

策略 · 周观点

证券研究报告

2019年08月11日

汇率不是额外风险，悲观情绪释放后，围绕业绩布局

综合来说，当前的背景下，大家对于贸易战的预期大部分已经非常悲观了，同时也很担心汇率继续大幅贬值。但是，我们还是重复之前的判断：

——当贸易战谈判进展严重受挫的时候，对未来的情况就要乐观一些；比如5月6日，宣布对2000亿商品加征25%关税后，市场基本就跌倒了震荡区间的下沿。

——当贸易战谈判的情况非常顺利的时候，反而要保持冷静、多一分警惕。比如7月1日，当日本G20双方释放和谈信号的时候，市场基本就到了震荡区间的上沿。

另一方面，抛开贸易战对市场情绪的影响之外，回归业绩是本源，近期是中报业绩的密集披露期，自7月份业绩预告开始公布以来，业绩超预期或者业绩维持优秀的公司，都有持续不错的表现，且受到贸易战等情绪因素的影响相对较小。

如果不考虑风格的因素，事实上，不管是消费、科技、周期、金融等各个板块业绩不错的龙头公司，股价都有持续不错的表现，且受到贸易战的影响也相对很小。

如果考虑到风格的因素，中报之前，消费板块，尤其是食品饮料，是唯一一个行业层面的ROE(TTM)，连续两个季度持续改善(19Q1>18Q4>18Q3)。显示了业绩层面的整体性占优。但是连续整体性业绩释放之后，面临的的就是19年中报的分化。

而从另一个层面来看，科技类一些板块的业绩从中报开始，逐渐在走出来，例如我们之前各个行业团队所梳理的方向：【5g终端】、【半导体】、【5g设备和材料】、【软件】、【互联网服务平台】、【游戏】、【血制品】、【锂电材料】、【军工材料和元器件】、【工程机械和油服】。

因此，我们建议，在市场受到贸易战情绪的影响之后，可以逐渐开始布局8月下旬到10月的一波有一定反弹空间的机会，重点布局的方向，还是以业绩趋势为核心。

风险提示：宏观经济风险，海外不确定因素，公司业绩不达预期风险等。

作者

刘晨明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090006
liuchenming@tfzq.com

李如娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518030001
lirujuan@tfzq.com

许向真 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070006
xuxiangzhen@tfzq.com

吴黎艳 联系人
wuliyanyan@tfzq.com

相关报告

- 《投资策略：一个模型化的全新识别系统——A股财务造假预测模型的建立》2019-08-09
- 《投资策略：策略·上周股市流动性评级为D-人民币汇率破7，北上资金净流出 - 一周资金面及市场情绪监控 (0729-0802)》2019-08-06
- 《投资策略：策略·周观点-贸易战又生变？这次影响有何不同？》2019-08-04



内容目录

1. 汇率不是额外风险，悲观情绪释放后，围绕业绩布局	3
2. 关于外资流入的短期逻辑和长期趋势.....	6

图表目录

图 1：汇率和贸易战的联动关系非常明确	3
图 2：19Q1、18Q4、18Q3 业绩情况	4
图 3：景气可能回升的细分领域、逻辑及标的	5
图 4：人民币汇率与外资流入流出	6
图 5：北上资金、美股、国内消费股.....	7
图 6：各国股票市场外资占比	7

1. 汇率不是额外风险，悲观情绪释放后，围绕业绩布局

过去一周，A股市场波动深受每一条贸易战信息的影响。

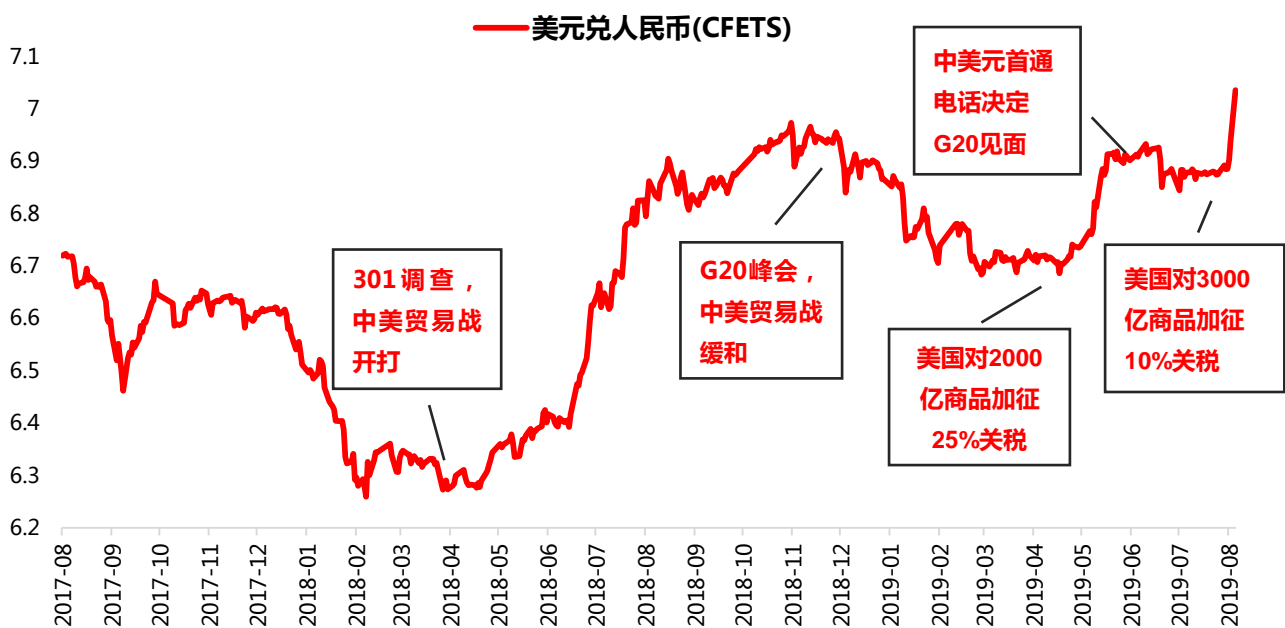
汇率市场也是如此。

因此，汇率贬值“破7”对于A股市场来说不是一个额外需要担心的风险点。

人民币汇率和贸易战一直是一枚硬币的两面，18年以来，相关性极高。

每当中美贸易战谈判受挫，美国加征新的关税，人民币汇率都会马上出现快速贬值。相反，每当中美贸易战缓和，双方进入谈判阶段的时候，人民币汇率都会开始小幅升值。

图 1：汇率和贸易战的联动关系非常明确



资料来源：WIND，天风证券研究所

本周，贸易战的新增关键信息是：

1、8月5日，中国相关企业已暂停采购美国农产品。

2、8月6日，美国财政部将中国列为“汇率操纵国”。（后果是，若被认定为汇率操纵国超过1年仍未改变，美国总统将有权采取包括被排除在政府采购之外、限制美国私人部门对该国的海外融资、指示贸易代表进行贸易谈判等措施进行制裁。）

3、8月7日，美国禁止使用美联邦政府资金采购华为、中兴、海康威视、大华和海能达5家中国公司电信设备，该规定将于本月13日生效。

4、8月9日，特朗普表示：他还没有准备好与中国达成贸易协议，并决定美国暂时不与中国电信巨头华为技术有限公司做生意。

5、8月9日，美国国家贸易委员会主任纳瓦罗周五稍晚表示，美国仍计划与中国谈判代表举行新一轮贸易谈判。

6、8月9日，一位白宫官员兼商务部发言人周五稍晚表示，美国商务部仍在评估美国公司向华为出售美国技术、软件和服务的请求。该官员表示，早些时候，总统特朗普称美国暂时不会与华为做生意，这一评论只是指联邦政府采购华为设备的禁令。

从过去一周我们汇总的几条关键信息来看：

1、双方都进行了制裁与反制裁的实质性动作。

2、但是又仍然计划继续谈判。

3、美方暂定了联邦政府与中国 5 家公司的合作，但仍然在评估美国公司向华为出售美国技术、软件和服务的请求。

4、究竟是不是谈判前的极限施压，没有实锤的证据，的确很难判断。

5、从逻辑推演的角度来看，中美贸易战“打打谈谈”是长期背景，短期随着美国总统选举拉票、中国建国 70 周年等重要节点的临近，双方“以打促和”的概率在逐步提升。

综合来说，当前的背景下，大家对于贸易战的预期大部分已经非常悲观了，同时也很担心汇率继续大幅贬值。但是，我们还是重复之前的判断：

——当贸易战谈判进展严重受挫的时候，对未来的情况就要乐观一些；比如 5 月 6 日，宣布对 2000 亿商品加征 25% 关税后，市场基本就跌倒了震荡区间的下沿。

——当贸易战谈判的情况非常顺利的时候，反而要保持冷静、多一分警惕。比如 7 月 1 日，当日本 G20 双方释放和谈信号的时候，市场基本就到了震荡区间的上沿。

另一方面，抛开贸易战对市场情绪的影响之外，回归业绩是本源，近期是中报业绩的密集披露期，自 7 月份业绩预告开始公布以来，业绩超预期或者业绩维持优秀的公司，都有持续不错的表现，且受到贸易战等情绪因素的影响相对较小。

如果不考虑风格的因素，事实上，不管是消费、科技、周期、金融等各个板块业绩不错的龙头公司，股价都有持续不错的表现，且受到贸易战的影响也相对很小。

如果考虑到风格的因素，中报之前，消费板块，尤其是食品饮料，是唯一一个行业层面的 ROE (TTM)，连续两个季度持续改善 (19Q1>18Q4>18Q3)。显示了业绩层面的整体性占优。但是连续整体性业绩释放之后，面临的的就是 19 年中报的分化。

图 2：19Q1、18Q4、18Q3 业绩情况

一级行业	净利润增速 (%)				ROE(TTM) (%)			
	2018Q3	2018Q4	2019Q1	19Q1-18Q4	2018Q3	2018Q4	2019Q1	19Q1-18Q4
非银金融	-38.8	-29.8	81.9	111.7	9.0	7.9	9.8	1.9
传媒	2.2	-26.5	1.7	28.2	2.4	-4.1	-3.7	0.4
电气设备	0.8	-6.8	10.3	17.1	5.4	3.3	2.9	-0.4
综合	13.3	3.9	15.7	11.8	4.6	3.4	3.3	-0.1
机械设备	12.6	6.1	14.6	8.6	7.6	5.0	4.8	-0.2
计算机	11.2	6.2	12.6	6.4	11.5	7.0	5.8	-1.2
房地产	27.7	7.0	13.4	6.4	21.8	20.6	16.5	-4.1
国防军工	9.6	5.7	11.5	5.8	2.9	2.5	2.1	-0.4
交通运输	4.8	3.0	8.0	5.0	7.7	6.9	8.4	1.4
银行	8.2	6.9	11.4	4.5	10.4	10.1	11.2	1.1
建筑材料	22.5	13.9	18.3	4.4	17.3	17.5	16.4	-1.1
公用事业	12.0	8.0	12.1	4.2	5.6	5.2	6.1	1.0
商业贸易	12.6	5.0	8.0	3.0	8.5	8.1	8.1	-0.1
有色金属	8.9	-12.0	-9.7	2.4	7.6	3.3	2.7	-0.6
建筑装饰	12.6	9.8	12.2	2.3	12.8	12.2	10.9	-1.3
纺织服装	14.0	8.0	10.2	2.2	9.3	5.9	5.7	-0.2
家用电器	5.5	8.1	10.2	2.1	20.4	15.4	14.7	-0.8

轻工制造	9.9	5.9	6.9	1.0	10.4	5.6	4.7	-0.9
医药生物	18.6	11.5	10.2	-1.4	10.3	8.3	8.9	0.6
食品饮料	12.5	17.2	15.7	-1.5	16.0	16.9	20.4	3.5
汽车	2.1	-8.2	-10.3	-2.1	11.1	8.3	7.4	-0.9
电子	14.6	6.3	3.5	-2.8	10.3	6.9	5.9	-1.0
通信	6.0	3.8	-1.8	-5.5	0.9	-0.4	2.0	2.5
化工	22.9	13.5	4.1	-9.4	8.5	7.2	7.6	0.4
农林牧渔	7.4	3.2	-7.9	-11.1	7.1	5.3	5.0	-0.3
休闲服务	14.7	15.5	1.9	-13.6	9.6	7.8	9.3	1.5
采掘	21.1	31.4	14.2	-17.1	5.6	4.7	5.6	0.9
钢铁	60.3	26.7	-26.1	-52.9	19.2	16.8	13.6	-3.2

资料来源：WIND，天风证券研究所

而从另一个层面来看，科技类一些板块的业绩从中报开始，逐渐在走出来，例如我们之前各个行业团队所梳理的方向：【5g 终端】、【半导体】、【5g 设备和材料】、【软件】、【互联网服务平台】、【游戏】、【血制品】、【锂电材料】、【军工材料和元器件】、【工程机械和油服】。

因此，我们建议，在市场受到贸易战情绪的影响之后，可以逐渐开始布局 8 月下旬到 10 月的一波有一定反弹空间的机会，重点布局的方向，还是以业绩趋势为核心。

图 3：景气可能回升的细分领域、逻辑及标的

行业	细分领域	核心逻辑	核心标的	分析师
电子	5G 终端相关、半导体	5G 手机下半年至明年进入终端换机周期；半导体如内存等价格下跌趋势已经企稳；国内优质芯片设计公司迎来“国产替代”大机遇。	5G 终端相关 ：卓胜微、立讯精密、歌尔股份、鹏鼎控股。 半导体 ：圣邦股份、长电科技、闻泰科技、兆易创新、紫光国微。	天风电子潘 曠/陈俊杰
通信	5G 产业链	5G 设备 ：5G 规模建设有望加速推进。 上游材料 ：PCB 和覆铜板是重要的上游材料。 下游应用 ：5G 引入三大应用场景，高清视频会议、富媒体短信、物联网。 边缘生态 ：边缘计算是重要底层支撑。 光通信 ：光纤光缆和光模块是构成光通信网络的核心。	5G 设备 ：中兴通讯、通宇通讯、世嘉科技、俊知集团。 上游材料 ：沪电股份、深南电路，建议关注生益科技和华正新材。 下游应用 ：亿联网络、梦网集团、移为通信、广和通、拓邦股份、光环新网。 边缘生态 ：星网锐捷、华体科技、三维通信、天源迪科、网宿科技。 光通信 ：中际旭创、新易盛、天孚通信、剑桥科技、光迅科技、太辰光。	天风通信唐 海清
传媒	平台类公司、游戏板块	传媒板块子领域龙头中报业绩已超预期，后续市场转暖；游戏板块 A 股龙头公司估值再次回落至 11x-16x，暑期新游上线周期。	子领域龙头 ：东方财富、芒果超媒、视觉中国、平治信息。 游戏 ：三七互娱、完美世界、游族网络、吉比特。	天风传媒文 浩/张爽
医药	血制品	血制品行业经过 2015 年的价格调整后，价格-供需基本理顺，经过 2017 年以来的持续下滑，后续存在补库存潜力。	华兰生物 ，建议关注天坛生物和博雅生物。	天风医药潘 海洋
电新	电动车	7、8 月或许是行业最艰难时刻，排产大概率 9 月能恢复；2020 年或将成为国际车企电动化元年。	璞泰来	天风电新杨 藻
军工	材料、元器件	装备换装周期带动行业进入需求旺盛阶段。	材料 ：西部材料，建议关注宝钛股份和菲利华。 元器件 ：中航光电、航天电器、景嘉微。	天风军工邹 润芳/李鲁靖
机械	工程机械、油服	工程机械：基建逆周期投资，龙头市占率提升；油服：国内资本开支的确定性增长，可看 3-5 年时间，目前还在中前段。	油服 ：杰瑞股份； 工程机械 ：三一重工、浙江鼎力。	天风机械邹 润芳/曾帅/ 崔宇

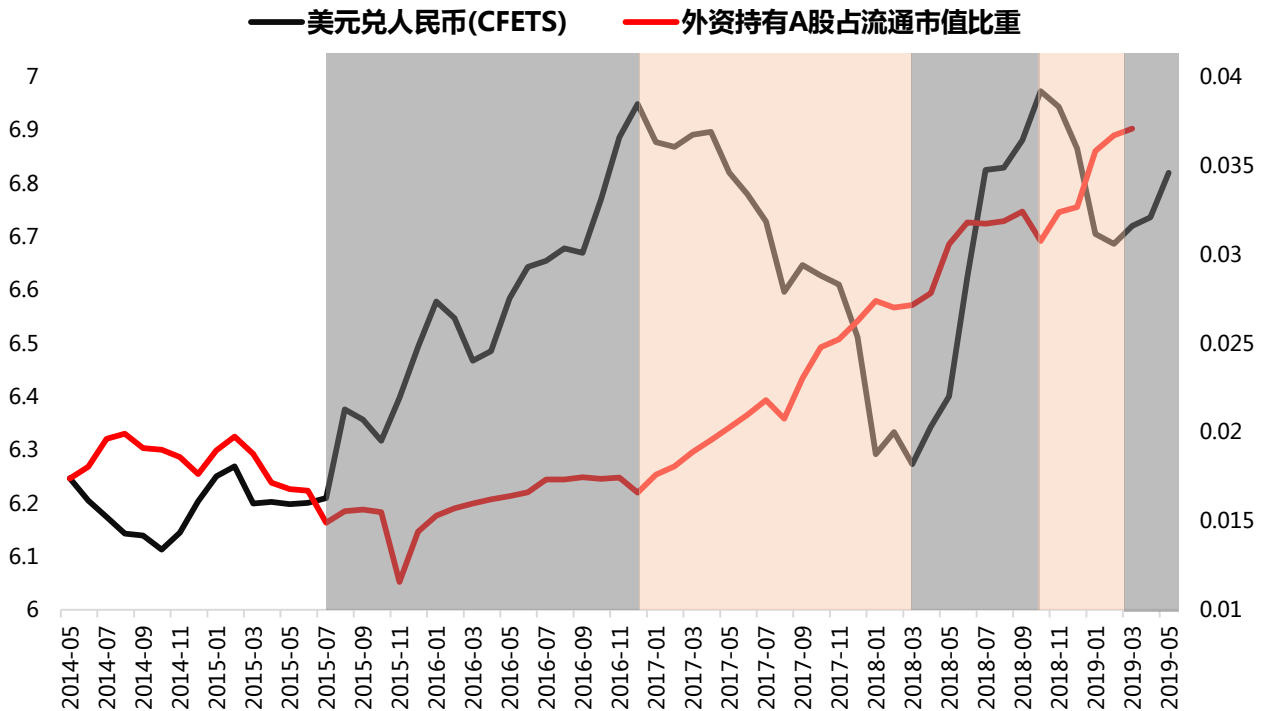
资料来源：WIND，天风证券研究所

2. 关于外资流入的短期逻辑和长期趋势

8月8日 MSCI 更新纳入 A 股股票池，生效日 8 月 27 日带来被动增量资金大约 250 亿。

但是，近期大家担心汇率贬值导致外资流出，但从下图来看，汇率贬值与外资流入流出关联度不高（部分原因是产品有汇率套保）。

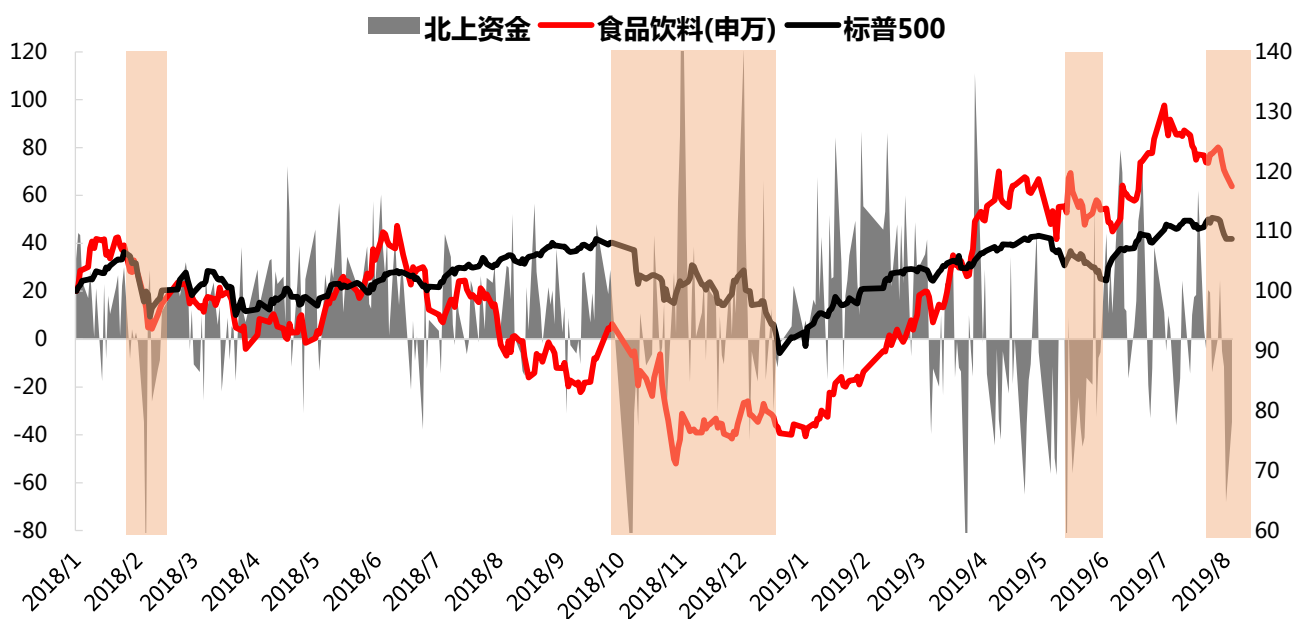
图 4：人民币汇率与外资流入流出



资料来源：WIND，天风证券研究所

而更值得担忧的是美股，因为从下图可以看到，美股下跌对外资流出和国内消费股影响更显著。逻辑在于，美股的下跌往往伴随 VIX 恐慌性指数的抬升，全球有大量大类资产配置的产品，一旦 VIX 指数大幅反弹，便倾向于整体降低股票类资产（包括 A 股）的仓位，同时换成防御型的国债或者货币。

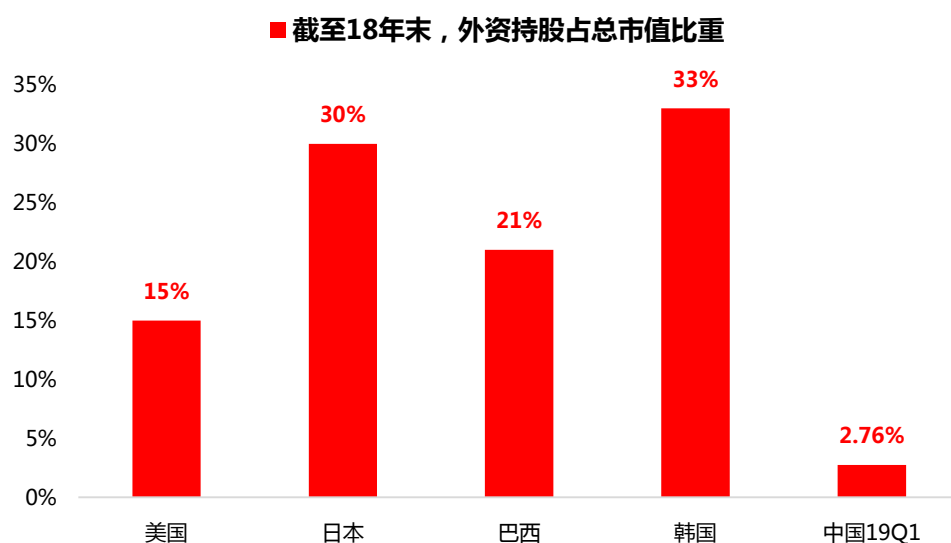
图 5：北上资金、美股、国内消费股



资料来源：WIND，天风证券研究所

但是，长期来看，外资流入的过程可能才刚刚开始，根据中国外汇管理局在今年 3 月发布的《2018 年中国国际收支报告》，截至 2018 年年底，美国外资持股占美国股市总份额的 15%，日本占比为 30%，巴西占比为 21%，韩国为 33%，而根据央行数据，截至 19Q1，我国的外资持股占境内流通股票市值的比例为 3.7%，占总市值比重为 2.76%，不仅远低于日本和美国等发达国家，还低于韩国和巴西等新兴市场国家。

图 6：各国股票市场外资占比



资料来源：中国外汇管理局，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com