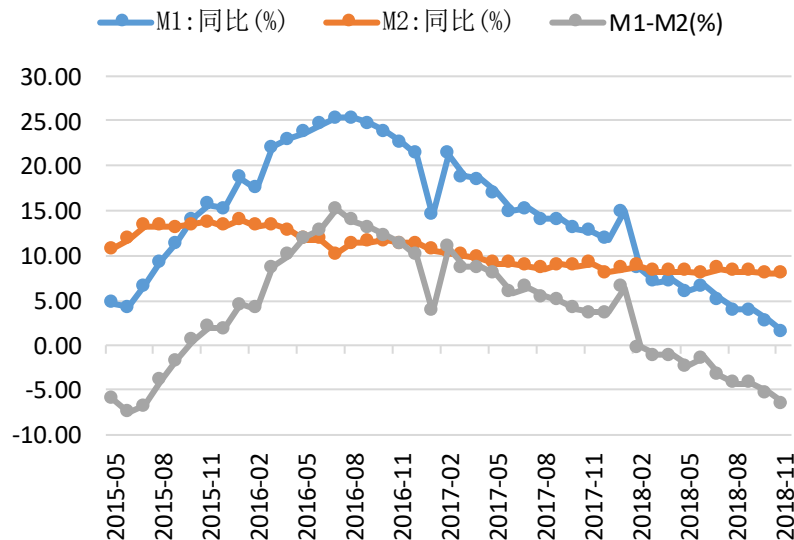
资料来源：Wind



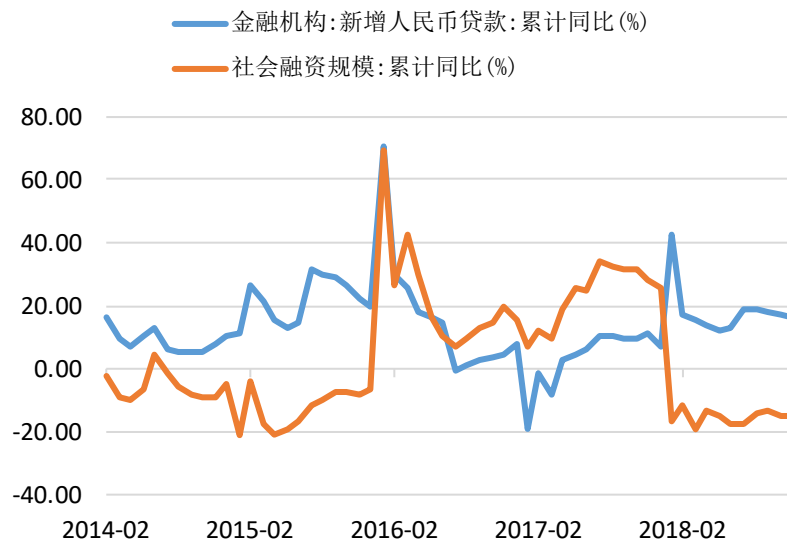
ORIENT FUND

货币：M2持续下行，社融增速未企稳

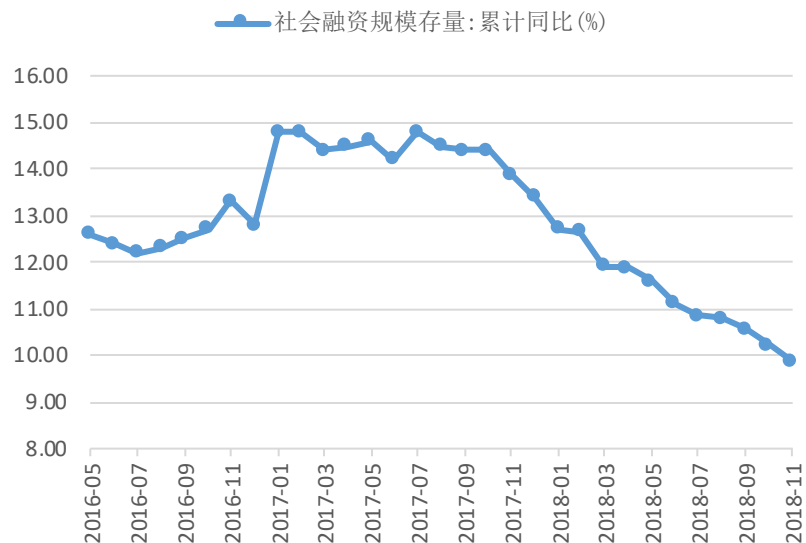
- M2增速降至8.0%，M1增速降至1.5%，M1-M2剪刀差降至-6.5%
- 去杠杆，新增人民币贷款持续上行，难抵表外融资萎缩
- 社融存量增速降低至9.88%，增速未见企稳



资料来源：Wind



资料来源：Wind



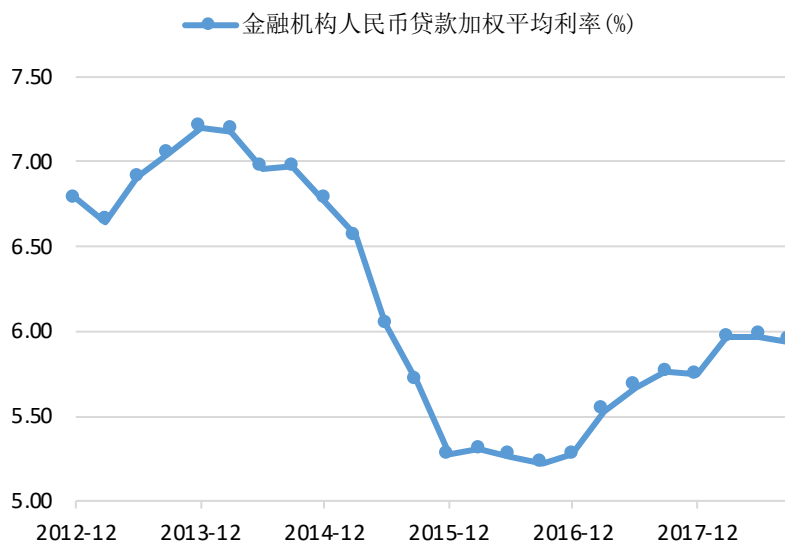
资料来源：Wind



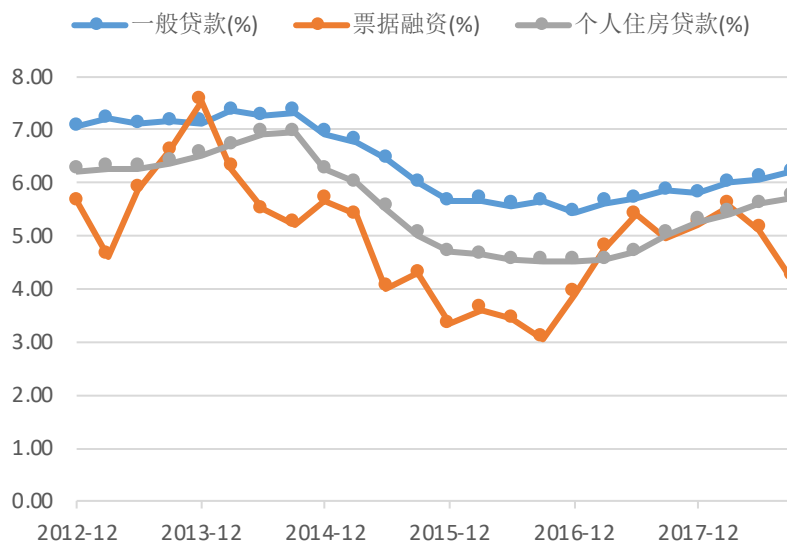
ORIENT FUND

利率：贷款加权平均利率稳在较高位置

- 2016年12月见底后，加权平均利率连续8个季度上行至5.94%
- 一般贷款利率上行至6.19%
- 票据融资利率连续2个季度回落至4.22%
- 个人住房贷款利率上行至5.72%



资料来源：Wind



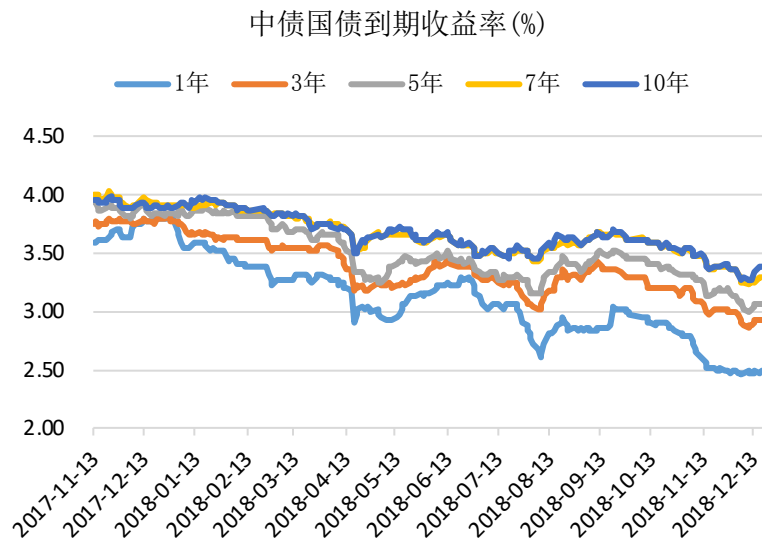
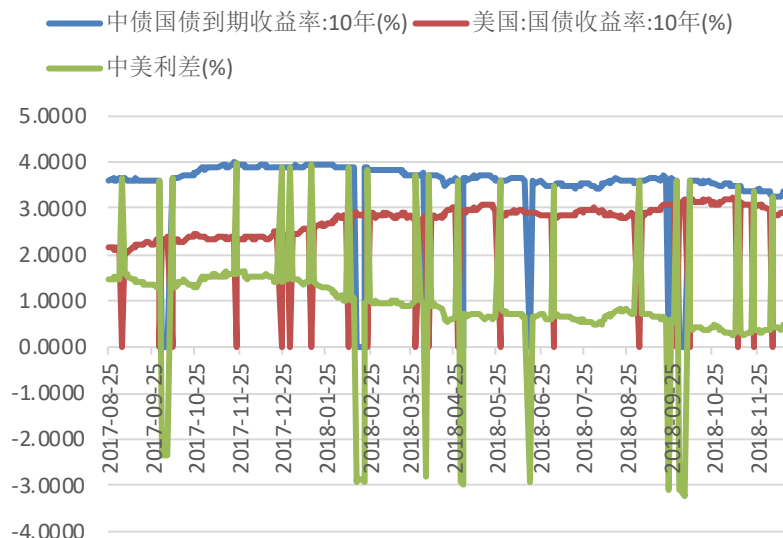
资料来源：Wind



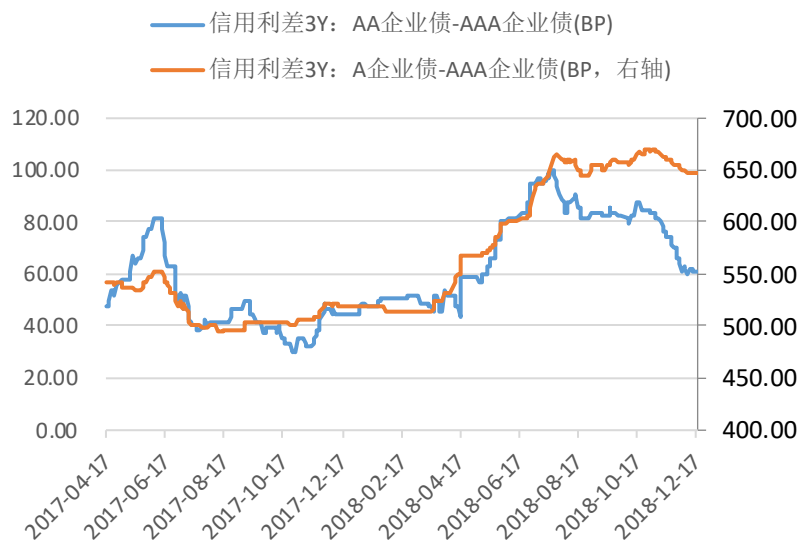
ORIENT FUND

利率：国债收益率难下行，信用率扩大

- 中债10年期国债收率3.37%，美债十年期收益率2.82%，中美利差缩小至55bp，国债收益率下行空间受到约束
- 信用债利差维持震荡，各类企业感觉到宽松程度差异较大



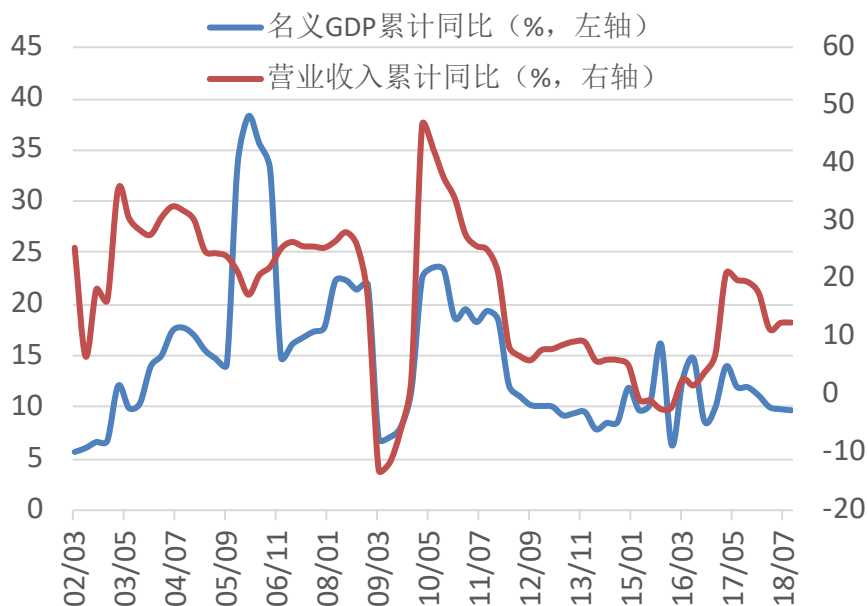
资料来源：Wind



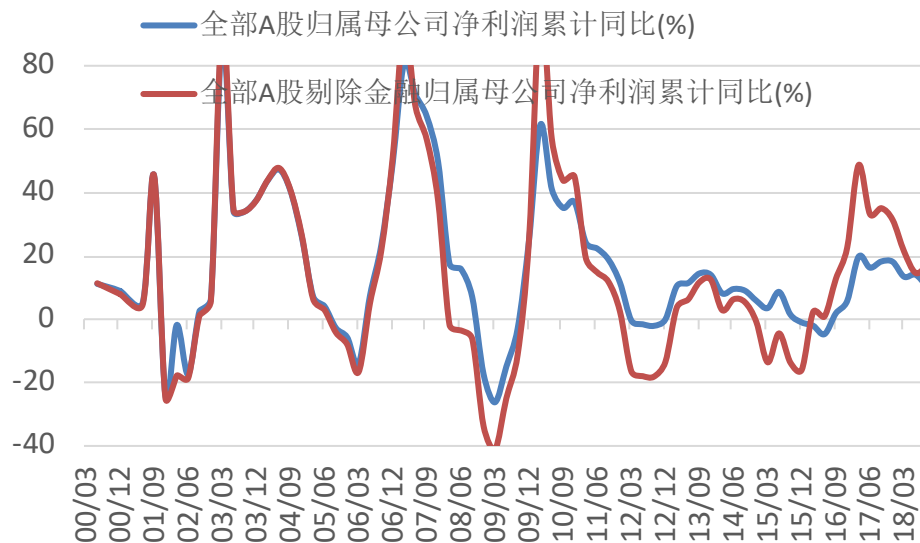
资料来源：Wind

中观：企业盈利或将逐季下降

- 名义GDP、营业收入或将逐季下降
- 全A（非金融）企业盈利或将逐季下降，明年2-3季度大概率将会出现负增长
- 明年2-3季度是否是中期盈利底部有待进一步观察



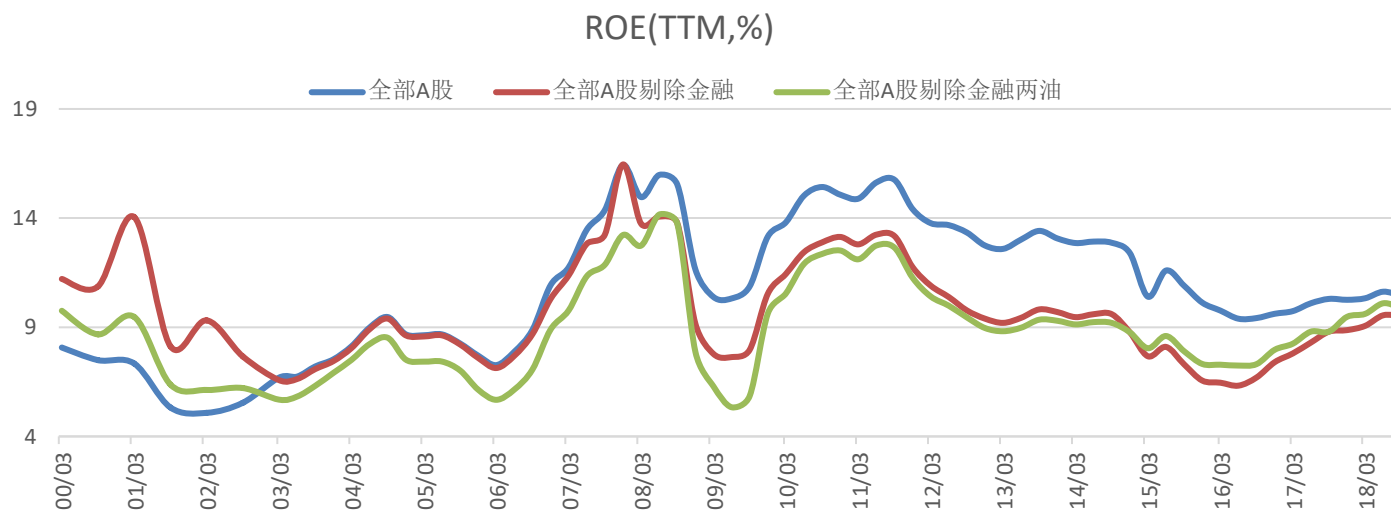
资料来源：Wind



资料来源：Wind

中观：企业盈利能力将下降

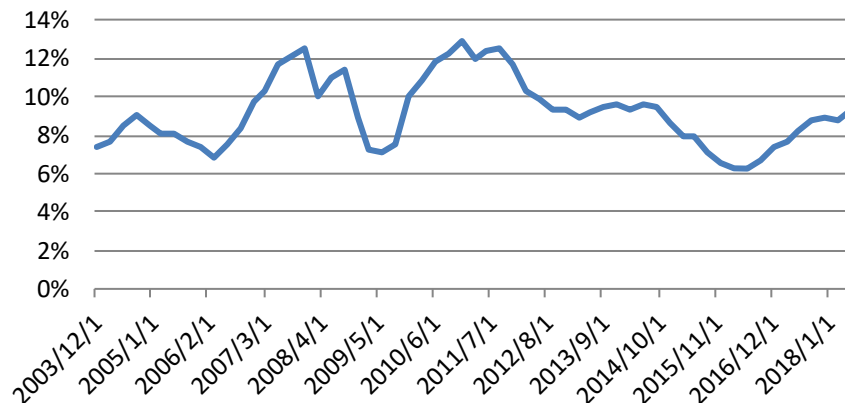
- 2018年Q3，全A股ROE (TTM) 9.9%
- 全A (非金融) 企业盈利将逐季下降，ROE也将回落



资料来源：Wind

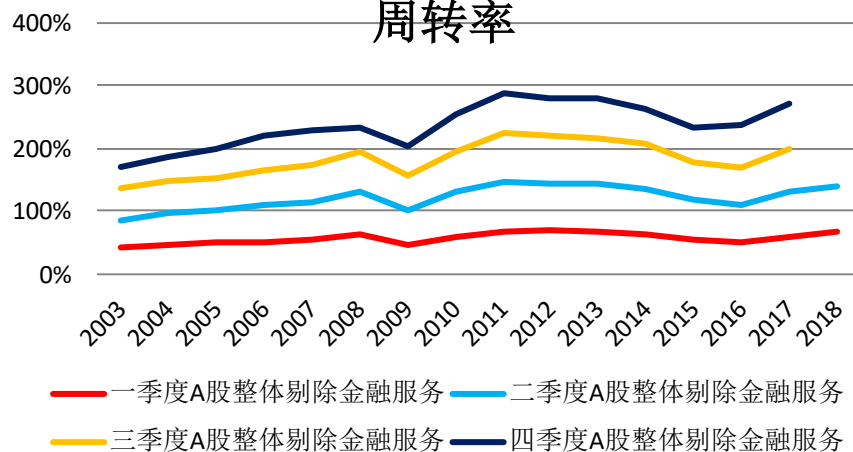
中观：杜邦分析

ROE(TTM)



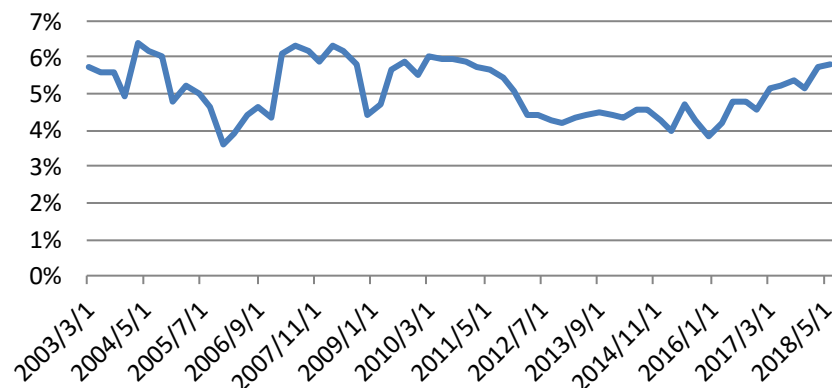
资料来源：Wind

周转率



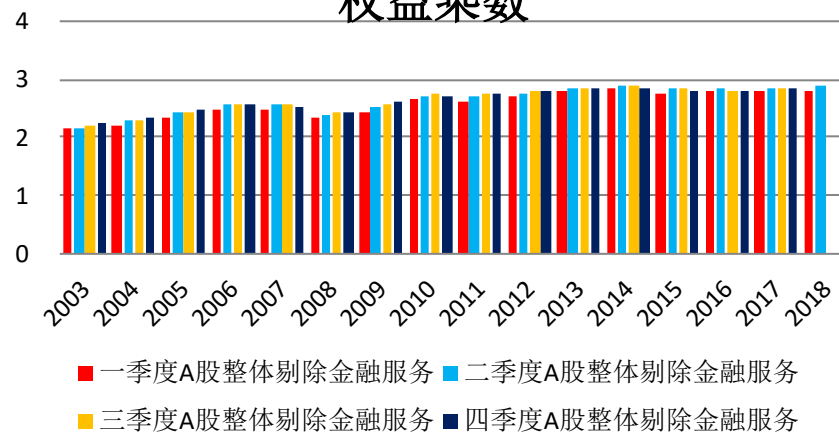
资料来源：Wind

销售净利率



资料来源：Wind

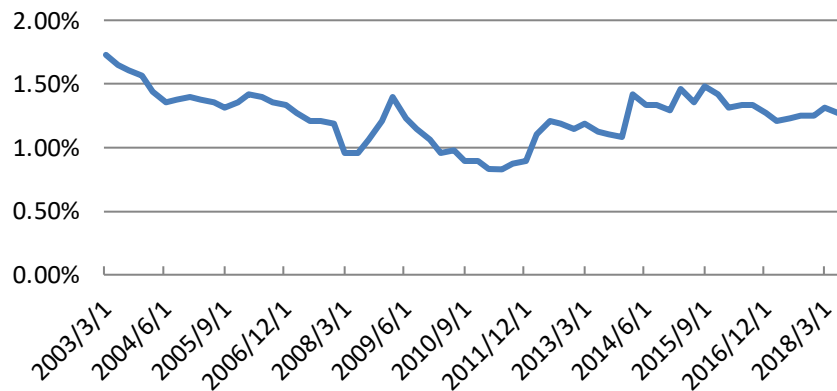
权益乘数



资料来源：Wind

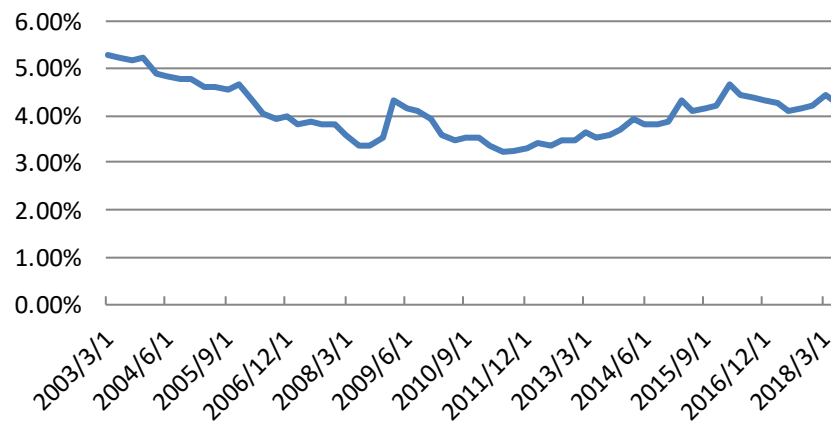
中观：费用分析

财务费率



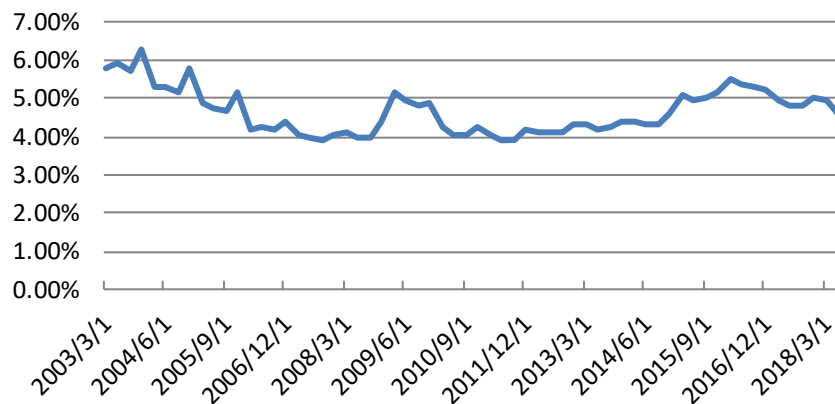
资料来源：Wind

销售费率



资料来源：Wind

管理费率

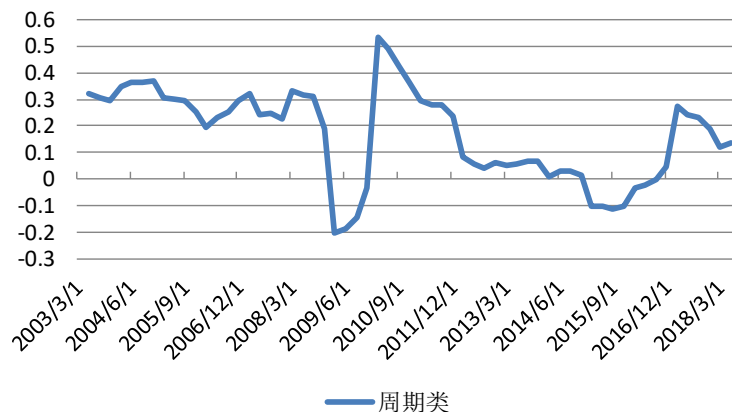


资料来源：Wind

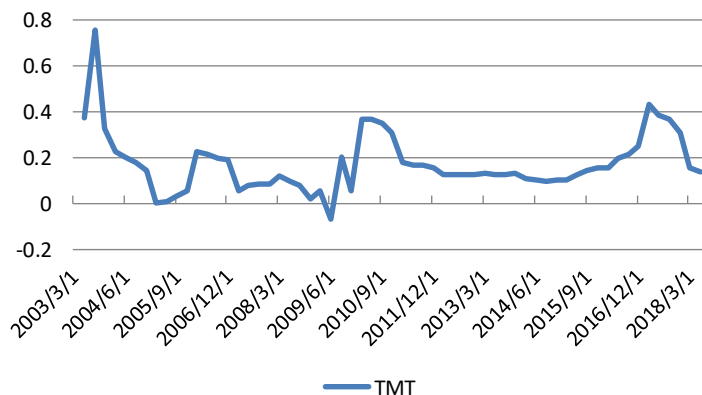


ORIENT FUND

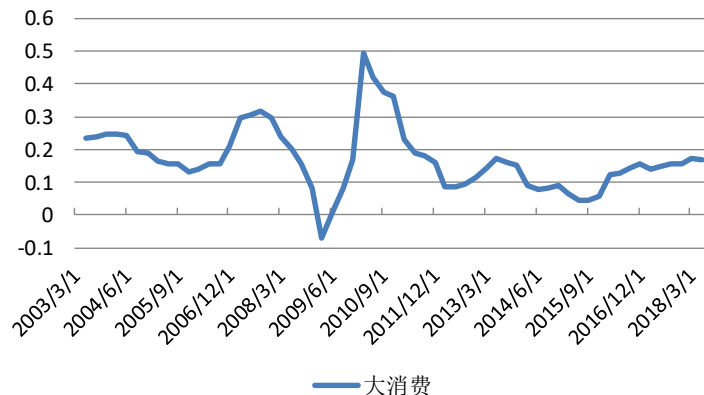
行业比较：营收增速



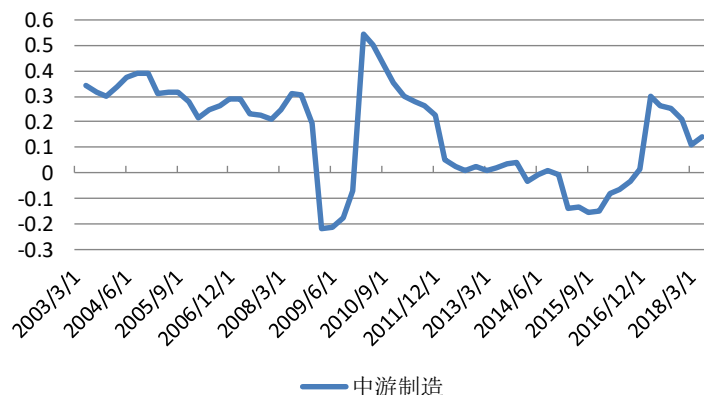
资料来源：Wind



资料来源：Wind

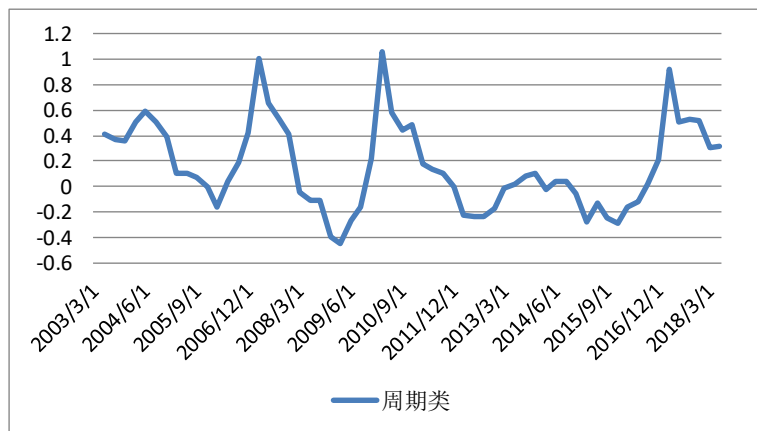


资料来源：Wind

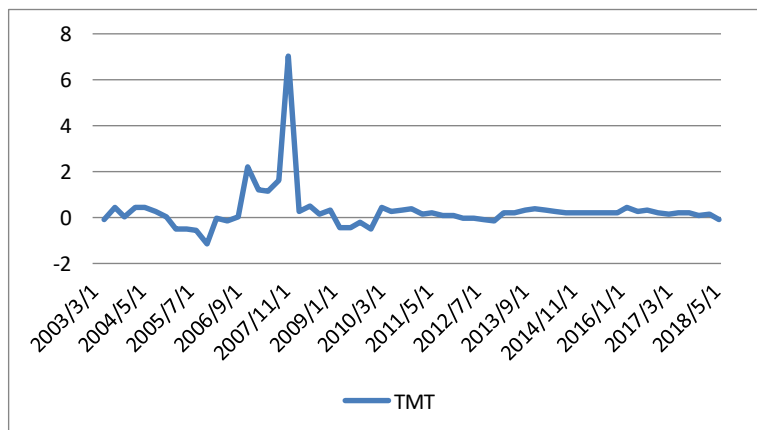


资料来源：Wind

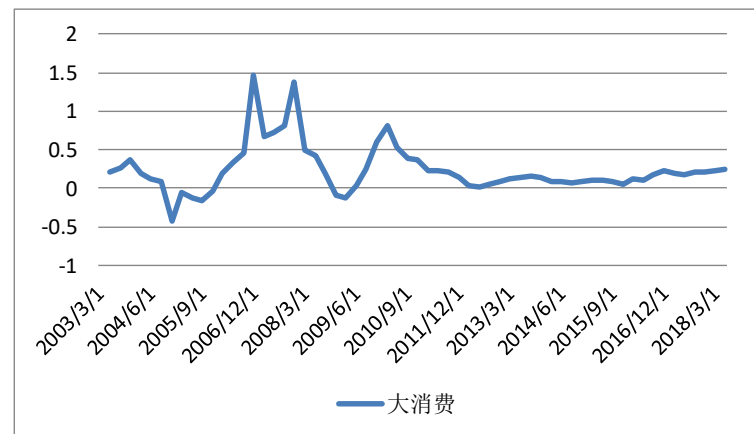
行业比较：利润增速



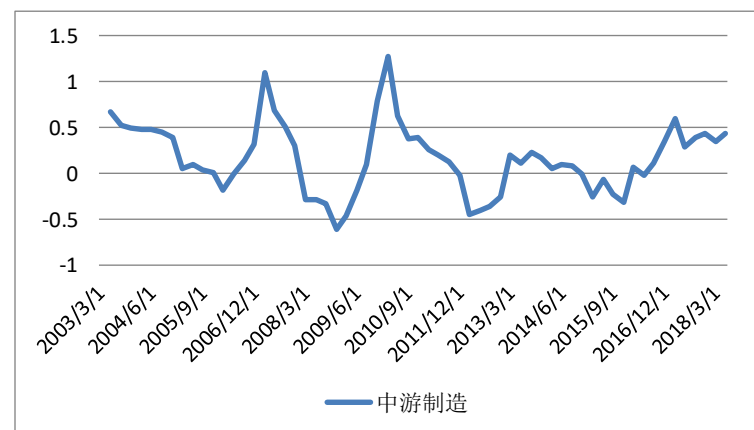
资料来源：Wind



资料来源：Wind

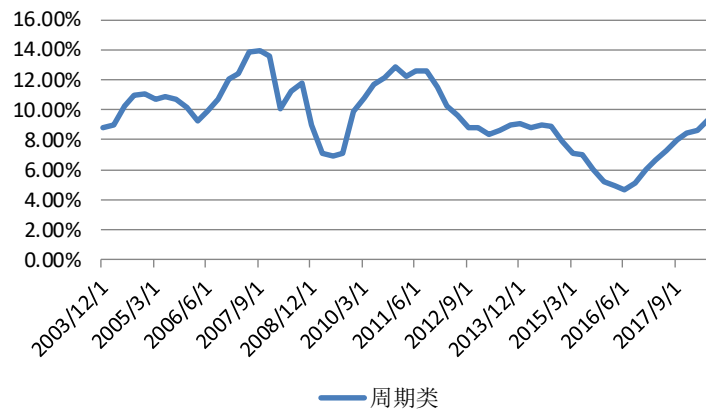


资料来源：Wind

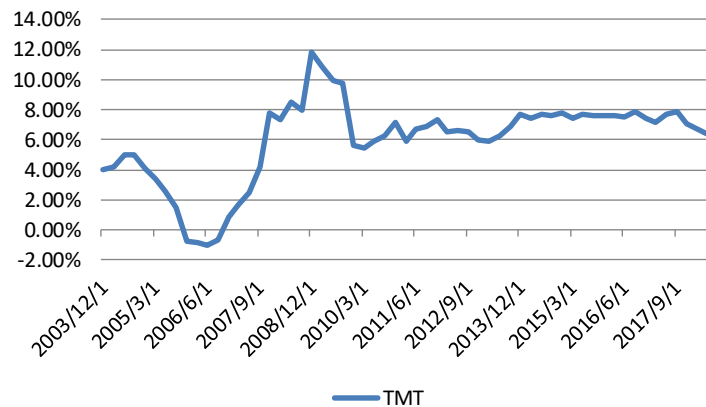


资料来源：Wind

行业比较：ROE



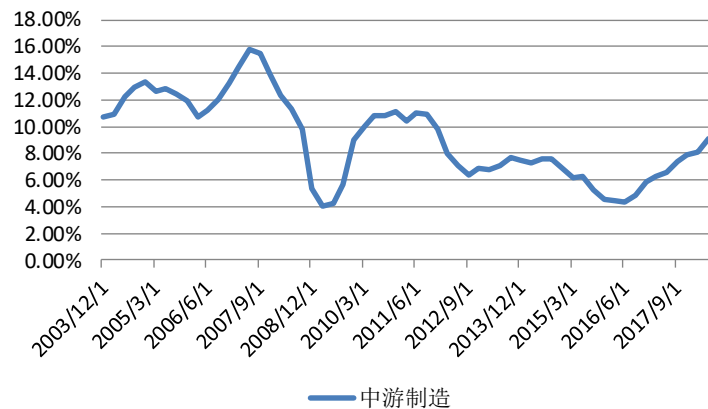
资料来源：Wind



资料来源：Wind



资料来源：Wind



资料来源：Wind

内忧有压力，政策已微调，效果有待观察

- 货币政策或已转向宽松，降准可期，定向降息已开启
- 财政政策或已开始逆周期调控，效果有待观察
- 国内减税政策逐步落地，明年增值税与社保税率成为重要观察点
- 证券行业政策开始缓和，鼓励并购与回购



内忧外患，政策或已转向

	1031政治局会议	731政治局会议	723国常会	423政治局会议
稳增长	下行压力较大，企业经营困难较多，长期积累风险暴露。坚持六个“稳”。	保持经济平稳健康发展：稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期	保持经济运行在合理区间	
财政	积极财政政策	积极。在扩大内需和结构调整上发挥更大作用。	更加积极。聚焦减税降费、加快地方专项债发行和使用进度。	积极。把加快调整结构与持续扩大内需结合起来。
货币	稳健货币政策	稳健。把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕。	稳健、松紧适度。保持适度的社融和流动性合理充裕。	稳健中性。
投资	稳投资	稳投资	推动有效投资稳定增长；调动民间投资积极性；完善外商再投资鼓励政策	
房地产	未提地产	下决心解决、因城施策、遏制房价上涨、长效机制。		推动楼市健康发展
基建	未提及。但同天国办发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	加大基础设施领域补短板的力度。	有效保障在建项目资金需求，避免烂尾。利用地方专项债推动基建。	推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展
防风险	只在今年工作总结里提到。	打好三大攻坚战。防风险和服务实体经济更好结合，坚持去杠杆，把握力度和节奏。	坚持不搞“大水漫灌”式强刺激；守住不发生系统性风险底线。	全力打好三大攻坚战。
供给侧	坚持以供给侧结构性改革为主线，加大改革开放力度。	深入推进供改。补短板是当前重点任务，加大基础设施补短板力度，做好乡村振兴战略。	坚决出清“僵尸企业”。	深化供改。重点提了去产能和降成本。做好乡村振兴战略。
小微	对中小企业描述增加。坚持“两个毫不动摇”，促进多种所有制经济共同发展，研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难。	增强创新力、发展新动能	落实支小再贷款、小微企业和个体工商户贷款利息免征增值税；引导降准资金用于支持小微；鼓励商业银行发行小微企业金融债券。	
民生		做好民生保障和社会稳定工作，稳定就业放在更突出位置。	有效投资要对接发展和民生需要。	加强基本公共服务。
外资	积极有效利用外资，维护在华外资企业合法权益。	保护在华外资企业合法权益。	落实支小再贷款、小微企业和个体工商户贷款利息免征增值税；引导降准资金用于支持小微；鼓励商业银行发行小微企业金融债券。	
相关会议	没提四中全会。提庆祝改革开放40周年和国际进口博览会。			

资料来源：天风证券、方基金

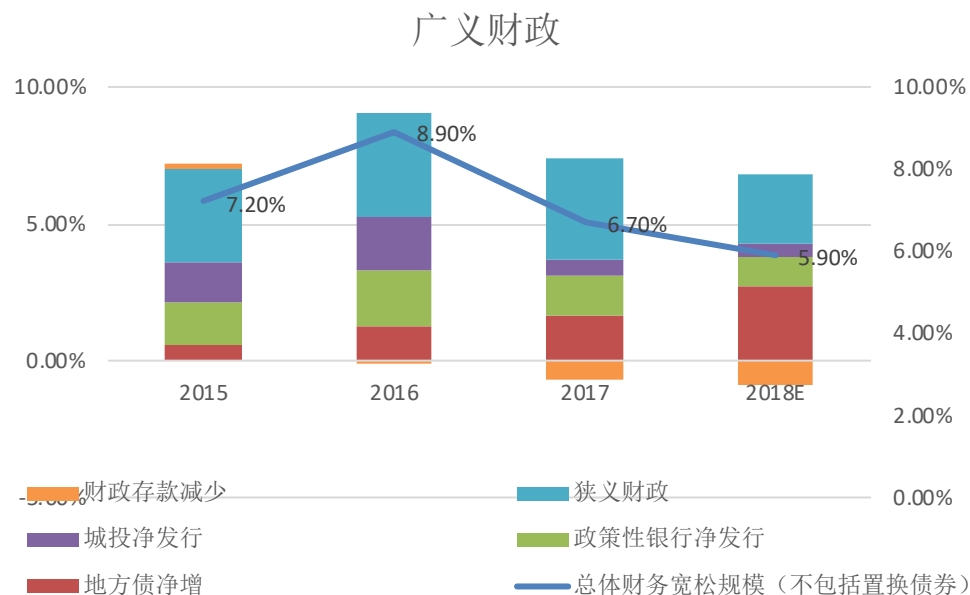
货币政策或已转向

时间	主体	货币政策
2018/4/27	央行等	资管新规正式稿落地，在过渡期、产品净值化管理、统一杠杆水平、消除嵌套等方面较征求意见稿放宽。此后的执行通知、理财新规也有放宽规定。
2018/6/1	央行	央行决定适当扩大MLF担保品范围。
2018/6/20	国常会	国常会：要坚持稳健中性的货币政策，保持经济运行在合理区间；运用定向降准等货币政策工具，增强小微信贷供给能力，加快已签约债转股项目落地。
2018/6/25	央行等	《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》要求加大货币政策支持力度，引导金融机构聚焦单户授信500万元及以下小微企业信贷投放。
2018/6/28	央行	央行货币政策委员会召开第二季度例会，提出综合运用多种货币政策工具，把握好结构性去杠杆的力度和节奏；优化融资结构和信贷结构。
2018/7/19	央行	央行近日窗口指导银行，将额外给予中期借贷便利（MLF）资金，用于支持贷款投放和信用债投资。AA+以下评级按1:2给予MLF资金，要求必须为产业类，金融债不符合。
2018/8/10	央行	稳健的货币政策要保持中性、松紧适度，把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕。
2018/10/12-11/7	证监会	10月12日：松绑并购重组融资用途，限制比例内可以用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务。11月7日：上市公司再融资不再受18个月间隔限制。
2018/10/22	证券业协会	11家证券公司达成意向出资210亿元设立母资管计划，作为引导资金支持各家证券公司分别设立若干子资管计划（1000亿），专项用于帮助有发展前景的上市公司纾解股权质押困难。
2018/11/8	郭树清	初步考虑对民企的贷款要实现“一二五”目标，即在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于1/3，中小型银行不低于2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于50%。
2018/12/19	央行	央行创设定向中期借贷便利，针对小微企业、民营企业贷款，利率优惠15个基点，目前为3.15%

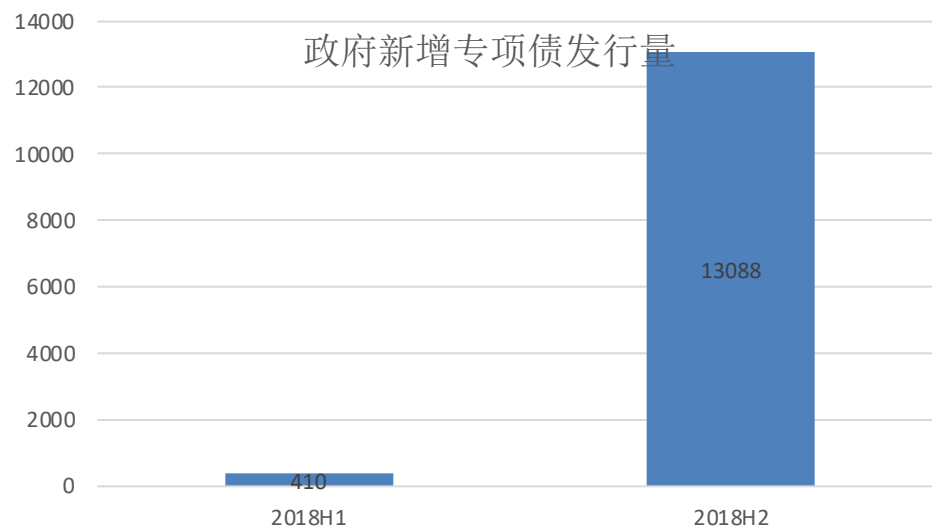
资料来源： 方基金整理

财政政策---广义财政赤字有空间

- 预计2018年广义财政赤字占GDP5.9%，处于过去几年低位，2019年广义财政赤字有提升空间
- 政府新增转向债有望加速，2019年可能会提前到两会之前



资料来源：中金证券



资料来源：wind

减税降费---减税政策逐步落地

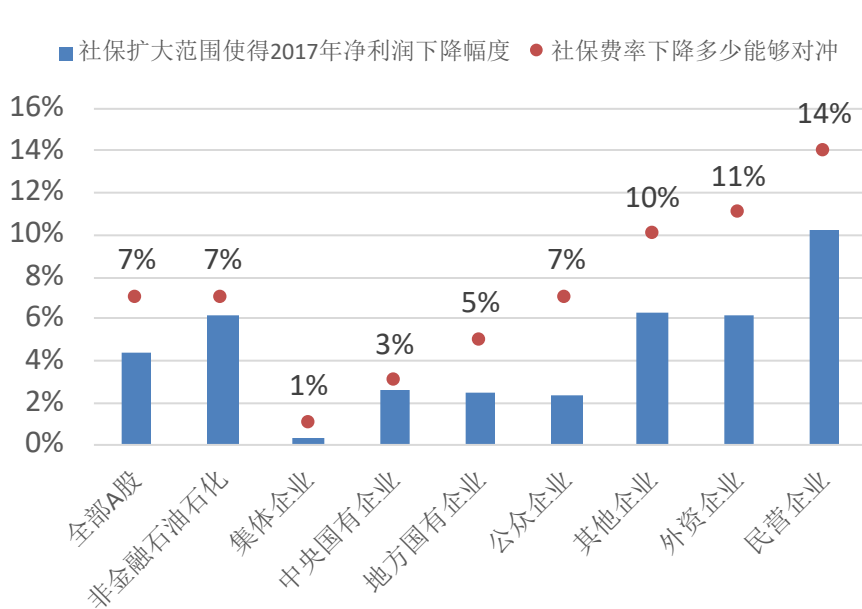
■ 2018年至今，多项减税政策逐步落地

时间	部门	减税政策
2018. 9. 21	财政部	《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》
2018. 9. 26	国常会	11月1日起下调1585个税目工业品等商品进口关税税率，关税总水平将由上年的9.8%降至7.5%
2018. 9. 29	财政部	《关于跨境电商综合试验区零售出口货物税收政策的通知》试行增值税、消费税免税政策
2018. 6. 28	财政部	《关于2018年退还部分行业增值税留抵税额有关税收政策的通知》（主要针对战略新兴产业）
2018. 4. 5	国常会	国务院常务会议决定再推出七项减税措施，预计全年再减税600多亿元
2018. 4. 4	财政部、税务总局	统一增值税小规模纳税人标准的通知（年应征增值税销售额500万元及以下）
2018. 3. 28	国常会	5月1日起制造业等行业增值税税率从17%降至16%

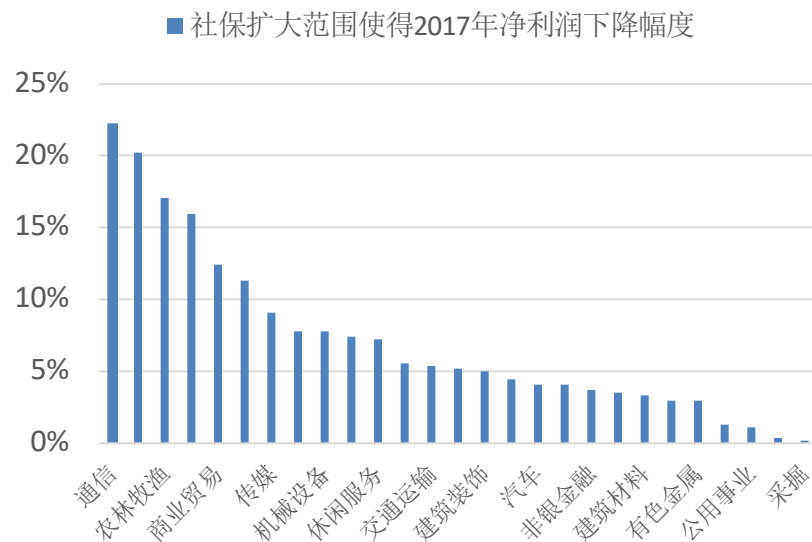
资料来源： 方基金整理

减税降费---社保降费

- 全部A股全额缴纳社保带来的冲击需要用社保费率下调7%对冲，民营企业则需要调降接近14%
- 社保严格征管势在必行，但李克强总理已承诺企业社保负担不增加，所以更可能的路径是先严格征管，再降费，所以2019年社保严格征管对企业盈利的影响依然为负，只不过幅度会明显小于理论测算值



资料来源： 万宏源



资料来源： 万宏源

减税降费---个人所得税

- 专项附加扣除减税规模/起征点从3500元提升至5000元减税规模，该比例值假设为40%-60%之间，相比去年来看，（起征点提升至5000元+专项附加扣除）这两个要素将共同减税4480-4960亿元/年
- 收入在25000-35000元的人群最为受益，有利于释放中高收入人群的消费空间

税前月收入(元)	10000	15000	20000	25000	30000	35000	40000	45000	50000	100000
起征点从3500元提升至5000元的减税值	280	693	1305	1593	1843	2030	2030	2105	2105	2330
专项附加扣除不同家庭情形下的减税平均值	110	430	579	970	1179	1249	1429	1546	1725	2670
专项附加扣除不同家庭情形下的减税平均值(无大病)	104	335	343	672	687	749	858	921	1030	1545
专项附加扣除减税平均值/起征点从3500提升至5000元减税值	39%	62%	44%	61%	64%	62%	70%	73%	82%	115%
专项附加扣除减税平均值（无大病）/起征点从3500提升至5000元减税值	37%	48%	26%	42%	37%	37%	42%	44%	49%	66%

资料来源： 万宏源

减税降费---下调增值税

■ 各种增值税调整方案分析

情景假设	前五受益行业 (净利润增厚幅度)		受损行业 (净利润缩水幅度)		A股整体净利润 增厚幅度		A股整体减税金 额（亿）
三档税率各下调1%	交运	15.9%			A股整体 A股剔除金融	2.3% 4.0%	
	农林牧渔	14.9%					
	通信	14.8%	/	/			1728
	传媒	10.1%					
	休闲服务	8.6%					
三档并两档，保留16%、6% (即10%下调为6%)	建筑	66.0%	公用事业 食品饮料	-32.0% -8.2%	A股整体 A股剔除金融	5.3% 14.0%	
	交运	65.3%					
	农林牧渔	61.4%					2563
	通信	60.7%					
	采掘	26.5%					
维持三档，16%下调至13%，其他不变	公用事业	28.3%	建筑装饰	-41.0%	A股整体 A股剔除金融	0.5% 1.3%	
	商贸	12.1%					
	食品饮料	10.6%					1349
	国防军工	10.1%					
	计算机	9.9%					

资料来源：广发证券

证券市场政策

- 解决民企纾困
- 鼓励股份回购
- 再融资与并购边际放松

时间	主题	机构/领导人	内
2018/11/7	民企	清	提出民营企业新增贷款“一五”目标
2018/11/2	民企	沪深交易所	开展信用保工业务点
2018/11/1	民企	平	不动、支持、引导非公有制经济
2018/10/22	民企	多家券商	11家券商出资210亿设计民企的资管计
2018/11/9	股份回购	证监会	发上市公司回购股份见、股份回购
2018/9/6	股份回购	证监会	发公司修，展股份回购情形
2018/11/16	并购重	证监会	简化上市公司并购重预的要求
2018/11/1	并购重	证监会	点定向可转债为并购支工
2018/10/19	再融资	证监会	对再融资时间间的限制做出放宽调整
2018/10/8	并购重	证监会	推出“小额快速”并购重机制

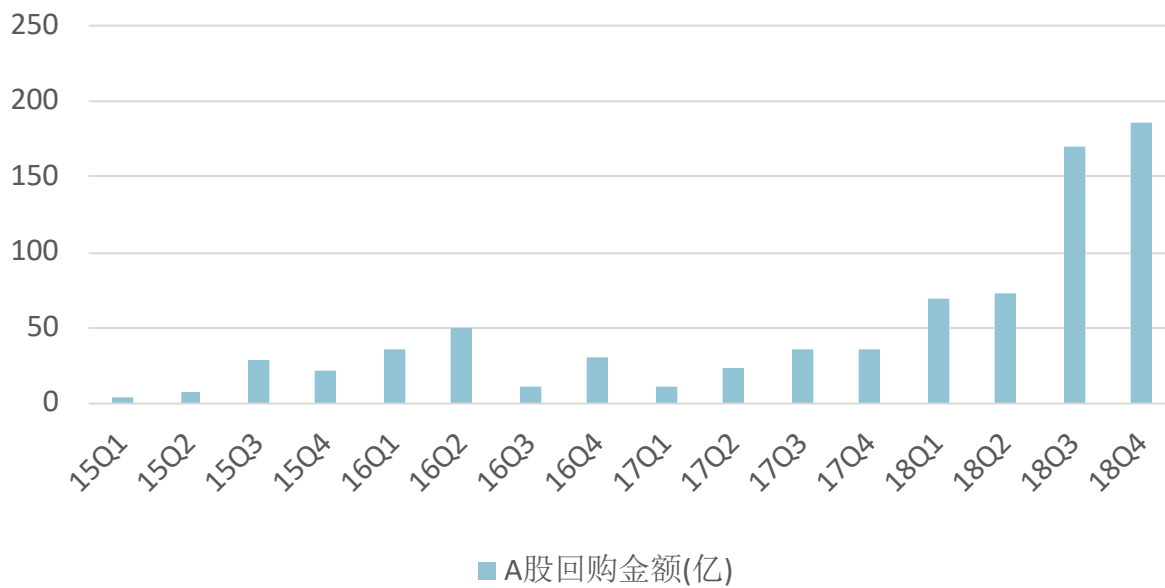
资料来源： 方基金整理



ORIENT FUND

证券市场政策

■ 2018年H2，A股份回购金额350亿



资料来源: wind

防守反击，等待黎明

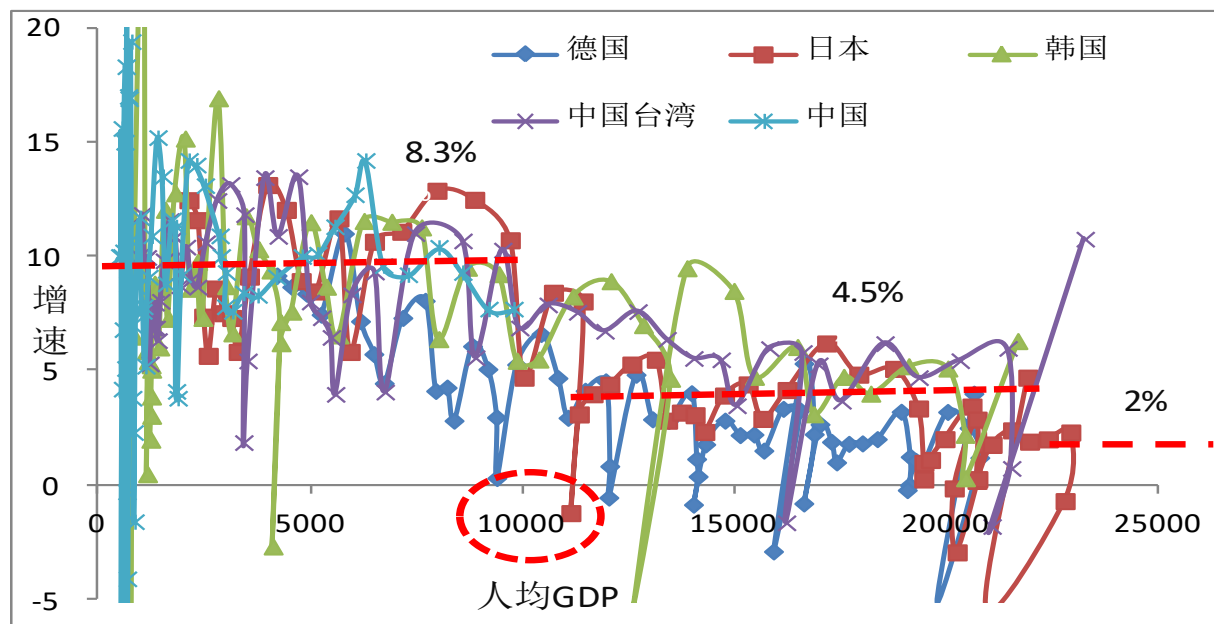
■ 投资建议：防守反击，等待黎明

- 2019年A股市场单边下行风险不大，将呈现震荡格局，主导因素变为政策与盈利的抗衡，我们建议防守反击，等待黎明
- **用绝对收益的思维，做好防守。**以优质的消费蓝筹为底仓，受益于行业集中度提升的各行业龙头公司也属于较好配置标的，更加注重企业的盈利质量
- **把握政策节奏，适当反击。**重点关注：1、政策逆周期调控（基建、房地产、通信、电气设备）；2、拉动内需（医药、食品饮料）；3、减税降费；4、科技创新，培育新动能（高端制造、5G、新能源、云计算）
- **等待黎明。**2019年，中国经济长期方向、国内政策、外部环境将会逐步明确，从不确定到确定，悲观情绪将会修复，市场有望迎来黎明



中国经济增速换挡，从量到质

- 增速换挡的时点：11000国际元
- 降幅：8.3% → 4.5%
- 中国经济已经进入了增速换挡的收入阈值区间：2013年中国人均GDP 6700美元，按照购买力平价为9800国际元（1990年G-K国际元），相当于德国1968年、日本1970年、中国台湾1990年、韩国1992年的水平



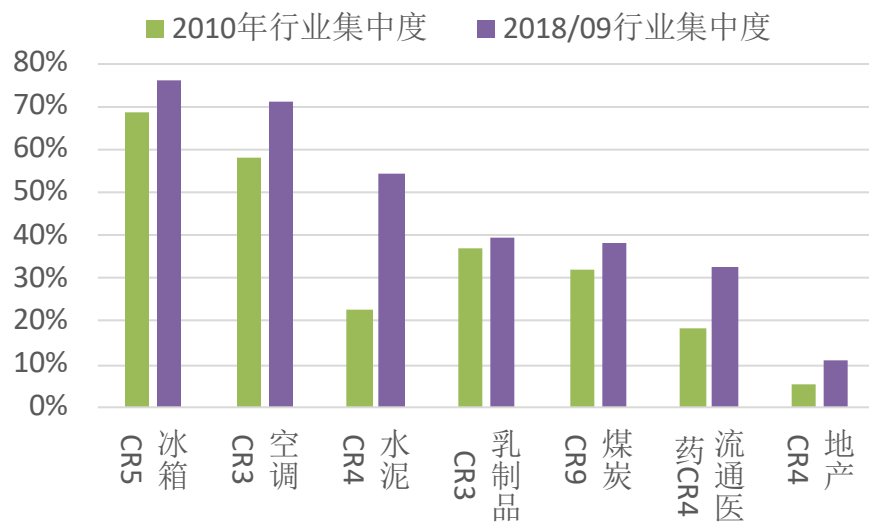
资料来源：Wind



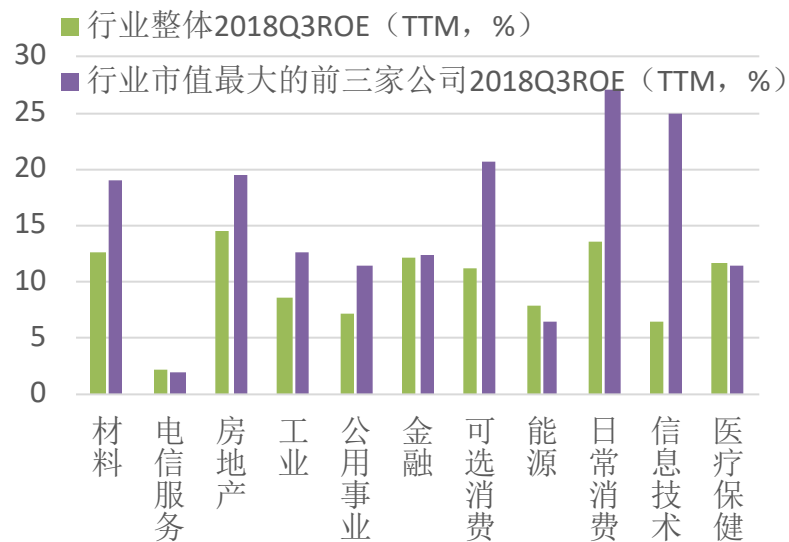
ORIENT FUND

由量到质，龙头公司盈利能力提升

- 各行业集中度提升
- 龙头公司盈利能力更高，ROE高于整体水平



资料来源：Wind



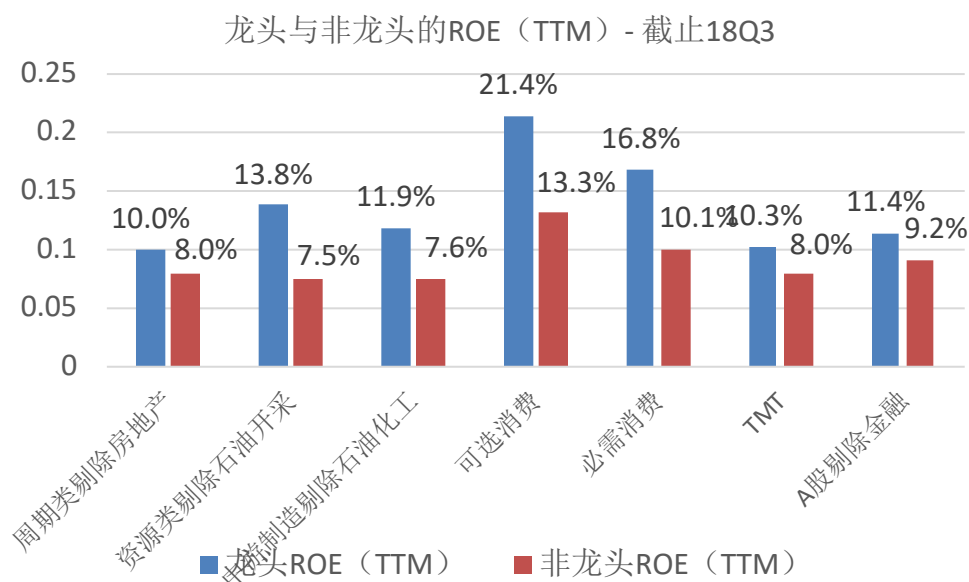
资料来源：Wind



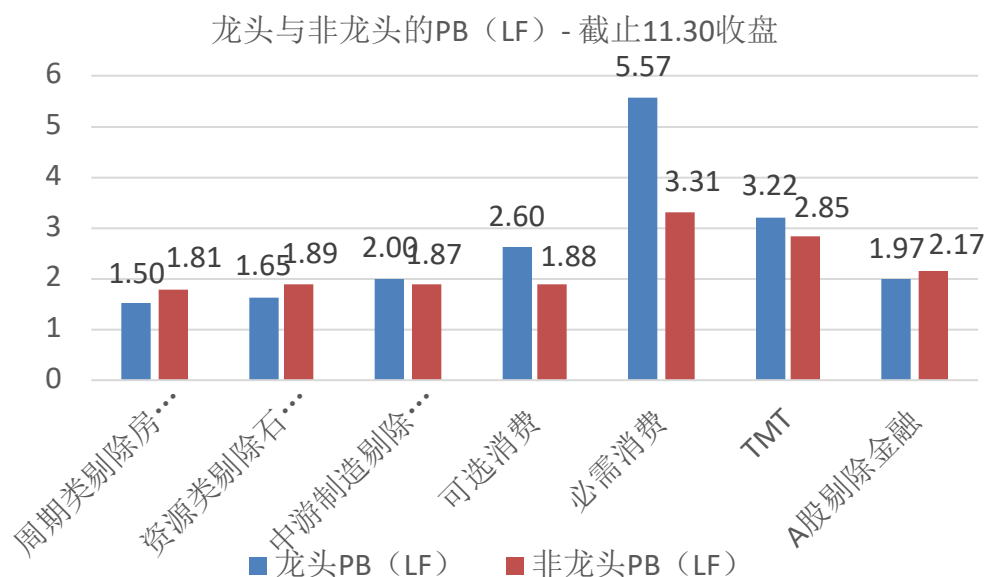
ORIENT FUND

由量到质，龙头公司盈利能力提升

- 可选消费、必选消费、TMT行业龙头估值高于同行
- 周期、资源等行业龙头估值低于同行
- 大部分行业龙头公司的“盈利溢价”已经兑现了“估值溢价”，体现在龙头PB相应高于非龙头PB
- 可以关注龙头ROE优势显著但估值并未实现溢价的机会



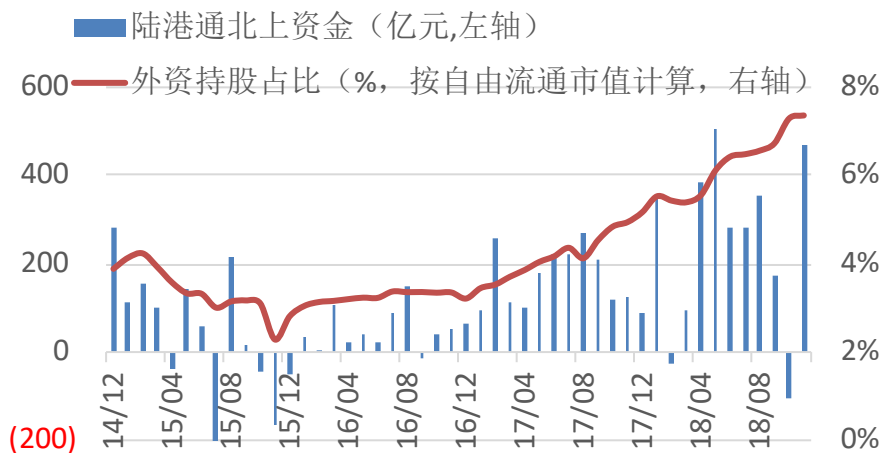
资料来源：Wind



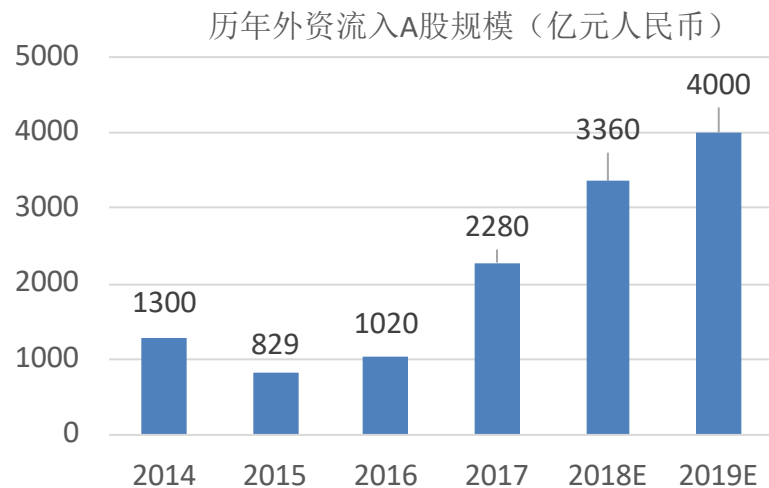
资料来源：Wind

外资持续流入龙头公司

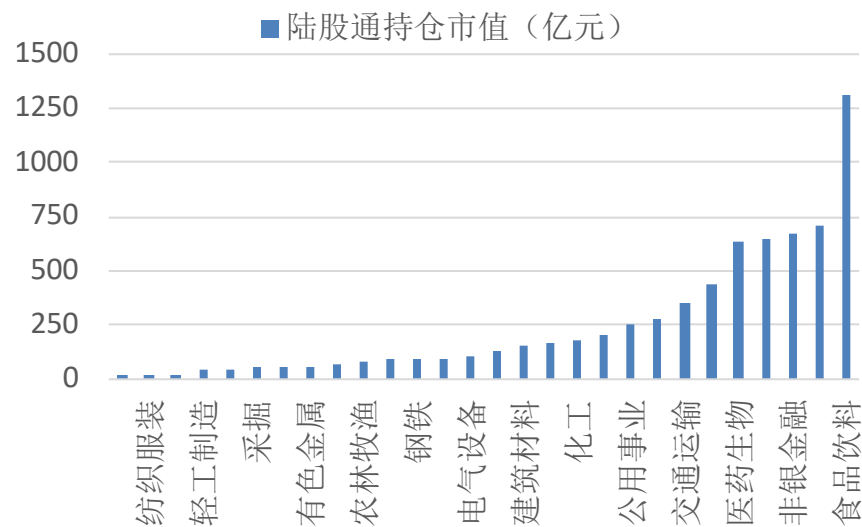
- 预计2018年外资例如A股规模3360亿
- 从行业来看，集中在食品饮料、非银金融、医药生物



资料来源：Wind



资料来源：Wind



资料来源：Wind

外资持续流入龙头公司

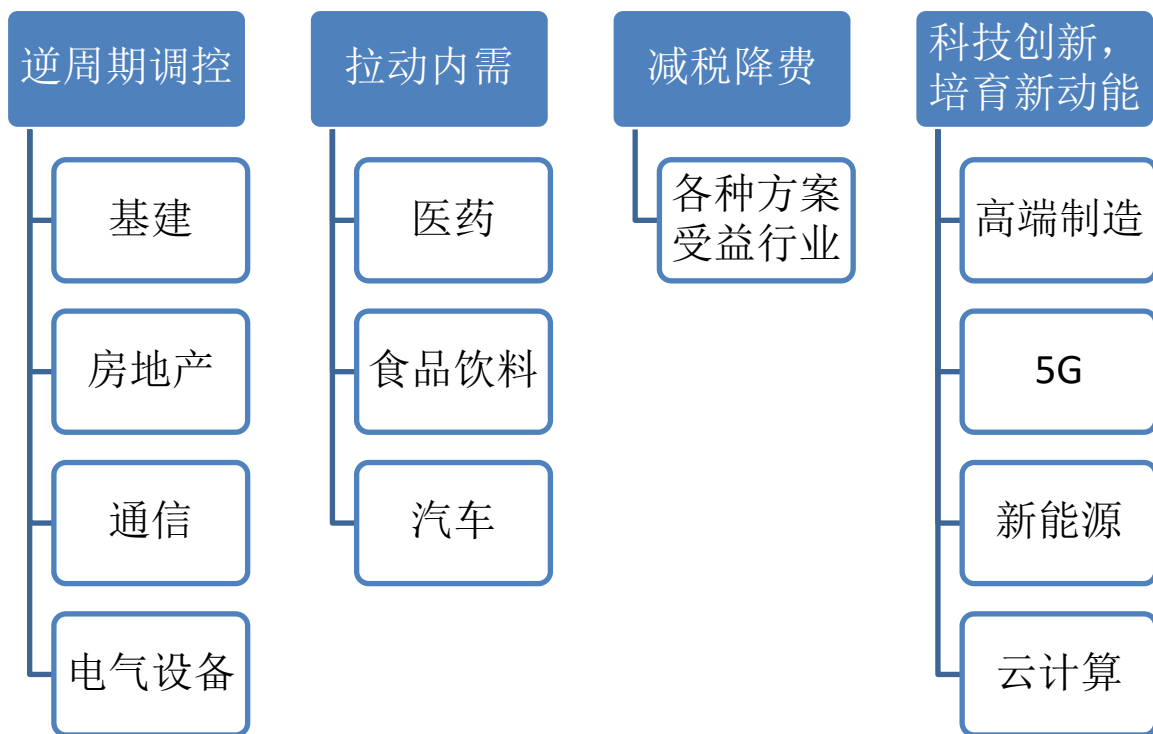
■ 沪港通、深港通前十大持股

证券代码	证券简称	板块	行业	余额 (亿元)	证券代码	证券简称	板块	行业	余额 (亿元)
600519.SH	贵州茅台	主板	食品饮料	597.9	000333.SZ	美的集团	主板	家用电器	366.4
601318.SH	中国平安	主板	非银金融	431.8	002415.SZ	海康威视	中小企业板	电子	233.6
600276.SH	恒瑞医药	主板	医药生物	261.7	000651.SZ	格力电器	主板	家用电器	187.2
600887.SH	伊利股份	主板	食品饮料	211.6	000858.SZ	五粮液	主板	食品饮料	182.4
600036.SH	招商银行	主板	银行	185.7	002304.SZ	洋河股份	中小企业板	食品饮料	100.5
600900.SH	长江电力	主板	公用事业	171.1	000002.SZ	万科A	主板	房地产	64.2
600009.SH	上海机场	主板	交通运输	161.8	000538.SZ	云南白药	主板	医药生物	63.1
601888.SH	中国国旅	主板	休闲服务	144.0	002008.SZ	大族激光	中小企业板	电子	52.5
600585.SH	海螺水泥	主板	建筑材料	118.2	000001.SZ	平安银行	主板	银行	43.1
603288.SH	海天味业	主板	食品饮料	93.5	002027.SZ	分众传媒	中小企业板	传媒	42.1

资料来源：Wind

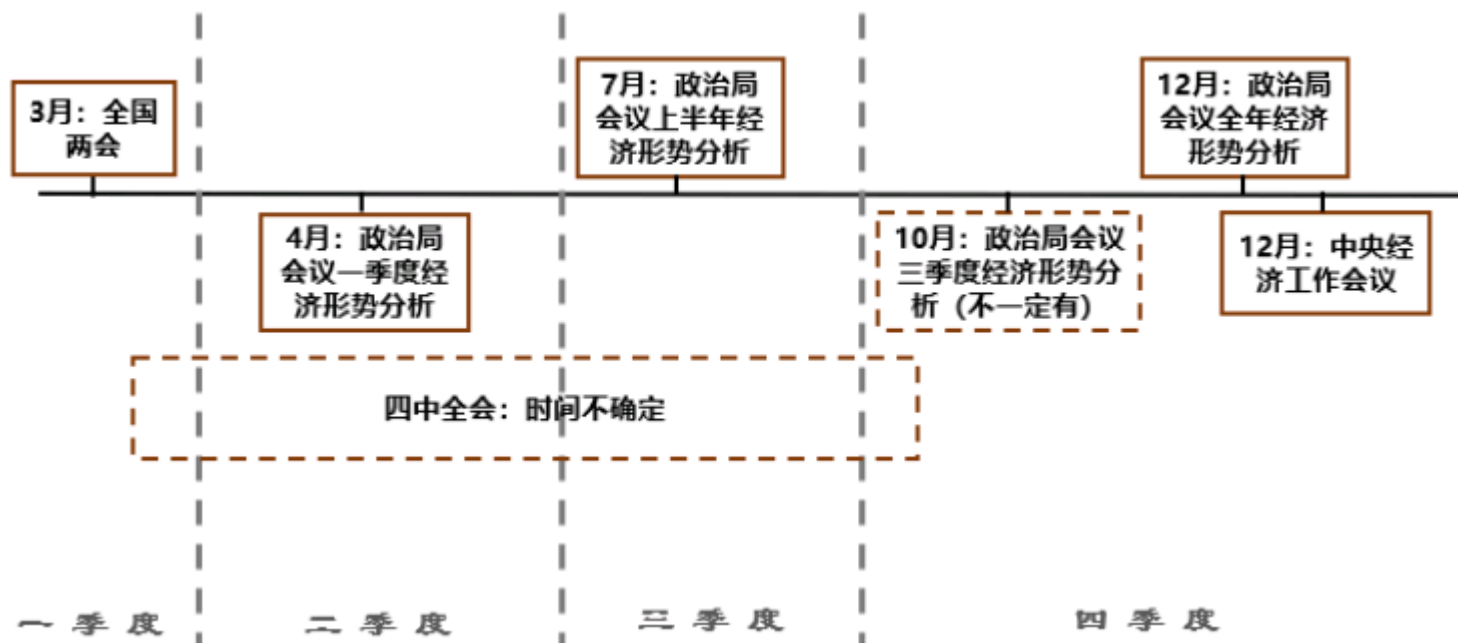
把握政策节奏，适当反击

- 政策是行业波动的催化剂，很难带来趋势性上涨
- 行业内标的选择需要重视公司质地



等待黎明

- 2019年，中国经济长期方向、国内政策、外部环境将会逐步明确，从不确定性到确定，悲观情绪将会修复，市场有望迎来黎明
- 最近一个重要观测时点为2019年两会前后



资料来源： 方基金整理



ORIENT FUND

各子行业配置建议

■ 各行业配置建议

行业	评级	理由及建议
石油石化	低配	供给端美国页岩油增产确定，需求端贸易冲突引起全球经济预期悲观，需求下滑，油价维持低位震荡。
煤炭	低配	政策对煤价的调控以及对煤企销售政策的指引使得煤炭价格未来一年内将呈现出震荡下行中枢下移的格局，反应到煤炭企业盈利上将同比小幅下滑，较高的分红比例成为煤炭上市公司为数不多的看点。建议关注盈利稳定、股息率高的行业龙头。
有色金属	标配	虽然基本金属中各品种在供给端并没有出现明显过剩的情况，但由于需求端乏力，商品价格难以出现持续的上涨，阶段性的供需错配可能带来结构性机会，建议关注电解铝板块；小金属方面则在2018年进入了供给过剩的局面，需要等待供需重回平衡，2019年价格将维持2018年下半年以来的弱势格局；贵金属受益美元加息放缓和实际利率可能出现拐点下行将有较大的机会。
电力及公共事业	超配	板块防御特性出众，煤价下行是大概率事件，看好火电领域盈利能力继续修复；水电的高稳定性、高ROE、高分红仍是A股极其稀缺的优质资产，特别在经济下行周期内，即使横向比较其他价值行业也较有吸引力。
交通运输	标配	公路（铁路）、机场等子行业盈利稳定，高股息率，具有配置价值；航空方面需求小幅增长，票价市场化改革在收入端为航空公司带来增量，成本端2018年压制行业盈利的高油价在2019年有望缓解，人民币贬值是最后的不利因素，2019年若汇率风险解除后航空股将会有较大弹性。
钢铁	低配	行业盈利向下拐点已经出现，虽然估值较低已经反应了一部分盈利下滑的预期，在需求端没有出现明显超预期因素前提下，行业盈利在2019年将面临持续下行的困境。

各子行业配置建议

■ 各行业配置建议

行业	评级	理由及建议
环保	低配	经济下行期建筑类民企资产减值风险较大，建议规避。
基础化工	标配	农化需求稳定，景气度缓慢复苏；国内面板及半导体产线投产，推动上游材料国产替代。
建筑	标配	经济下行对建筑公司利弊兼有，建议持有央企对冲上行风险。
建材	低配	环保放松增加水泥价格下行风险；地产后周期需求继续下行。
轻工制造	低配	定制家具洗牌在即，软体家具外销业务成疑，行业安全边际不足，“戴维斯双杀”风险较大。
机械	低配	经济下滑压力加大，制造业资本开支下滑情况下，机械行业整体承压。工程机械、光伏机械等个别行业景气度有望延续，行业整体给与低配评级。
电力设备	标配	电力设备、新能源基本面边际改善；工控受制造业资本开支下滑影响，19年压力较大；新能源汽车补贴持续下滑，短期政策不确定性较大。总体看，电新细分板块景气度高低不一，给与标配评级。
国防军工	标配	军费预计维持增长，个别细分板块由于型号定型，在19年成长性较好。行业整体估值还是偏高，给与标配评级。
汽车	超配	乘用车销量现处于周期波动的下行阶段，预计2019年销量增速有望企稳回升，届时乘用车和零部件板块有阶段性超额收益投资机会，建议积极关注。推荐乘用车、零部件、客车板块。

各子行业配置建议

■ 各行业配置建议

行业	评级	理由及建议
商贸零售	低配	零售行业由增量转向存量，由扩张转向整合；短期来看，消费增速下降，行业需求端承压。建议关注超市、黄金珠宝等子行业的结构性行情。
家电	低配	预计明年家电内销仍然受到地产和消费双重压制，出口增速温和回落，但长期看，龙头壁垒更强，有中长期配置价值。
纺织服装	低配	品牌零售短期承压，长期关注高景气后端行业+前端运营领先龙头。纺织制造关注出口业务占比高且拥有海外产能布局的企业。
医药	标配	医药行业需求依然稳健，具有持续增长能力。2015-2018年涉及药审、医保、医药商业、医疗等全方位的改革，对行业需求结构、企业的商业模式、发展趋势等产生重大影响，2019年将延续前期医药改革，行业处于良性发展路径中。根据子行业受政策影响的情况和进度，推荐医药商业、中药（OTC）板块，同时积极关注高景气度的医疗服务和CRO板块。
食品饮料	标配	白酒短期承压，业绩增速换挡，中长期趋势延续，行业挤压式增长，龙头确定性较强，食品中偏必选子行业受经济影响相对较小，关注行业竞争格局好的细分子行业龙头。
农林牧渔	标配	生猪养殖受非洲猪瘟影响面临较大风险，猪周期处于下行周期前半段，暂不推荐。白羽鸡板块的“低引种、低存栏、低换羽、高鸡病、高替代”现状决定了本轮景气度持续性强，预计能持续到2020年上半年，重点推荐。种子行业，玉米进入被动去库存阶段，但缺乏新品种增量弹性，水稻刚进入去库存阶段，暂不推荐。动保板块具有持续成长性，估值便宜。推荐白羽鸡、动保板块。
休闲服务	标配	经济增速下行压力下，顺周期可选消费承压。酒店行业需关注入住率指标的企稳回升，预计在2019年Q3/Q4出现；传统景区步入降价趋势，难有改善，休闲景区仍可关注。建议关注景气度高的细分行业及个股，如免税行业龙头、灵活用工。

各子行业配置建议

■ 各行业配置建议

行业	评级	理由及建议
银行	标配	银行板块2019年将面临经营和基本面的不确定性，主要体现在息差预期缩窄以及资产质量预期拐点上，两个主要因素将压制板块估值水平。但是标配原因在于板块现阶段估值较低，之后的主要的投资逻辑将集中在板块估值阶段错杀造成新低后的修复，以及市场如果继续下跌，板块低估值防御属性可以取得相对收益两方面。
券商	标配	券商板块经历两年政策严监管周期，整体盈利能力及估值处于历史底部位置，业绩进一步下滑的概率较小，估值相对较低，具备安全边际，同时，可以博弈监管放松带来的估值提升的行情，同样具备防守反击的投资逻辑。
保险	低配	保险板块2019年将面临投资方面的不确定性，将集中体现在权益市场表现及长端利率下行压力上，这两方面将持续压制板块估值，故明年板块主要投资逻辑将是估值被错杀后的修复以及低估值防御属性可能带来的相对收益。
房地产	标配	房地产方面，鉴于整体板块处于景气度下行周期，估值水平处于中枢偏低水平，具备安全边际，市场向下可以取得相对收益，同时，可以博弈政策边际放松带来的估值提升行情，具备防守反击的投资逻辑。
电子	低配	2019年创新依旧乏力，需求端仍疲软，产能+库存仍在消化，行业还将处于下行期，但2020年5G将带来新一轮周期 消费电子、LED、LCD、半导体在内的大多数子版块难以有机会，PCB与元器件行业也面临同样风险，建议自下而上优选个股。
通信	超配	通信行业是IT产业中的基建，具有逆周期属性，2019年是5G建设元年，开始有订单落地，板块大概率获取超额收益，从确定性和增量综合考虑下，推荐无线设备、传输设备、光模块。
计算机	低配	行业整体收入、利润仍在下行趋势中，商誉风险还有待释放，因此整体机会不大。结构性机会：可能存在于商誉风险低、受政策驱动的行业龙头企业。
传媒	标配	行业已大幅下跌，较高的估值得以消化，整体风险得到了一定的释放，但商誉减值和定增解禁的风险仍在，在选择个股时需要谨慎。展望2019年，政策回暖带来估值修复，倾向于判断传媒行业出现反弹行情，而不会有反转。建议关注出版行业。

免责声明



东方基金管理有限责任公司（下称“东方基金”）是经中国证券监督管理委员会批准依法设立的公募基金管理公司，具备公募基金管理人资格。

本报告并非基金宣传推介材料，仅供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺。

本报告是基于投资者被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

基金管理人提醒投资人基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运作状况与基金净值变化引致的投资风险，由投资人自行承担。

本报告所载资料来源均为已公开资料，东方基金对这些资料的准确性和完整性不做任何保证，且东方基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。

东方基金可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员、基金经理的不同观点、见解及分析方法，并不代表东方基金或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员、基金经理于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告版权归东方基金所有，未经东方基金事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊发、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。





Thanks!