

日期：2018 年 11 月 26 日



分析师：屠骏
Tel: 021-53686136
E-mail: tujun@shzq.com
SAC 证书编号：S0870511070001

分析师：刘骥豪
Tel: 021-53686132
E-mail: liujiahao@shzq.com
SAC 证书编号：S0870512090002

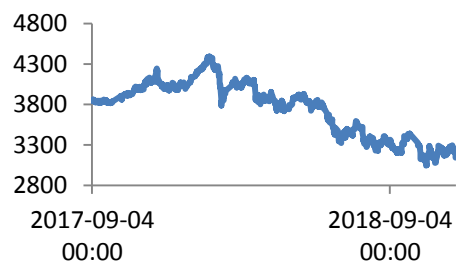
分析师：陈健宏
Tel: 021-53686133
E-mail: chenjianmi@shzq.com
SAC 证书编号：S0870514080001

报告编号：2019NDCL-1

相关报告：

首次报告日期：2016 年 11 月 18 日

最近 6 个月沪深 300 指数表现



积小胜为大胜，以时间换空间

——2019 年 A 股市场投资策略

结论：

当前国内研究机构对于盈利增速下滑见底的一致预期是 2019 年 2-3 季度。互联网信息传播的效率今非昔比，市场一致预期的形成切换速度加快，在经济增速“L”型与结构性改革的远景下，这能否成为 2019 年大盘波动的“锚”存在不确定。同时，在 2019 年美国高位“见顶”与中国经济低位“寻底”的预期交织中，2019 年真正围绕的问题，可能是关于 2019 年全球经济增长见顶的担忧，到底是从 2009 年开始的持续了 10 年中周期的结束，还是短周期的调整？这很大程度上取决于贸易摩擦过程中中美应对政策的调整。但是正在积聚的外部经济下行风险、美股波动率的抬升，对于依托国内经济低位“寻底”的 A 股大盘来说，间歇性负压还是存在的。

2018 年先后出现的估值底、政策底能否向 2019 年的市场底和经济底依次推演，将决定 2019 年行情的基本性质。按照历史规律，市场底的形成，并非经济见底之时，而是在经济加速下行阶段。目前国内房地产市场不论从大周期还是小周期而言均刚刚跨过顶部，进入下行阶段，因此位于高位的建筑业 PMI 波动情况，是 2019 年观察市场底与经济底出现的指标。

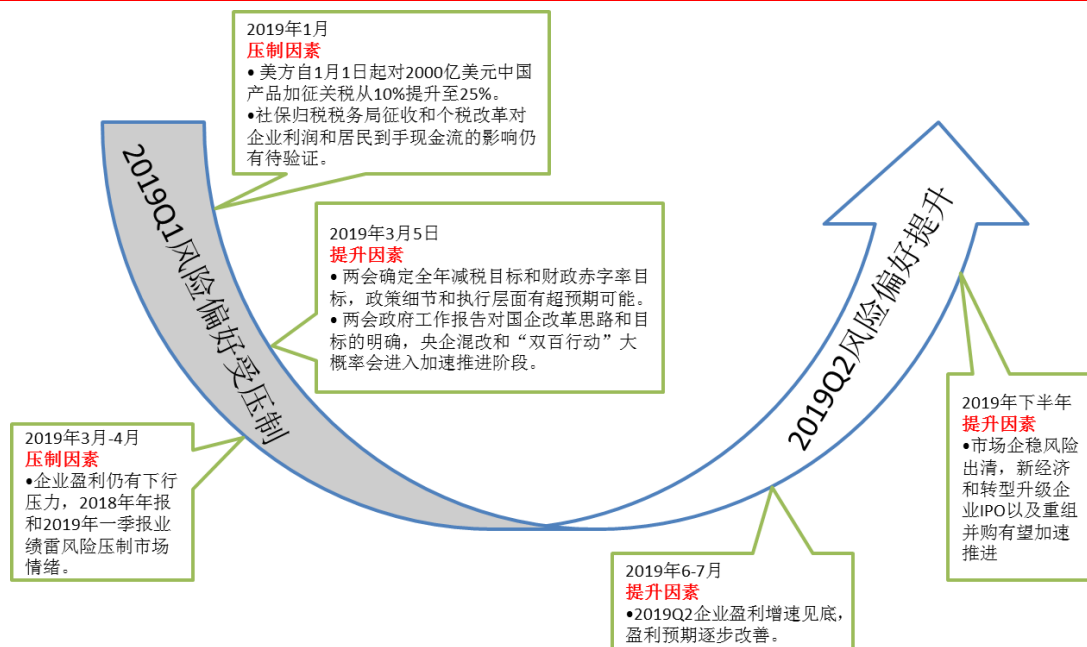
2019 年中美利差会继续向收敛的方向发展。国内利率仍有下行空间，这有利于 A 股估值的回升与对冲部分盈利下行影响，强化 A 股市场的估值底。预计 A 股仍将以存量资金博弈为主，产业资本和跨境资金是 A 股市场两大增量资金。不过，若人民币汇率在中美利差向收敛方向发展的过程中产生阶段性的压力，也要重视外资对于 A 股大盘双刃剑的影响。

综上所述，我们认为 2019 年 A 市场的大基调是区间震荡的战略过渡期。策略建议是“积小胜为大胜，以时间换空间”，主仓位仍以确定性溢价为主线，配置现金流稳定、业绩稳健或者国际比较估值偏低的行业龙头。但时间节奏上，绩优白马股的超额收益一般在经济底部明确后出现。2019 年稳健的中线投资者也可以开始定投指数增强型 ETF 基金。

在纾困与重组主题下，2019 年全年看，超跌低价题材股的活跃度会显著提升。科技成长主要布局方向是 5G 赋能物联网与科创板衍生主题两个方向。大类资产配置建议：选择在经济扩张后周期和衰退期表现较好的黄金与对经济需求敏感的工业品，做宏观对冲。

一、2019 年 A 股市场的影响及对抗因素

图 1 2019 年 A 股市场支撑压制因素对抗表



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

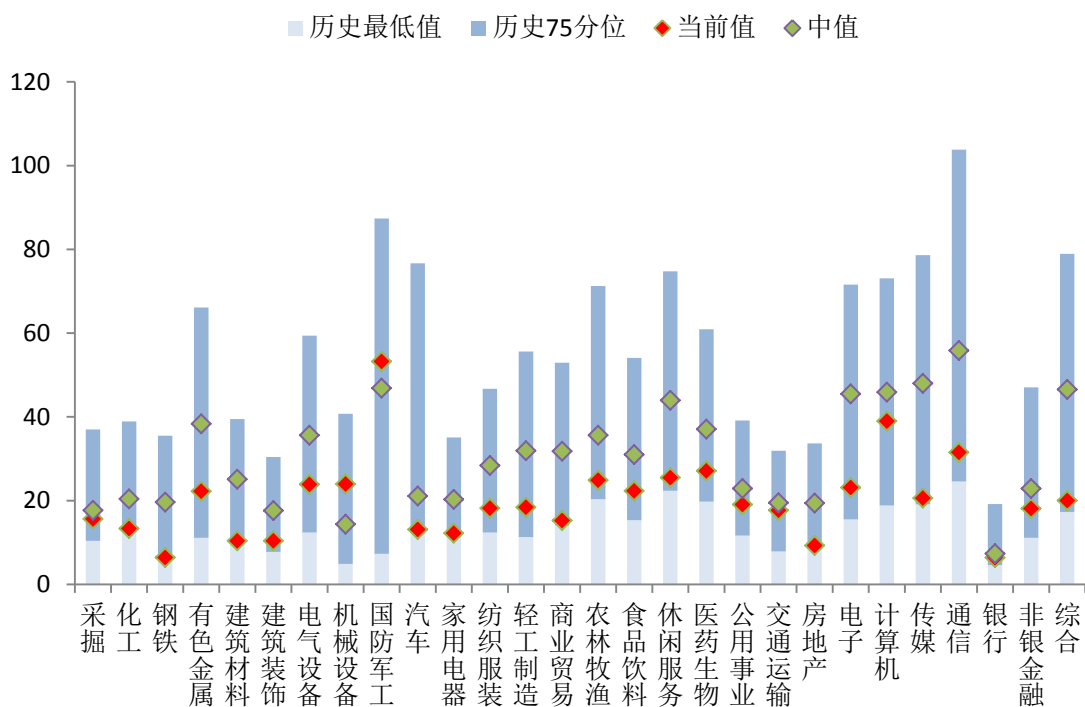
表 1 2019 年财经大事件列表

	事件	预计影响
2018 年		
12 月初	沪伦通	据上证报，沪伦通最早可能 12 月初开通
12 月 13-14 日	特别脱欧峰会	欧盟领导人将讨论英国脱欧事宜
12 月 18-19 日	美联储 12 月 FOMC 会议	有新闻发布会，关注年内是否第四次加息及关于利率的前瞻指引
12 月	中央经济工作会议	一般内容为 总结上年和规划来年经济工作，关注重要经济政策信号
12 月底	中央农村工作会议	党中央安排部署农村工作的年度最高工作会议。关注“乡村振兴”战略
年底前（可能）	十九届四中全会	可能总结改革开放 40 周年的经验教训，关注可能出台的重大经济政策
2019 年		
1 月 1 日	美国将 2000 亿美元商品关税税率由 10% 提高到 25%	或将进一步拖累中国出口增速，关注中国反制措施，对企业利润的影响。
1 月中下旬	达沃斯论坛	李克强总理可能出席并讲话
1 月下半月	2018 年 GDP 公布	关注 GDP 及其他经济活动数据
1 月底	国务院全体会议	一般每半年召开一次，1 月会议一般讨论即将提交人大审议的《政府工作报告》
1 月 29-30 日	美联储 1 月 FOMC 会议	无新闻发布会，关注是否传递 2019 年 3 月加息信号
2 月 4-10 日	春节假期	A 股将休市，关注假期消费数据和海外市场动态
2 月 28 日	MSCI 公布 A 股咨询结果	MSCI 将公布是否会在 5 月提高 A 股纳入系数到 20%，扩大纳入标的

		范围
3 月	2018 年全国“两会”	关注《政府工作报告》中的经济目标等内容，可能进一步明确国企改革思路和推进步骤
3 月 19-20 日	美联储 3 月 FOMC 会议	有新闻发布会，关注是否加息
3 月 29 日	英国可能正式脱离欧盟	2017 年 3 月 29 日，英国正式向欧盟递交“脱欧”信函，成为首个寻求退出欧盟的成员国。根据欧盟法律，双方需要在两年内（2019 年 3 月 29 日之前）完成“脱欧”谈判。
3 月底-4 月初	博鳌亚洲论坛	习近平主席和李克强总理可能出席，关注开放政策
4 月中旬	美国财政部汇率报告	关注是否认定中国为汇率操纵国
4 月 17 日	印尼大选	议会选举和总统大选将同步举行
3 月-4 月	18 年报及 19 一季报披露高峰	关注上市公司盈利情况
4 月 30-5 月 1 日	美联储 4 月 FOMC 会议	无新闻发布会，关注是否传递 2019 年 6 月加息信号
4 月或 5 月	印度大选	关注现任总理莫迪能否连任
5 月前后	一带一路高峰论坛	习近平主席可能出席并讲话
5 月 13 日	菲律宾中期选举	菲律宾每三年会举行一次针对参议院、众议院、和下级政府部门职位的职位选举
5 月 14 日	MSCI 纳入 A 股	如果 2 月 28 日的咨询结果支持，MSCI 指数将执行提高 A 股纳入比例 第一步：5%到 12.5%，5 月 14 日公布，6 月 3 日生效
6 月 18-19 日	美联储 6 月 FOMC 会议	有新闻发布会，关注是否加息
6 月 21 日	FTSE 纳入 A 股（第一批）	FTSE 指数将首次将 A 股纳入新兴市场指数，纳入因子为可投资市值的 25%，第一批纳入为 25%的 20%
7 月	日本参议院选举	参议院 7 月将改选半数议席，由于修宪动议首先需在国会众参两院获得三分之二以上议员赞成才能付诸全民投票，因此可能影响修宪
7 月 30-31 日	美联储	无新闻发布会
8 月	北戴河会议	中共中央领导每年夏季在北戴河举行的非正式会议
8 月 4 日	南非大选选举	将产生新一届国会和总统
8 月 12 日	MSCI 提高 A 股纳入比例	如果 2 月 28 日的咨询结果支持，MSCI 指数将执行提高 A 股纳入比例 第二步：12.5%到 20%，8 月 12 日公布，9 月 2 日生效
9 月 17-18 日	美联储 9 月 FOMC 会议	有新闻发布会，关注是否加息
9 月 20 日	FTSE 纳入 A 股（第二批）	FTSE 指数将首次将 A 股纳入新兴市场指数，纳入因子为可投资市值的 25%，第二批纳入为 25%的 40%
9 月中旬	苹果公司新品发布会	关注苹果发布的新产品趋势
10 月	欧央行行长换届德拉吉任期将于 10 月结束。	关注欧央行未来货币政策走向
10 月 29-30 日	美联储 10 月 FOMC 会议	无新闻发布会
11 月	香港区议会选举	选举将会选出香港十八区区议会共 452 个民选议席，连同 27 个当然议员，合共 479 个议席。当选的区议会任期为四年，由 2020 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日。
12 月 10-11 日	美联储 12 月 FOMC 会议	有新闻发布会，关注其货币政策的前瞻指引

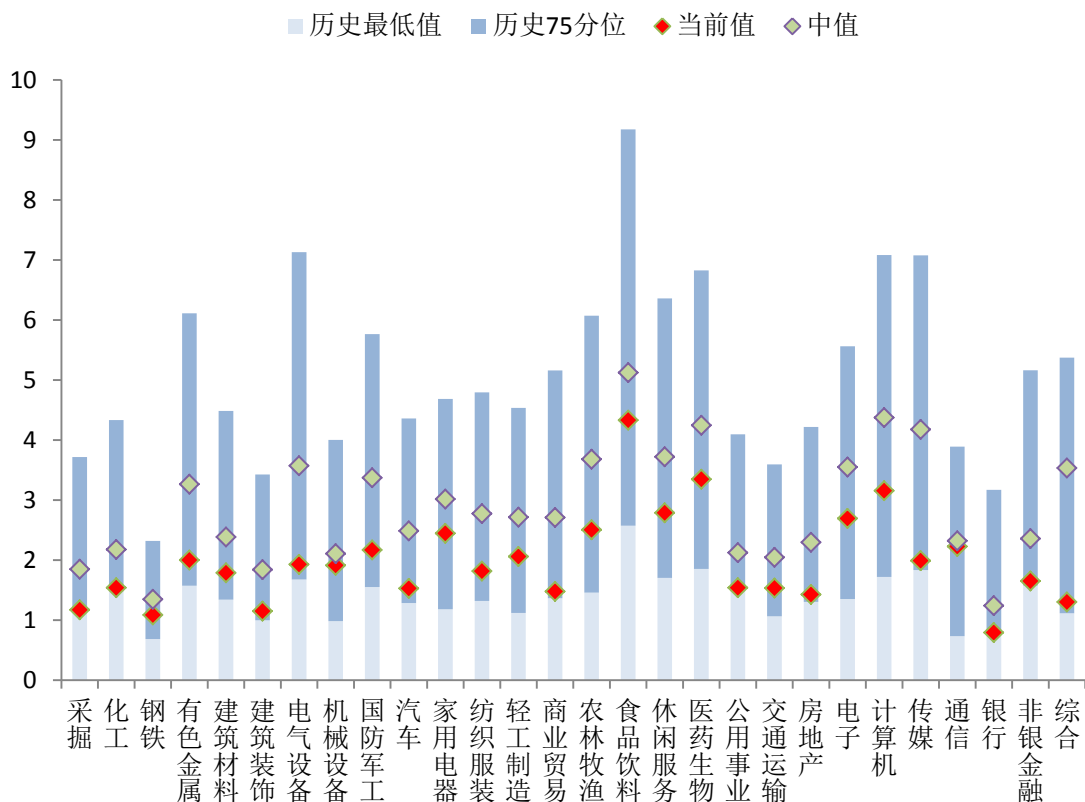
资料来源：政府网站，人民网，新华网，上海证券报

图 2 A 股市场行业的前向 PE 区间分布



数据来源: Wind 资讯、上海证券研究所

图 3 A 股市场行业的前向 PB 区间分布



数据来源: Wind 资讯、上海证券研究所

二、美国经济存在放缓迹象，但依然相对强势

美国作为金融危机以来世界经济复苏的领头羊，从 2009 年 2 季度其经济恢复增长以来至今已经超过 30 个季度。从美国历史增长周期角度看如此长的持续时间并不多见。减税红利对经济的刺激作用减弱；美国政府巨额财政赤字加之中期选举后国会分裂进一步掣肘特朗普基建投资的推行；美国劳动力市场充分就业通货膨胀压力上升；单边主义对经济增长的负面影响，种种不利因素或将拖累美国经济复苏的动能。从近期的数据来看，PMI 以及 OECD 综合领先指标等经济的先行指标出现高位下滑的态势或也预示美国经济增长动能将减弱。

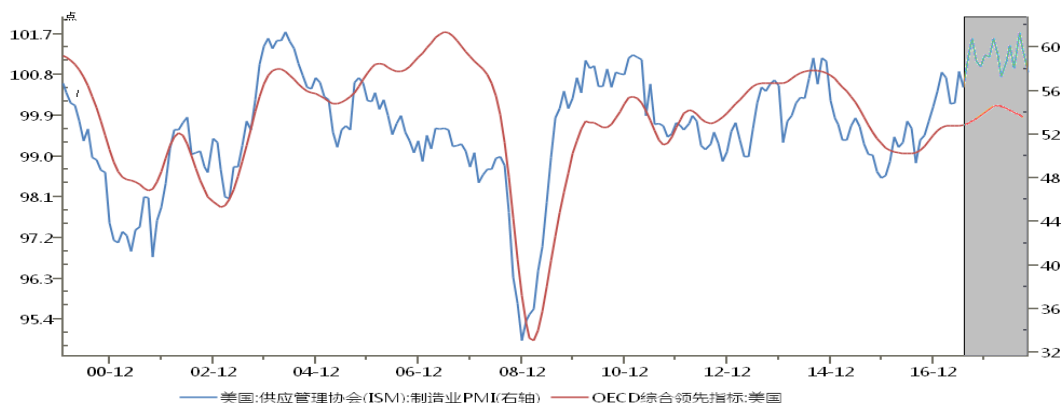
尽管后期美国经济存在放缓可能，但我们认为美国经济仍然相对强势，短期内步入衰退的概率不大。

第一，美国 GDP 增速自 2016 年二季度以来持续边际上行，结合 CPI 的逐步走高，GDP 与 CPI 的组合显示美国经济或存在过热迹象。后期随着增长的边际放缓，美国经济或将过渡到滞涨阶段。

第二，回顾历次美联储加息周期，经济增长强劲，物价压力增大是历次美联储加息的基本面动因，美联储的加息周期一般是对经济相对强势的逆周期调控，或者说，美联储选择加息意味着美国经济依然健康。

第三，就长短期国债收益率利差领先美国经济走势看，美国 10 年期国债收益率与 2 年期国债收益率并未出现倒挂现象。

图 4 美国经济领先指标显示经济有高位放缓迹象

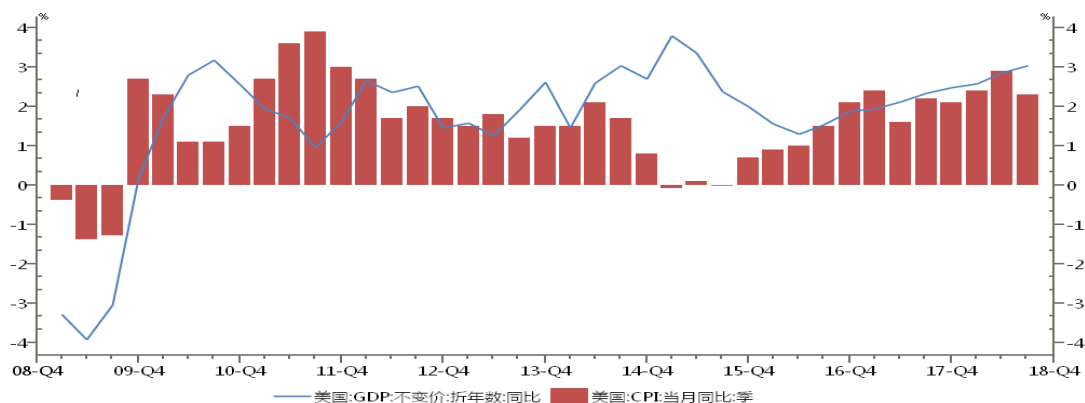


数据来源: Wind

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2018 年 11 月 26 日

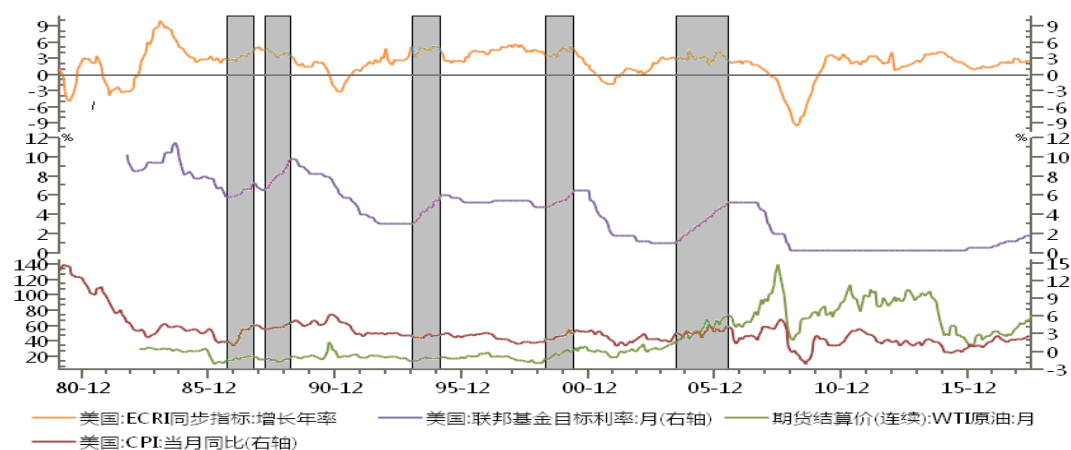
图5 美国 GDP 与 CPI 走势显示经济或将由过热转向滞胀阶段



数据来源：Wind

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

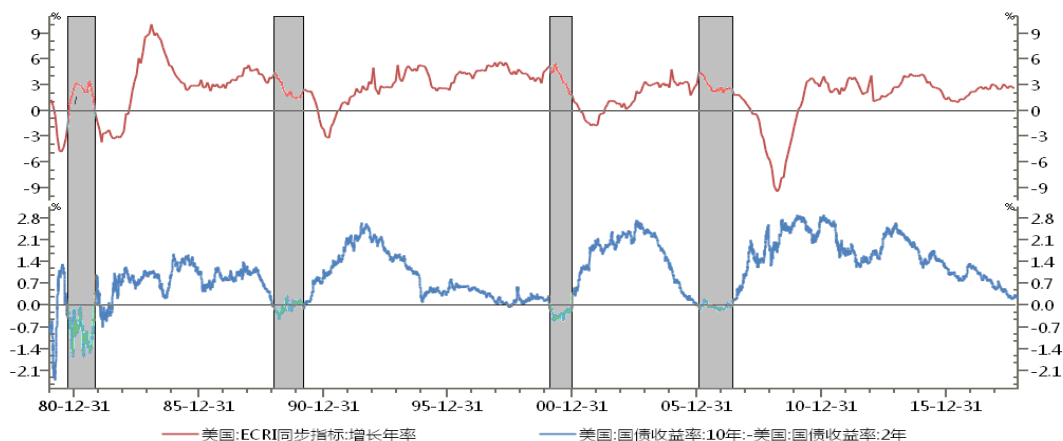
图6 美联储加息周期一般是对经济相对强势的逆周期调控



数据来源：Wind

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图7 美国10年期国债收益率与2年期国债收益率现阶段并未出现倒挂现象（上方红线0轴以下为经济衰退阶段）



数据来源: Wind

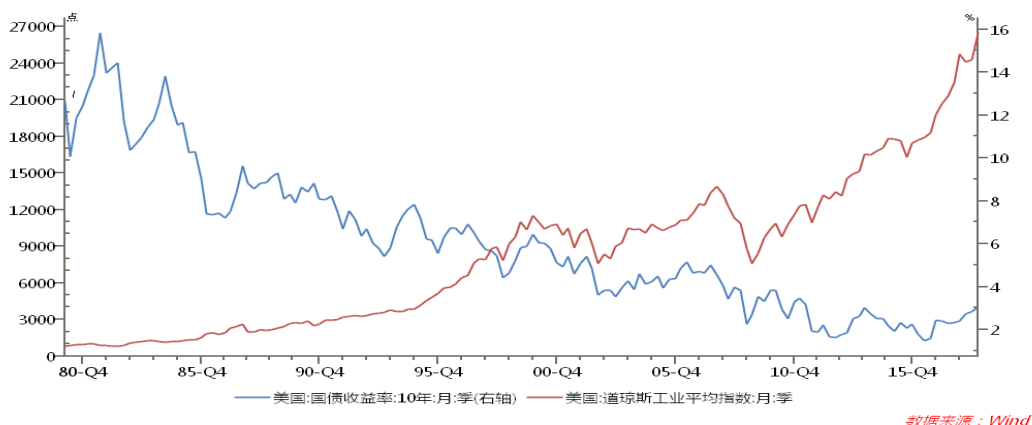
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

三、美利率水平上升对全球股票市场影响负面

截至10月末美国十年期国债收益率报3.15%。从长期趋势看，美国十年期国债收益率已突破近30年以来长期下降趋势线，经济依然强势加之美联储仍处于加息周期也将从基本上支撑利率水平。

上升的利率水平或将对全球股票市场产生负面影响。一方面作为全球利率定价基础的美国利率上升不利于全球经济的持续复苏；另一方面利率水平上升会削弱本轮低利率环境支撑下的美股持续牛市的基础；再有对新兴市场来说，美国利率水平的上升也将加重新兴市场资金流出的压力和制约各国通过货币政策刺激国内经济的力度。

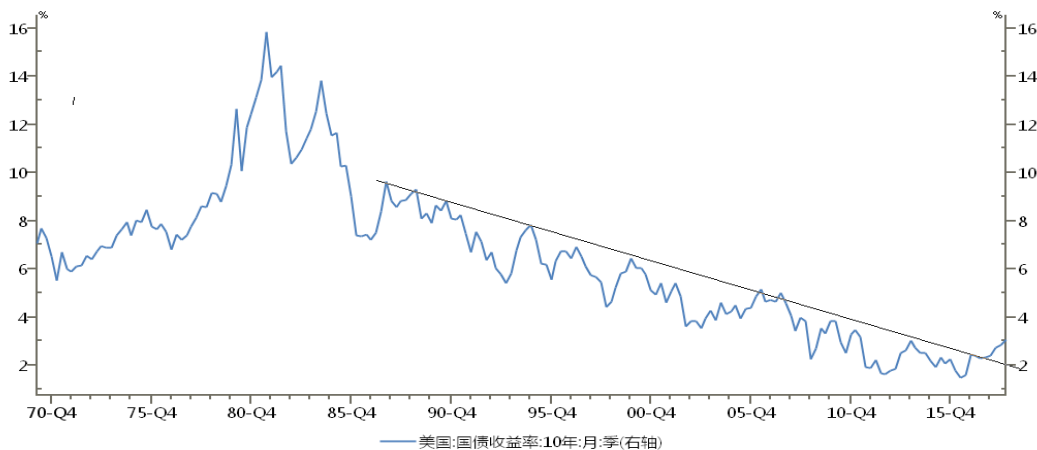
图8 80年代以来美股持续牛市得益于利率水平的持续下降



数据来源: Wind

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图9 美债收益率水平突破30年以来的长期下降趋势线



数据来源: Wind

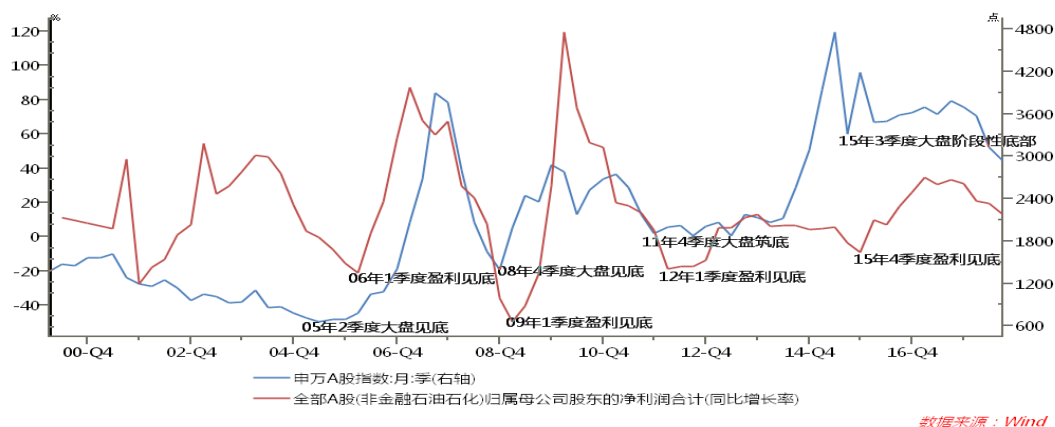
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

四、A股市场底部领先于经济（盈利）底部

从A股历史走势与经济（上市公司盈利）关系看，A股是反映经济（盈利）的领先指标。2000年以来A股历次底部均提前经济（盈利）大约1-2个季度见底。05年2季度申万A股指数（季度收盘价）见底，06年1季度经济（盈利）见底回升；08年4季度大盘见底，09年1季度经济（盈利）见底回升；11年4季度大盘筑底，12年1季度经济（盈利）回升；15年3季度大盘创下阶段性低点，

经济（盈利）15 年 4 季度开始回升。

图 10 A 股市场底领先于经济（盈利）底部



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

五、政策缓解经济压力，国内利率或维持下行态势

国内经济结构优化升级，动能加快转换，总体呈现平稳格局，但其中仍有不少负面扰动因素。

第一，从库存周期的角度观察，随着 PPI 的趋势下行企业产成品库存开始回落，后期企业去库存将对经济形成一定的负面影响。

第二，本轮国内经济向好的重要支撑出口在“贸易摩擦”以及欧美日等经济体 PMI 显示的外需边际减弱的背景下或将承压。

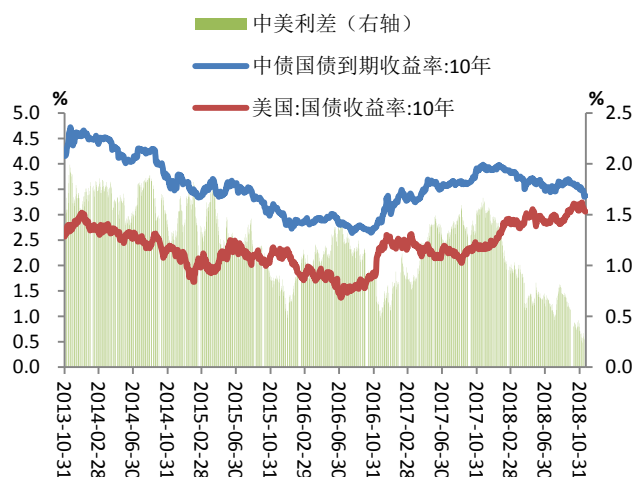
第三，在本轮强力调控背景下，房地产销售面积持续弱势以及房地产行业金融支持力度减弱仍对地产投资形成拖累。

第四，房地产市场疲软的背景下，房地产下游家电，建材，家居消费链或将承压，此外，购房对资金的分流进一步限制居民的消费能力。

为了保持经济稳定发展，今年以来政策持续发力，央行货币政策稳中偏松，财政大力减税降费，基建补短板，加大对外开放力度，加强新经济和中小企业扶持，众多政策效力逐渐发挥将缓解经济下行压力。从经济（企业盈利）先行指标看，该指标已出现好转态势，这或意味着后期经济（企业盈利）有望回暖。

就国内利率水平看，经济压力仍存，央行保持流动性的合理充裕，叠加经济下行期融资需求下降等因素，均继续支撑国内利率维持下行态势。中美利差收窄。

图 11 中美利差收敛



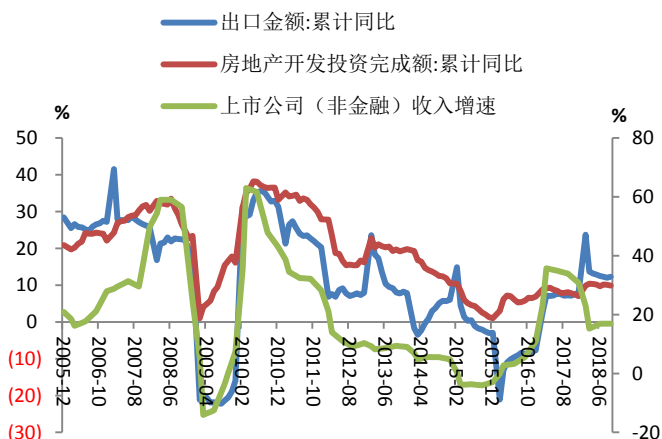
数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所

图 12 地产投资对于经济的压制



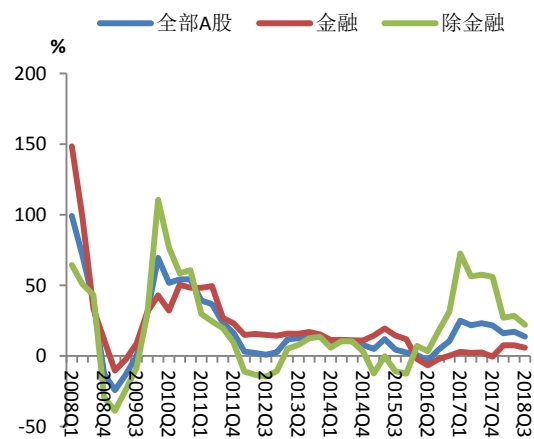
数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所

图 13 地产投资出口与上市公司的收入增速



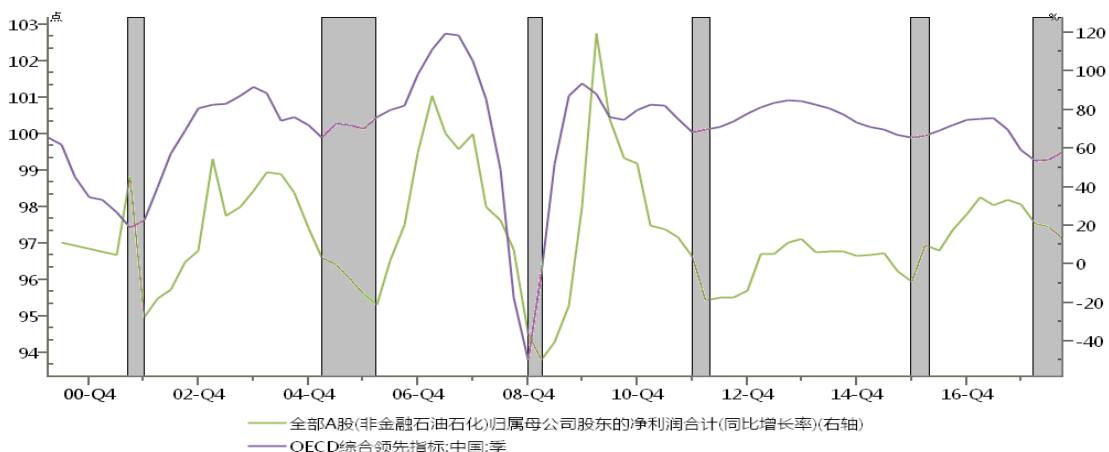
数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所

图 14 A 股的盈利增速放缓



数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所

图 15 领先指标显示经济（盈利）后期或将见底回升



数据来源: Wind

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

六、结构机会

1: 5G 推进速度加快，物联网孕育工业革命

目前，5G 商用正在快速推进之中。今年 11 月 9 日，在世界互联网大会“5G 时代：开放合作共创未来”论坛上，中国移动副总裁李慧镝表示，中国移动 5G 计划 2019 年预商用，2020 年商用，2019 年上半年推出 5G 智能手机。华为 10 月份已经面向全球客户批量发货，超过 1 万套设备发往中东、欧洲、韩国，运营商已经正式批量部署 5G 商用网络。11 月 16 日，海南移动在海口开通海南省首个 5G 基站，5G 基站峰值速率超过 10G，单用户峰值速率达到 1.43G，是 4G 网络的 10 倍以上，这标志着海南进入 5G 预商用时代。

5G 发展路径为先进行硬件网络建设，后推出软件信息服务；先启动运营商资本支出，后进行多应用场景下垂直行业融合。预计我国三大运营商网络建设投资为 1.2-1.5 万亿，国内市场需求确定性高。2017、2018 年为运营商资本开支周期性衰减阶段，2019 年有望反转。我国主流通信网络设备商全球竞争力不断提升，华为和中兴全球市场份额合计超 30%。

5G 带来的网络变革有无线侧集成化和承载网高速化。2G/3G/4G/5G 天线归一，nTnR(64T64R)将是 5G 主要形态，预计天线总投资约 400 亿元，天线和射频集成合计投资约 1500 亿元。承载网趋势在于切片分组网（SPN）成为新传输平面技术主流，与光传送网（OTN）升级。城域网由 10G/40G 向 100G 升级，核心骨干

层向 200/400G 升级。光模块是 5G 承载网络系统核心，预计无线光模块的投资为约 600 亿元。

我们认为，目前 A 股 5G 相关概念板块的估值水平处于历史低位，从历史上看，3G 和 4G 相关概念板块的上涨启动点从发牌前 4-5 个季度开始。5G 约在 2020 年正式商用，2019 年初可配置部分 5G 细分领域龙头股。

5G 带来的高速稳定的网络流量将催生物联网的爆发性增长：目前移动互联网用户渗透率超九成，移动终端上网时间超七成，5G 高速带宽低时延条件下，PC 端的社交、视频、游戏、直播业务等互联网业务向移动终端迁徙持续加速。传输侧：物联网将智能感知、识别技术、网络通信与普适计算等技术融合起来，被认为是继计算机、互联网、智能手机之后世界信息产业发展的下一个风口。IDC 预计，全球物联网市场规模将从 2015 年的 7000 亿美元增长至 2020 年的 1.7 万亿美元，复合增速近 20%。随着基础设施的不断发展和完善，物联网在安防、物流、交通等各行业的应用有望继续渗透普及，并与数据分析结合不断提升智能化程度，市场空间巨大。

受益于国家产业政策支持 and 5G 规模组网应用，车联网将成为物联网增长最快的细分领域之一。4 月 12 日，工信部、公安部 and 交通运输部联合印发《智能网联汽车道路测试管理规范（试行）》，这是政府主管部门首次明确了测试驾驶人及测试车辆的相关条件，提出了详细的测试申请及审核流程，同时对测试管理、交通违法和事故处理等提出了要求，为智能汽车在全国范围内开展道路测试做出明确规定，有望加快推动智能网联汽车从研发测试向示范应用和商业化推广转变。

5 月 3 日，无锡市启动车联网（LTE-V2X）城市级示范应用重大项目，作为未来出行的重要信息基础设施，车联网为智能交通各要素的安全、稳定运行提供支撑，汽车的高速移动性，也对通讯提出了“低延迟、高可靠、高速率”的更高要求。5G 将高速移动宽带和 V2X（Vehicle to Everything）直连技术融为一体，通过车联网平台实现数据和应用打通，提供了更好的人-车-路-云的协同和更好的用户体验。我们认为车联网是 5G 商用中最重要的场景应用之一，可以大幅改善出行效率、保障驾驶安全和促进节能环保。看好在车规级通信模组及车联网终端有着深刻布局的上市公司。

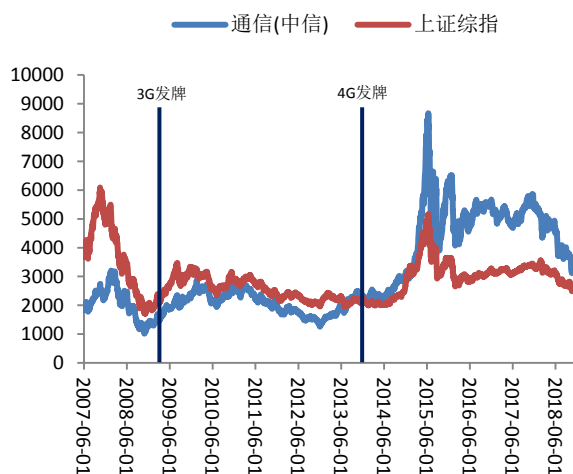
表 2 5G 产业进程时间节点

2018 年 6 月	5G 商用标准第一版冻结
2018 年 10 月	中国 5G 第三阶段国家测试结束
2018 年 11 月	中国移动合作伙伴大会，推出首批 5G 通用模组。

2018 年 11 月	美国拍卖 24GHz 和 28GHz 频谱
2018 年 12 月	中国发放 5G 试点许可证
2019 年 2 月	2019MWC 推出 5G 行业终端
2019 年 3 月	韩国/美国 5G 正式商用
2019 年第一季度	中国运营商确定 5G 建设及投资方案
2019 年第三季度	中国运营商开展 5G 友好用户测试
2019 年第三季度	中国发放 5G 商用牌照
2019 年 12 月	5G 国际标准第二版冻结
2019 年第四季度	中国开始 5G 规模建设
2020 年	5G 规模商用

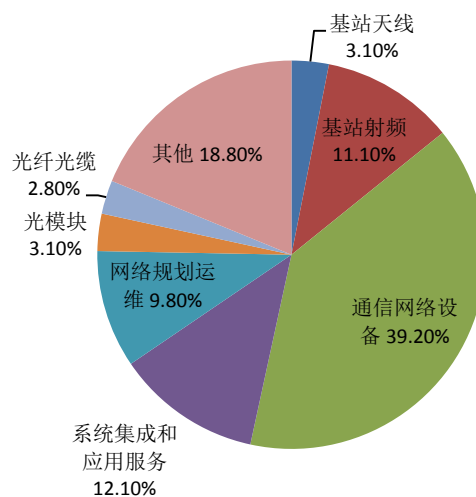
数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所

图 16 2007.6-2018.11 通信行业细分板块股价走势



资料来源: Wind 资讯, 上海证券研究所

图 17 5G 各产业链环节投资占比



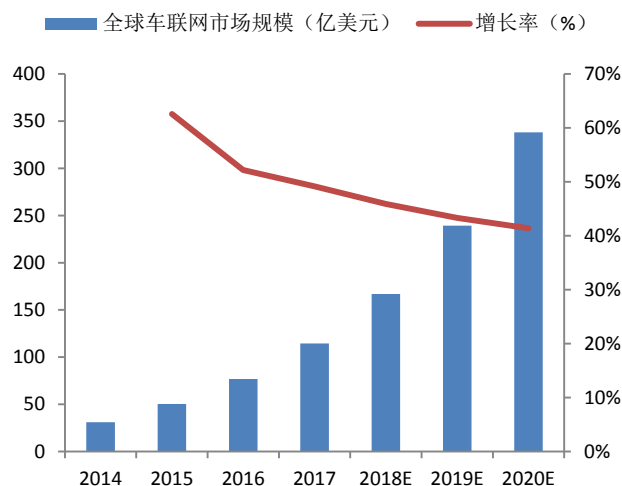
数据来源: 中国信息通信研究院, 上海证券研究所

图 18 车联网应用场景示意图



资料来源：中国信息通信研究院，上海证券研究所

图 19 全球车联网市场规模预测



数据来源：中国信息通信研究院，上海证券研究所

图 20 物联网设备数量预计迅速增长



数据来源：IHS，上海证券研究所

图 21 车联网与 5G 结合是必然趋势

	4G	VS	5G	5G车联网业务通信需求
延时	10-50ms	10-50x	1-3ms	支持自动驾驶需要的各类环境信息、行车信息以及控制信息及时交互
容量	100m-1Gbps	10-100x	10G+bps	支持自动驾驶所需的高清地图实时下载，支持HDV视频信息传输
连接	10K平方公里	10-100x	1000K平方公里	在多车道、复杂交通/拥堵场景下支持更多用户数，连接数可能超过10000
移动性	350km/h	1.5x	500km/h	高多普勒效应下，仍保持较高的系统性能；网络足够灵活和稳健，可以管理动态拓扑连接

资料来源：上海证券研究所

2：稳金融政策目标下 大金融板块有望受益

2018 年 7 月 20 日央行发布资管新规细则，金融政策总体方针已定，紧随其后一系列金融政策具体措施陆续出台。10 月 22 日央行公告，增加再贷款和再贴现额度 1500 亿元，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。同日证券业协会宣布，将由 11 家证券公司出资 210 亿元成立母资管计划，吸引银行、保险、国有企业和政府平台等资金投资形成 1000 亿元总规模的资管计划，

2018 年 11 月 26 日

专项用于帮助有发展前景的上市公司纾解股权质押困难。11月7日银保监会主席郭树清表态，初步考虑对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标，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%。我们认为宏观经济系统性风险可控，随着今年银行券商保险各项新业务牌照陆续发放、新业务管理办法一一落地，明年资产管理、沪伦通、科创板等业务逐步开展，金融行业增加值有望触底回升。

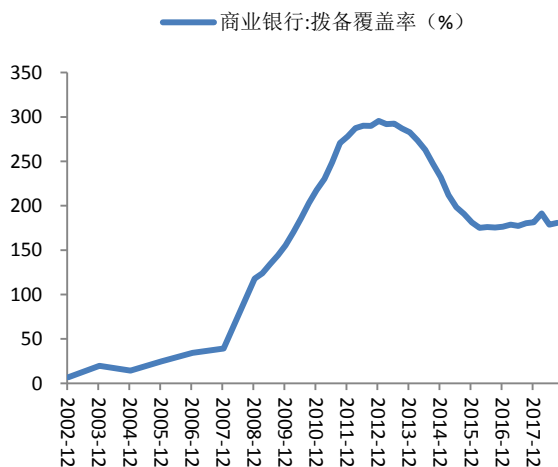
银行板块：2019年，预计宏观经济增速下行幅度有限，流动性稳步改善，信用修复格局下社融规模持续回升，近期纾困民企政策密集出台，股权质押风险可控，银行贷款风险不会明显恶化。银行间市场利率、结构性存款成本下行，充分缓释银行负债端成本压力。预计2019年银行息差水平较2018年小幅上升，拨备计提仍将审慎平稳，行业盈利增速约为9%，比2018年前三季度6.9%有所上升。我们继续看好银行板块。

2019年上半年宏观经济增速可能有所放缓，但是系统性风险可控，GDP增速下行不会产生大量不良贷款。随着地方政府债务平台清理完毕，政府部门信用风险可控，房地产调控不放松，居民部门杠杆率不会进一步上升。供给侧改革下，大型国企PMI处于高位，民营企业债和股权质押风险正出清中。预计银行不良拨备计提仍将保持稳定，风险底线明确。

我们认为明年流动性充裕下贷款定价难以持续提升，但美联储加息周期下，我国央行基准利率显著下调可能性不大，同时银行间市场利率、结构性存款成本持续下行，充分缓释银行负债成本压力。预计2019年银行息差水平较2018年小幅上升。

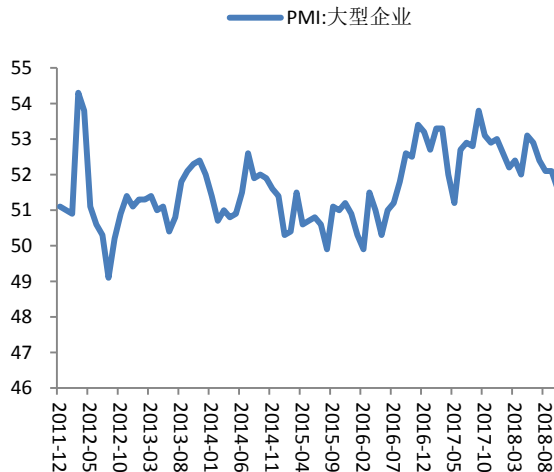
2018年10月19日，中国银保监会公布《商业银行理财子公司管理办法(征求意见稿)》，向社会公开征求意见，正式文件预计2018年底之前公布。11月中旬以来，四大行和多家上市银行的理财子公司密集设立，资管新规下，原有银行理财项目到期不再续作。新业务在2019年即将展开，银行理财子公司未来将与母行业务部门进行紧密合作，促进商业银行个人零售业务的快速发展。

图 22 商业银行拨备覆盖率保持稳定



数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所

图 23 大型企业 PMI 处于景气区间



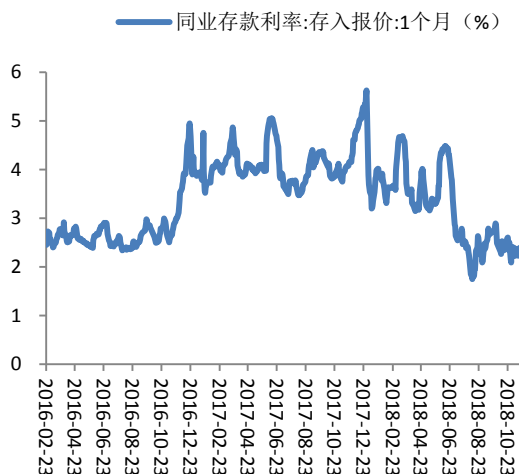
数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所

图 24 贷款定价未来上行空间有限



数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所

图 25 银行间市场利率持续低位



数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所

保险板块: 2016、2017、2018 年 1-9 月保费增速分别为+37%、+20%、-2%。2018 年前 9 个月保费负增长主要是由于受中国保监会 134 号文影响,年金险、两全险的首次生存金返还时间必须在 5 年以后,且每年给付和部分领取比例不得超过已交保费的 20%,保险产品对于客户的吸引力有所下降,且银行理财收益率在高位,对保险销售有一定挤出效应。

2019 年保费增速有望大幅改善。是因为(1)今年保费基数较低。(2)不承诺保本的理财产品利率大幅下降,三个月理财产品预期年化收益率已由 2017 年 12 月 31 日的 5.00%大幅下降 53bp

至 2018 年 10 月 28 日的 4.40%，因此储蓄型保险产品相对吸引力提升。(3) 健康险继续保持高增速。目前中国商业健康险覆盖程度极低，未来增长空间巨大。

2019 年保险上市公司市场集中度进一步提升。龙头险企产品与代理人优势凸显；寿险保费 CR7 从 2016 年以来稳中有增，至 2018 年市场占有率约 65%。寿险保费收入前 7 名为国寿、平安寿、太保寿、华夏人寿、太平人寿、泰康、新华。产险保费 CR3 近年稳定在 63%，前 3 名为人保财、平安财、太保财，产险市场集中度更高。龙头公司强者恒强。

图 26 2013-2018 前 9 个月健康险占人身险保费收入比重

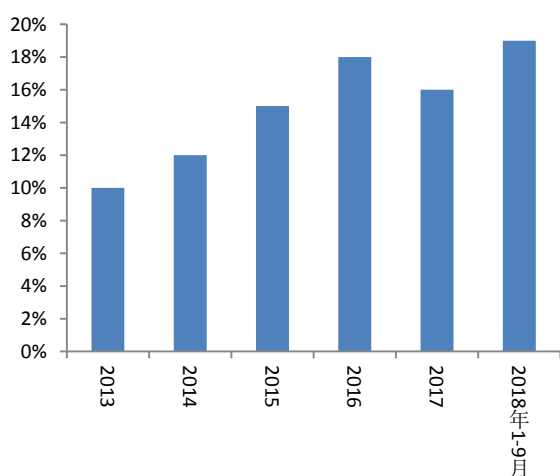
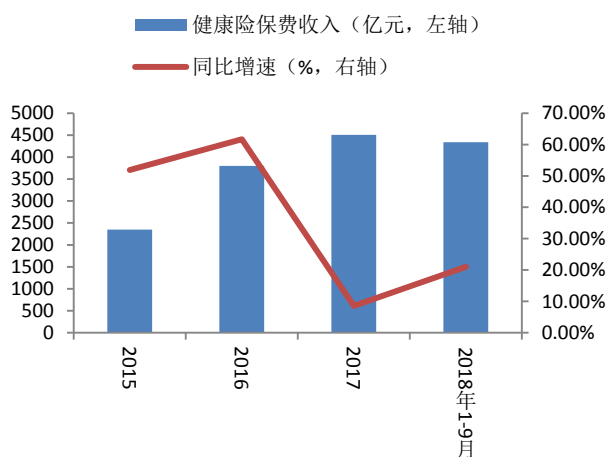


图 27 2015-2018 前 9 个月健康险保费收入同比增速



数据来源：公司年报，Wind 资讯，上海证券研究所

数据来源：公司年报，Wind 资讯，上海证券研究所

券商板块：前期市场对券商股票质押融出资金可能形成坏账的担忧压制板块估值，11 月 12 日，距离证券业协会发起号召仅三周时间，基金业协会公告 11 家券商设立的行业支持民企发展系列资产管理计划已在协会完成备案，成立规模总计 228.21 亿元。股票质押风险已在逐步缓释。

10 月以来，市场政策底已现，证监会陆续发布一系列政策放松上市公司并购重组、再融资相关制度安排。国务院鼓励创新型公司在境内发行股票或存托凭证上市，并拟在上交所设立科创板并试点注册制，北京、深圳、福建、浙江等地多支民企纾困专项债已通过多家券商承销完成发行。2019 年券商一级市场多项新业务落地可期。

原来银行结构性存款保底收益率偏高，衍生工具执行条件苛刻，随着资管新规落地，优先级保底收益率下降，券商推出的内嵌股指期权的结构化理财产品在定价和做市上具有绝对优势。2019 年龙头券商有望迎来业绩拐点。

表 3 10 月以来监管密集发布政策松绑并购重组、再融资相关制度安排

10 月 9 日	证监会推出“小额快速”并购重组审核机制
10 月 12 日	证监会允许并购重组配套融资可在一定比例之下用于补充上市公司流动资金、偿还债务
10 月 19 日	新增 10 个行业并购重组豁免/快速通道
10 月 20 日	缩短 IPO 被否企业并购重组时间间隔至 6 个月
11 月 1 日	证监会支持上市公司试点定向可转债并购
11 月 9 日	再融资 18 个月间隔有条件缩短至 6 个月，规定募资补充流动性和偿还债务的三种情形

资料来源：证监会网站、上海证券研究所

3：环保行业迎来双重利好：流动性压力缓解 基建补短板需求扩张

2018 前三季度，环保上市公司营业总收入为 1300.82 亿元，同比增加 197.3 亿元，增幅 17.88%，净利润 166.80 亿元，增幅 8.35%，与去年同期 28.61% 的归母净利润增速相比，大幅下跌。主要原因是前三季度受到融资环境紧缩影响明显，环保行业大部分上市公司以 PPP 为主要商业模式，现金流紧张，整体订单增速及工程进度放慢。

四季度多项针对民企的融资利好政策出台，10 月 22 日，国常会做出如下决定：（1）对有需求的中小金融机构加大再贷款、再贴现支持力度。（2）由人行向专业机构提供初始资金支持，委托其为经营正常、流动性暂时困难的民企发债提供增信。（3）条件成熟时可引入商业银行、保险公司资金参与民企发债增信，建立风险共担机制。10 月 24 日，深圳国资委成立专项小组，安排数百亿专项资金，从债权和股权两个方面入手，以市场化、专业化的方式，降低深圳 A 股上市公司股票质押风险，负责对接的第一批公司包括铁汉生态等多家。11 月 9 日，中国人民银行营业管理部、北京银保监局筹备组、中国证监会北京监管局、北京市地方金融监督管理局在北京举办北京地区民营企业融资座谈会，推动民营企业债券融资支持工具的落地，大北农、东方园林、碧水源债券融资支持工具最终发行方案确定。预计环保龙头企业资金紧张的情况 2019 年得到缓解。

我们认为环保基建项目投资增速 2019 年反转可期，财政政策发力扩大基建投资以对冲宏观经济放缓的压力。10 月 31 日《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》中提到“着力补齐生态环保等领域短板，加快推进已纳入规划的重大项目”。最近中央生态环境保护督察组“回头看”全面启动，环保标

准提高、监管趋严进一步释放环保下游需求空间。11月5日《排污许可管理条例（草案征求意见稿）》下发，11月7日出台《农业农村污染防治攻坚战行动计划》中提出，到2020年，实现“一保两治三减四提升”：“一保”，即保护农村饮用水水源，农村饮水安全更有保障；“两治”，即治理农村生活垃圾和污水，实现村庄环境干净整洁有序；“三减”，即减少化肥、农药使用量和农业用水总量；“四提升”，即提升主要由农业面源污染造成的超标水体水质、农业废弃物综合利用率、环境监管能力和农村居民参与度。入冬以来全国多个城市雾霾重现，大气污染监测防治力度加大。

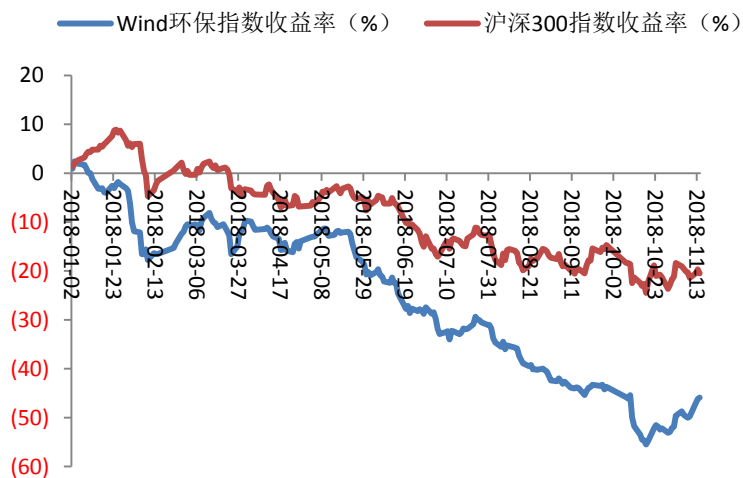
我们认为，宜关注订单充裕，经营扩张速度与应收款项回款速度并重，融资现金流边际改善的环保行业上市公司。

表4 监管政策推动环保行业市场扩张

日期	文件或行动	出台部门	主要内容
10月29日	第二批中央生态环境保护督察“回头看”全面启动	国务院	组建5个中央生态环境保护督察组，采取“一托二”的方式，分别对山西、辽宁、吉林、安徽、山东、湖北、湖南、四川、贵州、陕西等省份开展“回头看”督察进驻工作。
11月1日	《关于加快推进长江经济带农业面源污染治理的指导意见》	国家发改委、生态环境部	要求90%左右的村庄生活垃圾得到治理，基本完成非正规垃圾堆放点整治，有较好基础的地区农村卫生厕所普及率提高到85%左右，农村生活污水治理水平明显提高，乱排乱放得到有效管控。规定了环境质量不达标地区要通过提高污染物排放标准，实施更为严格的污染物总量控制，依证强化事中事后监管，推动改善环境质量。与
11月5日	《排污许可管理条例（草案征求意见稿）》	生态环境部	2018年1月出台的《排污许可证管理办法（试行）》相比，此次生态环境部起草排污许可管理条例，属于行政法规，未来将由国务院颁布执行，法律效力提升，覆盖范围更大。
11月7日	《农业农村污染防治攻坚战行动计划》	生态环境部、农业农村部	从加强农村饮用水水源保护、加快推进农村生活垃圾污水治理、着力解决养殖业污染、有效防控种植业污染和提升农业农村环境监管能力五个方面提出建设意见。

资料来源：相关政府网站，上海证券研究所

图 28 环保行业相对沪深 300 指数收益率近期出现反转



数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所

表 5 A 股市场多指数盈利预测

指数名称	净利润同比增长率(%)			市盈率		
	18E	19E	两年复合	17A	18E	19E
上证综指	13.34	13.18	13.26	12.72	11.22	9.92
沪深 300	14.68	13.58	14.13	11.61	10.12	8.91
深证成指	24.67	21.88	23.28	21.42	17.18	14.10
中小板综	10.76	23.63	17.19	28.05	25.32	20.48

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所

表 6 沪深 300 指数分行业盈利预测

行业名称	实际权重(%)	流通市值(亿元)	净利润同比增长率(%)		净利润占沪深 300 比(%)		
			18E	19E	17A	18E	19E
电信	1.36	3,088.96	-37.22	252.25	0.33	0.20	0.61
公用	2.57	5,826.46	-5.61	15.42	1.41	1.83	1.86
信息	4.56	10,352.13	31.75	29.16	2.06	1.86	2.11
医药	4.79	10,881.22	2.70	19.53	1.50	1.36	1.43
材料	6.00	13,626.55	38.81	17.81	2.45	4.71	4.89
消费	7.26	16,493.87	22.82	20.66	3.61	2.83	3.01
可选	8.10	18,410.58	2.10	9.10	6.51	6.25	6.01
能源	10.73	24,372.70	19.56	9.70	6.82	7.68	7.42
工业	11.84	26,905.85	-2.47	18.28	10.14	9.31	9.69
金融	42.79	97,193.65	4.29	11.80	65.16	63.96	62.97

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所

表 7 最新基金行业资产配置情况 (2018 年三季度)

行业名称	市值(万元)	占净值比(%)	占股票投资市值比(%)	股票市场标准行业配置比例(%)	相对标准行业配置比例(%)	市值增长率(%)
农、林、牧、渔业	1,395,534.46	0.11	0.81	0.74	0.07	12.92
采矿业	3,841,729.99	0.29	2.24	8.72	-6.49	3.33
制造业	90,294,701.64	6.82	52.54	42.93	9.61	-11.05
电力、热力、燃气及水生产和供应业	1,977,528.48	0.15	1.15	3.16	-2.01	2.26
建筑业	2,291,243.22	0.17	1.33	3.13	-1.79	-4.57
批发和零售业	6,078,675.67	0.46	3.54	2.76	0.77	-8.05
交通运输、仓储和邮政业	3,696,367.67	0.28	2.15	3.33	-1.18	-9.78
住宿和餐饮业	181,029.00	0.01	0.11	0.12	-0.01	-47.61
信息传输、软件和信息技术服务业	9,541,273.58	0.72	5.55	4.02	1.53	-0.17
金融业	25,227,530.39	1.90	14.68	23.50	-8.82	25.95
房地产业	7,021,638.72	0.53	4.09	4.04	0.05	8.87
租赁和商务服务业	3,141,274.01	0.24	1.83	1.06	0.77	-17.85
科学研究和技术服务业	706,018.78	0.05	0.41	0.37	0.04	49.17
水利、环境和公共设施管理业	530,529.36	0.04	0.31	0.51	-0.20	-26.94
教育	59,022.11	0.00	0.03	0.03	0.01	-34.42
卫生和社会工作	2,475,694.32	0.19	1.44	0.41	1.03	0.01
文化、体育和娱乐业	1,890,501.53	0.14	1.10	0.94	0.16	-6.04
综合	100,356.91	0.01	0.06	0.24	-0.18	1.09

数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所

分析师承诺

屠骏 刘骐豪 陈健宓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。