



策略周報

低估值防禦，注意把握業績確定性

短期市場估值承壓，低估值防禦策略仍為首選。

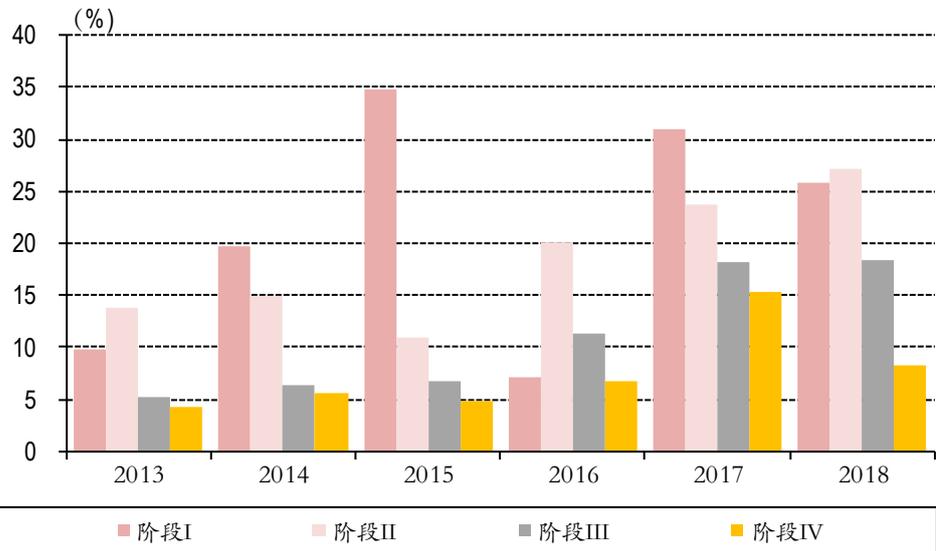
- **短期物價高位，貨幣寬鬆受限，市場估值承壓。**7月CPI再創年內新高，豬肉為代表的食品項依然是推動CPI維持高位的主要因素。PPI下行進入負區間，企業利潤下行壓力下，滯脹壓力短期抑制貨幣政策寬鬆。結合中報盈利預判，我們認為年內盈利存在二次探底可能。A股市場面臨估值、業績調整壓力仍然存在。
- **中報披露接近中後段，個股業績低預期概率增加。**歷史上來看，財報業績披露時間分布與財報業績存在一定程度負相關性。隨著下周起中報披露進程進入下半程，預計業績低於預期的個股數量會顯著增加，需警惕個股層面業績暴雷帶來的市場風險。
- **警惕短期人民幣匯率波動及美股調整風險帶來的外資流出壓力。**1) 短期來看，中美貿易摩擦存在從經貿領域擴散到金融領域的可能性增加，匯率波動對於市場的影響還將通過資金流動性傳導。匯率波動較大的時間段，北上資金大概率呈現流入減少或大幅淨流出狀態。A股市場均呈現普跌行情，藍籌板塊表現優於中小創，大市值、低估值個股具有明顯超額收益，銀行、地產為代表的金融行業表現突出，高彈性TMT行業跌幅靠前。2) 同時需警惕美股調整風險帶來的全球權益市場減持壓力，當前美股與基本面的背離十分明顯，短期調整風險較高，潛在的美股大幅下跌也將會為全球風險資產帶來較大流動性風險。
- **行業配置：**預計不確定性事件仍將成為影響市場風險偏好的主導因素，風險偏好承壓下，盈利確定性成為市場資金追逐的主要方向。類比歷次風險事件衝擊下市場的結構表現，大金融、必需消費板塊均成為資金首選。**行業配置上，做多金銅比仍然是我們推薦首選的策略，低貝塔，低估值的防禦策略仍然是獲得穩定收益的選擇。**建議關注低估值高股息的地產、銀行龍頭的配置機會；同時，把握電力板塊成本下移，高股息的增長潛力。消費、醫藥板塊可重點關注重磅品種不斷獲批上市且快速放量的疫苗產業及通脹後周期的農林牧漁板塊。成長板塊布局需關注業績確定性及邏輯兌現性。
- **5G產業鏈為成長板塊確定性機會，關注業績確定性強的細分產業龍頭。**根據歷史上3G、4G牌照發放周期，運營商資本開支的提升有望帶來行業盈利的改善進而獲得超額收益。5G產業鏈依然為明年成長板塊最為確定性的機會。本輪5G周期，中美貿易摩擦對於部分龍頭企業的盈利預期產生較為顯著的影響，產業鏈對於業績確定性要求更高。在當前中美不確定的背景下，短期業績的兌現性與增速的穩定性將會成為產業鏈投資關注焦點。
- **風險提示：**中美貿易摩擦加劇，盈利超預期下行。

不確定性壓制估值，警惕中報業績風險

短期物價高位，貨幣寬鬆受限，市場估值承壓。7月CPI再創年內新高，豬肉為代表的食品項依然是推動CPI維持高位的主要因素。PPI下行進入負區間，企業利潤下行壓力下，滯脹壓力短期抑制貨幣政策寬鬆。結合中報盈利預判，我們認為年內盈利存在二次探底可能。A股市場仍然面臨估值、業績調整壓力。

中報披露接近中後段，個股業績低預期概率增加。歷史上來看，財報業績披露時間分布與財報業績存在一定程度負相關性。我們將全A中報業績披露時間按時間區間等分為四個階段，發現業績披露時間較早的公司，業績中位數及均值均顯著高于後半程披露業績的公司。表2統計了業績披露時間與業績增速分布情況，我們發現，前半程披露業績的個股，業績正增漲或高增長的概率遠高于後半程披露業績的個股，後者業績負增或暴雷可能性顯著增加。隨著下周起中報披露進程進入下半程，預計業績低于預期的個股數量會顯著增加，需警惕個股層面業績暴雷帶來的市場風險。操作策略上，在業績披露日後一交易日買入并持有業績超預期的個股組合不失為獲取超額收益的有效手段，持有期一周及一個月情況下，策略可獲取正超額收益勝率分別為65.52%、58.62%。

圖表1. 中報業績披露不同階段個股增速統計



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表2. 中報披露時間階段與盈利增速區間分布

	2013				2014				2015			
	階段I	階段II	階段III	階段IV	階段I	階段II	階段III	階段IV	階段I	階段II	階段III	階段IV
<-50	9.18%	11.93%	16.97%	18.68%	15.66%	14.61%	17.77%	18.48%	5.17%	17.71%	17.03%	19.25%
(-50,0)	26.53%	24.30%	26.12%	27.17%	22.89%	19.35%	24.16%	24.41%	17.24%	21.13%	24.52%	23.68%
(0,50)	42.86%	43.17%	39.17%	34.37%	30.12%	42.31%	37.27%	37.06%	37.93%	37.22%	37.29%	35.08%
>50	21.43%	20.61%	17.74%	19.78%	31.33%	23.72%	20.80%	20.06%	39.66%	23.94%	21.16%	22.00%
	2016				2017				2018			
	階段I	階段II	階段III	階段IV	階段I	階段II	階段III	階段IV	階段I	階段II	階段III	階段IV
<-50	15.71%	13.08%	15.88%	16.22%	6.92%	9.20%	8.74%	10.93%	12.31%	8.72%	11.01%	16.33%
(-50,0)	24.29%	17.07%	23.47%	25.61%	16.92%	14.54%	19.96%	21.28%	12.31%	16.41%	18.26%	22.59%
(0,50)	42.86%	40.80%	34.06%	34.00%	39.23%	40.95%	40.02%	39.59%	41.54%	41.03%	44.06%	40.28%
>50	17.14%	29.05%	26.59%	24.17%	36.92%	35.31%	31.28%	28.20%	33.85%	33.85%	26.67%	20.80%

資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表3. 買入超預期個股組合可獲取超額收益

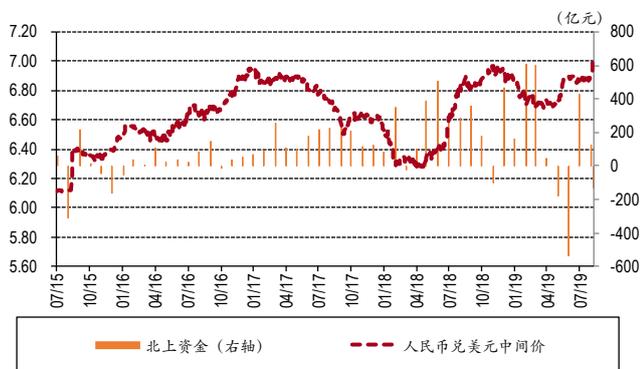
T+5 超額收益(%)	T+20 超額收益(%)	T+5 超額收益(%)	T+20 超額收益(%)
-------------	--------------	-------------	--------------

2013	Q1	0.99	-17.82	2016	Q1	-2.26	-2.06
	Q2	0.26	4.89		Q2	0.25	-4.45
	Q3	-0.66	-4.15		Q3	0.05	-1.34
	Q4	-1.85	-0.51		Q4	2.49	3.69
2014	Q1	-0.16	-8.44	2017	Q1	0.24	-0.28
	Q2	-4.17	-6.72		Q2	-0.20	-0.93
	Q3	0.33	1.67		Q3	3.30	6.30
	Q4	1.89	3.27		Q4	0.99	4.91
2015	Q1	4.97	21.06	2018	Q1	2.80	0.54
	Q2	-4.41	0.60		Q2	1.02	1.58
	Q3	9.98	2.66		Q3	0.58	1.71
	Q4	-2.47	-2.59		Q4	0.77	3.46
總計		2.33	3.77	2019	Q1	2.50	3.95

資料來源：萬得，中銀國際證券

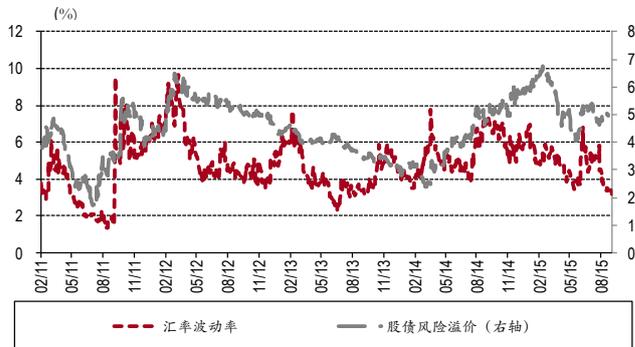
警惕短期人民幣匯率波動及美股調整風險帶來的外資流出壓力。1) 短期來看，中美貿易摩擦存在從經貿領域擴散到金融領域的可能性增加，匯率波動對於市場的影響還將通過資金流動性傳導。2015年匯改以來，人民幣兌美元共有2次大幅波動的時段，分別為2015.8-2016.12及2018.4-2018.11，匯率波動較大的時間段，北上資金大概率呈現流入減少或大幅淨流出狀態，外資增量與匯率的負相關性較高。而匯率波動期間，A股市場均呈現普跌行情，藍籌板塊表現優於中小創，大市值、低估值個股具有明顯超額收益，銀行、地產為代表的金融行業表現突出，高彈性TMT行業跌幅靠前。2) 同時需警惕美股調整風險帶來的全球權益市場減持壓力，當前美股與基本面的背離十分明顯，其中包含了較強的貨幣政策寬鬆預期，而并未包含較多的中美不確定性對於美國市場的負面影響，因此美股短期調整風險較高，潛在的美股大幅下跌也將會為全球風險資產帶來較大流動性風險。

圖表4. 匯率與北上資金呈負相關



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表5. 匯率波動性與風險溢價相關性高



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表6. 貶值周期下A股市場指數與大類風格表現

	2015.8-2016.12	2018.4-2018.12		2015.8-2016.12	2018.4-2018.12
創業板指	(27.51)	(28.45)	金融	14.35	7.66
中小板指	(27.73)	(32.13)	周期	1.92	(6.43)
深證成指	(23.50)	(29.71)	消費	7.42	(3.66)
滬深300	(18.96)	(20.33)	成長	(6.44)	(11.17)
中證800	(20.93)	(22.47)	穩定	(6.74)	3.30
上證綜指	(21.00)	(19.97)			

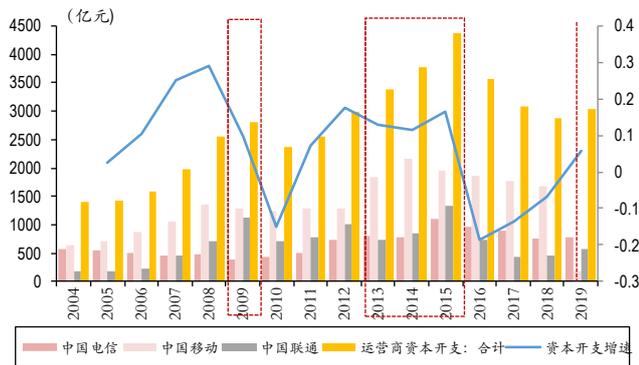
資料來源：萬得，中銀國際證券

防禦為上，關注業績確定性

行業配置：預計不確定性事件仍將成為影響市場風險偏好的主導因素，風險偏好承壓下，盈利確定性成為市場資金追逐的主要方向。類比歷次風險事件衝擊下市場的結構表現，大金融、必需消費板塊均成為資金首選。行業配置上，**做多金銅比仍然是我們推薦首選的策略，低貝塔，低估值的防禦策略仍然是獲得穩定收益的選擇。**建議關注低估值高股息的地產、銀行龍頭的配置機會；同時，把握電力板塊成本下移，高股息的增長潛力。消費、醫藥板塊可重點關注重磅品種不斷獲批上市且快速放量的疫苗產業及通脹後周期的農林牧漁板塊。成長板塊布局需關注業績確定性及邏輯兌現性。

5G 產業鏈為成長板塊確定性機會，關注業績確定性強的細分產業龍頭。根據歷史上 3G、4G 牌照發放周期，運營商資本開支的提升有望帶來行業盈利的改善進而獲得超額收益。2016-2019 年是 4G 向 5G 的過渡期，三大運營商資本開支將逐漸由低點走向高點，2019-2021 年或迎來新一輪景氣向上周期。按照三大運營商最新的資本開支指引，預計 19 年資本開支增速約為 5.64%，結合之前 3G、4G 建設周期資本開支的年化增速，保守預計 5G 建設周期運營商資本開支年化增速有望保持 5-10% 的區間。5G 產業鏈依然為明年成長板塊最為確定性的機會。參考 3G、4G 的產業鏈投資進程，商用建設初期主設備、光模塊、天線及射頻企業最先收益。本輪 5G 周期，中美貿易摩擦對於部分龍頭企業的盈利預期產生較為顯著的影響，近期美國禁止設備採購相關事宜使得市場對於貿易制裁擔憂升級，產業鏈對於業績確定性要求更高，本輪 5G 產業鏈反彈行情中，生益科技、滬電股份為代表的中報業績高增的細分領域龍頭個股大幅跑贏行業及板塊，也顯示了市場對於產業鏈標的業績確定性給予的溢價。在當前中美不確定的背景下，短期業績的兌現性與增速的穩定性將會成為產業鏈投資關注焦點。

圖表7. 牌照發放周期，運營商資本開支大幅提升



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表8. 資本開支提升有望帶來行業超額收益



資料來源：萬得，中銀國際證券



風險提示

中美貿易摩擦加劇，盈利超預期下行。

披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它第三方都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，將通過公司網站披露本公司授權公眾媒體及其他機構轉載或者轉發證券研究報告有關情況。如有投資者于未經授權的公眾媒體看到或從其他機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

評級體系說明

以報告發布日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

公司投資評級：

- 買入：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 20% 以上；
- 增持：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 10%-20%；
- 中性：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數變動幅度在 -10%-10% 之間；
- 減持：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數跌幅在 10% 以上；
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

行業投資評級：

- 強于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現強于基準指數；
- 中性：預計該行業指數在未來 6 個月內表現基本與基準指數持平；
- 弱于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現弱于基準指數。
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。

風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券股份有限公司證券分析師撰寫并向特定客戶發布。

本報告發布的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能够充分理解證券研究報告，具備專業信息處理能力的中銀國際證券股份有限公司的機構客戶；2) 中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券股份有限公司的個人客戶從任何外部渠道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券股份有限公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密信息，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出于任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自刊載或轉發的，中銀國際證券股份有限公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券股份有限公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，并未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券股份有限公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券股份有限公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的信息或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發布其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點并不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的地址或超級鏈接。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些地址或超級鏈接（包括連接到中銀國際集團網站的地址及超級鏈接）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基于現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠信息也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

中銀國際證券股份有限公司

中國上海浦東
銀城中路 200 號
中銀大廈 39 樓
郵編 200121
電話: (8621) 6860 4866
傳真: (8621) 5888 3554

相關關聯機構：

中銀國際研究有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
致電香港免費電話:
中國網通 10 省市客戶請撥打：10800 8521065
中國電信 21 省市客戶請撥打：10800 1521065
新加坡客戶請撥打：800 852 3392
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際證券有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區
西單北大街 110 號 8 層
郵編: 100032
電話: (8610) 8326 2000
傳真: (8610) 8326 2291

中銀國際(英國)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
電話: (4420) 3651 8888
傳真: (4420) 3651 8877

中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號
7 Bryant Park 15 樓
NY 10018
電話: (1) 212 259 0888
傳真: (1) 212 259 0889

中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z
新加坡百得利路四號
中國銀行大廈四樓(049908)
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371