

每周观点辑要（第2期）

核心观点

- **宏观：**目前看来，中国经济运行状况好于预期，经济企稳尚难证伪。但考虑到其中存在：春节错位导致低基数、基建节奏前移、市场预期转好使得前期受抑需求释放、以及部分企业赶在4月增值税下调之前订货等因素，仍需留意二季度末上述因素消退之后，经济增长出现反复的可能性。在此过程中，也需留意政策层面反向微调的可能及其影响。
- **策略（其予）：**央行一季度净回笼资金近3000亿，监管层并不希望流动性过于宽裕。三月金融数据超预期，近期降准概率下降。当前A股主要指数估值（中证500除外）已修复至2010年以来均值附近，周期行业占比较高的中证500指数较为低估。考虑流动性制约，股市走向过热概率不大，建议关注估值仍未充分修复、存在预期差的周期板块。
- **策略（何晓）：**三月社融和进出口数据超预期，四月第三周指数将在数据驱动下上行。
- **新能源：**推荐关注新能源产业链充电桩板块，主要逻辑未来两年市场规模逐步扩大，该板块部分企业盈利出现改善。
- **商品：**1、黄金：短期震荡为主，中长期配置逻辑不变。2、铜：仍需等待消费恢复，铜价持续震荡偏强。
- **医药：**1、4月9号，药物临床试验登记与信息公示平台公示了恒瑞的1类创新药CDK4/6抑制剂SHR6390的III期临床试验，拟用于HR+/HER2-晚期乳腺癌的二线治疗，是国内布局CDK4/6抑制剂企业中首家进入III期临床的公司。2、市场观点：目前国内CDK4/6抑制剂竞争格局良好，患者群体较大，因此看好恒瑞SHR6390未来的市场潜力。粗略估算恒瑞SHR6390在HR+/HER2-乳腺癌领域的销售峰值可达30亿。
- **消费：**1、从我们跟踪的数据看，1Q19京东平台增速继续放缓；2、佩蒂股份2018年净利润升31.42%至1.40亿元。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

杨其予

qiyang@cebm.com.cn

何晓

xhe@cebm.com.cn

陈秋祺

qiuchiqi@cebm.com.cn

王晓璇

xxwang@cebm.com.cn

张静含

jhzhang@cebm.com.cn

袁颖

yyuan@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



宏观：（联系人：张璐，18511892362；钱伟，17600929719；姚世泽，15210838552）

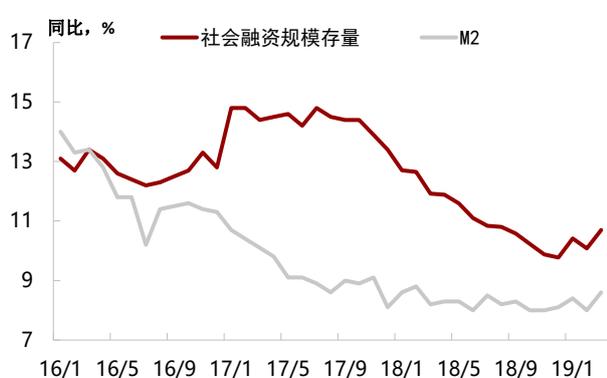
1、3月社融全面而健康地超预期。目前看来，中国经济运行状况好于预期，经济企稳尚难证伪。但考虑到其中存在：春节错位导致低基数、基建节奏前移、市场预期转好使得前期受抑需求释放、以及部分企业赶在4月增值税下调之前订货等因素，仍需留意二季度末上述因素消退之后，经济增长出现反复的可能性。在此过程中，也需留意政策层面反向微调的可能及其影响。

2、3月中国出口强势、进口低迷，且二者呈现出巨大的裂口。尽管存在基数、价格方面的扰动，但一季度的出口情况远没有此前市场预期得差，尤其对欧洲出口，在欧洲经济景气下滑的情况下仍有不错的表现，这符合我们在《换个角度看出口》中的判断。而进口低迷，除了反映出中国经济放缓的影响外，可能也与4月下调增值税，企业因而推迟了部分进口有一定关联。二季度进出口增速的裂口将得到收窄。

3、3月猪、油、菜推动CPI运行偏强，终端需求压制PPI弱势运行。鉴于新一轮猪周期已然启动、及厄尔尼诺导致今年极端天气增多，猪和菜引领的食品价格将对全年CPI起到支撑作用。但从偏弱的经济基本面，后续增值税率下调对终端消费的传导，以及社融、M2与名义GDP增速相匹配的政策目标来看，尽管二季度CPI上行压力较大，但在3%以上运行的可能性较小，相应地对货币政策的掣肘有限。倘若后续经济下行压力有所增大，货币政策仍然留有空间。

研究报告：《3月物价数据点评：跳动的猪、油、菜》，《3月贸易数据点评：出口担忧暂缓》，《3月金融数据点评：又是一片艳阳天》，《国内宏观周报：通胀担忧重入视野》，《海外宏观周报：美债期限溢价另有玄机》

图表 1：3月社融增速进一步回升



图表 2：3月票据融资增长并未显著强于季节性



图表 3：季调后出口增长也明显好于进口



图表 4：3月核心 CPI 仍维持低位



来源：Wind，莫尼塔研究

策略：（联系人：杨其予，18628189528；张颖锐，18817655507）

2010年后，中国经济增长和货币创造机制发生深刻变化，主要总量指标见顶后呈长周期回落趋势。因此，使用2010年后股市估值数据参考意义较强。当前，沪深300、中证500以及创业板指市盈率（TTM）分别处于2010年以来59.4%、12.8%以及60.0%分位，市净率分别处于46.9%、10.9%以及47.0%分位。不同指数和不同指标刻画的估值水平差异均较大。如何理解这些差异？

其一，中证500与沪深300 ROE的比值在2017年后显著上升，这背后并非前者成分公司规模扩大带来的规模效应，而是与两指数行业分布有关。中证500成分股工业、材料等周期行业占比比较沪深300高出近一倍（超过40%）。中证500盈利能力回升优于沪深300，但供给侧改革后市场对周期行业盈利持续性和经济预期悲观，造成前者估值修复幅度落后。其二，创业板指与沪深300市净率修复至相近分位，反映当前市场并无显著占优的风格。

其二，随着A股的扩容，中证500成分股市值增加（沪深300后市值居前的500个股票），盈利成长性下降，故市盈率估值也处于历史较低位置。

我们认为：

（1）结合当前市盈率和市净率百分位，市场整体估值已修复至合理水平。剩余估值修复机会可能仅集中于周期行业和中证500等指数。盈利预期差将带来较大弹性，但修复空间仍将受到ROE水平和成长性较低的制约（市净率更多由ROE长期水平决定，沪深300 ROE长期维持在10%以上，市值靠后的中证500则在8%附近）。

（2）创业板当前市盈率参考意义不大。对于创业板，历史上其盈利能力主要受并购活动影响。2016年末创业板公司发行股份用于并购的数额领先盈利增速回落，而后创业板指ROE趋势下行但仍维持在10%以上。2018年10月以来，监管层相继出台多项政策松绑并购重组活动，政策暖风将为创业板盈利能力提供了支撑。预计科创板企业上市前后，“示范效应”仍会显著。

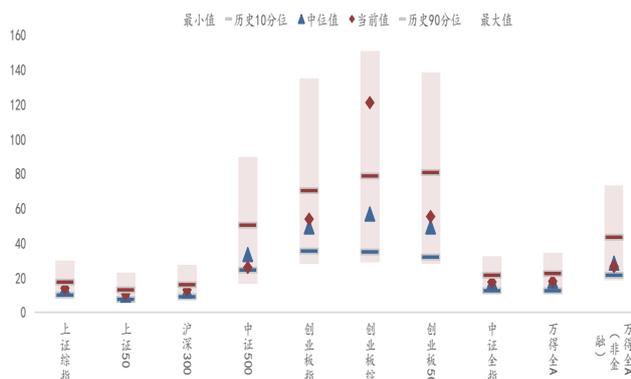
主要结论：

央行一季度净回笼资金近3000亿，表明央行并不希望流动性过于宽裕。三月金融数据超预期，近期降准概率下降。当前A股主要指数估值（中证500除外）已修复至2010年以来均值附近，周期行业占比较高的中证500指数较为低估。受流动性制约，股市走向过热概率不大，建议关注估值仍未充分修复、存在预期差的周期板块。此外，考虑到中美达成贸易协定的概率不断上升，投资者应关注：1) 协定达成对国内部分行业的竞争性影响。2) 人民币汇率贬值空间料将有限，这将对外资流入形成提振。

研究报告：《策略周报-周期板块仍有估值修复空间》，《A股的联动性周期》，《数据量化指标与工具-均值回归的两个角度》，《策略周报-创业板的“科创溢价”还能走多远？》

图表 5：多数指数估值已修复至 2010 年以来中位 值附近

图表 6：中证 500 / 沪深 300 ROE 比值在 2017 年后走扩



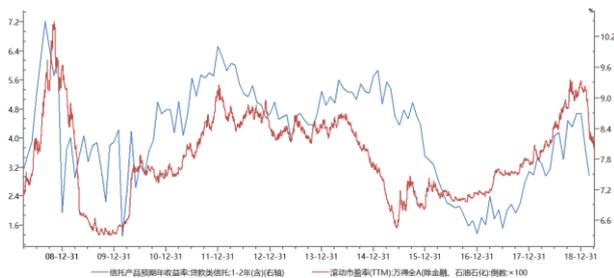
来源：Wind，莫尼塔研究

策略：（联系人：何晓，17317711110）

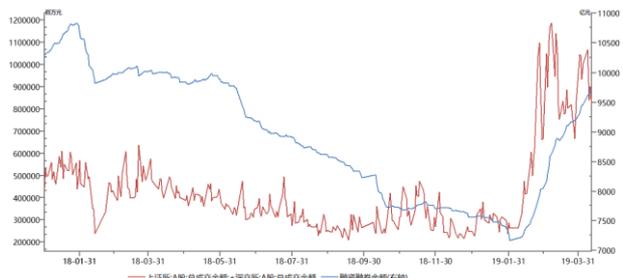
1、市场观点：三月社融和进出口数据超预期，四月第三周指数将在数据驱动下上行。A股创出新高后震荡调整，近期是一季报预告的密集发布期，中小创业绩增速明显下滑，风格上蓝筹白马占优，两市成交额明显萎缩，融资融券余额继续攀升至9700亿。与一月社融超预期提振风险偏好略有不同的是，三月社融和进出口数据超预期更多反映了经济复苏预期，指数有望在下周收复失地，延续震荡上行趋势，从中期来看18年高点3587将在本轮beta行情中修复，从长期来看IMF再度下调全球经济增长预期但上调中国经济增长预期，在全球流动性宽松、利率下行以及经济增长疲弱的背景下，A股继续成为全球投资者风险资产配置的重要一环，并且证监会准备就有关再融资的政策作再评估以支持上市公司发展，将为后续A股后市的稳健运行起到积极作用。

研究报告：《莫尼塔研究-每周全球图集-社融和进出口数据超预期推动指数进一步上行-20190414.pptx》

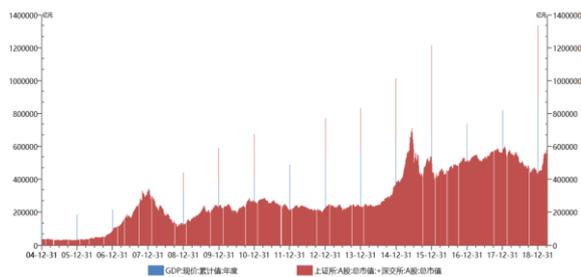
图表 7：伴随 1~2 年期贷款类信托收益率下滑，估值持续修复



图表 8：两融攀升至 9700 亿，推升成交量持续复苏



图表 9：证券化率 64%，有相当的安全边际



图表 10：以申万绩优指数为代表的价值股当前估值处于历史 36.66%分位数



来源：Wind，莫尼塔研究

新能源：（联系人：陈秋祺，15601813422；程枫，18516147719）

2020年我国新能源汽车保有量预计为578万辆，对应总充电量需求为116亿kwh：2018年，中国电动车销售量达125万辆，同比增长61%；电动车汽车保有量达261万辆，同比增长70%。根据《十三五国家战略性新兴产业发展规划》：2020年中国新能源汽车产销量将达到200万辆，我们测算2020年中国新能源汽车保有量可达578万辆。按照每辆电动车百公里耗电量20kwh，平均每年行驶10000公里的前提假设，2020年我国电动车充电需求量为116亿kwh。

中国车桩比例不协调，2020年充电桩保有量保守估计为114万台：2018年，中国充电桩保有量为78万台，车桩比为3.4:1；距离《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020年）》中提出的车桩比值1:1，尚有一定的距离。我们从以下两个不同的方向展开测算未来充电桩数量：1）满足国家车桩比1:1的设定；2）满足新能源汽车充电量的需求。

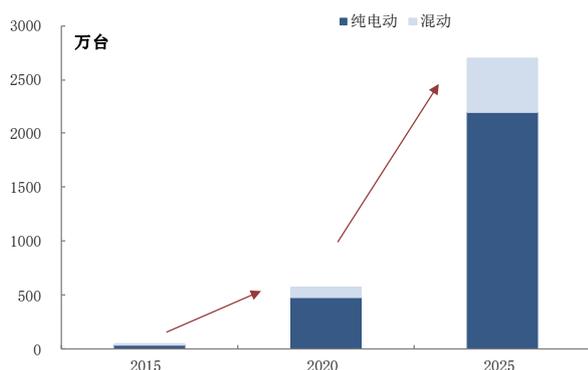
方向一：关注车桩比，测算步骤为“新能源汽车-车桩比-充电桩”。2019年和2020年充电桩总数将分别为199万台和578万台。

方向二：关注充电量需求，测算步骤为“新能源汽车-充电量需求-充电桩”。2019年和2020年充电桩数量将分别为79万台和114万台。

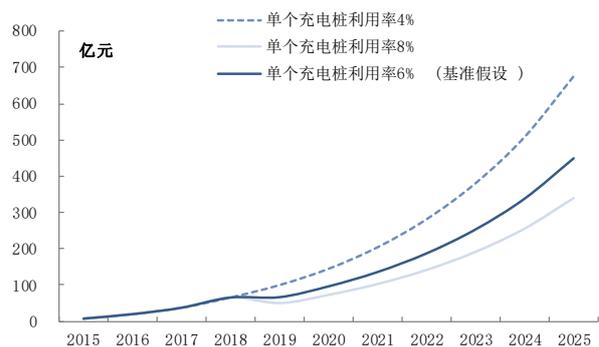
预计2020年充电桩市场规模至少为97亿元：价格和数量是估算市场规模的两个因素，我们假定15kw交流桩单价4900元，60kw直流桩单价30000元；根据方向二的充电桩数量假设，若未来两年直流桩占总充电桩数量维持在10%，单桩利用率维持在6%，那么2019年和2020年充电桩设备的市场规模为67亿元和97亿元。

推荐关注新能源产业链充电桩板块，主要逻辑未来两年市场规模逐步扩大，该板块部分企业盈利出现改善。

图表 11：新能源汽车保有量大幅度上涨



图表 12：根据充电需求测算的充电桩市场规模



来源：第一电动网，莫尼塔研究

商品：（联系人：王晓璇，15866892588）

1、黄金：短期震荡为主，中长期配置逻辑不变。截止3月29日，国际黄金现货收于1295.40美元/盎司，较上月末下跌1.80%；国内金价同期下跌1.76%，收于281元/克。期货方面，COMEX黄金价格收于1290.8美元/盎司，较上月末下跌1.82%；SHFE黄金期货收于283.5/克，较上月末下跌1.29%。

我们认为，4月黄金上行仍乏力，主要逻辑是：1) 4月美股虽面临调整风险，但并不具备大幅下跌的基础。2) 美国经济下行压力尚有限，实际利率下行乏力，对黄金配置价值的影响偏中性。3) 美元指数仍有支撑，不利于黄金上涨。虽然美国经济预期悲观，但美国经济在世界范围来说相对“一枝独秀”，美元指数仍有支撑，不利于金价上涨。4) 交易层面看，截止3月28日，COMEX黄金非商净头寸持续增仓，SPDR黄金ETF持仓量达到784.26吨，与上月末基本持平。此外，我们之前一直建议关注金价与SPDR持仓量的比值。由于SPDR黄金基金只能看涨做多，如果没有份额则不能卖出，因此金价与SPDR持仓量的比值更加具有指示性意义。首先，该比值越低，说明金价后市走高空间越阔，处于相对的价格洼地；其次，历史数据显示，如果该比值确认达到由跌转涨的拐点，则黄金上涨趋势得到侧面确认，可以作为跟随入场的时机。目前来看，此比值由涨转跌。

2、黑色及有色：

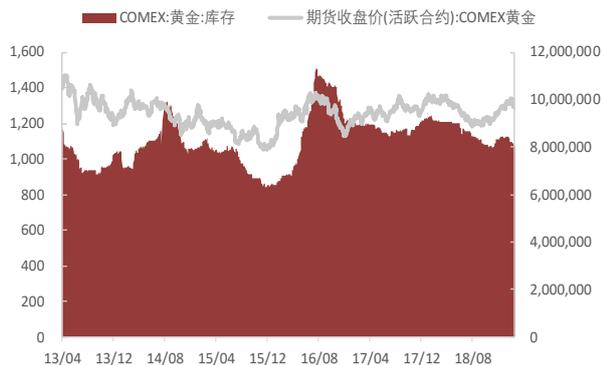
铜：仍需等待消费恢复，铜价持续震荡偏强。截止3月29日，伦铜收于6473.5美元/吨，较上月末微跌，跌幅为0.12%，库存大幅上涨，较上月末上涨31.17%，收于128475吨。截止3月29日，沪铜收于48670元/吨，较上月末下跌2.39%，库存收于185915吨，较上月末大幅上涨51.66%。

上月铜价下跌主要原因包括：1) 减税政策正式公布：增值税减少3%，使得铜市场进入BACK结构。造成了市场为赚取税差，投机套利情绪高昂，买近抛远行为大量出现，远期合约不断下跌并带动国内铜价整体中心下移。2) 3月国内消费恢复缓慢市场预期的消费旺季并未实现。3) 3月下旬LME库存如期出现交仓打压铜价，月底欧洲经济数据超预期的低使得市场悲观情绪再度发酵，大幅利空铜价。

对于4月份来说，市场需求仍待恢复，铜价持续震荡。1) 供给端预计有小幅减少，虽然罢工等扰乱事件的影响已不在，但是国内冶炼厂从3月底拉开了年度检修帷幕，供应短期应偏紧。2) 需求端目前来看虽已进入传统消费季，但现货成交仍然较为清淡。全球范围来看，全球主要经济体的PMI指数持续下滑，暗示需求较为疲软。3) LME铜近月和远期升贴水略有回升，表明市场对未来价格信心有所上升。4) 目前LME、COMEX、SHFE的铜库存较2018年初下降了30.01%，处于十年来历史低位。

研究报告：《大宗商品石油产业链周报--美国单周原油产量首次出现下滑》

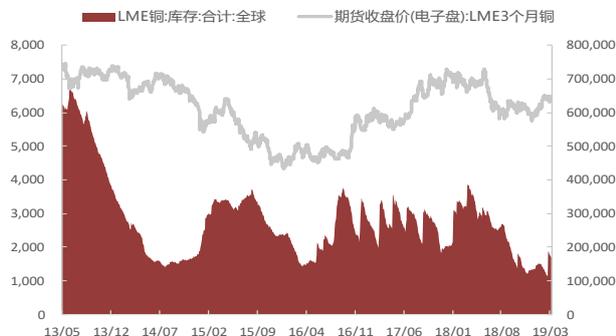
图表 13：COMEX 黄金价格及库存



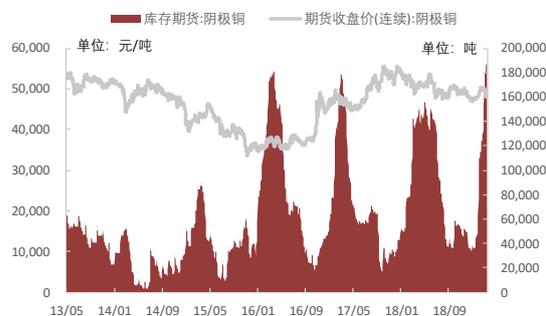
图表 14：金价与 SPDR 持仓量比值由涨转跌



图表 15：LME 铜价格及库存



图表 16：SHFE 铜价格及库存



来源：第一电动网，Wind，莫尼塔研究

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13150



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>