



策略周报

征管新规对企业盈利影响有多大

征管新规下，低报、少缴的情况将有效改善。A股总体利润水平下降约6%，若要维持利润水平不变，社保费率需大幅下降。

- **本期话题：征管新规对企业盈利影响多大？** 2018年7月20日，央办、国办印发了《国税地税征管体制改革方案》，明确从2019年1月1日起，社保将交由税务部门征收，这将减少漏缴的情况和由此带来的不公平竞争行为，为社保全国统筹分配打下基础，有助于建成统一劳动力市场，提升全要素生产效率。但同时，缴费不合规的企业则面临支出上升的负担，引起投资者对新规下企业盈利的担忧。因而，在9月6日召开的国常会上，国务院强调，要抓紧研究适当降低社保费率，确保总体不增加企业负担。那么，如果新规执行，将对各行业带来什么影响？如果社保费率下降，各行业的利润又会如何分化？社保费率下调空间多大方能保证企业盈利基本不受影响呢？
- **我国社保征缴两大难：低报基数和高费率。** 我国社保总税率44%，其中企业社保费率33%，个人费率11%，但全国只有不到30%的企业严格按照规定征缴。因此，我国的社保征缴环节存在两大问题：其一，是名义费率偏高，企业加个人的总费率约为44%，居全球第七；其二，大量不合规的企业低报基数，所以尽管名义费率高，实际足额缴纳的企业并不多。
- **若严格依据征管新规的要求，对A股整体利润影响约6%。** 当前，A股工资占收入的比重是9%，新规后，薪酬支出需要增加8%，方能维持同等待遇水平。A股的净利润将缩水6%，净利率由9%下降至8%左右。分行业看，通信、计算机、农业、电子和机械净利润受影响最大，净利润分别下降29%、26%、18%、18%和17%，利润下降相对小的行业是煤炭、石油石化、钢铁、电力及公用事业、建筑与食品。从利润率变化来看，计算机、化工、机械、餐饮旅游、煤炭受影响最大，净利润率分下降2.1、1.5、1.2、1.1和1.1个百分点，利润率下降相对小的行业是零售、有色、石油石化和建材。
- **社保费率大幅下调方能对冲新规影响。** 新规下，全部A股整体净利润将缩水6%左右，净利率下降0.5%，如果社保费率从30%大幅下降至25%，那么全部A股整体净利润缩水3%，净利率略微下降；如果要维持全部A股的净利润和净利率水平不变，那么社保费率需要下降至20%左右的水平。实际中，企业除了增加薪酬支出，也可能通过其他方式来应对，比如：通过减少奖金额度或减少固薪上浮空间；有能力控制产业链的企业可以给上游供应商施压，提高供应链管理，或将成本转移给下游消费者；公司增加劳务派遣员工，减少合同工。
- **一周重要变化：** 北上资金情绪急转直下，全周资金净流入规模跌为负数。当周市场换手率小幅下降至1.19%，涨跌停比例大幅上升至4.67。宏观层面，外需压力在逐渐增大，8月进出口数据公布，人民币计价出口同比7.9%，较7月反弹，但美元计价出口同比继续回落。行业重要变化：水泥玻璃继续走强。
- **风险提示：** 本文数据仅为公开、客观数据的整理，不涉及对市场走势的判断；贸易冲突超预期演化。

2018年7月20日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《国税地税征管体制改革方案》（以下简称征管新规），明确从2019年1月1日起，各项社保费用（基本养老保险、基本医疗保险、失业保险、工伤保险、生育保险等各项社会保险费）将交由税务部门统一征收。

由税务统一征缴社保可以有效减少因为个人和企业低缴社保带来的不公平竞争和搭便车行为，也为社保全国统筹分配打下基础，有助于我国建成一个统一劳动力市场，提升全要素生产效率。原先，全国各地社保费的征收机构不一致，由税务部门或者社保部门负责征收，一旦税务部门统一征收，将会大大减少过去少缴纳、漏缴的情况，提高征缴力度。

但同时，原先缴费不合规企业面临着支出负担上升的问题，近日来又出现了税务部门要求极个别企业补缴社保的事件，引起了投资者对新规下企业盈利的担忧。因而，在9月6日召开的国常会上，国务院明确强调，应抓紧研究适当降低社保费率，确保总体不增加企业负担。

如果新规照常执行，将对各行业带来什么影响？如果未来社保费率下降，各行业的利润水平和盈利能力又会如何分化？社保费率下调空间多大方能保证企业盈利基本不受影响呢？

征缴环节两大难：低报基数和高费率

按照新规要求，明年起，各项社保费用将由税务部门统一征收，这一征管方式的变化将直接影响企业的生产成本、冲击企业的经营利润。因此，多方均呼吁降低社保费率。9月6日召开的国常会上，国务院也提出了抓紧研究适当降低社保费率来进行对冲，确保总体上不增加企业负担。

企业社保费征缴有两种模式：一是由税务部门征缴，二是由社保部门征缴。多数省份均为社保征收模式，广东省的模式较为特殊，由税务直接征收，这就意味着缴费基数更准确，从而征收尺度更严格，但广东省养老保险缴费率为13%左右，低于其它省份（20%左右）的水平，更低的缴费比率可以对冲征收尺度更严的影响，不增加企业总体负担。

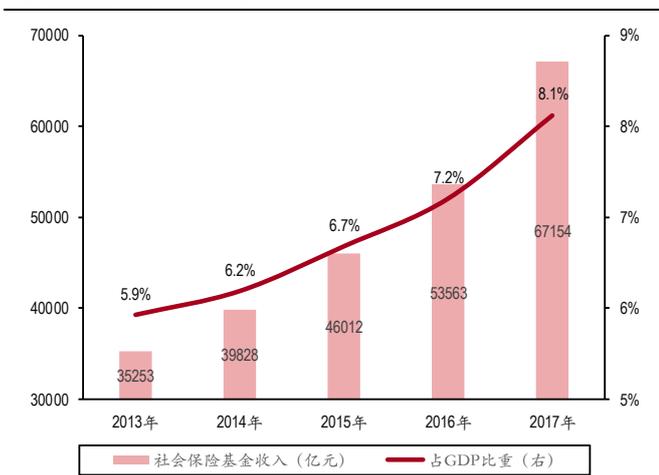
目前，我国的社保总税率为44%，其中企业社保费率33%，个人费率11%，但全国只有不到30%的企业严格按规定征缴。在计算社保费用时，各地会对社保缴费基数规定上、下限，工资在这个区间之内的职工，企业应以实际工资为基数为员工缴纳社保费，工资超出这个区间的职工，则按上下限数额进行缴费。新规下，由于税务部门的征缴力度会比社保部门强很多，因而由税务部门来征缴会减少低报基数以及按缴费下限计算的少缴情况。

2017年，我国社保基金收入规模为6.7万亿元，占GDP的比例为8.1%，但我国的社保征缴环节存在两大问题：

其一，是名义费率偏高，企业加个人的总费率约为44%，居全球第七，前六名分别是：法国、斯洛伐克、俄罗斯、荷兰、比利时和捷克，主要是企业缴纳的名义比率（33%）偏高，居全球第六位。

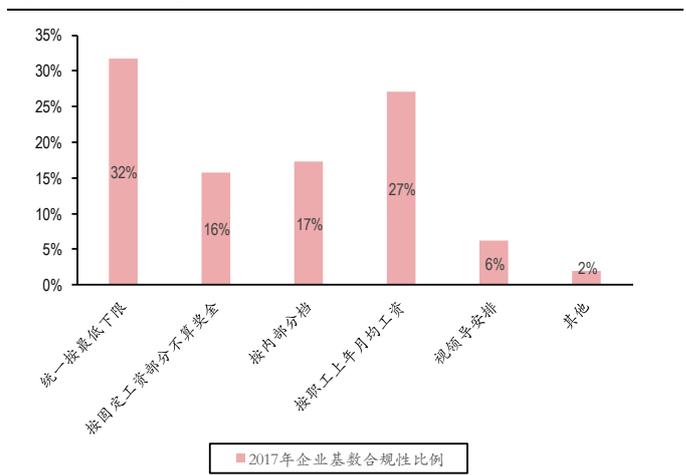
其二，大量不合规的企业低报基数，所以尽管名义费率高，实际足额缴纳的企业并不多。根据《中国企业社保白皮书2018》数据，企业缴纳社保基数完全合规的企业只有27%，言外之意，超七成企业缴纳社保不合规，其中按照最低下限进行社保缴纳的企业占32%。

图表 1. 我国社会保障基金收入规模



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 2. 2017年企业缴纳社保基数合规性比例仅27%



资料来源：51 社保《中国企业社保白皮书2018》，中银证券

图表 3. 各国社会保障总税率，中国为 44%

社保税率 总排名	国家	社会保障总税率 (%)	企业社会保障税率 (%)	排名	员工社会保障税率 (%)	排名
1	法国	59	45	2	14	16
2	斯洛伐克	49	35	3	13	19
3	俄罗斯	48	48	1	-	-
4	荷兰	46	19	21	28	3
4	比利时	46	33	6	13	19
6	捷克共和国	45	34	4	11	21
7	中国	44	33	6	11	21
7	阿根廷	44	27	13	17	13
9	波黑	42	11	29	31	2
9	匈牙利	42	24	16	19	11
9	立陶宛	42	31	8	11	21
12	德国	40	19	21	21	7
12	希腊	40	24	16	16	14
12	埃及	40	26	14	14	16
12	巴西	40	29	12	11	21
12	奥地利	40	21	20	18	12
17	意大利	39	30	10	9	25
17	玻利维亚	39	17	24	22	5
19	瑞典	38	31	8	7	27
19	斯洛文尼亚	38	16	27	22	5
19	塞尔维亚	38	18	23	20	8
19	土耳其	38	23	18	15	15
23	罗马尼亚	37	2	30	35	1
23	克罗地亚	37	17	24	20	8
23	新加坡	37	17	24	20	8
26	西班牙	36	30	10	6	28
26	波兰	36	22	19	14	16
26	乌拉圭	36	13	28	23	4
26	哥斯达黎加	36	26	14	9	25
30	爱沙尼亚	35	34	4	2	29

资料来源: TRADING ECONOMICS, 中银证券

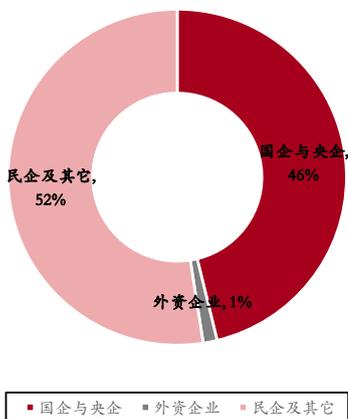
新规下, 虽然征缴力度将会增强, 但随之而来的是低报基数的现象显著减少, 这就具备了提高缴费基数或降低费率的条件, 即使降低费率, 社保收入规模依然能够实现增长, 此前不合规企业的缴费负担也不会骤然增加过多, 而一直合规缴费社保的企业负担则会下降。

新规下 A 股净利润将缩水约 6%

若严格依据征管新规的要求，对 A 股整体利润影响约为 6%。如果企业将按照员工实际薪酬为员工缴纳社保同时又要保证员工薪酬不大幅下降，即企业自己来消化这部分影响，则其需要提高员工薪酬支出。我们用上市公司财务报表中的一些项目来估算企业的员工薪酬的支出：现金流量表中“支付给职工以及为职工支付的现金”+资产负债表中“应付职工薪酬”期末相对期初的变动，两者之和来计算。

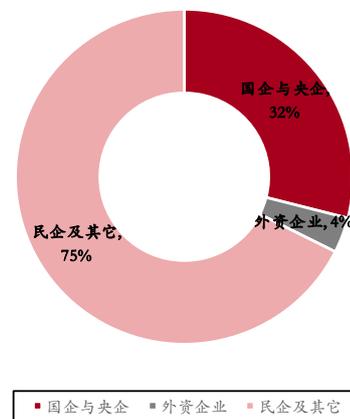
通常，央企、国企以及外资企业大多按照缴费区间内的实际工资进行社保费用计算和缴纳，民营企业多数按照缴费区间下限进行缴纳，所以社保费用少缴、漏缴多存在于民营企业，若新规严格执行，央企、国企和外资企业由于之前缴纳较为规范并不会受到太大影响，如果费率降低，央企、国企和外资企业还能从中受益，而民营企业则将面临社保缴税金额大幅上升的压力。

图表 4. 上市公司中各类企业数量占比



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 上市公司中各类企业利润占比

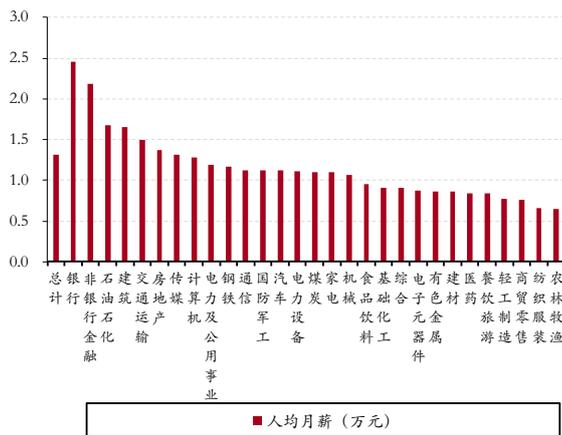


资料来源：万得，中银证券

从各行业员工工资水平，以及薪酬占营业收入的比重我们可以发现：A 股企业员工平均月薪为 1.31 万元，其中：银行、非银、石油石化、建筑、交运、地产行业的人均月薪排名居前 6，分别为 2.46、2.18、1.68、1.65、1.49 和 1.37 万元，如果按照实际工资的水平进行社保缴税，那么这些行业中，员工的薪酬水平将会受到更大的影响，企业薪酬支出端压力将增大，餐饮旅游、轻工制造、商贸零售、纺织服装和农林牧渔的人均月薪相对更低，分别为 0.84、0.78、0.76、0.65 和 0.64 万元，企业薪酬支出端压力相对小。

而从员工工资支出占收入的比重来看，A 股整体水平是 9%，各行业中，薪酬支出占收入比重最高的 6 大行业分别为：计算机、银行、国防军工、餐饮旅游、纺织服装和电子元器件，分别为 19%、17%、16%、14%、13%和 13%，如果按照实际薪酬的数额进行社保缴税，这些行业的利润端则会受到相对更大的影响，而房地产、石油石化、钢铁、商贸零售以及有色金属行业员工工资支出占总收入的比重则相对较低，均在 6%以下的水平。

图表 6. 各行业上市公司 2017 年人均月薪



图表 7. 各行业员工工资支出占收入比重 (%)



资料来源：万得，中银证券

资料来源：万得，中银证券

我们对征管新规前后，各行业的薪酬支出以及利润的变化做估算，假设：

- 1、 此前所有行业均按照社保缴费基数下限 3,000 元（各地中等水平）缴纳社保；
- 2、 新规之后，企业均按照实际工资与社保及社保缴费基数的上限 18,000 元（各地中等水平）孰高缴纳社保；
- 3、 个人缴纳社保的基数与费率保持不变；
- 4、 新规下，扣除社保后的薪酬水平与新规前保持一致；
- 5、 企业所得税为 25%；
- 6、 国企、央企、外企按实际工资缴纳社保，民企等其他企业按缴费基数的下限缴纳社保。

根据我们的估算，如果社保新规推行后，缴费基数上下限以及费率维持当前水平的话，全部 A 股员工薪酬支出需要增加 8%，方能维持同等的待遇水平，同时全部 A 股的净利润将缩水 6%，同时净利率将由 9% 下降 0.5pct 至 8% 左右。

从行业整体的利润水平变化幅度来看，通信及计算机显然受到影响最大，净利润将分别减少 29%、26%，其次是农林牧渔、电子元器件与机械行业，分别将减少 18%、18% 及 17%，利润水平受影响最小的行业是煤炭，其净利润几乎不受影响，其次是石油石化、钢铁、电力及公用事业、建筑及食品饮料行业，净利润变动在 3% 的范围内。

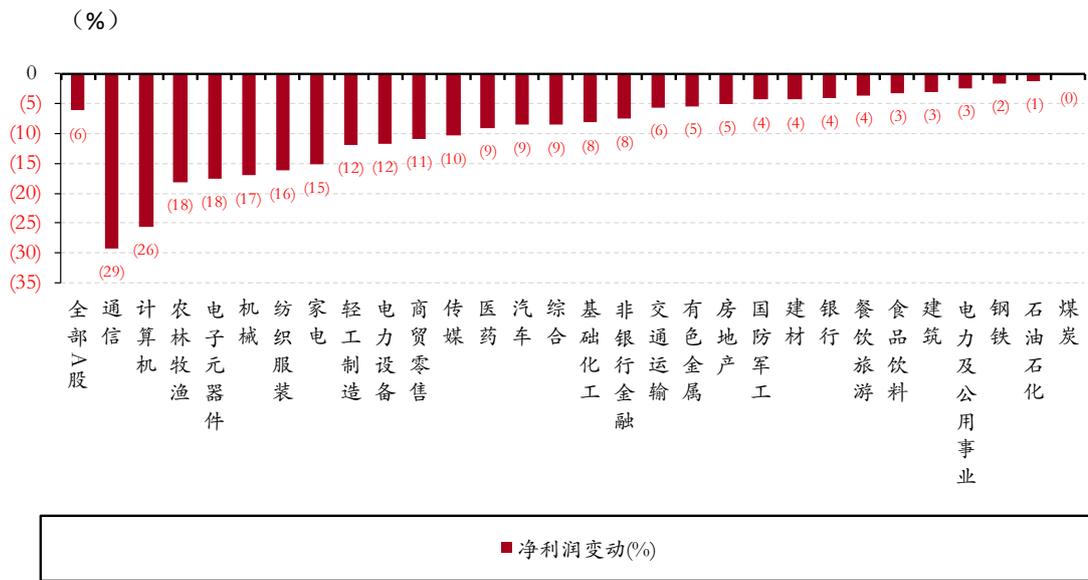
图表 8. 新规前后各行业的工资支出与净利润变化

行业	新规前	新规后			对净利率的影响 (%)		
	人均月薪支出 (元)	月薪支出 (元)	工资支出上升幅度 (%)	净利润变动 (%) ↓	新规前净利率	新规后净利率	变动
全部 A 股	13,106	14,162	8	(6)	9	8	(0.5)
通信	11,238	12,442	11	(29)	3	2	(0.8)
计算机	12,858	14,725	15	(26)	8	6	(2.1)
农林牧渔	6,422	7,191	12	(18)	4	3	(0.8)
电子元器件	8,700	9,728	12	(18)	6	5	(1.1)
机械	10,699	11,701	9	(17)	5	4	(0.8)
纺织服装	6,542	7,332	12	(16)	7	6	(1.2)
家电	10,942	12,601	15	(15)	7	6	(1.0)
轻工制造	7,750	8,874	14	(12)	9	8	(1.1)
电力设备	11,075	12,247	11	(12)	6	5	(0.7)
商贸零售	7,588	8,282	9	(11)	3	3	(0.3)
传媒	13,103	14,315	9	(10)	8	7	(0.8)
医药	8,417	9,400	12	(9)	9	8	(0.8)
汽车	11,174	11,970	7	(9)	5	4	(0.4)
综合	9,111	9,634	6	(9)	2	2	(0.2)
基础化工	9,125	10,022	10	(8)	6	6	(0.5)
非银行金融	21,827	24,480	12	(8)	11	10	(0.8)
交通运输	14,938	15,607	4	(6)	6	6	(0.3)
有色金属	8,620	9,056	5	(5)	3	3	(0.1)
房地产	13,691	15,356	12	(5)	10	10	(0.5)
国防军工	11,179	11,326	1	(4)	4	4	(0.2)
建材	8,586	9,238	8	(4)	12	11	(0.5)
银行	24,611	27,461	12	(4)	36	35	(1.5)
餐饮旅游	8,371	8,597	3	(4)	8	7	(0.3)
食品饮料	9,568	10,156	6	(3)	15	14	(0.5)
建筑	16,499	16,787	2	(3)	3	3	(0.1)
电力及公用事业	11,888	12,270	3	(3)	7	7	(0.2)
钢铁	11,649	11,919	2	(2)	5	5	(0.1)
石油石化	16,785	16,883	1	(1)	2	2	(0.0)
煤炭	10,987	11,028	0	(0)	10	10	(0.0)

资料来源：万得，中银证券

从净利润水平的变化来看，若严格按新规执行，全部 A 股的净利润将缩水 6% 左右，分行业来看，通信、计算机、农林牧渔、电子元器件和机械净利润受影响最大，净利润分别下降了 29%、26%、18%、18% 和 17%，利润水平下降相对小的行业是煤炭，其净利润几乎不受影响，其次是石油石化、钢铁、电力及公用事业、建筑与食品饮料行业，利润水平下降 < 3%。

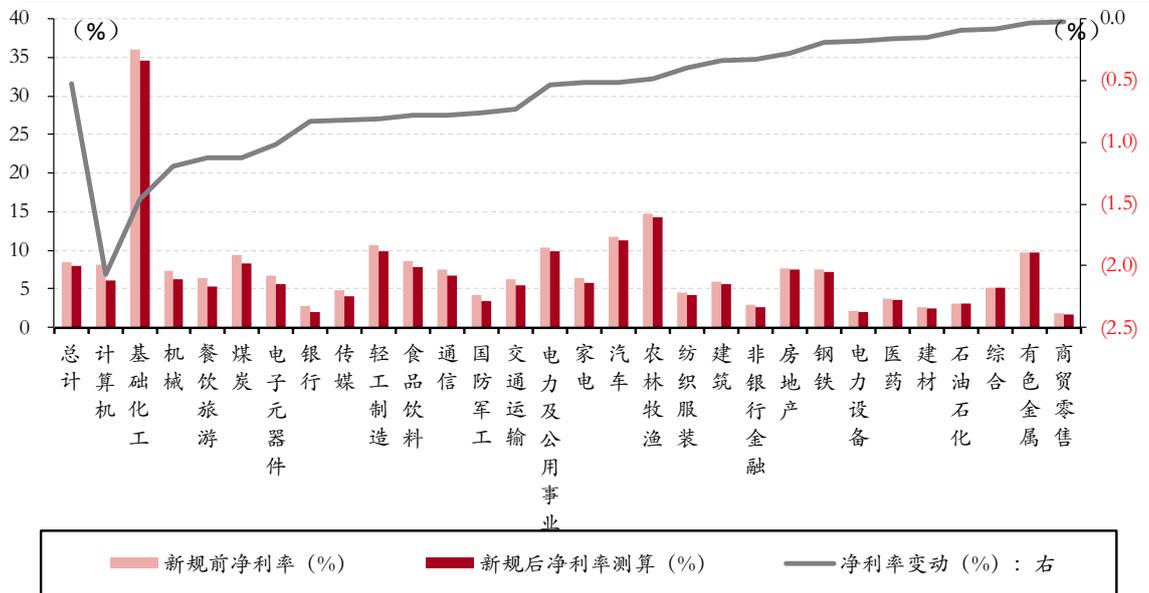
图表 9. 新规前后各行业净利润水平变化



资料来源：万得，中银证券

从利润率的变化来看，计算机、基础化工、机械、餐饮旅游和煤炭显然受到了最大的影响，净利润率分别下降了2.1、1.5、1.2、1.1和1.1个百分点，利润率下降相对小的行业是商贸零售及有色金属，净利润率几乎不受影响，其次是石油石化和建材，利润率下降0.1个百分点。

图表 10. 新规前后各行业净利润率变化



资料来源：万得，中银证券

社保费率大幅下调方能对冲新规影响

2015年以来,我国社保费率先后经历了4次降低,根据人社部副部长游钧所言,总体社保费率从41%降到37.25%,减少了企业成本约3,150亿元。

我们依然以上市公司为样本,用2017年的利润数据,来对不同缴费比例下,各行业净利润水平和利润率的变化做敏感性分析,如果缴费比例不出现大的变动,即企业缴费比例保持30%左右的水平,那么全部A股整体净利润将缩水6%左右,净利率下降1个百分点,净利润缩水程度最大的5大行业分别是通信(-29%)、计算机(-26%)、农林牧渔(-18%)、电子元器件(-18%)以及机械(-17%),净利率下降最多行业是计算机(-2个百分点);如果缴费水平从30%下降至25%,那么全部A股整体净利润缩水3%,净利率略微下降;如果要维持全部A股的净利润和净利率水平基本不变,那么社保费率需要下降至20%左右的水平。

图表 11. 2015 年以来社保缴费比例变化

项目	2015年调整前(%)		2015年调整后(%)		2016年调整后(%)		2017年调整后(%)		2018年调整后(%)	
	企业	个人	企业	个人	企业	个人	企业	个人	企业	个人
职工基本养老保险	20.0	8.0	20.0	8.0	19-20	8.0	19-20	8.0	19-20	8.0
职工基本医疗保险	6-10	2.0	6-10	2.0	6-10	2.0	6-10	2.0	6-10	2.0
失业保险	2.0	1.0	1.5	<=0.5	0.5-1	<=0.5	0.5	<=0.5	0.5	<=0.5
工伤保险	1.0		0.2-1.0		0.2-1.9		0.2-1.9		0.1-1.9	
生育保险	<1		0.5-1		0.5-1		0.5-1		0.5-1	
五险合计	30-34	11.0	28.2-34.4	10.5	26.2-33.9	10.5	26.2-33.4	10.5	26.1-33.4	10.5

资料来源: 人力资源社会保障部, 中银证券

图表 12. 不同费率下各行业净利润与利润率

	敏感性分析: 社保费率对各行业净利润、净利率影响 (变动: %/百分点)					
	30%		25%		20%	
	净利润变动↓	净利率变动	净利润变动	净利率变动	净利润变动	净利率变动
全部A股	(6)	(1)	(3)	(0)	0	0
通信	(29)	(1)	(18)	(1)	(5)	(0)
计算机	(26)	(2)	(19)	(2)	(10)	(1)
农林牧渔	(18)	(1)	(12)	(0)	(4)	(0)
电子元器件	(18)	(1)	(12)	(1)	(4)	(0)
机械	(17)	(1)	(10)	(0)	(1)	(0)
纺织服装	(16)	(1)	(11)	(1)	(4)	(0)
家电	(15)	(1)	(11)	(1)	(6)	(0)
轻工制造	(12)	(1)	(8)	(1)	(4)	(0)
电力设备	(12)	(1)	(7)	(0)	(2)	(0)
商贸零售	(11)	(0)	(6)	(0)	(0)	(0)
传媒	(10)	(1)	(6)	(0)	(1)	(0)
医药	(9)	(1)	(6)	(1)	(2)	(0)
汽车	(9)	(0)	(4)	(0)	1	0
综合	(9)	(0)	(3)	(0)	5	0
基础化工	(8)	(1)	(5)	(0)	(1)	(0)
非银行金融	(8)	(1)	(6)	(1)	(3)	(0)
交通运输	(6)	(0)	(1)	(0)	5	0
有色金属	(5)	(0)	(1)	(0)	4	0
房地产	(5)	(1)	(4)	(0)	(2)	(0)
国防军工	(4)	(0)	10	0	26	1
建材	(4)	(1)	(2)	(0)	1	0
银行	(4)	(1)	(3)	(1)	(2)	(1)
餐饮旅游	(4)	(0)	2	0	9	1
食品饮料	(3)	(0)	(1)	(0)	1	0
建筑	(3)	(0)	4	0	12	0
电力及公用事业	(3)	(0)	1	0	4	0
钢铁	(2)	(0)	1	0	5	0
石油石化	(1)	(0)	7	0	16	0
煤炭	(0)	(0)	3	0	7	1

资料来源: 万得, 中银证券

以上的测算基于企业将完全承担社保缴纳增加带来的压力，然而在实际中，企业完全可能通过其他方式来应对这一支出的增加，例如：

将这一压力转移给员工，减少奖金额度或固薪上浮空间；

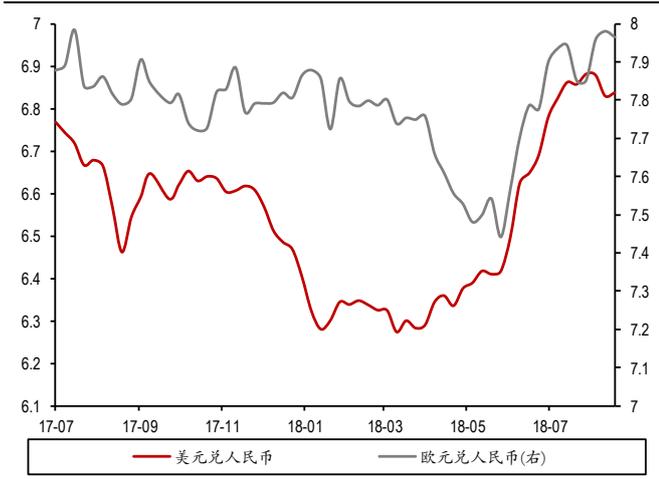
有能力控制产业链的企业可以给上游供应商施压，或提高供应链管理，或将成本转移给下游消费者；

公司增加劳务派遣员工，减少合同工，因为劳务派遣员工的社保由劳务外包公司代为缴纳。

宏观重要变化：外需压力在逐渐增大

外需压力在逐渐增大。本周，人民币兑美元汇率 6.84%，较上周小幅贬值 0.1%，近期保持稳定。十年前国债收益率上升 6 个 BP，信用利差大幅收窄 9 个 BP。8 月进出口数据公布，人民币计价出口同比 7.9%，较 7 月反弹，但美元计价出口同比继续回落，此外，考虑到出口同比基本由对美国出口增速贡献，而欧元区、东盟等其他主要贸易伙伴国出口表现均不佳，显示关税制裁暂时未产生实际影响，而美国外主要经济体需求在走低，未来外需的压力或将进一步增大。

图表 13. 人民币汇率走势



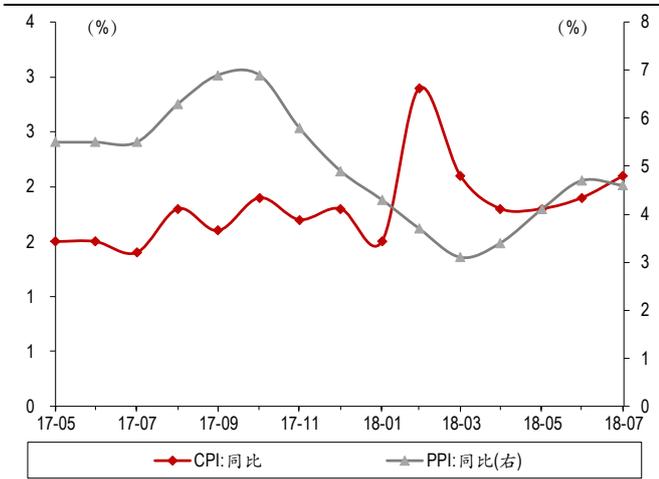
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 信用利差走势



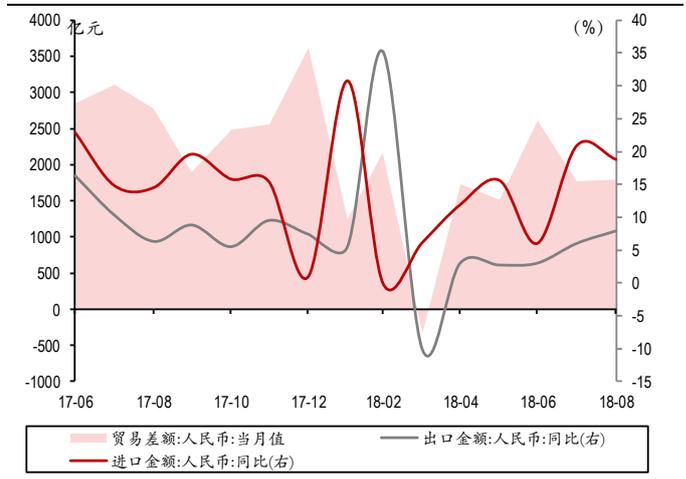
资料来源：万得，中银证券

图表 15. 通胀走势



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 进出口走势



资料来源：万得，中银证券

行业重要变化：水泥玻璃继续走强

上游能源方面，原油价格本周回调 1.2%，煤炭现货继续保持平稳；中游材料方面，有色金属延续弱势，钢铁库存上升拖累价格，水泥与玻璃在淡季结束后价格持续走强，化工品整体景气度依然保持较高水平。

图表 17. 中上游主要原材料价格一周变化

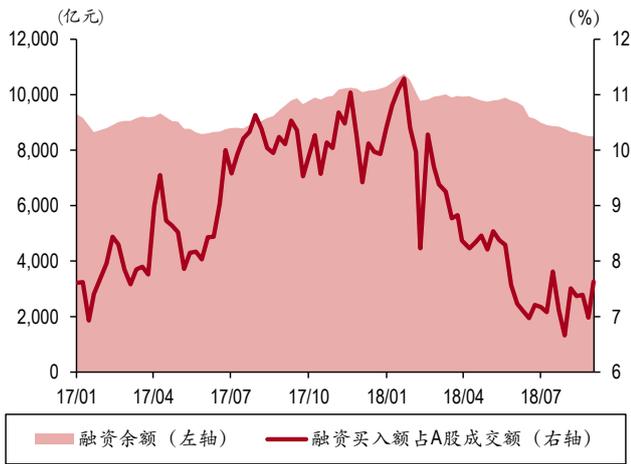
	项目	单位	最新水平	周涨幅(%)	上周涨幅(%)	月涨幅(%)
原油	WTI 原油期货	美元/桶	68.5	(1.2)	3.4	1.3
	EIA 全美库存	千桶	40,1490.0	(1.1)	(0.6)	(1.4)
煤炭	秦港 5500 大卡动力煤	元/吨	580.0	0.0	0.0	0.9
	秦港煤炭库存	万吨	646.8	4.0	0.4	(1.3)
	发电集团日均耗煤	万吨	22.6	0.0	(6.7)	(15.8)
有色	LME 铜	美元/吨	5,891.8	(3.0)	0.9	(4.3)
	COMEX 黄金	美元/盎司	1,201.1	(0.8)	0.8	(1.5)
	电池级碳酸锂	元/吨	97,460.0	(1.3)	(2.2)	(10.6)
钢铁	钢价综合指数	\	162.2	(0.5)	(0.8)	2.2
	矿价综合指数	\	80.0	0.6	0.3	3.9
	主要城市钢材库存	万吨	999.5	0.4	(0.8)	(0.2)
建材	水泥价格指数	\	141.9	1.3	0.5	2.1
	玻璃价格指数	\	1,215.2	0.6	0.9	2.8
化工	尿素:山东	元/吨	1,999.0	2.3	(1.3)	5.6
	天然橡胶:上海	元/吨	10,300.0	(0.7)	(3.0)	1.2
	聚氯乙烯 PVC:华东	元/吨	1,850.0	0.0	0.0	(1.1)
	PTA:期货	元/吨	7,776.4	(0.6)	3.3	14.4

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大幅下跌至负数

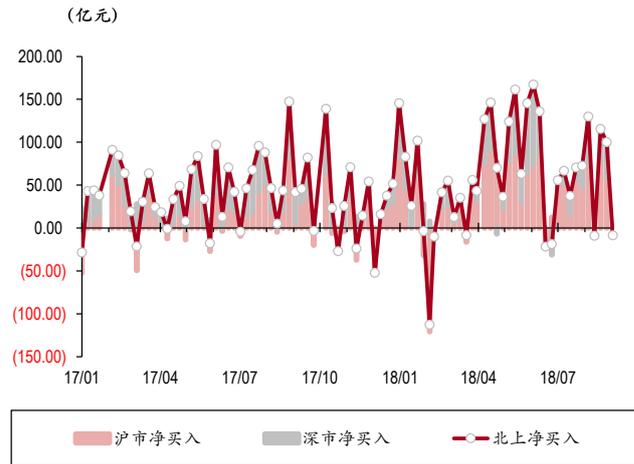
场内杠杆持续下降，杠杆资金增仓意愿变化不大。场内杠杆资金方面，截至9月6日，两市融资余额来到了8,493.11亿元（前值8,502.80亿元），环比（-0.11%），杠杆资金规模连续第十五周下滑，单周环比下降了9.69亿元；融资买入成交额占A股成交占比为7.63%，环比（+9.31%）。

图表 18. 两市融资余额连续第十五周下滑



资料来源：万得，中银证券

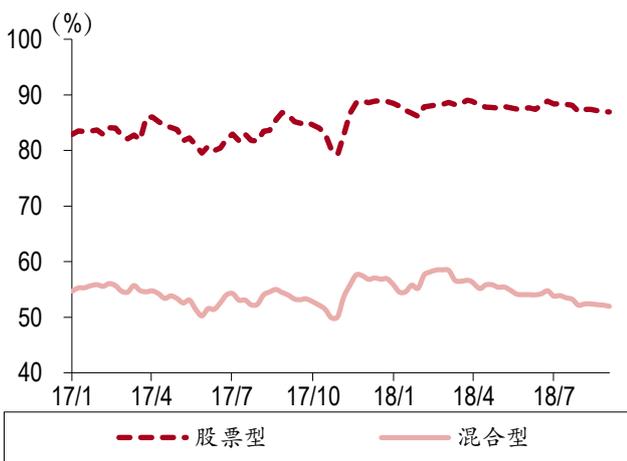
图表 19. 北上资金净流入规模大幅下降



资料来源：万得，中银证券

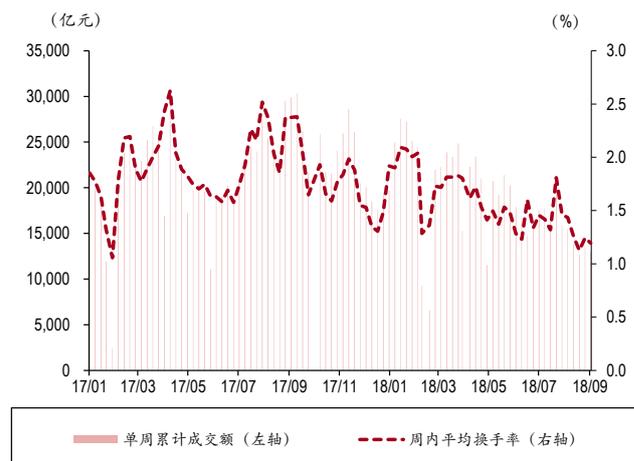
北上资金情绪急转直下，全周资金净流入规模跌为负数。本周陆股通合计净流入-8.55亿元（前值100.14亿元），海外资金呈现大举流出趋势，北上资金净流入规模大幅下滑，环比下降-108.54%，沪股通和深股通规模均跌破0元。具体地，沪股通净流入-8.54亿元（前值58.60亿元），环比增量-67.14亿元，深股通净流入-0.0049亿元（前值41.54亿元），环比增量-41.55亿元。

图表 20. 权益类基金仓位小幅下降



资料来源：万得，中银证券

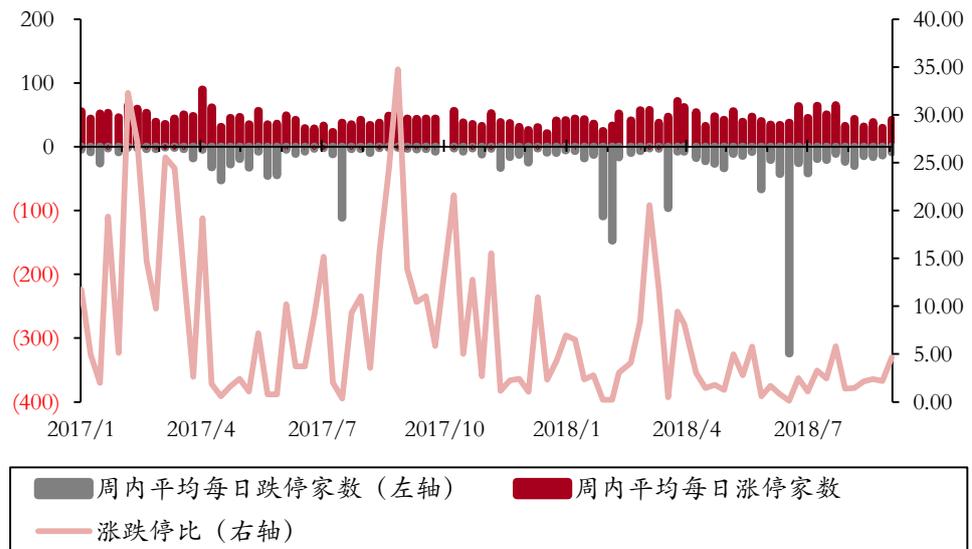
图表 21. 上周全市场换手率小幅下降



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，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86.92%（环比-0.11%），混合型基金最新仓位51.96%（环比-0.40%），连续第二周创年内新低，指标显示混合型基金仓位自今年三月份起，整体呈现持续下滑趋势，机构投资者对混合型基金的信心消磨严重。

图表 22. 涨跌停比大幅上升，指标显示本周市场情绪仍较为谨慎



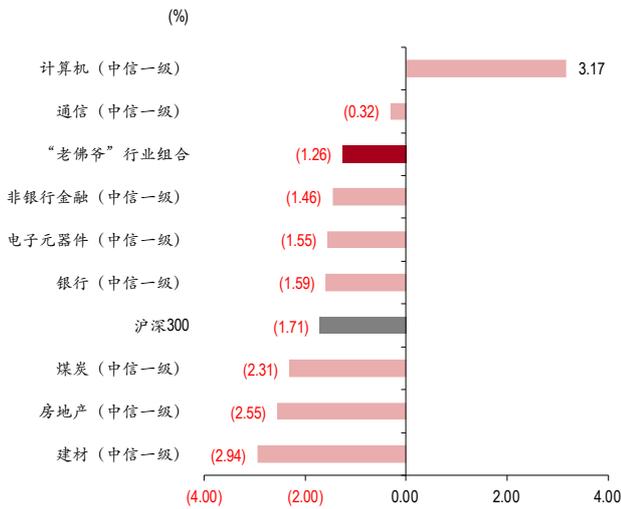
资料来源：万得，中银证券

当周市场换手率小幅下降至 1.19%，涨跌停比例大幅上升至 4.67。本周市场成交情况整体较为稳定，市场单周累计成交额 12,904.31 亿元（前值 13,620.39 亿元），环比 (-5.26%)，规模小幅下降；全市场自由流通换手率下降至 1.19%（前值 1.24%），下降了 0.05 个百分点。打板情绪方面，全周市场涨跌停比翻倍至 4.67（前值 2.19），上升了 2.48，全周涨停家数超跌停家数，该指标显示市场交易情绪仍较为谨慎。

建议关注组合跟踪：上周表现回顾

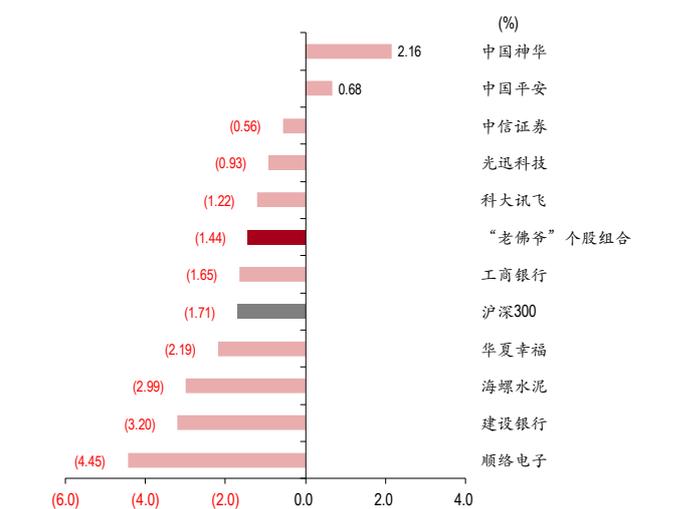
组合回顾：行业组合及个股组合表现均优于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益-1.26%，表现优于市场 0.45%；“老佛爷”个股组合绝对收益-1.44%，表现高于市场 0.27%。2017 年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为 1.12。

图表 23. 上周“老佛爷”行业组合表现



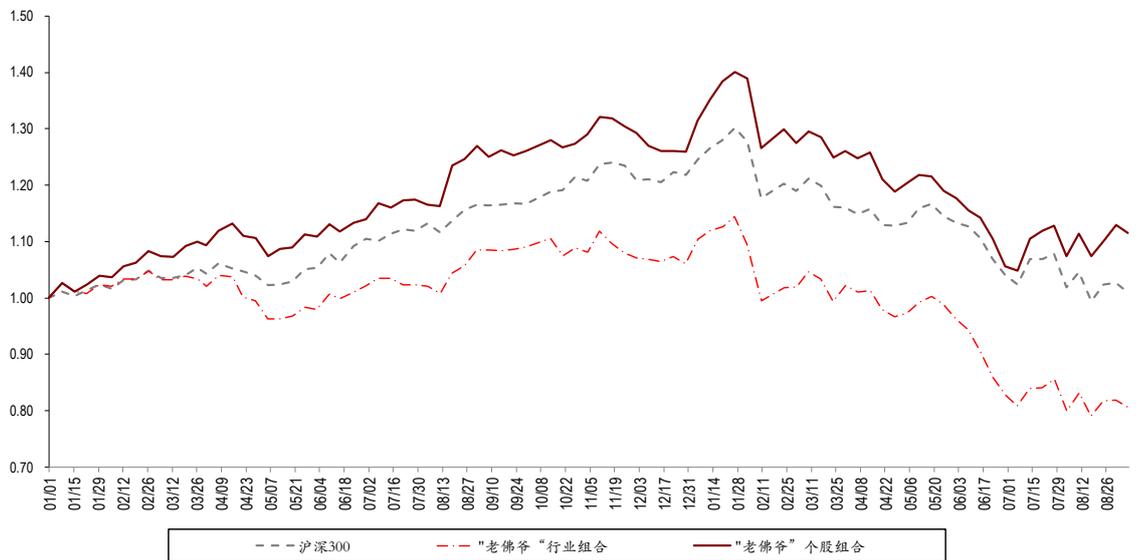
资料来源：万得数据及中银证券

图表 24. 上周“老佛爷”个股组合表现



资料来源：万得数据及中银证券

图表 25. “老佛爷”组合表现 (累计值)



资料来源：万得，中银证券

风险提示

本文数据仅为公开、客观数据的整理，不涉及对市场走势的判断；贸易冲突超预期演化。

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转载或转发的，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