



策略周報

短期風險因素有所增加

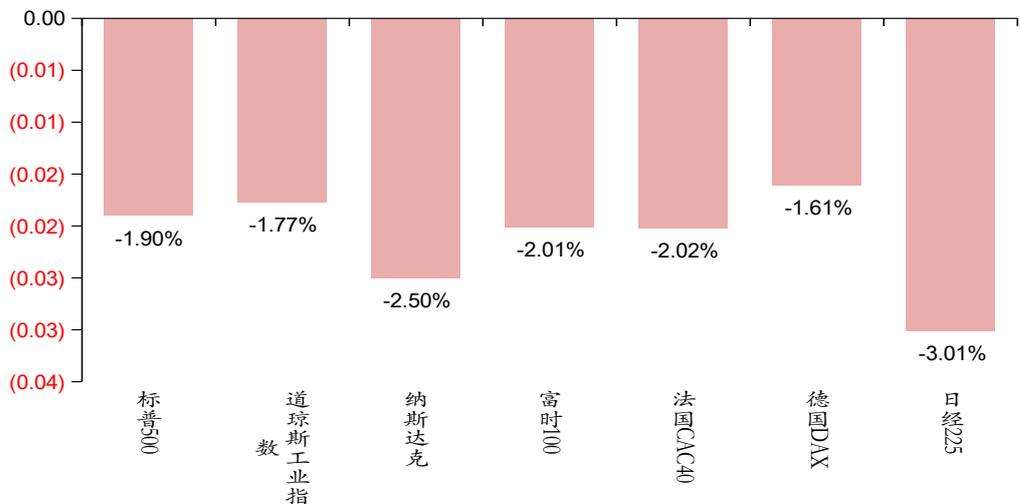
外圍經濟數據弱于預期，短期輸入性風險有所增加。

- **周末歐洲最新公布經濟數據疲軟，外盤下跌明顯。** 上周歐元區核心國家製造業 PMI 公布。德國 3 月份製造業 PMI 的初值為 44.7，創下 2012 年以來最低水平；法國 3 月份製造業與服務業 PMI 的初值為 49.8。同時美國 3 月 Markit 製造業 PMI 初值下降至 52.5，預期 53.5，環比下跌，創 2017 年 6 月份以來新低。發達市場經濟數據不達預期引發大家對二季度經濟增速的擔憂，資產價格應聲波動。德國國債收益率跌破 0，美國 10 年期國債收益率創下年內新低；標普 500 指數下跌 1.9%、是 1 月以來最大跌幅，同時道瓊斯工業平均指數下跌 1.8%，英國富時 100 指數下跌 2%，法國 CAC 40 指數下跌 2%，德國 DAX 指數下跌 1.6%。正如我們在年度策略中所說，全球經濟的放緩可能在今年二三季度集中顯現，而國內經濟也將面對一定輸入性的衝擊。
- **上周五科創板首批受理企業名單公布，共 9 家企業的上市申請被受理，** 分別是晶晨半導體、睿創微納、天奈科技、江蘇北人、利元亨、寧波容百、和艦芯片、安瀚科技、科前生物。大部分企業都集中在計算機、生物醫藥、高端製造板塊，符合政策導向和預期。對於科創板登陸的影響，我們認為應客觀看待資金分流和價值重估的效應。目前首批受理企業 9 家，預計之後數量可能有所減少，後續仍將控制發行進度；而之後科創板估值或將更多地考慮研發投入和成長性，這對相關 A 股和影子股帶來的估值溢價效應也值得關注。
- **市場觀點：短期來看風險因素有所增加，但中期仍具有配置價值。** 上周上證綜指微漲 2.73%，日均交易量邊際收窄。接下來這段時間，我們認為短期來看風險因子有所增加。首先，外圍經濟數據弱于預期引發大家對全球性衰退的擔憂，加之中國經濟數據二月份顯著弱于一月，市場更加關注三月份數據以及剔除季節性影響之後的一季度實際增速。同時，上市公司年報和一季報業績預告公布之後，預計 A 股將出現顯著分化，部分業績暴雷的公司可能面臨估值下行壓力，對整體市場情緒也將產生一定影響。中美新一輪貿易談判即將啟動，美國貿易談判代表萊特希澤和財長姆努欽定于 3 月 28-29 日訪華。新一輪談判能否最終達成協定仍將是市場的關注點。總之，隨著業績真空期的過去和外盤輸入性風險有所提升，加之短期累積了一定漲幅，我們認為 A 股短期的風險因素有所增加。

一、市場觀點

周末歐洲最新公布經濟數據疲軟，外盤下跌明顯。上周歐元區核心國家製造業 PMI 公布。德國 3 月份製造業 PMI 的初值為 44.7，創下 2012 年以來最低水平；法國 3 月份製造業與服務業 PMI 的初值為 49.8。同時美國 3 月 Markit 製造業 PMI 初值下降至 52.5，預期 53.5，環比下跌，創 2017 年 6 月份以來新低。發達市場經濟數據不達預期引發大家對二季度經濟增速的擔憂，資產價格應聲波動。德國國債收益率跌破 0，美國 10 年期國債收益率創下年內新低；標普 500 指數下跌 1.9%、是 1 月以來最大跌幅，同時道瓊斯工業平均指數下跌 1.8%，英國富時 100 指數下跌 2%，法國 CAC 40 指數下跌 2%，德國 DAX 指數下跌 1.6%。正如我們在年度策略中所說，全球經濟的放緩可能在今年二三季度集中顯現，而國內經濟也將面對一定輸入性的衝擊。

圖表 1. 全球主要指數最新收盤日表現



資料來源：萬得，中銀國際證券

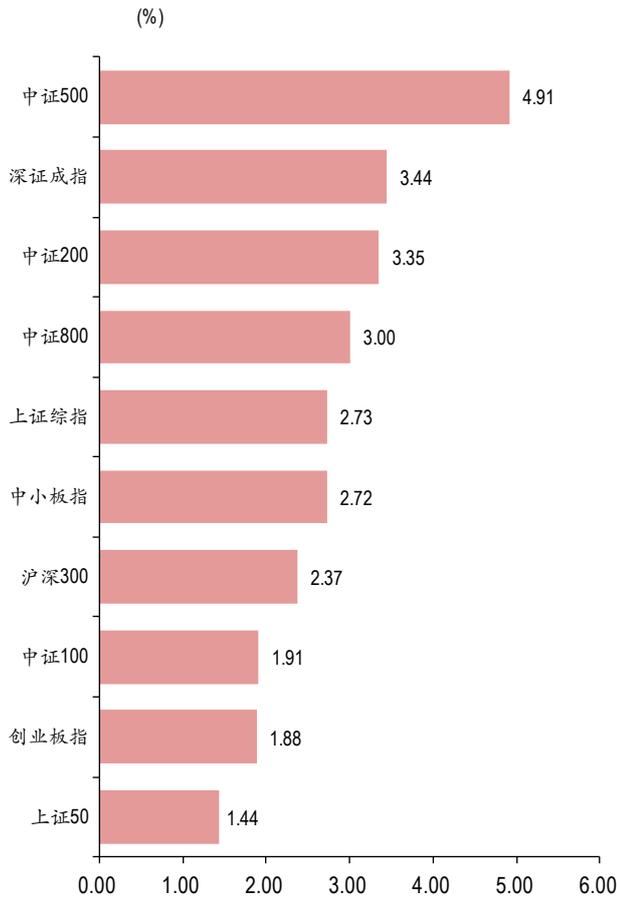
上周五科創板首批受理企業名單公布，共 9 家企業的上市申請被受理，分別是晶晨半導體、睿創微納、天奈科技、江蘇北人、利元亨、寧波容百、和艦芯片、安瀚科技、科前生物。大部分企業都集中在計算機、生物醫藥、高端製造板塊，符合政策導向和預期。對於科創板登陸的影響，我們認為應客觀看待資金分流和價值重估的效應。目前首批受理企業 9 家，預計之後數量可能有所減少，後續仍將控制發行進度；而之後科創板估值或將更多地考慮研發投入和成長性，這對相關 A 股和影子股帶來的估值溢價效應也值得關注。

市場觀點：短期來看風險因素有所增加，但中期仍具有配置價值。上周上證綜指微漲 2.73%，日均交易量邊際收窄。接下來這段時間，我們認為短期來看風險因子有所增加。首先，外圍經濟數據弱於預期引發大家對全球性衰退的擔憂，加之中國經濟數據二月份顯著弱於一月，市場更加關注三月份數據以及剔除季節性影響之後的一季度實際增速。同時，上市公司年報和一季報業績預告公布之後，預計 A 股將出現顯著分化，部分業績暴雷的公司可能面臨估值下行壓力，對整體市場情緒也將產生一定影響。中美新一輪貿易談判即將啟動，美國貿易談判代表萊特希澤和財長姆努欽定于 3 月 28-29 日訪華。新一輪談判能否最終達成協定仍將是市場的關注點。總之，隨著業績真空期的過去和外盤輸入性風險有所提升，加之短期累積了一定漲幅，我們認為 A 股短期的風險因素有所增加。

二、市場回顧

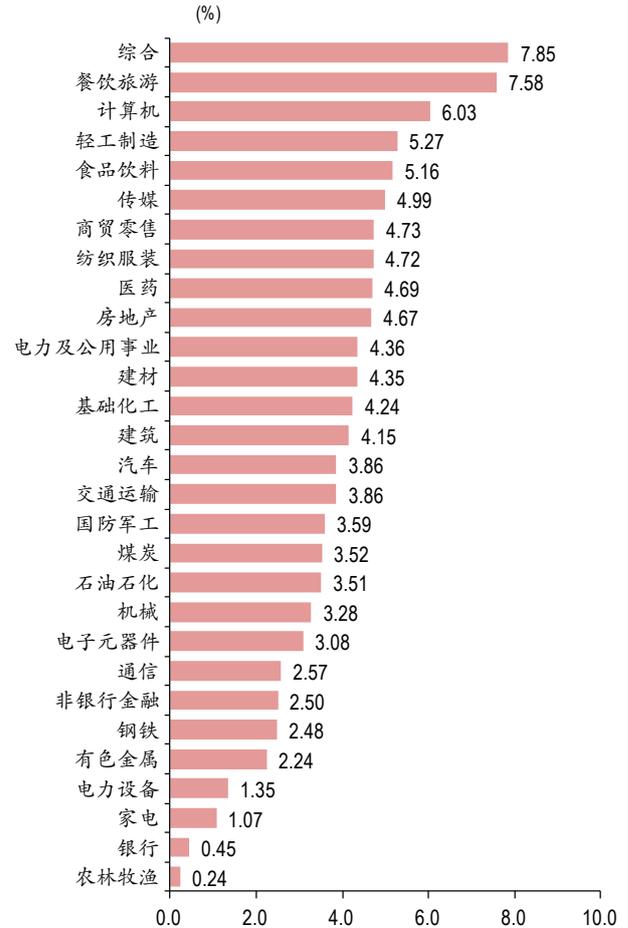
上周(3月18日-3月22日) A股主要寬基指數多數收漲，中證 500 漲幅最大。具體來看，上周上證綜指漲 2.73%，報 3104；深成指漲 3.44%，報 9879；創業板指漲 1.88%，報 1694 點；中證 500 漲 4.91%，報 5622 點。行業上，中信一級行業表現分化較大，表現較好的是綜合(+7.85%)、餐飲旅游(+7.58%)、計算機(+6.03%)和輕工製造(+5.27%)；表現較差的是農林牧漁(+0.24%)、銀行(+0.45%)、家電(+1.07%)和電力設備(+1.35%)。

圖表 2.1. 主要指數一周漲跌幅



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 2.2. 一級行業一周漲跌幅

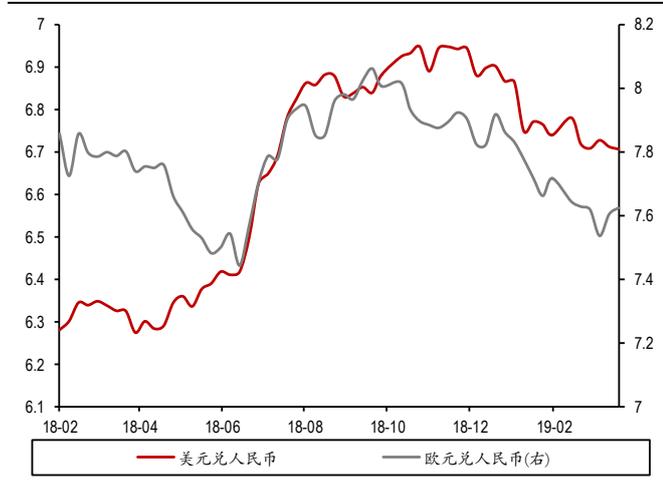


資料來源：萬得，中銀國際證券

三、宏觀重要變化：信用利差持續走闊

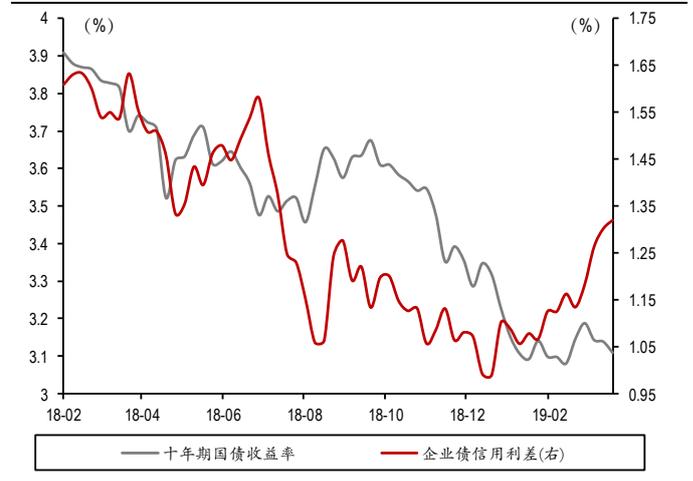
本周，美元兌人民幣匯率報 6.71，人民幣對美元較上一周升值 0.08%。歐元兌人民幣報 7.62，人民幣對歐元貶值 0.3%。十年期國債收益率下降 3 個 BP，報 3.11，信用利差走闊 1.8 個 BP，報 1.32。

圖表 3.1. 人民幣匯率走勢



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 3.2. 信用利差走勢



資料來源：萬得，中銀國際證券

四、行業重要變化：秦港煤炭庫存大漲，煤炭價格下跌

上游能源方面，原油價格大漲 2.6%，價格繼續上揚，EIA 全美庫存下降 2.1%，煤炭現貨價格大跌 4.5%，電廠耗煤需求上升 4%，秦港庫存大漲 7.5%；中游材料方面，銅價微跌 0.1%，金價漲 0.6%，新能源電池級碳酸鋰價格跌 0.6，鋼鐵價格漲 1%，水泥價格指數下跌 0.44%，持續弱勢局面，玻璃價格跌 0.7%，化工品價格中，PTA 期貨下跌 3%，天然橡膠基本維持前值，重質純鹼持平前值，尿素上漲 3.2%。

圖表 4. 中上游主要原材料價格一周變化

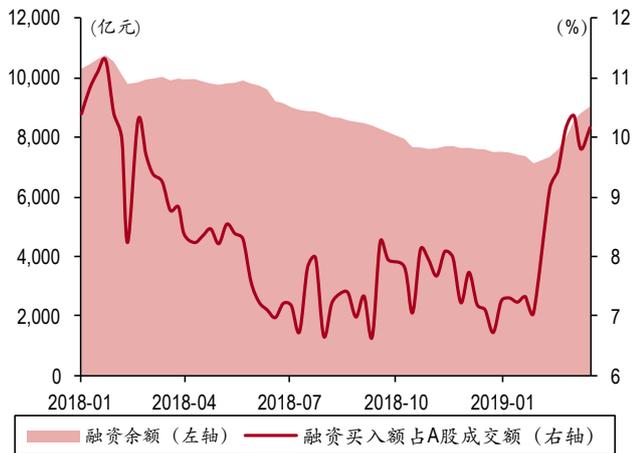
	項目	單位	最新水平	周漲幅(%)	上周漲幅(%)	月漲幅(%)
原油	WTI 原油期貨	美元/桶	59.6	2.6	2.9	4.6
	EIA 全美庫存	千桶	439,483.0	(2.1)	(0.9)	(3.3)
煤炭	秦港 5500 大卡動力煤	元/噸	532.0	(4.5)	0.5	(7.0)
	秦港煤炭庫存	萬噸	615.3	7.3	3.8	18.0
	發電集團日均耗煤	萬噸	65.6	4.0	(6.3)	16.7
有色	LME 銅	美元/噸	6,428.5	(0.1)	(0.0)	0.9
	COMEX 黃金	美元/盎司	1,307.1	0.6	0.8	(2.3)
	電池級碳酸鋰	元/噸	81,880.0	(0.6)	(1.2)	(1.6)
鋼鐵	鋼價綜合指數	\	146.0	1.0	0.1	2.5
	礦價綜合指數	\	93.8	(1.0)	(0.1)	(2.2)
	主要城市鋼材庫存	萬噸	1,681.3	(5.6)	(3.8)	(6.6)
建材	水泥價格指數	\	145.1	(0.44)	(0.7)	(3.3)
	玻璃價格指數	\	1,129.7	(0.7)	(0.7)	(1.8)
化工	尿素:山東	元/噸	2,022.5	3.2	1.3	6.6
	天然橡膠:上海	元/噸	11,320.0	(0.01)	(0.0)	(2.3)
	重質純鹼:華東	元/噸	1,850.0	0.0	(6.1)	(9.3)
	PTA:期貨	元/噸	6,330.8	(3.0)	(2.1)	(2.2)

資料來源：萬得，中銀國際證券

五、市場重要變化：北上資金淨流入規模大幅縮小

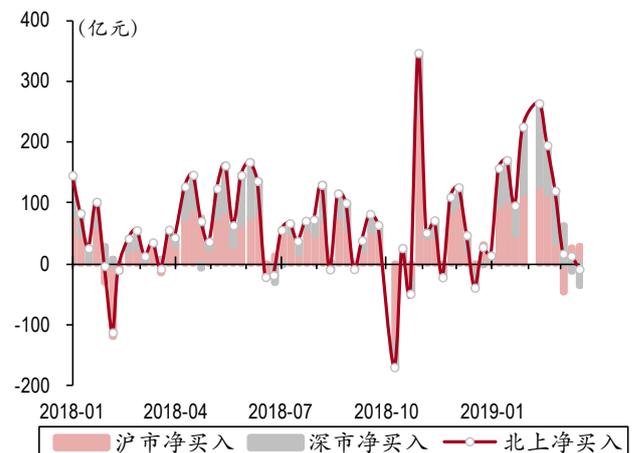
場內杠杆小幅上升，融資餘額環比上升 2.47%。場內杠杆資金方面，截至3月22日，兩市融資餘額達到了 9016.90 億元，前值 8799.98 億元，環比(+2.47%)。融資買入成交額占全市場成交占比為 10.16%，環比(+0.36%)。

圖表 5.1. 兩市融資餘額小幅上升



資料來源：萬得，中銀國際證券

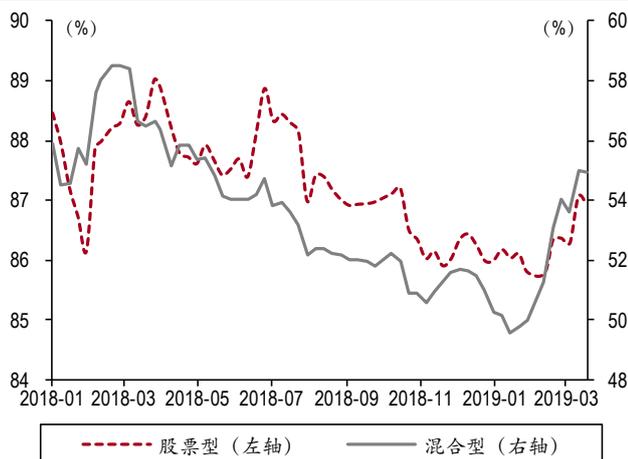
圖表 5.2. 北上資金淨流入規模大幅下降



資料來源：萬得，中銀國際證券

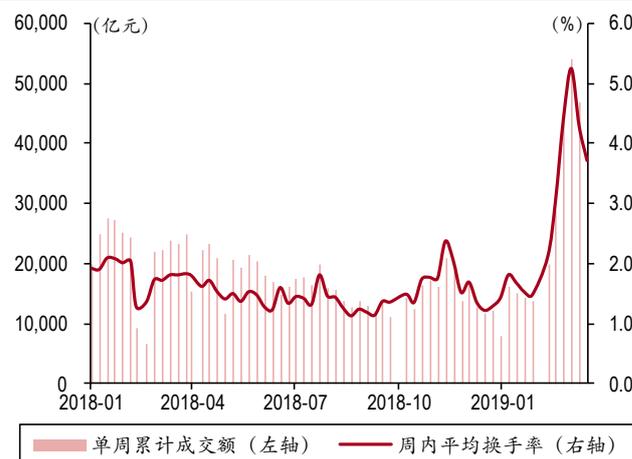
北上資金淨流入由正轉負。上周陸股通合計淨流入-8.69 億元（前值 12.85 億元），海外資金淨流入規模顯著縮小。分市場來看，滬股通淨流入略有增加，深股通淨流入大幅減少。具體地，滬股通淨流入 28.26 億元（前值 25.3 億元）；深股通淨流入-36.95 億元（前值-12.45 億元）。

圖表 5.3. 權益類基金倉位有所下降



資料來源：萬得，中銀國際證券

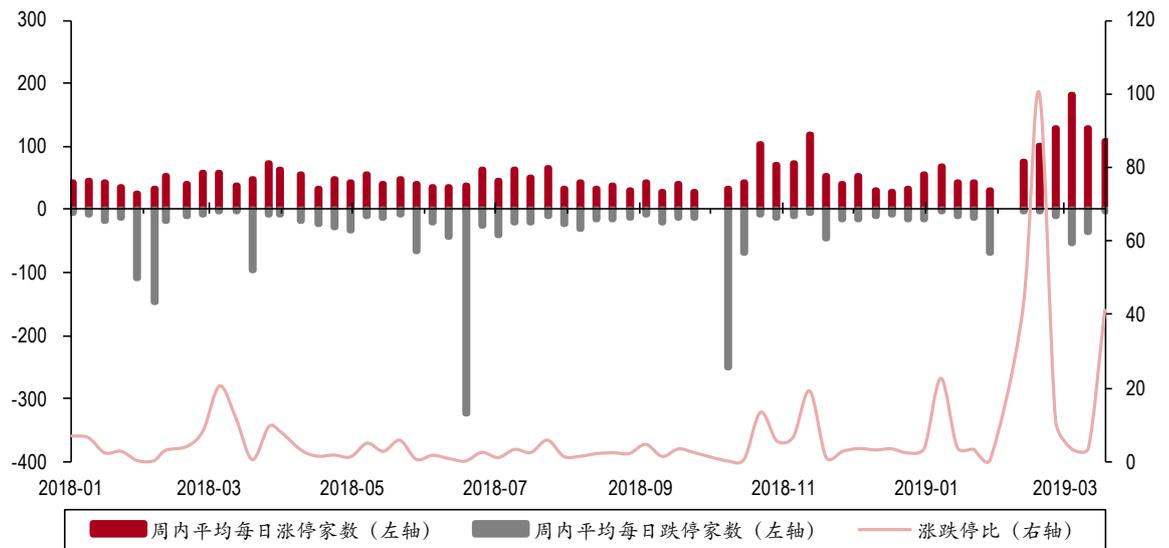
圖表 5.4. 本周全市場換手率下滑



資料來源：萬得，中銀國際證券

股票型基金倉位下降，混合型基金倉位下降。機構倉位方面，本周權益型基金倉位有所下降。具體地，股票型基金最新倉位 86.94%（環比-0.13%）；混合型基金最新倉位 54.92%（環比-0.09%）。

圖表 5.5. 漲跌停比大幅上升，指標顯示本周市場情緒樂觀



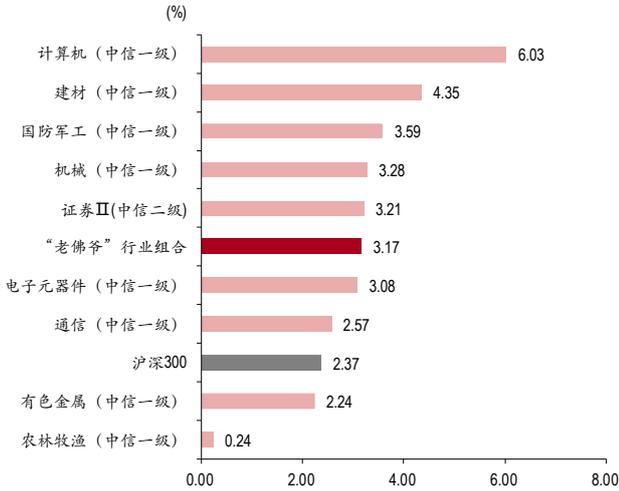
資料來源：萬得，中銀國際證券

當周市場換手率下降至 3.71%，漲跌停比例大幅上升至 41.23。本周市場成交情況活躍度小幅回落。市場單周累計成交額 40738.52 億元（前值 46846.91 億元），環比（-13%）；全市場自由流通換手率小幅回落，下降至 3.71%（前值 4.28%），環比下降 0.57 個百分點。打板情緒方面，漲跌停比例大幅上升。全周市場漲跌停比上升至 41.23（前值 3.65），上升 37.58，全周漲停家數遠多於于跌停家數。

六、建議關注組合跟踪：“老佛爺”組合淨值 1.36

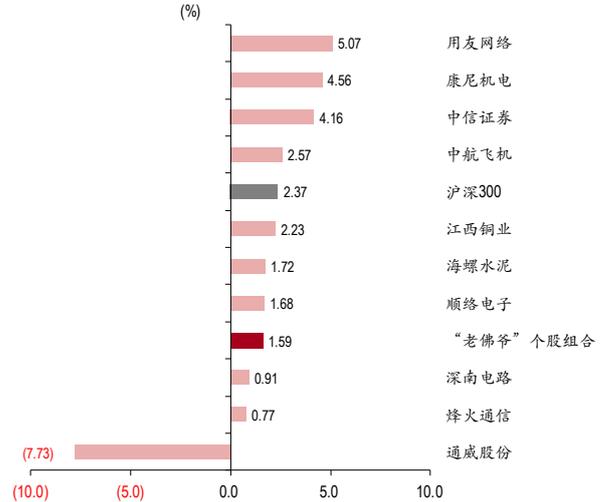
組合回顧：行業組合收益優于市場，個股組合劣與市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益 3.17%，表現優于市場 0.8%；“老佛爺”個股組合絕對收益 1.59%，表現劣于市場 0.78%。2017 年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.36。

圖表 6.1. 上周“老佛爺”行業組合表現



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 6.2. 上周“老佛爺”個股組合表現



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 6.3. “老佛爺”組合表現（累計值）



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 6.4.3 月“老佛爺”組合及估值表

行業	代碼	公司	收盤價	EPS		TTM	PE		評級
				2018E	2019E		2018E	2019E	
電子元器件	002138.SZ	順絡電子	17.20	0.76	0.98	28.79	22.58	17.55	買入
計算機	600588.SH	用友網絡	35.33	0.44	0.58	109.73	80.08	61.42	買入
通信	600498.SH	烽火通信	31.26	0.98	1.25	43.81	31.82	24.96	買入
電子元器件	002916.SZ	深南電路	118.76	3.21	4.33	48.63	36.94	27.46	未有評級
機械	603111.SH	康尼機電	5.28	(2.96)	0.29	(12.79)	(1.78)	18.28	未有評級
有色	600362.SH	江西銅業	15.53	0.74	0.92	26.87	20.87	16.85	未有評級
非銀行金融	600030.SH	中信證券	23.70	1.05	1.22	32.00	22.60	19.49	買入
電新	600438.SH	通威股份	11.49	0.53	0.78	21.39	21.70	14.80	買入
鋼鐵	000768.SZ	中航飛機	18.00	0.24	0.29	85.29	75.76	62.35	未有評級
建材	600585.SH	海螺水泥	35.97	5.84	6.02	6.64	6.16	5.97	買入

資料來源：萬得，中銀國際證券

注：采用3月25日收盤價



風險提示

經濟下行超預期，一季報增速預減個股比例超預期。

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，將通過公司網站披露本公司授權公眾媒體及其他機構轉載或者轉發證券研究報告有關情況。如有投資者于未經授權的公眾媒體看到或從其他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