



# 策略周报

## 中国不会是大号土耳其

外部风险输入引发土耳其货币危机，中国不会重蹈土耳其覆辙。

- **土耳其爆发货币危机，汇价暴跌。**8月10日特朗普宣布对来自土耳其的钢铁和铝加征100%的关税，这成为压垮土耳其货币的最后一根稻草。截止周五，年初以来里拉币值已凭空蒸发了53.7%。土耳其货币危机对上周全球金融市场产生了广泛的冲击，新兴市场货币兑美元全线下跌，大宗商品遭遇单日惨案，MSCI EM指数正式迈入技术性熊市区域。
- **关税调整并不是土耳其货币危机爆发的根源。**土耳其本身钢铝出口并不多，2017年土耳其钢铝产品出口只占了全部出口商品总额的0.54%，美国仅是土耳其第五大出口国，占比5.5%。因此不能把此次货币危机归咎于美国对钢铝加征关税的突发行为。
- **本次货币危机根源在于土耳其长期双赤字状态。**土耳其常年处于经常账户逆差状态，国际收支一直不平衡，2017年经常账户逆差占GDP比重达到了-5.6%；财政方面也是常年赤字，2017年年度财政赤字率达-5.71%。另一方面，土耳其本国的储蓄率相对偏低，居民、企业和政府的储蓄合计起来仅占GDP的25%，每年将近10个点的双赤字缺口需要不断地举外债和引进外资进行弥补，土耳其的金融市场和外汇市场具有天然的脆弱性。
- **土耳其可用的政策工具有限，预计将陷入贬值—通胀恶性循环。**2011年以来里拉是持续贬值的过程，背后是风险长期积累的结果。土耳其在08年金融危机后恢复并发展经济的过程中，长期实施着宽松的货币政策以及积极的财政政策，对外部环境的依赖程度过高，经济自身造血能力却存在明显短板。也正因此，土耳其此前的高经济增速存在泡沫，以至于当其外部环境发生改变时陷入贬值—通胀恶性循环。过往遭遇货币危机的国家为摆脱危机，除了调整国内政策外，一般都依赖于IMF的外部流动性援助。考虑到IMF对土耳其当局的态度以及土耳其当前与美国的对立局面，土耳其货币危机短时间难以获得国际援助。国内政策疲于应付当前局面难以大幅度调整，可得国际援助又有限，在国内通胀继续高升，货币对外贬值，企业和政府的偿债压力都大的情况之下，我们认为土耳其的动荡还会持续。
- **中国不会是大号土耳其。**土耳其货币危机引起了国内投资者的广泛关注，因近年来在经济发展中的战略选择与中国有一定的相似性。资本市场害怕中国成为大号的土耳其，当前在土耳其发生的外部输入式危机在中国重演。我们认为，中国不具备发生“土耳其”式货币危机的先决条件。一是中国在经常项目上长期顺差，经常项目累积了大量盈余，二是中国对外净资产，2017年底，中国对外净资产为1.82万亿美元。当本币贬值时，对外净资产国通过卖出外币资产换成本币资产对本币汇率形成支撑。因此造成上周A股市场连跌5日的“中国重蹈土耳其覆辙”的担忧更多是情绪上的负面冲击，并不实质影响A股的中长期演进逻辑。
- **风险提示：**土耳其货币危机引发新兴市场货币整体性危机对国内金融市场产生持续性冲击。

## 土耳其货币危机：背景、根源及后续

**土耳其爆发货币危机，里拉兑美元汇价暴贬。**自美国结束QE、货币政策常态化以来，美国利率上行周期开启，恰逢特朗普减税新政，美元资本加速回流本国，抽水新兴市场流动性。自此不时有新兴市场国家爆发货币危机，2018年以来已有巴西、阿根廷、印尼等诸国身陷，这一次轮到了土耳其。随着8月10日特朗普宣布对来自土耳其的钢铁和铝加征100%的关税，这成为压垮土耳其货币的最后一根稻草。截止到本周五，年初以来里拉币值已凭空蒸发了53.7%，最深跌幅达到了88%。汇率大跌进一步加剧了对土耳其通胀前景的担忧，标普已将土耳其主权债务评级下调至B+，这是年内第二次下调，此前5月份标普已下调过一次评级。土耳其货币危机对上周全球金融市场产生了广泛的冲击，新兴市场货币兑美元全线下跌，大宗商品周三遭遇单日惨案，MSCI EM指数周四正式迈入技术性熊市区域。

圖表 1. 年初以来土耳其里拉兑美元已贬值 54%



资料来源：万得，中银证券

圖表 2. 年初以来已有巴西、阿根廷、印尼这些新兴市场国家身陷货币危机

新兴市场国家	危机发生起点	汇率调整幅度	危机产生原因
阿根廷	2018年1月	2018年平均每月贬值达5.9%，5月单月创纪录贬值19%	过于依赖外债，长期依赖农产品出口的单一经济结构
巴西	2018年5月	雷亚尔/美元从年初3.14一路跌至3.9，总跌幅达17.6%	5月罢工浪潮、商品出口受挫以及大选不明朗是主要原因
印度尼西亚	2018年5月	印尼盾汇率最低至14205印尼盾/美元，年内跌幅达14.89%	能源价格上涨，外债庞大，经济结构失衡

资料来源：今日头条，中银证券

本次土耳其货币危机的爆发有偶然性也有必然性。**偶然性**：布伦森牧师事件意外发酵，触发美国对土耳其制裁升级。布伦森是定居在土耳其的美国籍福音基督教牧师，被土耳其当局指控参与2016年未遂的政变活动以及其他带有军事目的的间谍活动。近两个月以来，土耳其法院连续三次驳回释放布伦森的无罪上诉，这引发了美国社会的强烈不满，最终美国政府出手报复性制裁，土美此前斗而不破的僵局就此打破。**必然性**：埃尔多安执政后期，执政理念与美国渐行渐远，爆发冲突难以避免。埃尔多安就任总统之后，凭其在经济工作上的出色成绩逐渐掌握国家政治走向的话语权，土耳其反世俗化、伊斯兰化运动兴起，经济民族主义、奥斯曼复兴主义抬头。政治上的变化导致土耳其社会矛盾急剧上升，2016年爆发未遂的军事政变，土耳其与西方国家关系开始恶化，先后与德、美两大西方核心国家交恶。在布伦森牧师事件上，埃尔多安此前公开指责美国政府：“你们不要脸……就为了一个牧师，你们就把北约的战略同盟给出卖了！”这番表述折射了当前土耳其与西方主流文明体系间的巨大裂痕，土耳其货币危机的爆发一定程度上是立场分野下的必然。

关税调整并不是土耳其货币危机爆发的根源，土耳其本身钢铝出口并不多。2017年土耳其共出口了价值6.52亿美元的钢，1.99亿美元的铝，只占了全部出口商品总额的0.54%；美国也不是土耳其最重要的贸易伙伴，美国仅仅是土耳其的第五大出口国，第四大进口国，2017年土耳其对美出口总额总计86.6亿美元，占其出口总额的5.5%，对美进口总额总计119.8亿美元，占其进口总额的5.1%。因此，我们很难把此次货币危机归咎于美国对钢铝加征关税的突发行为。

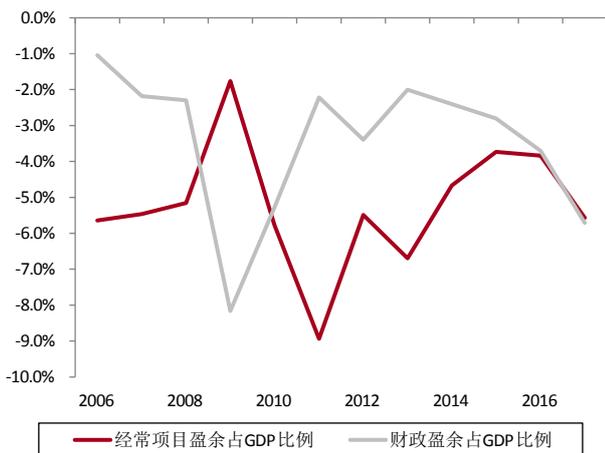
圖表 3. 2017 年土耳其主要貿易對象情況

国家	土耳其主要出口国			国家	土耳其主要进口国		
	金额(\$Mn)	同比%	占比%		金额(\$Mn)	同比%	占比%
<b>总和</b>	<b>157,178.0</b>	<b>10.3</b>	<b>100.0</b>	<b>总和</b>	<b>234,247.0</b>	<b>18.0</b>	<b>100.0</b>
德国	15,133.0	8.2	9.6	中国	23,409.0	-8.0	10.0
英国	9,614.0	-17.7	6.1	德国	21,329.0	-0.7	9.1
阿联酋	9,195.0	70.1	5.9	俄罗斯	19,573.0	29.2	8.4
美国	8,657.0	30.8	5.5	美国	11,979.0	10.2	5.1
伊拉克	9,065.0	18.8	5.8	意大利	11,326.0	10.9	4.8
意大利	8,483.0	12.0	5.4	法国	8,080.0	9.7	3.5
法国	6,590.0	9.5	4.2	伊朗	7,501.0	59.9	3.2
西班牙	6,311.0	26.6	4.0	瑞士	6,913.0	176.5	3.0
荷兰	3,865.0	7.7	2.5	韩国	6,615.0	3.6	2.8
以色列	3,412.0	15.5	2.2	英国	6,562.0	23.4	2.8
伊朗	3,264.0	-34.2	2.1	西班牙	6,386.0	12.5	2.7
比利时	3,160.0	24.1	2.0	印度	6,226.0	8.2	2.7
罗马尼亚	3,144.0	17.8	2.0	阿联酋	5,556.0	50.2	2.4
波兰	3,074.0	16.0	2.0	日本	4,287.0	8.7	1.8
中国	2,938.0	26.3	1.9	荷兰	3,755.0	25.3	1.6

资料来源：中商产业研究，中银证券

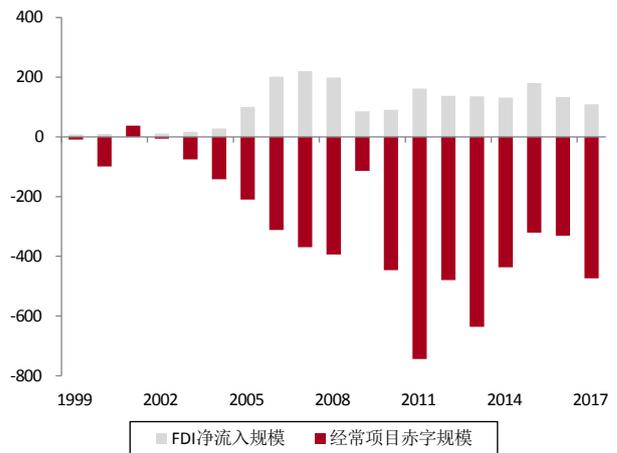
本次货币危机根源在于土耳其长期双赤字状态。土耳其货币危机看似起源于贸易，根源远在贸易领域之外，财政和经常账户长期存在双赤字的问题，这使得经济体系养成了对外部资金的长期依赖。土耳其常年处于经常账户逆差状态，国际收支一直不平衡，近年来经常账户赤字率逐年攀升。2017年，经常账户逆差占GDP比重达到了-5.6%，2011年一度达到过-9%。同时，由于埃尔多安上台后内部实施积极的财政政策刺激经济，财政方面也是常年赤字，2017年年度财政赤字率达-5.71%，而10年前这一指标只有-2%上下的水平。另一方面，土耳其本国的储蓄率相对偏低，居民、企业和政府的储蓄合计起来仅占GDP的25%。面对每年将近10个点的双赤字缺口，需要不断地举外债和引进外资进行弥补，这意味着土耳其的金融市场和外汇市场具有天然的脆弱性。在全球货币宽松与弱美元周期中，土耳其的外部平衡尚能维持，而一旦风向逆转，土耳其经济发展模式的弱点就完全暴露了出来。2013年，市场出于避险情绪，那些拥有大规模经常账户赤字的新兴市场货币遭到了投资者的集中抛售，土耳其里拉全年共跌20.22%，其他国家包括巴西、印度、印度尼西亚和南非，以上国家被投资者戏称为“脆弱五国”，共同特征是外债总额高企、债市开放程度高、大量外债集中到期。今年这一旧日行情再次上演，由于土耳其和美国在外交政策上的矛盾也很明显，导致3月以来外资寻求避险纷至流出。而在5月、6月、7月出现了几家大的土耳其的企业外债违约事件，不能履行偿还部分本金或者利息，这些就促成债券市场的动荡，土耳其10年期国债收益率从2018年4月开始急剧攀升，尤其8月以来快速升至20%以上，隐含市场对土耳其的偿债能力十分担忧，最终在8月10号的汇市形成了大的风暴。

圖表 4. 土耳其长期处于“双赤字”状态



资料来源：万得，World Bank，中银证券

圖表 5. FDI流入规模不足以维持土耳其外部平衡



资料来源：万得，World Bank，中银证券

土耳其可用的政策工具有限，预计将陷入贬值—通胀恶性循环。通过分析土耳其历年来里拉对美元的汇率走势，我们就不难发现，里拉长期来看是一个持续贬值的过程，背后是风险长期积累的结果。埃尔多安在美国次贷危机以后认为本国不能走太多的市场化道路，为了经济增长就要刺激投资，在重工业和军工方面投入了大量资金来刺激经济。土耳其在08年金融危机后恢复并发展经济的过程中，长期实施着宽松的货币政策以及积极的财政政策，对外部环境的依赖程度过高，经济自身造血能力却存在明显短板。也正因此，土耳其此前的高经济增速存在泡沫，以至于当其外部环境发生改变时陷入贬值—通胀恶性循环。而埃尔多安在执政过程中，一再干预中央银行的独立性，以致于土耳其央行沦为执政者的从属，大大削弱了抵御货币危机的能力。过往遭遇货币危机的国家为摆脱危机，除了调整国内政策外，一般都依赖于IMF的外部流动性援助，类似的操作在几个月以前阿根廷的危机，两年前埃及的危机，以及更久前的希腊危机都有看到，最后解决危机的都是IMF。但现在土耳其还未正式申请IMF介入，而我们认为即使土耳其政府提出申请，快速通过也存在政治上的困难。近年来IMF很明显是不赞成土耳其的经济政策与做法，尤其是贬低中央银行的独立性，不提高利率的主张等，都有悖于IMF的原则。如果再考虑到土耳其当前与美国的对立局面，土耳其货币危机短时间内难以平息。而在7月在南非举行的金砖首脑会议上，土耳其加入金砖国家组织的申请也遭到了拒绝，所以从这个意义上说，土耳其现在能够动员的国际资源

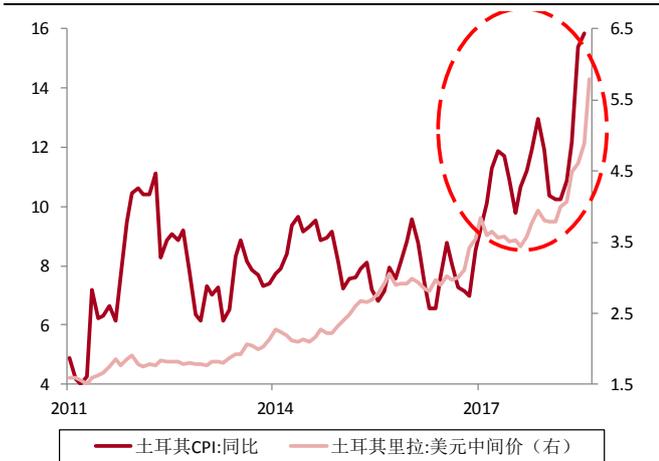
是非常有限的。国内政策疲于应付当前局面难以大幅度调整，可得国际援助又有限，在国内通胀继续高升，货币对外贬值，企业和政府的偿债压力都大的情况之下，我们认为土耳其的动荡还会持续。

**圖表 6. 新兴市场国家身陷货币危机后申请 IMF 援助是惯有套路**

国家	时点	措施
希腊	2017年6月	IMF参与纾困，为希腊提供了不到20亿美元的备用资金，贷款期限将到2018年中期
埃及	2017年11月	向埃及提供120亿美元贷款，以帮助埃及摆脱经济困境
阿根廷	2018年6月	向阿根廷提供为期3年的500亿美元贷款协议

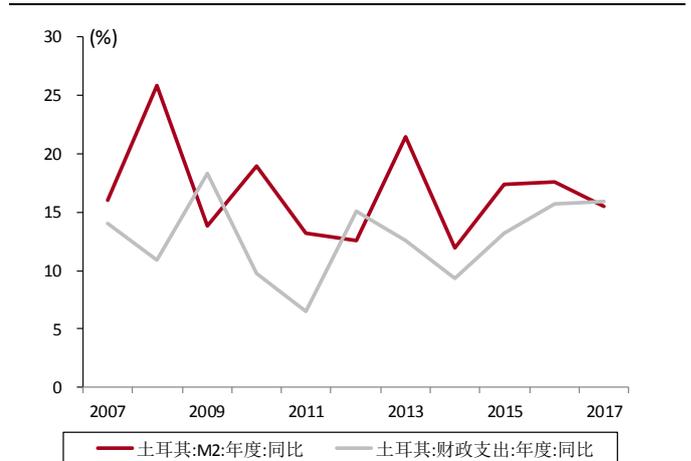
资料来源：新浪财经，中银证券

**圖表 7. 土耳其的贬值—通胀恶性循环**



资料来源：万得，中银证券

**圖表 8. 土耳其国内政策勉强应付通胀，向下调整空间不大**



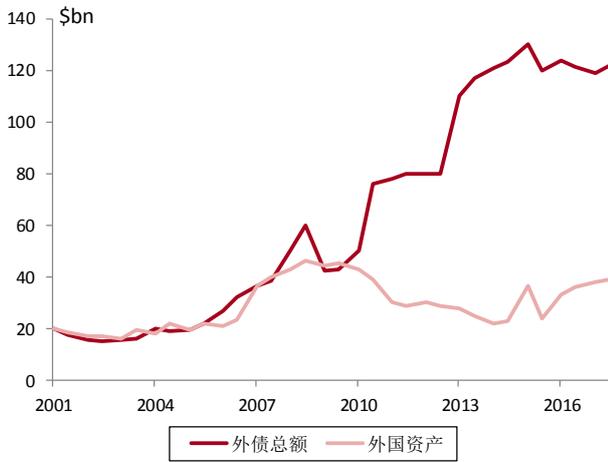
资料来源：万得，中银证券

**强美元是面照妖镜，昔日发展明星无处遁形。**自特朗普上任伊始，美国经济政策出现了180度的大转弯，海外美元资本潮水一般褪去，新兴市场许多曾经的发展明星繁荣不再，南非、阿根廷、巴西、土耳其等“金砖国家”或“前景国家”甚至身陷本币危机。事物的发展有其相似性，在这些国家的货币危机事件上，我们都看到了这样共同的发展链条：(1) 金融危机后，这些国家享受了美联储QE的外溢效应，以美元为锚实施扩张性货币政策，极大推动了国内通货膨胀和资产价格，营造出了国内经济的繁荣。(2) 在发达经济体实施超低利率时期，这些国家的政府和公司对外大肆举债，借入了大量的短期外债。(3) 过于追求经济的短期成绩，这些国家的借入的外债多用于基建投资而非制造业投资，产业基础依然薄弱。(4) 这些国家无一例外基本都是在贸易和财政上出现了严重的赤字，有的是双赤字，这些赤字在强美元周期会瓦解国民和债主对本币的信心，最终加速本币的危机。

**中国不会是大号土耳其。**土耳其货币危机引起了国内投资者的广泛关注，远超当年欧债危机时对希腊的关注。土耳其是世界第17大经济体，近年来经济发展成果显著，被誉为新兴市场“皇冠上的明珠”，欧洲经济发展之星，其人均GDP超过1万美元，比其它任何发展中国家都接近发达国家。土耳其近年来在经济发展中的战略选择与中国有一定的相似性。有一种流行的观点认为，中国是大号的土耳其，担忧当前在土耳其发生的外部输入式危机在中国重演。我们认为，中国虽然在经济发展的路径选择上与土耳其有类似之处，但在经济的先天条件上大有不同，中国不会是大号土耳其，重蹈土耳其外部输入式危机的覆辙。首先，中国在经常项目上是净出口国，对外长期处于顺差状态，经常项目累积了大量盈余，无需对外举债弥补赤字缺口，偿还外债对本币造成的压力可控。第二，中国对外净资产，土耳其对外净负债。从中国对外净资产以及净负债层面上来看，中国是国际上最大的对外净资产国之一，因此人民币受到外部环境的影响要远小于外部环境对里拉造成的影响。根据外管局统计，截止到2017年12月份，中国的对外资产达到了6.93万亿美元，对外负债达到了5.11万亿美元，净资产为1.82万亿美元。当本币贬值时，本币资产变得更具吸引力，对外净资产国通过卖出外币资产换成本币资产对本币汇率形成支撑，而对外净负债国则相反，更为沉重的外债负担反而会加剧本币贬值的压力。从以上

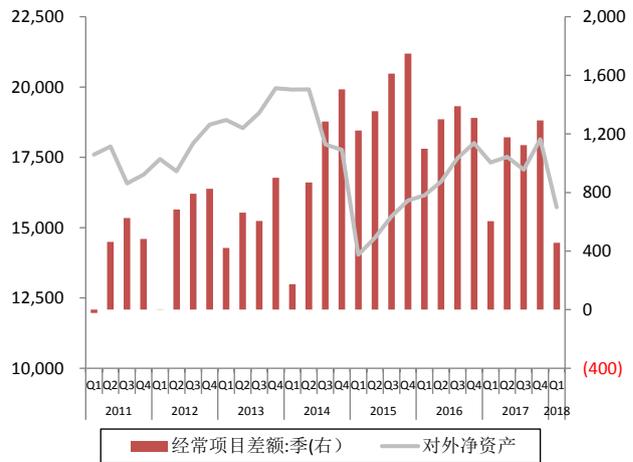
两个方面的分析我们可以看到，中国不具备发生“土耳其”式货币危机的先决条件，造成上周 A 股市场连跌 5 日的“中国重蹈土耳其覆辙”的担忧更多是情绪上的负面冲击，并不实质影响 A 股的中长期演进逻辑。

圖表 9. 土耳其企业长年处于对外净负债状态



资料来源：万得，中银证券

圖表 10. 经常项目长年顺差支撑中国对外净资产



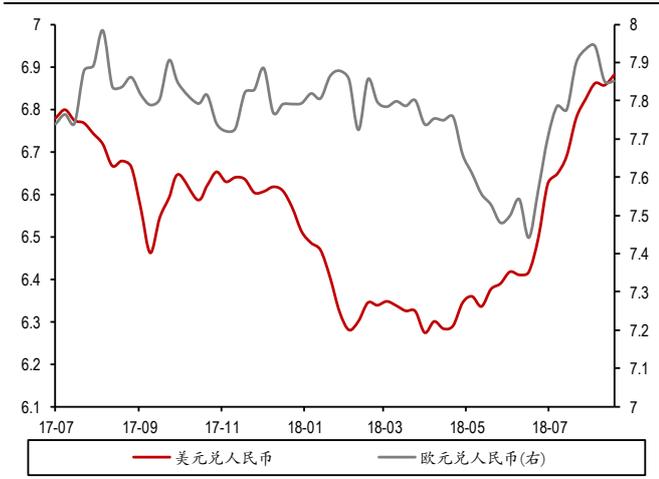
资料来源：万得，中银证券

## 宏观重要变化：7月金融与经济数据继续走弱

**美元继续走强，国债利率上升。**本周，新兴经济体货币普遍走弱，美元继续保持强势，人民币继续走贬，本周报 6.88%，贬值幅度 0.4%。经济数据虽不达预期，但避险情绪显著变弱，国债收益率大幅上升 10 个 BP。

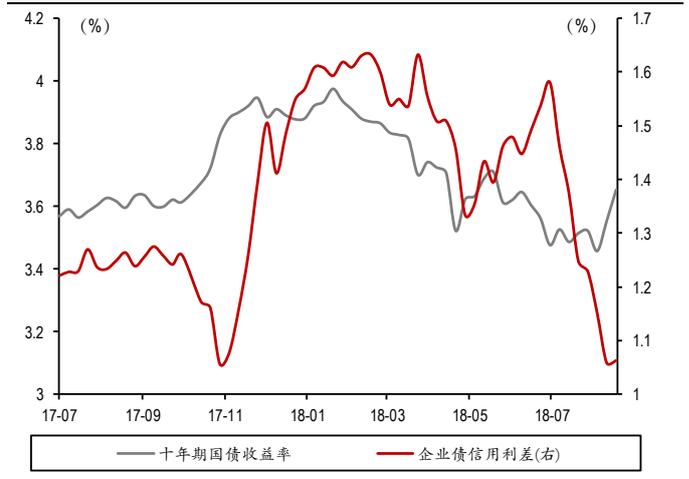
**经济数据全面回落。**7月信贷 1.45 万亿，但整体社会融资 1.05 万亿仍低于预期；经济数据全面回落，工业增加值 6%，固定资产投资下滑至 5.5%，社零同比更是创出新低 8.8%，只有地产销售与投资勉强支撑。

圖表 11. 人民币汇率走势



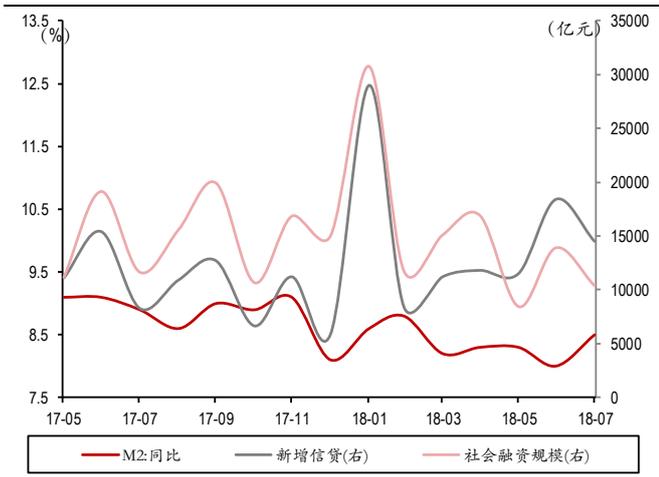
资料来源：万得，中银证券

圖表 12. 长端利率与信用利差走势



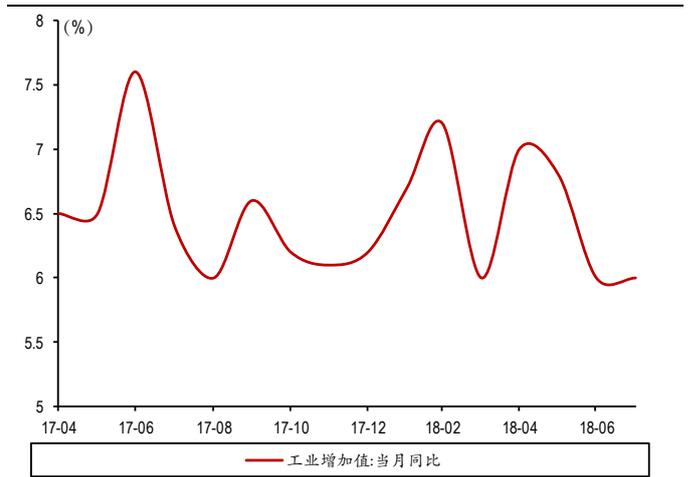
资料来源：万得，中银证券

圖表 13. 货币供应、信贷与融资走势



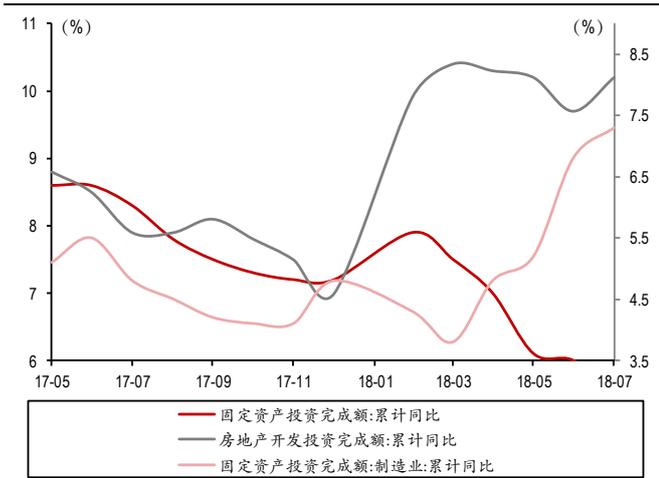
资料来源：万得，中银证券

圖表 14. 工业增加值走势



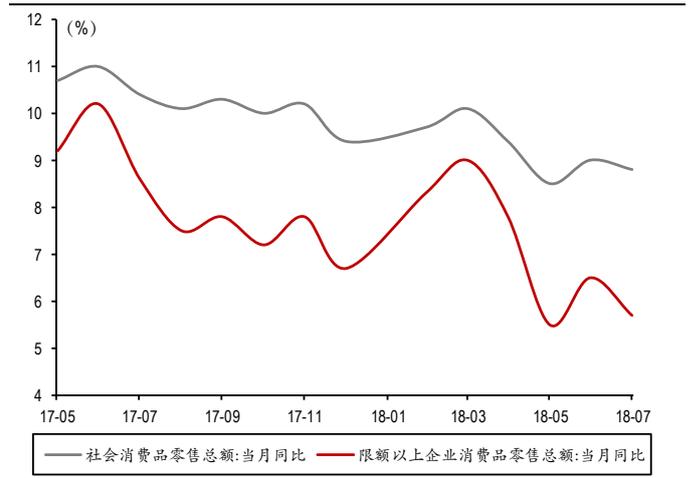
资料来源：万得，中银证券

圖表 15. 固定资产投资走势



資料來源: 萬得, 中銀證券

圖表 16. 社会消费品零售走势



資料來源: 萬得, 中銀證券

## 行业重要变化：原油有色大幅回落

强势美元打压原油与黄金。本周，美油大幅下跌 3.1%，有色系全面受挫，铜价下跌 3%，金价下跌 2.2%；国内煤炭现货上涨 0.9%；钢铁限产进一步趋严，钢价上升 1.6%；水泥止住连跌态势，反弹 0.1%；化工涨跌互现。

圖表 17. 中上游主要原材料价格一周变化

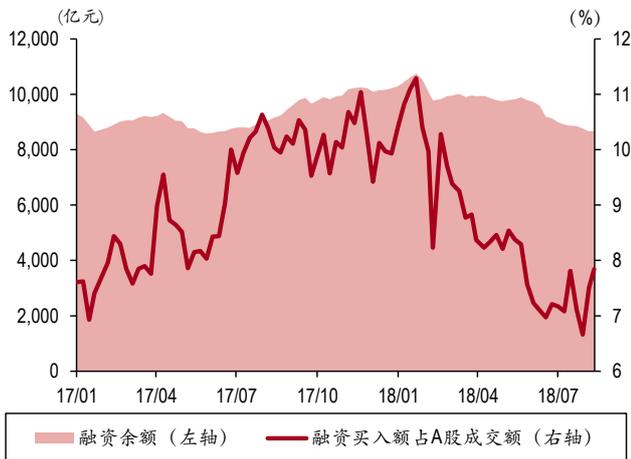
	项目	单位	最新水平	周涨幅(%)	上周涨幅(%)	月涨幅(%)
原油	WTI 原油期货	美元/桶	65.6	(3.1)	(1.7)	(3.2)
	EIA 全美库存	千桶	414194.0	1.7	(0.3)	0.8
煤炭	秦港 5500 大卡动力煤	元/吨	580.0	0.9	(0.9)	(1.7)
	秦港煤炭库存	万吨	638.6	(2.6)	(6.4)	(6.4)
	发电集团日均耗煤	万吨	19.2	(3.4)	(1.9)	2.8
有色	LME 铜	美元/吨	5974.0	(3.0)	(0.7)	(2.8)
	COMEX 黄金	美元/盎司	1192.2	(2.2)	(0.7)	(3.1)
	电池级碳酸锂	元/吨	104100.0	(4.5)	(4.6)	(17.7)
钢铁	钢价综合指数	\	161.2	1.6	0.9	4.7
	矿价综合指数	\	78.0	1.4	2.4	6.0
	主要城市钢材库存	万吨	1008.5	0.7	(0.1)	0.9
建材	水泥价格指数	\	139.2	0.1	(0.3)	(0.5)
	玻璃价格指数	\	1187.1	0.4	0.1	0.2
化工	尿素:山东	元/吨	1938.0	2.4	0.6	1.0
	天然橡胶:上海	元/吨	10066.7	(1.1)	1.8	0.5
	重质纯碱:华东	元/吨	1850.0	(1.1)	(1.6)	(6.1)
	PTA:期货	元/吨	7139.2	5.0	4.1	20.5

资料来源：万得，中银证券

## 市场重要变化：北上资金净流入规模跌为负数

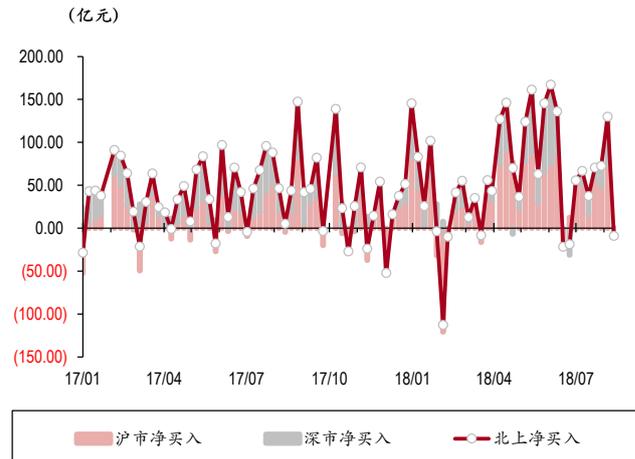
场内杠杆小幅上升，杠杆资金增仓意愿变化不大。场内杠杆资金方面，截至8月16日，两市融资余额来到了8,675.55亿元（前值8,662.08亿元），环比（+0.16%），杠杆资金规模连续十一周下滑后小幅上升，单周环比上升了13.47亿元；融资买入成交额占全市场成交占比为7.84%，环比（+4.39%）。

圖表 18. 两市融资余额连续十一周下滑后小幅上升



资料来源：万得，中银证券

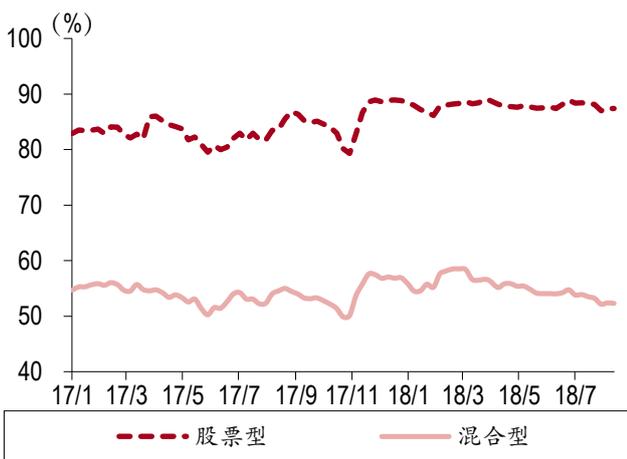
圖表 19. 北上资金净流入规模大幅下降



资料来源：万得，中银证券

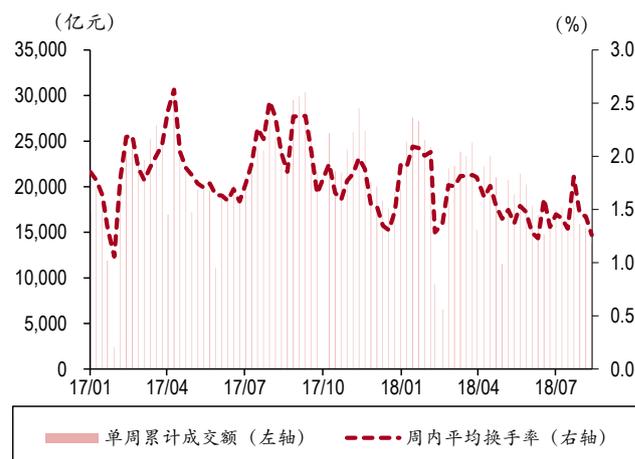
北上资金情绪趋冷，全周资金净流入规模大幅下降至负数。本周陆股通合计净流入-9.05亿元（前值129.75亿元），海外资金呈现流出趋势，北上资金净流入规模大幅下降，环比-106.98%。其中沪股通净流入0.66亿元（前值74.59亿元），环比增量-73.93亿元，深股通净流入-9.72亿元（前值55.16亿元），环比增量-64.88亿元，沪股通和深股通规模均大幅下降。

圖表 20. 权益类基金仓位小幅下降



资料来源：万得，中银证券

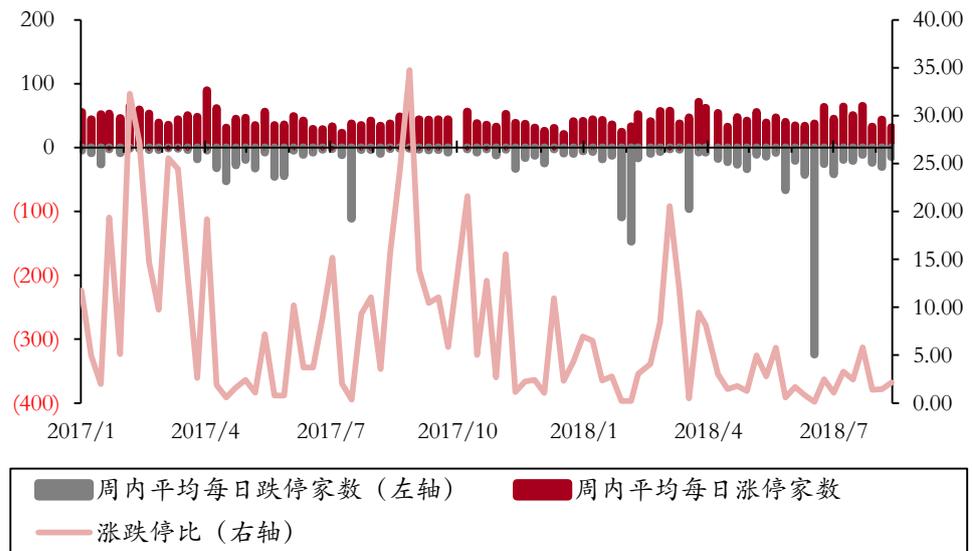
圖表 21. 上周全市场换手率小幅下降



资料来源：万得，中银证券

股票型基金仓位和混合型基金仓位均小幅下降。机构仓位方面，截至8月17日，本周权益型基金仓位总体变化不大，略有下降。具体地，股票型基金最新仓位87.40%（环比增量-0.02%），混合型基金最新仓位52.30%（环比增量-0.17%），指标显示机构投资者对混合型基金信心仍显不足。

圖表 22. 漲跌停比小幅上升，指標顯示本周市場情緒仍較為謹慎



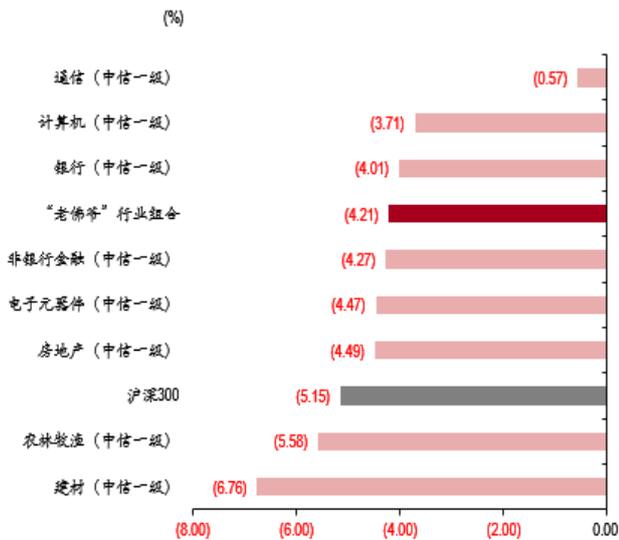
資料來源：萬得，中銀證券

當周市場換手率小幅下降至 1.26%，漲跌停比例小幅上升至 2.15。本周市場成交情況整體較為穩定，市場單周累計成交額 13,820.45 億元（前值 15,470.39 億元），環比 (-10.67%)，規模小幅下降；全市場自由流通換手率下降至 1.26%（前值 1.44%），下降了 0.18 個百分點。打板情緒方面，全周市場漲跌停比小幅上升至 2.15（前值 1.44），上升了 0.71，全周漲停家數超過跌停家數，該指標顯示市場交易情緒仍較為謹慎。

## 組合回顧

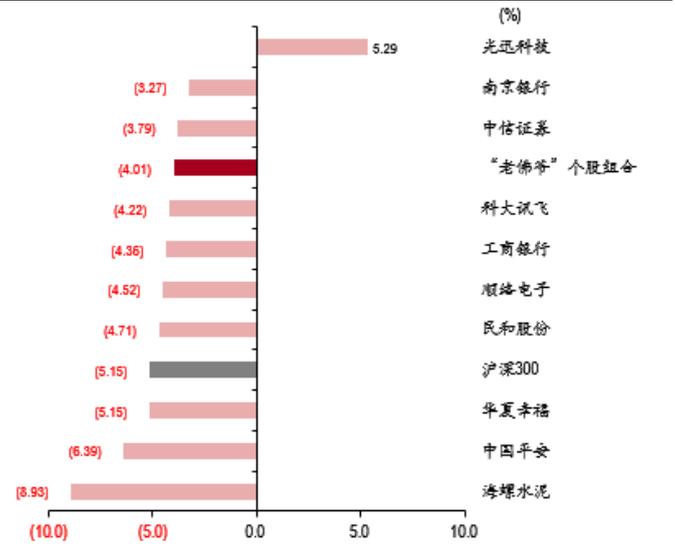
行业组合表现高于市场，个股组合表现高于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益为-4.21%，表现高于市场0.94%；“老佛爷”个股组合绝对收益-4.01%，表现高于市场1.14%。2017年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为1.07。

圖表 23. 上周“老佛爷”行业组合表现



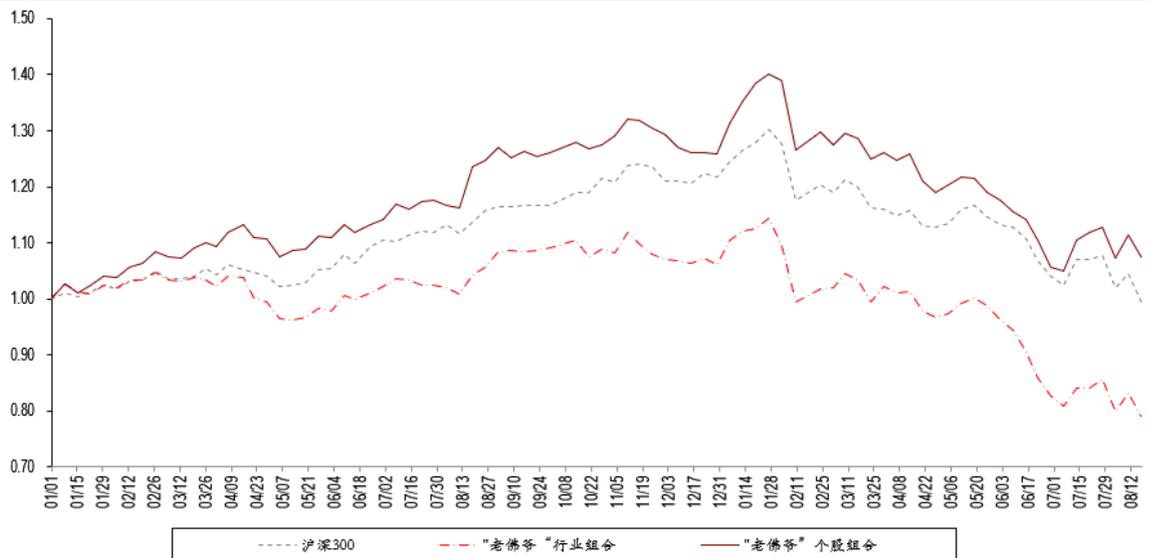
资料来源：万得，中银证券

圖表 24. 上周“老佛爷”个股组合表现



资料来源：万得，中银证券

圖表 25. “老佛爷”组合表现 (累计值)



资料来源：万得，中银证券

## 2018年8月中银国际行业及个股组合

圖表 26. 2018年8月“老佛爷”行业组合

行业板块	行业观点
银行（中信一级）	板块估值已回落至18年0.89xPB, 目前估值对应隐含不良率接近11%, 对资产质量的负面预期较为充分, 估值安全边际较高。从中长期来看, 在行业业绩稳健背景下, 板块全年绝对收益确定性依然较强。
非银行金融（中信一级）	券商业务条线强监管环境下, 大券商在业务规模以及资格获批方面均有优势, 持续推荐低估值的大型综合券商投资机会。保险板块配置需持续跟踪保障型产品销售数据以及代理人量质的边际变化。
房地产（中信一级）	1到5月房地产固定资产投资保持高速增长, 近期销售有所反弹, 行业龙头基本面良好, 估值处于历史低位。
电子元器件（中信一级）	元器件涨价的逻辑主要在于供给端由于扩产受阻和环保政策收缩而需求端持续扩张。MLCC供需情况短期难以改善, 产能缺口看至2019年, 功率器件方面紧张态势持续, 8英寸代工价格由于设备产能受限, 潜在替代性较低预计仍走强。维持元器件行业“强于大市”评级。
计算机（中信一级）	计算机行业基本面中长期向好, 以云计算为代表的新技术加速落地, 国家对科技行业的政策支持力度空前。短期来看, 计算机板块业绩增速也逐季加快, 验证板块基本面正迎来中长期向上拐点。
通信（中信一级）	受中美贸易战及中兴被制裁事件影响, 通信板块上半年业绩与估值压力并存。下半年5G的预商仍是中长期通信行业最重要的投资机会。
农林牧渔（中信一级）	猪价强反弹, 鸡价周期向上。部分高成长、具有领先于行业的成本优势的企业仍存在低估, 股价仍有向上空间。
建材（中信一级）	建材行业基本面向好, 淡季水泥价格坚挺。7月建材类公司普遍反弹, 是市场对宏观需求过于悲观预期的修复, 催化因素是上市公司中报的高增长和政策面的宽松预期。

资料来源: 万得, 中银证券

圖表 27. 2018年8月“老佛爷”个股组合

代码	公司	收盘价	EPS		TTM	PE		关注理由	行业
			2018E	2019E		2018E	2019E		
002138.SZ	顺络电子	18.80	0.63	0.86	38.68	29.72	21.97	电感龙头增长稳定被动元器件存在涨价预期。	电子元器件
002230.SZ	科大讯飞	30.07	0.31	0.45	141.46	95.52	66.16	营收持续高速扩张, 科技龙头地位不断强化。	计算机
002281.SZ	光迅科技	23.27	0.64	0.83	47.76	36.54	27.95	加码数通市场, 大幅扩产高速光模块, 发力高端市场。	通信
600340.SH	华夏幸福	24.06	3.96	5.13	7.63	6.07	4.69	精准卡位国内核心都是圈周边核心节点, 产业新城独特业务模式构筑护城河。	房地产
002234.SZ	民和股份	13.16	0.73	0.97	-17.26	18.01	13.51	国内白羽肉鸡商品代雏鸡的主要供应商, 行业全面回暖给公司业绩带来高弹性。	农林牧渔
601318.SH	中国平安	60.44	6.04	7.51	12.04	10.00	8.04	公司传统金融和互联网金融业务互相依托, 寿险业务贡献长期稳定利润和价值成长。	非银行金融
600030.SH	中信证券	16.37	1.06	1.21	16.40	15.38	13.50	公司作为行业龙头优势地位巩固, 各项排名均位居行业前列。IPO温和提速下公司投行业务将进入业绩释放期, 估值较低。	非银行金融
601009.SH	南京银行	7.35	1.31	1.55	5.91	5.63	4.75	控速度调结构, 资产质量持续向好, 基本面拐点向上, 性价比高。	银行
601398.SH	工商银行	5.50	0.85	0.91	6.78	6.48	6.02	银行业呈现龙头集中趋势, 工行治理规范、市场化程度高, “大零售、大资管、大投行”战略综合布局, 境内外协同发展, 未来空间巨大。	银行
600585.SH	海螺水泥	38.65	4.41	4.66	11.08	8.77	8.29	优质蓝筹龙头, 供给“去产量”收缩延续驱动高盈利均衡; 加大广东布局、提升区域控制力。	建材

资料来源: 万得, 中银证券

## 风险提示

土耳其货币危机引发新兴市场货币整体性危机对国内金融市场产生持续性冲击。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

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

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371