



## 策略周報

### 經濟復蘇主綫初步確立，盈利改善預期驅動市場繼續向上

#### 經濟復蘇信號初步確認，基本面預期差的修復帶來機會

- **一季度經濟數據印證市場關切，經濟復蘇信號初現。** 上周公布的一季度經濟數據大為亮眼，此前市場一直在討論的“經濟復蘇”問題得到了數據端的驗證：（1）2019Q1 GDP 增長 6.4%，預期 6.3%。具體的，第一產業增長 2.7%，較四季度回落 0.8%，第二產業增長 6.1%，提升 0.3%；第三產業增長 7%，回落 0.4%；（2）3 月規模以上工業增加值同比增長 8.5%，較 19 年 1-2 月上行 3.2%，表現亮眼。具體的，采礦業、煙草製造業和汽車製造業等行業由負轉正。但是，超預期的工業增加值數據，是存在一定水分的，一是今年春節比去年提前 12 天，導致今年 3 月份的工業生產恢復時間更早，二是 4 月 1 日減稅政策開始執行，為了獲得更大的進項稅額和銷項稅額差，從而增加利潤，企業更傾向於在減稅政策實施前加大采買和生產。所以，工業生產方面的探底回升還有待持續驗證；（3）3 月社零售總額名義同比增長 8.7%，前值 8.2%，限額以上企業商品零售同比增長 5.0%，去年同期 8.9%。細分行業看，糧食飲酒（11.4%）、家電音像（15.2%）、日用品（16.6%）、化妝品（14.4%）等增速居前，汽車（-4.4%）較去年同期有所下降，但整體看，2019 年 Q1 消費端有所回暖；（4）3 月，全國固定資產投資（不含農戶）累積值增速 6.3%，比 1-2 月份加快 0.2%，基建（不含電力）累計值增速 4.4%，較 1-2 月加快 0.1%，全國房地產開發投資一季度同比增長 11.8%，增速比 1-2 月份加快 0.2%。
- **政治局會議表態不改政策端積極走向。** 本周召開的央行貨幣政策例會和政治局會議的措辭變化使得貨幣政策邊際寬鬆預期產生了微妙轉變，但我們依然對未來的政策持續積極保持樂觀。（1）財政政策上，減稅降負等一系列惠及中小企業發展、促進實體經濟好轉的政策正有序積極的實施；（2）改革推進上，國企改革第四批試點工作已經展開，這是解決拖累經濟效率體制性因素的關鍵舉措；（3）資本市場創新上，今年資本市場的最重要工作之一就是保證科創板的順利推出，科創板的作用不僅在於為高科技企業融資，更在於試點以信息披露為核心的註冊制發行制度，以點帶面推動資本市場改革進程，科創板的成功需要較為寬鬆的外部政策環境。
- **市場觀點：短期看，上漲邏輯會有變化，盈利改善預期或驅動市場繼續向上。** 近期公布的大量的金融、經濟數據，初步釋放了經濟復蘇的信號，但整體來看市場對宏觀經濟和企業盈利的預期都依然是相對悲觀的。萬德全 A 的盈利預測顯示，2018 年年底對每股收益和淨利潤的預測分別為 1 元、5.02 萬億元，而最新預測數值分別為 0.93、4.78 萬億元，下降比例分別為 7%和 4.83%，基本面的邊際好轉和實際的盈利預測間的預期差依然存在。今年 1 月份的兩次降准是打開本輪行情的重要推手，1 月至今指數的所有漲幅都是估值修復貢獻的，我們認為，隨著經濟的邊際好轉和實際的盈利預測間的預期差逐漸被市場認識，短期盈利改善預期或驅動市場繼續向上，A 股的上漲動力將由分母端單腿拉動轉至分母端和分子端共同拉動。
- **風險提示：經濟復蘇不及預期，政策環境惡化。**

## 一、市場觀點

**一季度經濟數據印證市場關切，經濟復蘇信號初現。**上周公布的一季度經濟數據大為亮眼，此前市場一直在討論的“經濟復蘇”問題得到了數據端的驗證：（1）2019Q1 GDP 增長 6.4%，預期 6.3%。具體的，第一產業增長 2.7%，較四季度回落 0.8%，第二產業增長 6.1%，提升 0.3%；第三產業增長 7%，回落 0.4%。第一產業對 GDP 拉動的貢獻降至 1.8%，為 6 年來最低點。綜合來看第二產業增速改善是 GDP 增長的重要驅動力；（2）3 月規模以上工業增加值同比增長 8.5%，較 19 年 1-2 月上行 3.2%，表現亮眼。具體的，采礦業、煙草製造業和汽車製造業等行業由負轉正。但是，超預期的工業增加值數據，是存在一定水分的，一是今年春節比去年提前 12 天，導致今年 3 月份的工業生產恢復時間更早，二是 4 月 1 日減稅政策開始執行，為了獲得更大的進項稅額和銷項稅額差，從而增加利潤，企業更傾向於在減稅政策實施前加大采買和生產。所以，工業生產方面的探底回升還有待持續驗證；（3）3 月社零售總額名義同比增長 8.7%，前值 8.2%，限額以上企業商品零售同比增長 5.0%，去年同期 8.9%。細分行業看，糧食飲酒（11.4%）、家電音像（15.2%）、日用品（16.6%）、化妝品（14.4%）等增速居前，汽車（-4.4%）較去年同期有所下降，但整體看，2019 年 Q1 消費端有所回暖；（4）3 月，全國固定資產投資（不含農戶）累積值增速 6.3%，比 1-2 月份加快 0.2%，基建（不含電力）累計值增速 4.4%，較 1-2 月加快 0.1%，全國房地產開發投資一季度同比增長 11.8%，增速比 1-2 月份加快 0.2%。

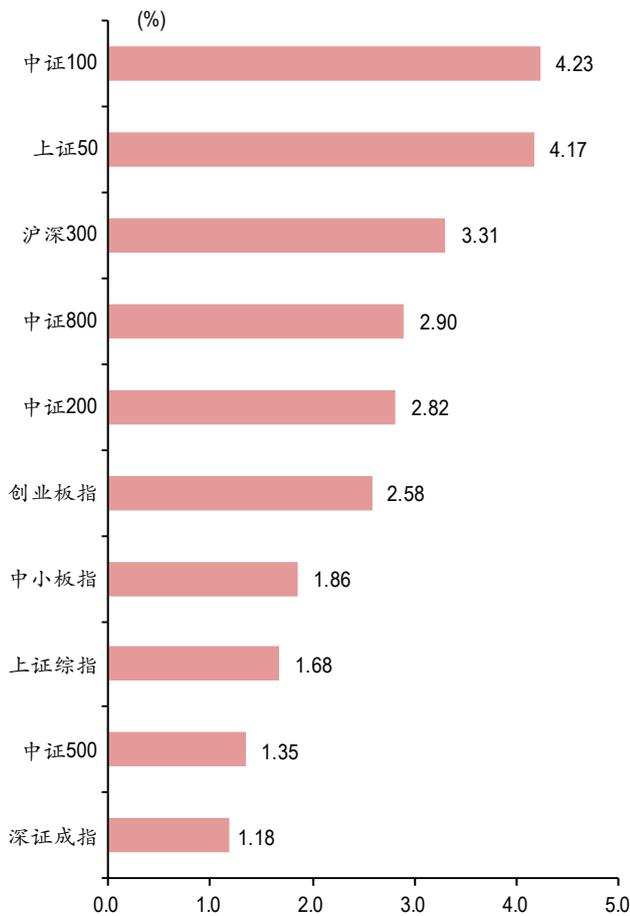
**政治局會議表態不改政策端積極走向。**本周召開的央行貨幣政策例會和政治局會議的措辭變化使得貨幣政策邊際寬鬆預期產生了微妙轉變，但我們依然對未來的政策持續積極保持樂觀。（1）財政政策上，減稅降負等一系列惠及中小企業發展、促進實體經濟好轉的政策正有序積極的實施；（2）改革推進上，國企改革第四批試點工作已經展開，這是解決拖累經濟效率體制性因素的關鍵舉措；（3）資本市場創新上，今年資本市場的最重要工作之一就是保證科創板的順利推出，科創板的作用不僅在於為高科技企業融資，更在於試點以信息披露為核心的註冊制發行制度，以點帶面推動資本市場改革進程，科創板的成功需要較為寬鬆的外部政策環境。

**市場觀點：短期看，上漲邏輯會有變化，盈利改善預期或驅動市場繼續向上。**近期公布的大量的金融、經濟數據，初步釋放了經濟復蘇的信號，但整體來看市場對宏觀經濟和企業盈利的預期都依然是相對悲觀的。萬德全 A 的盈利預測顯示，2018 年年底對每股收益和淨利潤的預測分別為 1 元、5.02 萬億元，而最新預測數值分別為 0.93、4.78 萬億元，下降比例分別為 7%和 4.83%，基本面的邊際好轉和實際的盈利預測間的預期差依然存在。今年 1 月份的兩次降准是打開本輪行情的重要推手，1 月至今指數的所有漲幅都是估值修復貢獻的，我們認為，隨著經濟的邊際好轉和實際的盈利預測間的預期差逐漸被市場認識，短期盈利改善預期或驅動市場繼續向上，A 股的上漲動力將由分母端單腿拉動轉至分母端和分子端共同拉動。

## 二、市場回顧

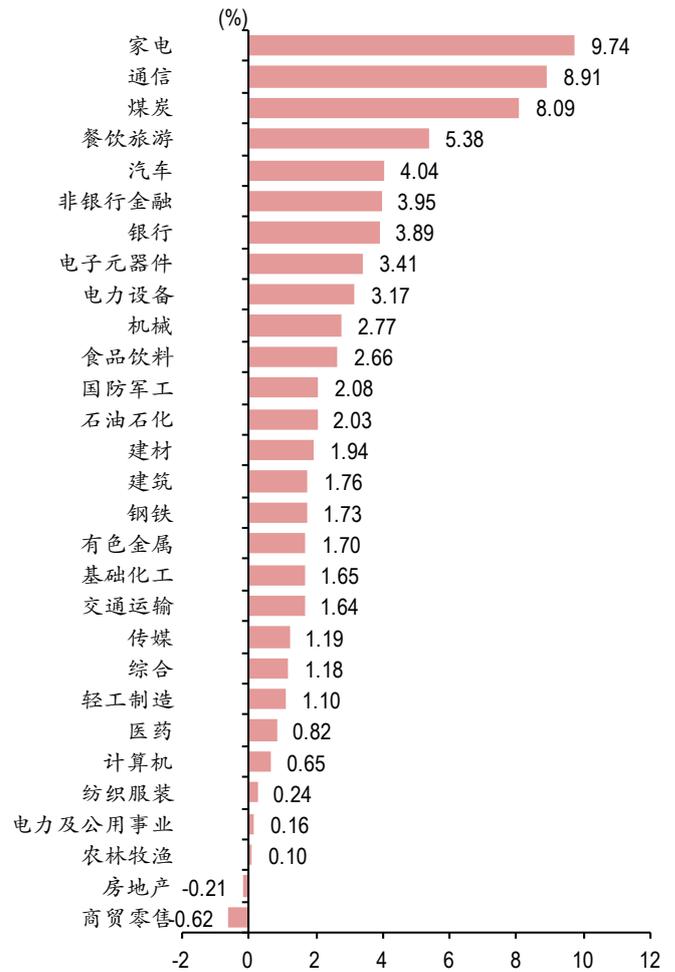
上周(4月15日-4月19日) A股主要寬基指數總體收漲，中證100、上證50漲幅居前。各大指數在上周二收大陽綫之後，進入縮量窄幅震蕩。具體來看，上周上證綜指漲2.58%，報3271點；深證成指漲2.82%，報10418點；創業板指漲1.18%，報1716點；上證50漲4.17%，報3042點創反彈新高。行業上，中信一級行業表現多數收漲，表現較好的是家電(+9.74%)、通信(+8.91%)、煤炭(+8.09%)和餐飲旅游(+5.38%)；表現較差的是商貿零售(-0.62%)、房地產(-0.21%)、農林牧漁(+0.1%)和電力及公用事業(+0.16%)。

圖表 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. 一級行業一周漲跌幅

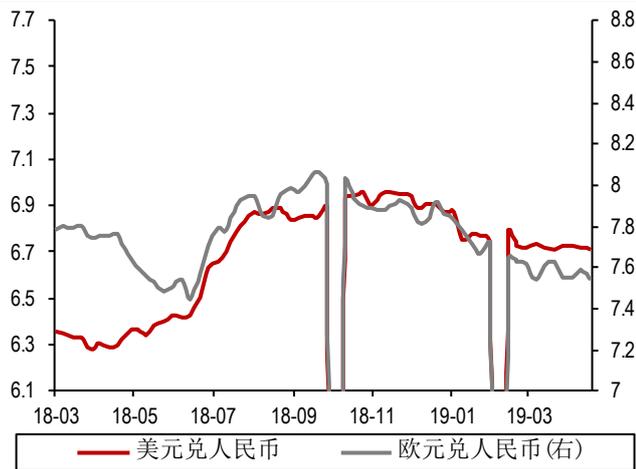


資料來源：萬得，中銀國際證券

### 三、宏觀重要變化：3月進出口貿易順差擴大

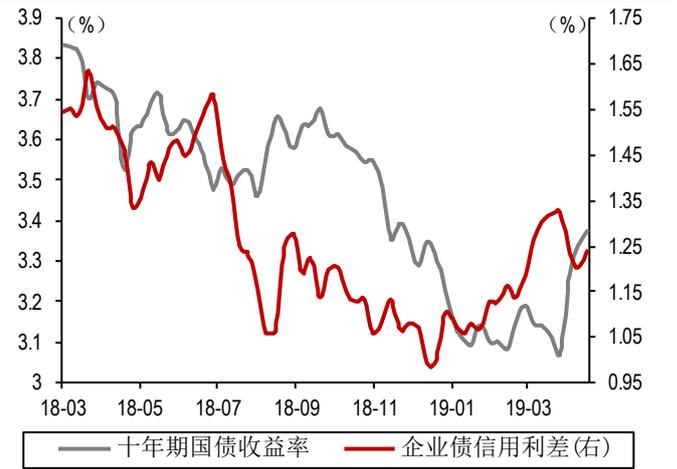
本周，美元兌人民幣匯率報 6.7，人民幣對美元較上一周貶值 0.17%。歐元兌人民幣 7.54，人民幣對歐元貶值 0.59%。十年期國債收益率上漲 4.07 個 bp，報 3.37。信用利差走闊 3.92 個 bp。中國 3 月出口（以人民幣計）同比增 21.3%，超出預期，前值降 16.6%；進口同比降 1.80%，前值 0.30%；貿易順差 2212.3 億元，前值順差 337.9 億元，貿易順差擴大。

圖表 3. 人民幣匯率走勢



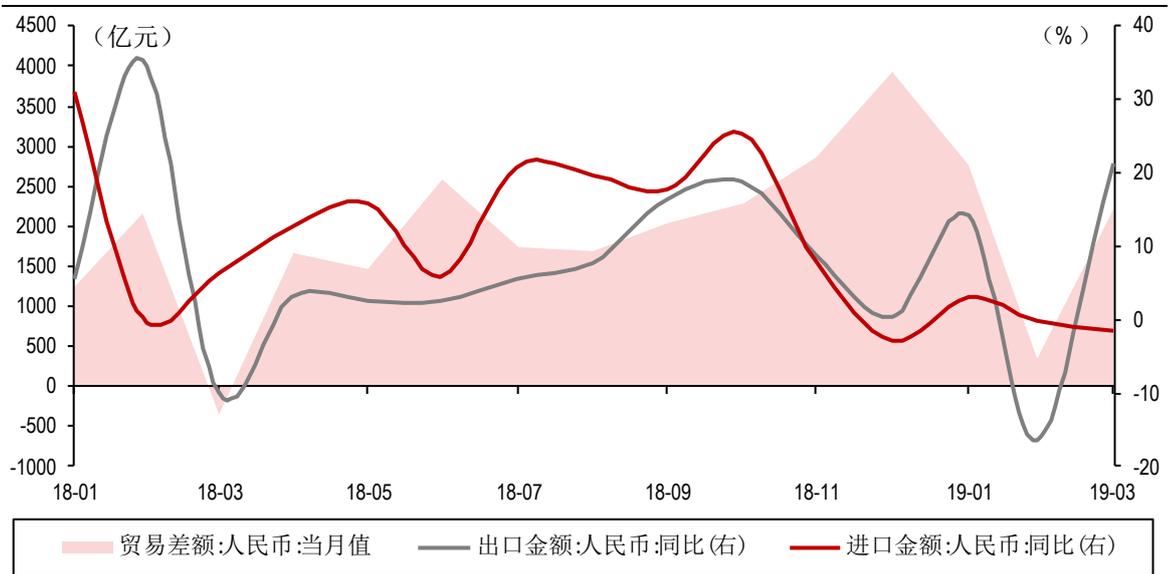
資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 4. 信用利差走勢



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 5. 進出口情況



資料來源：萬得，中銀國際證券

## 四、行業重要變化：煤炭需求漲幅下滑，價格大跌

上游能源方面，原油價格漲 7.3%，EIA 全美庫存擴大 3.6%，煤炭現貨價格微漲 0.9%，秦港庫存增加 3.3%，電廠耗煤需求下跌；中游材料方面，銅價微漲 1.1%，金價下降 2.1%，新能源價格下跌 2.2%，鋼鐵價格漲 2.7%，水泥價格指數漲 2.9%，玻璃價格微跌 2.0%，化工品價格中，天然橡膠下跌 2.3%，重質純鹼漲 2.7%，PTA 期貨下跌 2.1%，尿素上漲 3.4%。

圖表 6. 中上游主要原材料價格一周變化

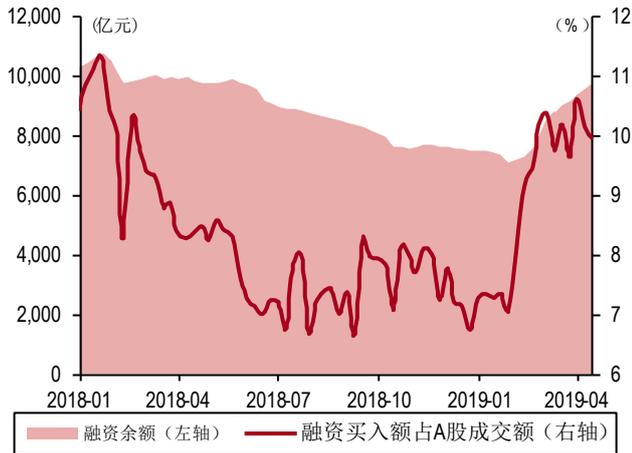
	項目	單位	最新水平	周漲幅(%)	上周漲幅(%)	月漲幅(%)
原油	WTI 原油期貨	美元/桶	64.0	(0.3)	2.8	7.3
	EIA 全美庫存	千桶	455,154.0	(0.3)	1.6	3.6
煤炭	秦港 5500 大卡動力煤	元/噸	630.6	0.1	1.0	0.9
	秦港煤炭庫存	萬噸	638.2	(1.0)	0.2	3.3
	發電集團日均耗煤	萬噸	62.9	(5.5)	(0.9)	(4.4)
有色	LME 銅	美元/噸	6,498.9	0.5	0.3	1.1
	COMEX 黃金	美元/盎司	1,279.5	(1.8)	0.6	(2.1)
	電池級碳酸鋰	元/噸	80,060.0	(0.5)	(0.3)	(2.2)
鋼鐵	鋼價綜合指數	\	150.0	0.7	1.9	2.7
	礦價綜合指數	\	97.0	0.7	3.0	3.5
	主要城市鋼材庫存	萬噸	1,334.8	(6.4)	(5.8)	(20.6)
建材	水泥價格指數	\	149.3	0.3	1.0	2.9
	玻璃價格指數	\	1,107.6	(0.5)	(0.6)	(2.0)
化工	天然橡膠:上海	元/噸	11,060.0	(0.6)	1.5	(2.3)
	重質純鹼:華東	元/噸	1,900.0	0.0	2.7	2.7
	PTA:期貨	元/噸	6,196.8	(2.4)	(1.9)	(2.1)
	尿素:山東	元/噸	2,095.0	2.3	(2.9)	3.4

資料來源：萬得，中銀國際證券

## 五、市場重要變化：北上資金淨流出規模顯著縮小

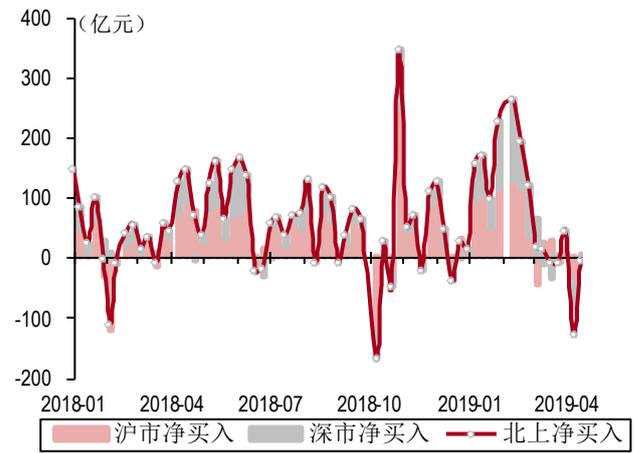
場內杠杆小幅上升，融資餘額環比上升 1.78%。場內杠杆資金方面，截至 4 月 19 日，兩市融資餘額來到了 9741.31 億元，前值 9571.05 億元，環比 (+1.78%)。融資買入成交額占全市場成交占比為 9.90%，環比 (-0.2%)。

圖表 7. 兩市融資餘額小幅上升



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 8. 北上資金淨流出規模顯著縮小



資料來源：萬得，中銀國際證券

北上資金小幅淨流出。上周陸股通合計淨流入-7.2 億元（前值-129.01 億元），海外資金淨流出規模較上周顯著縮小。分市場來看，滬股通淨流入由負轉正，深股通淨流出收窄。具體地，滬股通淨流入 5.85 億元（前值-38.15 億元）；深股通淨流入-13.05 億元（前值-90.86 億元）。

圖表 9. 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 10. 本周全市場換手率小幅下滑

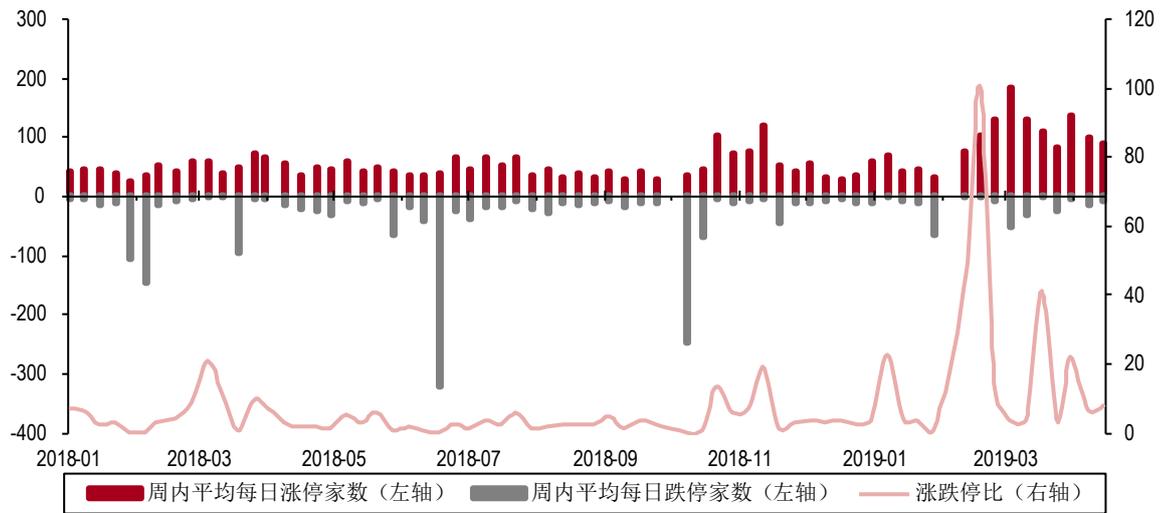


資料來源：萬得，中銀國際證券

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 88.19%（環比-0.35%）；混合型基金最新倉位 57.23%（環比-0.72%）。



圖表 11. 漲跌停比小幅上升，指標顯示本周市場情緒樂觀



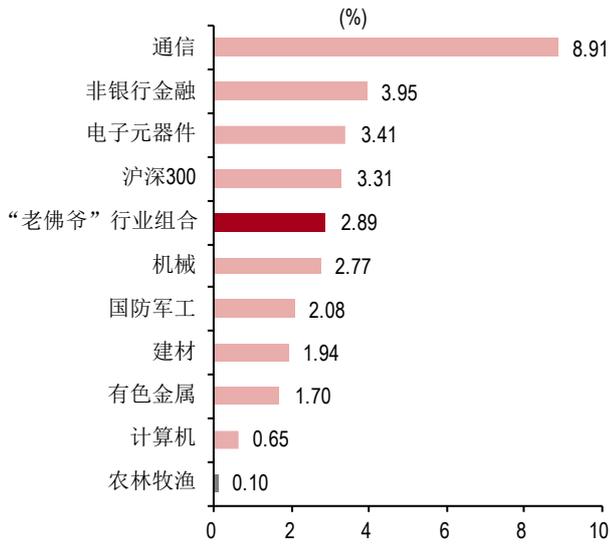
資料來源：萬得，中銀國際證券

當周市場換手率小幅下降至 3.35%，漲跌停比例上升至 7.78。市場單周累計成交額 38685.4 億元（前值 42714.56 億元），環比（-9.43%）；全市場自由流通換手率小幅回落，下降至 3.35%（前值 3.67%），環比下降 0.32 個百分點。打板情緒方面，漲跌停比例有所上升。全周市場漲跌停比上升至 7.78（前值 6.25），上升 1.63，市場情緒依舊樂觀。

## 六、建議關注組合跟踪：“老佛爺”組合淨值 1.43

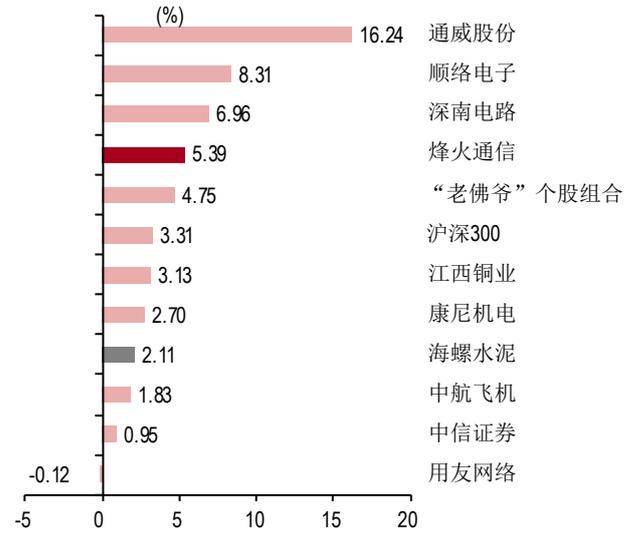
**組合回顧：** 個股組合收益優于市場，行業組合收益小幅弱于市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益 2.89%，表現弱于市場 0.42%；“老佛爺”個股組合絕對收益 4.75%，表現優于市場 1.44%。2017 年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.43。

圖表 12. 上周“老佛爺”行業組合表現



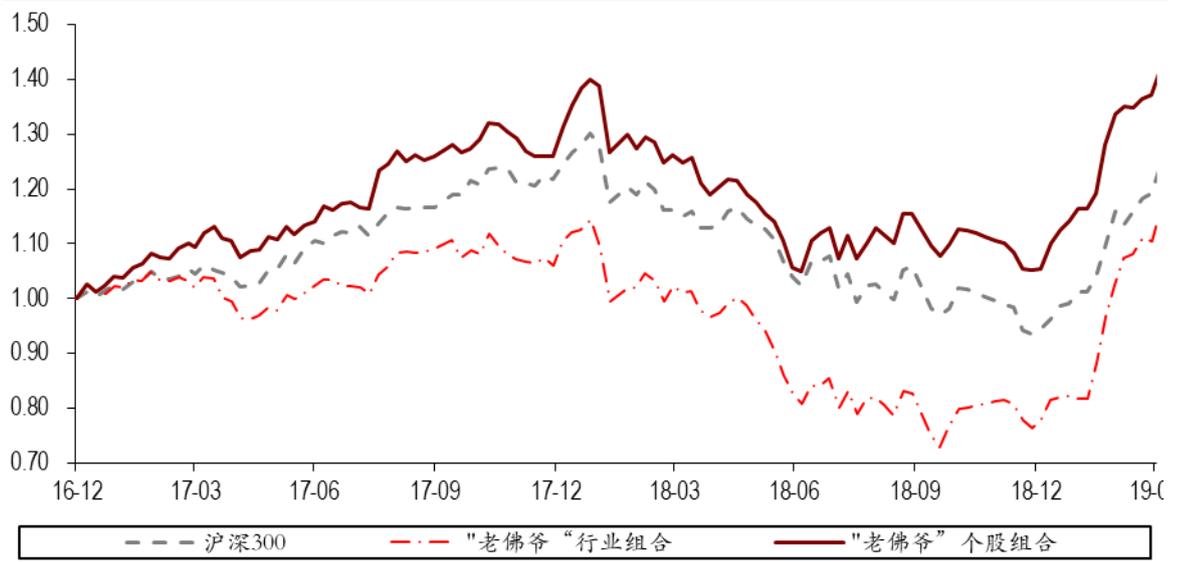
資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 13. 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 14. “老佛爺”組合表現（累計值）



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 15.4 月“老佛爺”組合及估值表

行業	代碼	公司	收盤價	EPS		PE			評級
				2018E	2019E	TTM	2018E	2019E	
電子元器件	002138.SZ	順絡電子	19.82	0.76	0.97	33.39	26.20	20.35	買入
計算機	600588.SH	用友網絡	32.55	0.44	0.58	101.96	73.78	56.61	買入
通信	600498.SH	烽火通信	32.47	0.96	1.24	45.07	33.73	26.24	買入
電子元器件	002916.SZ	深南電路	125.68	3.24	4.34	46.34	38.81	28.98	/
機械	603111.SH	康尼機電	5.70	-2.96	0.29	(13.26)	(1.92)	19.73	買入
有色	600362.SH	江西銅業	16.79	0.87	0.96	23.75	19.30	17.52	/
非銀行金融	600030.SH	中信證券	24.50	1.09	1.26	31.62	22.51	19.37	買入
電新	600438.SH	通威股份	14.60	0.81	1.01	25.89	18.03	14.44	買入
鋼鐵	000768.SZ	中航飛機	17.24	0.24	0.29	85.53	72.35	59.88	/
建材	600585.SH	海螺水泥	42.58	5.79	5.95	7.57	7.35	7.15	買入

資料來源：萬得，中銀國際證券，數據截止 2019/4/19



## 風險提示

經濟復蘇不及預期，政策環境惡化。

## 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刊載或轉發的，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