

行业配置周报：菜价小幅下行，周期品景气维持



研究结论

- **上游来看，蔬菜价格正在回落，但对 9 月通胀仍有较大影响，动力煤、钢铁等周期品价格小幅上行：**（1）生猪：受疫情影响较大的河南生猪出场价滑坡最为严重，本周降价 13.7%。预计 9 月猪价对 CPI 的影响较小；（2）蔬菜：假设当前蔬菜价格维持到月末，则同比变化为 12.3%（与去年 9 月 1-21 日相比），前值 3.1%，上行 9.2 个百分点，用鲜菜权重调整后约 0.2 个百分点。这一影响更多体现为短期，演化为长期推动力的可能性不大；（3）煤炭：动力煤价格略有提高，库存同比降低。考虑到进口配额剩余有限、采暖季即将到来等因素，动力煤价格仍有支撑，但需关注降价电带来的调控；双焦景气度略有下行，其中焦炭价格长期上涨后首降；（4）钢铁：钢材综合价格指数较上周稍有上升，值得注意的是，随着环保限产的推进，废钢价格已达到 2014 年以来的高点，或意味着下游需求强劲，钢企使用废钢增加；（5）有色原油：国内外铜价出现小幅上涨，国际油价表现平稳。
- **中游来看，相对发达地区的水泥表现更好，化工品中涤纶长丝环比涨幅高位回落：**（1）水泥：9 月至今全国水泥价格上涨 1.84%，从月均值来看，长江、中南地区价格分别上涨 4.0%、4.2%，华东、西南地区涨幅也在 2 个百分点以上，东北、西北价格下行，或表明“稳基建”背景下仍然是相对发达的地区弹性更大；（2）化工品：9 月 10 日（尚无更新数据公布）国家统计局公布的“流通领域重要生产资料市场价格变动情况”显示涤纶长丝涨幅收窄，主要化工品中涨幅扩大的仅液碱、甲醇和尿素。
- **下游来看，彩电产量同比增速逐月递增：**（1）半导体：本周费城半导体指数、台湾半导体行业指数表现平稳；（2）家电：8 月产量数据已公布，其中电视、洗衣机相对较好。8 月洗衣机产量由负转正，同比增速录得 6.8%（前值-3.6%），彩电产量同比增速逐月递增，本月录得 18.4%（前值 16%）。
- **策略周观点：反弹仍在途中，大强小弱格局维持。**上周市场迎来久违的放量反弹，反弹的节奏、风格基本符合我们在 9 月月度策略《反转或难实现，反弹依旧可期》及技术周报《9 月的机会：吃饭行情的开始》中的观点。当前我们依旧认为，反弹仍在途中，而大强小弱格局维持。具体来看：（1）政策是推动这一轮反弹行情最关键的因素。在前期报告中我们已明确，在弱势下跌的市场中，政策是对冲经济下行压力、改变市场悲观情绪预期最关键的因素；（2）促进消费、减税降费、基建补短板等政策持续加码，消费和企业的经营活力有望进一步释放，稳增长值得期待；（3）大强小弱格局预计仍将维持。一方面，权重股的基本面相对来讲韧性更强：2018 年中报来看，沪深 300、上证 50 净利润增速分别为 12.95%及 13.91%，相较于一季报均出现提升。而中小板和创业板中报利润增速相较于一季报均出现大幅下滑；另一方面，今年以来各行业集中度提升，龙头公司话语权加强的路径并未发生改变。叠加去杠杆和中美贸易摩擦等风险偏好压制因素，大市值公司的安全性及性价比相对更高。
- 行业配置上，短期上游周期品和金融的估值修复动力仍在（石油石化、油服、化工、银行保险），消费（白酒、食品、医疗服务、景区旅行社）业绩仍有韧性，政策更有利。中长期看成长（主要为通信、军工及计算机软件）。
- 风险提示：贸易摩擦改变行业供需格局；宏观经济下行超预期。

报告发布日期

2018 年 09 月 24 日

证券分析师

蒋晨龙

021-63325888*6073

jiangchenlong@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517100004

薛俊

021-63325888*6005

xuejun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515100002

联系人

陈至奕

021-63325888-6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

王亮

021-63325888-6111

wangliang@orientsec.com.cn

相关报告

行业配置周报：关注蔬菜的短期影响，周期品景气度分化	2018-09-16
行业配置周报：猪价预将推升 CPI，化工品价格分化明显	2018-09-09
行业配置周报：蔬菜价格上涨明显	2018-08-26
行业配置周报：环保限产提振上游周期品景气度	2018-08-20
行业配置周报：农产品焦炭钢铝等上游产品景气	2018-08-12

上游：菜价小幅下行，周期品景气维持

农产品：蔬菜价格正在回落，对 9 月通胀仍有较大影响

生猪出场价来看，9 月至今均价有明显上涨的是四川、广东、湖南地区，分别上涨 8.5%、5.4%、4.4%，河南、辽宁价格走低，分别降低 6.7%、3.9%，尤以河南滑坡最为严重，本周降价 13.7%。截至 9 月 10 日（尚无更新的数据），生猪市场价录得 14 元，较 8 月末的 13.7 元有所上涨，较去年同期下降 3.4%。假设这一同比增速维持到月末，则按照 CPI 中猪肉权重折算，9 月猪价对 CPI 的影响约-0.01 个百分点（在 8 月 CPI 同比增速的基础上），几乎可以忽略不计。

禽类蔬菜涨势不一，鸡价大幅下跌，菜价仍旧高企。截至 9 月 21 日，毛鸭、白羽肉鸡、蔬菜和鸡蛋周环比上涨-1.8%、-12.9%、-2.0%、3.0%（相比 9 月 14 日），蔬菜价格稍有回落但幅度不大。我们在前期报告《行业配置周报：关注蔬菜的短期影响，周期品景气度分化》中曾指出，得益于 8 月初蔬菜价格尚低，蔬菜价格对 8 月 CPI 同比变化的影响并不大，其作用将更多在 9 月体现，但与此同时，随着高温天气的结束，蔬菜价格 9 月下半月有望回调（2017 年 9 月末蔬菜价格相比月中降低 8 个百分点），缓解菜价对 CPI 的推高作用。从最新数据来看，假设当前蔬菜价格维持到月末，则同比变化为 12.3%（与去年 9 月 1-21 日相比），前值 3.1%，上行 9.2 个百分点，用鲜菜权重 2.56%调整后约 0.23 个百分点（如果将当前月均价与去年 9 月整月相比，则同比 15.3%，对 CPI 的影响在 0.3 个百分点左右，但这一算法不考虑季节性因素因此造成高估）。

蔬菜对 CPI 的影响主要在短期：（1）国内蔬菜产量在持续增长，供给充足，产量去年增长 3.0%，今年上半年同比增长 4.5%；（2）蔬菜种植周期短，难以形成持续的价格上涨；（3）过往数据看，鲜菜价格一直呈现波动大的特征，且有季节性因素影响，除了 1 月前后受春节因素大涨外，8、9 月份也有季节性上涨。综合以上因素，菜价演化为长期推动力的可能性不大，详见东方农业组发布的报告《农产品带动 CPI 上涨，预计持续力有限》。

煤炭：采暖季即将来临

动力煤价格略有提高，库存同比降低。9 月 19 日环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格指数录得 569，与上周持平，较 5 日上涨 1 元/吨；秦皇岛港主要品种动力煤平仓价较上周有 1-3%的提高。6 大发电集团煤炭库存较上周有所回落，9 月 21 日可用天数为 22.57 天，同比 67.7%，上周（9 月 21 日）分别为 26.75 天，83.72%。日均耗煤 65.7 万吨，同比-10%，也较上周有明显改善。考虑到进口配额剩余有限、采暖季即将到来等因素，动力煤价格仍有支撑，但需关注煤价存在的调控（发改委 3 月要求降低一般工商业电价，多省已出台配套措施，强调保障煤炭供应，防止煤价过快上涨）。

双焦景气度略有下行：（1）炼焦煤价格平稳，库存上升。本周山西、河北产焦煤京唐港库提价均保持不变，21 日国内样本钢厂炼焦煤库存为 750 万吨，14 日为 740 万吨；（2）焦炭价格长期上涨后首降，钢厂库存稳定，成本指数上升。本周华北、东北、西北、华东、中南地区二级冶金焦价格分别较上周变化-4%、-3%、-3%、-3%、-2%；国内样本钢厂焦炭库存 412 万吨，与上周持平；港口库存增减不一，天津港、连云港、日照港、青岛港焦炭库存周环比变化分别为-5%、9%、-8%、-10%；钢之家(中国)焦炭成本指数 9 月以来已上涨 3.1%，绝对值系 2017 年以来最高。

钢铁：下游需求稳定，环保要求下废钢价格高企

钢铁价格回升。截至 9 月 21 日，钢材综合价格指数录得 123，较上周的 122 稍有上升。库存指数下降，兰格钢铁 21 日钢材库存指数（综合）为 92，前值 93。值得注意的是，随着环保限产的推进，废钢价格已达到 2014 年以来的高点，或意味着下游需求强劲，钢企使用废钢增加。

有色原油：有色价格分化，油价上行

主要有色金属品种中，铜价出现上涨。截至 9 月 14 日，锌、铅、铝、铜涨跌幅（较 7 日）分别为 -0.2%、0.4%、-0.7%、1.1%。国际价格来看，9 月至今 LME 期货官方价显示，锌、铅、铝、铜分别变化 -2%、-3%、-3%、3%。

国际油价表现平稳。9 月至今英国布伦特原油、WTI 原油价格分别变化 1.74%、1.43%，其中本周上涨 1.23%、2.62%。

中游：长江中南地区水泥上涨

化工品：涤纶长丝涨幅收窄

长期强劲的涤纶长丝环比涨幅高位回落。9 月 10 日（尚无更新数据公布）国家统计局公布的“流通领域重要生产资料市场价格变动情况”显示，9 月至今涨幅为正的化工品为硫酸、液碱、甲醇、顺丁橡胶、涤纶长丝、尿素、草甘膦，其中涨幅扩大的仅有液碱、甲醇和尿素。我们认为本轮涤纶和 PTA 的盈利改善未到高点，明年还有望继续维持高盈利，详情请参考东方石化报告《石油化工行业：涤纶景气远未至高点，看好桐昆股份、恒逸石化》。

机械建材：长江、中南地区水泥上涨，挖机增速下行

水泥价格整体上涨，区域分化。9 月至今，全国水泥价格上涨 1.84%，从月均值来看，长江、中南地区价格分别上涨 4.0%、4.2%，华东、西南地区涨幅也在 2 个百分点以上，东北、西北 9 月跌幅分别为 2.5%、1.8%，或表明“稳基建”背景下仍然是相对发达的地区弹性更大。

挖机增速继续下行。受基建乏力影响，8 月挖机销量同比 33%，前值 45%，5 月以来呈现持续下降的态势。分类来看，大、中、小型挖机增速分别为 37%、32%、32%。

下游：彩电产量同比增速逐月递增

半导体指数：9 月小幅下行

本周费城半导体指数、台湾半导体行业指数表现平稳，分别变动 0.42%、0.01%，9 月至今累计变化 -1.29%、-0.47%。

汽车家电：彩电产量同比增速逐月递增

汽车产销增速下滑。乘用车产销增速均为负，8 月乘用车产量同比增速 -4.7%，销量增速 -4.6%，前值分别为 -1.9%、-5.3%；商用车表现也在恶化，8 月产销同比增速分别为 -2.4%、1.1%，前值 6.7%、3.3%。

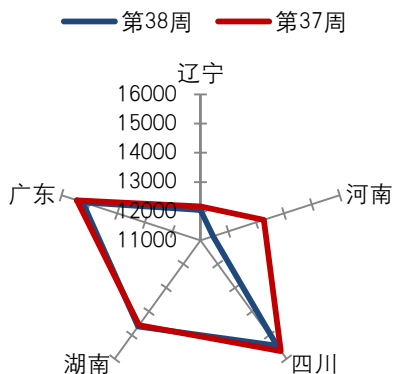
各类家电中，8月产量数据已经公布，其中电视、洗衣机相对较好。8月洗衣机产量由负转正，同比增速录得6.8%（前值-3.6%），彩电产量同比增速逐月递增，本月录得18.4%（前值16%）。

图1：生猪市场价（元/千克）



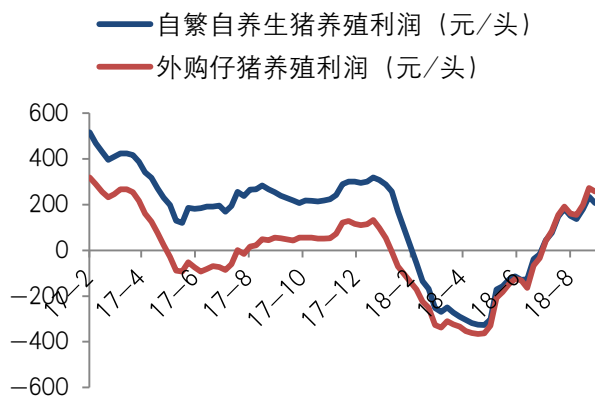
数据来源：Wind，东方证券研究所

图2：部分产区生猪出场价（元/吨）



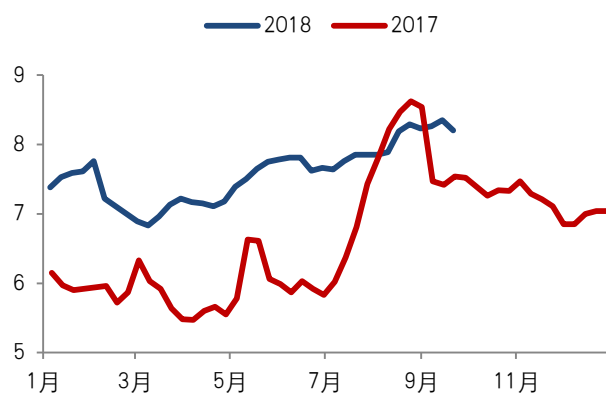
数据来源：Wind，东方证券研究所

图3：外购仔猪养殖利润（元/头）



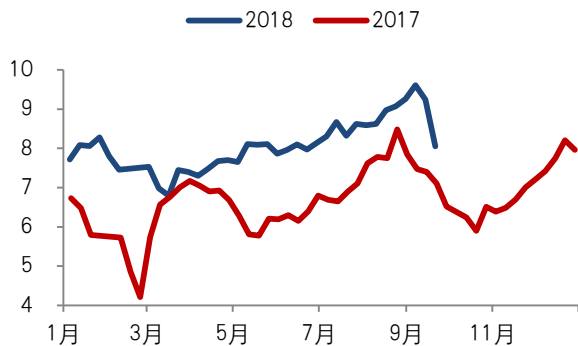
数据来源：Wind，东方证券研究所

图4：毛鸭主产区平均价（元/公斤）



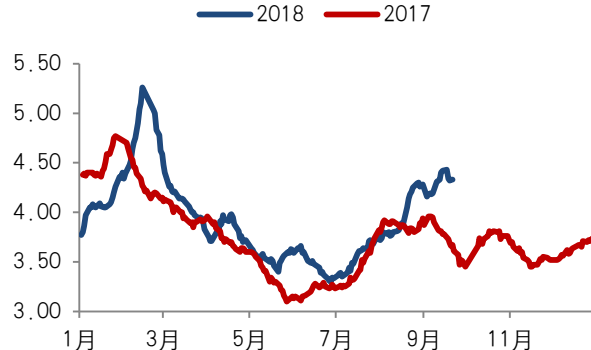
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：白羽肉鸡主产区平均价（元/公斤）



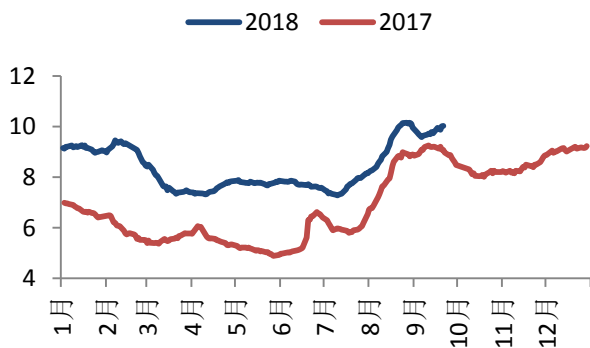
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：28 种重点监测蔬菜平均批发价（元/公斤）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：鸡蛋平均批发价（元/公斤）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：大豆现货价（元/吨）



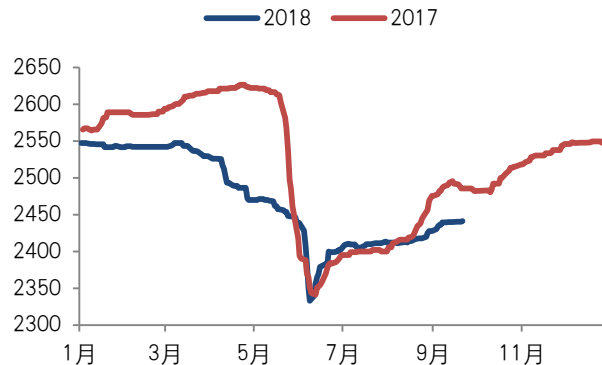
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：豆粕现货价（元/吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：小麦现货价（元/吨）



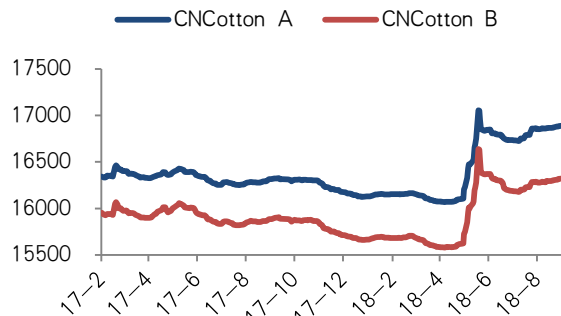
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：玉米现货价（元/吨）



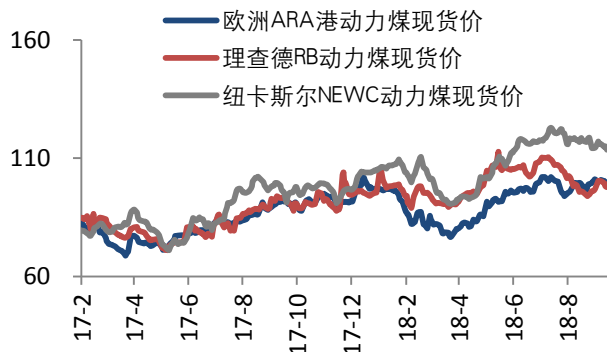
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：国家棉花价格指数（元/吨）



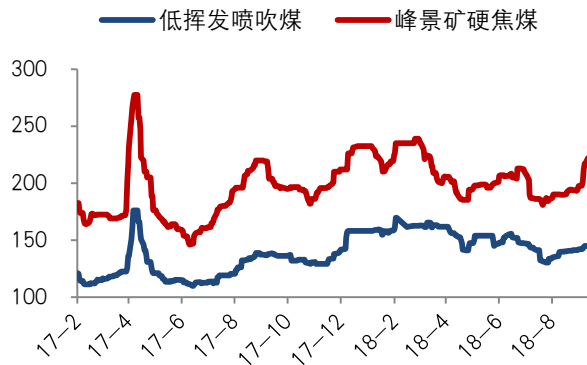
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：国际动力煤价格（美元/吨）



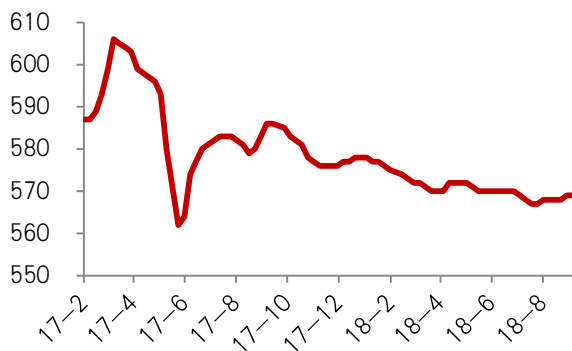
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 14：国际炼焦煤价格（普氏指数，美元/吨）



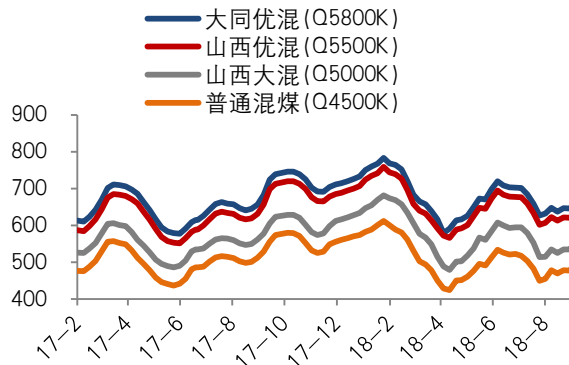
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 15：环渤海动力煤(Q5500K)综合平均价格指数（元/吨）



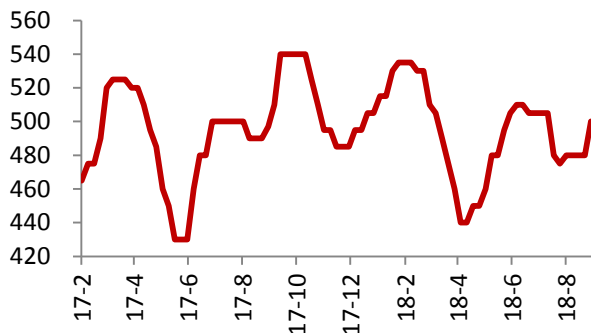
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 16：秦皇岛港主要品种动力煤平仓价（元/吨）



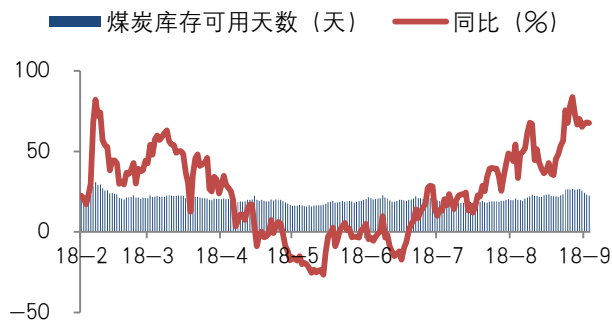
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 17：大同动力煤车板价（含税，元/吨）



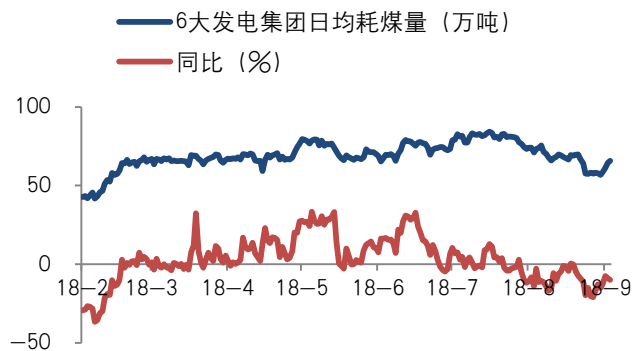
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 18：6 大发电集团煤炭库存



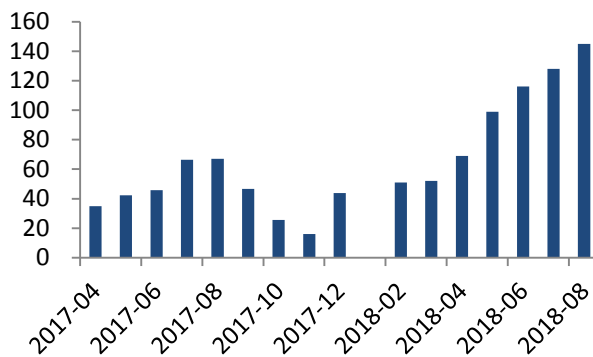
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 19：6 大发电集团日均耗煤



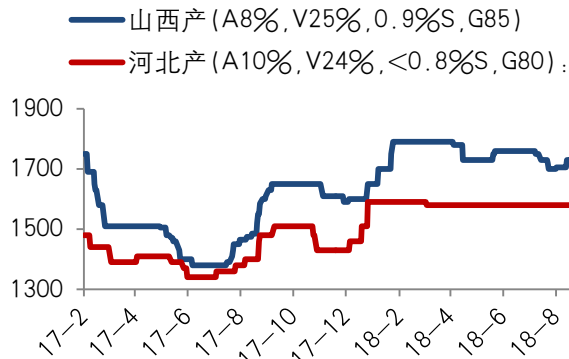
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 20：火电设备平均利用小时同比增长（%）



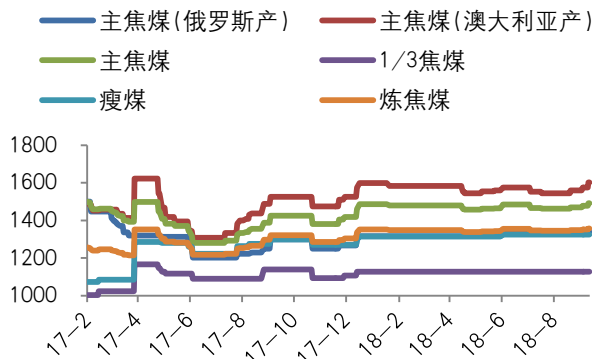
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 21：京唐港主焦煤库提价（含税，元/吨）



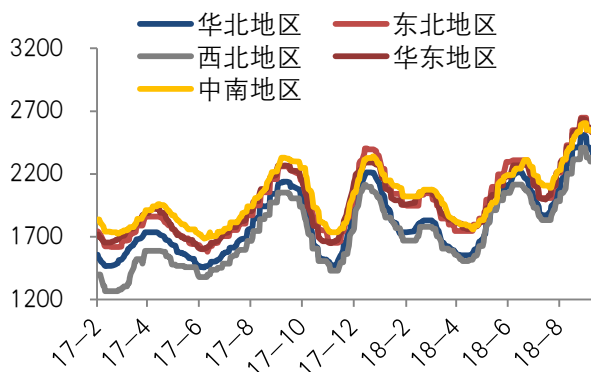
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：国内主要港口进口平均价（元/吨）



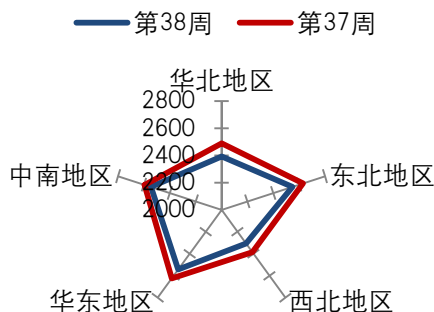
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 23：各区域二级冶金焦均价（元/吨）



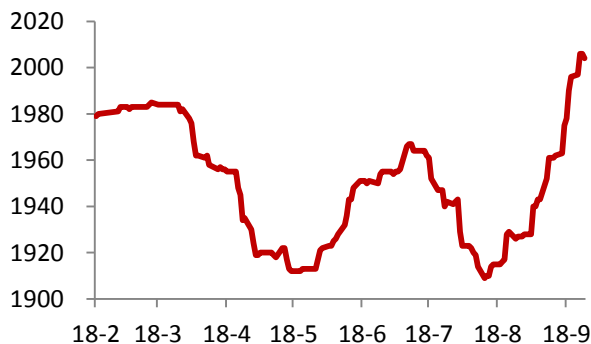
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 24：各区域二级冶金焦周均价变化（元/吨）



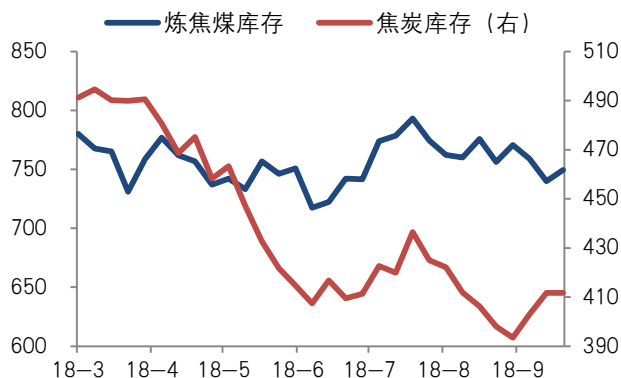
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 25：焦炭成本价格指数（点）



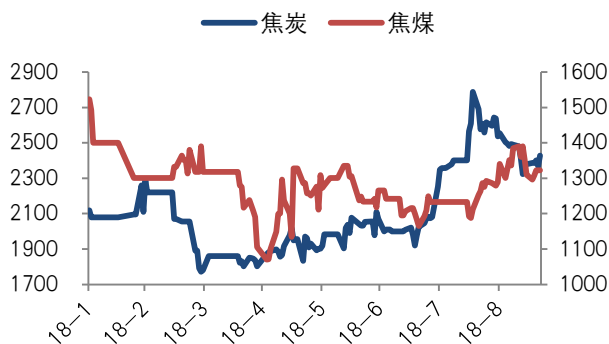
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 26：国内样本钢厂炼焦煤、焦炭库存（万吨）



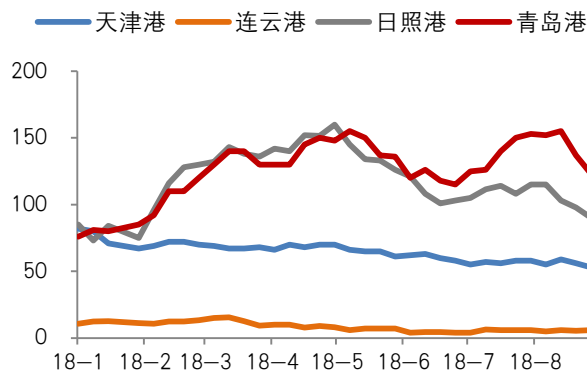
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 27：期货收盘价（连续，元/吨）

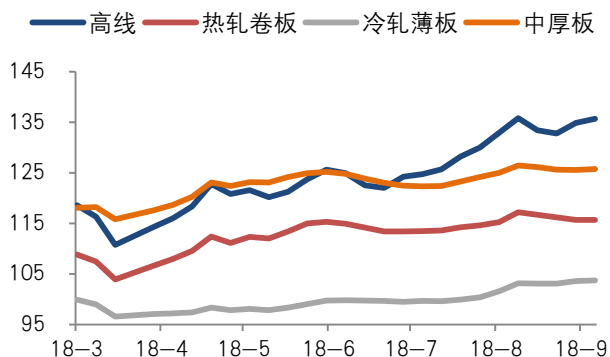


数据来源：Wind，东方证券研究所

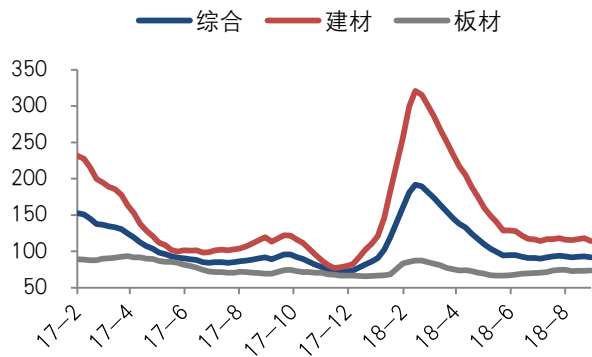
图 28：港口焦炭库存（万吨）



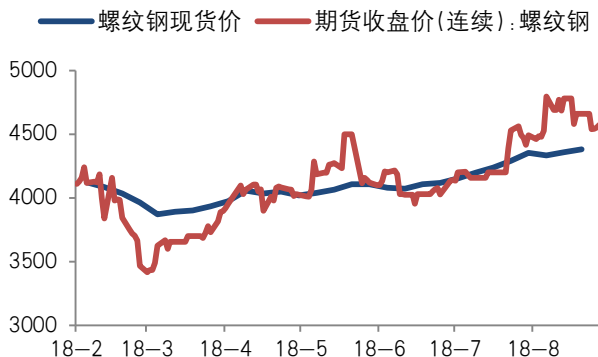
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 29：钢材价格指数（1994 年 4 月=100）

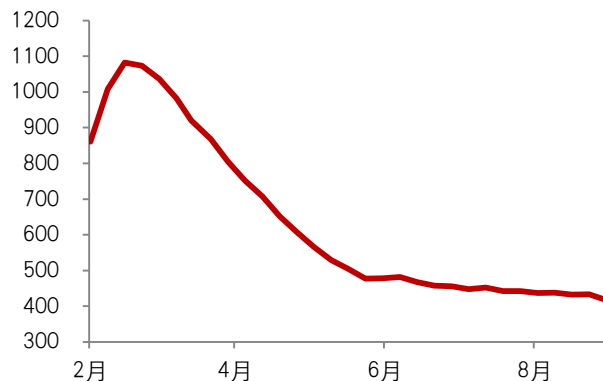
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 30：兰格钢铁：钢材库存指数

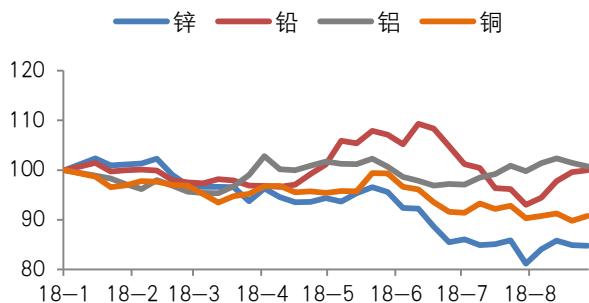
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 31：螺纹钢价格（元/吨）

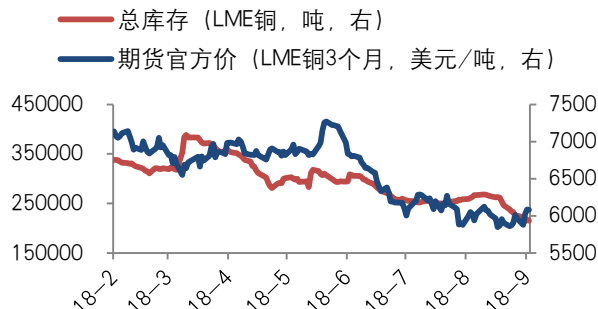
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 32：螺纹钢库存（万吨）

数据来源：Wind，东方证券研究所

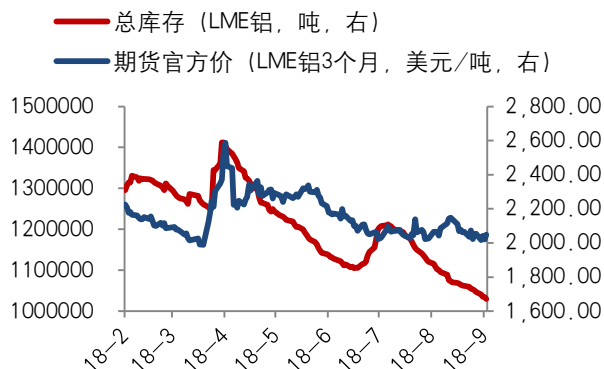
图 33：国内有色金属现货价（元/吨，年初=100）

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 34：国际铜价与库存

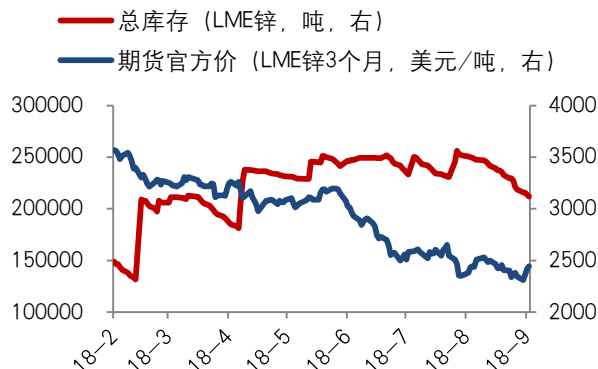
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 35：国际铝价与库存



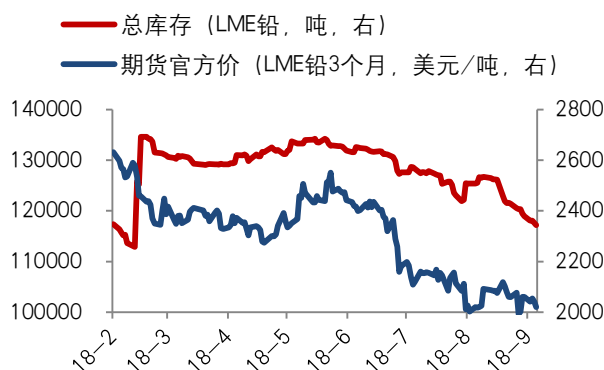
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 36：国际锌价与库存



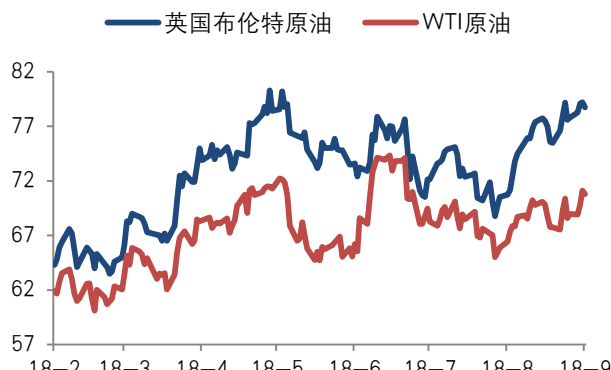
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 37：国际铅价与库存



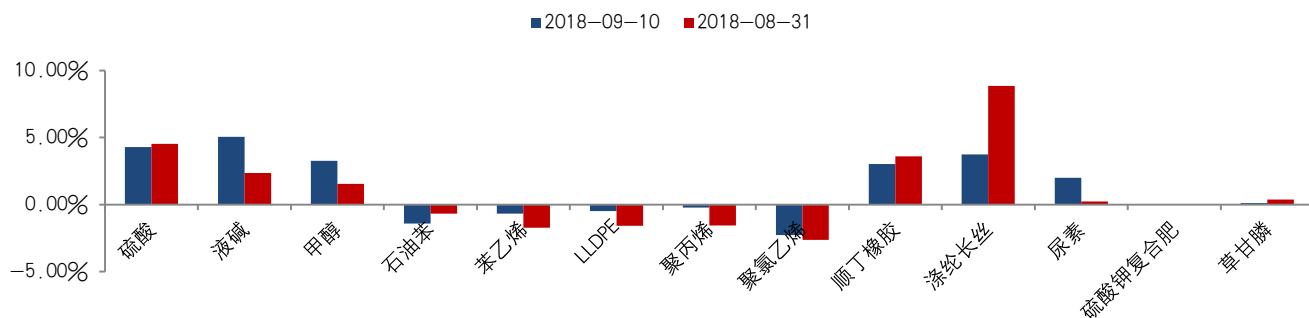
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 38：国际油价（美元/桶）



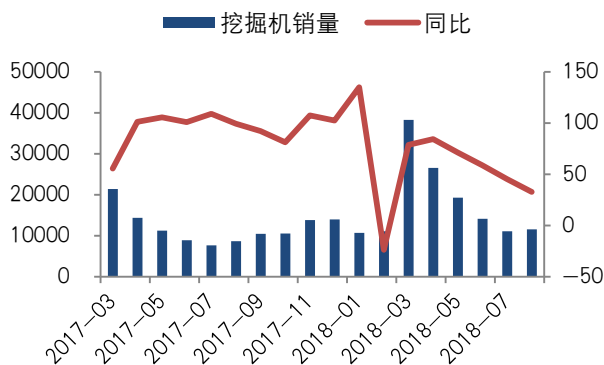
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 39：主要化工品价格（元/吨）



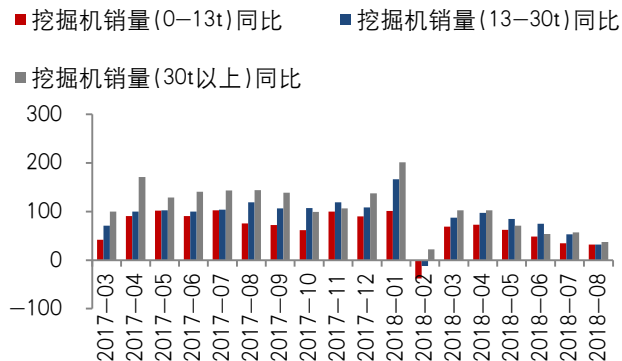
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 40：挖掘机销售（台）及同比



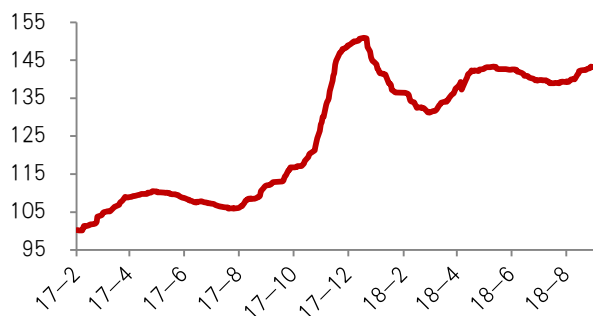
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 41：挖掘机销售（按类型分）



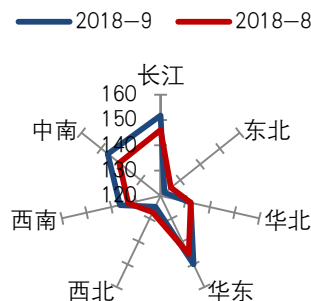
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 42：全国水泥价格指数（点）



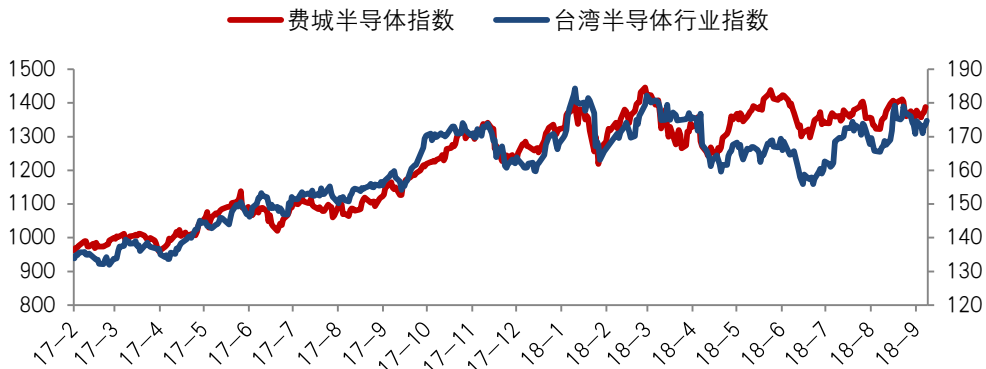
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 43：各区域水泥价格指数（点）



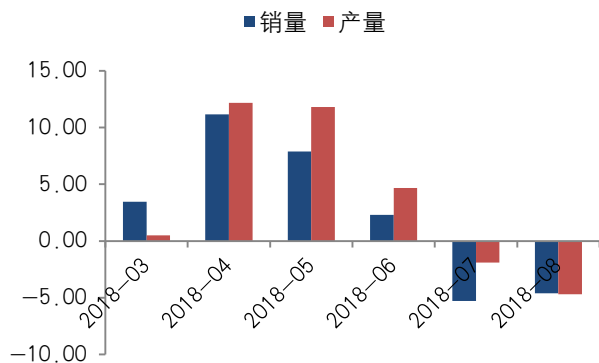
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 44：国际半导体指数（点）



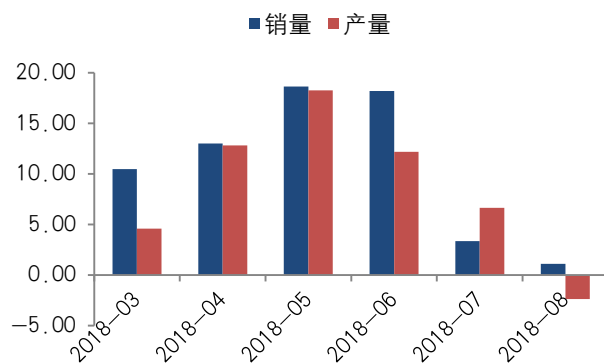
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 45：乘用车产销当月同比 (%)



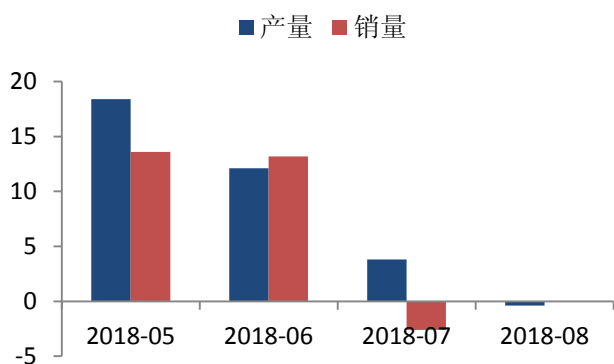
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 46：商用车产销当月同比 (%)



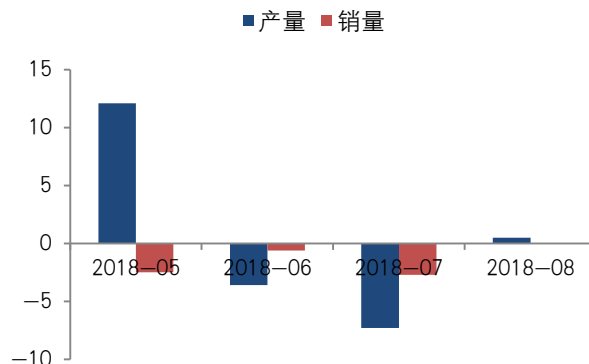
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 47：空调产销当月同比 (%)



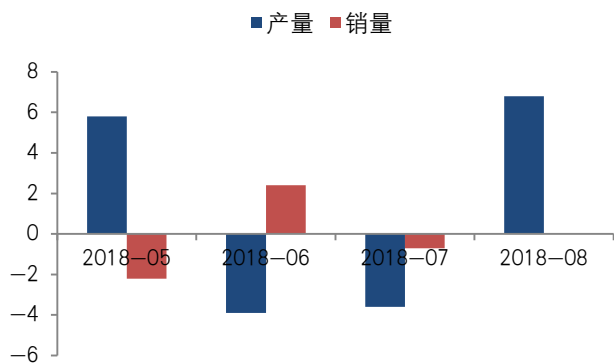
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 48：冰箱产销当月同比 (%)



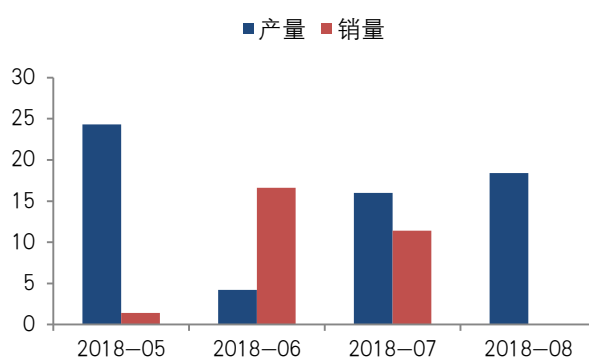
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 49：洗衣机产销当月同比 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 50：电视产销当月同比 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

近期行业基本面梳理

表 1：近期行业基本面梳理

大类	一级细分	近期基本面概述
上游	煤炭	动力煤价格表现一般，库存增速较高，旺季趋于结束。焦炭景气度存在分歧。焦煤景气度上升
	钢铁	一、钢厂库存继续去化。二、环保限产政策、基建投入力度加大导致需求预期加大。
	有色金属	一、政治局会议提出基建补短板，有望提升市场对国内金属需求预期。 二、铜方面，今年二季度，全球铜库存累计仅下降 13 万吨，而去年同期则下降 25 万吨，表明铜需求比较低迷，叠加美元升值对大宗商品价格带来一定压制。 三、铝方面，美国铝业在西澳州的工人因劳动协议争端已开始无限期罢工，随着近期“蓝天保卫战”相关文件的陆续出台，氧化铝、预焙阳极等电解铝原材料成本或将进一步上涨，对铝价形成支撑； 四、稀土方面，近期由于环保督查、设备检修、汛期停产等因素，钨矿供给端阶段性趋紧。
	石油石化	一、美国原油供应减少幅度小于预期，且产品库存增加。 二、美元强势一定程度压制短期的油价 三、美国将恢复对伊朗制裁，预计今年伊朗原油出口将下滑，加上委内瑞拉产量减少，利比亚、加拿大及北海的生产也发生问题，石油供给将趋紧。叠加去库存趋势仍将延续，油价中长期上涨动能较强。
中游	机械设备	挖机增速继续下行。受基建发力影响，8 月挖机销量同比 33%，前值 45%，5 月以来呈现持续下降的态势。分类来看，大、中、小型挖机增速分别为 37%、32%、32%。
	建筑材料	水泥当前供求处于边际平衡状态，考虑到四季度错峰停产、环保限产，水泥供求紧平衡或将加剧
	轻工造纸	商务部宣布所有进口美废即将加征 25% 关税，或将推涨所有外废价格；长期来看，中国外废进口政策的调整，将导致 2018 年—2020 年中国废纸进口数量大幅减少，在国废供给无法充分保障的情况下，或将触发木浆对废纸的替代效应，废纸、木浆等原材料价格有望持续上涨。
	化工	后续周期机会主要集中于化纤和农化等子板块
	电力设备	近期国家能源局，发布 2018 年上半年风电并网运行情况，风电装机容量增速较快，景气程度上行趋势明显，其中华北、华东及南方地区成风电新增装机主力。
下游	公用事业	一、港口库存维持高位，未来煤价不太具备上涨的条件。二、火电基本面逐渐改善：1—7 月份，火电机组的平均利用小时为 2126 小时，较 2017 年同期已增长 116 小时。
	汽车	汽车产销增速下滑。乘用车产销增速均为负，8 月乘用车产量同比增速-4.7%，销量增速-4.6%，前值分别为-1.9%、-5.3%；商用车表现也在恶化，8 月产销同比增速分别为-2.4%、1.1%，前值 6.7%、3.3%。
	建筑	建筑板块是传统的高杠杆负债率行业，8 月 8 日，国家发改委、人民银行、财政部、银保监会、国资委五部门印发《2018 年降低企业杠杆率工作要点》，债转股将扩充建筑公司的资本金，为后续债务融资提供空间。
消费类	地产	一、北京租房价格大幅上涨，引起相关部门重视；二、8 月单月，房地产销售面积同比增长 2.4%，前值 9.9%，销售额同比增长 15.2%，前值 22%，下行较为明显
	食品饮料	中秋旺季临近，名优酒率先实现挺价
	家电	空调市场受经济环境、居民收入、地产等多重因素影响，但旺季时期气温是最主导因素，持续高温有利于空调销售和出口。
	农林牧渔	一、财政部、农业农村部、银保监会近日发布通知，将水稻、玉米、小麦三大粮食作物制种纳入中央财政农业保险保险费补贴目录。二、关注蔬菜对 9 月 CPI 的短期推动效应

交运	航空&机场	短期油价居高不下、汇率贬值都是压制板块估值的因素，中长期还是看航空需求回暖、民航客运量回升，行业供给结构改善，以及票价提升对于业绩的改善。
	航运&港口	1-9月数据显示，全国主要港口集装箱吞吐量累计同比略有下降。
TMT、科技、成长	电子	9月至今费城半导体指数、台湾半导体行业指数分别变动-1.29%、-0.47%，国际市场对半导体板块信心略有下行
	计算机	信息化消费三年计划对于云计算、5G、物联网等提出明确的行动规划。A股计算机中报持续披露
	军工	下半年，随着国企改革领导小组的工作推进，我们认为沉寂已久的军工企业混改，科研院所改制等工作有望加速实施，这将提升市场对军工央企业绩改善的预期
	传媒	一、视频与出版：目前板块估值低于过去4年平均水平，且在税收风波、监管政策不断落地等事件后，利空逐步出尽。各细分领域加速用户货币化，互联网变现模式由电商、广告走向内容付费大时代，其背后的驱动力是内容版权环境优化（目前在政策和产业主体的共同作用下，视频、音乐、文学、图片等领域的正版化进程已经完成或正在加速）和用户付费习惯的养成。持续看好付费主线，优选互联网视频、互联网阅读等细分领域龙头标的。 二、游戏广告教育：（1）游戏：经过一阶段的估值调整，游戏公司估值普遍处于低位，暑期大批新品有望带动行业收入发力；（2）广告：看好具有资源属性，受益广告结构性变化的行业龙头以及短视频等新品类带来的广告代理红利；（3）教育：围绕教育行业品牌和服务升级主线，建议关注K12课外辅导以及处于外延扩张的学校类公司
金融	银行	8月人民币信贷略有改善但幅度有限，具体体现为企业中长期贷款乏力，银行信心仍然匮乏：（1）新增居民户贷款较上月环比增11%，短期贷款的比例有所提高，8月新增居民户贷款中，短期占37%，长期占63%，而7月这一比例为28%、72%，去年同期为33%、68%，原因并非中长期贷款减少（已连续3个月4000亿以上，买房需求或依旧旺盛），而是短期贷款增加；（2）从企业贷款来看，8月短期贷款净减少，中长期贷款增量同样走低（环比降30%，同比降6%），整体环比降5.5%，表现较差
	券商	整体来看，券商业务回归本源，未来高Beta业务仍是业绩弹性的主要来源。大券商业绩表现与业务环境均有相对优势，从2015年开始行业集中度不断提升，强者恒强格局明朗

数据来源：东方证券研究所

一周重大事件

促进增长

1. 李克强总理9月19日在2018年天津夏季达沃斯论坛开幕致辞中表示，中国政府正在研究明显降低企业税费负担的政策。
2. 国务院常务会议指出：把减税降费措施切实落实到位，严禁对企业历史欠费进行集中清缴；抓紧研究提出降低社保费率方案，与征收体制改革同步实施。
3. 中共中央、国务院发文要求完善促进消费体制机制，大力发展住房租赁市场特别是长期租赁，加快推进住房租赁立法；鼓励和引导农村居民增加交通通信、文化娱乐、汽车等消费；全面取消二手车限迁政策；鼓励和引导居民扩大信息消费；深化电影发行放映机制改革；支持邮轮、游艇、通用航空等消费大众化发展；抓紧修订民办教育促进法实施条例。
4. 财政部：企业开展研发活动中实际发生的研发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在按规定据实扣除的基础上，在2018年1月1日至2020年12月31日期间，再按照实际发生

额的 75%在税前加计扣除；形成无形资产的，在上述期间按照无形资产成本的 175%在税前摊销。

5. 发改委对《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》（2016 版）征求修订意见，截止时间为 10 月 12 日。

贸易摩擦

1. 美方宣布自 9 月 24 日起对 2000 亿美元中国输美产品加征 10%的关税，进而还要采取其他关税升级措施。
2. 国务院关税税则委员会决定对原产于美国的约 600 亿美元商品加征 10%或 5%的关税，自 9 月 24 日 12 时 01 分起实施；如果美方执意进一步提高加征关税税率，中方将给予相应回应。

监管与制度

1. 发改委发布《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》，积极探索中央企业集团公司层面开展混合所有制改革的可行路径。
2. 《特殊机构及产品证券账户业务指南》修订后发布，对商业银行理财产品开立证券账户的实质约束和申请开立中的便利化措施进行了安排。根据 21 世纪经济报道，中登允许开立账户主要是解决了理财资金投资交易所债券的问题，银行直接投资股票并不具备条件。
3. 习近平主持召开中央深改委第四次会议，强调对系统重要性金融机构的识别、监管、处置作出制度性安排，有效维护金融体系稳健运行。

行业要闻

1. 中秋、国庆假期来临之际，全国已有 157 个景区出台了门票降价或免费开放措施。
2. 国家广播电视总局 9 月 16 日发布《总局就收视率问题开展调查》称，针对收视率问题的舆情和反映已采取相关措施，并会同有关方面抓紧开展调查。
3. 根据澎湃新闻，广东省住建厅拟订材料提出，建议对预售制进行改革，降低预售制带来的高杠杆效应，逐步取消商品房预售制度，全面实施现房。
4. 根据第一财经报道，住房贷款利息抵扣个税政策将在明年 1 月实施，但能够享受这一政策的范围可能被限定为普通住房，非普通住房被排除在外。
5. 吉林省公主岭市南崴子镇、内蒙古自治区科尔沁右翼中旗等地发生非洲猪瘟疫情。截至目前，农业农村部官网已发布 17 起非洲猪瘟疫情。
6. 商务部：美国企业对 LET 和 3G 兼容移动通讯设备提起 337 调查申请，中兴公司等企业为列名被告。

策略周观点：反弹仍在途中，大强小弱格局维持

上周，市场迎来久违的放量反弹：上证综指上涨 4.32%、沪深 300 上涨 5.2%、上证 50 上涨 6.11%，中证 500、创业板指及中小板指分别上涨 2.89%、3.26%、3.9%。本次反弹的节奏、风格基本符

合我们在 9 月月度策略《反转或难实现，反弹依旧可期》及技术周报《9 月的机会：吃饭行情的开始（20180903）》中的观点：“年内市场大幅反转的可能性并不大，但若 9 月贸易战这一利空落地，低估值和国内政策对冲或会引发市场反弹”、“反弹中大强小弱的格局仍将维持”。当前我们依旧维持这一观点，认为反弹仍在途中，而大强小弱格局维持。具体来看：

一、政策是推动这一轮反弹行情最关键的因素。从 7 月月报《自下而上把握确定性机会》、8 月月报《政策维稳，等待中报业绩印证》、到 9 月月报《反转或难实现，反弹依旧可期》中，我们都明确在弱势下跌的市场中，政策是对冲经济下行压力、改变市场悲观情绪预期最关键的因素。回顾 A 股历史，可以发现政策是推动“熊转牛”大周期转换的关键因素（例如：**a.2005 年 6 月**：保监会批准 9 家保险公司入市、允许上市公司回购流通股并依法予以注销；允许基金管理公司运用自有资金进行基金投资；拟对券商提供再贷款支持等。**b.2008 年 10 月底**：4 万亿投资计划，伴随着十大产业振兴规划。**c.2012 年底**：2012 年 11 月中共十八大召开到 2013 年 11 月十八届三中全会，历时整整一年，由习近平担任起草小组组长的《关于全面深化改革若干重大问题的决定》。），大级别的熊牛转换遵循“政策直接影响的板块 → 基本面改善板块（流动性-大周期-后周期/逆周期）→ 补涨板块”的经验规律。

二、促进消费、减税降费、基建补短板等政策持续加码，消费和企业的经营活力有望进一步释放，稳增长值得期待。

（1）减税降费措施切实落实到位，确保社保费现有征收政策稳定，有助于微观经济主体，特别是中小民营企业盈利的稳定及改善。9 月 18 日国常会要求减税降费措施切实落实到位，同时确保社保费现有征收政策稳定。9 月 22 日，财政部发布《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》，明确企业开展研发活动中实际发生的研发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在按规定据实扣除的基础上，在 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间，再按照实际发生额的 75% 在税前加计扣除；形成无形资产的，在上述期间按照无形资产成本的 175% 在税前摊销。

表 2：研发费用扣除相关政策梳理

出台时间	研发费用扣除文件名称	主要内容
2015 年	财税 119 号文《关于完善研究开发费用税前加计扣除政策的通知》	放宽享受优惠的企业研发活动、研发费用的范围，列明“6+1”行业的负面清单。明确加计扣除比例是 50%
2017 年	财税 34 号文《关于提高科技型中小企业研究开发费用税前加计扣除比例的通知》	明确科技型中小企业双 2 定义（销售额年 2 个亿，资产 2 个亿） 加计扣除比例由 50% 提升至 75%
2018 年 9 月	财税 99 号文《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》	企业开展研发活动中实际发生的研发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在按规定据实扣除的基础上，在 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间，再按照实际发生额的 75% 在税前加计扣除；形成无形资产的，在上述期间按照无形资产成本的 175% 在税前摊销。

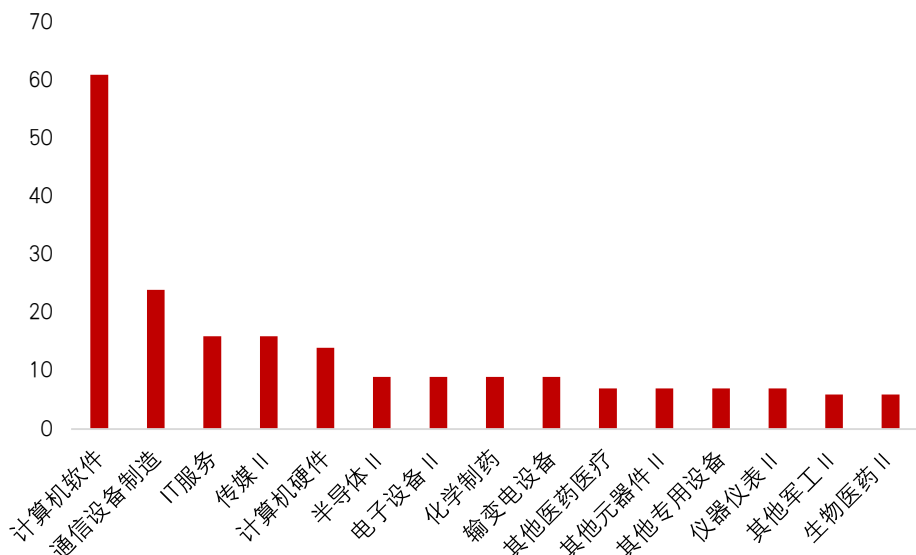
数据来源：新华社等，东方证券研究所

从上市公司角度来看，我们在专题报告《财务成本分析：追根溯源》中提到，费用化对于上市公司的吸引力在于研发支出存在抵税的效应，减小现金流的压力，提升利润水平。从 A 股历史和现状来看，每年研发费用大于 0 的公司数量占比在提高，但研发支出的绝对值有巨大提升空间：最近

三年研发投入比分布情况基本相似，研发投入比在 0%-5% 区间的公司数量占比高达 70% 以上，而 5%-10% 区间为 20%，10% 以上区间占比为 9%。

从行业来看，研发费用占收入比重较高的行业有望更加受益。主要为计算机软件、通信设备制造、IT 服务、传媒、半导体、电子设备、化学制药等。

图 51：2013—17 年年均研发费用率大于 10% 公司的行业分布（纵轴为公司数量，单位：家）



数据来源：Wind，东方证券研究所

(2) 聚焦补短板扩大有效投资，稳住投资保持正常增长。主要领域包括中西部铁路公路、干线航空、枢纽和支线机场、重大水利等农业基础设施、生态环保重点工程、技术改造升级和养老等民生领域设施建设。

(3) 消费方面，鼓励消费政策和个税改革打通消费促进的各个环节，形成政策合力，可落地性大幅提升。《中共中央 国务院关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》出台，提出完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力，鼓励消费金融创新，规范发展消费信贷，把握好保持居民合理杠杆水平与消费信贷合理增长的关系。鼓励消费政策和个税改革打通消费促进的各个环节，形成政策合力，可落地性大幅提升。

三、大强小弱格局预计将维持。(1) 权重股的基本面相对来讲韧性更强。2018 年中报来看，沪深 300、上证 50 净利润增速分别为 12.95% 及 13.91%，相较于一季报均出现提升。而中小板和创业板中报利润增速相较于一季报均出现大幅下滑。(2) 今年以来各行业集中度提升、龙头公司话语权加强的路径并未发生改变，叠加信用紧缩、M1 增速创新低、去杠杆和中美贸易摩擦大环境下风险偏好压制等因素，大市值公司的安全性及性价比相对更高。

四、行业配置上，短期上游周期品和金融的估值修复动力仍在（石油石化、油服、化工、银行保险），消费（白酒、食品、医疗服务、景区旅行社）业绩仍有韧性，政策更有利。中长期看成长（主要为通信、军工及计算机软件）。

风险提示

贸易摩擦改变行业供需格局；

宏观经济下行超预期。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

