



策略週報

中國不會是大號土耳其

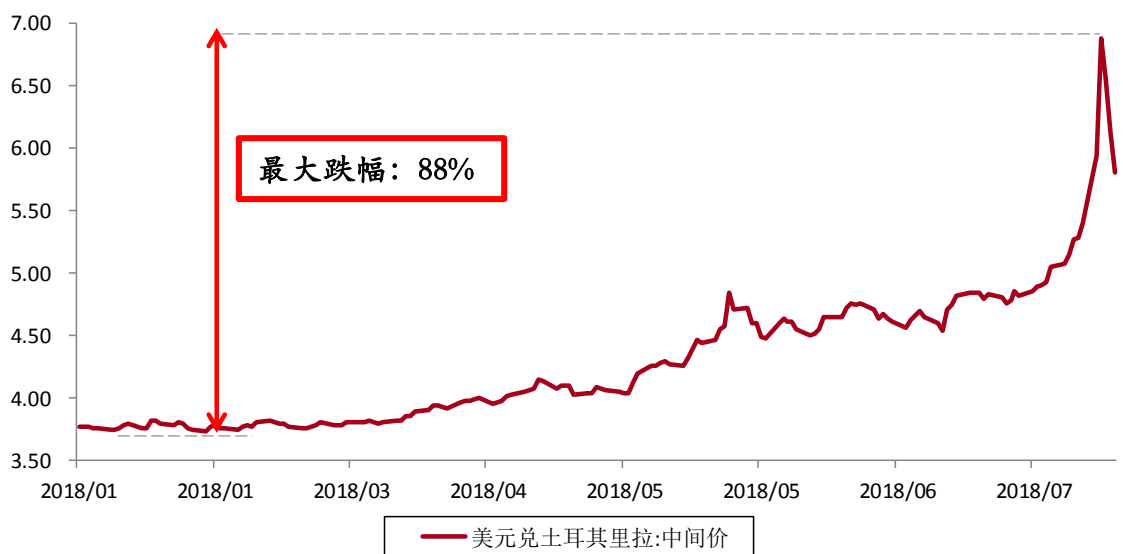
外部風險輸入引發土耳其貨幣危機，中國不會重蹈土耳其覆轍。

- **土耳其爆發貨幣危機，匯價暴貶。**8月10日特朗普宣佈對來自土耳其的鋼鐵和鋁加征100%的關稅，這成為壓垮土耳其貨幣的最後一根稻草。截止週五，年初以來里拉幣值已憑空蒸發了53.7%。土耳其貨幣危機對上周全球金融市場產生了廣泛的衝擊，新興市場貨幣兌美元全線下跌，大宗商品遭遇單日慘案，MSCI EM指數正式邁入技術性熊市區域。
- **關稅調整並不是土耳其貨幣危機爆發的根源。**土耳其本身鋼鋁出口並不多，2017年土耳其鋼鋁產品出口只占了全部出口商品總額的0.54%，美國僅是土耳其第五大出口國，占比5.5%。因此不能把此次貨幣危機歸咎於美國對鋼鋁加征關稅的突發行為。
- **本次貨幣危機根源在於土耳其長期雙赤字狀態。**土耳其常年處於經常賬戶逆差狀態，國際收支一直不平衡，2017年經常賬戶逆差占GDP比重達到了-5.6%；財政方面也是常年赤字，2017年年度財政赤字率達-5.71%。另一方面，土耳其本國的儲蓄率相對偏低，居民、企業和政府的儲蓄合計起來僅占GDP的25%，每年將近10個點的雙赤字缺口需要不斷地舉外債和引進外資進行彌補，土耳其的金融市場和外匯市場具有天然的脆弱性。
- **土耳其可用的政策工具有限，預計將陷入貶值—通脹惡性循環。**2011年以來里拉是持續貶值的過程，背後是風險長期積累的結果。土耳其在08年金融危機後恢復並發展經濟的過程中，長期實施著寬鬆的貨幣政策以及積極的財政政策，對外部環境的依賴程度過高，經濟自身造血能力卻存在明顯短板。也正因此，土耳其此前的高經濟增速存在泡沫，以至於當其外部環境發生改變時陷入貶值—通脹惡性循環。過往遭遇貨幣危機的國家為擺脫危機，除了調整國內政策外，一般都倚賴於IMF的外部流動性援助。考慮到IMF對土耳其當局的態度以及土耳其當前與美國的對立局面，土耳其貨幣危機短時間難以獲得國際援助。國內政策疲於應付當前局面難以大幅度調整，可得的國際援助又有限，在國內通脹繼續高升，貨幣對外貶值，企業和政府的償債壓力都大的情況之下，我們認為土耳其的動盪還會持續。
- **中國不會是大號土耳其。**土耳其貨幣危機引起了國內投資者的廣泛關注，因近年來在經濟發展中的戰略選擇與中國有一定的相似性。資本市場害怕中國成為大號的土耳其，當前在土耳其發生的外部輸入式危機在中國重演。我們認為，中國不具備發生“土耳其”式貨幣危機的先決條件。一是中國在經常項目上長期順差，經常項目累積了大量盈餘，二是中國對外淨資產，2017年底，中國對外淨資產為1.82萬億美元。當本幣貶值時，對外淨資產國通過賣出外幣資產換成本幣資產對本幣匯率形成支撐。因此造成上周A股市場連跌5日的“中國重蹈土耳其覆轍”的擔憂更多是情緒上的負面衝擊，並不實質影響A股的中長期演進邏輯。
- **風險提示：**土耳其貨幣危機引發新興市場貨幣整體性危機對國內金融市場產生持續性衝擊。

土耳其貨幣危機：背景、根源及後續

土耳其爆發貨幣危機，里拉兌美元匯價暴貶。自美國結束 QE、貨幣政策常態化以來，美國利率上行週期開啟，恰逢特朗普減稅新政，美元資本加速回流本國，抽水新興市場流動性。自此不時有新興市場國家爆發貨幣危機，2018 年以來已有巴西、阿根廷、印尼等諸國身陷，這一次輪到了土耳其。隨著 8 月 10 日特朗普宣佈對來自土耳其的鋼鐵和鋁加征 100% 的關稅，這成為壓垮土耳其貨幣的最後一根稻草。截止到本週五，年初以來里拉幣值已憑空蒸發了 53.7%，最深跌幅達到了 88%。匯率大跌進一步加劇了對土耳其通脹前景的擔憂，標普已將土耳其主權債務評級下調至 B+，這是年內第二次下調，此前 5 月份標普已下調過一次評級。土耳其貨幣危機對上周全球金融市場產生了廣泛的衝擊，新興市場貨幣兌美元全線下跌，大宗商品週三遭遇單日慘案，MSCI EM 指數週四正式邁入技術性熊市區域。

圖表 1. 年初以來土耳其里拉兌美元已貶值 54%



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2. 年初以來已有巴西、阿根廷、印尼這些新興市場國家身陷貨幣危機

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

資料來源：今日頭條，中銀證券

本次土耳其貨幣危機的爆發有偶然性也有必然性。偶然性：布倫森牧師事件意外發酵，觸發美國對

土耳其制裁升級。布倫森是定居在土耳其的美國籍福音基督教牧師，被土耳其當局指控參與 2016 年未遂的政變活動以及其他帶有軍事目的間諜活動。近兩個月以來，土耳其法院連續三次駁回釋放布倫森的無罪上訴，這引發了美國社會的強烈不滿，最終美國政府出手報復性制裁，土美此前鬥而不破的僵局就此打破。**必然性**：埃爾多安執政後期，執政理念與美國漸行漸遠，爆發衝突難以避免。埃爾多安就任總統之後，憑其在經濟工作上的出色成績逐漸掌握國家政治走向的話語權，土耳其反世俗化、伊斯蘭化運動興起，經濟民族主義、奧斯曼復興主義抬頭。政治上的變化導致土耳其社會矛盾急劇上升，2016 年爆發未遂的軍事政變，土耳其與西方國家關係開始惡化，先後與德、美兩大西方核心國家交惡。在布倫森牧師事件上，埃爾多安此前公開指責美國政府：“你們不要臉……**就為了一個牧師**，你們就把北約的戰略同盟給出賣了！”這番表述折射了當前土耳其與西方主流文明體系間的巨大裂痕，土耳其貨幣危機的爆發一定程度上是立場分野下的必然。

關稅調整並不是土耳其貨幣危機爆發的根源，土耳其本身鋼鋁出口並不多。2017 年土耳其共出口了價值 6.52 億美元的鋼，1.99 億美元的鋁，只占了全部出口商品總額的 0.54%；美國也不是土耳其最重要的貿易夥伴，美國僅僅是土耳其的第五大出口國，第四大進口國，2017 年土耳其對美出口總額總計 86.6 億美元，占其出口總額的 5.5%，對美進口總額總計 119.8 億美元，占其進口總額的 5.1%。因此，我們很難把此次貨幣危機歸咎於美國對鋼鋁加征關稅的突發行為。

圖表 3. 2017 年土耳其主要貿易對象情況

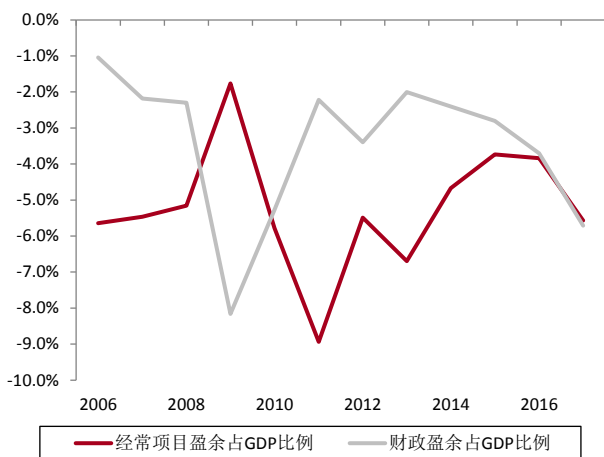
土耳其主要出口國				土耳其主要進口國			
國家	金額(\$Mn)	同比%	占比%	國家	金額(\$Mn)	同比%	占比%
總和	157,178.0	10.3	100.0	總和	234,247.0	18.0	100.0
德國	15,133.0	8.2	9.6	中國	23,409.0	-8.0	10.0
英國	9,614.0	-17.7	6.1	德國	21,329.0	-0.7	9.1
阿聯酋	9,195.0	70.1	5.9	俄羅斯	19,573.0	29.2	8.4
美國	8,657.0	30.8	5.5	美國	11,979.0	10.2	5.1
伊拉克	9,065.0	18.8	5.8	意大利	11,326.0	10.9	4.8
意大利	8,483.0	12.0	5.4	法國	8,080.0	9.7	3.5
法國	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
荷蘭	3,865.0	7.7	2.5	韓國	6,615.0	3.6	2.8
以色列	3,412.0	15.5	2.2	英國	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
比利時	3,160.0	24.1	2.0	印度	6,226.0	8.2	2.7
羅馬尼亞	3,144.0	17.8	2.0	阿聯酋	5,556.0	50.2	2.4
波蘭	3,074.0	16.0	2.0	日本	4,287.0	8.7	1.8
中國	2,938.0	26.3	1.9	荷蘭	3,755.0	25.3	1.6

資料來源：中商產業研究，中銀證券

本次貨幣危機根源在於土耳其長期雙赤字狀態。土耳其貨幣危機看似起源于貿易，根源遠在貿易領域之外，財政和經常賬戶長期存在雙赤字的問題，這使得經濟體系養成了對外部資金的長期依賴。

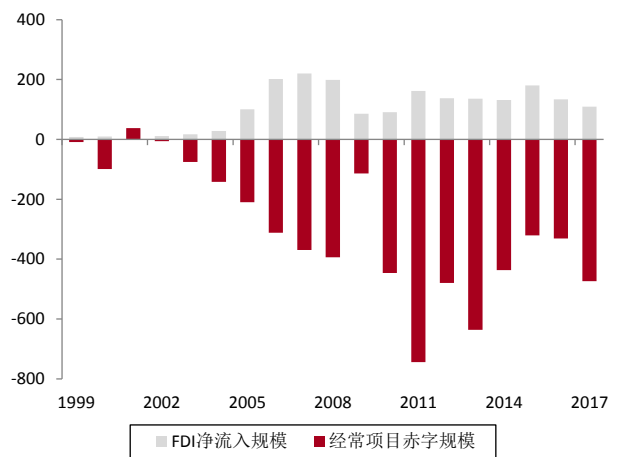
土耳其常年處於經常賬戶逆差狀態，國際收支一直不平衡，近年來經常賬戶赤字率逐年攀升。2017年，經常賬戶逆差占 GDP 比重達到了-5.6%，2011年一度達到過-9%。同時，由於埃爾多安上台後內部實施積極的財政政策刺激經濟，財政方面也是常年赤字，2017年年度財政赤字率達-5.71%，而10年前這一指標只有-2%上下的水平。另一方面，土耳其本國的儲蓄率相對偏低，居民、企業和政府的儲蓄合計起來僅占 GDP 的 25%。面對每年將近 10 個點的雙赤字缺口，需要不斷地舉外債和引進外資進行彌補，這意味著土耳其的金融市場和外匯市場具有天然的脆弱性。在全球貨幣寬鬆與弱美元週期中，土耳其的外部平衡尚能維持，而一旦風向逆轉，土耳其經濟發展模式的弱點就完全暴露了出來。2013年，市場出於避險情緒，那些擁有大規模經常賬戶赤字的新興市場貨幣遭到了投資者的集中拋售，土耳其里拉全年共跌 20.22%，其他國家包括巴西、印度、印度尼西亞和南非，以上國家被投資者戲稱為“脆弱五國”，共同特徵是外債總額高企、債市開放程度高、大量外債集中到期。今年這一舊日行情再次上演，由於土耳其和美國在外交政策上的矛盾也很明顯，導致 3 月以來外資尋求避險紛至流出。而在 5 月、6 月、7 月出現了幾家大的土耳其的企業外債違約事件，不能履行償還部分本金或者利息，這些就促成債券市場的動盪，土耳其 10 年期國債收益率從 2018 年 4 月開始急劇攀升，尤其 8 月以來快速升至 20% 以上，隱含市場對土耳其的償債能力十分擔憂，最終在 8 月 10 號的匯市形成了大的風暴。

圖表 4. 土耳其長期處於“雙赤字”狀態



資料來源：萬得，World Bank，中銀證券

圖表 5. FDI 流入規模不足以維持土耳其外部平衡



資料來源：萬得，World Bank，中銀證券

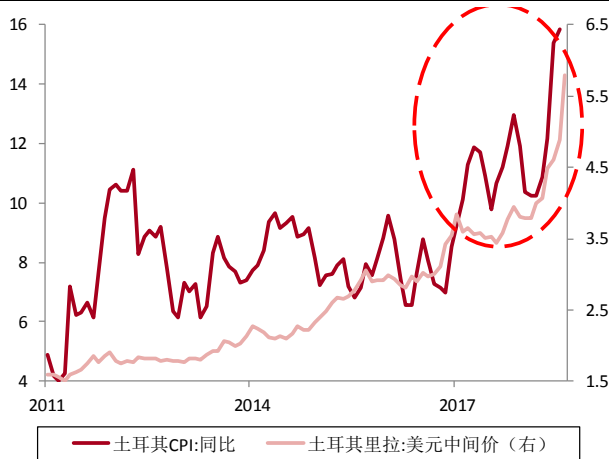
土耳其可用的政策工具有限，預計將陷入貶值—通脹惡性循環。通過分析土耳其歷年來里拉對美元的匯率走勢，我們就不難發現，里拉長期來看是一個持續貶值的過程，背後是風險長期積累的結果。埃爾多安在美國次貸危機以後認為本國不能走太多的市場化道路，為了經濟增長就要刺激投資，在重工業和軍工方面投入了大量資金來刺激經濟。土耳其在 08 年金融危機後恢復並發展經濟的過程中，長期實施著寬鬆的貨幣政策以及積極的財政政策，對外部環境的依賴程度過高，經濟自身造血能力卻存在明顯短板。也正因此，土耳其此前的高經濟增速存在泡沫，以至於當其外部環境發生改變時陷入貶值—通脹惡性循環。而埃爾多安在執政過程中，一再干預中央銀行的獨立性，以致於土耳其央行淪為執政者的從屬，大大削弱了抵禦貨幣危機的能力。過往遭遇貨幣危機的國家為擺脫危機，除了調整國內政策外，一般都倚賴於 IMF 的外部流動性援助，類似的操作在幾個月以前阿根廷的危機，兩年前埃及的危機，以及更久前的希臘危機都有看到，最後解決危機的都是 IMF。但現在土耳其還未正式申請 IMF 介入，而我們認為即使土耳其政府提出申請，快速通過也存在政治上的困難。近年來 IMF 很明顯是不贊成土耳其的經濟政策與做法，尤其是貶低中央銀行的獨立性，不提高利率的主張等，都有悖於 IMF 的原則。如果再考慮到土耳其當前與美國的對立局面，土耳其貨幣危機短時間內難以平息。而在 7 月在南非舉行的金磚首腦會議上，土耳其加入金磚國家組織的申請也遭到了拒絕，所以從這個意義上說，土耳其現在能夠動員的國際資源是非常有限的。國內政策疲於應付當前局面難以大幅度調整，可得的國際援助又有限，在國內通脹繼續高升，貨幣對外貶值，企業和政府的償債壓力都大的情況之下，我們認為土耳其的動盪還會持續。

圖表 6. 新興市場國家身陷貨幣危機後申請 IMF 援助是慣有套路

國家	時點	措施
希臘	2017年6月	IMF 參與紓困，為希臘提供了不到20億美元的備用資金，貸款期限將到2018年中期
埃及	2017年11月	向埃及提供120億美元貸款，以幫助埃及擺脫經濟困境
阿根廷	2018年6月	向阿根廷提供為期3年的500億美元貸款協議

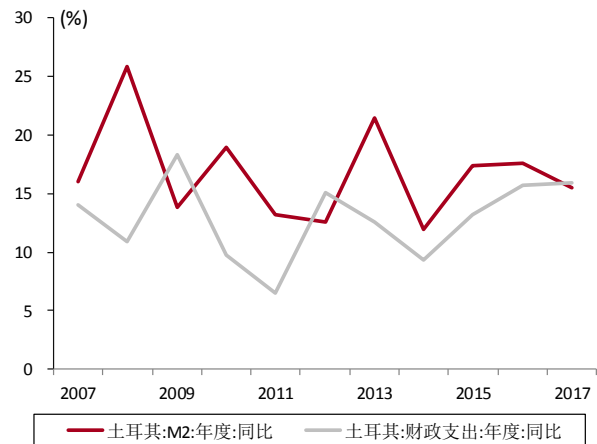
資料來源：新浪財經，中銀證券

圖表 7. 土耳其的貶值—通脹惡性循環



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 8. 土耳其國內政策勉強應付通脹，向下調整空間不大

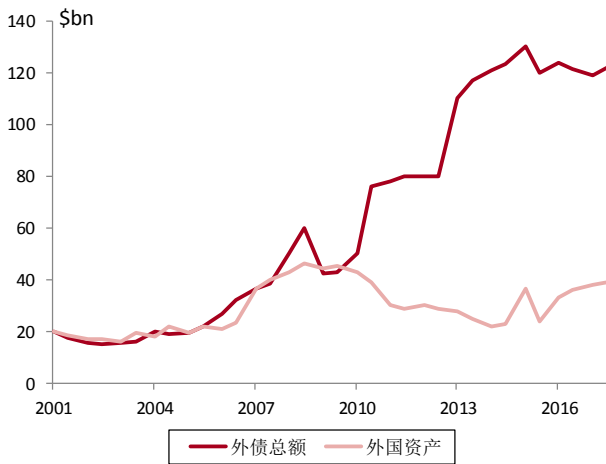


資料來源：萬得，中銀證券

強美元是面照妖鏡，昔日發展明星無處遁形。自特朗普上任伊始，美國經濟政策出現了 180 度的大轉彎，海外美元資本潮水一般褪去，新興市場許多曾經的發展明星繁榮不再，南非、阿根廷、巴西、土耳其等“金磚國家”或“前景國家”甚至身陷本幣危機。事物的發展有其相似性，在這些國家的貨幣危機事件上，我們都看到了這樣共同的發展鏈條：(1) 金融危機後，這些國家享受了美聯儲 QE 的外溢效應，以美元為錨實施擴張性貨幣政策，極大推動了國內通貨膨脹和資產價格，營造出了國內經濟的繁榮。(2) 在發達經濟體實施超低利率時期，這些國家的政府和公司對外大肆舉債，借入了大量的短期外債。(3) 過於追求經濟的短期成績，這些國家的借入的外債多用於基建投資而非製造業投資，產業基礎依然薄弱。(4) 這些國家無一例外基本都是在貿易和財政上出現了嚴重的赤字，有的是雙赤字，這些赤字在強美元週期會瓦解國民和債主對本幣的信心，最終加速本幣的危機。

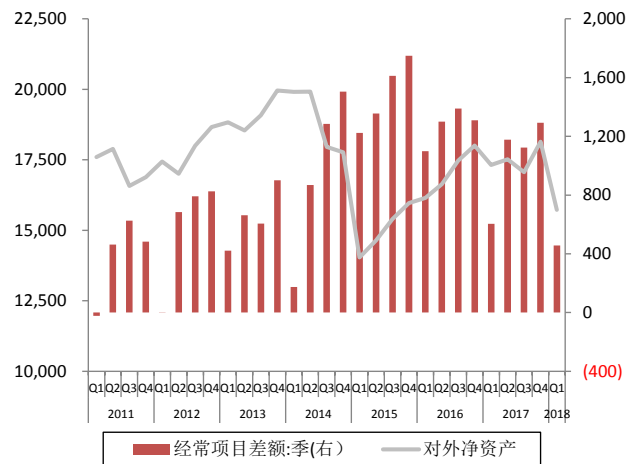
中國不會是大號土耳其。土耳其貨幣危機引起了國內投資者的廣泛關注，遠超當年歐債危機時對希臘的關注。土耳其是世界第 17 大經濟體，近年來經濟發展成果顯著，被譽為新興市場“皇冠上的明珠”，歐洲經濟發展之星，其人均 GDP 超過 1 萬美元，比其它任何發展中國家都接近發達國家。土耳其近年來在經濟發展中的戰略選擇與中國有一定的相似性。有一種流行的觀點認為，中國是大號的土耳其，擔憂當前在土耳其發生的外部輸入式危機在中國重演。我們認為，中國雖然在經濟發展的路徑選擇上與土耳其有類似之處，但在經濟的先天條件上大有不同，中國不會是大號土耳其，重蹈土耳其外部輸入式危機的覆轍。首先，中國在經常項目上是淨出口國，對外長期處於順差狀態，經常項目累積了大量盈餘，無需對外舉債彌補赤字缺口，償還外債對本幣造成的壓力可控。第二，中國對外淨資產，土耳其對外淨負債。從中國對外淨資產以及淨負債層面上來看，中國是國際上最大的對外淨資產國之一，因此人民幣受到外部環境的影響要遠小於外部環境對里拉造成的影響。根據外管局統計，截止到 2017 年 12 月份，中國的對外資產達到了 6.93 萬億美元，對外負債達到了 5.11 萬億美元，淨資產為 1.82 萬億美元。當本幣貶值時，本幣資產變得更具吸引力，對外淨資產國通過賣出外幣資產換成本幣資產對本幣匯率形成支撐，而對外淨負債國則相反，更為沉重的外債負擔反而會加劇本幣貶值的壓力。從以上兩個方面的分析我們可以看到，中國不具備發生“土耳其”式貨幣危機的先決條件，造成上周 A 股市場連跌 5 日的“中國重蹈土耳其覆轍”的擔憂更多是情緒上的負面衝擊，並不實質影響 A 股的中長期演進邏輯。

圖表 9. 土耳其企業長年處於對外淨負債狀態



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 10. 經常項目長年順差支撐中國對外淨資產



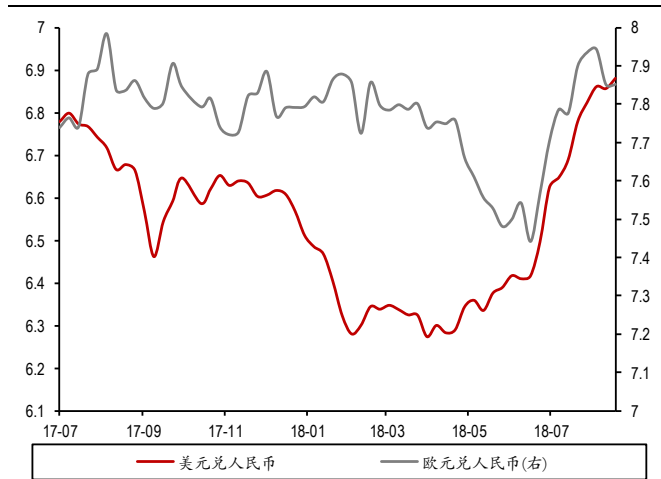
資料來源：萬得，中銀證券

宏觀重要變化：7月金融與經濟數據繼續走弱

美元繼續走強，國債利率上升。本周，新興經濟體貨幣普遍走弱，美元繼續保持強勢，人民幣繼續走貶，本週報 6.88%，貶值幅度 0.4%。經濟數據雖不達預期，但避險情緒顯著變弱，國債收益率大幅上升 10 個 BP。

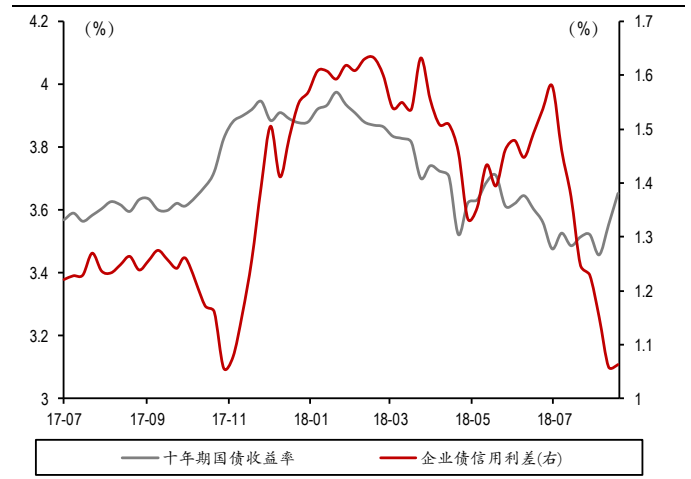
經濟數據全面回落。7月信貸 1.45 萬億，但整體社會融資 1.05 萬億仍低於預期；經濟數據全面回落，工業增加值 6%，固定資產投資下滑至 5.5%，社零同比更是創出新低 8.8%，只有地產銷售與投資勉強支撐。

圖表 11. 人民幣匯率走勢



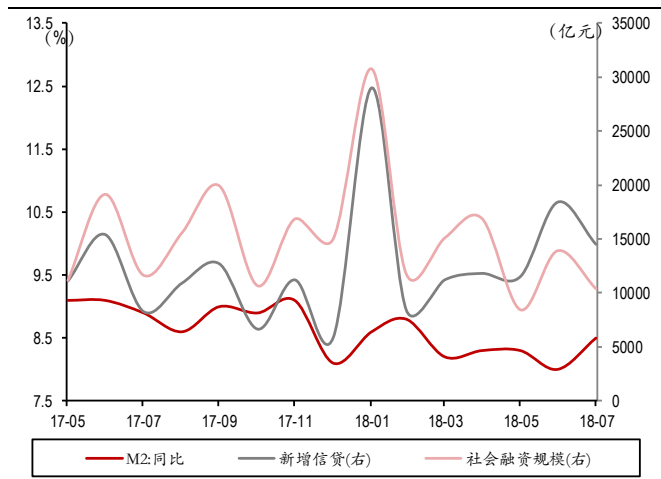
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 12. 長端利率與信用利差走勢



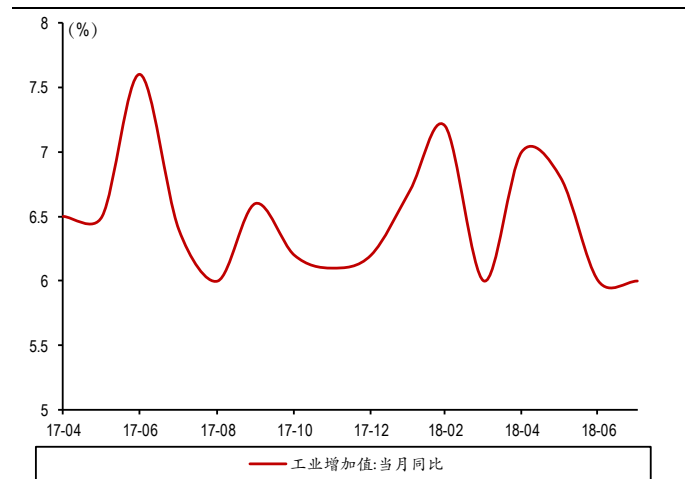
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 13. 貨幣供應、信貸與融資走勢



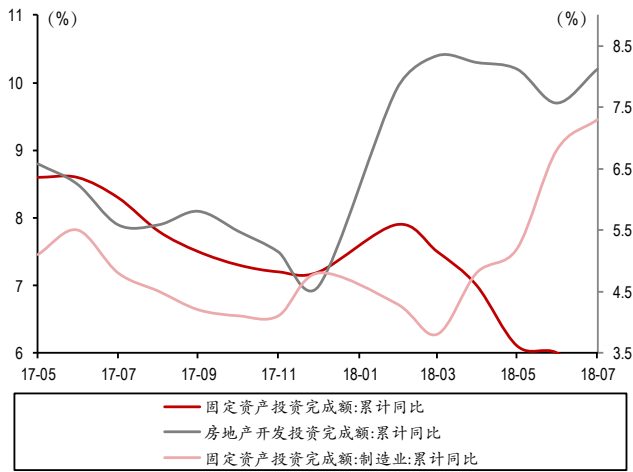
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 14. 工業增加值走勢



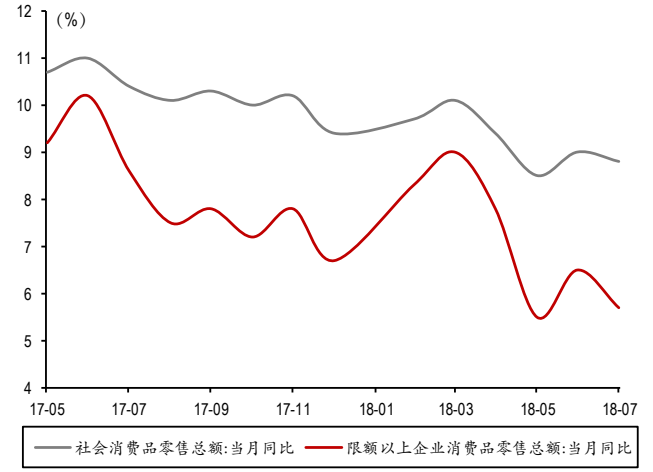
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 15. 固定資產投資走勢



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 16. 社會消費品零售走勢



資料來源：萬得，中銀證券

行業重要變化：原油有色大幅回落

強勢美元打壓原油與黃金。本周，美油大幅下跌 3.1%，有色系全面受挫，銅價下跌 3%，金價下跌 2.2%；國內煤炭現貨上漲 0.9%；鋼鐵限產進一步趨嚴，鋼價上升 1.6%；水泥止住連跌態勢，反彈 0.1%；化工漲跌互現。

圖表 17. 中上游主要原材料價格一周變化

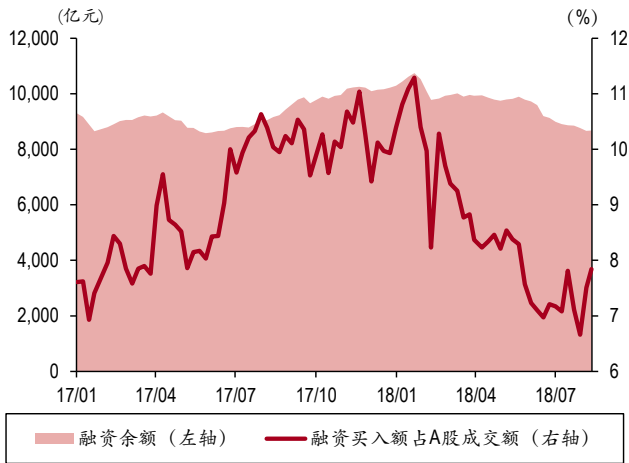
	項目	單位	最新水平	周漲幅(%)	上周漲幅(%)	月漲幅(%)
原油	WTI 原油期貨	美元/桶	65.6	(3.1)	(1.7)	(3.2)
	EIA 全美庫存	千桶	414194.0	1.7	(0.3)	0.8
煤炭	秦港 5500 大卡動力煤	元/噸	580.0	0.9	(0.9)	(1.7)
	秦港煤炭庫存	萬噸	638.6	(2.6)	(6.4)	(6.4)
	發電集團日均耗煤	萬噸	19.2	(3.4)	(1.9)	2.8
有色	LME 銅	美元/噸	5974.0	(3.0)	(0.7)	(2.8)
	COMEX 黃金	美元/盎司	1192.2	(2.2)	(0.7)	(3.1)
	電池級碳酸鋰	元/噸	104100.0	(4.5)	(4.6)	(17.7)
鋼鐵	鋼價綜合指數	\	161.2	1.6	0.9	4.7
	礦價綜合指數	\	78.0	1.4	2.4	6.0
	主要城市鋼材庫存	萬噸	1008.5	0.7	(0.1)	0.9
建材	水泥價格指數	\	139.2	0.1	(0.3)	(0.5)
	玻璃價格指數	\	1187.1	0.4	0.1	0.2
化工	尿素:山東	元/噸	1938.0	2.4	0.6	1.0
	天然橡膠:上海	元/噸	10066.7	(1.1)	1.8	0.5
	重質純鹼:華東	元/噸	1850.0	(1.1)	(1.6)	(6.1)
	PTA:期貨	元/噸	7139.2	5.0	4.1	20.5

資料來源：萬得，中銀證券

市場重要變化：北上資金淨流入規模跌為負數

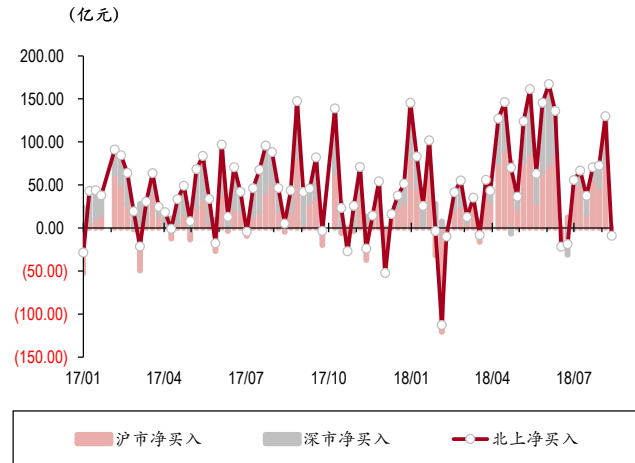
場內杠杆小幅上升，杠杆資金增倉意願變化不大。場內杠杆資金方面，截至8月16日，兩市融資餘額來到了8,675.55億元（前值8,662.08億元），環比（+0.16%），杠杆資金規模連續十一周下滑後小幅上升，單周環比上升了13.47億元；融資買入成交額占全市場成交占比為7.84%，環比（+4.39%）。

圖表 18. 兩市融資餘額連續十一周下滑後小幅上升



資料來源：萬得，中銀證券

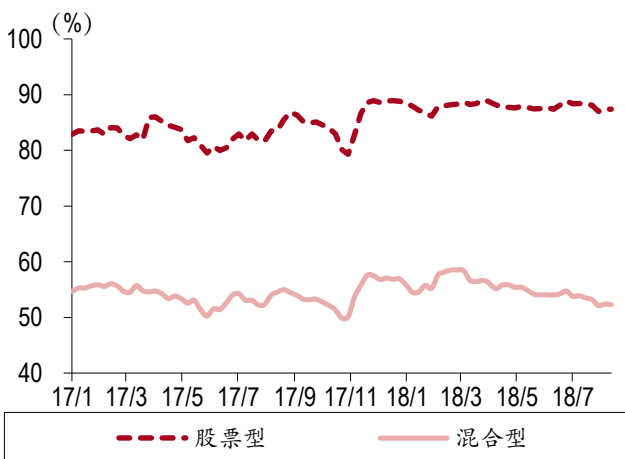
圖表 19. 北上資金淨流入規模大幅下降



資料來源：萬得，中銀證券

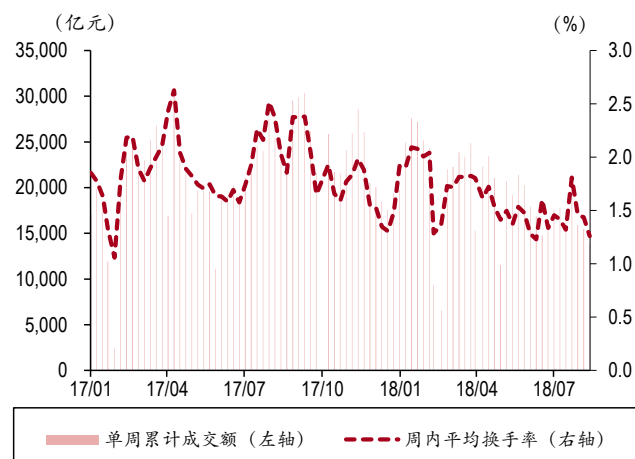
北上資金情緒趨冷，全周資金淨流入規模大幅下降至負數。本周陸股通合計淨流入-9.05億元（前值129.75億元），海外資金呈現流出趨勢，北上資金淨流入規模大幅下降，環比-106.98%。其中滬股通淨流入0.66億元（前值74.59億元），環比增量-73.93億元，深股通淨流入-9.72億元（前值55.16億元），環比增量-64.88億元，滬股通和深股通規模均大幅下降。

圖表 20. 權益類基金倉位小幅下降



資料來源：萬得，中銀證券

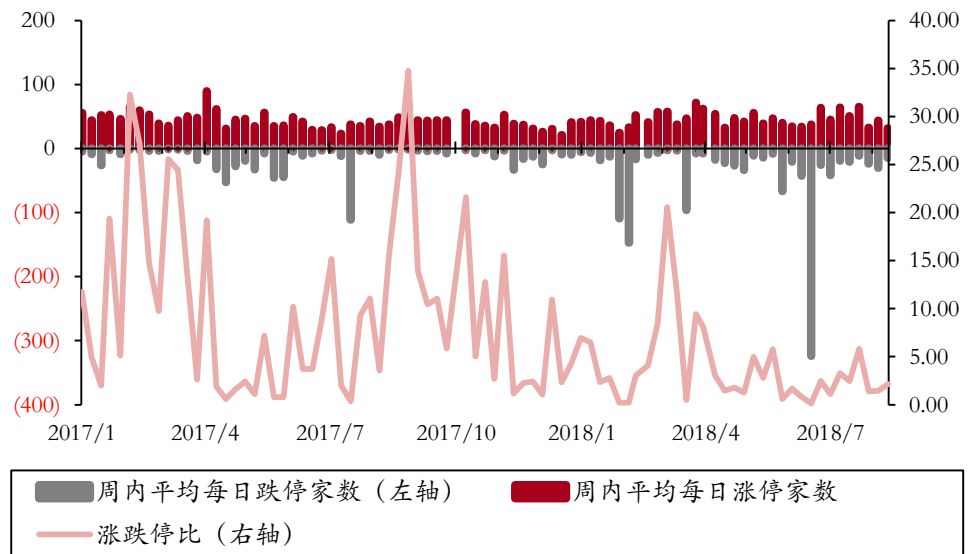
圖表 21. 上周全市場換手率小幅下降



資料來源：萬得，中銀證券

股票型基金倉位和混合型基金倉位均小幅下降。機構倉位方面，截至8月17日，本周權益型基金倉位總體變化不大，略有下降。具體地，股票型基金最新倉位87.40%（環比增量-0.02%），混合型基金最新倉位52.30%（環比增量-0.17%），指標顯示機構投資者對混合型基金信心仍顯不足。

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



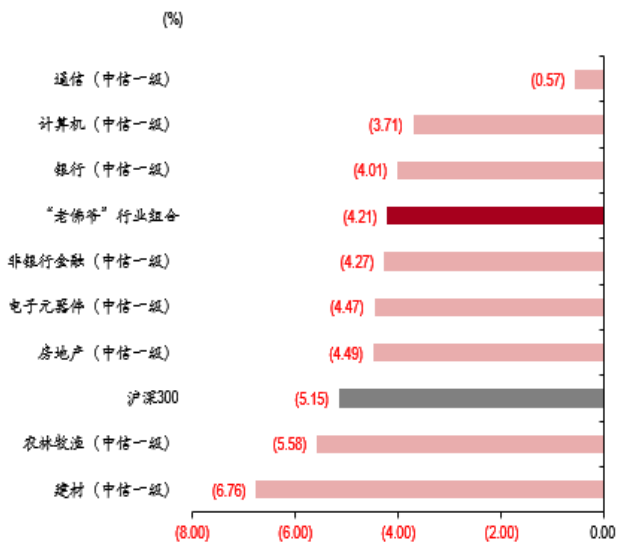
資料來源：萬得，中銀證券

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

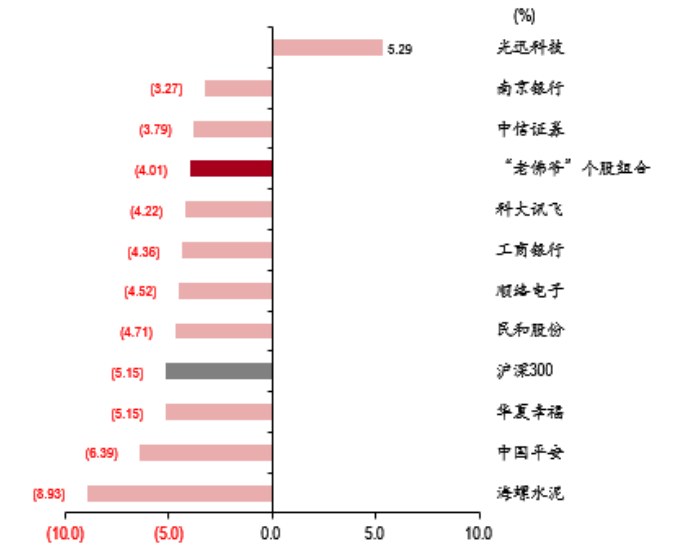
行業組合表現高於市場，個股組合表現高於市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益為-4.21%，表現高於市場 0.94%；“老佛爺”個股組合絕對收益-4.01%，表現高於市場 1.14%。2017年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.07。

圖表 23. 上周“老佛爺”行業組合表現



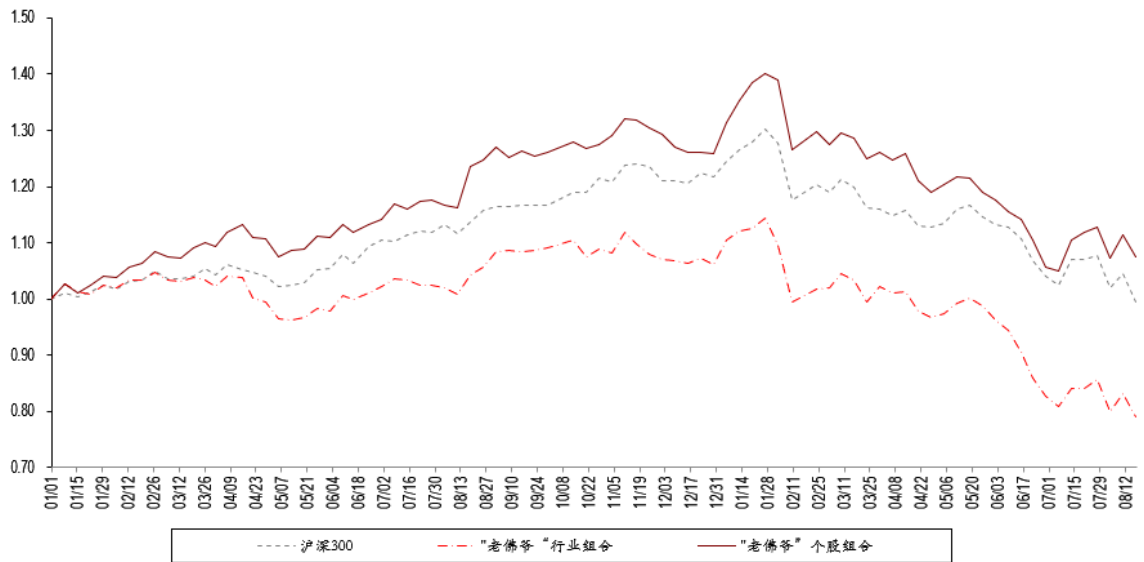
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 24. 上周“老佛爺”個股組合表現



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 25. “老佛爺” 組合表現 (累計值)



資料來源：萬得，中銀證券

2018年8月中銀國際行業及個股組合

圖表 26. 2018年8月“老佛爺”行業組合

行業板塊	行業觀點
銀行（中信一級）	板塊估值已回落至 18 年 0.89xPB，目前估值對應隱含不良率接近 11%，對資產質量的負面預期較為充分，估值安全邊際較高。從中長期來看，在行業業績穩健背景下，板塊全年絕對收益確定性依然較強。
非銀行金融（中信一級）	券商業務條線強監管環境下，大券商在業務規模以及資格獲批方面均有優勢，持續推薦低估值的大型綜合券商投資機會。保險板塊配置需持續跟蹤保障型產品銷售數據以及代理人量質的邊際變化。
房地產（中信一級）	1 到 5 月房地產固定資產投資保持高速增長，近期銷售有所反彈，行業龍頭基本面良好，估值處於歷史低位。
電子元器件（中信一級）	元器件漲價的邏輯主要在於供給端由於擴產受阻和環保政策收縮而需求端持續擴張。MLCC 供需情況短期難以改善，產能缺口看至 2019 年，功率器件方面緊張態勢持續，8 英寸代工價格由於設備產能受限，潛在替代性較低預計仍走強。維持元器件行業“強於大市”評級。
計算機（中信一級）	計算機行業基本面向中長期向好，以雲計算為代表的新技術加速落地，國家對科技行業的政策支持力度空前。短期來看，計算機板塊業績增速也逐季加快，驗證板塊基本面正迎來中長期向上拐點。
通信（中信一級）	受中美貿易戰及中興被制裁事件影響，通信板塊上半年業績與估值壓力並存。下半年 5G 的預商仍是中長期通信行業最重要的投資機會。
農林牧漁（中信一級）	豬價強反彈，雞價週期向上。部分高成長、具有領先於行業的成本優勢的企業仍存在低估，股價仍有向上空間。
建材（中信一級）	建材行業基本面向好，淡季水泥價格堅挺。7 月建材類公司普遍反彈，是市場對宏觀需求過於悲觀預期的修復，催化因素是上市公司中報的高增長和政策面的寬鬆預期。

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 27. 2018年8月“老佛爺”個股組合

代碼	公司	收盤價	EPS			PE		關注理由	行業
			2018E	2019E	TTM	2018E	2019E		
002138.SZ	順絡電子	18.80	0.63	0.86	38.68	29.72	21.97	電感龍頭增長穩定 被動元器件存在漲價預期。	電子元器件
002230.SZ	科大訊飛	30.07	0.31	0.45	141.46	95.52	66.16	營收持續高速擴張，科技龍頭地位不斷強化。	計算機
002281.SZ	光迅科技	23.27	0.64	0.83	47.76	36.54	27.95	加碼數通市場，大幅擴產高速光模塊，發力高端市場。	通信
600340.SH	華夏幸福	24.06	3.96	5.13	7.63	6.07	4.69	精準卡位國內核心都是圈周邊核心節點，產業新城獨特業務模式構築護城河。	房地產
002234.SZ	民和股份	13.16	0.73	0.97	-17.26	18.01	13.51	國內白羽肉雞商品代雛雞的主要供應商，行業全面回暖給公司業績帶來高彈性。	農林牧漁
601318.SH	中國平安	60.44	6.04	7.51	12.04	10.00	8.04	公司傳統金融和互聯網金融業務互相依託，壽險業務貢獻長期穩定利潤和價值成長。	非銀行金融
600030.SH	中信證券	16.37	1.06	1.21	16.40	15.38	13.50	公司作為行業龍頭優勢地位鞏固，各項排名均位居行業前列。IPO 溫和提速下公司投行業務將進入業績釋放期，估值較低。	非銀行金融
601009.SH	南京銀行	7.35	1.31	1.55	5.91	5.63	4.75	控速度調結構，資產質量持續向好，基本面拐點向上，性價比高。	銀行
601398.SH	工商銀行	5.50	0.85	0.91	6.78	6.48	6.02	銀行業呈現龍頭集中趨勢，工行治理規範、市場化程度高，“大零售、大資管、大投行”戰略綜合佈局，境內外協同發展，未來空間巨大。	銀行
600585.SH	海螺水泥	38.65	4.41	4.66	11.08	8.77	8.29	優質藍籌龍頭，供給“去產量”收縮延續驅動高盈利均衡；加大廣東佈局、提升區域控制力。	建材

資料來源：萬得，中銀證券

風險提示

土耳其貨幣危機引發新興市場貨幣整體性危機對國內金融市場產生持續性衝擊。

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，未授權任何公眾媒體或機構轉載或轉發本研究報告。如有投資者于公眾媒體看到或從其它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对其報告理解和使用承擔任何責任。

評級體系說明

以報告發佈日後公司股價/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：

- 強於大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現強於基準指數；
- 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；
- 弱於大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現弱於基準指數。
- 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並向特定客戶發佈。

本報告發佈的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能夠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，不得出於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轉載或轉發的，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，並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佈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，本報告所載的觀點並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、意見及推測僅基於現狀，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