



策略周報

市場高估了環保政策的影響

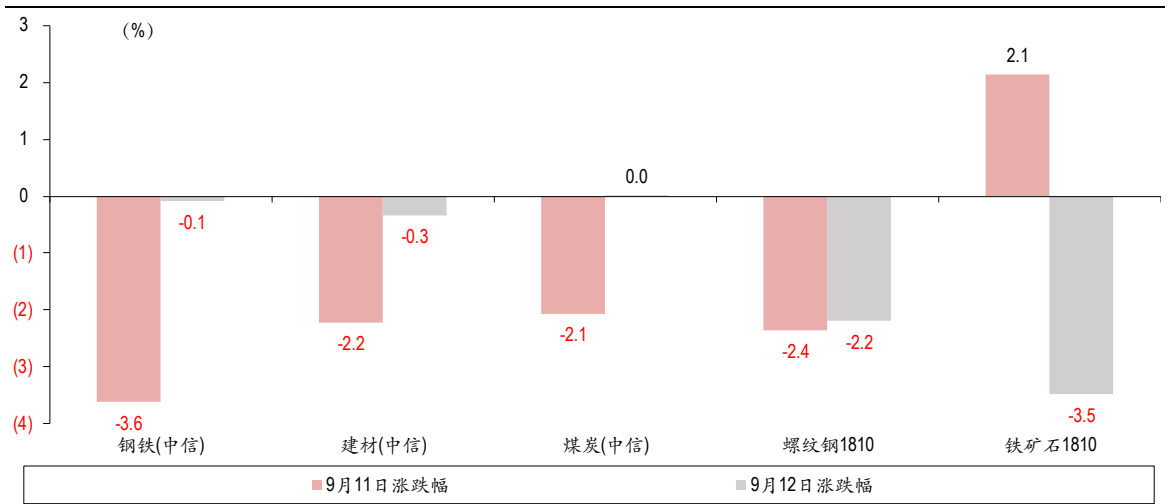
環保考核壓力下，實際限產的比例、供需的衝擊或低于市場預期。

- **本周話題：**受財新等媒體報道環保限產比例或將下調的消息影響，市場出現對周期板塊的擔憂。那麼，如何理解目前的環保限產政策，如果政策出現調整，市場會受到怎樣影響？
- 若政策發生放鬆，核心或是放鬆總量的污染考核指標，而不是下調限產比例，今冬的環保考核任務依然艱巨。生態環境部制定政策的核心是考察空氣質量等指標，是否限產只是完成任務的手段。如果政策發生調整，核心或是對總量指標邊際放鬆，調整的原因則包括實體企業經營困難、部分基建項目推進較慢、今年空氣質量達標的難度依然較大等。
- 地方政府或對“一刀切”式的政策進行糾正，但環保的壓力決定了限產或只會結構性的調整，而很難出現總量的大幅下降。污染防治的政治要求，對地方政府形成了強約束，因此有激勵去配合、甚至擴大限產比例。即使生態環境部赦免限產比例等要求，但是地方政府是否會降低實際的限產比例，仍然要取決於環保任務的壓力大不大。
- 生產端來看，工業增加值增速保持平穩，限產政策對實際生產的干擾作用或低于市場的認知。假設限產比例下降，會對供需造成多大衝擊？企業生產會根據市場價格和盈利情況作出理性選擇，去年以來雖然限產嚴厲，但上游產業工業增加值增速保持平穩，或說明企業有“暗地”加碼生產的情況，即使限產時間下降，增產意願和能力或許也要打一個折扣。
- 需求端來看，環保限產邊際放鬆，或對基建項目等需求的恢復有促進作用。環保的強調，也對需求起到一定抑制，基建等項目工程因為污染問題或被推遲或停滯，一旦環保限產的要求有一定程度放鬆，在下半年強調推進基建補短板、財政政策更加積極的背景下，基建等項目的推進或得到一定加速，需求的上升或對沖部分供給的增加。
- 價格端來看，限產比例如果適當放鬆，供給增加產生的壓力或有限。以鋼鐵行業為例，假設京津冀限產比例從去年 50% 下降至 30%，去年四季度河北地區鋼材產量 5000 萬噸左右，全國鋼材銷量 2.2 億噸，今年四季度增加供給約 2100 萬噸，銷量若增長 8% 需求增加 1778 萬噸，供給衝擊或在 300 萬噸左右的水平，價格或出現一定回調，但應在可控範圍。
- 市場觀點：底部區域積極樂觀，周期被低估。不論是地方實際限產比例下調幅度，還是對供需造成的衝擊，或都將低于市場當前的預期，在經濟不出現失速情況下，我們判斷周期品價格較難出現大幅度下跌的情況，周期行業 ROE 與盈利有望維持在合理水平，關注後續具體政策細節的公布。市場大勢方面，8 月社融、工業增加值、社零等數據均出現反彈，投資增速下降幅度也有所收窄，經濟邊際改善的信號出現，底部特徵愈加明顯，重申積極樂觀，建議進行中期布局，金融地產仍是中堅力量，周期和成長具備彈性。選股方面，優質龍頭仍是第一選擇。
- **風險提示：**經濟下行超預期，中美貿易衝突升級超預期。

一、如果限產比例下調，市場將受到怎樣影響？

本周，受財新等媒體報道的環保限產比例或下調的消息影響，市場對於環保限產政策的持續性產生了較大的分歧，對上游周期品價格的擔憂開始瀰漫，受此影響，從期貨市場到股票市場，周期品價格出現了急劇下調。那麼，如何理解環保限產政策的制定邏輯，如果真的降低限產比例，市場所受影響幾何？

圖表 1.1 環保限產傳聞出現後相關資產出現大幅回調



資料來源：萬得，中銀證券

若政策發生變化，核心內容或在總量的污染考核指標上進行放鬆，而不是直接下調限產的比例。政策調整的消息傳出後，市場普遍預期今年采暖季限產的比例會大幅度下降，實際情況是否如此？從生態環境部的政策制定角度出發，核心的要求是環境質量達到一定標準，目前集中體現在空氣質量指標上，而限制生產只是實現目標的途徑之一。因此，我們理解，如果政策真的發生放鬆，應該是在總量的污染指標上進行一定的放鬆，而不是直接要求限產比例下降，更不會指導加大生產。去年京津冀及周邊地區冬季大氣治理方案中要求空氣污染指標下降 15%，今年 8 月治理方案徵求意見稿則是降低至 5%。

圖表 1.2 去年京津冀環保限產要求與今年徵求意見稿對比

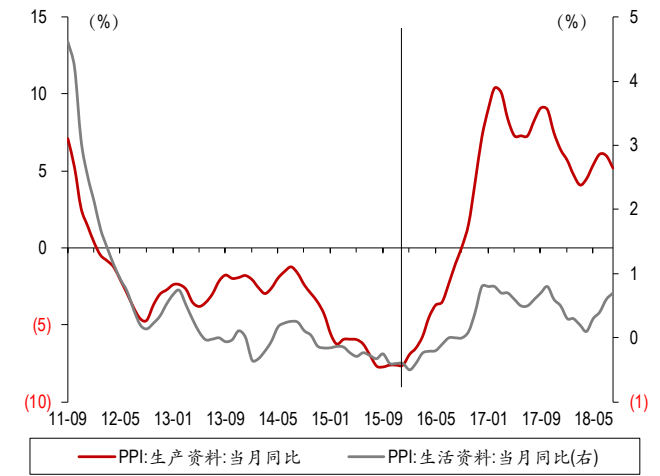
時間	政策文件	核心內容
2017年8月	《京津冀及周邊地區2017-2018年秋冬季大氣污染綜合治理攻堅行動方案》	2017年10月至2018年3月，京津冀大氣污染傳輸通道城市PM2.5平均濃度同比下降15%以上，重污染天數同比下降15%以上；石家莊、唐山、邯鄲、安陽等重點城市，采暖季鋼鐵產能限產50%，電解鋁廠限產30%以上，氧化鋁企業限產30%
2018年8月	《京津冀及周邊地區2018-2019年秋冬季大氣污染綜合治理攻堅行動方案（徵求意見稿）》	2018年10月1日至2019年3月31日，京津冀及周邊地區細顆粒物（PM2.5）平均濃度下降5%左右，重度及以上污染天數同比減少5%左右。天津、石家莊、唐山、邯鄲、邢臺、安陽等重點城市，采暖季鋼鐵產能限產50%；其他城市限產比例不得低於30%。采暖季電解鋁產能限產30%以上，氧化鋁產能限產30%，

資料來源：生態環境部，中財網，中銀證券

政策變化的意圖涉及實體經營困難、基建項目推進較慢與通脹壓力、今年空氣質量達標任務艱巨等多方面原因。如果政策變化，可能有三方面的原因。第一，近幾年的供給側改革開始，雖然緩解了

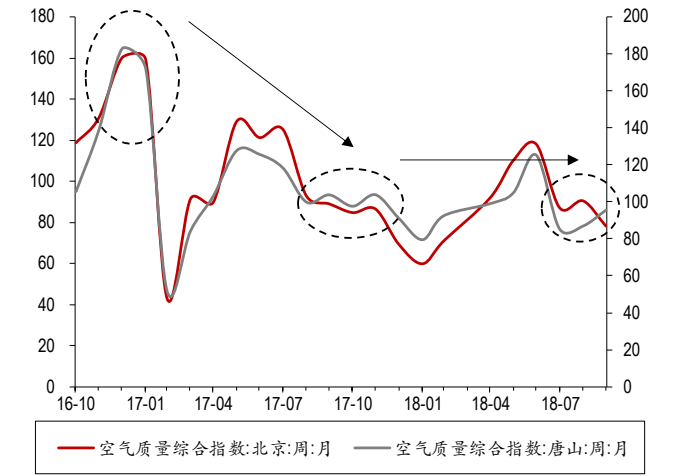
上游產業的供給過剩和虧損問題，但是也使得上下游的利潤分配出現分化，下游企業成本上升，經營出現一定困難，環保限產加劇了這一問題。此外，“一刀切”的政策也讓許多中小企業被強制關停，在經濟下行壓力下中小企業生存環境堪憂。第二，今年基建項目推進較慢，部分原因與環保要求高有關，此外，下半年如果基建需求回升，大面積限產也可能推高價格，對通脹形成進一步壓力。第三，2017年冬季空氣質量達標情況較好，今年空氣質量基礎整體不如去年，從任務完成的角度看，今年適當調低指標要求，是比較切實的做法。

圖表 1.3 下游行業與中小企業在限產中受衝擊較大



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 1.4 去年空氣質量基數較高，今年任務相對嚴峻



資料來源：萬得，中銀證券

地方政府或對“一刀切”式的政策進行糾正，但環保的壓力決定了限產或只會結構性的調整，而很難出現總量的大幅下降。地方政府會不會大幅度下調限產的比例呢？我們需要弄清楚，地方政府之前限產的核心動力到底來自哪裏。不論是三大攻堅戰中污染防治的總要求，還是各年環保部出具的階段性考核指標，都對地方政府形成了強約束，通過“簡單粗暴”的限產直接完成污染防治任務，成爲了一種“理性”的選擇。因此，雖然環保部在去年相關計劃中明確過重點城市的限產比例，但地方對限產本身也是支持配合，甚至擴大進行的。這一點，從環保部與地方政府的政策內容中可以看出一些端倪。今年以來，環保部在督查期間，專門研究制定了《禁止環保“一刀切”工作意見》，明確反對“不分青紅皂白”實施集中停業停工行爲，而今年三季度嚴厲程度超出預期的限產中，唐山市政府的相關文件明確指出過因爲城市空氣質量排名較差，將提前進行錯峰生產並且對鋼鐵行業限產 50%（據華爾街見聞）。結論是，地方政府限產的根本動機并非來自環保部的直接限產要求，而是環保指標的考核壓力，即使環保部赦免限產比例的要求，但地方政府制定具體政策時是否會降低限產比例，仍然取決於環保指標考核的壓力大不大。從上面的分析中可以發現，今年雖然空氣質量要求低於去年，但完成難度并不低，地方政府可能會對“一刀切”政策進行糾偏，對限產進行結構性調整，但大面積整體性的降低限產比例的可能性或不大。

圖表 1.5 限產政策或對“一刀切”進行糾正

部門	時間	政策	內容
中央環保督察組	2018年5月	《禁止環保“一刀切”工作意見》	督察進駐期間，被督察地方應按要求建立機制，立行立改，邊督邊改，切實解決人民群眾生態環境信訪問題，切實推動突出生態環境問題查處到位、整改到位、問責到位。在整改工作中要制訂可行方

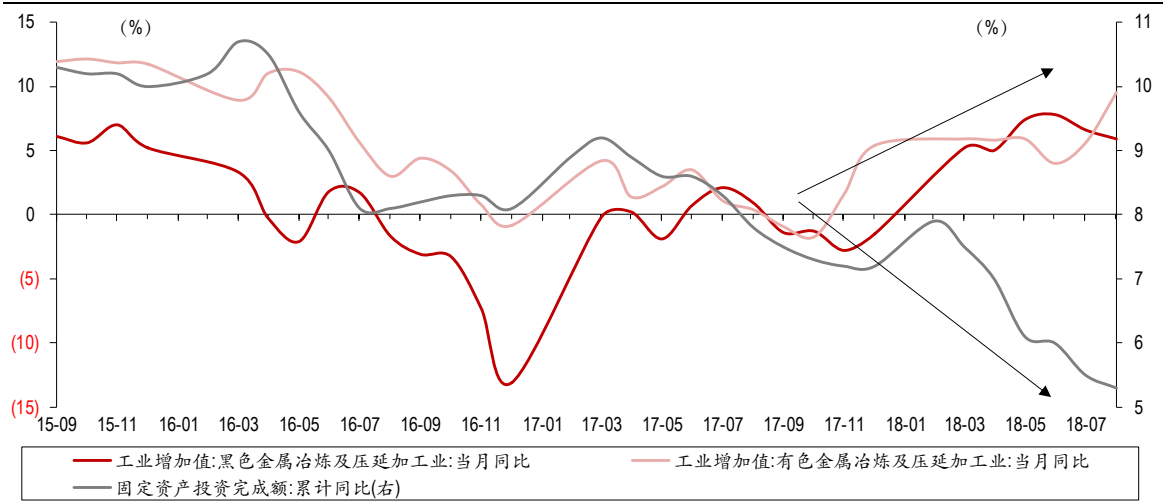
唐山市政府	2018年8月	限產文件	案，堅持依法依規，加強政策配套，注重統籌推進，嚴格禁止“一律關停”、“先停再說”等敷衍應對做法，堅決避免集中停工停業停產等簡單粗暴行爲。 由于唐山市空氣質量排名較差，或于9月1日提前執行采暖季錯峰生產，鋼鐵企業限產比例不低于50%，其他工業企業擴大停產比例和範圍。
河北省大氣辦	2018年8月	《河北省嚴格禁止生態環境保護領域“一刀切”的指導意見》	要求各地、各部門在推進生態環境保護打好污染防治攻堅戰工作中，要以統籌污染治理與經濟發展、社會民生相協調爲重點，按照污染排放績效和環境管理實際需要，科學制定實施差异化管控措施和監管措施，堅決反對“一刀切”。

資料來源：華爾街見聞，證券時報，中銀證券

如果政策真的在一定程度上降低限產的比例，那麼會對行業的供需兩方面產生怎樣的影響，周期品價格會出現大幅下跌嗎？

生產端來看，工業增加值增速保持平穩，限產政策對實際生產的干擾作用或低于市場的認知。雖然政策可以對企業的生產時間進行限制，但是企業仍然會根據市場的價格和盈利情況作出對自己更加有利的選擇，比如，在盈利情況較好的時候，在能夠生產的時期加大生產負荷，減少停產帶來的影響。近一年的情況來看，雖然整體的固定資產投資增速在下降，終端需求不佳，但是 PPI 增速與盈利情況均保持在較高的水平，企業仍然有“暗地”加碼生產的動力。數據上看，上游產業的工業增加值增速表現較爲平穩，與投資增速出現顯著的分化，在一定程度上驗證了這種可能性。那麼，在這樣的背景下，即使限產的比例下降，企業實際能夠增產的意願和能力也需要打一個折扣，實際供給的增加或有限。

圖表 1.6 上游行業生產增速與下游投資增速出現分化



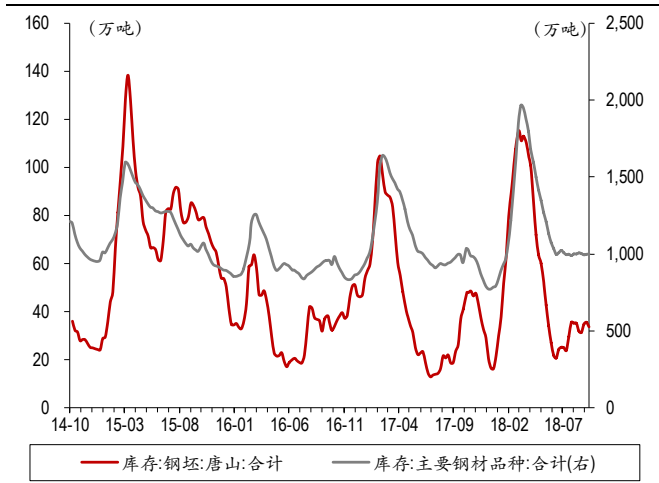
資料來源：萬得，中銀證券

需求端來看，環保限產要求邊際放鬆，或對基建項目等需求的恢復有促進作用。環保的強調，除了對企業生產產生負面作用外，其實也對需求起到一定抑制，基建等項目工程因爲污染問題或被推遲或停滯，一旦環保限產的要求有一定程度放鬆，在下半年強調推進基建補短板、財政政策更加積極的背景下，基建等項目的推進或得到一定加速，這對周期品的需求反而形成一定利好，對潛在的供給衝擊形成一定緩解。

價格端來看，限產比例如果適當放鬆，供給增加產生的壓力或有限。假設限產比例確有一定的下降，比如從去年的冬季京津冀的 50% 下降至 30%，那麼價格會承壓多少？以鋼鐵行業爲例，今年以來庫存水平一直處於較低水平，目前社會鋼材庫存維持在 1000 萬噸左右，在二季度需求較低的情況下，也一直保持去庫的節奏，供需格局處於較好的水平。考慮主要產區河北省冬季限產比例從 50% 下降至 30%，相比于去年同期，今年供給增加鋼材 2100 萬噸左右，考慮到地產投資增速依然在高位，同時年底基建投資需求或一定企穩，假設鋼材四季度銷量較去年同期增長 8%，增加需求約 1800 萬噸，造成的供給衝擊在 300 萬噸左右，和目前的庫存水平相比，依然在可控範圍之內，鋼價在之前高位

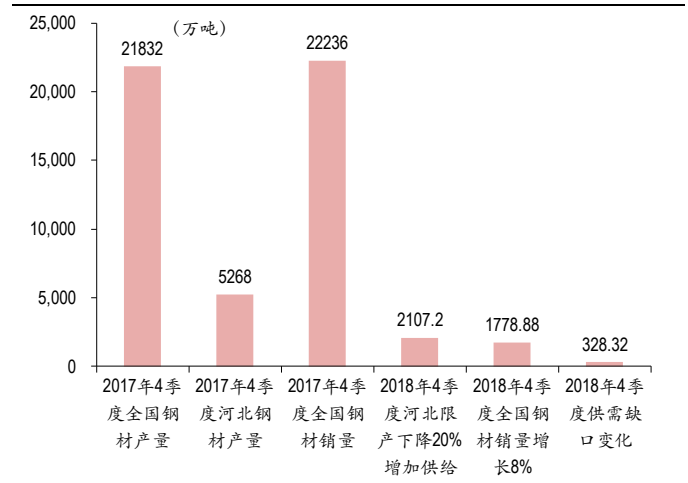
水平上或有一定幅度回調。綜合上述兩個方面的分析，限產下降的實際空間與價格回調壓力或都低于市場預期，近期市場反應存在一定過度的嫌疑。

圖表 1.7 鋼鐵庫存目前處於較低位置



資料來源：萬得，中銀證券

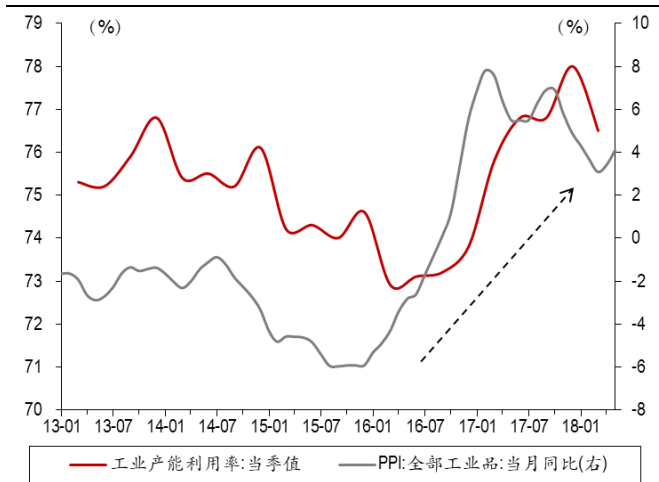
圖表 1.8 限產下降 20% 影響測算



資料來源：萬得，中銀證券

傳統行業產能利用率已經恢復到相對較高的水平，環保限產邊際調整無礙行業中期格局的穩定。上邊的分析指出，環保要求的邊際調整，不一定帶來限產比例的大幅下調，即使出現一定的下調，對於供給、需求與價格也未必形成巨大壓力。中期來看，供給側改革推動下，行業的整體負債率與杠杆率已經大幅下降，盈利能力好轉，產能利用率的維度看，整個工業部門也已經回升至 75-77% 的較為理想的區間。只要經濟不發生大的失速情況，需求沒有崩潰性下滑，很難再次出現之前連續多年的惡性通縮情況。因此，整個行業的 ROE 仍有望保持穩定。

圖表 1.9 產能利用率已經恢復到較高水平



資料來源：萬得，中銀證券

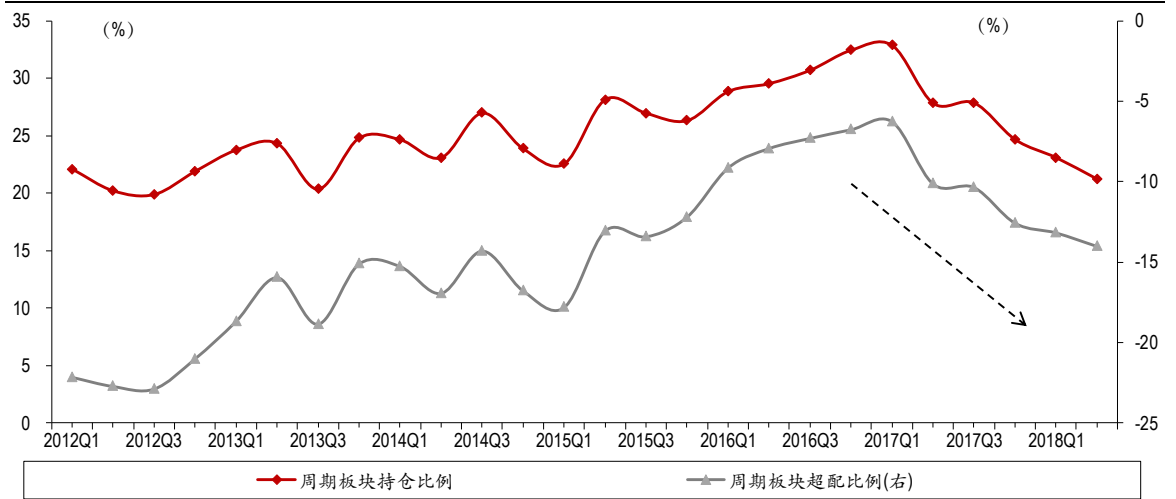
圖表 1.10 供給側改革助推行業格局改善

行業	2017 去產能	2018 去產能目標
鋼鐵	5000 萬噸	3000 萬噸
煤炭	2.5 億噸	1.5 億噸
煤电	6500 萬千瓦	关停 30 萬千瓦以下煤電機組
水泥	3880 萬噸 (預測)	9700 萬噸

資料來源：兩會政府工作報告，水泥行業協會，中銀證券

最後，機構近期對周期板塊的持倉比例較低，短期向下的相對壓力不大。從交易層面來看，由於經濟下行壓力較大，加之投資增速回落幅度超出預期，市場此前對於周期板塊的預期較為悲觀，導致持倉情況不理想。今年一季度與二季度的基金持倉數據顯示，周期板塊的持倉比例和超配比例均持續下降，目前顯著低于歷史平均水平。在近期對機構投資者的走訪中，也反饋周期板塊的加倉比例并不是特別高。

圖表 1.11 二季度基金持倉周期板塊比例走低



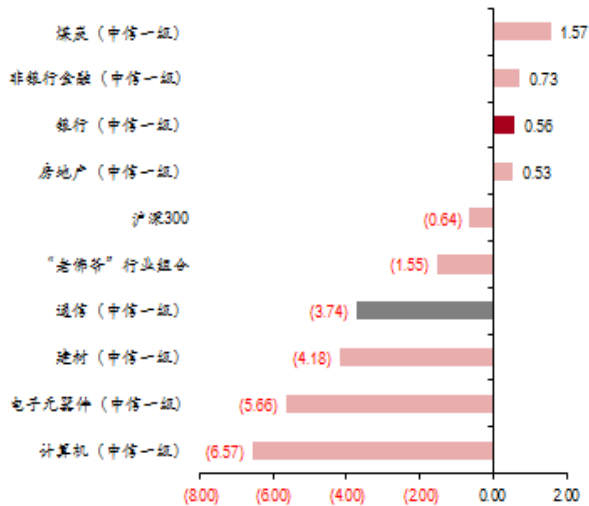
資料來源：萬得，中銀證券

市場觀點：底部區域積極樂觀，周期被低估。 上面的分析指出，總量污染指標的要求可能下降，限產或將進行一些結構性的調整，但整體大幅放鬆的可能性不高，周期板塊存在一定向上修復的機會，關注後續各地具體政策的細節。市場大勢方面，8月社融、工業增加值、社零等數據均出現反彈，投資增速減緩的幅度也有所收窄，經濟邊際改善的信號出現，市場底部特徵愈加明顯，重申積極樂觀，建議投資者進行中期布局，金融地產仍是中堅力量，周期和成長具備彈性。選股方面，無論什麼板塊，優質龍頭公司仍然是第一選擇。

二、建議關注組合跟踪：“老佛爺”組合淨值 1.10

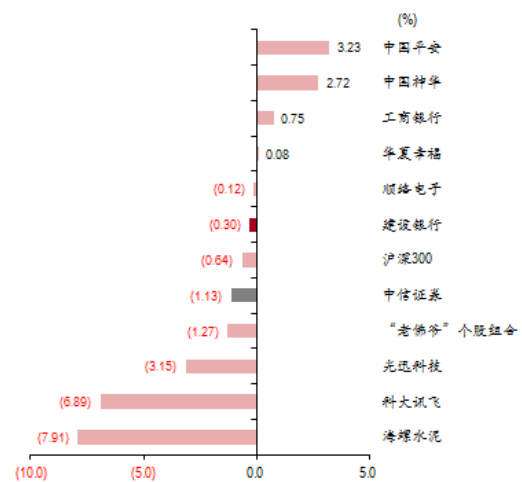
組合回顧：行業組合表現差于上周，個股組合表現優于上周。上周“老佛爺”行業組合絕對收益-1.55%，表現差于市場 0.91%；“老佛爺”個股組合絕對收益-1.27%，表現低于市場 0.63%。2017 年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.10。

圖表 2.1. 上周“老佛爺”行業組合表現



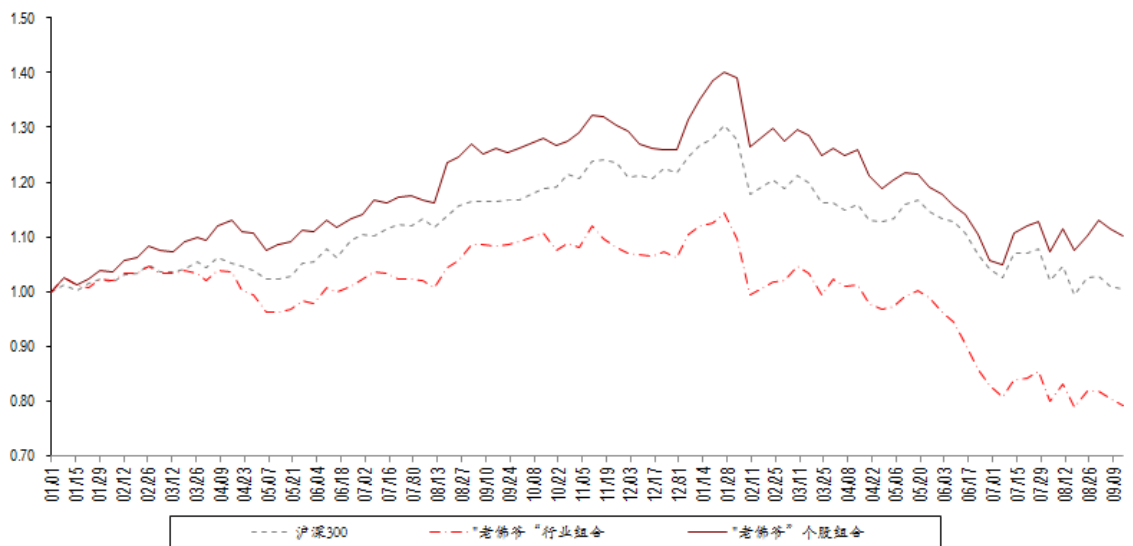
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2.2. 上周“老佛爺”個股組合表現



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2.3. “老佛爺”組合表現（累計值）



資料來源：萬得，中銀證券

三、2018年9月中銀國際建議關注行業與個股組合

圖表 3.1. 2018年9月“老佛爺”行業組合

行業板塊	行業觀點
銀行（中信一級）	目前銀行板塊估值已回落至 18 年 0.85xPB，伴隨政策邊際轉向，銀行股將迎來反彈機會
非銀行金融（中信一級）	強者恒強，龍頭公司中報預計領先行業，關注龍頭價值修復機會
房地產（中信一級）	行業小周期底部信號增強，上述利好因素將支撐板塊估值逐步抬升，疊加集中度提升帶來的業績彈性，龍頭公司具備確定性的投資價值
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，同時 5G 商業化進程加快，產業鏈將充分受益
計算機（中信一級）	雲計算引領 IT 變革，A 股迎來最佳布局時點
通信（中信一級）	運營商集采項目逐步放量，而下半年 5G 承載網有望先行，光通信企業機會顯現
煤炭（中信一級）	煤焦鋼產業鏈則明顯好於動力煤，在環保限產、庫存不高、金九銀十旺季來臨的背景下，以及基建加碼的預期下，雙焦價格仍會偏強運行
建材（中信一級）	水泥淡季不淡，加上政策放鬆預期，進一步強化市場對未來行業景氣度的樂觀預期，我們預計下半年水泥行業依然可以維持高景氣

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 3.2. 2018年9月“老佛爺”個股組合

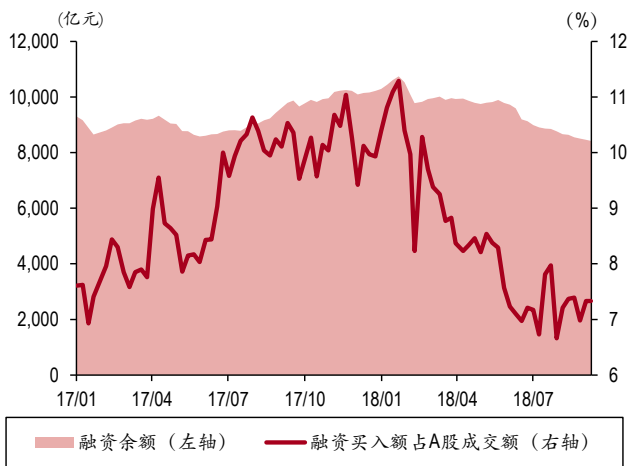
代碼	公司	收盤價	EPS			PE		關注理由	行業
			2018E	2019E	TTM	2018E	2019E		
002138.SZ	順絡電子	17.53	0.63	0.85	36.15	27.98	20.73	電感龍頭增長穩定，被動元器件存在漲價預期	電子元器件
002230.SZ	科大訊飛	31.25	0.31	0.45	142.78	100.16	69.32	營收持續高速擴張，科技龍頭地位不斷強化	計算機
002281.SZ	光迅科技	25.78	0.58	0.76	55.33	44.39	33.93	加碼數通市場，大幅擴產高速光模塊，發力高端市場	通信
600340.SH	華夏幸福	25.10	4.00	5.12	7.17	6.28	4.90	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
601088.SH	中國神華	18.49	2.35	2.40	8.42	7.88	7.72	全產業鏈運營模式構築公司綜合能源供應商地位，持續穩定盈利和高分紅，具備長期投資價值	煤炭
601318.SH	中國平安	62.98	6.09	7.51	11.10	10.34	8.39	公司傳統金融和互聯網金融業務互相依托，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	15.98	1.05	1.19	16.04	15.20	13.43	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
601939.SH	建設銀行	6.88	1.03	1.12	6.85	6.65	6.14	18 年受益強監管環境，息差和資產質量的改善優於同業，ROE 高於可比同業	銀行
601398.SH	工商銀行	5.44	0.85	0.91	6.61	6.40	5.95	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”戰略綜合布局，境內外協同發展，未來空間巨大	銀行
600585.SH	海螺水泥	37.13	5.05	5.38	8.91	7.35	6.90	優質藍籌龍頭，供給“去產量”收縮延續驅動高盈利均衡；加大廣東布局、提升區域控制力	建材

資料來源：萬得，中銀證券

四、市場重要變化：北上資金淨流入規模回升為正數

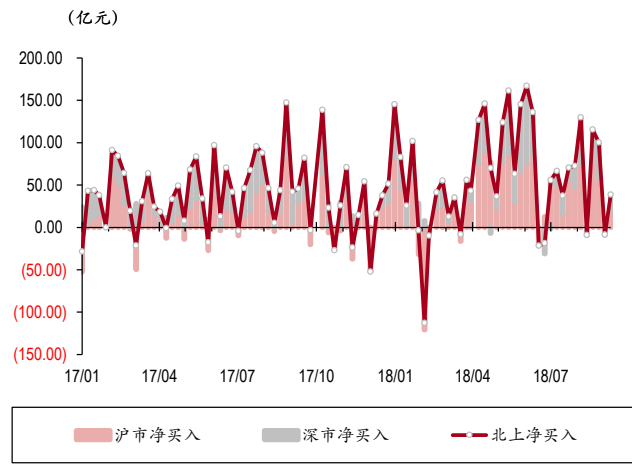
場內杠桿持續下降，杠桿資金增倉意願變化不大。場內杠桿資金方面，截至9月13日，兩市融資餘額來到了8,419.97億元（前值8,460.03億元），環比（-0.47%），杠桿資金規模連續第十六周下滑，單周環比下降了40.06億元；融資買入成交額占全市場成交占比為7.33%，環比（+0.00%）。

圖表 4.1. 兩市融資餘額連續第十六周下滑



資料來源：萬得，中銀證券

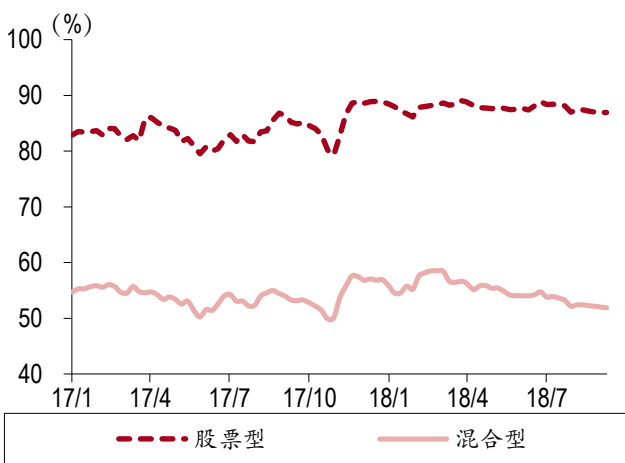
圖表 4.2. 北上資金淨流入規模小幅上升



資料來源：萬得，中銀證券

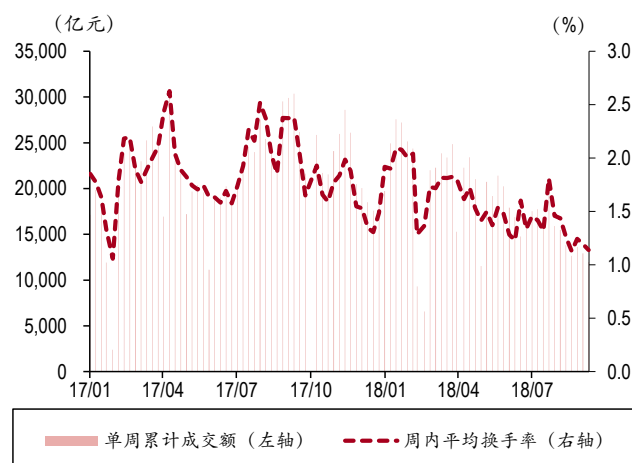
北上資金情緒有所回暖，全周資金淨流入規模回升為正數。本周陸股通合計淨流入38.55億元（前值-8.55億元），海外資金呈現流入趨勢，北上資金淨流入規模小幅上升，環比+551.03%，滬股通和深股通規模均回升為正數。具體地，滬股通淨流入20.26億元（前值-8.54億元），環比增量28.80億元，深股通淨流入18.29億元（前值-0.0049億元），環比增量18.30億元。

圖表 4.3. 權益類基金倉位小幅下降



資料來源：萬得，中銀證券

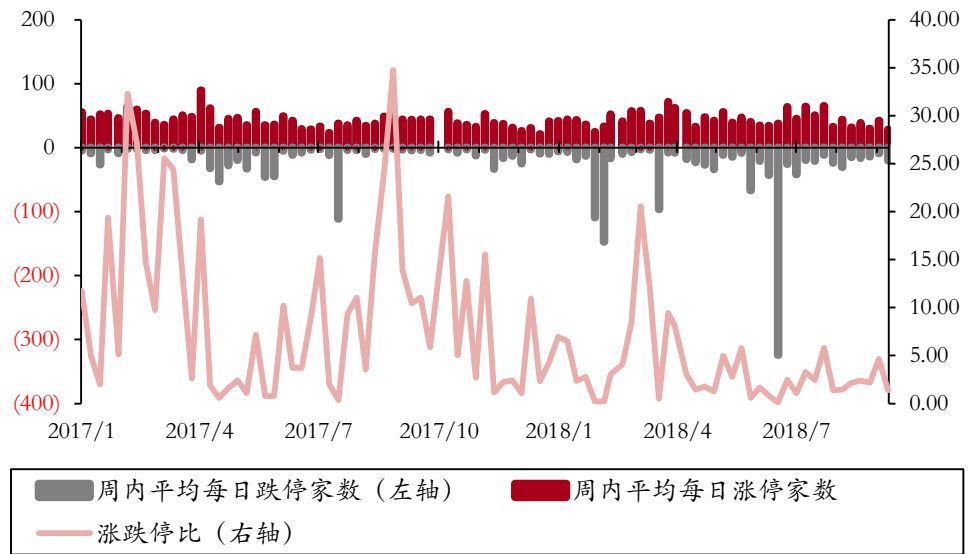
圖表 4.4. 本周全市場換手率小幅下降



資料來源：萬得，中銀證券

股票型基金倉位維持不變，混合型基金倉位小幅下降。機構倉位方面，截至9月13日，本周權益類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86.92%（環比+0.00%），混合型基金最新倉位51.88%（環比-0.21%），連續第三周創年內新低，指標顯示混合型基金倉位呈現持續下滑趨勢，機構投資者對混合型基金的信心消磨嚴重。

圖表 4.5. 漲跌停比大幅下降，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

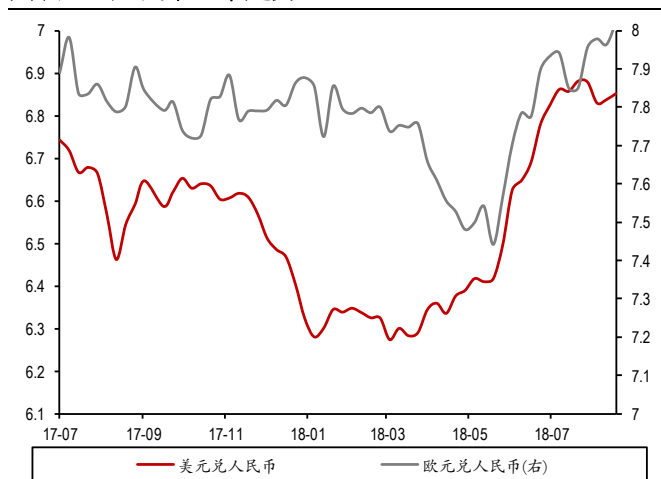
當周市場換手率小幅下降至 1.14%，漲跌停比例大幅下降至 1.40。本周市場成交情況整體走弱，市場單周累計成交額 11,975.88 億元（前值 12,904.31 億元），環比（-7.19%），規模小幅下降；全市場自由流通換手率下降至 1.14%（前值 1.19%），下降了 0.06 個百分點。打板情緒方面，全周市場漲跌停比大幅下降至 1.40（前值 4.67），下降了 3.27，全周漲停家數接近跌停家數，該指標顯示市場交易情緒仍較為謹慎。

五、宏觀重要變化：8月金融與經濟數據反彈

人民幣兌美元小幅走弱。本周，人民幣兌美元匯率報 6.85，貶值 0.2%，基本保持近期穩定的態勢，人民幣兌歐元匯率 8.02，貶值 0.8%。十年期國債收益率繼續上升至 3.64，漲 1 個 BP，信用利差上升 3 個 BP。

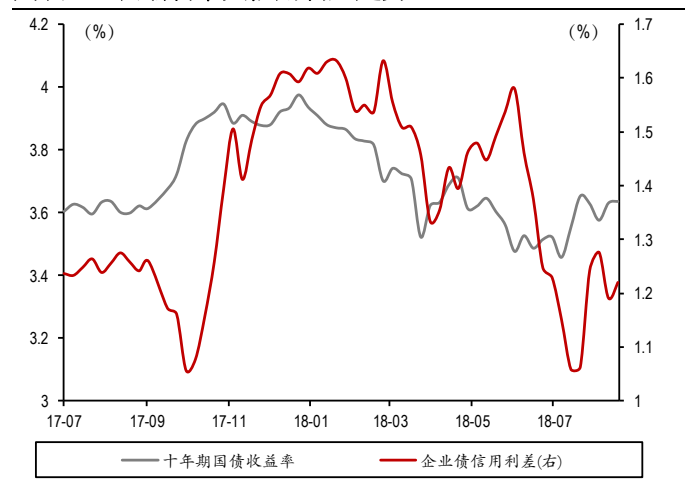
金融經濟數據邊際好轉。8月社融新增超 1.5 億，其中企業債券融資新增超過 3000 億，寬鬆貨幣政策開始向實體進行傳導。8月工業增加值同比增 6.1%，社會消費品零售總額同比增 9%，均超過上月與市場預期水平。固定資產投資增速雖然繼續下降，但降幅較上月明顯收窄。

圖表 5.1. 人民幣匯率走勢



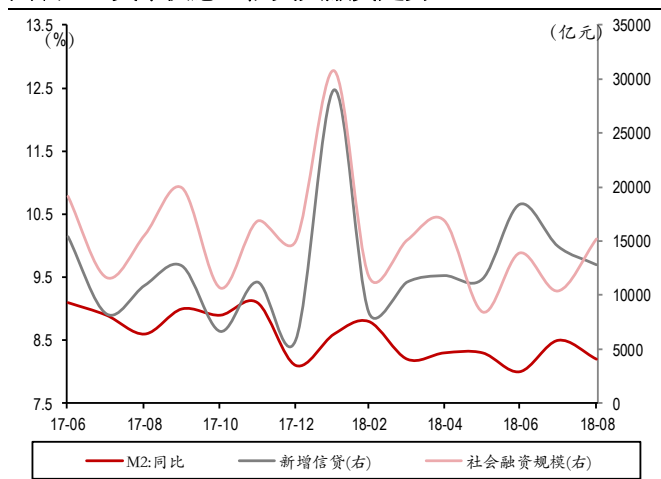
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 5.2. 長端利率與信用利差走勢



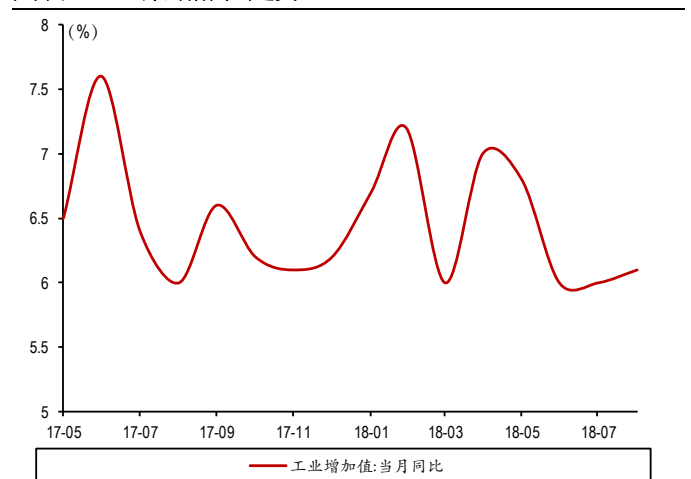
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 5.3. 貨幣供應、信貸與融資走勢



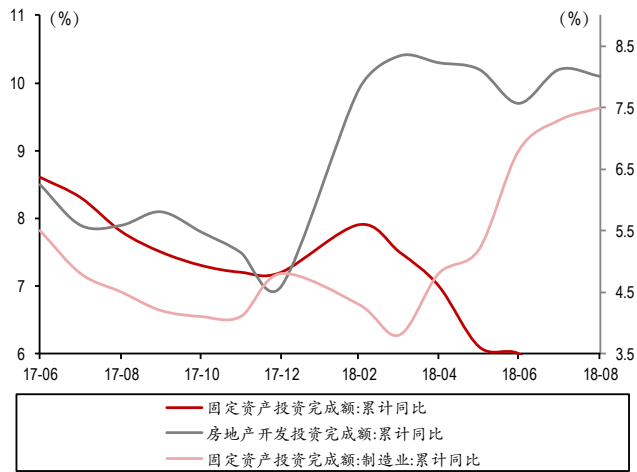
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 5.4. 工業增加值走勢



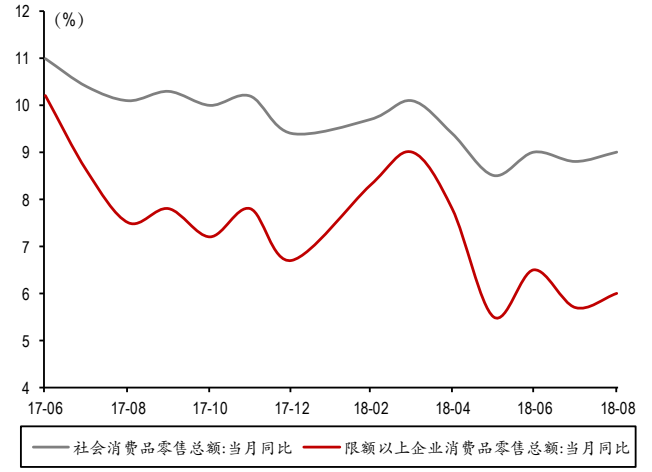
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 5.5. 固定資產投資走勢



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 5.6. 社會消費品零售走勢



資料來源：萬得，中銀證券

六、行業重要變化：庫存大幅下降推升油價

本周，EIA 美油庫存大幅下降 1.3%，美油上漲 0.5%，布油突破 80 美元大關。煤炭下游電廠需求大幅回落，現貨價格基本走穩。工業金屬與貴金屬價格小幅反彈。鋼鐵社會庫存回升，但無礙價格繼續走強。水泥與玻璃延續近期強勢反彈格局。化工品整體景氣度依然較高。

圖表 6.1. 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	68.9	0.5	(1.2)	5.2
	EIA 全美庫存	千桶	396194.0	(1.3)	(1.1)	(4.3)
	秦港 5500 大卡動力煤	元/噸	580.0	0.0	0.0	0.0
煤炭	秦港煤炭庫存	萬噸	646.5	0.0	3.9	0.5
	發電集團日均耗煤	萬噸	25.3	(12.2)	0.3	(22.5)
有色	LME 銅	美元/噸	5932.5	0.7	(3.0)	(0.6)
	COMEX 黃金	美元/盎司	1204.4	0.3	(0.8)	1.2
	電池級碳酸鋰	元/噸	96400.0	(1.1)	(1.3)	(7.4)
	鋼價綜合指數	\	163.6	0.8	(0.5)	1.5
鋼鐵	礦價綜合指數	\	80.1	0.2	0.6	2.6
	主要城市鋼材庫存	萬噸	1001.5	0.2	0.4	(0.7)
建材	水泥價格指數	\	142.5	0.4	1.3	2.4
	玻璃價格指數	\	1217.3	0.2	0.6	2.5
化工	尿素:山東	元/噸	2043.0	2.2	2.3	5.4
	天然橡膠:上海	元/噸	10633.3	3.2	(0.7)	5.6
	重質純鹼:華東	元/噸	1850.0	0.0	0.0	0.0
	PTA:期貨	元/噸	7519.6	(3.3)	(0.6)	5.3

資料來源：萬得，中銀證券

風險提示

經濟下行超預期，中美貿易衝突升級超預期。

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對其報告理解和使用承擔任何責任。

評級體系說明

以報告發布日後公司股價/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：

- 強于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現強于基準指數；
- 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；
- 弱于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現弱于基準指數。
- 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并向特定客戶發布。

本報告發布的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能够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，不得出于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，并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布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，本報告所載的觀點并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、意見及推測僅基于現狀，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