

## 策略研究/动态点评

2018年09月24日

曾岩 执业证书编号: S0570516080003  
研究员 021-28972096  
zengyan@htsc.com

藕文 执业证书编号: S0570517080001  
研究员 021-28972082  
ouwen@htsc.com

### 相关研究

- 1《策略: 自主可控系列主题带动真成长》2018.09
- 2《策略: “周期突围”下加大银行的配置》2018.09
- 3《策略: 苹果发布会会有哪些新看点》2018.09

# 9月或好于预期正在实现

## 信号与噪声系列之九十三

### 9月或好于预期正在实现

9月17至21日A股强势反弹,上证综指涨幅4.3%收于2797点。我们认为A股三季度的下跌源于对经济的悲观预期,一是中美贸易摩擦代表WTO以来的自由贸易对中国经济的红利大概率走弱,二是经济运行中效率和公平的选择有分歧。我们在9月2日《9月可以适当客观一些》和9月16日《指数隐含的下行空间有限》报告中认为9月市场有望在悲观预期的环比改善过程中获得修复性反弹,按照指数的基础价值来看,虽未达到/超过历史极值位置,但隐含的下行空间有限。未来股票市场的反转行情仍需等待盈利短周期向上+流动性(很可能来自于中长期贷款)放量。

### 利润和成上周期错配, A股金融地产利润占比偏高

过去两年供给侧改革取得了重大的成功,不仅提升了大部分周期行业的利润水平,2016年10月工业企业利润和利率水平同时出现上行拐点。随着盈利下行周期的到来,融资成本并未明显下行,PPI的高位震荡和CPI的底部孱弱使得A股利润的分配集中在上游企业,利润和成上周期错配。我们在《市场为什么不买账盈利的韧性》报告中比较了中外主要股指GICS分类的利润占比,上证综指和全部A股金融和地产业利润占比分别为73%和53%,显著高于日本东京证券交易所1000(金融+地产净利润占比12%)、英国富时全部股票指数(金融+地产净利润占比10%)等国家。

### 短期政策暖风有望支撑市场反弹

我们认为短期市场反弹主要由于:(1)2000亿关税清单和加息靴子落地,市场短期企稳;(2)国务院和税务总局表态:改革社保征收体制总体上不增加企业负担,国税总局发文:进一步落实简证减税降负等措施,市场减税等改革预期升温引导悲观情绪修复;(3)上市公司大幅回购提振市场信心,2015至2017年全部上市公司回购股份金额分别为86、220、177亿元,2018年(截至9月22日)上市公司回购大幅增长约587亿元。我们认为未来回购政策有望常态化,增加产业资本持股动力,根据万德统计的回购预案,全部A股2018年计划回购金额在800至1400亿元之间。

### 四季度的风险: 12月新增解禁的规模较大

我们认为四季度的风险点可能来自于经济金融数据不及预期,以及A股新增限售解禁规模较大,股票市场资金面压力增加。1-8月基建不含电力投资增速4.2%环比仍处在下行通道,社融中企业部门中长期贷款增速继续下行,在国常会发言基建补短板后,市场对投资和经济的预期向上修正,需要谨慎关注经济金融数据不及预期的风险。根据万德数据,2018年12月全部A股新增231家公司限售解禁,这231家公司新增无限售条件股份市值达2万亿,新增解禁市值占比总市值创年内新高为80%。限售股解禁可能对股票市场资金面形成一定压力。

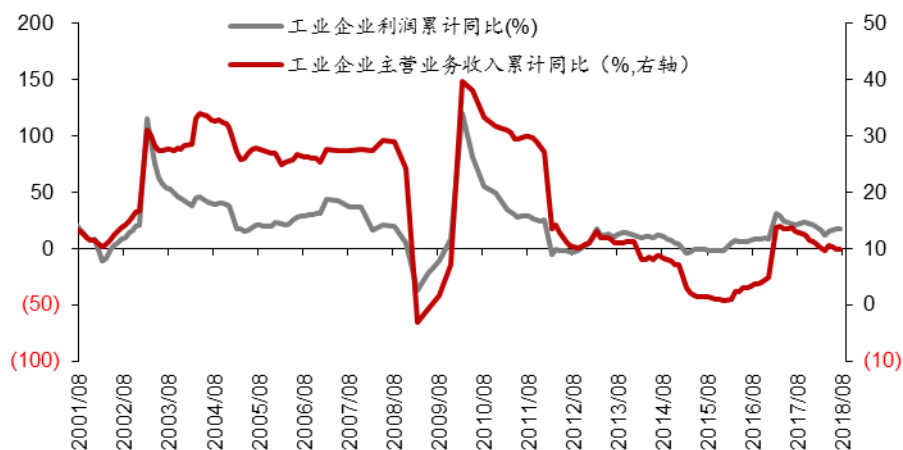
### 行业配置: 加大对银行板块的配置比例

我们自5月17日中期策略一直推荐企业资本开支扩张主线的“周期突围”(钢铁、工程机械和石油石化)组合;9月初,我们推荐“周期突围”+金融。当前,我们在“周期突围”组合基础之上,加大银行的配置比例建议。另外,地产行业基础价值(现金流折现模型假设增长率为0)占总市值比重创2008年以来历史新高,反映地产调控对行业远期增长价值和短期可实现价值有明显压制,我们认为在地产税落地或者政策边际放松后,行业长短期价值修复有望支撑地产行业反弹。主题投资关注政策确定性较高的自主可控主题:网络安全、北斗、半导体设备、5g设备。

风险提示:经济金融数据不达预期的风险;中美贸易摩擦升级的风险,中美贸易摩擦可能在中长期内成为影响A股的重要因素。

www.baogaoba.xyz 独家收集 目录报告 实时更新 日更千篇

图表1：工业企业利润和营收增速扁平化



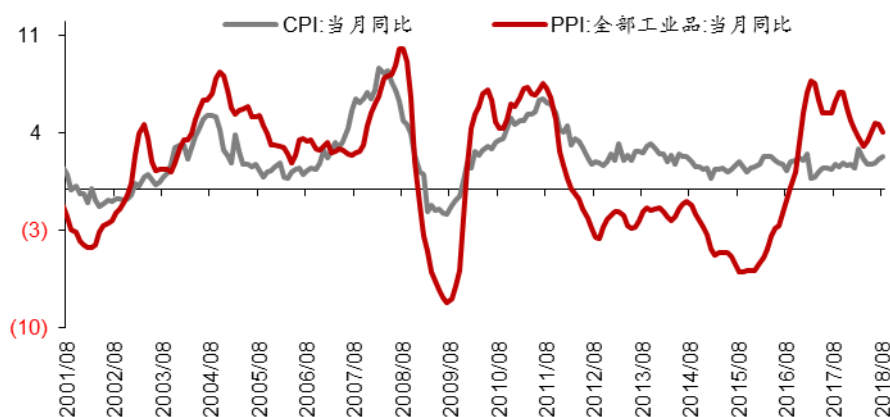
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表2：8月工业产成品存货累计同比大幅下降，去库存趋势明显

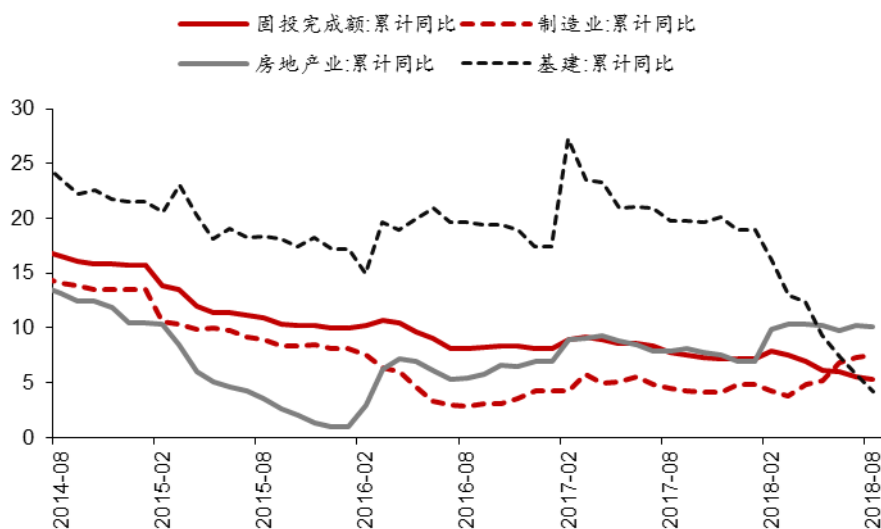


资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表3：8月CPI同比上升，PPI同比下降

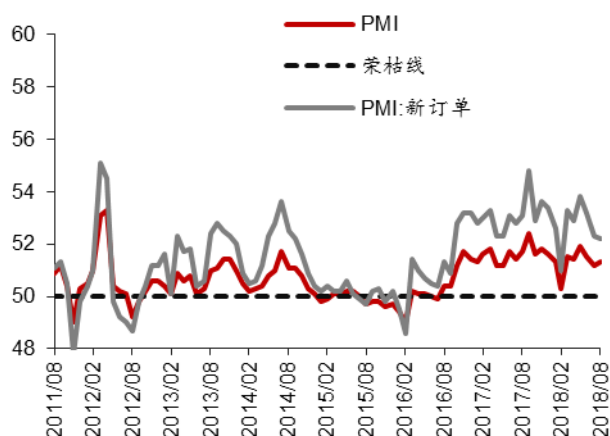


图表4： 1-8 月基建投资完成额累计同比增速下降（单位：%）



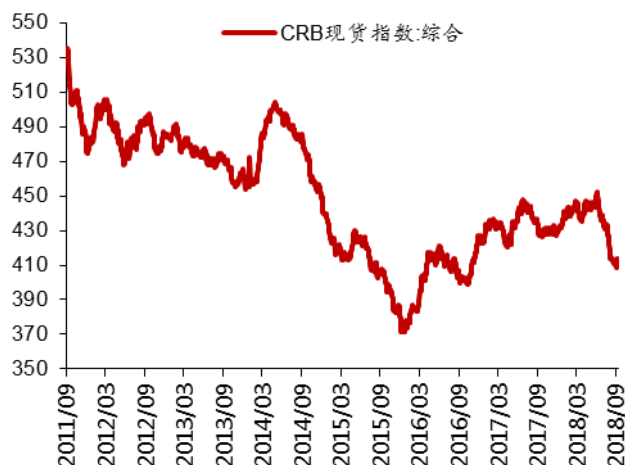
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表5： 8 月 PMI 小幅回升



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表6： 上周 CRB 现货指数整体上行



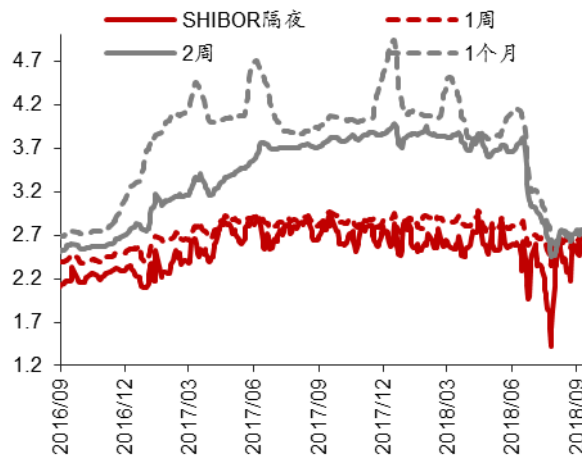
资料来源：Wind, 华泰证券研究所，9 月 17 日至 20 日

图表7： 上周长三角票据直贴利率下行（单位：%）



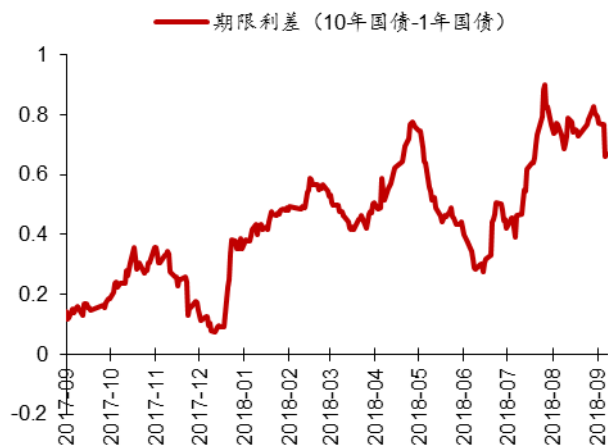
资料来源：Wind, 华泰证券研究所，9 月 17 日至 21 日

图表8： 上周 SHIBOR 隔夜利率上行（单位：%）



资料来源：Wind, 华泰证券研究所，9 月 17 日至 21 日

图表9： 上周期限利差（10年期国债-1年期国债）下降（单位：%）



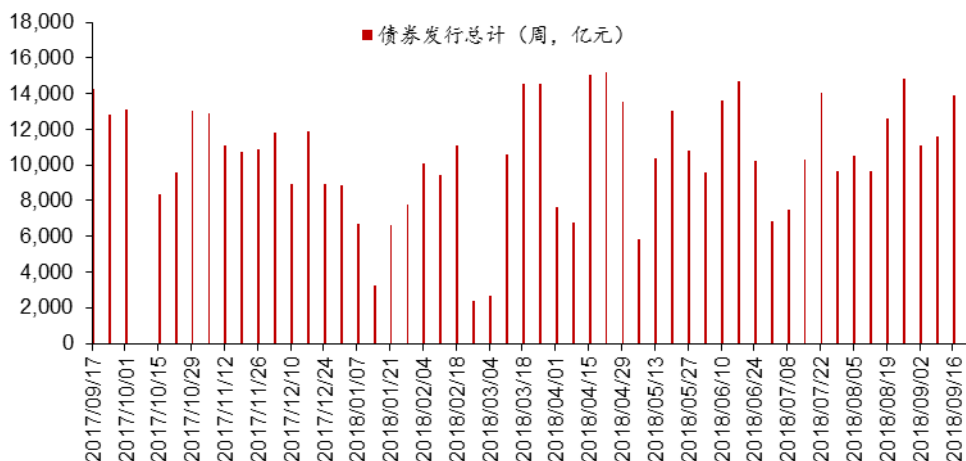
资料来源：Wind, 华泰证券研究所，9月17日至20日

图表10： 上周信用利差小幅下行（单位：%）



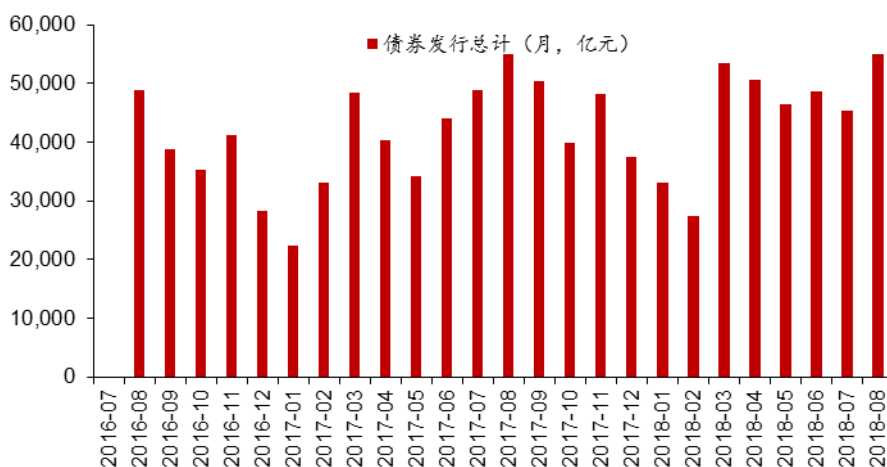
资料来源：Wind, 华泰证券研究所，9月17日至21日

图表11： 债券融资（周，截至9月22日）



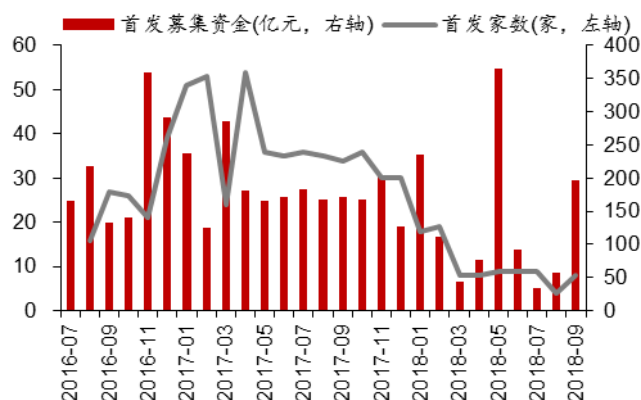
资料来源：Choice, 华泰证券研究所

图表12： 债券融资（月，截至9月22日）



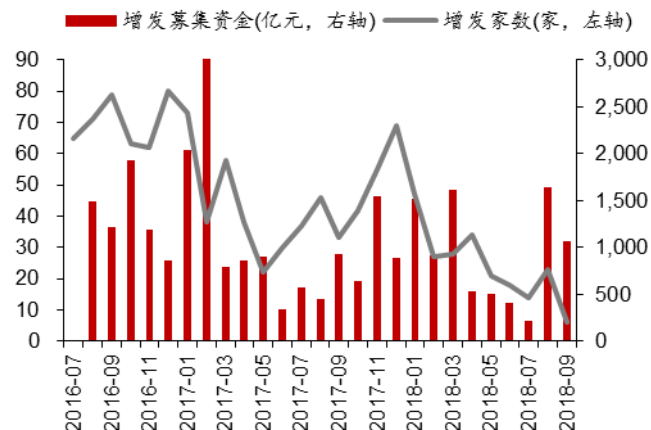
资料来源：Choice, 华泰证券研究所

图表13: IPO 家数、募集资金(月,截至9月22日)



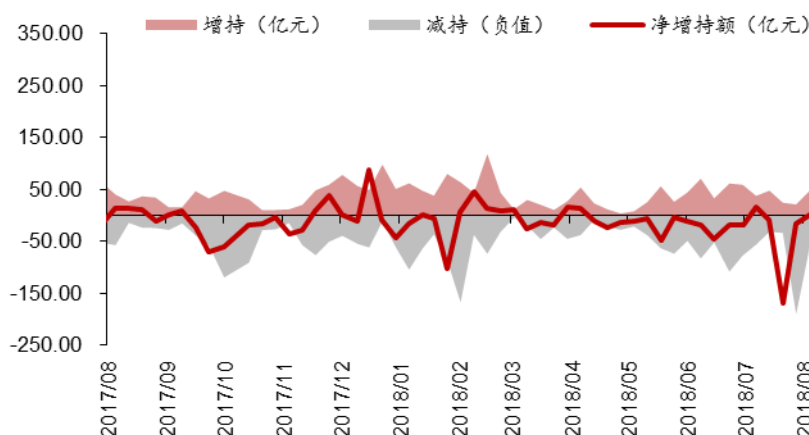
资料来源: Choice, 华泰证券研究所

图表14: 增发家数及募集资金(月,截至9月22日)



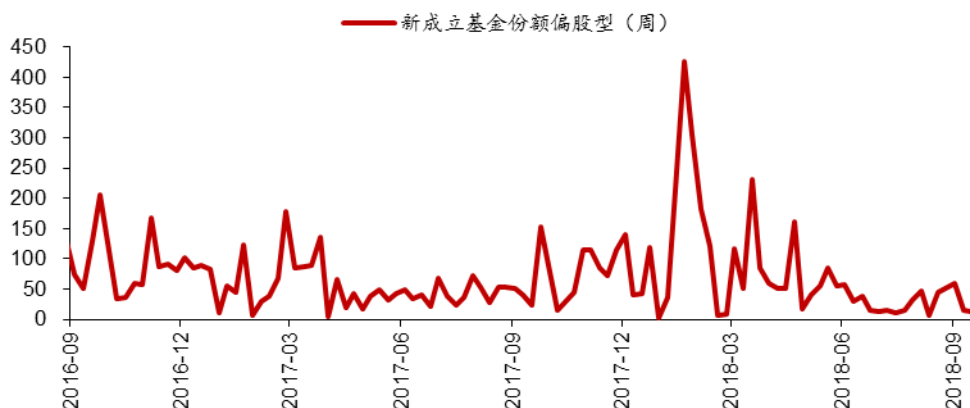
资料来源: Choice, 华泰证券研究所

图表15: 2018.09.16-2018.09.22 期间,产业资本减持 19.71 亿元



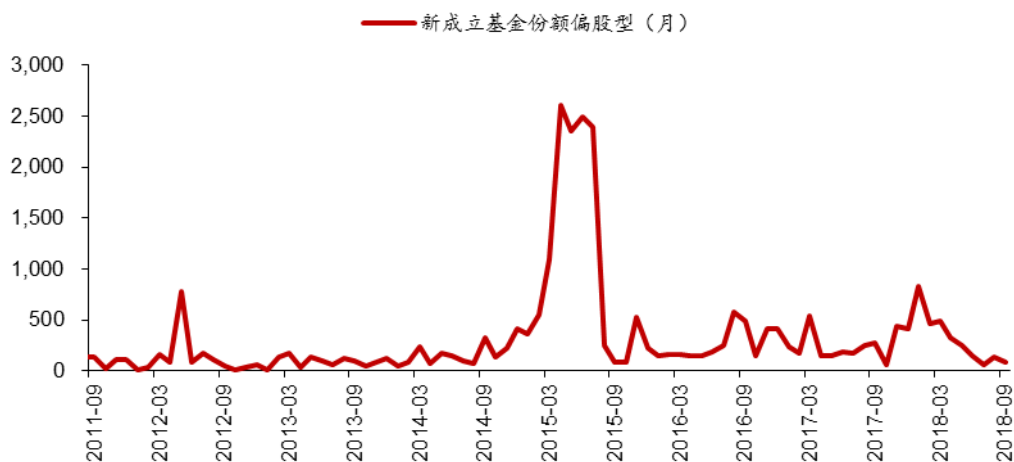
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 新成立基金份额(周,截至9月22日,单位:万份)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: 新成立基金份额 (月, 截至 9 月 22 日, 单位: 万份)



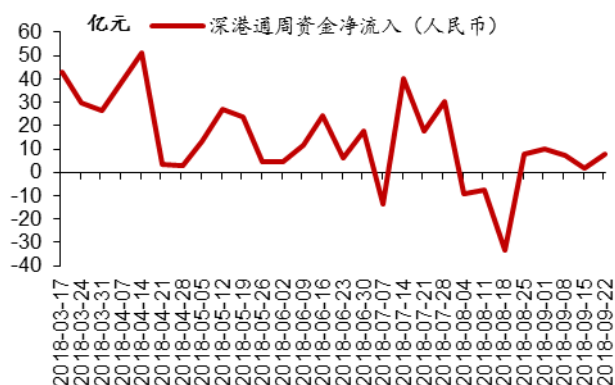
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 2018.09.16-2018.09.20 融资余额环比减少 72.13 亿元 (单位: 亿元)



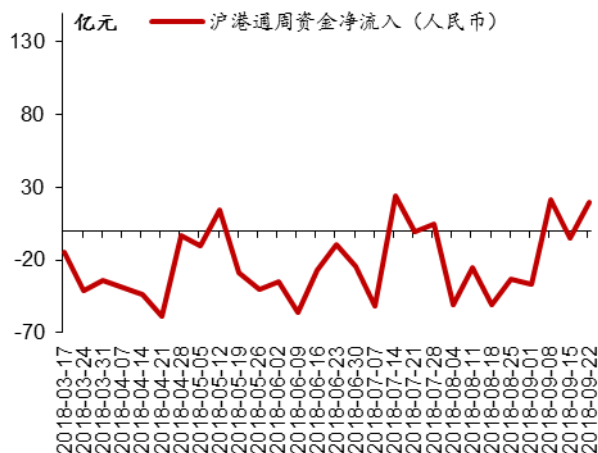
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 2018.09.16-2018.09.22 深港通净流入 7.95 亿元



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

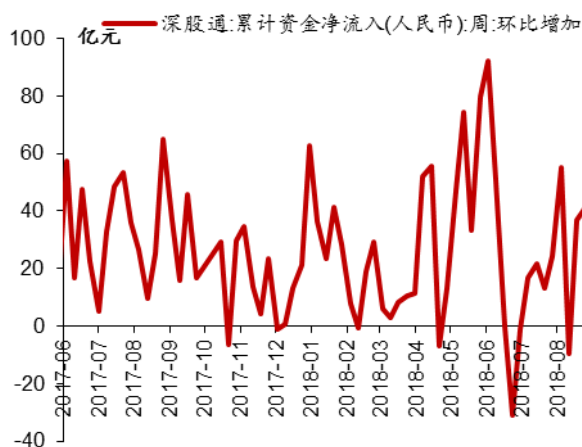
图表20: 2018.09.16-2018.09.22 沪港通净流入 19.64 亿元



资料来源: Wind, 华泰证券研究所



图表21： 2018.09.16-09.20 深股通累计资金净流入环比增加 25.55 亿元



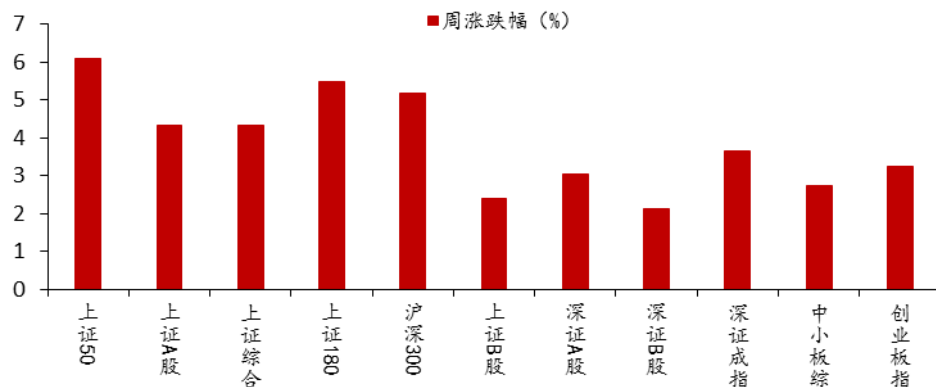
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表22： 2018.09.16-09.20 沪股通累计资金净流入环比增加 56.3 亿元



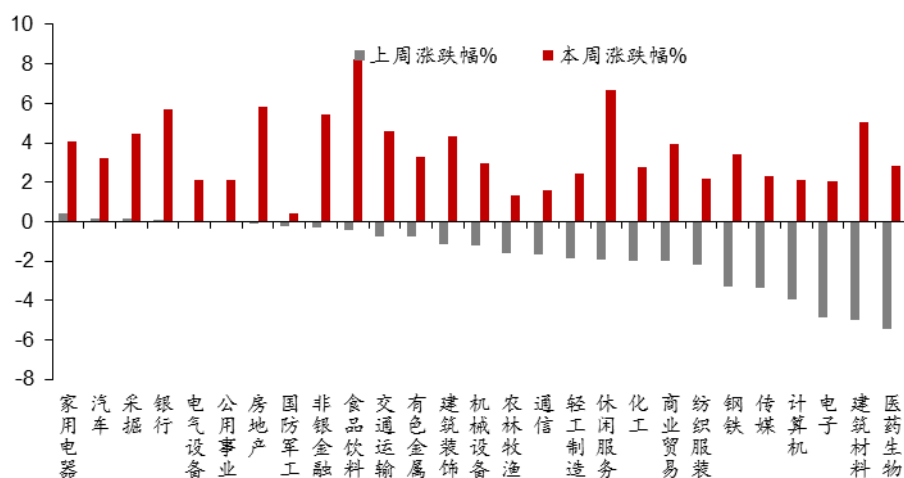
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表23： 上周（2018.09.16-2018.09.22）上证 50 周跌幅最大，涨幅为 6.11%



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表24： 上周（2018.09.16-2018.09.22）食品饮料涨幅最大，涨幅为 8.25%



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表25： 未来一个月（2018.09.22-2018.10.22）主题日历



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：1.经济金融数据不达预期的风险 2.中美贸易摩擦升级的风险，中美贸易摩擦可能在中长期内成为影响 A 股的重要因素。



## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com