



Orient Fund

面临多重不确定，优质资产能过冬

——2018年Q4权益投资展望



ORIENT FUND

要点

■ 宏观经济

- 全球经济或趋势性回落，美国经济短期较强
- 增长：GDP、工业增加值保持稳定；基建拖累投资、房地产景气度好于预期、消费继续回落，PMI超预期回落
- 通胀：CPI保持稳定，PPI出现回落
- 货币：去杠杆，新增人民币贷款回升，难抵表外融资萎缩，M2与社融增速持续下行
- 利率：贷款利率持续上行，长期国债收益率难以下行

■ 企业中观盈利

- 营收增速回落，利润增速回落幅度较为温和
- 受益于销售净利率和周转率提升，企业ROE持续回升
- 在建工程增长缓慢，有利于提高企业盈利长期稳定性

■ 行业比较

- 营收：大消费行业增速持续提升，周期、TMT与中游制造行业增速回落
- 利润：大消费与中游制造行业利润增速保持稳定，周期行业利润增速高位回落，TMT行业利润增长转负
- ROE：TMT行业ROE下滑，其他三大行业持续回升

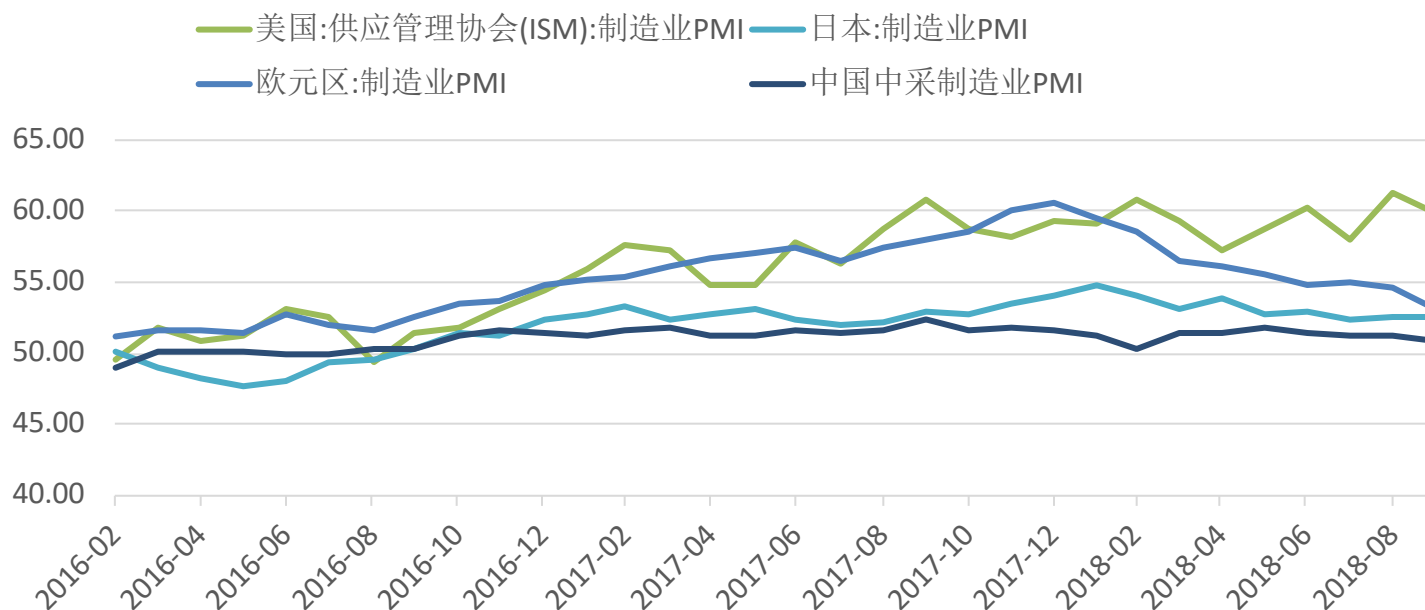
■ 投资建议

- 内外因素交织，短期市场难有趋势性上行行情
 - 应对：保持定力和底线思维，拥抱优质资产
1. 中国经济进入换挡期，由量到质，优质资产长期受益
 2. A股国际化是大趋势，外资集中买入优质资产
 3. 估值角度，蓝筹股估值便宜，白马成长估值已大幅回落，更多好公司进入可收藏价格
 4. 控制好股票仓位，蓝筹与白马成长适度均衡，以行业均衡的最优质公司为主要持仓



全球经济：主要经济体从同步复苏到分化

- 2016 年的全球经济是中国供给侧改革以“价”引导全球复苏
- 2017 年是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。日欧经济呈现回落态势；美国经济受益于减税等政策，短期较强；中国经济保持平稳，但或存回落风险



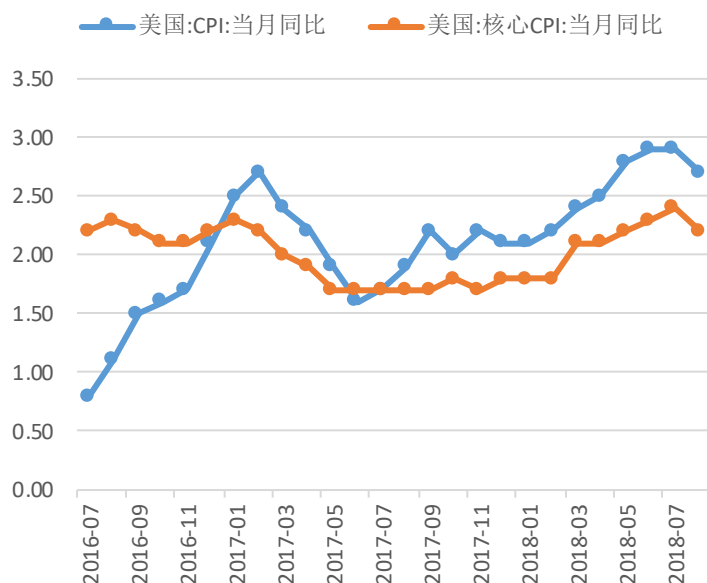
资料来源：Wind、东方基金整理



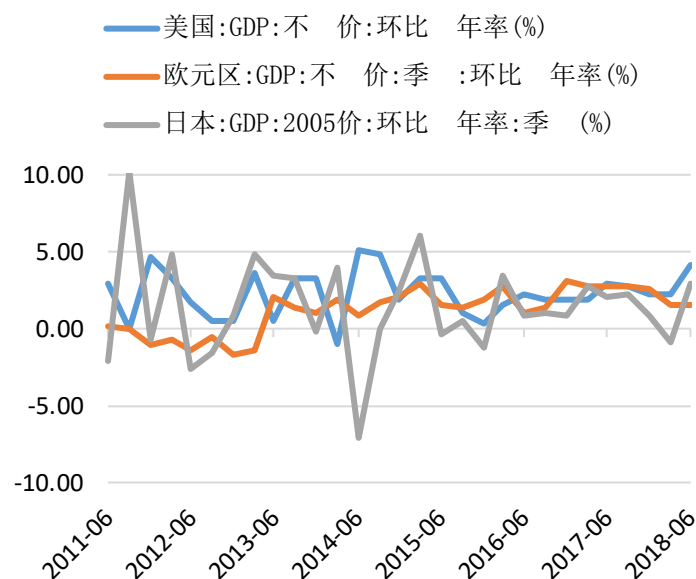
ORIENT FUND

全球经济：主要经济体从同步复苏到分化

- 2016 年的全球经济是中国供给侧改革以“价”引导全球复苏
- 2017 年是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。日欧经济呈现回落态势；美国经济受益于减税等政策，短期较强；中国经济保持平稳，但或存回落风险



资料来源：Wind、东方基金整理



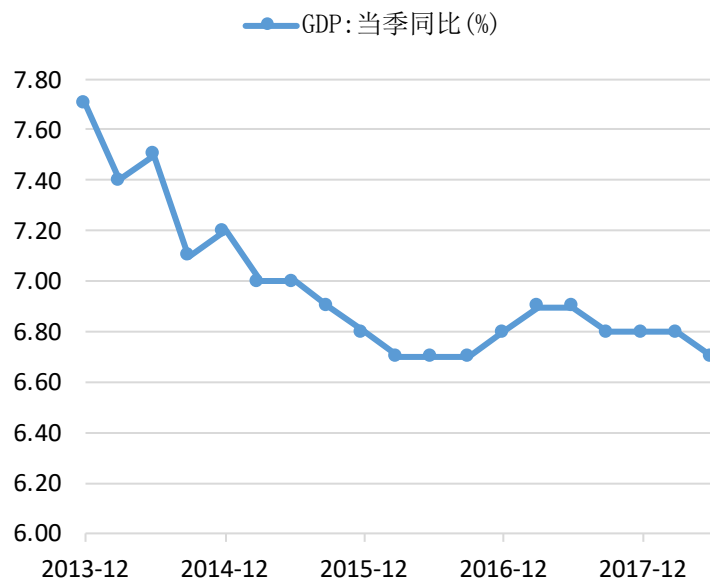
资料来源：Wind、东方基金整理



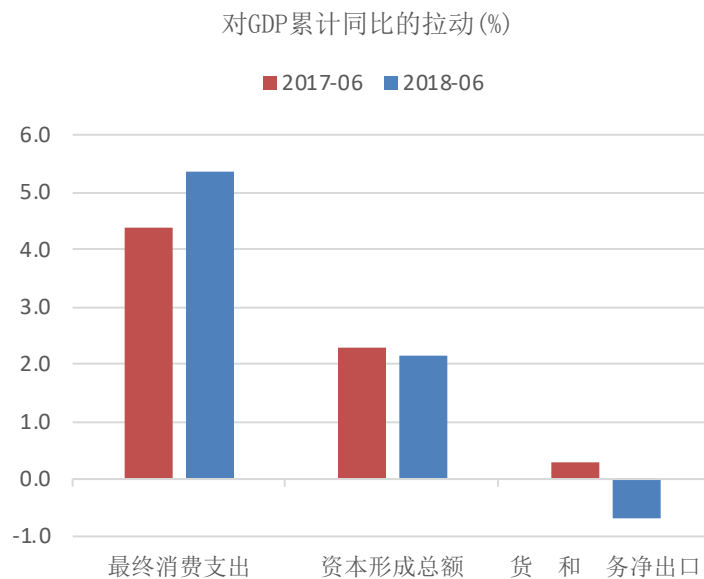
ORIENT FUND

增长：GDP增速保持L型

- 连续10个季度GDP维持在6.7-6.9%区间
- 从结构上看，同比最终消费拉动GDP多增0.9个百分点，资本形成与净出口分别少增0.2和1个百分点



资料来源：Wind、东方基金整理



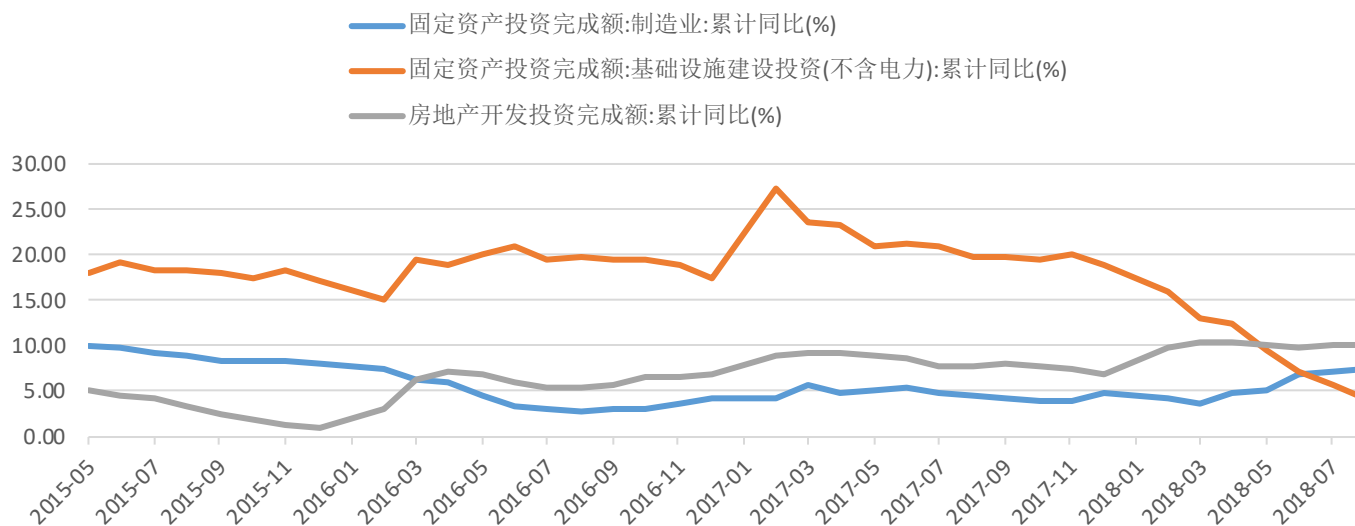
资料来源：Wind、东方基金整理



ORIENT FUND

增长：投资增速下行

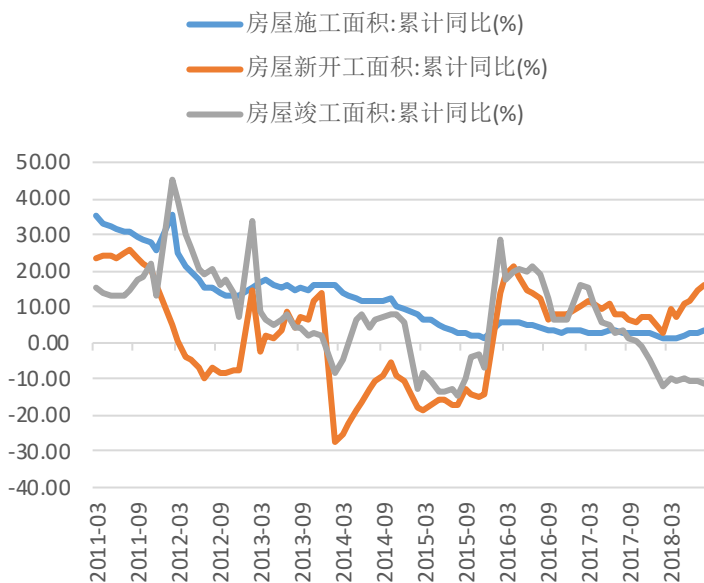
- 固定资产投资增速下行至5.8%
- 基建增速从高点的20%下行至4.20%，成为本年最大拖累项
- 房地产增速维持在10.1%的高位
- 制造业投资增速逐季回升至7.5%



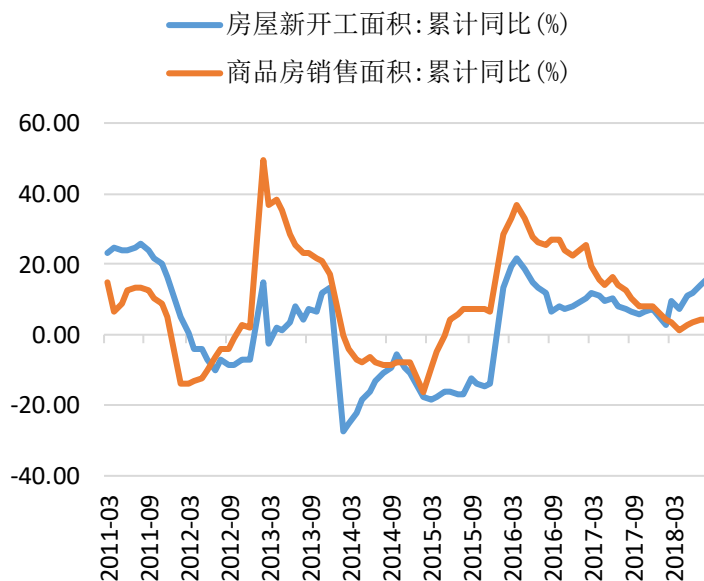
资料来源：Wind、东方基金整理

增长：房地产投资保持较高水平

- 房屋新开工面积累计同比增长15.90%
- 房屋销售面积累计同比增长4.00%，可能对未来房屋新开工形成压制



资料来源：Wind、东方基金整理



资料来源：Wind、东方基金整理

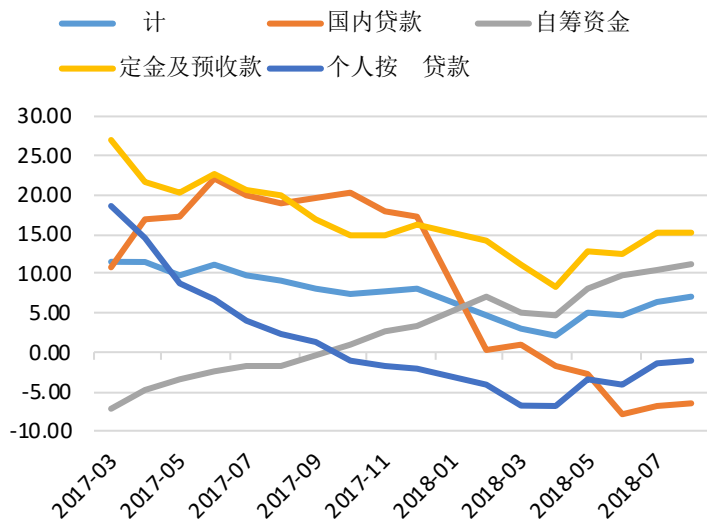


ORIENT FUND

增长：房地产资金来源稳定

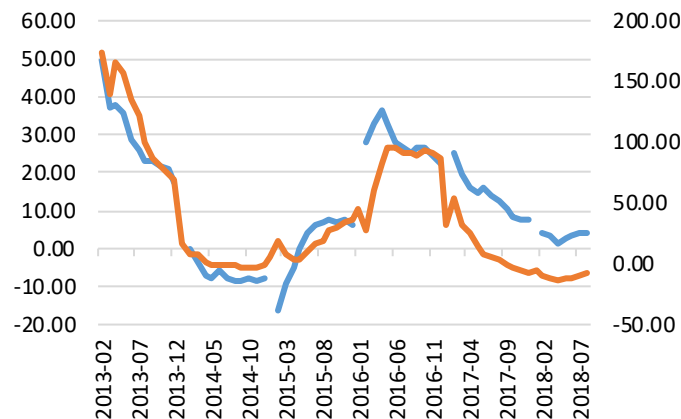
- 资金来源累计同比增长6.9%
- 70个大中城市新建商品住宅价格环比皆为正

房地产开发资金来源累计同比 (%)



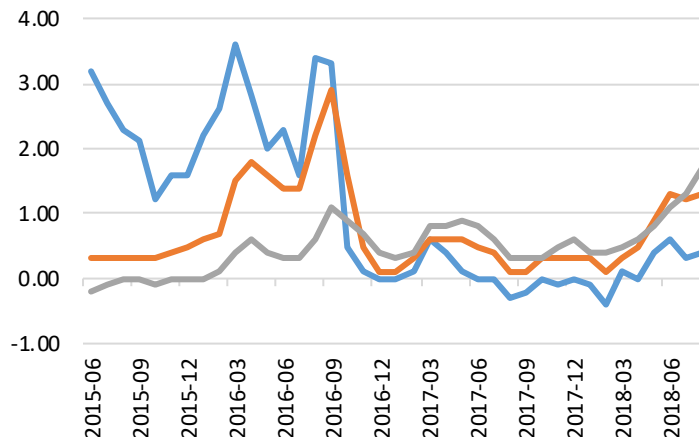
资料来源：Wind、东方基金整理

商品房销售面积:累计同比 (%)
金融 构:新增人民币贷款: 民 :中长期:累计同比 (%)



资料来源：Wind、东方基金整理

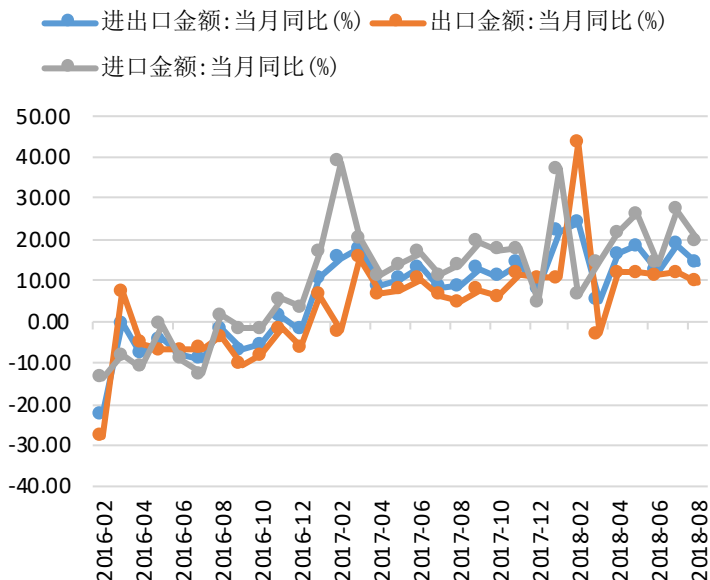
70个大中城市新建商品住宅价格指数:一线城市:环比 (%)
70个大中城市新建商品住宅价格指数: 线城市城市:环比 (%)
70个大中城市新建商品住宅价格指数:三线城市城市:环比 (%)



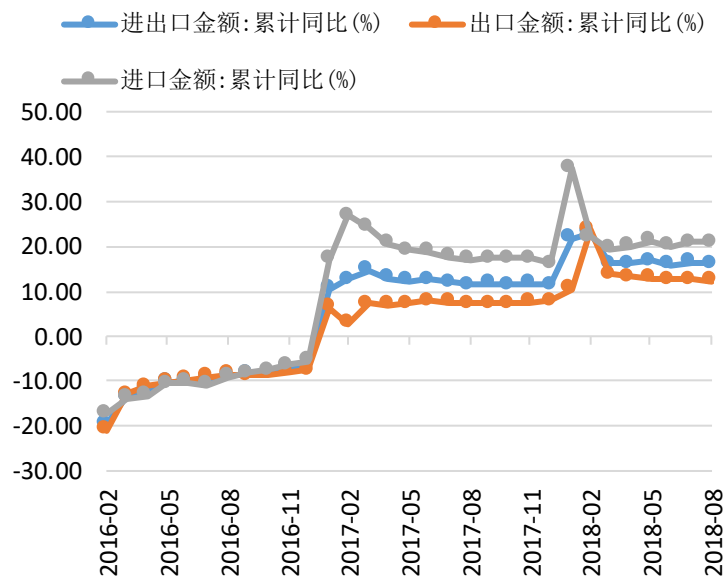
资料来源：Wind、东方基金整理

增长：进口保持稳定

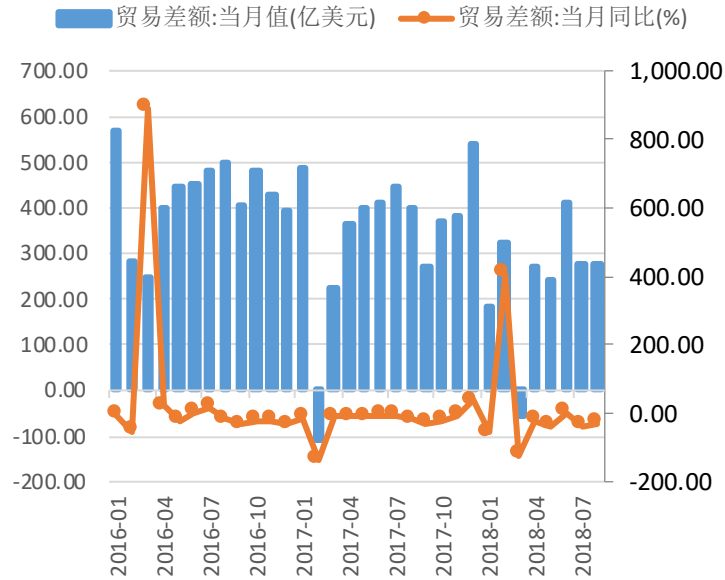
- 进口金额累计同比增长20.90%
- 出口金额累计同比增长12.20%
- 进出口金额累计同比增长16.10%



资料来源：Wind、东方基金整理



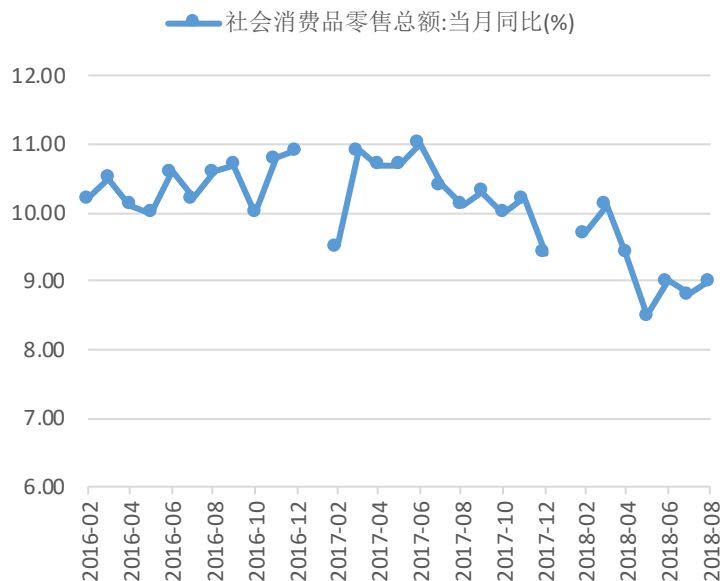
资料来源：Wind、东方基金整理



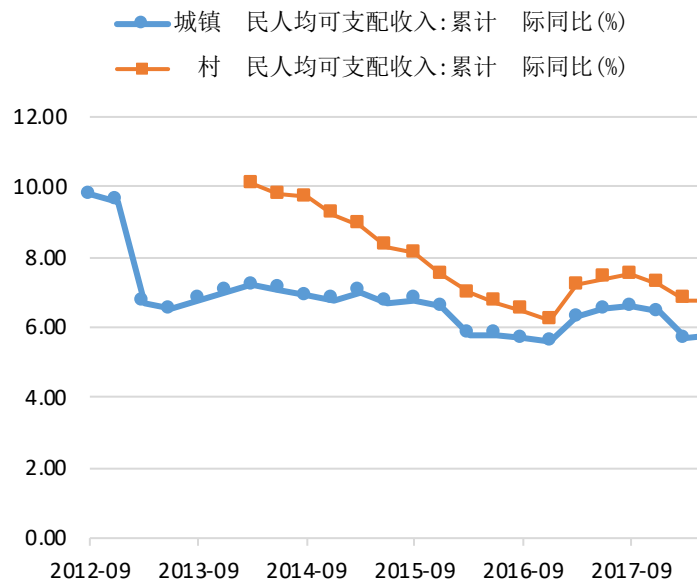
资料来源：Wind、东方基金整理

增长：社会消费品零售总额

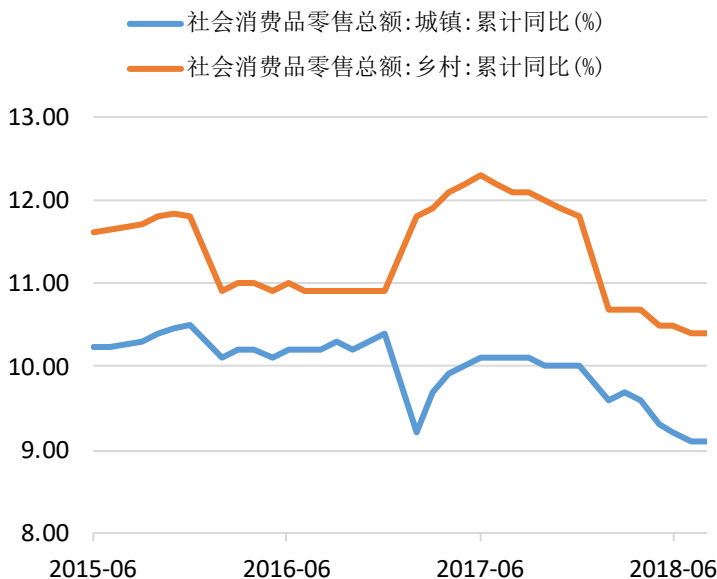
- 社会消费品零售总额增速下行至9%
- 城镇增速低于乡村增速



资料来源：Wind、东方基金整理



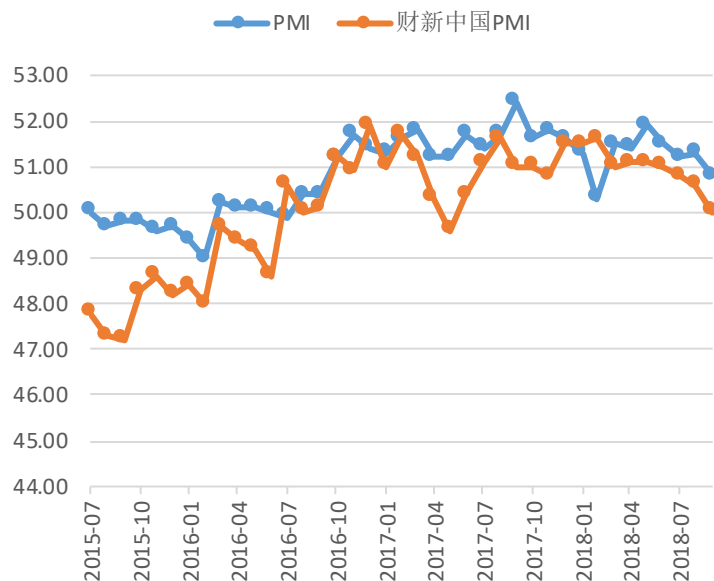
资料来源：Wind、东方基金整理



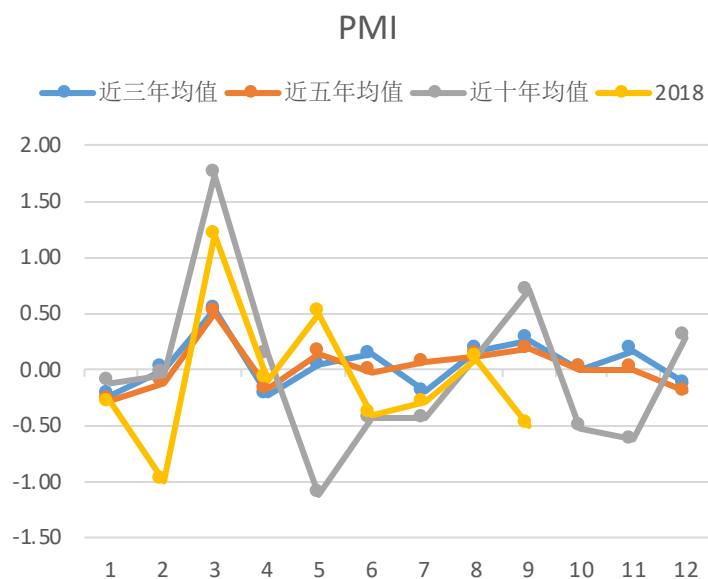
资料来源：Wind、东方基金整理

增长：PMI超季节性回落

- 9月中采PMI50.8，环比回落1.3个百分点
- 9月财新PMI50.0，环比回落0.6个百分点
- 9月PMI，历史3、5、10年均值均为回升，今年9月出现超季节性回落



资料来源：Wind、东方基金整理



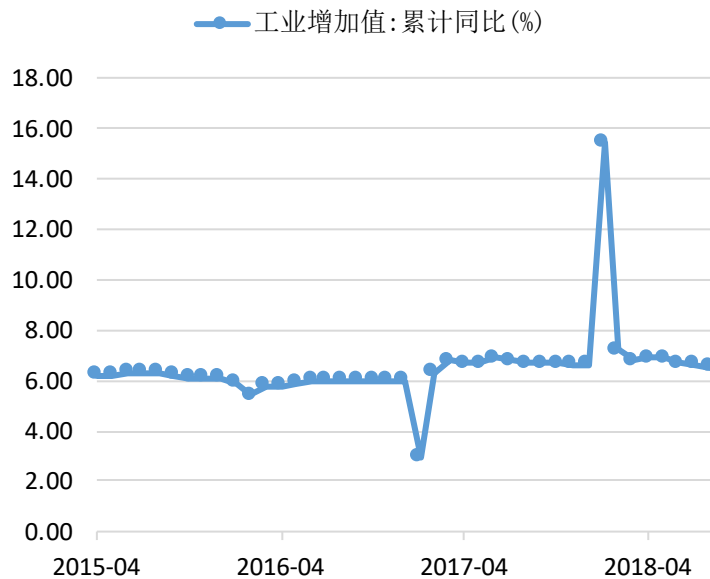
资料来源：Wind、东方基金整理

增长：工业增加值平稳

- 8月工业增加值增长6.10%，保持平稳
- 8月累计工业增加值增长6.50%，保持平稳



资料来源：Wind、东方基金整理



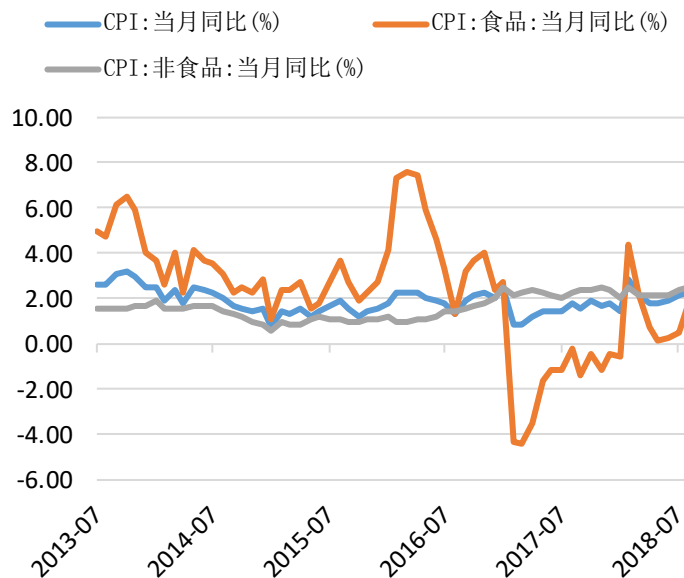
资料来源：Wind、东方基金整理



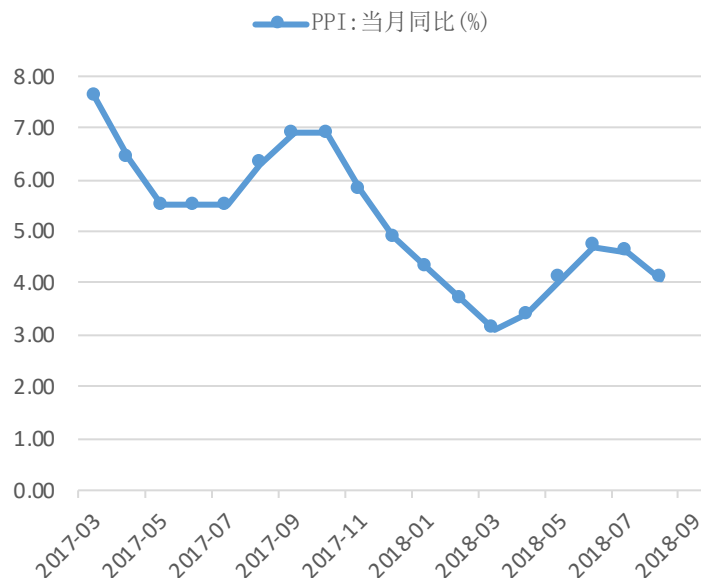
ORIENT FUND

通胀：CPI保持稳定，PPI见顶回落

- 在CPI端，非食品项保持稳定，8月同比增长2.40%，CPI整体增长2.30%
- 在PPI端，随着全球商品周期反弹延续，PPI继续保持在较高位置，但由于高基数原因，PPI将逐月回落。



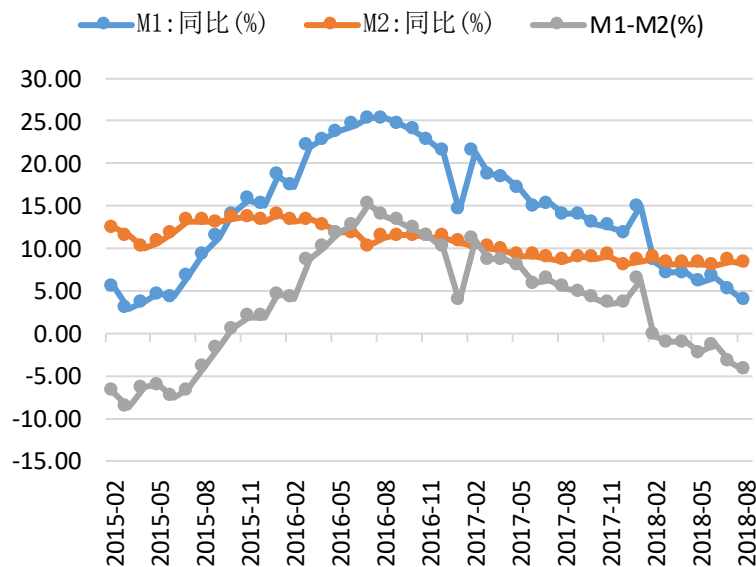
资料来源：Wind、东方基金整理



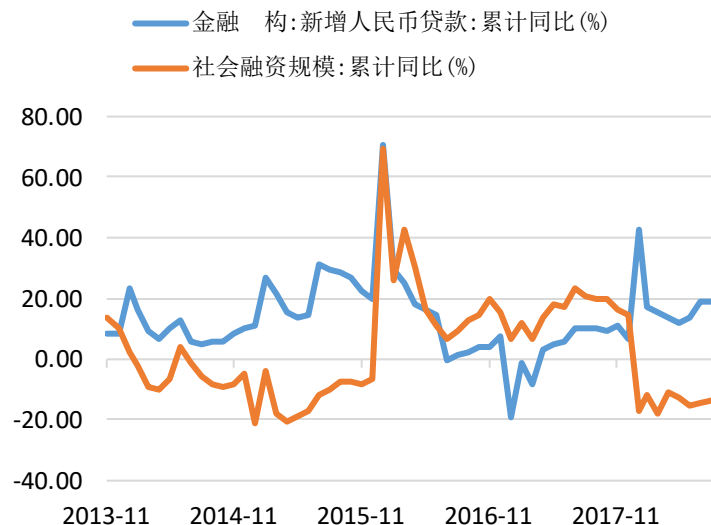
资料来源：Wind、东方基金整理

货币：M2持续下行，社融增速未企稳

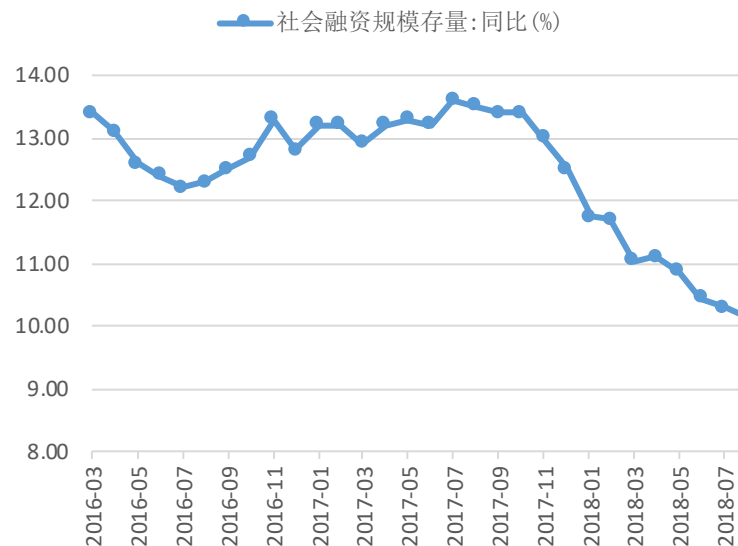
- M2增速降至8.20%，M1增速降至3.90%，M1-M2剪刀差降至-4.3%
- 去杠杆，新增人民币贷款持续上行，难抵表外融资萎缩，社融存量增速降低至10.14%，增速未见企稳



资料来源：Wind、东方基金整理



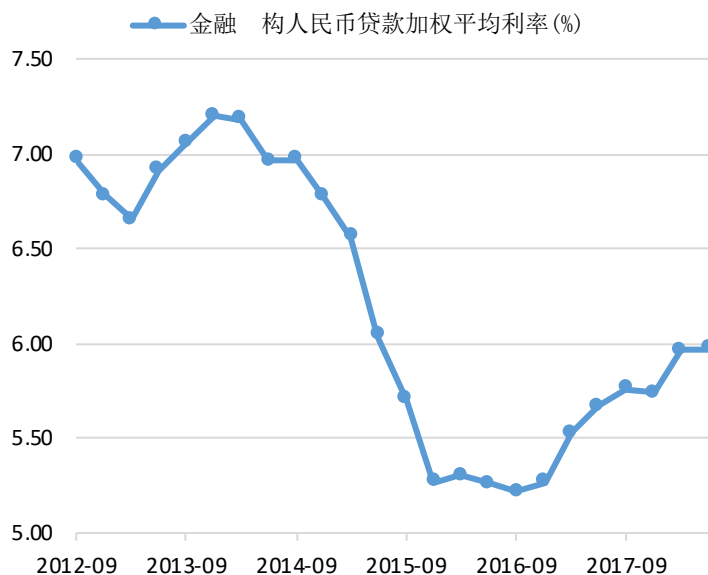
资料来源：Wind、东方基金整理



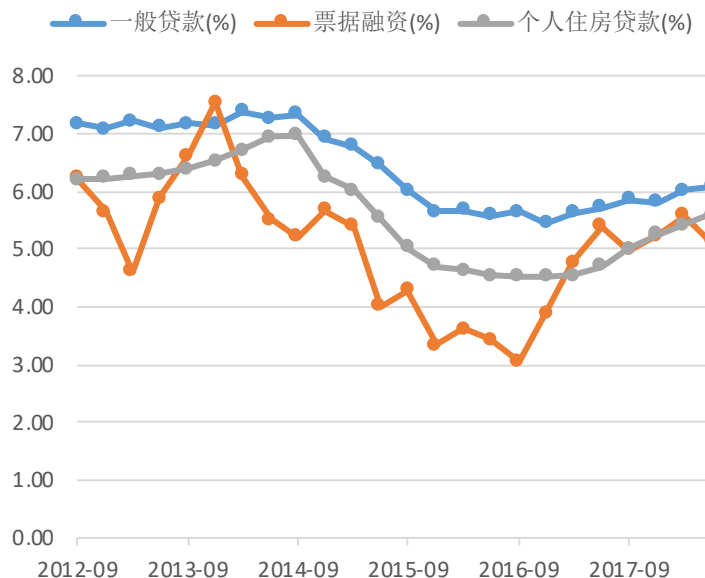
资料来源：Wind、东方基金整理

利率：贷款加权平均利率上行

- 2016年12月见底后，加权平均利率连续8个季度上行至5.97%
- 一般贷款利率上行至6.08%
- 票据融资利率上行至5.11%
- 个人住房贷款利率上行至5.60%



资料来源：Wind、东方基金整理



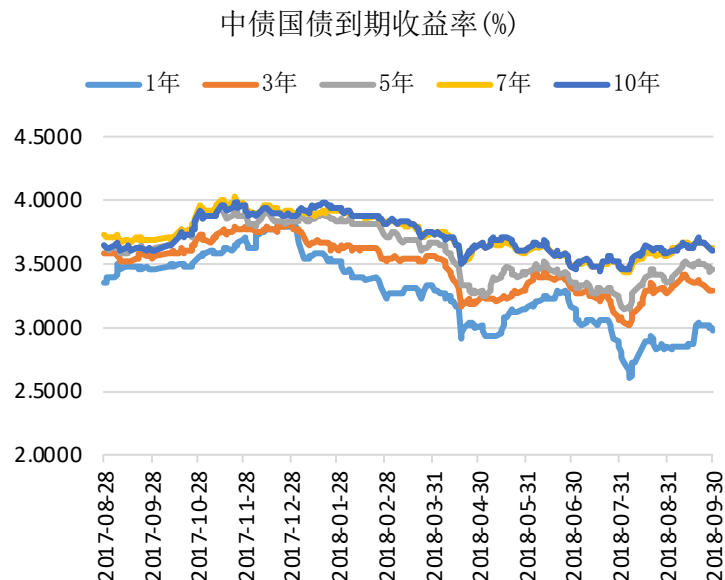
资料来源：Wind、东方基金整理



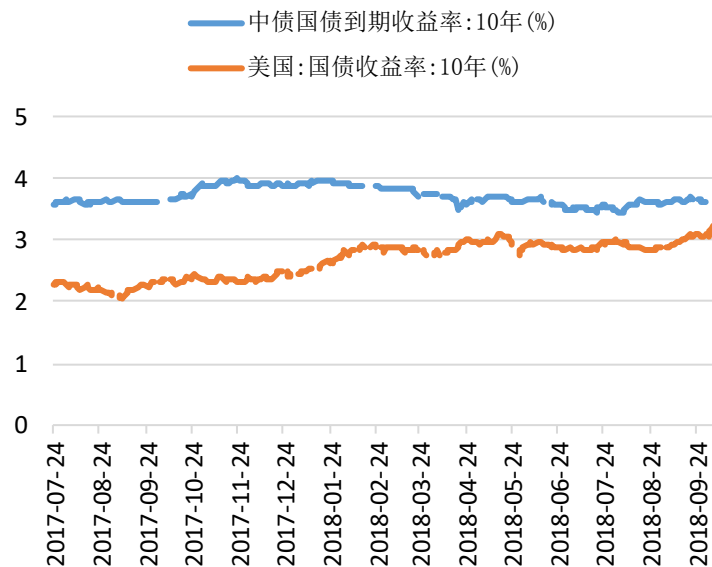
ORIENT FUND

利率：国债收益率难下行，信用债利差扩大

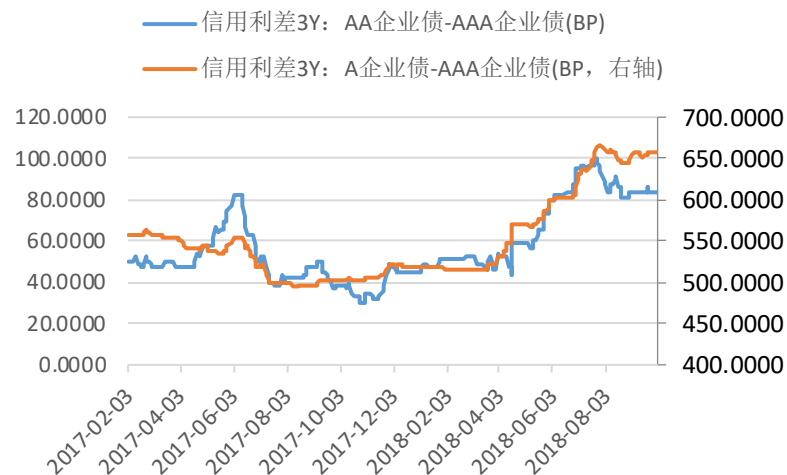
- 中债10年期国债收率3.59%，美债十年期收益率3.19%，中美利差缩小至40bp，国债收益率难下行
- 信用债利差持续扩大



资料来源：Wind、东方基金整理



资料来源：Wind、东方基金整理



资料来源：Wind、东方基金整理



ORIENT FUND

要点

■ 宏观经济

- 全球经济或趋势性回落，美国经济短期较强
- 增长：GDP、工业增加值保持稳定；基建拖累投资、房地产景气度好于预期、消费继续回落，PMI超预期回落
- 通胀：CPI保持稳定，PPI出现回落
- 货币：去杠杆，新增人民币贷款回升，难抵表外融资萎缩，M2与社融增速持续下行
- 利率：贷款利率持续上行，长期国债收益率难以下行

■ 企业中观盈利

- 营收增速回落，利润增速回落幅度较为温和
- 受益于销售净利率和周转率提升，企业ROE持续回升
- 在建工程增长缓慢，有利于提高企业盈利长期稳定性

■ 行业比较

- 营收：大消费行业增速持续提升，周期、TMT与中游制造行业增速回落
- 利润：大消费与中游制造行业利润增速保持稳定，周期行业利润增速高位回落，TMT行业利润增长转负
- ROE：TMT行业ROE下滑，其他三大行业持续回升

■ 投资建议

- 内外因素交织，短期市场难有趋势性上行行情
 - 应对：保持定力和底线思维，拥抱优质资产
1. 中国经济进入换挡期，由量到质，优质资产长期受益
 2. A股国际化是大趋势，外资集中买入优质资产
 3. 估值角度，蓝筹股估值便宜，白马成长估值已大幅回落，更多好公司进入可收藏价格
 4. 控制好股票仓位，蓝筹与白马成长适度均衡，以行业均衡的最优质公司为主要持仓



企业中观盈利：营收增速或将回落，而利润增速回落较慢

- 名义GDP累计增速和全部A股累计营收增速近年来走势大致趋同
- 2018年H1营收增速12.4%，利润增速14.1%
- 考虑到PPI与名义GDP可能回落，未来盈利增速或将回落，但幅度较慢



资料来源：Wind、东方基金整理



资料来源：Wind、东方基金整理



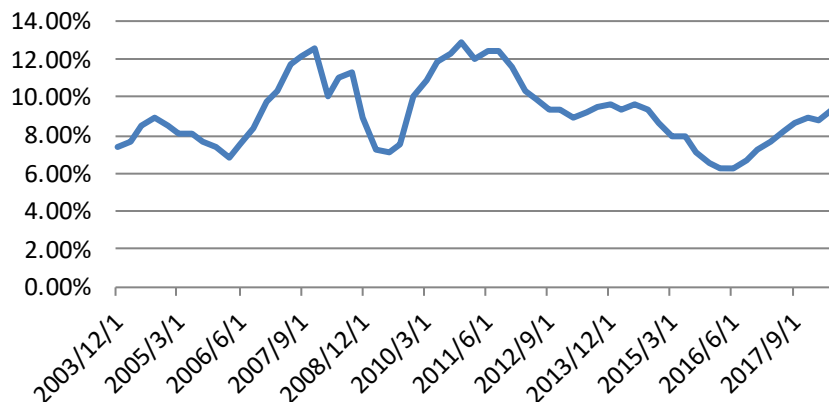
资料来源：Wind、东方基金整理



ORIENT FUND

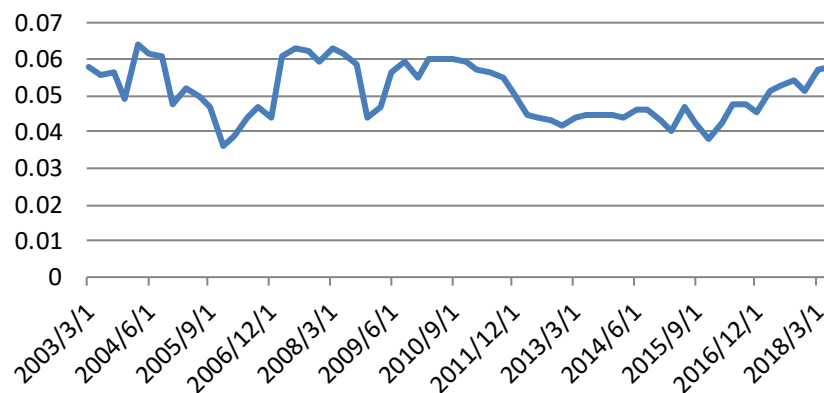
企业中观盈利：杜邦分析

ROE(TTM)



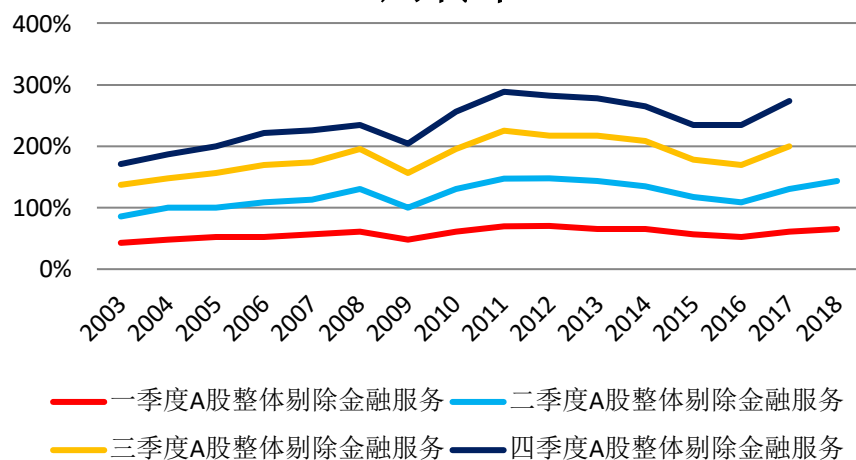
资料来源：Wind、广发证券、东方基金整理

销售净利率



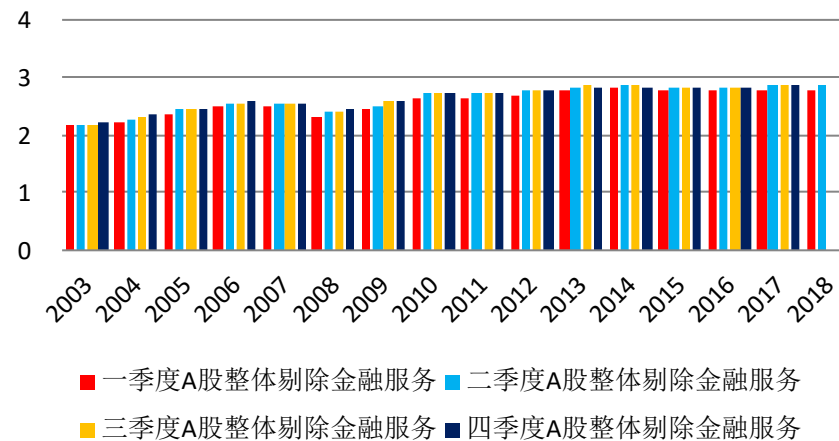
资料来源：Wind、广发证券、东方基金整理

周转率



资料来源：Wind、广发证券、东方基金整理

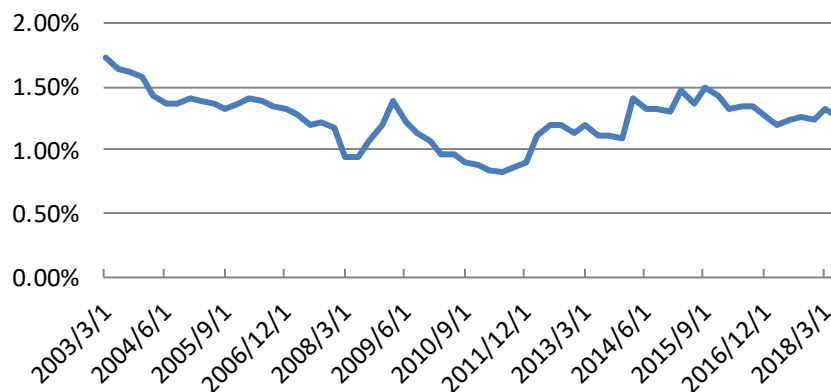
权益乘数



资料来源：Wind、广发证券、东方基金整理

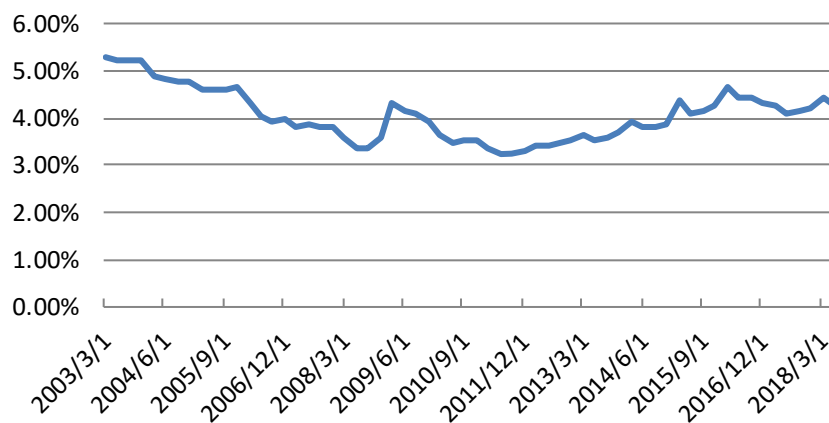
企业中观盈利：费用分析

财务费率



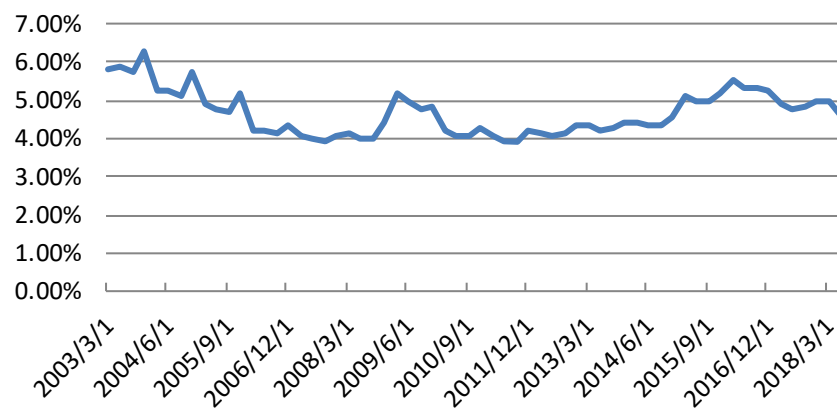
资料来源：Wind、广发证券、东方基金整理

销售费率



资料来源：Wind、广发证券、东方基金整理

管理费率



资料来源：Wind、广发证券、东方基金整理

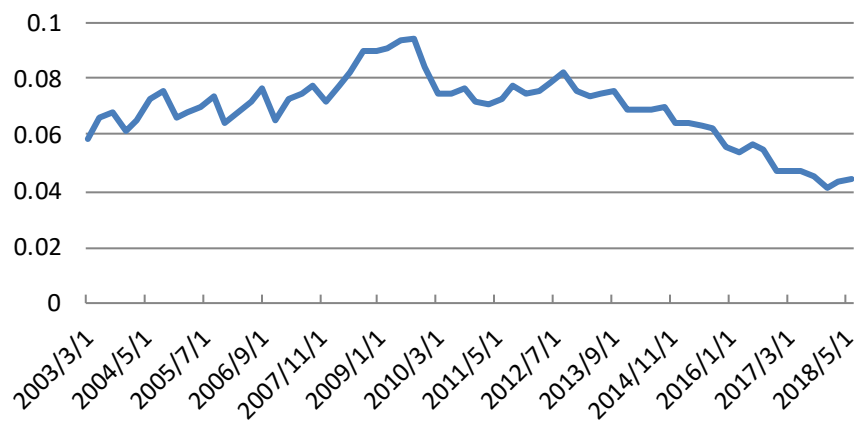


ORIENT FUND

企业中观盈利：在建工程

- 在建工程占总资产比例持续回落。
- 2018年H2，非金融全A在建工程占总资产比列为4.4%，与制造业投资增速相符
- 较低的产能扩张有助于企业利润稳定

在建工程占总资产比例



资料来源：Wind、广发证券、东方基金整理

要点

■ 宏观经济

- 全球经济或趋势性回落，美国经济短期较强
- 增长：GDP、工业增加值保持稳定；基建拖累投资、房地产景气度好于预期、消费继续回落，PMI超预期回落
- 通胀：CPI保持稳定，PPI出现回落
- 货币：去杠杆，新增人民币贷款回升，难抵表外融资萎缩，M2与社融增速持续下行
- 利率：贷款利率持续上行，长期国债收益率难以下行

■ 企业中观盈利

- 营收增速回落，利润增速回落幅度较为温和
- 受益于销售净利率和周转率提升，企业ROE持续回升
- 在建工程增长缓慢，有利于提高企业盈利长期稳定性

■ 行业比较

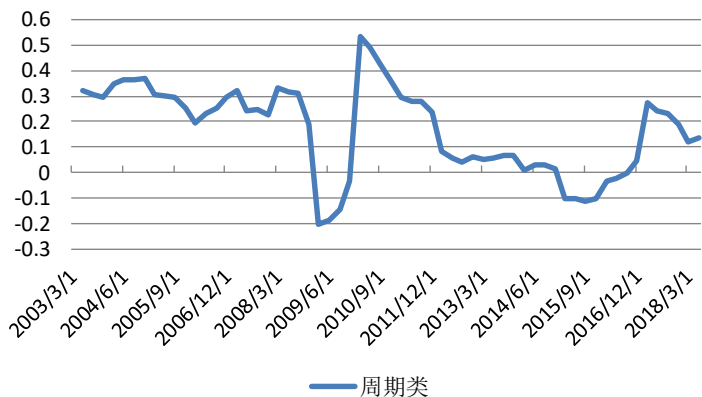
- 营收：大消费行业增速持续提升，周期、TMT与中游制造行业增速回落
- 利润：大消费与中游制造行业利润增速保持稳定，周期行业利润增速高位回落，TMT行业利润增长转负
- ROE：TMT行业ROE下滑，其他三大行业持续回升

■ 投资建议

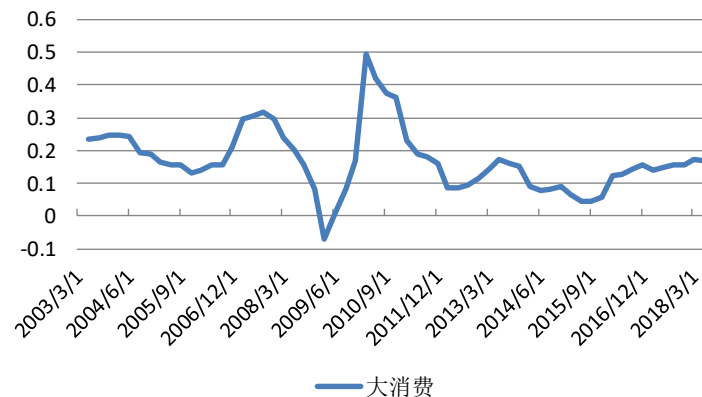
- 内外因素交织，短期市场难有趋势性上行行情
 - 应对：保持定力和底线思维，拥抱优质资产
1. 中国经济进入换挡期，由量到质，优质资产长期受益
 2. A股国际化是大趋势，外资集中买入优质资产
 3. 估值角度，蓝筹股估值便宜，白马成长估值已大幅回落，更多好公司进入可收藏价格
 4. 控制好股票仓位，蓝筹与白马成长适度均衡，以行业均衡的最优质公司为主要持仓



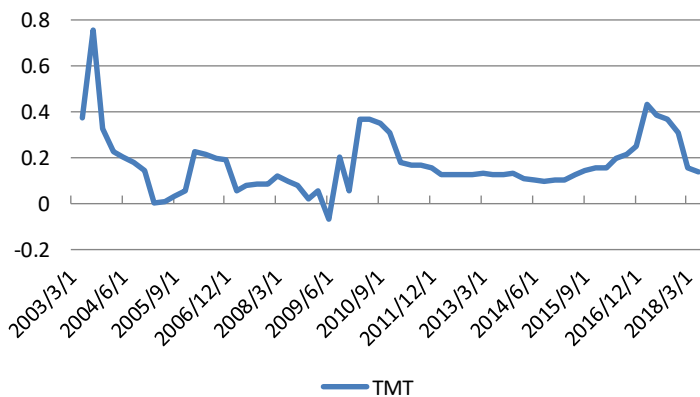
行业比较：营收增速



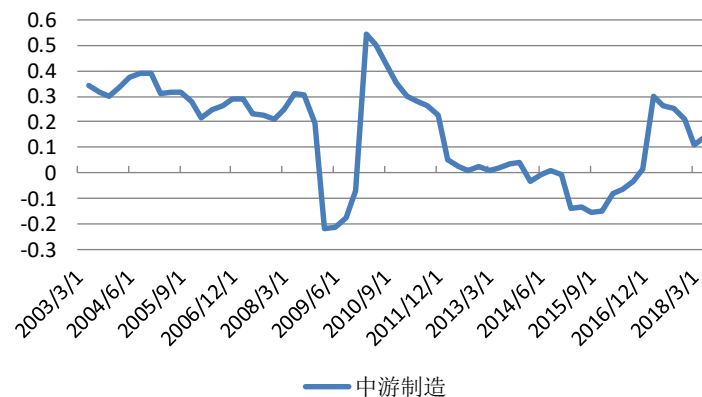
资料来源：Wind、东方基金整理



资料来源：Wind、东方基金整理

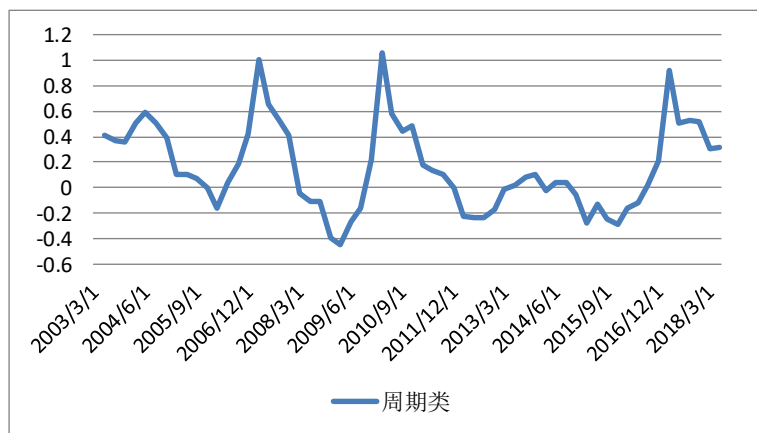


资料来源：Wind、东方基金整理

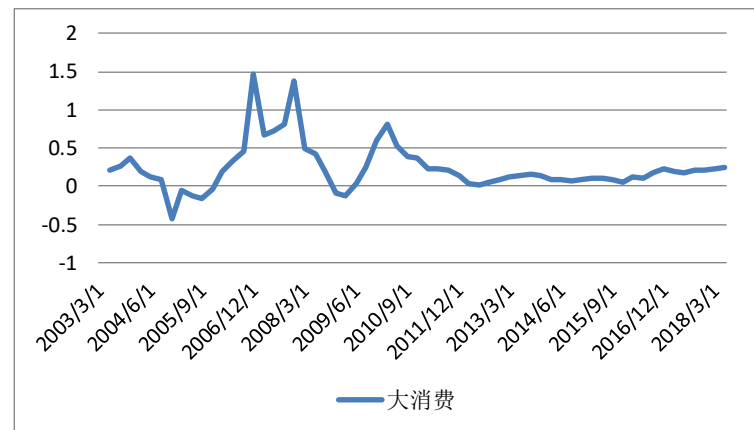


资料来源：Wind、东方基金整理

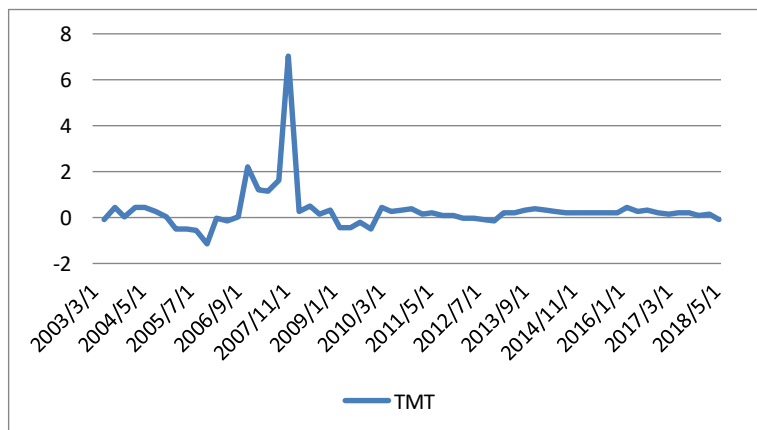
行业比较：利润增速



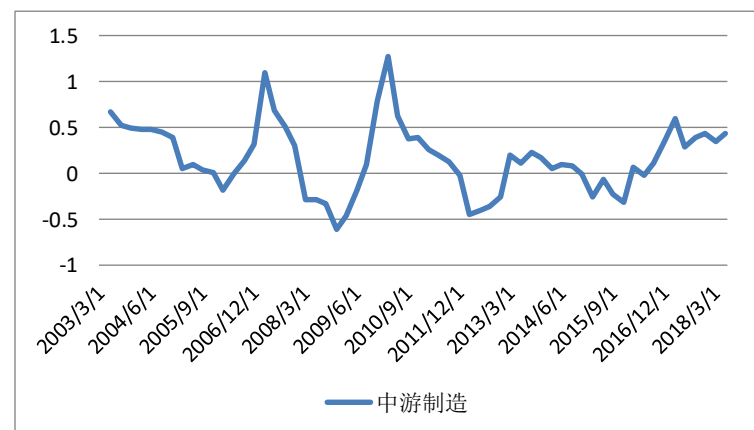
资料来源：Wind、东方基金整理



资料来源：Wind、东方基金整理

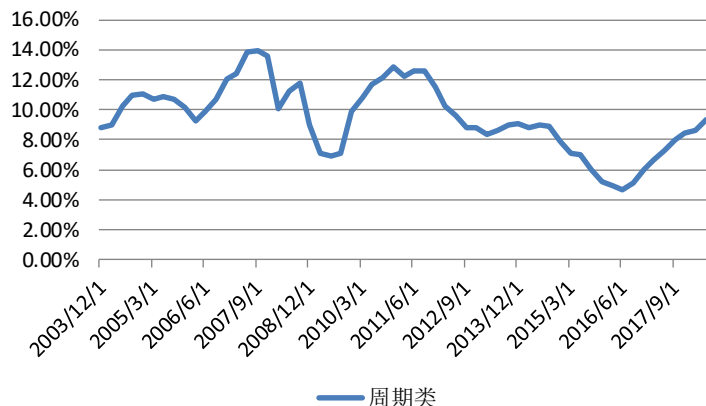


资料来源：Wind、东方基金整理

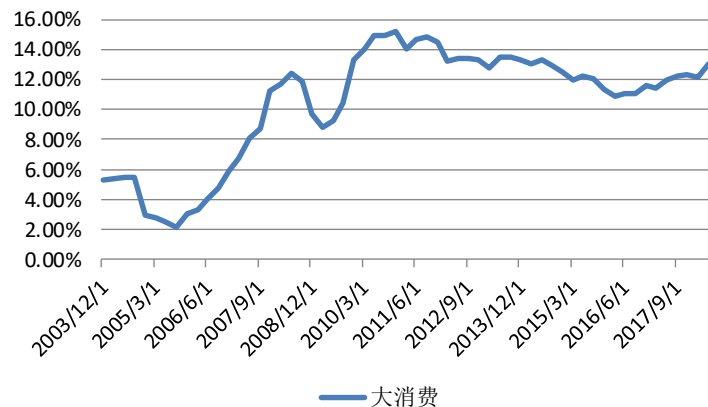


资料来源：Wind、东方基金整理

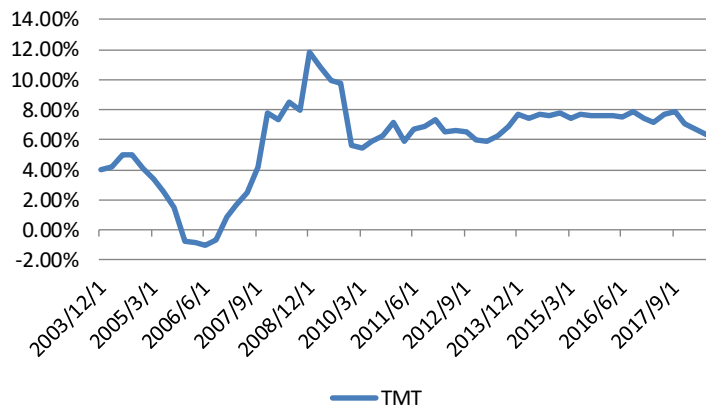
行业比较：ROE



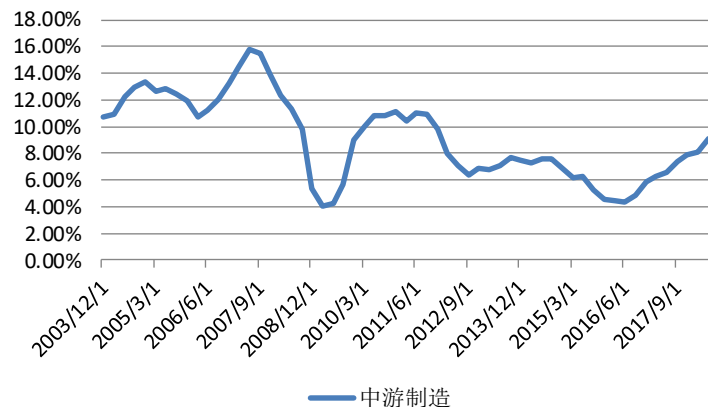
资料来源：Wind、东方基金整理



资料来源：Wind、东方基金整理

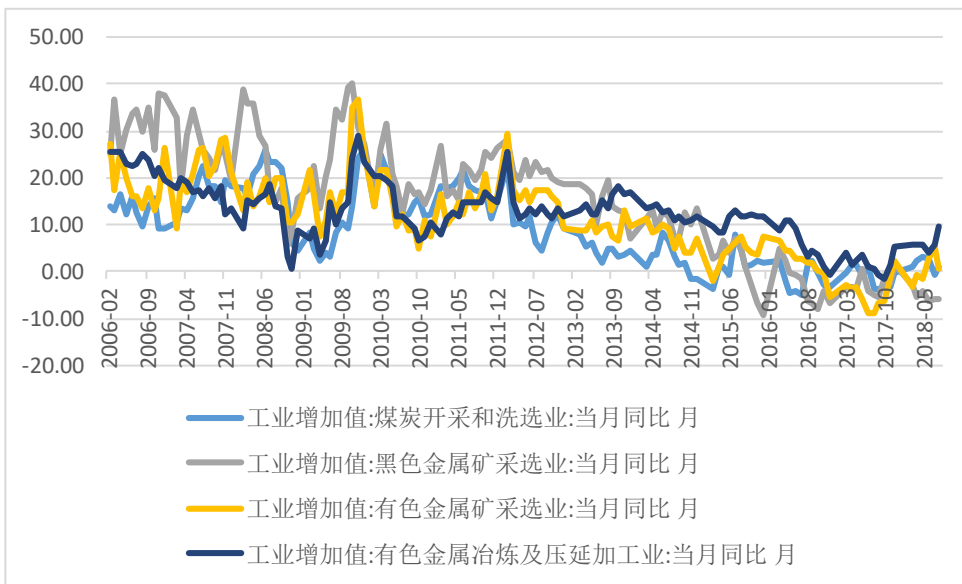


资料来源：Wind、东方基金整理

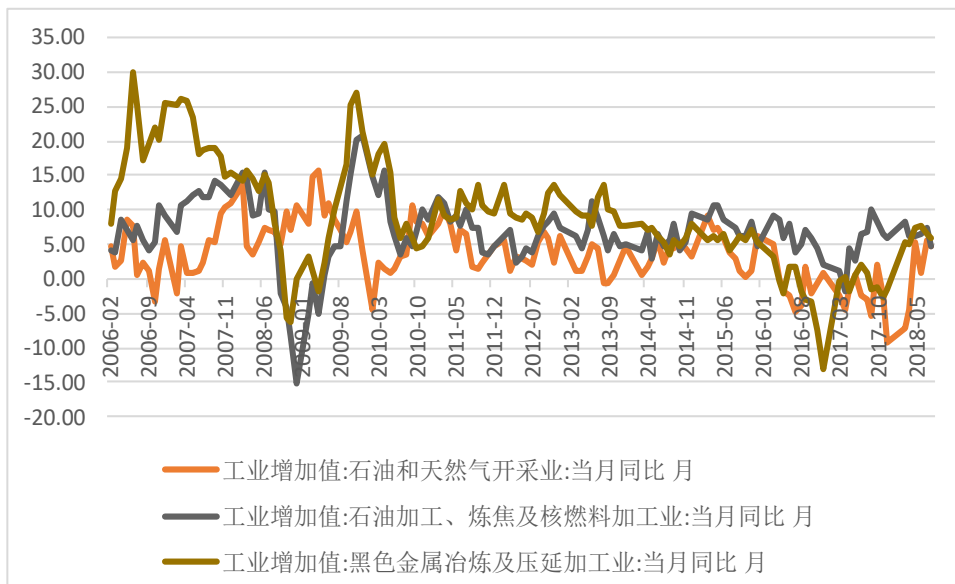


资料来源：Wind、东方基金整理

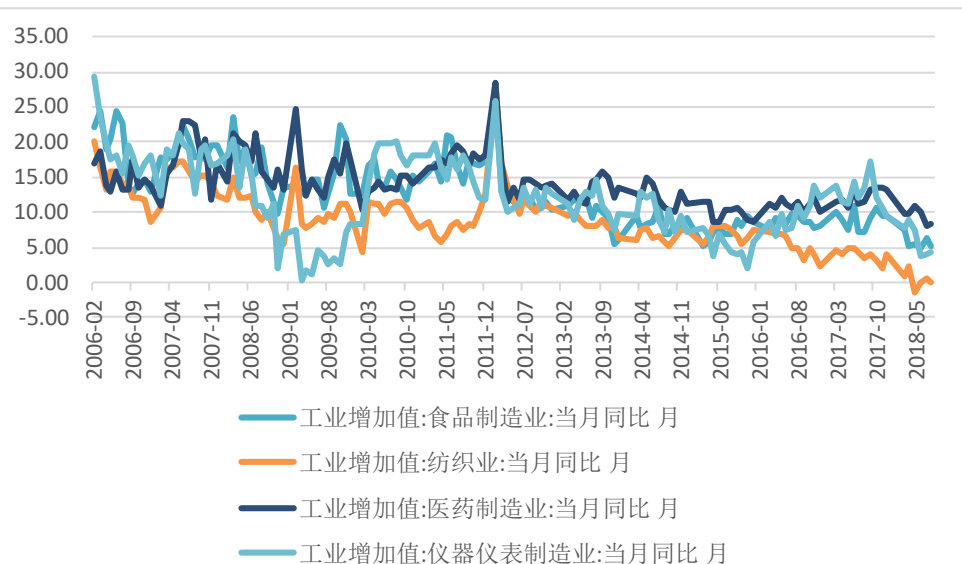
行业比较：月度工业增加值



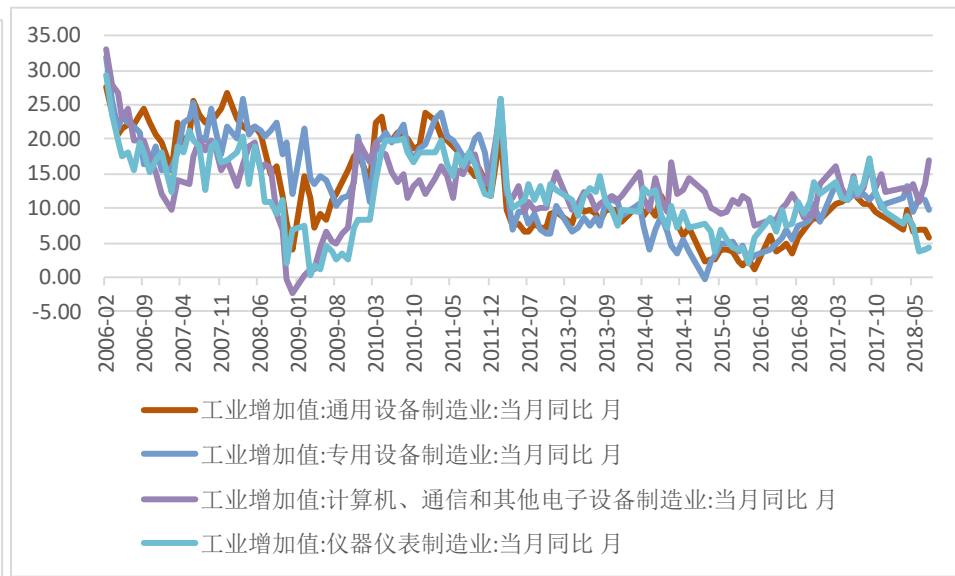
资料来源：Wind、东方基金整理



资料来源：Wind、东方基金整理

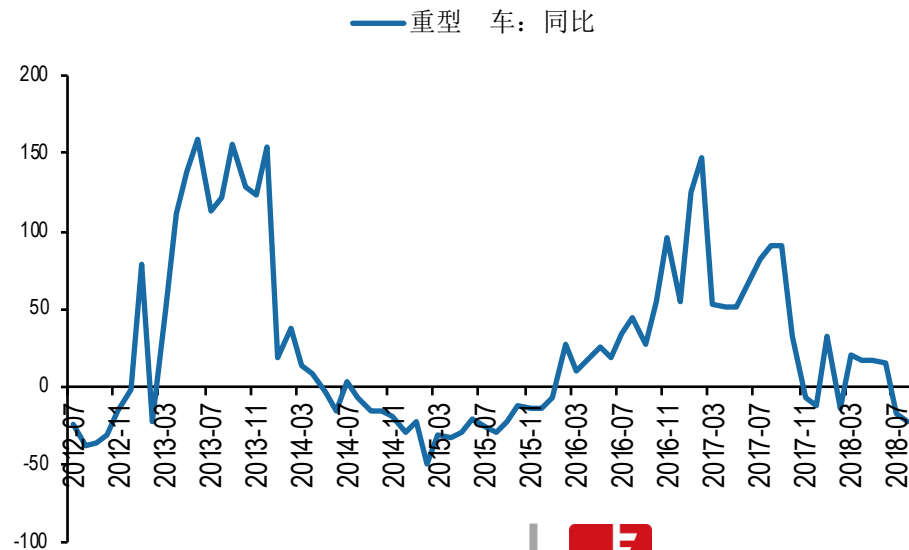
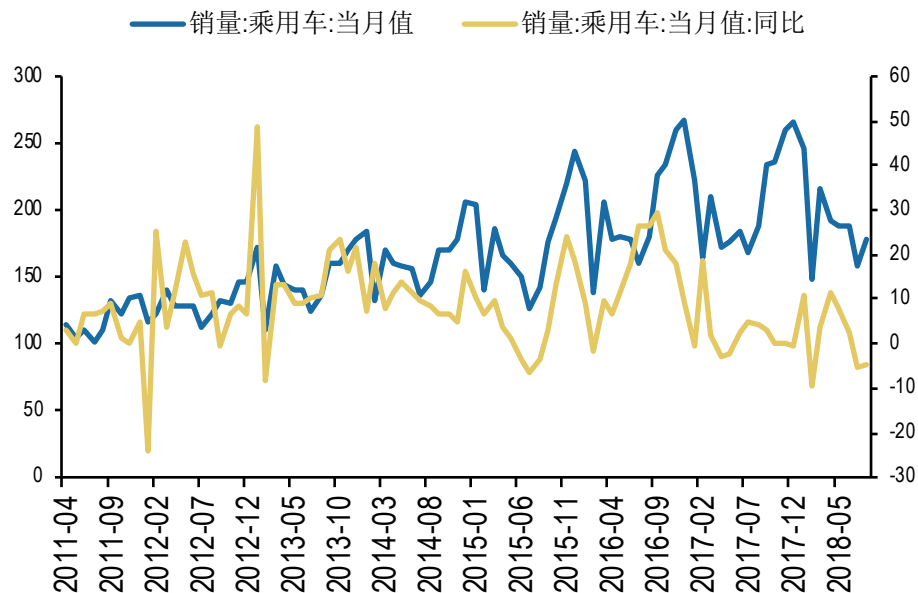
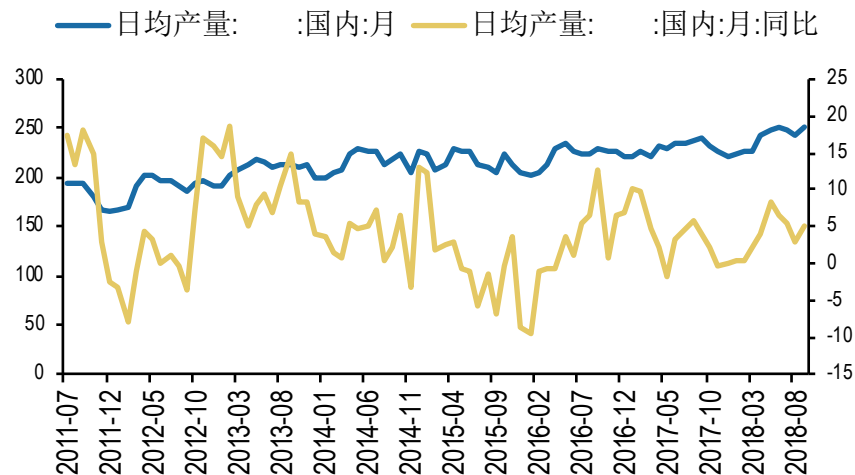
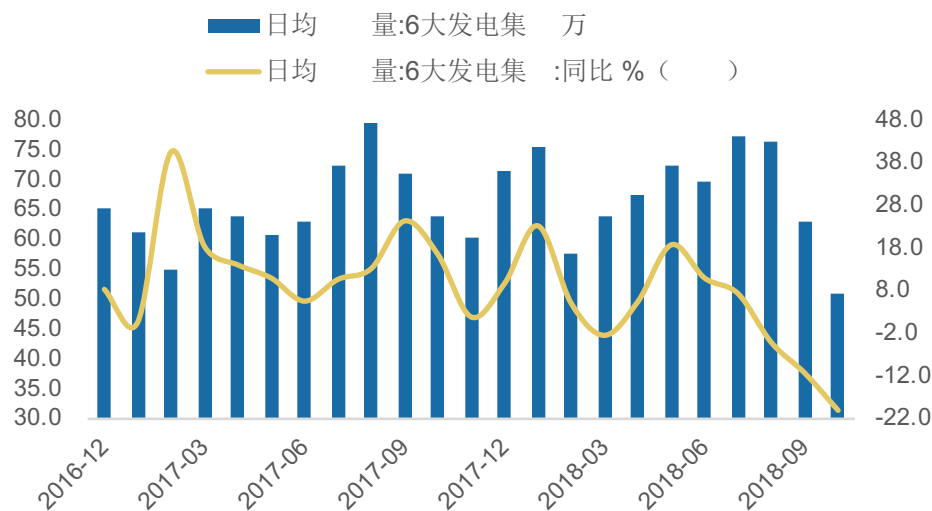


资料来源：Wind、东方基金整理



资料来源：Wind、东方基金整理

行业比较：主要工业指标



ORIENT FUND

要点

■ 宏观经济

- 全球经济或趋势性回落，美国经济短期较强
- 增长：GDP、工业增加值保持稳定；基建拖累投资、房地产景气度好于预期、消费继续回落，PMI超预期回落
- 通胀：CPI保持稳定，PPI出现回落
- 货币：去杠杆，新增人民币贷款回升，难抵表外融资萎缩，M2与社融增速持续下行
- 利率：贷款利率持续上行，长期国债收益率难以下行

■ 企业中观盈利

- 营收增速回落，利润增速回落幅度较为温和
- 受益于销售净利率和周转率提升，企业ROE持续回升
- 在建工程增长缓慢，有利于提高企业盈利长期稳定性

■ 行业比较

- 营收：大消费行业增速持续提升，周期、TMT与中游制造行业增速回落
- 利润：大消费与中游制造行业利润增速保持稳定，周期行业利润增速高位回落，TMT行业利润增长转负
- ROE：TMT行业ROE下滑，其他三大行业持续回升

■ 投资建议

- 内外因素交织，短期市场难有趋势性上行行情
 - 应对：保持定力和底线思维，拥抱优质资产
1. 中国经济进入换挡期，由量到质，优质资产长期受益
 2. A股国际化是大趋势，外资集中买入优质资产
 3. 估值角度，蓝筹股估值便宜，白马成长估值已大幅回落，更多好公司进入可收藏价格
 4. 控制好股票仓位，蓝筹与白马成长适度均衡，以行业均衡的最优质公司为主要持仓



面临多重不确定，优质资产能过冬

■ 面临多重不确定性，短期难有趋势性上行行情

- PMI超预期下滑，房地产支撑投资，但持续性存疑
- 社融与M2短期难见底，或存经济回落风险
- 去杠杆与中美利差约束，无风险利率难有持续下降
- 汽车、医药、食品饮料等消费出现下滑，需求支撑减弱

■ 应对：保持定力和底线思维，拥抱优质资产

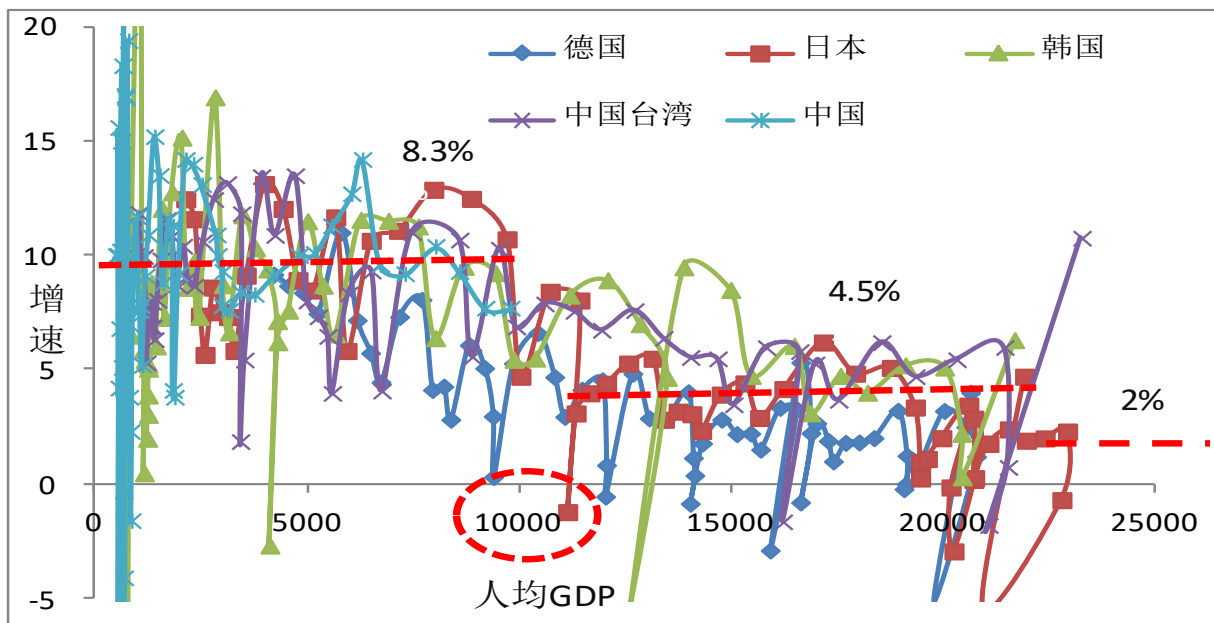
- 中国经济进入换挡期，由量到质，优质资产长期受益
- A股国际化是大趋势，外资集中买入优质资产
- 估值角度：蓝筹股估值便宜，白马成长估值已大幅回落，更多好公司进入可收藏价格
- 控制好股票仓位，以行业均衡的最优质公司为主要持仓



中国经济进入增速换挡期，由量到质

■ 中国经济进入增速换挡期，由量到质

- 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

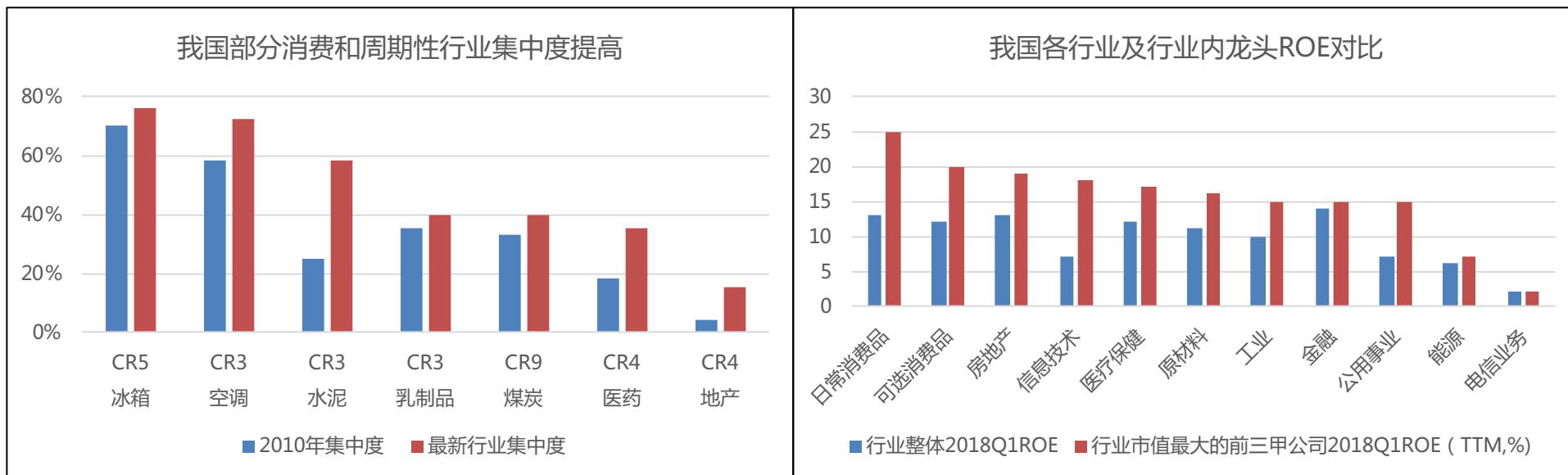


资料来源：Wind、国泰君安、东方基金整理

中国经济进入增速换挡期，由量到质

■ 中国经济进入增速换挡期，由量到质

- 行业集中度提升，龙头公司受益
- 龙头公司ROE高于整体水平

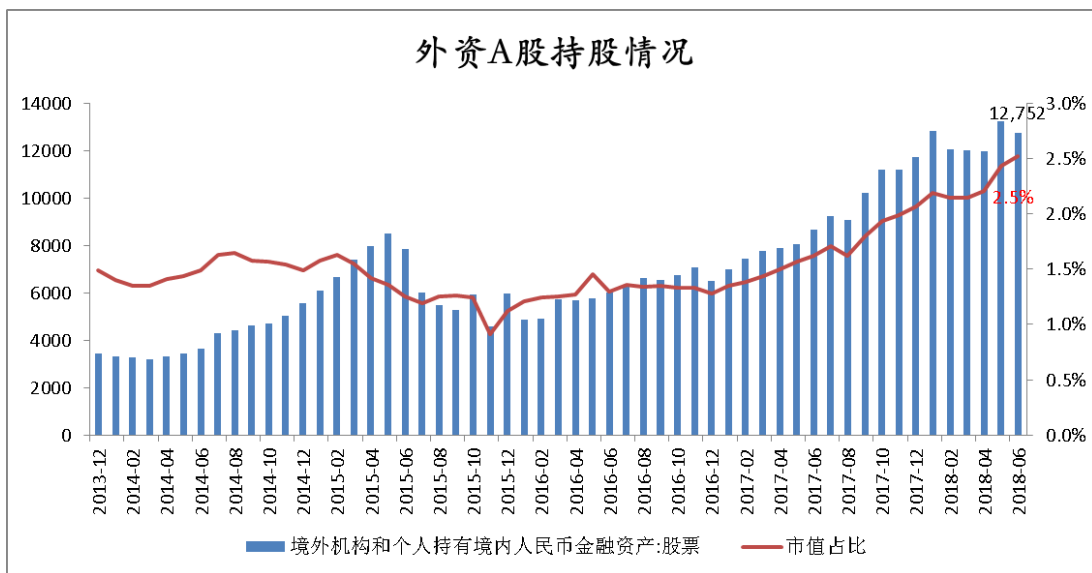


资料来源：Wind、东方基金整理

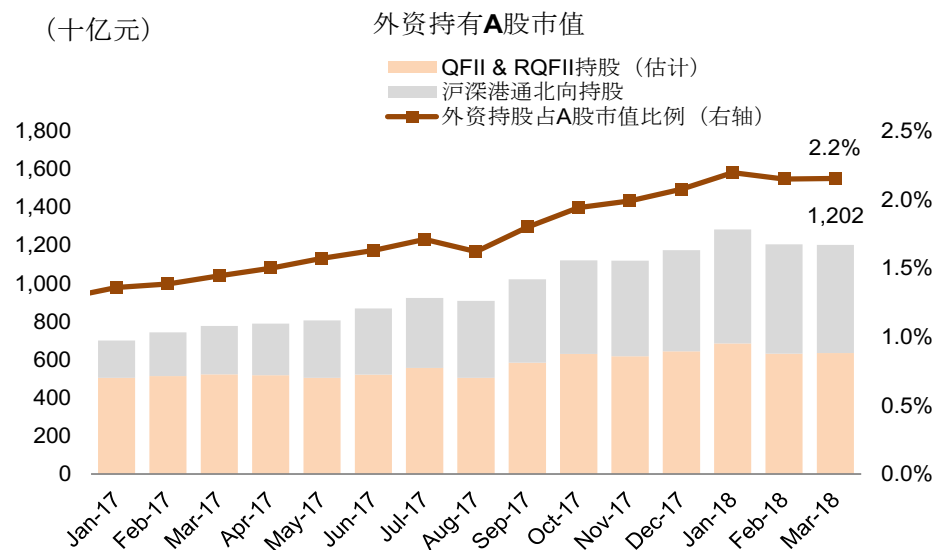
资料来源：Wind、东方基金整理

A股国际化是大趋势，外资集中买入优质资产

- 外资在A股的持股比例持续提高，到今年6月末，外资持仓在1.27万亿，占A股市值的2.5%；其中QFII和RQFII额度分别为1004亿美元和6274亿元，北上资金持股6537亿元



资料来源：Wind、东方基金整理

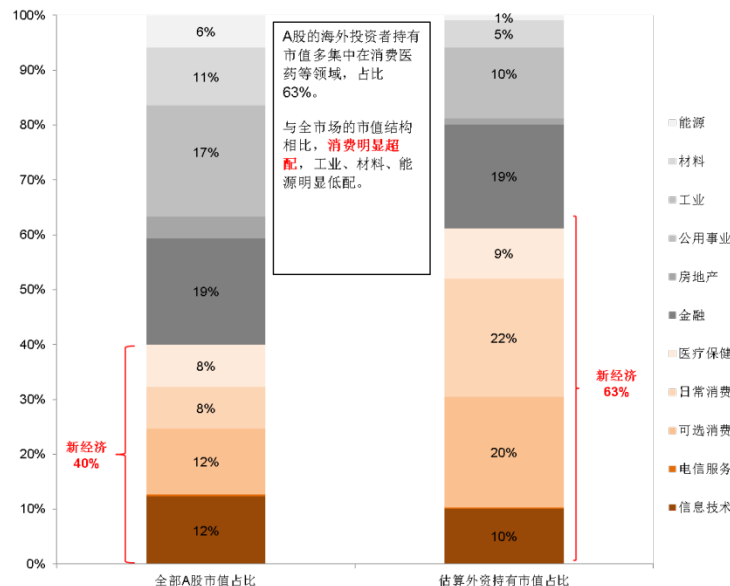


资料来源：Wind、中金证券、东方基金整理

ORIENT FUND

A股国际化是大趋势，外资集中买入优质资产

- 海外资金超配新经济，尤其是中国的优势产业。消费升级和产业升级相关的白马蓝筹最为受益，外资在 A 股的消费板块明显超配，医药略超配，其他行业多为低配
- 从经济结构上，中国的产业更为多元化，并拥有极具规模和进一步增长潜力的消费市场，并非像韩国、中国台湾的经济对电子半导体、汽车、涉外经济（包括出口及跨境旅游等）等产业的高度依赖。因此外资在配置中国公司时，择股范畴较韩国和中国台湾更为宽泛
- 与韩国和中国台湾有所区别的是，受历史因素影响，中国除了 A 股市场之外还包括发展规模不低的港股及中概股，与 MSCI 中国指数的范畴类似，外资在配置中国公司时着眼点是中国企业而非 A 股。因此在考虑外资的龙头配置偏好时，不能忽视海外中资股的影响。从目前的持股行业分布来看，外资在 A 股信息技术行业的配置甚至处于低配状态（10%，低于市场自然水平的12%），也和这个因素有关

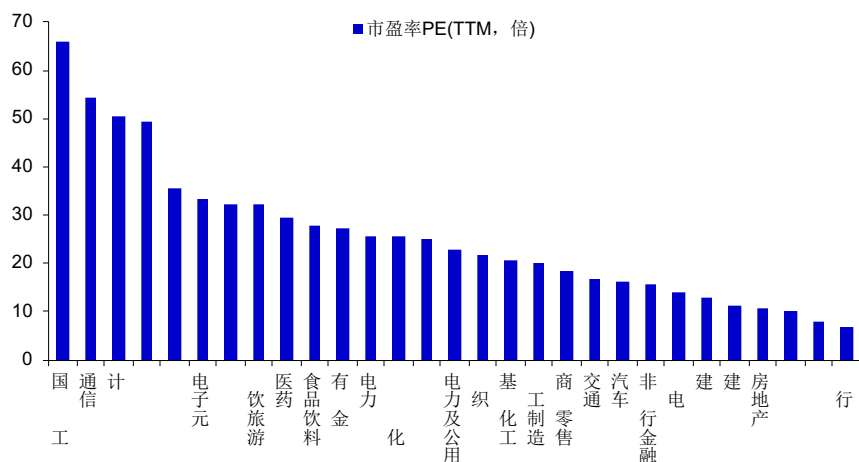


资料来源：Wind、中金证券、东方基金整理

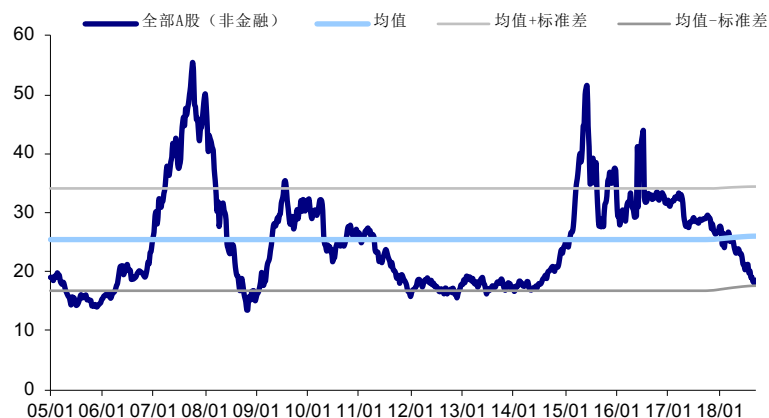
受多重不确定性冲击，市场整体估值位于历史低位

■ 市场估值进入历史底部区域

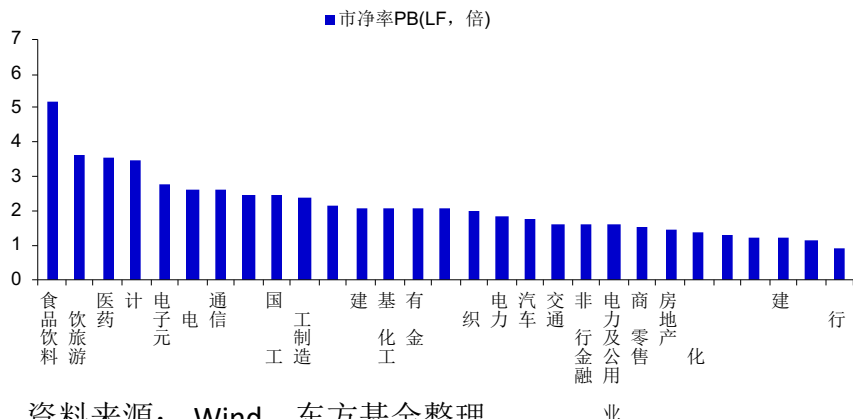
- 全部A股（除金融），PE估值为18倍，低于过去10年均值一个标准差
- 全部A股（除金融），PB估值为1.8倍，接近低于过去10年均值一个标准差



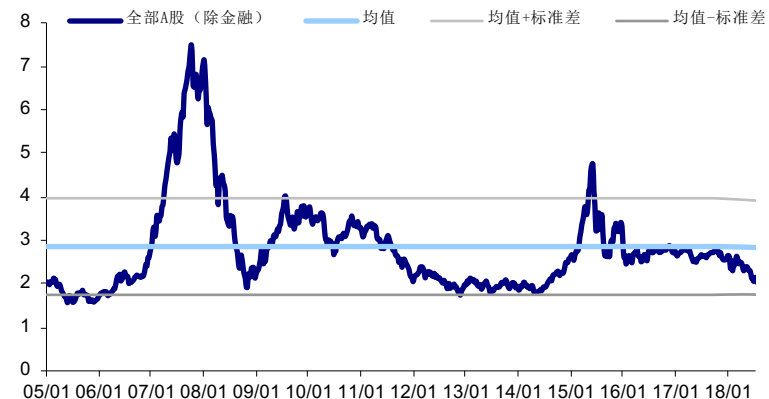
资料来源：Wind、东方基金整理



资料来源：Wind、东方基金整理



资料来源：Wind、东方基金整理

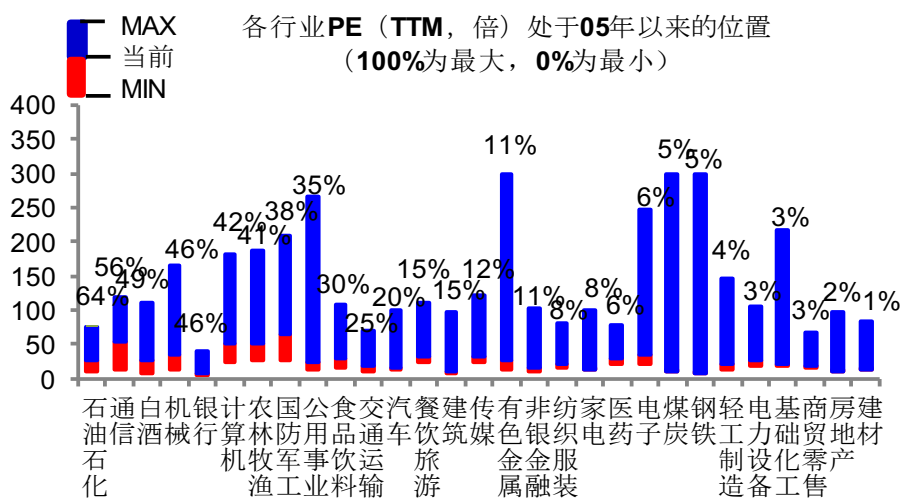


资料来源：Wind、东方基金整理

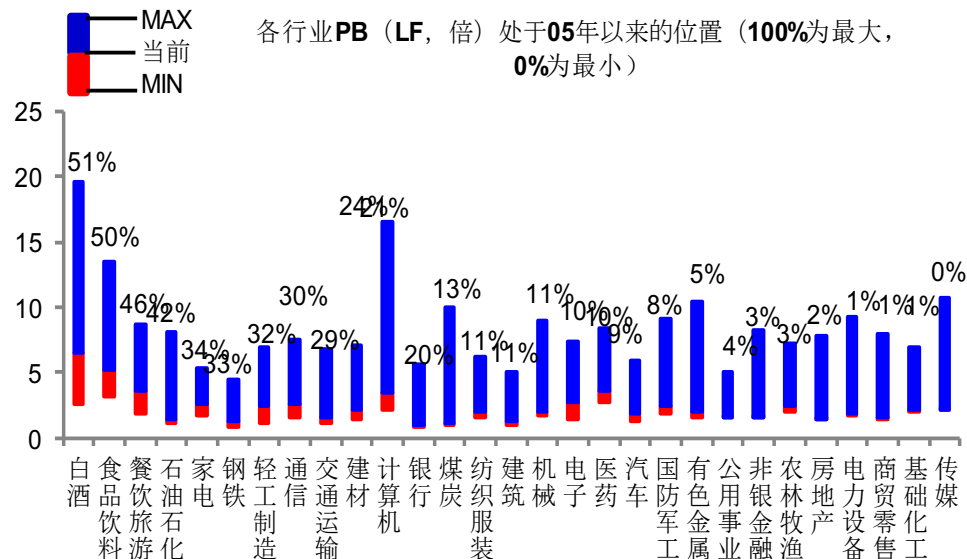
蓝筹估值便宜，白马成长估值已大幅回落

■ 分行业来看估值

- 蓝筹股估值便宜，基本上位于历史的10%分位数之下
- 白马成长，估值已大幅回落，除食品饮料外，基本都位于历史30%以下
- 更多好公司进入可收藏价格
- 控制好股票仓位，蓝筹与白马成长适度均衡，以行业均衡的最优质公司为主要持仓



资料来源: Wind、海通证券、东方基金整理



资料来源: Wind、海通证券、东方基金整理



ORIENT FUND

免责条款



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。

