



守住战场，兼顾估值

——2019年Q4权益投资展望



要点

■ 一、权益市场回顾

- 主要指数均有表现
- 行业分化较大
- 当前PB、PE仍然不贵

■ 二、宏观经济与行业中观

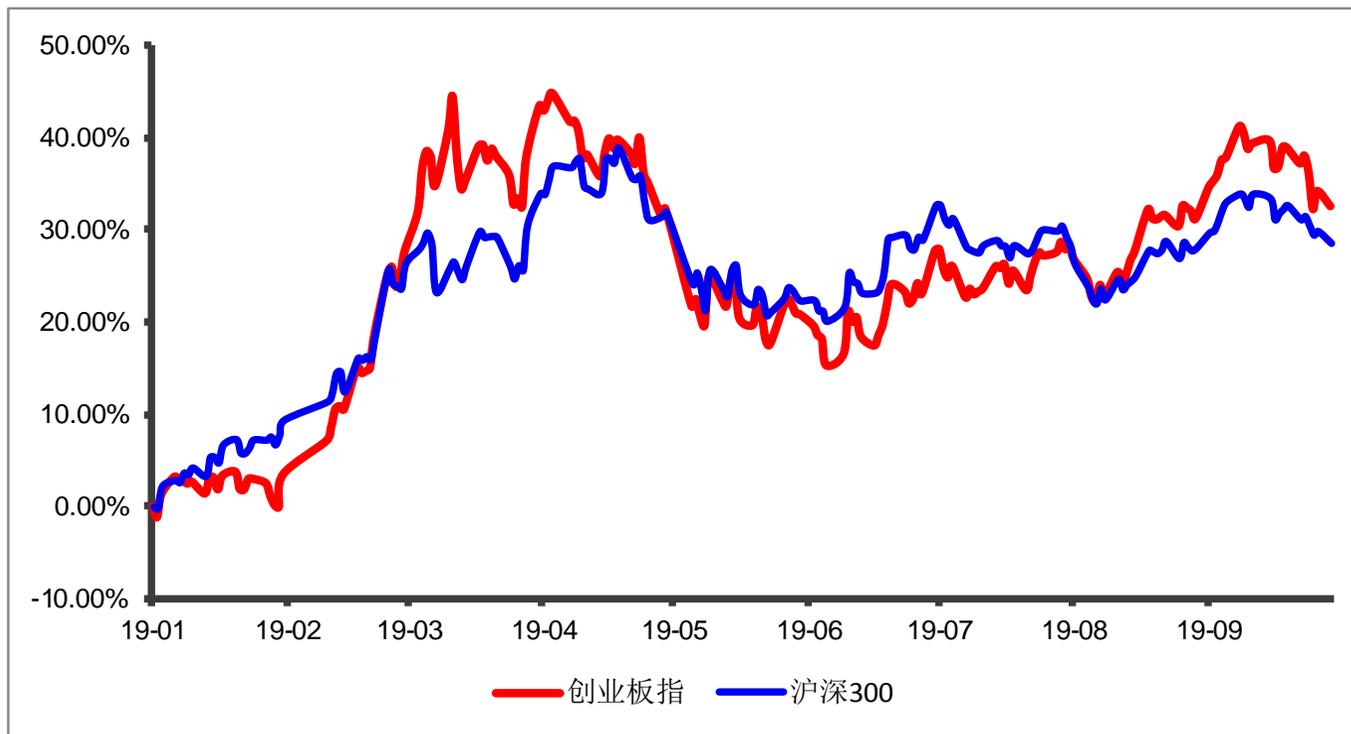
- GDP增速下行，PMI跌破荣枯线，投资上行弹性小
- 核心CPI稳定与中美利差不是约束，央行宽松有空间
- 社融增速底部企稳
- 上游价格回落，中游价格稳中趋弱、需求一般，下游需求分化

■ 三、投资策略：优质资产是主战场，短期关注低估蓝筹

- 经济结构与投资者结构主导投资方向
- 优质资产是主战场
- 关注低估蓝筹、行业景气度上行



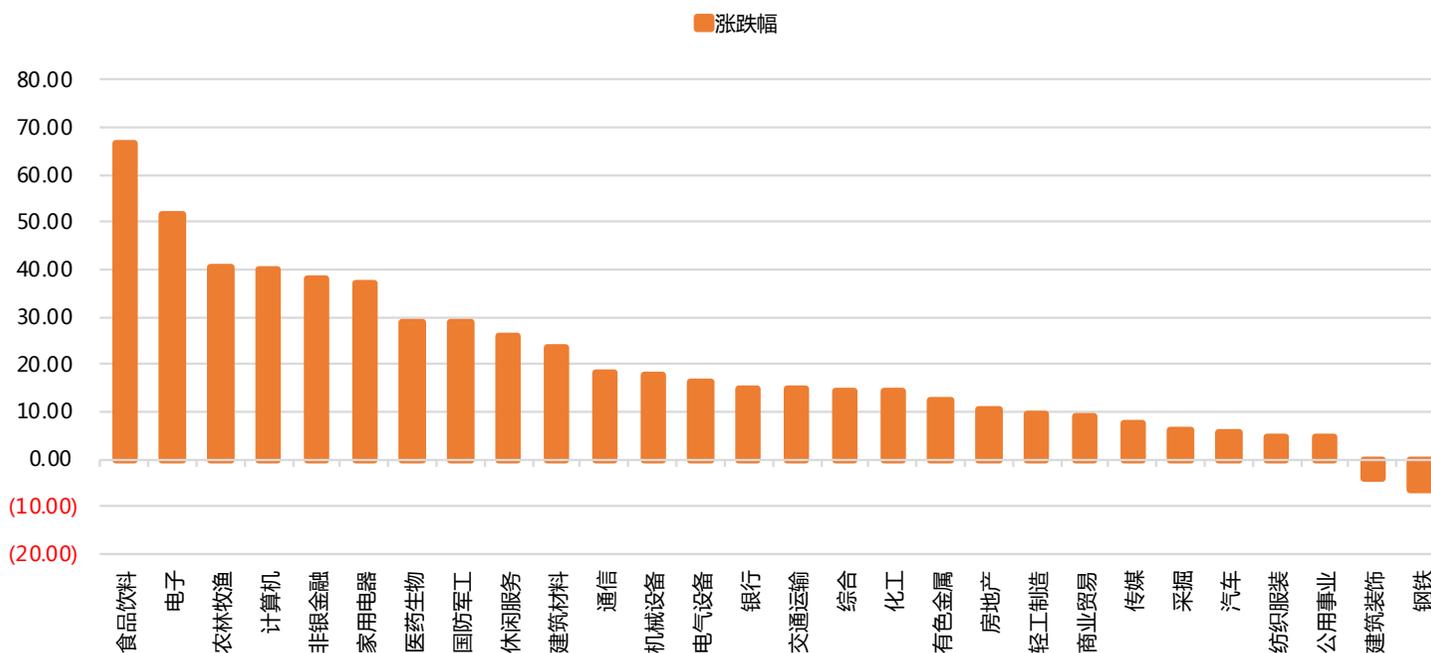
主要指数均有表现



资料来源：Wind

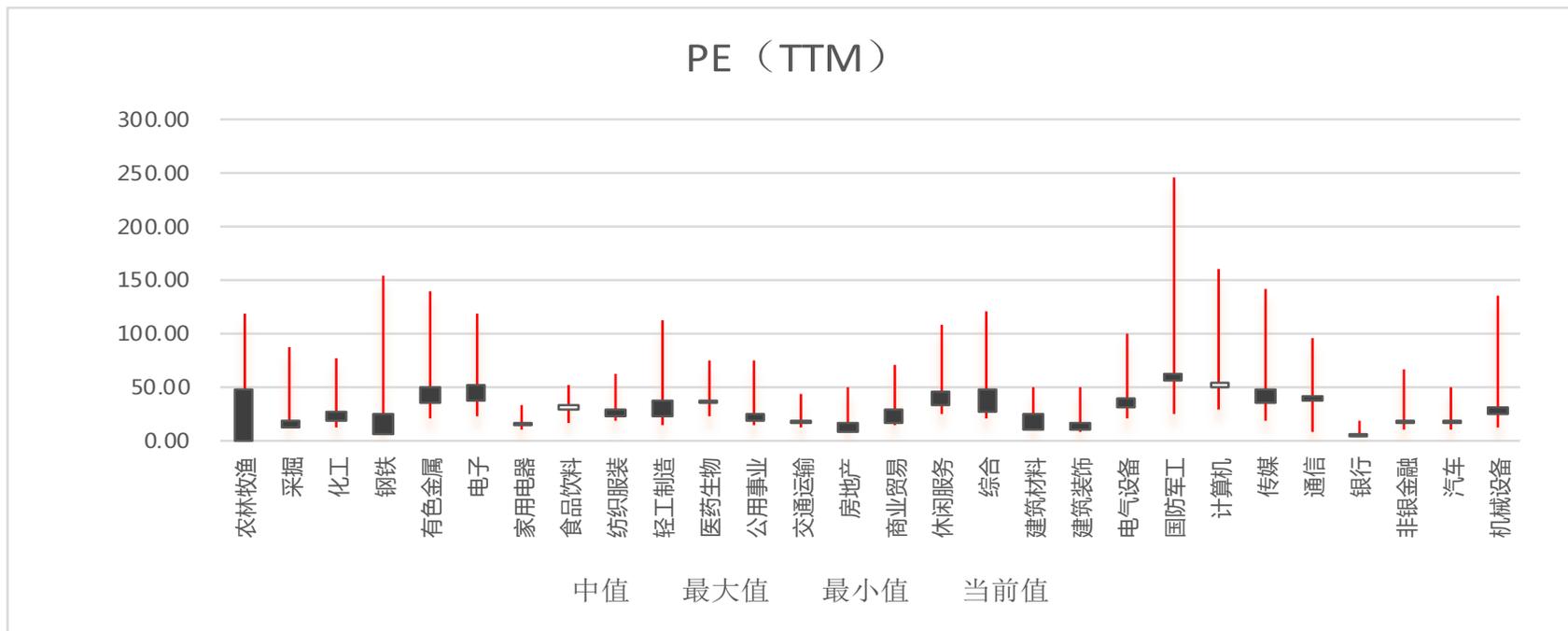
行业分化较大

- 分行业来看，涨幅较大行业是食品饮料、电子、农林牧渔、计算机、非银金融，消费与科技表现良好
- 分行业来看，涨幅落后行业是钢铁、建筑装饰、工业事业、纺织服装、汽车，周期性行业表现相对较弱



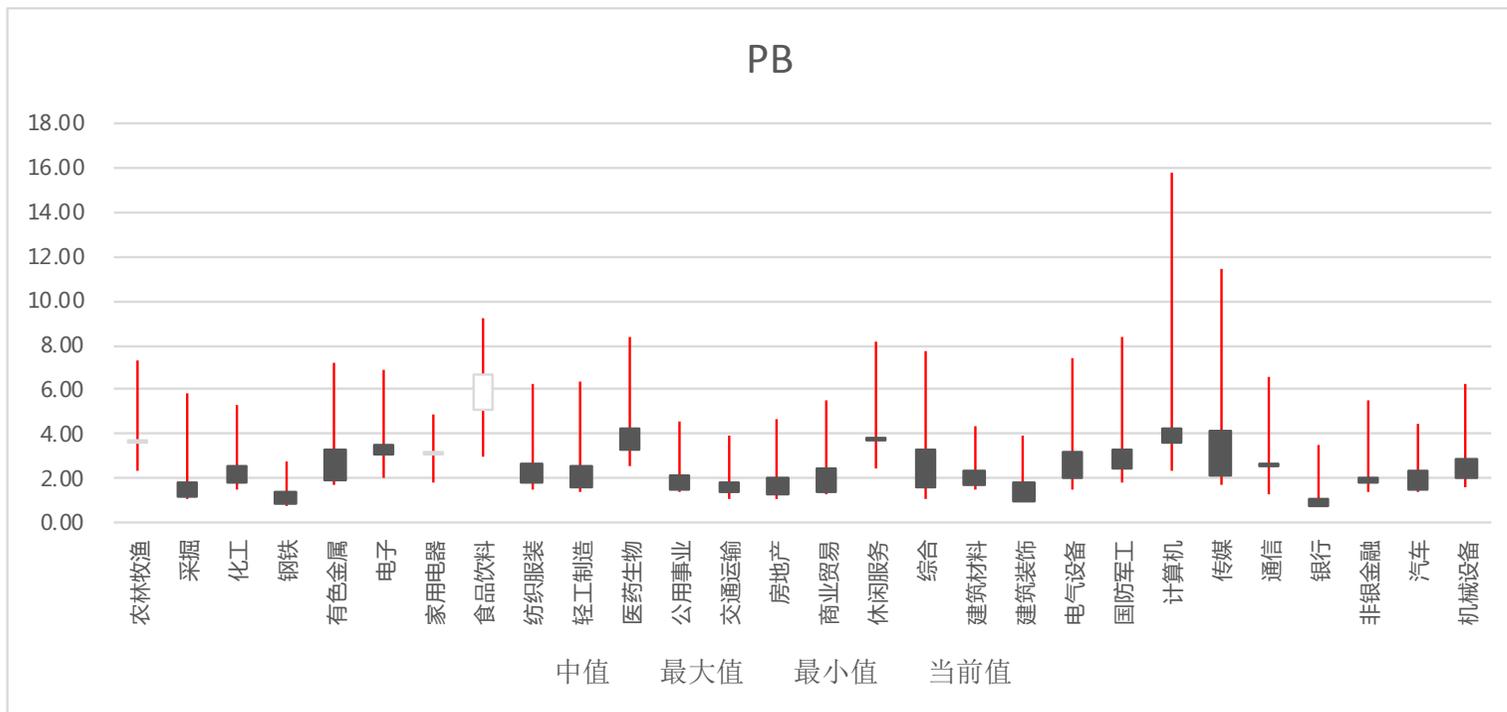
资料来源：Wind

各行业PE估值



资料来源：Wind

各行业PB估值



资料来源：Wind

要点

■ 一、权益市场回顾

- 主要指数均有表现
- 行业分化较大
- 当前PB、PE仍然不贵

■ 二、宏观经济与行业中观

- GDP增速下行，PMI跌破荣枯线，投资上行弹性小
- 核心CPI稳定与中美利差不是约束，央行宽松有空间
- 社融增速底部企稳
- 上游价格回落，中游价格稳中趋弱、需求一般，下游需求分化

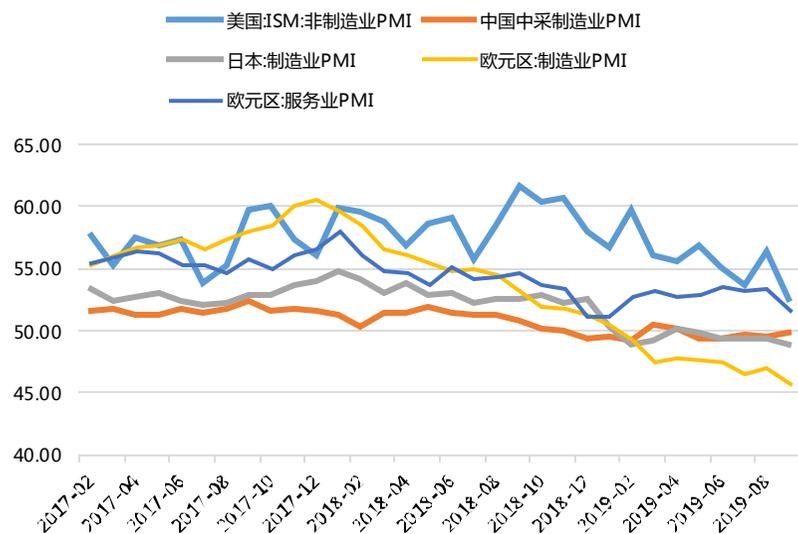
■ 三、投资策略：优质资产是主战场，关注低估蓝筹、行业景气上行

- 经济结构与投资者结构主导投资方向
- 优质资产是主战场
- 关注低估蓝筹、行业景气度上行

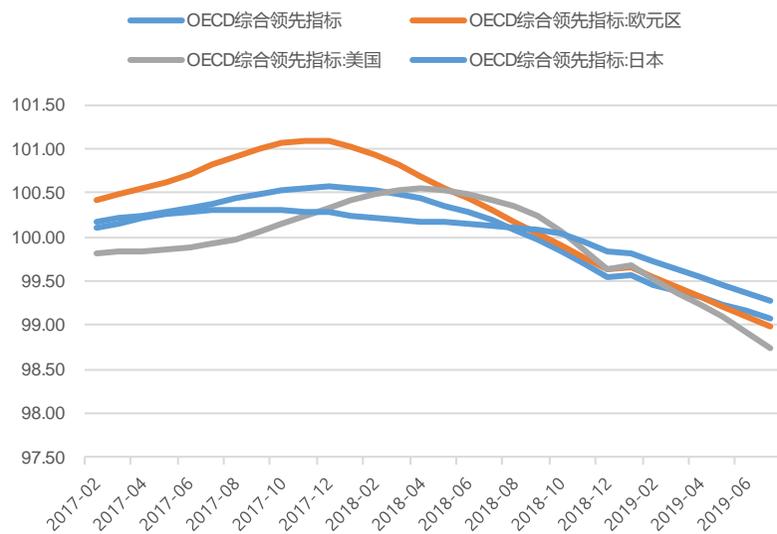


全球经济：全球同步回落

- 全球制造业PMI指数趋同，指向经济走弱
- OECD综合领先指标预示，未来全球经济将走弱



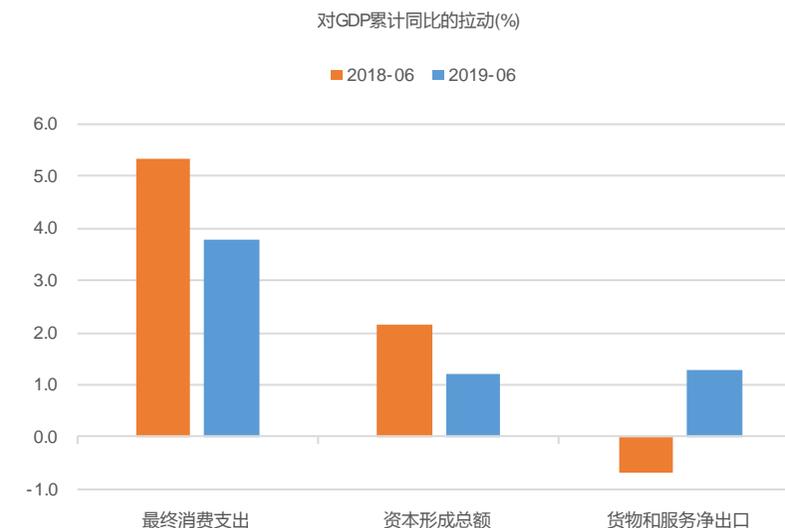
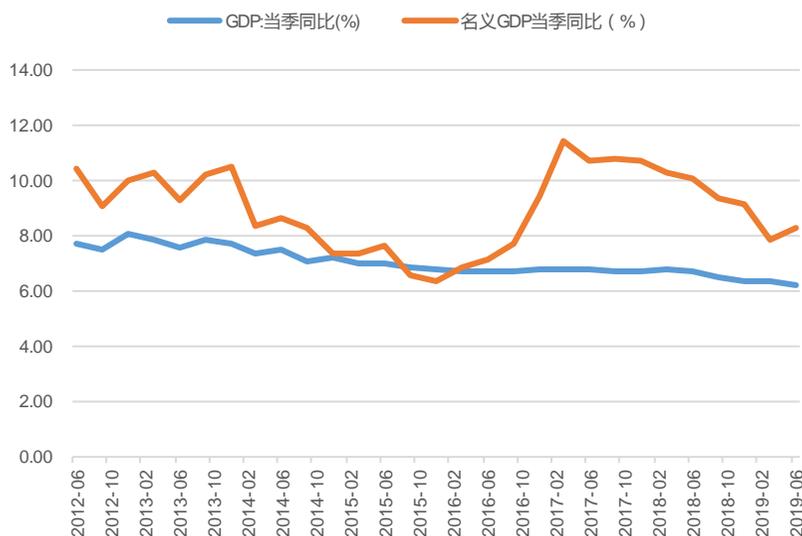
资料来源：Wind



资料来源：Wind

增长：GDP保持L型，名义GDP下滑风险大

- GDP当季增速下行至6.2%，名义GDP增速小幅回升至8.3%
- 最终消费拉动GDP少增1.5个百分点，资本形成少增0.92，进出口多增2个百分点

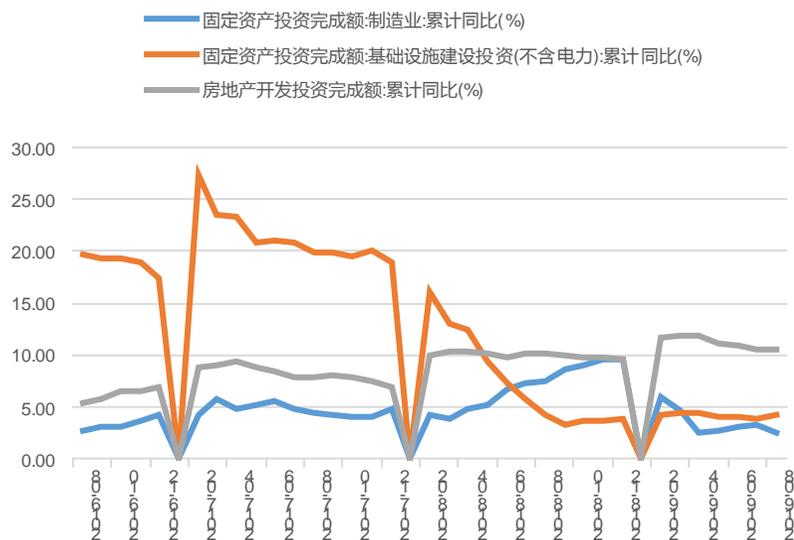


资料来源：Wind

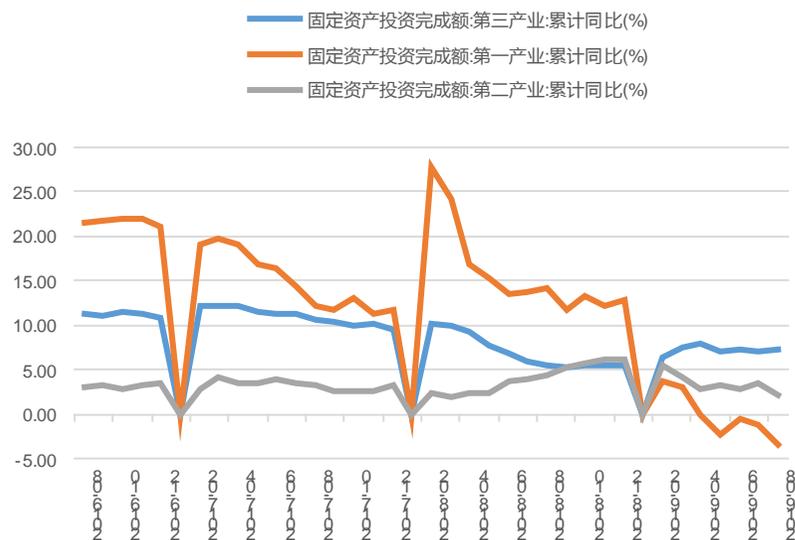
资料来源：Wind

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%



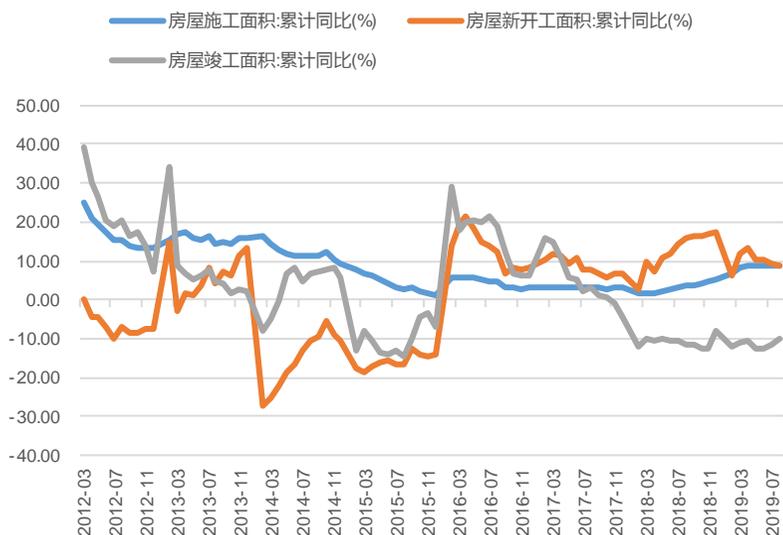
资料来源：Wind



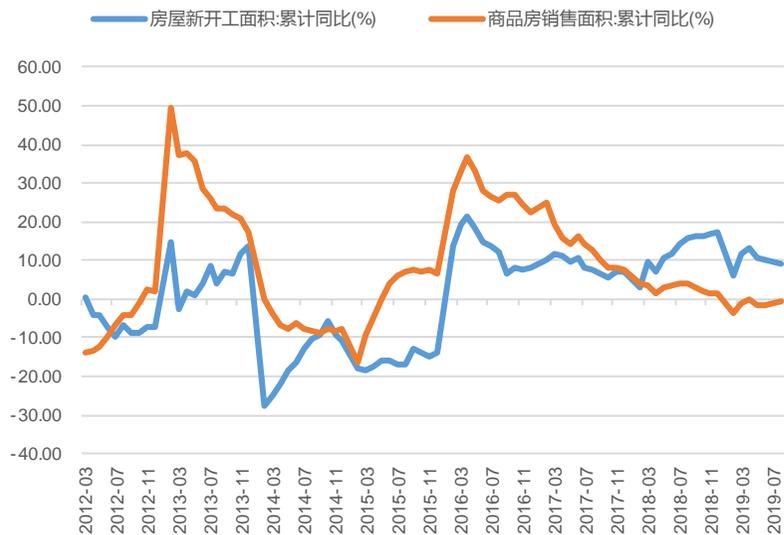
资料来源：Wind

增长：房地产投资韧性强，房屋销售面积存忧

- 房屋新开工面积累计同比8.9%
- 房屋销售面积累计同比-0.6%，按照房地产销售面积领先新开工1-2个季度，可能对未来房屋新开工形成压制



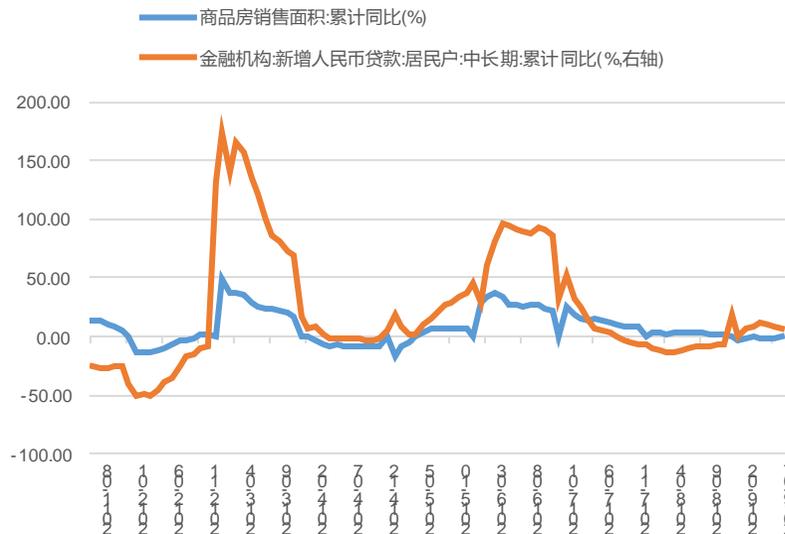
资料来源：Wind



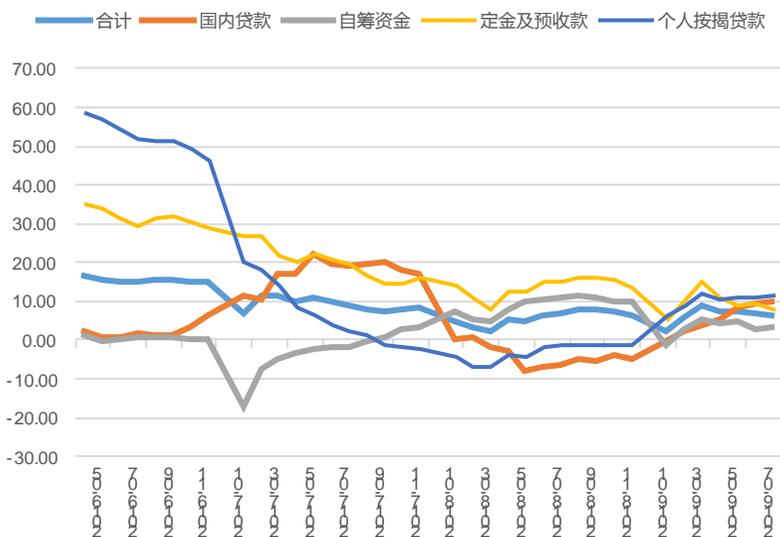
资料来源：Wind

增长：房地产持续性存忧

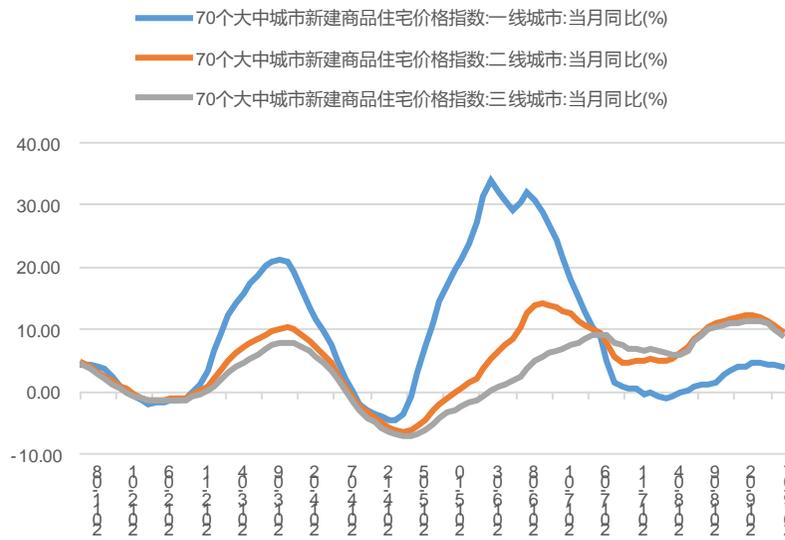
- 房地产资金来源累计同比增长6.6%
- 居民中长期贷款累计增速持续7.6%
- 70个大中城市新建商品住宅价格同比增速下滑



资料来源：Wind



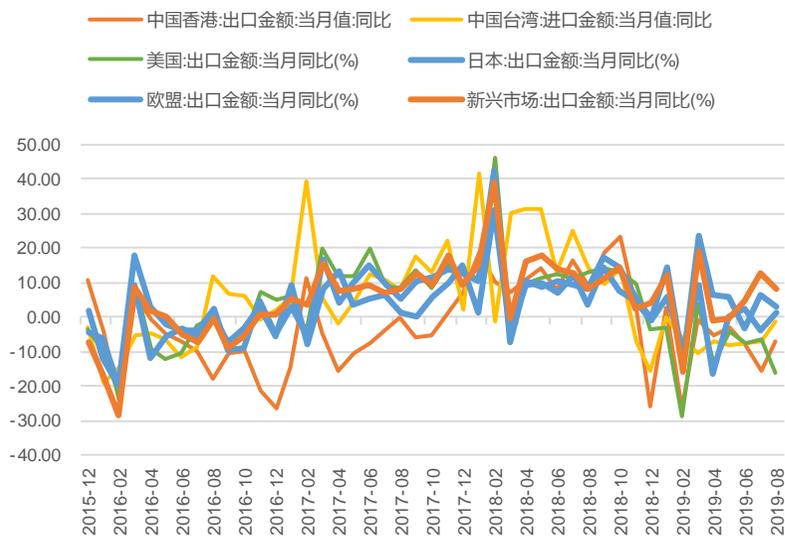
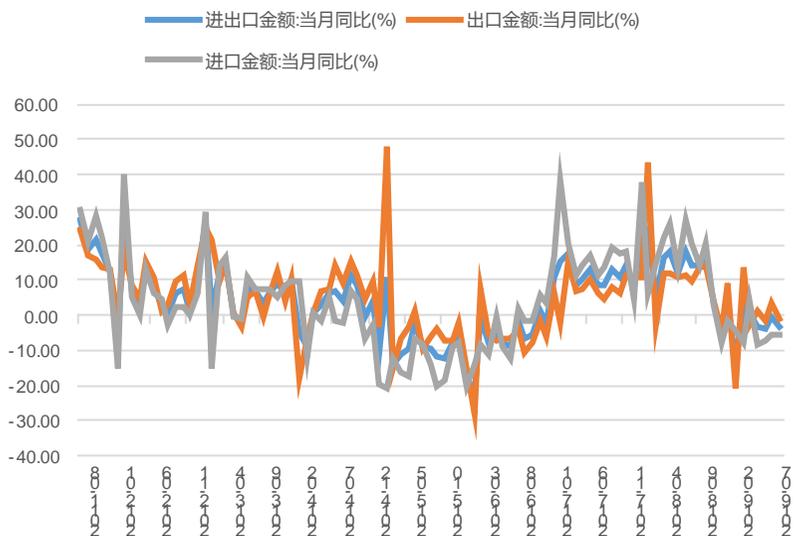
资料来源：Wind



资料来源：Wind

增长：进口保持稳定，明年压力大

- 进出口、出口、进口金额当月同比分别为-3.2%、-1.0%、-5.6%，出现超季节性回落
- 全球经济回落，明年进出口压力大

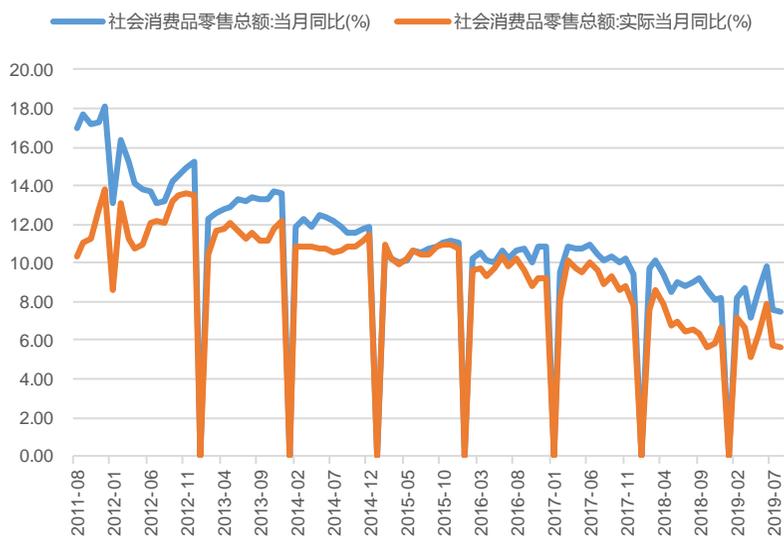


资料来源：Wind

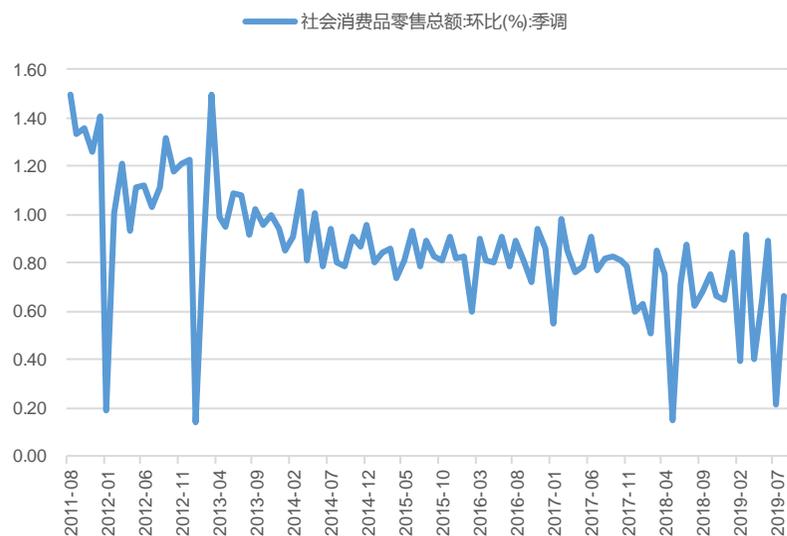
资料来源：Wind

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7.5%
- 过去几年基本上维持每年下降1个百分点



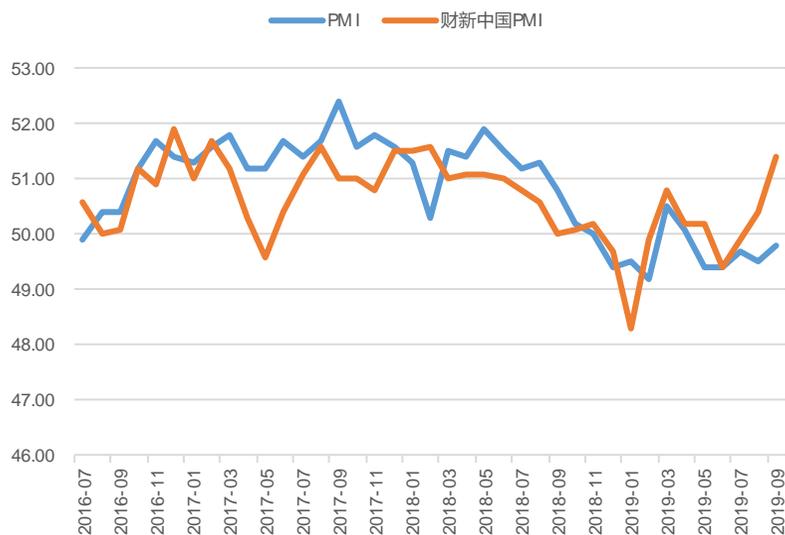
资料来源：Wind



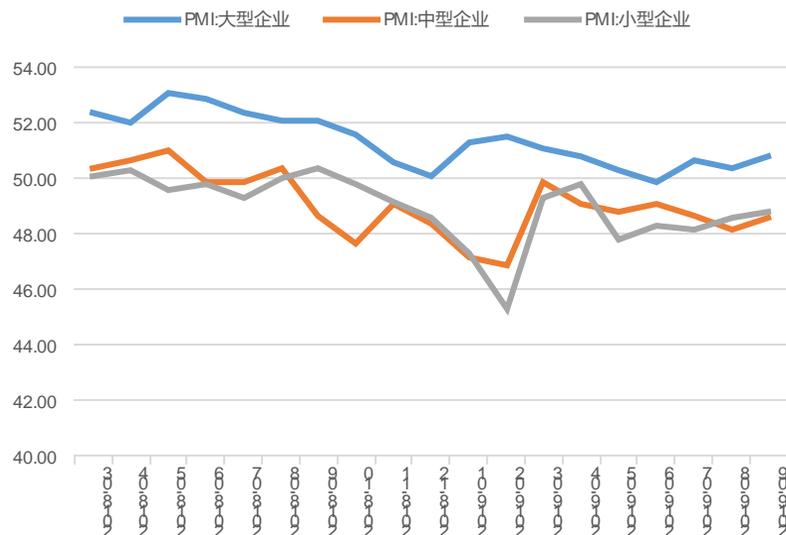
资料来源：Wind

增长：PMI超季节性回落

- 中采制造业PMI 49.8，环比回升0.3个百分点，继续维持在荣枯线下
- 9月中采PMI回升幅度低于季节性
- 按照企业类型来看，中小企业景气度相对较弱



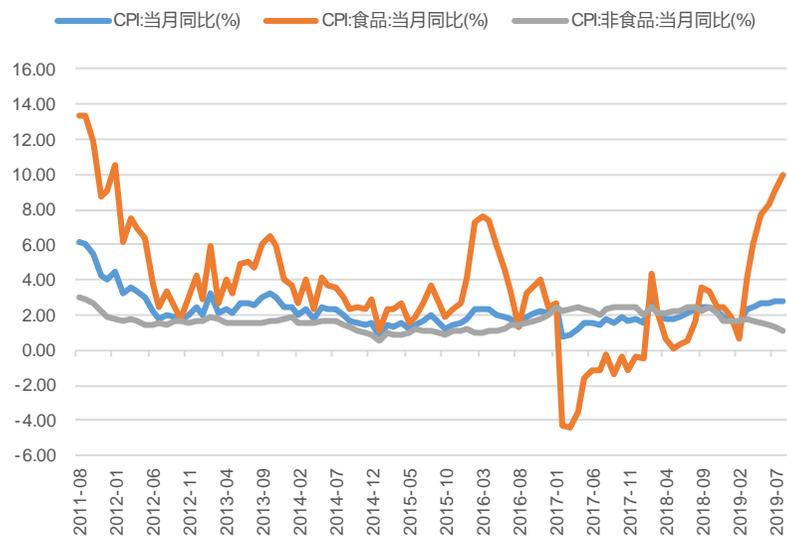
资料来源：Wind



资料来源：Wind

通胀：CPI保持稳定，PPI小幅回落

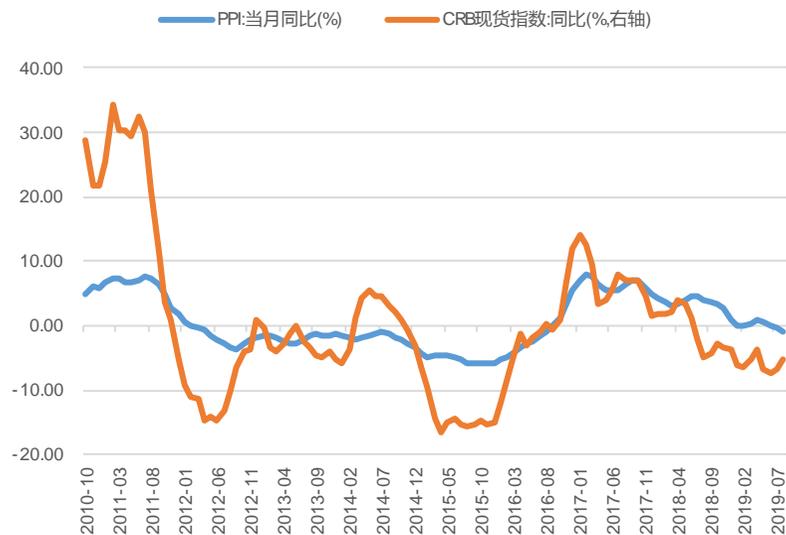
- 在CPI端，食品同比10%，非食品项保持稳定，同比1.7%，CPI整体2.8%
- 在PPI端，同比-0.8%，降幅有所收敛



资料来源：Wind



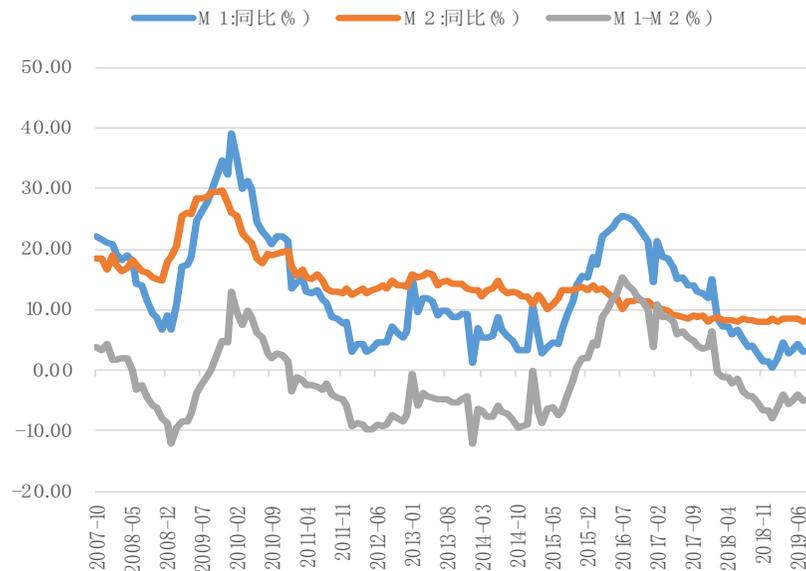
资料来源：Wind



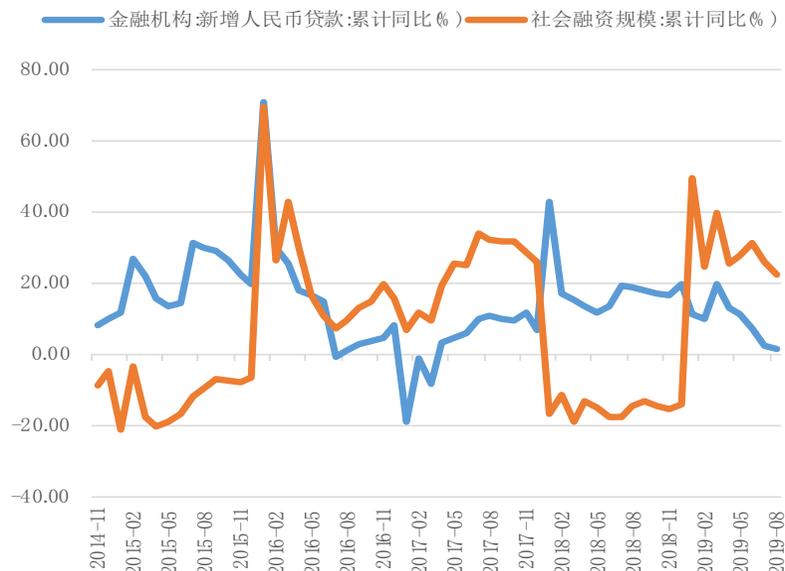
资料来源：Wind

货币：M2、社融增速企稳

- 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



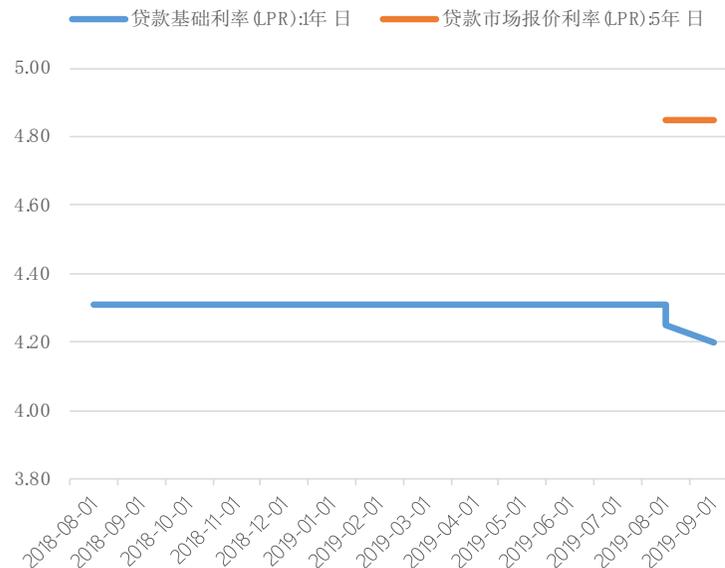
资料来源：Wind

利率：推出LPR

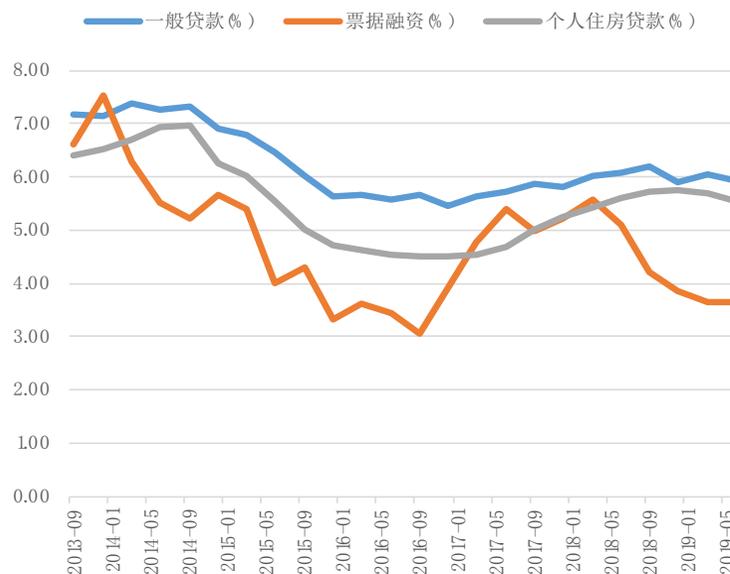
- 2016年12月见底后，加权平均利率连续8个季度上行至5.94%
- 一般贷款利率上行至6.19%
- 票据融资利率连续2个季度回落至4.22%
- 个人住房贷款利率上行至5.72%



资料来源：Wind



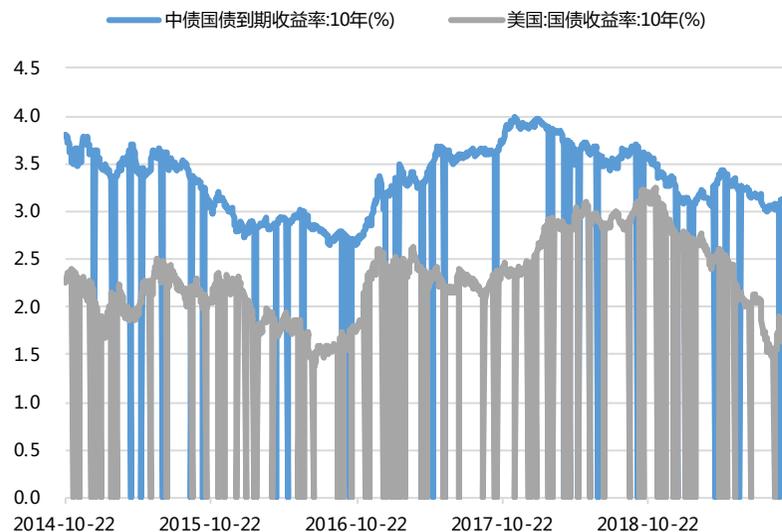
资料来源：Wind



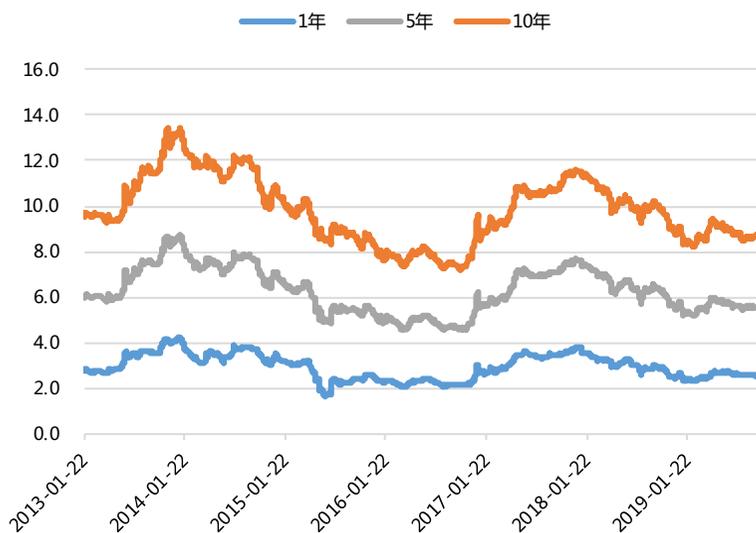
资料来源：Wind

利率：国债收益率仍有下行空间

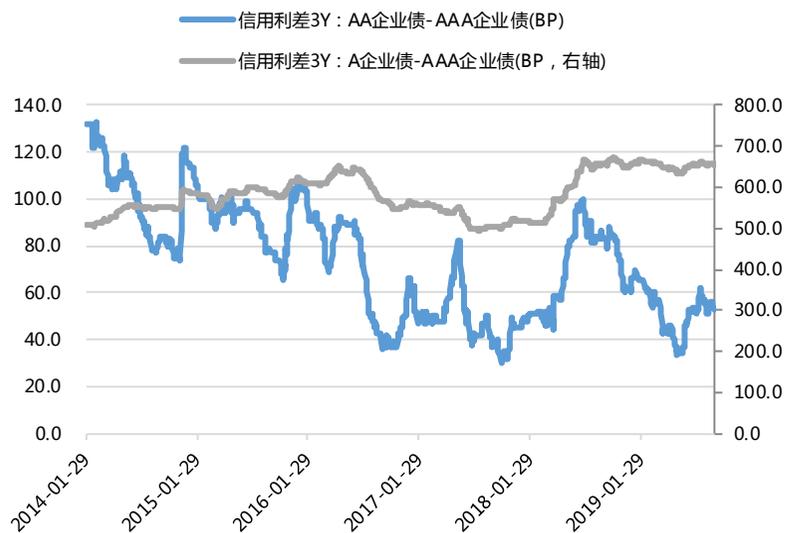
- 中债10年期国债收率3.15%，美债十年期收益率1.68%，中美利扩大至140bp
- 信用债利差维持震荡，各类企业感觉到宽松程度差异较大



资料来源：Wind



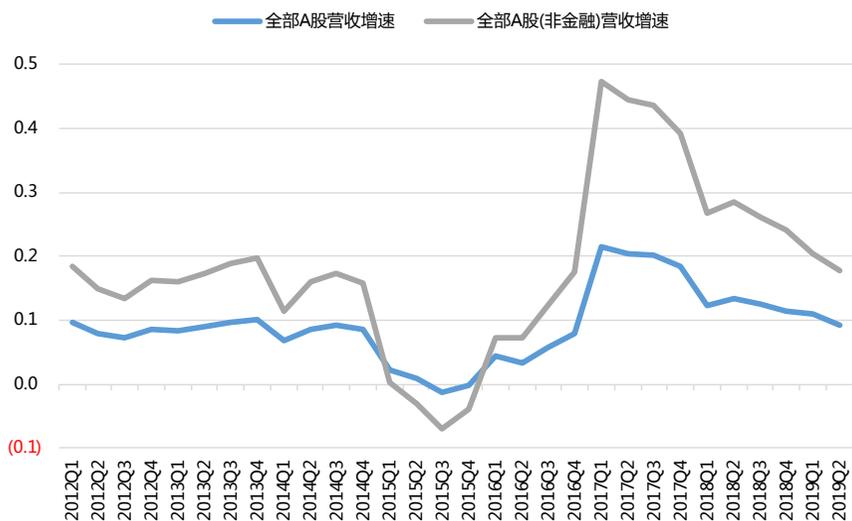
资料来源：Wind



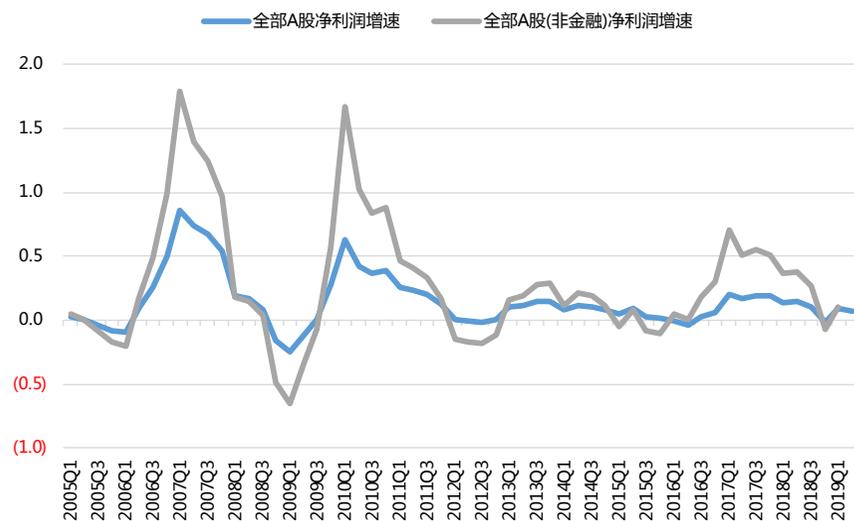
资料来源：Wind

中观：企业盈利将逐季下降

- 名义GDP、营业收入增速将逐季下降
- 全A（非金融）企业盈利将逐季下降，大概率将会出现负增长，全年增长为低个位数



资料来源：Wind



资料来源：Wind

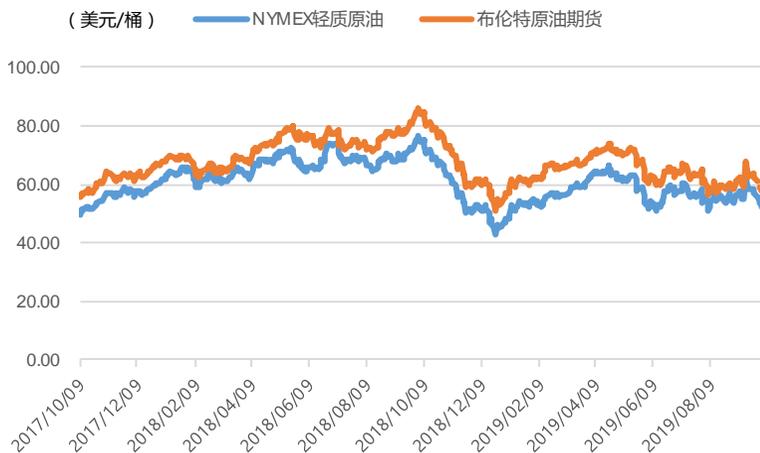
中观：企业盈利能力下行

- 全A非金融ROE(TTM)经过18Q4的断崖式下滑后，今年来盈利处于低位水平，且中报仍有小幅下滑，为8.01%，低于19Q1的8.20%。其中，周转率均在恶化，负债率小幅提升。毛利率也有小幅回落。
- 创业板的ROE(TTM)处于极低水平，仅2.48%，且较19Q1有小幅回落，其中，周转率恶化较明显，毛利率显示有小幅回升，主要由于成本端的改善幅度大于收入端的下降幅度，但期间费用率均在提升。

TTM 指标	全 A 非金融			创业板 (剔除温氏、乐视、光线、坚瑞)		
	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2018Q4	2019Q1	2019Q2
ROE	8.25%	8.20%	8.01% ↓	2.56%	2.63%	2.48% ↓
净利率	4.38%	4.34%	4.24% ↓	2.73%	2.77%	2.61% ↓
周转率	65.37%	64.78%	64.21% ↓	53.24%	53.24%	52.49% ↓
负债率	65.28%	65.68%	66.00% ↑	43.14%	44.00%	44.73% ↑
毛利率	19.94%	19.80%	19.65% ↓	30.33%	30.08%	30.14% ↑
销售费用率	4.22%	4.22%	4.23% ↑	7.78%	7.75%	7.88% ↑
管理费用率	3.65%	3.63%	3.60% ↓	6.38%	6.42%	6.50% ↑
财务费用率	1.43%	1.45%	1.47% ↑	1.33%	1.34%	1.42% ↑
营业收入同比	10.25%	9.48%	7.38% ↓	6.24%	12.19%	3.49% ↓
营业成本同比	11.57%	10.27%	8.20% ↓	9.15%	14.06%	3.15% ↓

资料来源：Wind

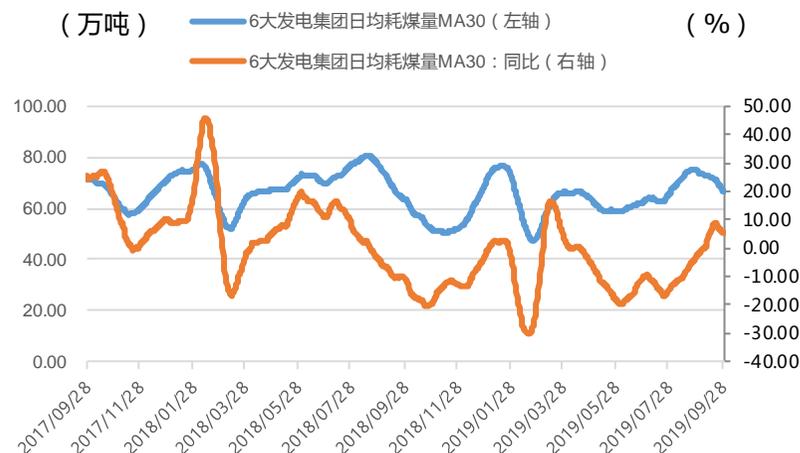
上游数据：需求偏弱，价格回落



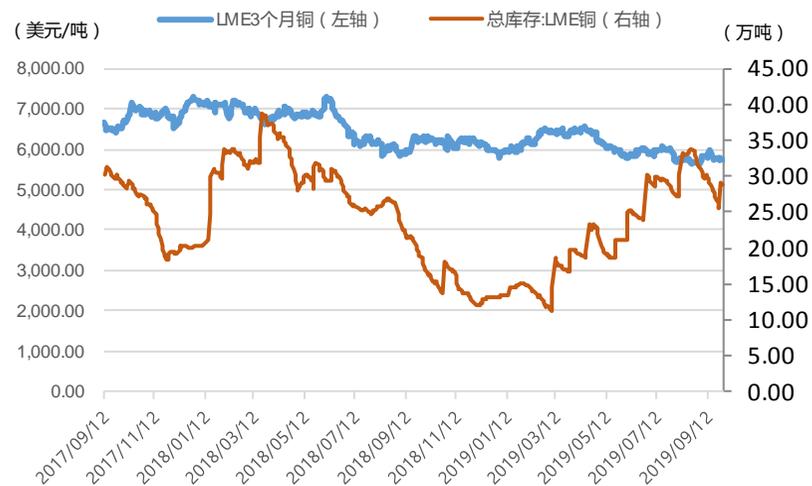
资料来源：Wind



资料来源：Wind



资料来源：Wind

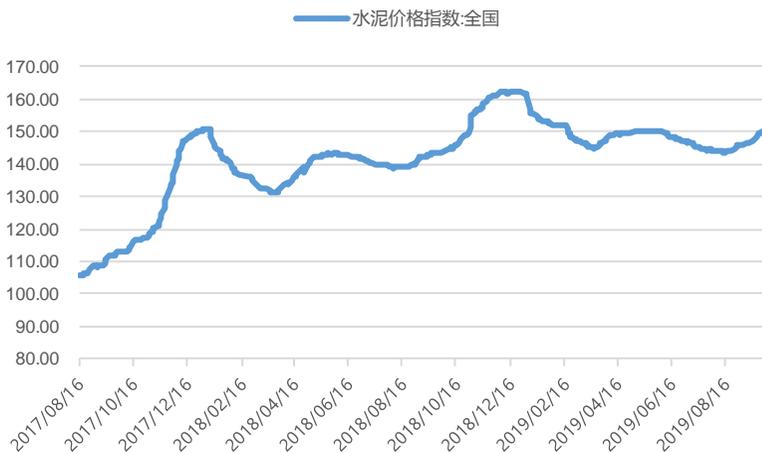


资料来源：Wind

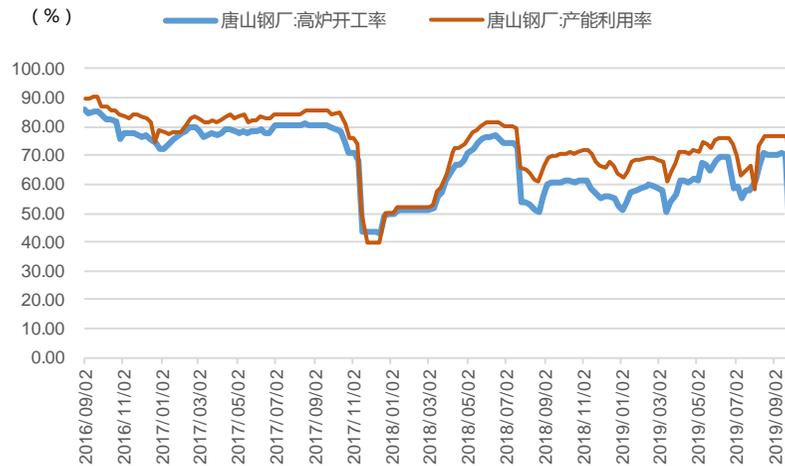
中游数据：价位稳中趋弱



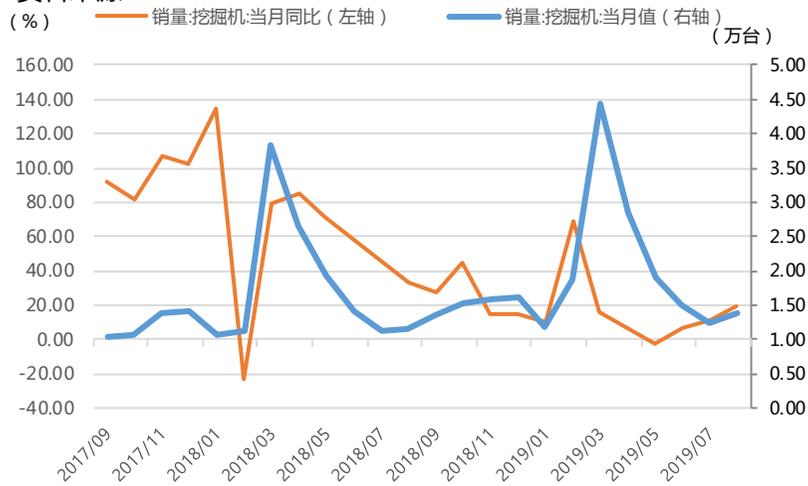
资料来源：Wind



资料来源：Wind

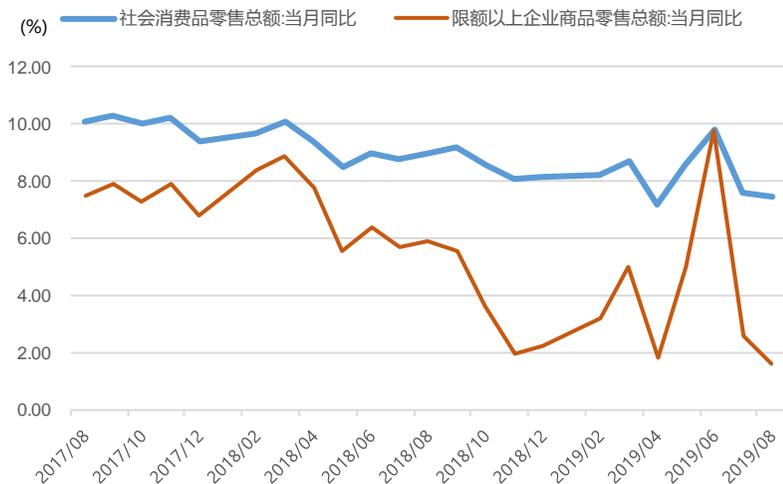


资料来源：Wind

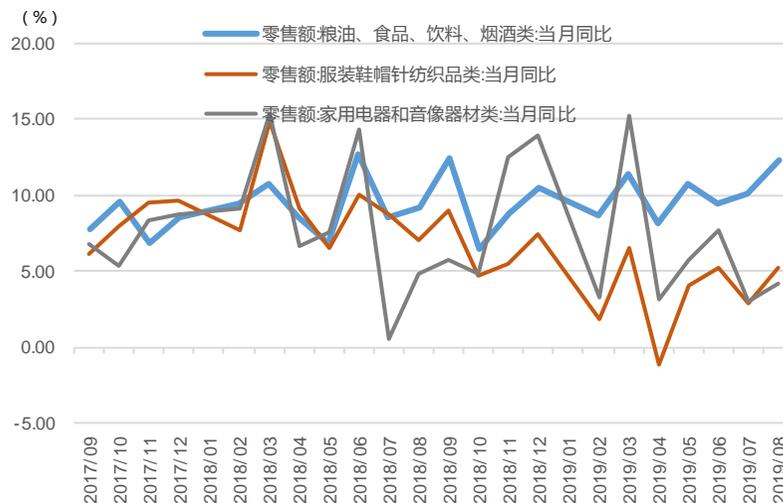


资料来源：Wind

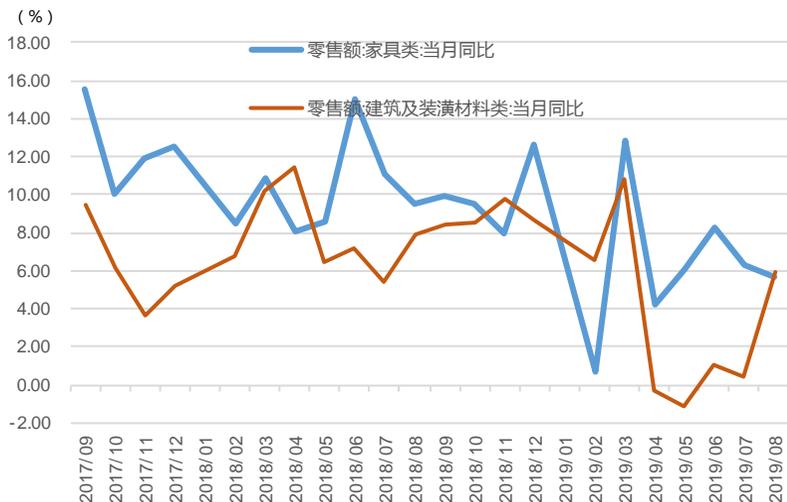
下游数据：整体分化，畜禽养殖景气上行周期



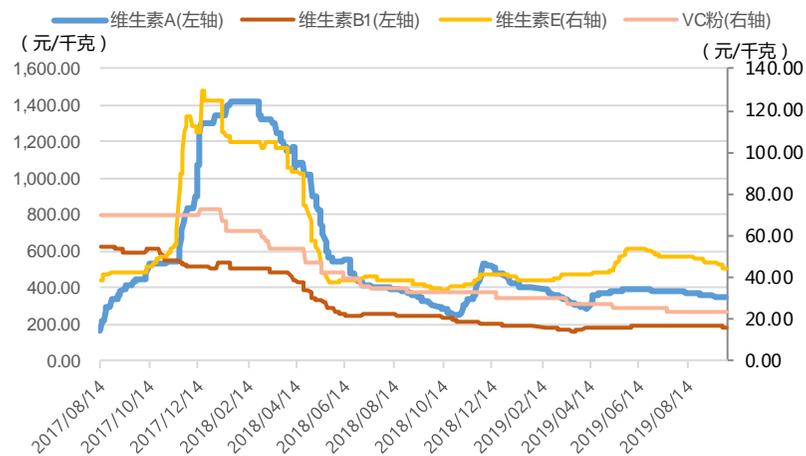
资料来源：Wind



资料来源：Wind

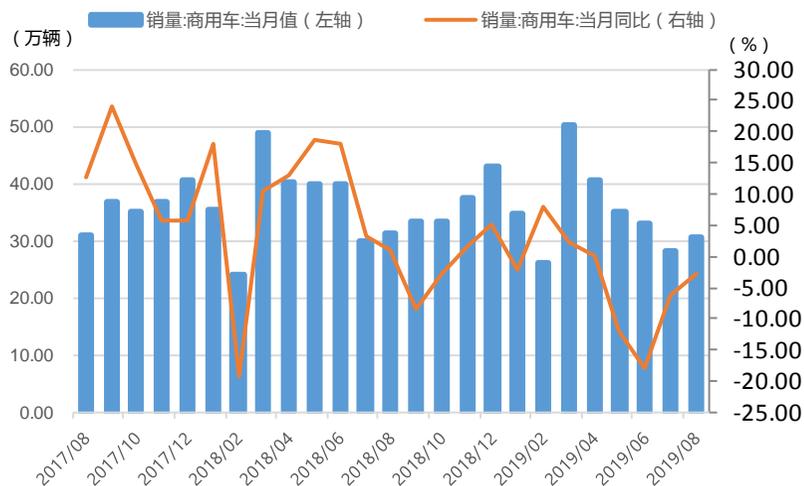


资料来源：Wind

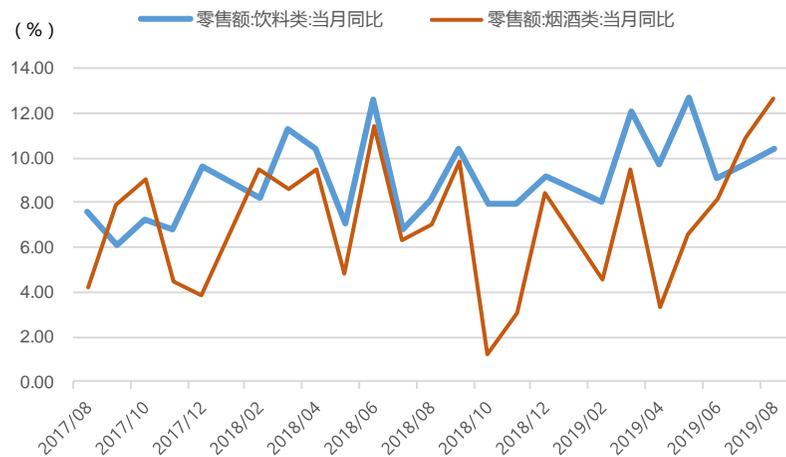


资料来源：Wind

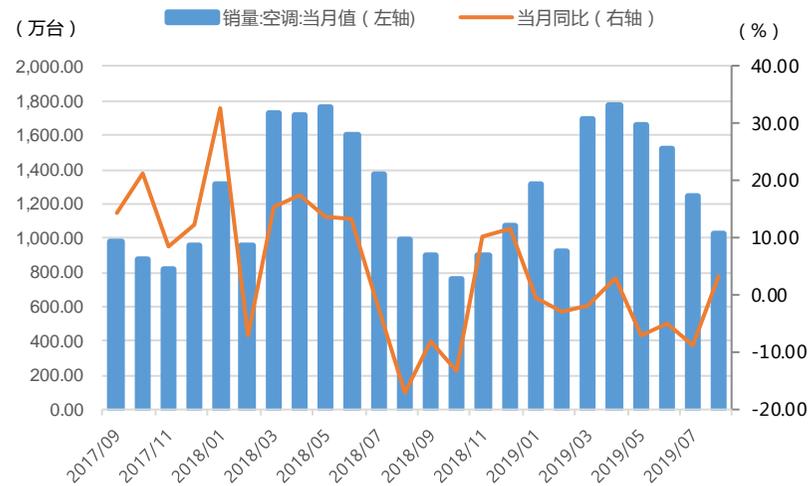
下游数据：整体分化，畜禽养殖景气上行周期



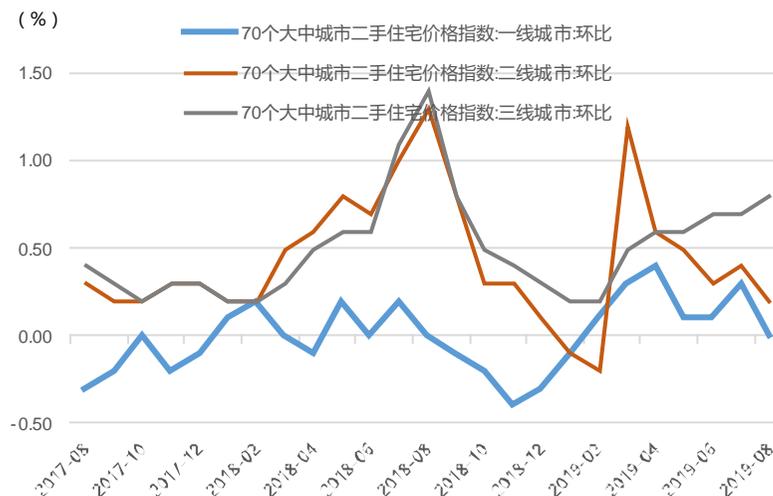
资料来源：Wind



资料来源：Wind

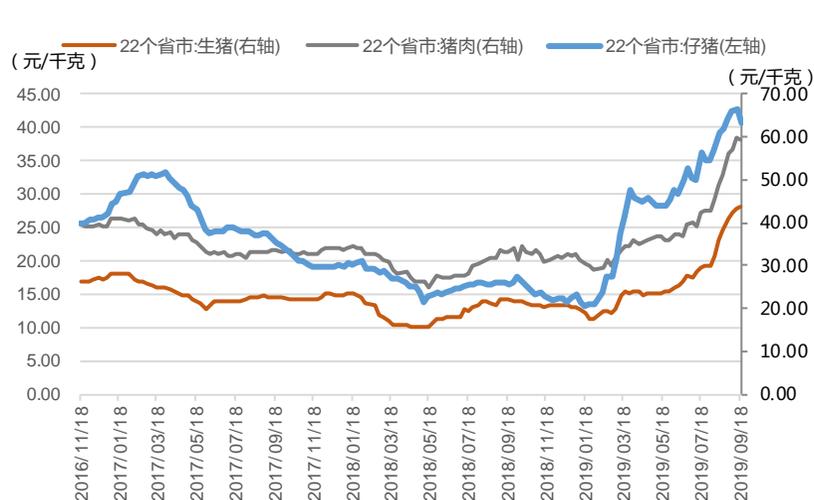


资料来源：Wind



资料来源：Wind

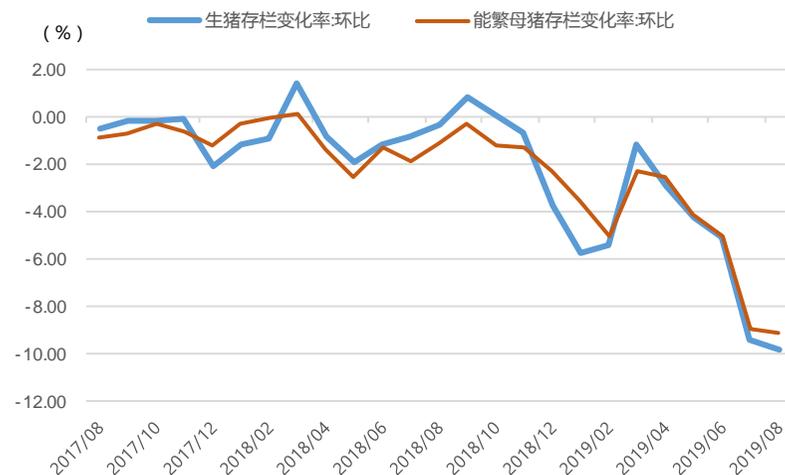
下游数据：整体分化，畜禽养殖景气上行周期



资料来源：Wind



资料来源：Wind

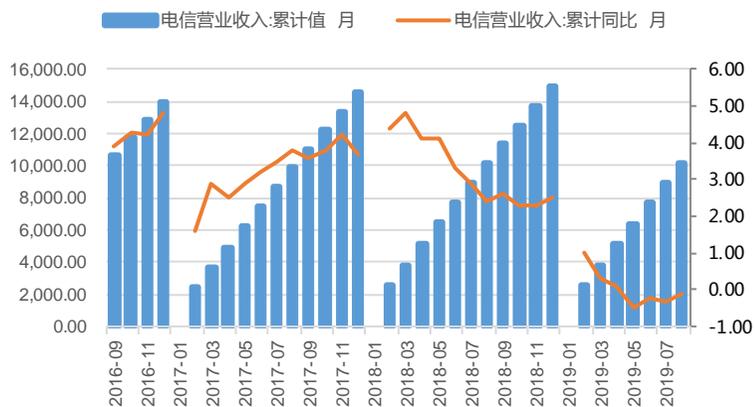


资料来源：Wind



资料来源：Wind

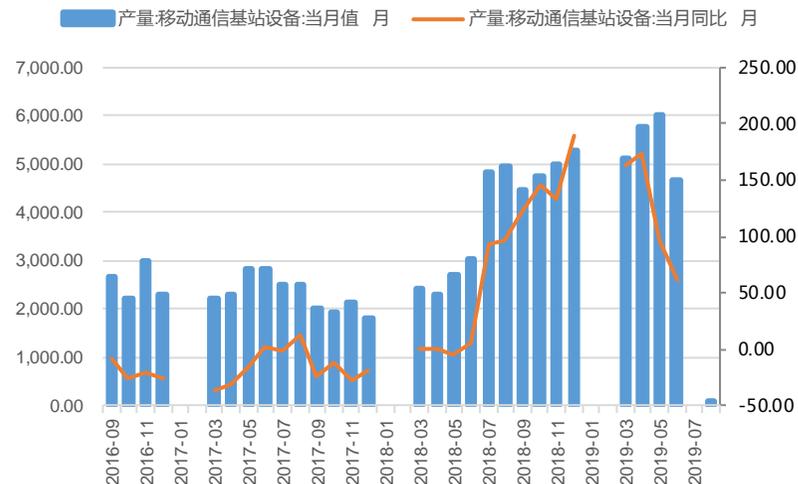
TMT : 5G景气最确定



资料来源 : Wind



资料来源 : Wind

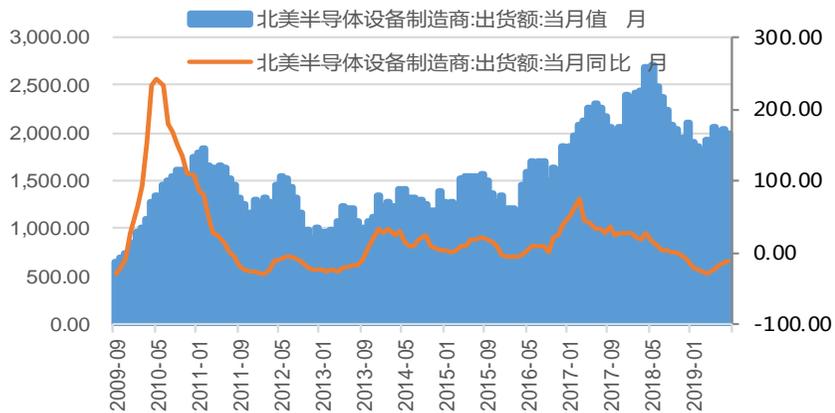


资料来源 : Wind



资料来源 : Wind

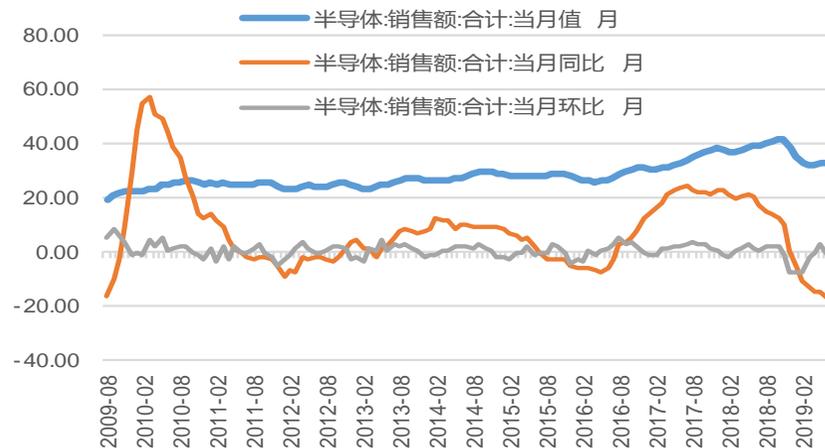
TMT : 5G景气最确定



资料来源：Wind



资料来源：Wind



资料来源：Wind



资料来源：Wind

要点

■ 一、权益市场回顾

- 主要指数均有表现
- 行业分化较大
- 当前PB、PE仍然不贵

■ 二、宏观经济与行业中观

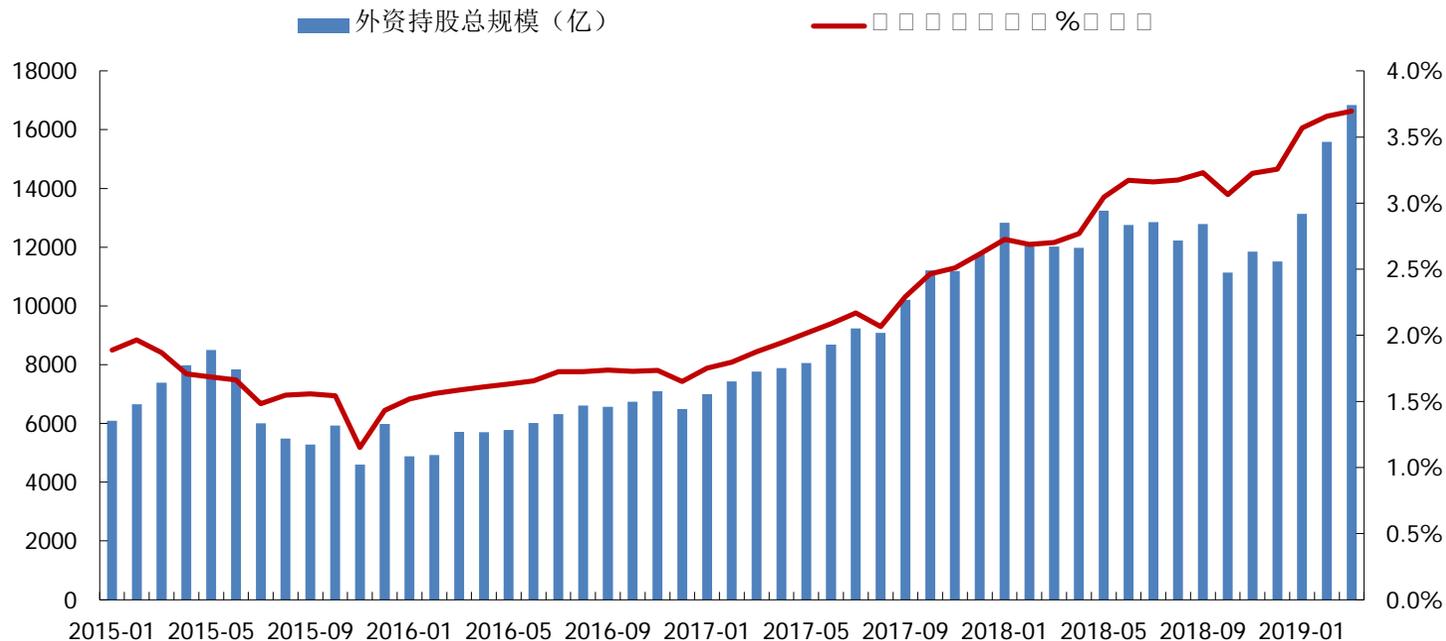
- GDP增速下行，PMI跌破荣枯线，投资上行弹性小
- 核心CPI稳定与中美利差不是约束，央行宽松有空间
- 社融增速底部企稳
- 上游价格回落，中游价格稳中趋弱、需求一般，下游需求分化

■ 三、投资策略：优质资产是主战场，关注低估蓝筹、行业景气上行

- 经济结构与投资者结构主导投资方向
- 优质资产是主战场
- 关注低估蓝筹、行业景气度上行

机构投资者占比逐渐提升，三分天下

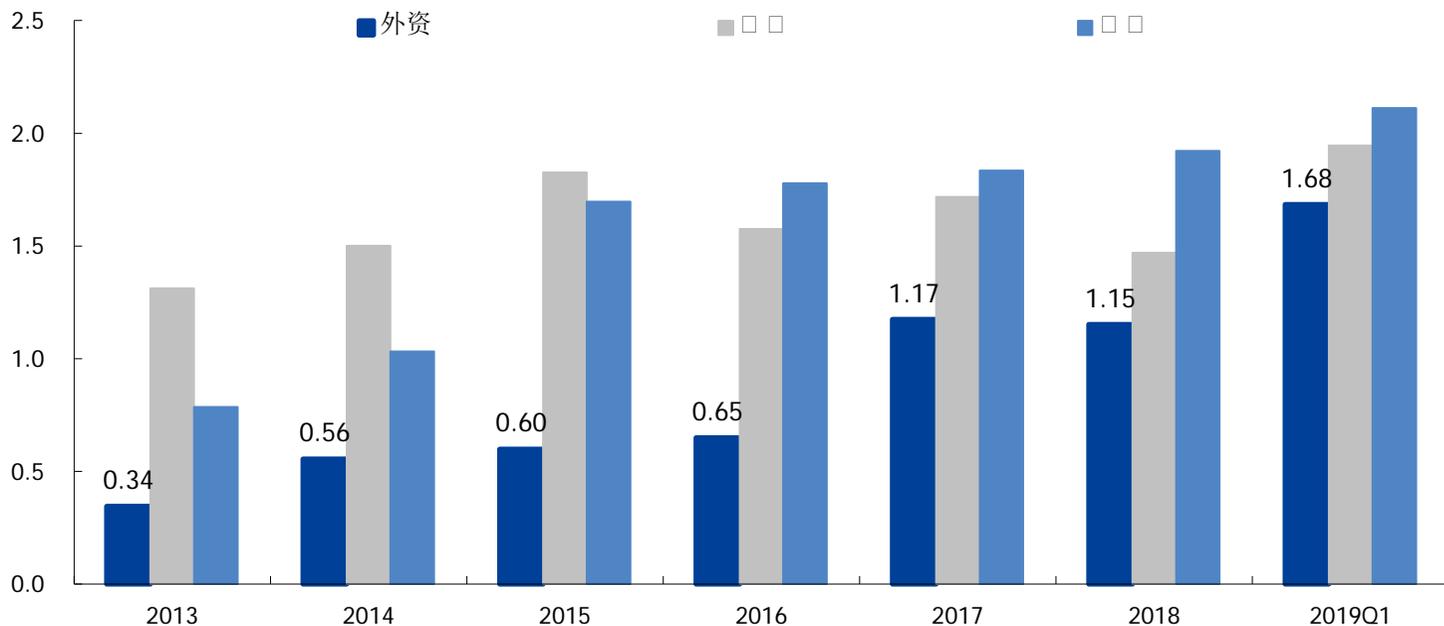
- 2016年开始，随着陆港通全面建立和MSCI落地，境外资金入场明显提速，以北上资金为例，16-18年北上净流入分别达到606.8亿、1997.4亿和2942.2亿。
- 2019年至今，尽管海内外不确定性较高，但北上通道仍净流入逾1000亿。外资已经成为过去三年A股市场最重要的增量资金，对国内市场话语权显著提升。



资料来源：国盛证券、Wind

机构投资者占比逐渐提升，三分天下

- 截至2019年3月底，境外机构或个人持有A股总规模达到1.68万亿。
- 同期，国内公募基金和险资持股规模分别为1.95万亿、2.1万亿，随着A股对外开放进程的提速，外资追赶国内机构规模的步伐逐渐加快，且未来仍有万亿级别的入场空间。



资料来源：国盛证券、Wind

中国已是最大工业制造国

- 人口多、市场大的优势
- 单位研发投入的边际产出高
- 研发投入的相对成本低
- 规模效应从“量变”到“质变”



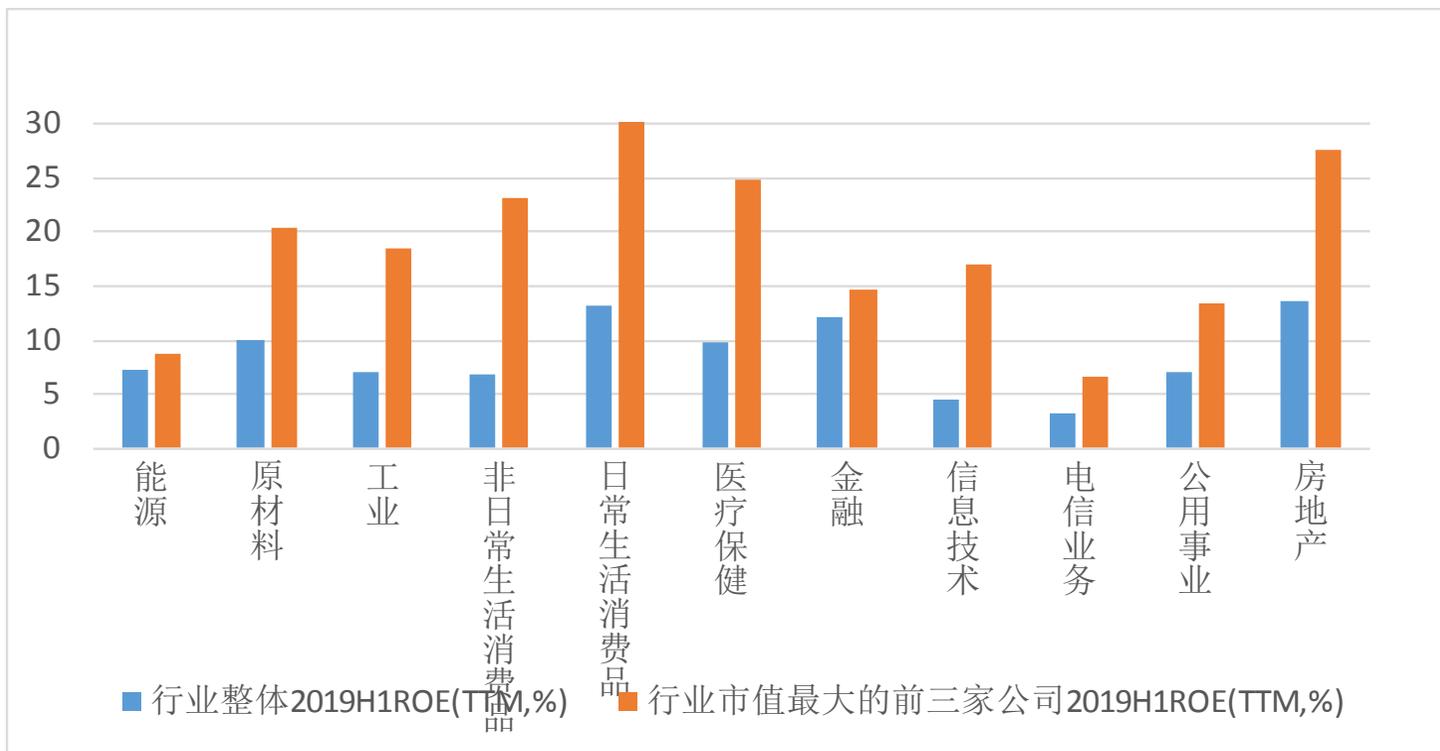
资料来源：中金、Wind



ORIENT FUND

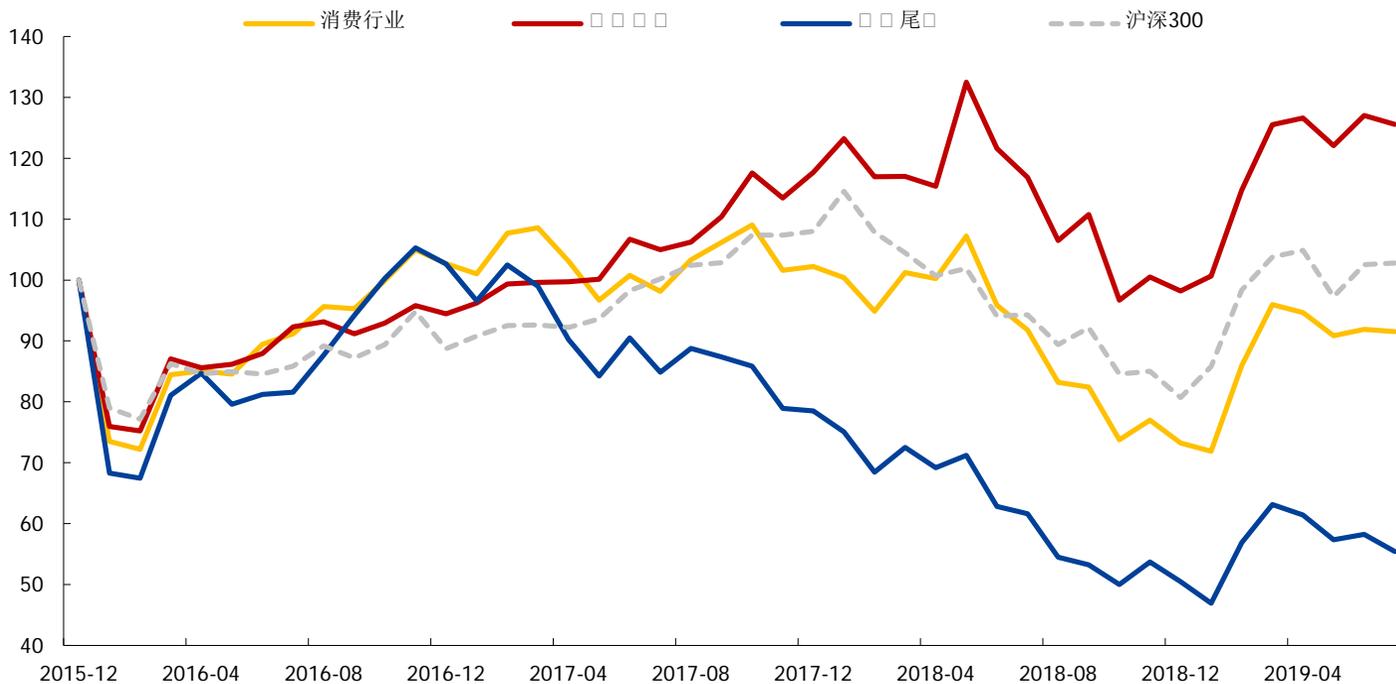
龙头公司盈利能力提升

- 龙头公司更高盈利能力，ROE高于整体水平



资料来源：Wind

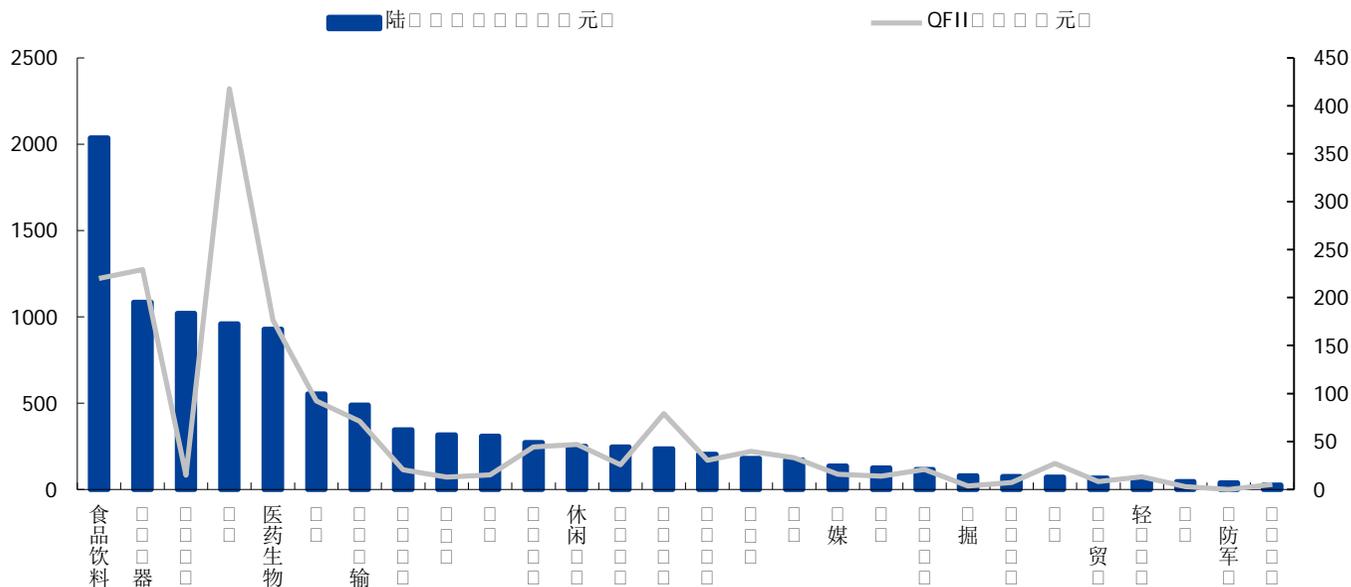
行业内部部分化剧烈



资料来源：Wind

外资持续买入优质资产

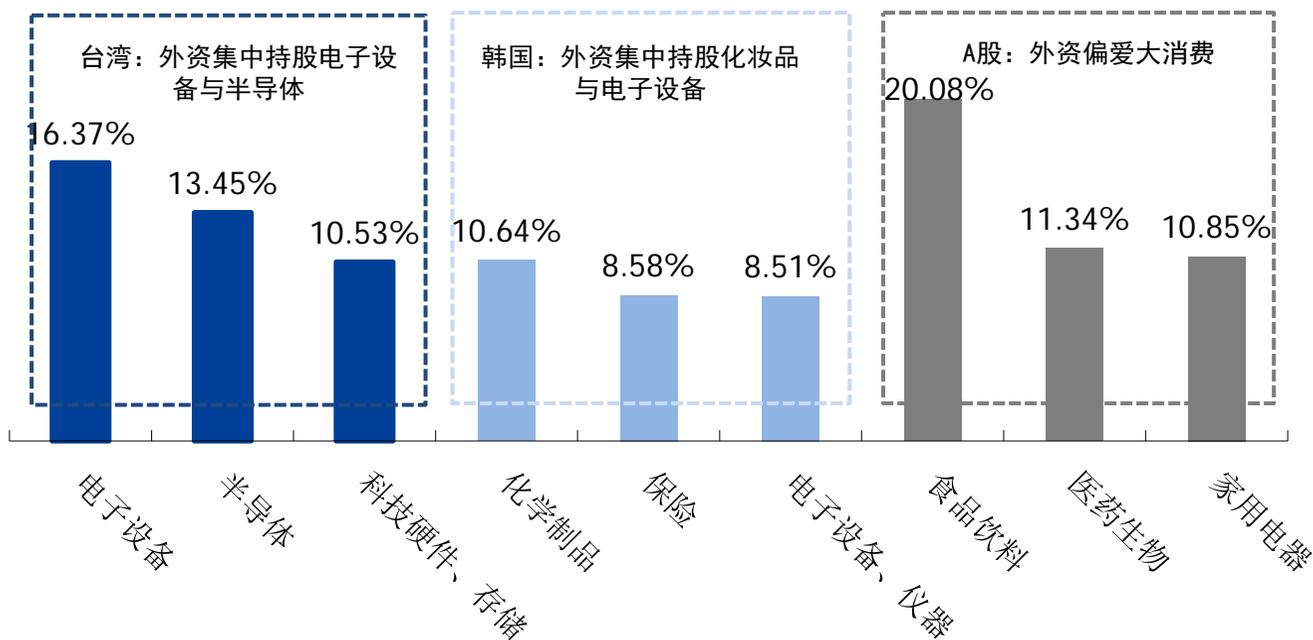
- 外资的持续流入是长逻辑、大趋势，不会改变：一方面国际化进程大势所趋，A股外资配置比例尚低，国际资金仍在“水往低处流”，另一方面A股对外开放的进程也在加速。
- 当前外资已经成为影响A股日常交易的常规力量，占到市场总成交额的6%左右；并且已成为A股行业轮动的新驱动，尤其表现在对消费股走势的影响上



资料来源：国盛证券、Wind

外资持续买入优质资产

- 国际经验来看，外资持续偏好于本土优势行业或特色产业；大消费是典型的本土优势产业，亦是外资长期增持的主要方向



资料来源：国盛证券、Wind

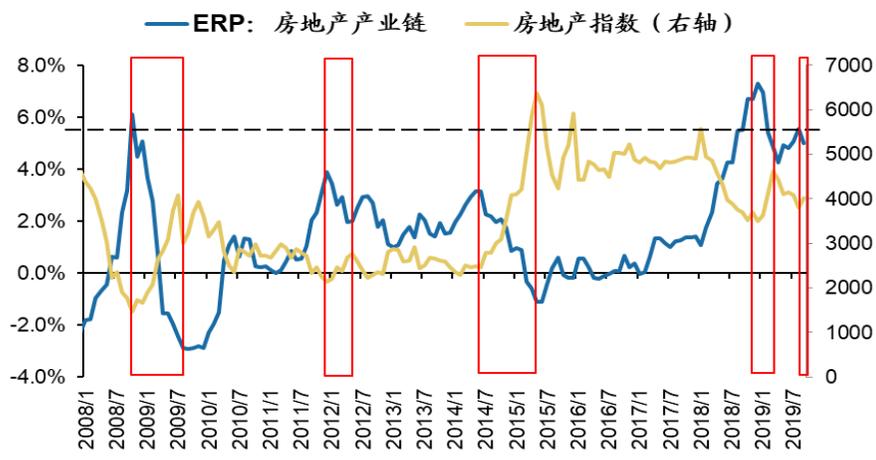
关注低估值蓝筹

■ 地产：政策底=ERP顶，估值有修复空间

- 预计经济下行压力加大，地产调控延续但亦难以继续加码，地产板块隐含较悲观预期的估值水平有修复空间

■ 汽车：盈利底部弱回升，稳增长扩估值

- 汽车完成库存去化，稳增长诉求较大的背景下，副作用较小的鼓励汽车消费政策有望加速落地



资料来源：广发证券、Wind



资料来源：广发证券、Wind

关注行业景气度上行

- 从净利润增速角度看：19Q2净利润增速前十的行业为：农业（90%）、非银（68%）、计算机（37.5%）、机械（29.3%）、军工（29.1%）、食品饮料（21.3%）、休闲服务（20%）、建材（20%）、地产（17.1%）、交运（14.2%）。相对19Q1回升幅度前十的行业为：通信、农业、电子、有色、钢铁、轻工、家电、化工、地产、交运。
- 从ROE角度看：ROE(TTM)环比提升的行业有：非银、机械、轻工、电气设备、纺服、计算机、军工、家电、食品饮料等。
- 综合来看，一级行业中，盈利相对较好的有：农业、非银、计算机、机械、军工、食品饮料等。

一级行业	累计净利润增速 (%)				ROE(TTM) (%)			
	2018Q4	2019Q1	2019Q2	19Q2-19Q1	2018Q4	2019Q1	2019Q2	19Q2-19Q1
通信	-66.1	-1318.8	-175.0	1143.8	1.5	3.4	0.2	-3.2
农林牧渔	-52.0	-72.1	90.1	162.2	4.9	3.7	6.9	3.2
电子	-18.8	-13.4	-3.9	9.5	7.4	7.0	6.9	0.0
有色金属	-48.0	-40.3	-31.1	9.1	3.7	2.8	2.3	-0.6
钢铁	33.3	-47.5	-39.3	8.1	15.9	13.9	12.1	-1.7
轻工制造	-42.2	-30.0	-23.8	6.2	5.8	5.0	5.8	0.7
家用电器	-9.7	6.5	9.8	3.3	16.4	16.2	16.6	0.4
化工	18.7	-23.2	-21.5	1.8	9.9	9.1	8.3	-0.8
房地产	11.2	15.5	17.1	1.6	13.7	13.6	13.9	0.2
交通运输	-14.7	12.9	14.2	1.3	8.2	8.7	8.8	0.1
银行	5.6	6.3	7.5	1.2	12.6	12.4	12.3	-0.1
机械设备	-33.2	29.4	29.3	-0.2	4.5	4.8	5.6	0.8
采掘	46.5	7.3	7.0	-0.3	7.0	7.1	7.1	0.0
食品饮料	26.5	23.2	21.3	-1.9	20.0	20.9	21.1	0.2
非银金融	-17.4	71.0	67.7	-3.3	8.0	9.7	10.8	1.2
汽车	-24.7	-24.9	-31.4	-6.5	8.2	7.4	6.3	-1.1
建筑装饰	5.2	11.8	3.3	-8.6	10.7	10.7	10.2	-0.4
公用事业	3.2	22.0	12.8	-9.2	6.5	6.7	6.7	0.0
医药生物	-6.8	15.1	4.2	-10.9	9.6	9.8	9.4	-0.4
商业贸易	13.2	4.8	-12.4	-17.2	8.5	8.4	7.5	-0.9
综合	-237.1	58.9	40.7	-18.2	1.4	1.6	2.5	0.8
电气设备	-48.3	25.0	6.8	-18.2	3.6	3.9	4.3	0.5
国防军工	-5.4	47.8	29.1	-18.7	2.9	3.0	3.3	0.3
纺织服装	-37.2	3.1	-17.4	-20.6	5.4	5.5	6.0	0.5
计算机	-51.7	67.7	37.5	-30.1	3.5	4.1	4.4	0.4
传媒	-155.9	-22.4	-53.8	-31.4	-2.7	-2.4	-3.2	-0.8
休闲服务	10.8	53.1	20.0	-33.2	10.4	11.4	11.0	-0.4
建筑材料	59.9	57.5	20.0	-37.6	16.2	16.6	16.5	-0.1

资料来源：天风证券、Wind



ORIENT FUND

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!