



策略周報

短期存在調整壓力，中期仍具配置價值

一季度經濟數據全面超預期，逆周期政策轉為結構性調節，權益市場短期存在流動性壓力。

- **市場觀點：短期存在調整壓力，中期仍具配置價值。** 上周市場各大板塊及個股連續下跌，情緒指標顯示市場情緒處於謹慎觀望期。我們認為，市場在經歷了年初的快速上行後，已經 price in 足夠的基本面樂觀預期，市場當前估值已經修復至 18 年一季度末水平，基金倉位水平也處於 18 年以來的高位，短期來看調整壓力較大。基本面方面，一季度基本數據全面超預期，二季度宏觀數據存在一定下行風險，我們認為，政策托底作用下，基本面保持穩定但不會過熱，預計下半年基本面壓力將逐步緩解。企業盈利方面，創業板為代表的成長板塊全年盈利中樞大概率提升，更具基本面支撐優勢。中長期來看，隨著海外資金配置的逐步提升，權益市場存量博弈的局面將得到有效緩解，疊加即將復蘇的企業盈利水平，全年來看依然看好權益資產配置，建議市場短期回調後積極關注優質成長及外資偏愛龍頭個股的配置機會。
- **一季度經濟數據全面超預期。** (1) 周末公布的 3 月份工業企業利潤數據再次超預期。3 月工業企業利潤 5895.2 億元，單月同比回升至 13.9%，較 2018 年 12 月的 -1.9% 顯著回升 15.8 個百分點。量、價、利全面回升支撐工業企業利潤企穩。1-3 月份工業增加值累計增速 6.5%，較 1-2 月提高 1.2 個百分點；PPI 累計同比增速 0.2%，較 1-2 月提高 0.1 個百分點；主營業務收入利潤率 5.31%，較去年同期變動 -14.08%，較 1-2 月回升 7.4 個百分點。(2) 行業表現方面，中游製造相關子行業出現明顯回升，汽車為代表的下游行業負增長進一步收窄，或反映出下游需求的邊際回暖。(3) 庫存水平方面，企業仍處去庫周期。3 月末規模以上工業企業產成品存貨增速 0.3%，前值 6.2%，一季度因下游需求支撐，企業庫存狀況進一步去化。(4) 在春節錯位、基數效應、節後復工幾個因素疊加下，一季度經濟數據全面超預期，一定程度修復了市場信心。但短期因素褪去後，生產能否保持年初的高增速，PPI 受到去年高基數作用中樞回落的情況下，企業利潤能否保持高增速，市場還是存在一定分歧。
- **逆周期政策難以持續寬鬆，短期流動性存隱憂。** 政策層面，政治局會議及央行關於貨幣政策的表態使得市場增加了短期流動性緊縮的擔憂。4 月份政治局會議作為一季度經濟工作的回顧及未來方向展望的重要指導，為資本市場傳達了重要的信息：(1) 開年以來經濟運行超預期，未來持續穩增長壓力降低；(2) 逆周期調節政策尚未轉向，但根據經濟運行相機抉擇的微觀調節將會增加，貨幣政策持續邊際寬鬆概率降低；(3) 總量思路更多轉變為結構性調節。政治局會議對於經濟基本面超預期的表述以及對於未來一段時間總量政策的方向選擇極大降低了市場對於逆周期政策進一步增強的預期。疊加 4 月繳稅大月，市場流動性本就偏緊，海外資金在經歷了年初的大幅流入過程後也存在部分收益兌現考量。短期來看流動性存在隱憂。
- **風險提示：經濟下行超預期，貿易戰形勢惡化。**

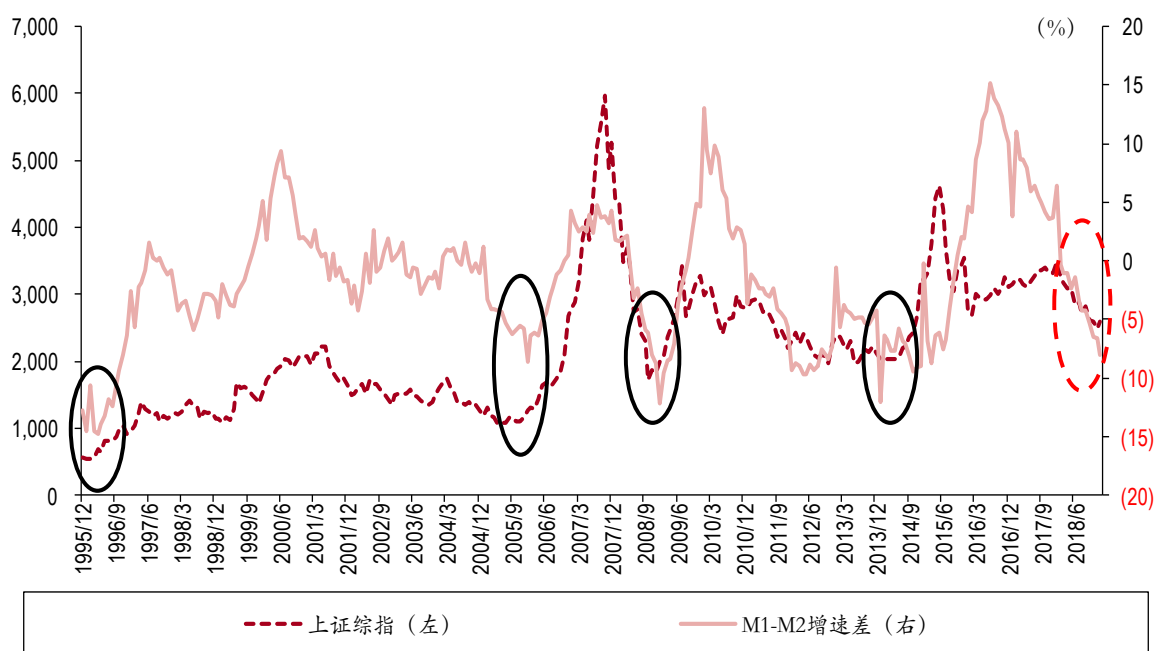
一、市場觀點

一季度經濟數據全面超預期。（1）周末公布的3月份工業企業利潤數據再次超預期。3月工業企業利潤5895.2億元，單月同比回升至13.9%，較2018年12月的-1.9%顯著回升15.8個百分點。量、價、利全面回升支撐工業企業利潤企穩。1-3月份工業增加值累計增速6.5%，較1-2月提高1.2個百分點；PPI累計同比增速0.2%，較1-2月提高0.1個百分點；主營業務收入利潤率5.31%，較去年同期變動-14.08%，較1-2月回升7.4個百分點。（2）行業表現方面，中游製造相關子行業出現明顯回升，汽車為代表的下游行業負增長進一步收窄，或反映出下游需求的邊際回暖。（3）庫存水平方面，企業仍處去庫周期。3月末規模以上工業企業產成品存貨增速0.3%，前值6.2%，一季度因下游需求支撐，企業庫存狀況進一步去化。（4）在春節錯位、基數效應、節後復工幾個因素疊加下，一季度經濟數據全面超預期，一定程度修復了市場信心。但短期因素褪去後，生產能否保持年初的高增速，PPI受到去年高基數作用中樞回落的情況下，企業利潤能否保持高增速，市場還是存在一定分歧。

逆周期政策難以持續寬鬆，短期流動性存隱憂。政策層面，政治局會議及央行關於貨幣政策的表態使得市場增加了短期流動性緊縮的擔憂。4月份政治局會議作為一季度經濟工作的回顧及未來方向展望的重要指導，為資本市場傳達了重要的信息：（1）開年以來經濟運行超預期，未來持續穩增長壓力降低；（2）逆周期調節政策尚未轉向，但根據經濟運行相機抉擇的微觀調節將會增加，貨幣政策持續邊際寬鬆概率降低；（3）總量思路更多轉變為結構性調節。政治局會議對於經濟基本面超預期的表述以及對於未來一段時間總量政策的方向選擇極大降低了市場對於逆周期政策進一步增強的預期。疊加4月繳稅大月，市場流動性本就偏緊，海外資金在經歷了年初的大幅流入過程後也存在部分收益兌現考量。短期來看，權益市場流動性存在隱憂。

市場觀點：短期存在調整壓力，中期仍具配置價值。上周市場各大板塊及個股連續下跌，情緒指標顯示市場情緒處於謹慎觀望期。我們認為，市場在經歷了年初的快速上行後，已經price in足夠的基本面樂觀預期，市場當前估值已經修復至18年一季度末水平，基金倉位水平也處於18年以來的高位，短期來看調整壓力較大。基本面方面，一季度基本面數據全面超預期，二季度宏觀數據存在一定下行風險，我們認為，政策托底作用下，基本面保持穩定但不會過熱，預計下半年基本面壓力將逐步緩解。企業盈利方面，創業板為代表的成長板塊全年盈利中樞大概率提升，更具基本面支撐優勢。中長期來看，隨著海外資金配置的逐步提升，權益市場存量博弈的局面將得到有效緩解，疊加即將復蘇的企業盈利水平，全年來看依然看好權益資產配置，建議市場短期回調後積極關注優質成長及外資偏愛龍頭個股的配置機會。

圖表 1. M1、M2 差值與股指



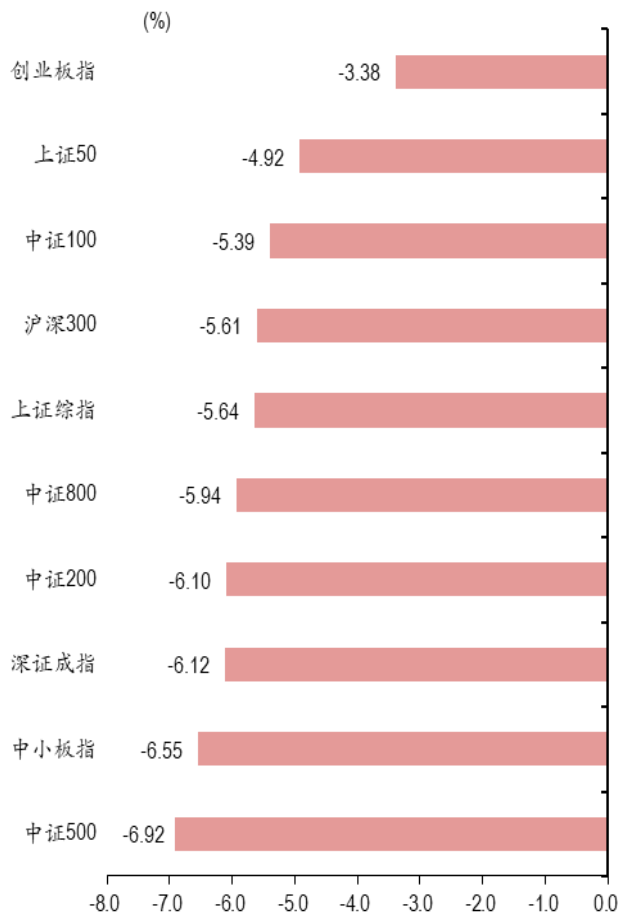
資料來源：萬得，中銀國際證券



二、市場回顧

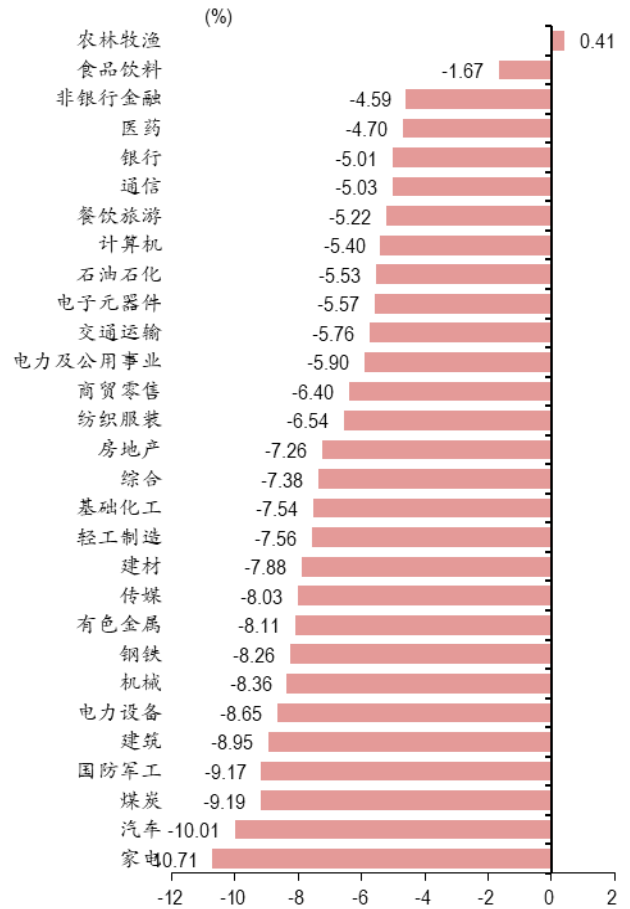
上周(4月22日-4月26日)A股主要寬基指數震蕩調整，總體收跌。主要指數跌幅都在3%以上。具體來看，上周上證綜指跌-5.64%，報3086點；深證成指跌-6.12%，報9781點；創業板指跌-3.38%，報1658點；中證500跌-6.92%，報5408點。行業上，中信一級行業均大出現大幅下行，表現較好的是農林牧漁(+0.41%)、食品飲料(-1.67%)、非銀行金融(-4.59%)和醫藥(-4.7%)；表現較差的是家電(-10.71%)、汽車(-10.01%)、煤炭(-9.19%)和國防軍工(-9.17%)。

圖表 2. 主要指數一周漲跌幅



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 3. 一級行業一周漲跌幅

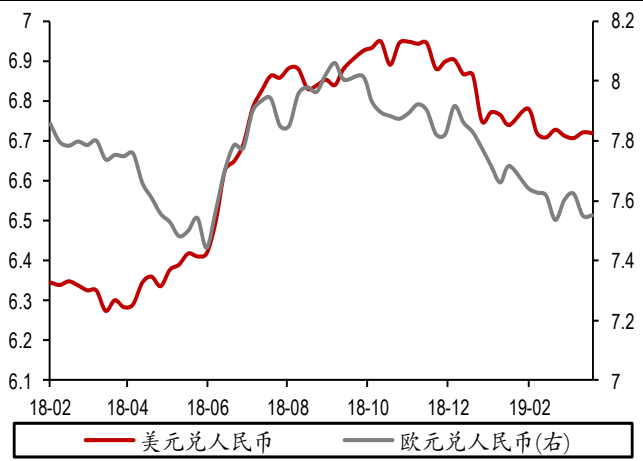


資料來源：萬得，中銀國際證券

三、宏觀重要變化：3月進出口貿易順差擴大

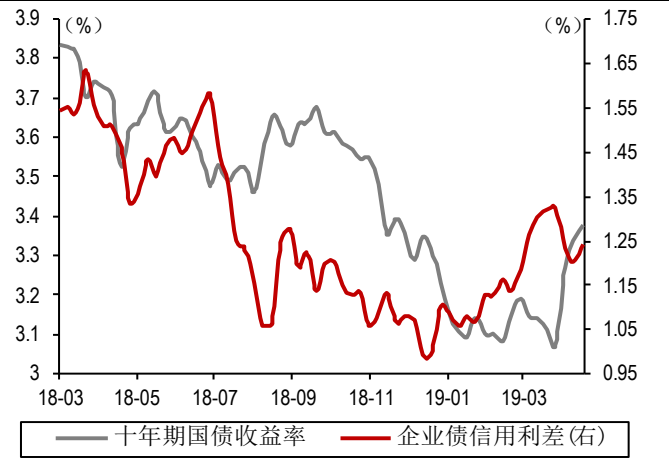
本周，美元兌人民幣匯率報 6.74，人民幣對美元較上一周升值 0.52%。歐元兌人民幣報 7.51，人民幣對歐元貶值 0.42%。十年期國債收益率上漲 3.02 個 BP，報 3.40。信用利差收窄 2.51 個 BP。中國 3 月出口（以人民幣計）同比增 21.3%，超出預期，前值降 16.6%；進口同比降 1.80%，前值 0.30%；貿易順差 2212.3 億元，前值順差 337.9 億元，貿易順差擴大。

圖表 4. 人民幣匯率走勢



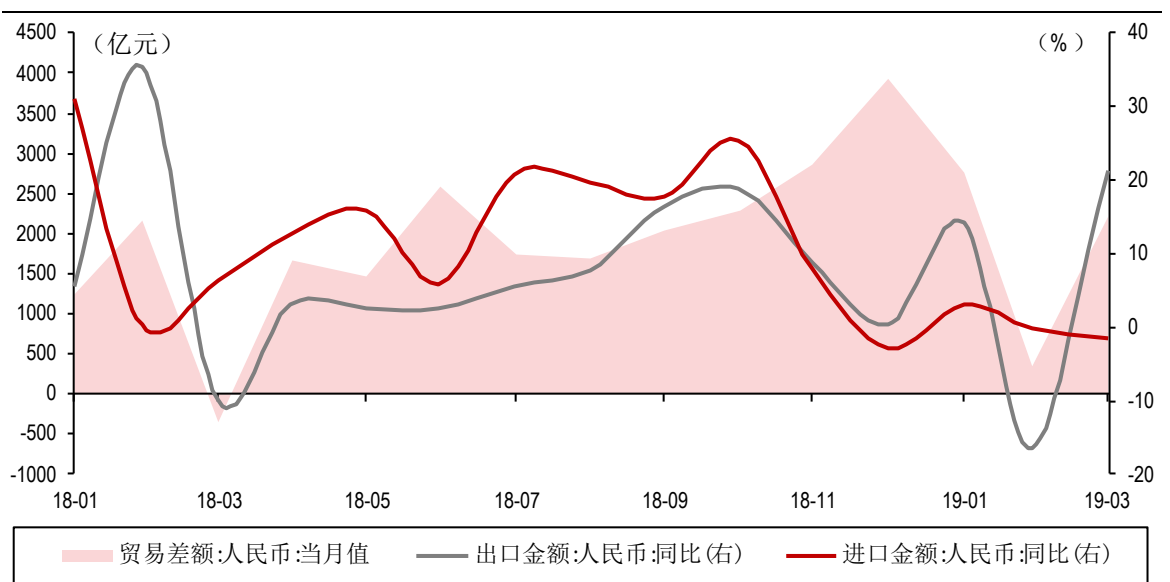
資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 5. 信用利差走勢



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 6. 進出口情況



資料來源：萬得，中銀國際證券

四、行業重要變化：原油價格上漲，電廠耗煤需求跌幅收窄

上游能源方面，原油價格上漲 2.1%，EIA 全美庫存增加 1.2%，煤炭現貨價格下跌 1.6%，電廠耗煤需求跌幅減小，秦港庫存減少 0.7%；中游材料方面，銅價下跌 1.5%，金價持平，新能源價格持續微跌，鋼鐵價格微漲 0.1%，水泥價格指數微漲 0.2%，持續緩慢增長局面，玻璃價格微跌 0.6%，化工品價格中，PTA 期貨下跌 2.6%，天然橡膠下跌 1.1%，重質純鹼維持前值，尿素下跌 1.9%。

圖表 7. 中上游主要原材料價格一周變化

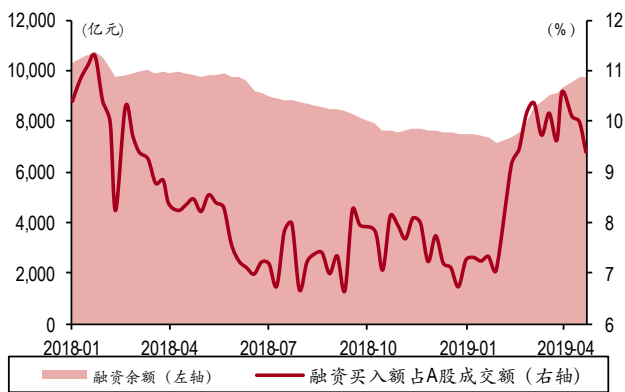
	項目	單位	最新水平	周漲幅(%)	上周漲幅(%)	月漲幅(%)
原油	WTI 原油期貨	美元/桶	65.3	2.1	(0.3)	9.6
	EIA 全美庫存	千桶	460,633.0	1.2	(0.3)	4.1
煤炭	秦港 5500 大卡動力煤	元/噸	620.4	(1.6)	0.1	(0.7)
	秦港煤炭庫存	萬噸	639.0	0.9	(0.5)	(0.7)
	發電集團日均耗煤	萬噸	62.9	3.1	(2.1)	(6.3)
有色	LME 銅	美元/噸	6,400.6	(1.5)	0.5	0.4
	COMEX 黃金	美元/盎司	1,279.7	0.0	(1.7)	(2.5)
	電池級碳酸鋰	元/噸	80,000.0	(0.1)	(0.5)	(1.3)
鋼鐵	鋼價綜合指數	\	150.2	0.1	0.7	3.3
	礦價綜合指數	\	97.9	0.8	0.7	5.0
	主要城市鋼材庫存	萬噸	1,273.6	(4.6)	(6.4)	(20.5)
建材	水泥價格指數	\	149.6	0.2	0.3	2.4
	玻璃價格指數	\	1,101.3	(0.6)	(0.5)	(2.1)
化工	尿素:山東	元/噸	10,940.0	(1.1)	(0.6)	(0.2)
	天然橡膠:上海	元/噸	1,900.0	0.0	0.0	2.7
	重質純鹼:華東	元/噸	6,035.2	(2.6)	(2.4)	(5.6)
	PTA:期貨	元/噸	2,055.0	(1.9)	2.3	(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上升

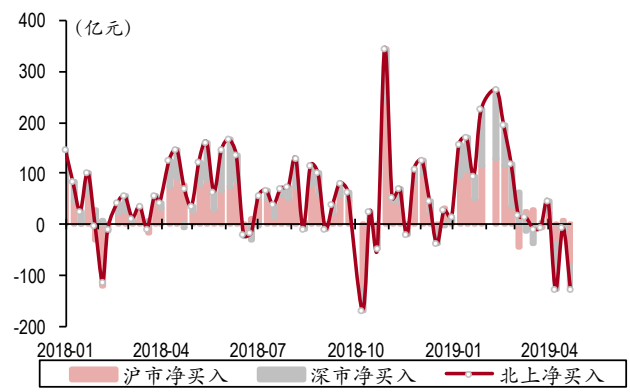
場內杠杆小幅上升，融資餘額環比上升 0.14%。場內杠杆資金方面，截至 4 月 26 日，兩市融資餘額來到了 9769.16 億元，前值 9755.62 億元，環比 (+0.14%)。融資買入成交額占全市場成交占比為 9.39%，環比 (-0.6%)。

圖表 8. 兩市融資餘額小幅上升



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 9. 北上資金大幅淨流出



資料來源：萬得，中銀國際證券

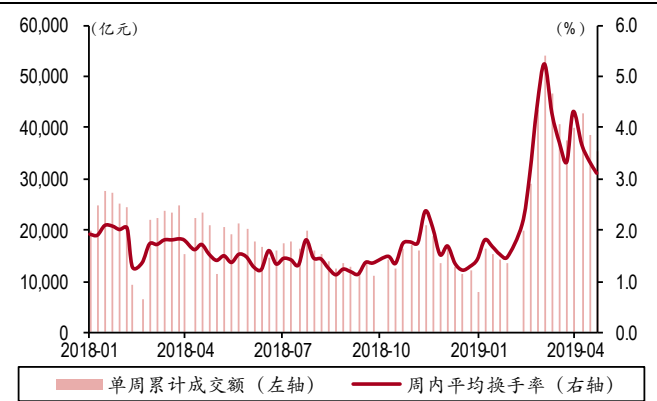
北上資金大幅淨流出。上周陸股通合計淨流出 127.72 億元（前值-7.2 億元），海外資金淨流出規模顯著增加。分市場來看，深股通淨流出大幅增加，滬股通資金也由上周的小幅淨流入轉為大幅淨流出。具體地，滬股通淨流出 83.41 億元（前值 5.85 億元）；深股通淨流出 44.31 億元（前值-13.05 億元）。

圖表 10. 權益類基金倉位大幅下降



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 11. 本周全市場換手率下降

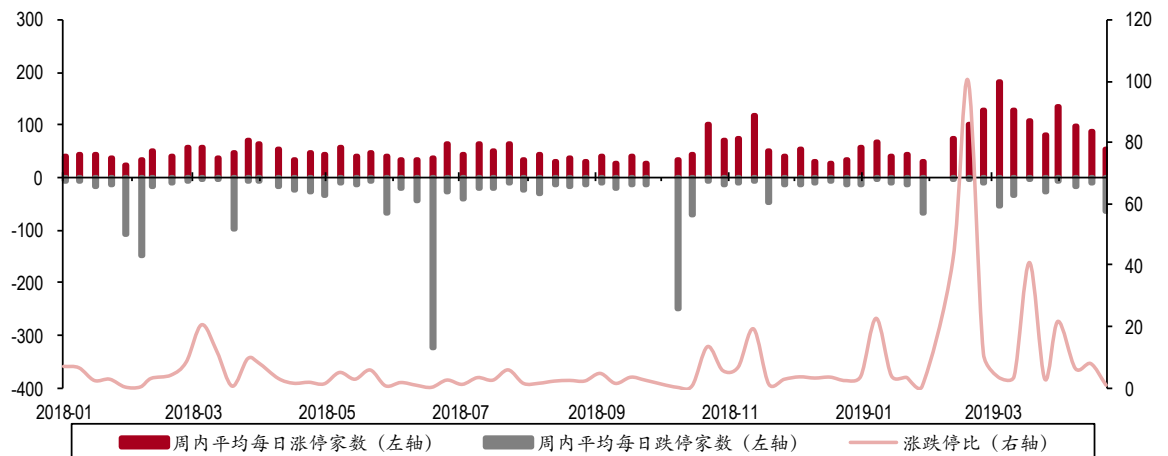


資料來源：萬得，中銀國際證券

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 86.99%（環比-0.71%）；混合型基金最新倉位 56.44%（環比-0.42%）。本周股票市場下跌幅度較大，導致權益類基金倉位出現不同程度下降。



圖表 12. 漲跌停比大幅下降，指標顯示本周市場情緒謹慎



資料來源：萬得，中銀國際證券

當周市場換手率下降至 3.11%，漲跌停比例大幅下降至 0.83%。本周市場成交情況活躍度下降。

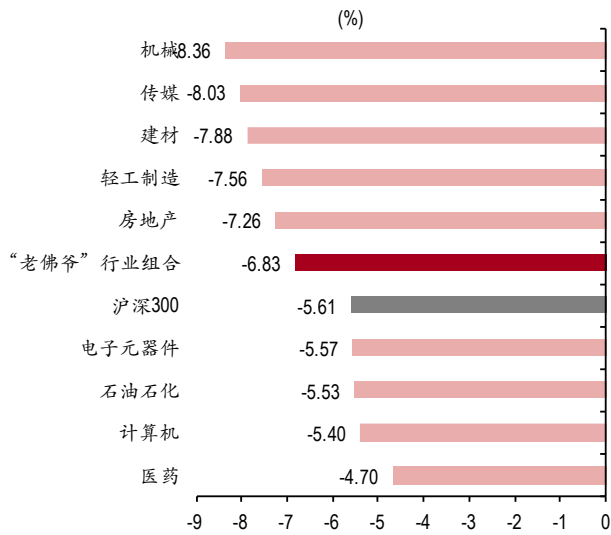
市場單周累計成交額 35403.69 億元（前值 38685.4 億元），環比（-8.48%）；全市場自由流通換手率小幅下降，市場單周換手率上升至 3.11%（前值 3.35%），環比上升 0.24 個百分點。

打板情緒方面，漲跌停比例大幅下降。全周市場漲跌停比下降至 0.83（前值 7.88），下降 7.05，全周跌停家數多於漲停家數，市場情緒謹慎。

六、建議關注組合跟踪：“老佛爺”組合淨值 1.44

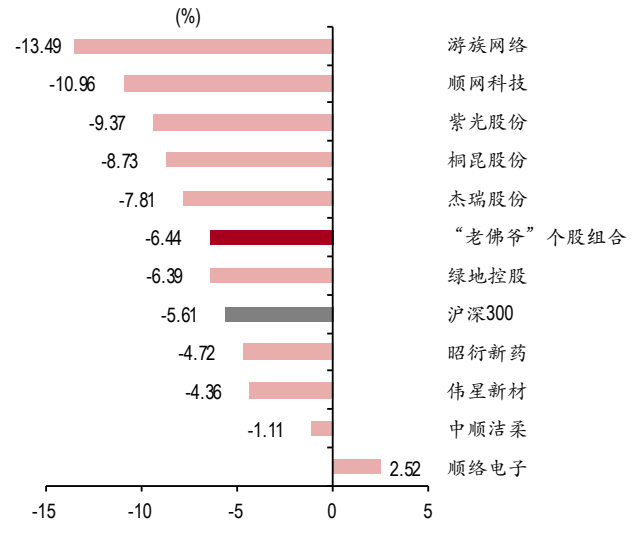
組合回顧：個股組合和行業組合收益弱于市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益-6.83%，表現弱于市場 1.22%；“老佛爺”個股組合絕對收益-6.44%，表現弱于市場 0.83%。2017 年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.44。

圖表 13. 上周“老佛爺”行業組合表現



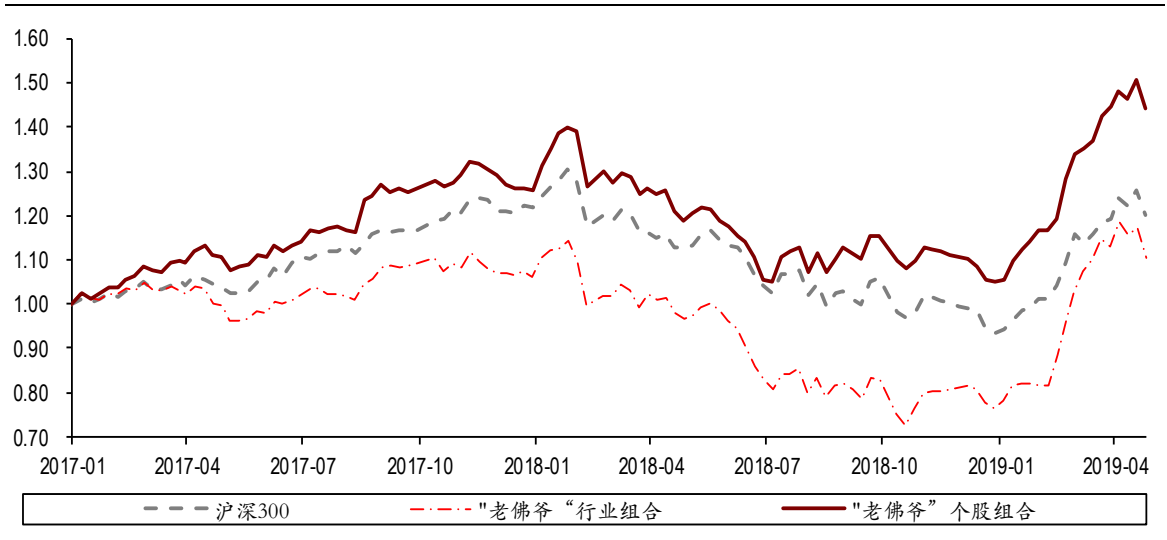
資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 14. 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 15. “老佛爺”組合表現（累計值）



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 16. 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	20.11	0.75	0.96	35.21	25.27	19.61	買入
輕工製造	002511.SZ	中順潔柔	10.68	0.40	0.49	32.31	46.83	38.28	買入
醫藥	603127.SH	昭衍新藥	46.63	0.96	1.34	69.29	19.61	14.05	買入
機械	002353.SZ	杰瑞股份	23.15	0.96	1.27	32.05	19.68	14.80	/
石油石化	601233.SH	桐昆股份	15.79	1.49	1.89	13.44	12.62	9.98	買入
有色	300113.SZ	順網科技	19.01	0.88	1.04	41.03	21.38	18.15	/
傳媒	002174.SZ	游族網絡	19.81	1.37	1.64	17.30	13.78	11.47	買入
電新	002372.SZ	偉星新材	18.86	0.88	1.03	24.70	21.39	18.37	買入
鋼鐵	000938.SZ	紫光股份	40.73	1.51	1.89	32.44	12.53	9.97	/
房地產	600606.SH	綠地控股	7.33	1.16	1.42	7.26	16.23	13.25	買入

資料來源：萬得，中銀國際證券，數據截止 2019/04/26



風險提示

經濟下行超預期，貿易戰形勢惡化。

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