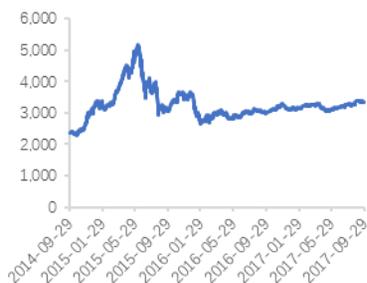


## 当经济改善遇上定向降准

### ■ 上证综合指数走势(近三年)



#### 相关研究报告:

《正在修复预期差》

《从估值角度观察,“漂亮50”走到哪儿了  
《拥抱确定性——2017年中期A股市场投  
略》——2017/07/18

《周期未央,成长候场——A股市场2017  
度投资策略》

《甄选,防御——A股市场2016年四季度  
策略》——2016/10/12

《春花赶场,且行且珍惜——A股市场20  
年二季度投资策略》——2016/04/01

#### 证券分析师:周雨

电话:010-88321580

E-MAIL: zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190210090002

#### 联系人:万科麟

电话:010-88321823

E-MAIL: wankl@tpyzq.com

### 当 PMI 高景气遇上定向降准,节后窗口已打开

国庆节期间利好不断。国庆节期间出现三大利好:其一,以各经济体的 PMI 与就业数据为代表的高频经济数据创下年内新高,昭示经济复苏韧性强;其二,与 A 股市场相关性最强的香港资本市场重返 2015 年高点显示投资者信心不弱;其三,央行出台关于对中小企业展开定向降准的文件落地,这显示了在“去杠杆”与“经济稳定不失速”的平衡中,货币政策有边际放松预期。三重利好叠加形成对节后风险偏好的向上提振,市场风格有望再度从消费切换至科技与周期。

**根本逻辑仍未转向,下一阶段关注杠杆去化显著板块。**我们认为 A 股市场自去年 2638 点以来,已经处于“慢牛”的运行趋势中。推升本轮“慢牛”的核心逻辑为:1、供给侧改革推进之下行业集中度提升,龙头公司 ROE 提升。2、IPO 放行之下,A 股市场存在估值重构的内在需求。因此,具体路径体现为“去产能→企业盈利→修复资产负债表(去杠杆)→补短板”。目前,市场已经实现了周期行业盈利复苏的阶段,企业正处于资产负债表的修复中,并且这个过程仍将持续一段时间。在二级行业中,自 2016 年下半年起企业自由现金流与权益负债比均出现改善的板块为:石油开采、化学制品、橡胶、航空装备。

**节前领涨板块节后仍有望领涨,但需谨防业绩不达预期风险。**节前一周,在大盘调整阶段领涨的二级行业分别为食品加工、显示器件、通信设备、汽车整车、造纸、饮料制造,体现了市场在经济数据回落预期下“防守为先,抱团科技、寻找消费周期交接点”的思路,其中,食品加工与饮料制造受益于业绩稳健与消费升级的预期,汽车整车受益于新能源汽车产业链景气传导预期,显示器件受益于国产产业链升级并实现自主生产国际领先水平的预期,通信设备受益于 5G 超预期提前实现试商用,造纸受益于周期工业品的全面涨价,并且行业本身同时具备消费品性质与周期品性质。节后看,这些板块难有重大利空,但需谨防过快的涨幅对板块业绩提前兑现造成风险。

**政策面继续稳健,概念板块风口已至。**纵观 9 月至今,为迎接十九大胜利举行,政策面呈持续稳健,并为概念板块形成合力创造了良好外部条件,结合前面所提到的杠杆去化以及国庆前市场风险偏好所在(涨幅最大概念板块),我们认为,顺势而为应是节后第四季度收益风险比最高策略,推荐板块:5G、军民融合、OLED、维生素。

## 目录

一、国庆节期间利好不断 .....	5
二、根本逻辑仍未转向，下一阶段关注杠杆去化显著板块 .....	7
三、节前领涨板块节后仍有望领涨，但需谨防业绩不达预期风险 .....	8
四、政策面继续稳健，概念板块风口已至 .....	10

## 图表目录

图表 1: 工业增加值维持高位 .....	4
图表 2: 工业品价格与企业盈利 .....	4
图表 3: 社消增速稳健 .....	5
图表 4: 企业盈利预期高 .....	5
图表 5: PMI 创 2013 年以来新高 .....	5
图表 6: 港股提供良好外部条件 .....	5
图表 7: 欧美 PMI 显示复苏强劲 .....	6
图表 8: 美国消费者信心指数强 .....	6
图表 9: 美国就业数据平稳 .....	6
图表 10: 中国 PMI .....	6
图表 11: ROE 自 16 年 Q2 以来持续上行 .....	8
图表 12: 杠杆出现去化行业 (黄色为均改善) .....	8
图表 13: 节前领涨板块 (申万二级行业) .....	9
图表 14: 9 月至今政策热点催化 .....	10

## 当PMI高景气遇上定向降准，节后窗口已打开

年初至今，中国经济、金融政策与资本市场主要呈现以下特点：经济韧性强、金融政策稳中偏紧，底线思维主导（即：在坚持经济去杠杆不动摇的同时保证经济不出现处置风险，不因去杠杆而使经济增长失速下滑）、资本市场（除债券市场外）在震荡向上中消化风险。三大特点的表现迹象为：其一，经济上，在固定资产投资增速一路下滑的背景下，规模以上企业工业增加值仍然维持在较高水平，工业品价格复苏明显，企业盈利相比去年明显好转，社会消费品零售增速稳健，企业盈利预期屡创近年新高；其二，金融政策稳中偏紧运动式推进，如一季度银监会“334”自查后监管政策便边际趋缓，国庆节前夕央行开展对中小企业普惠金融定向降准支持；其三，在企业利润好转的同时上证指数在3000点-3300点间窄幅震动，估值位于合理区间（位于15倍-17倍之间）。

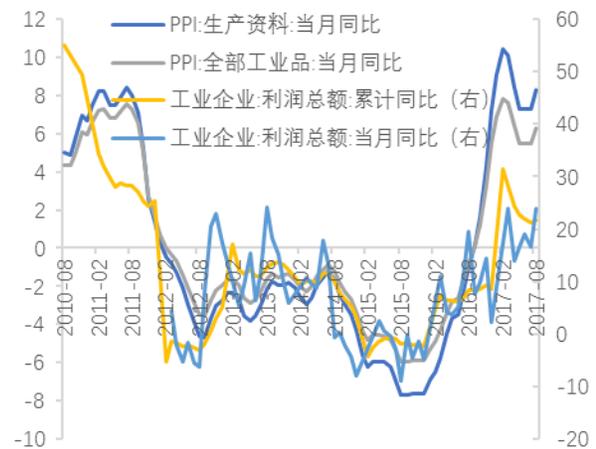
在9月PMI数据续创2013年以来最高点（9月为52.4，为2012年5月以来最高）之际，企业盈利复苏在中期已经没有争议，在上述背景之下，与A股市场联系最深的港股市场恒生指数在国庆期间创下2007年以来最高，这给A股市场赋予了良好的外部环境。目前，A股牛市基础初现。

图表1：工业增加值维持高位



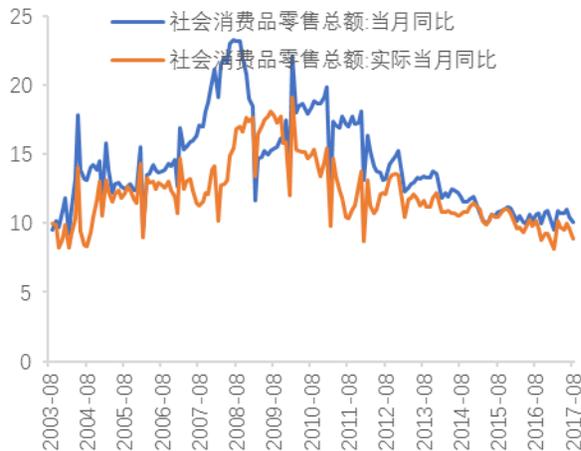
资料来源：Wind, 太平洋证券整理

图表2：工业品价格与企业盈利



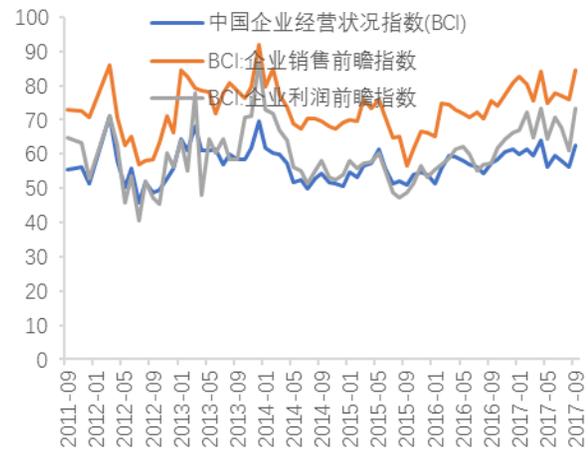
资料来源：Wind, 太平洋证券整理

图表3: 社消增速稳健



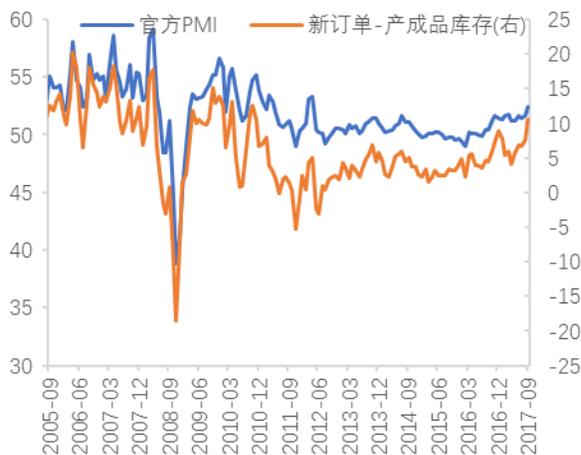
资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表4: 企业盈利预期高



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表5: PMI创2013年以来新高



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表6: 港股提供良好外部条件



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

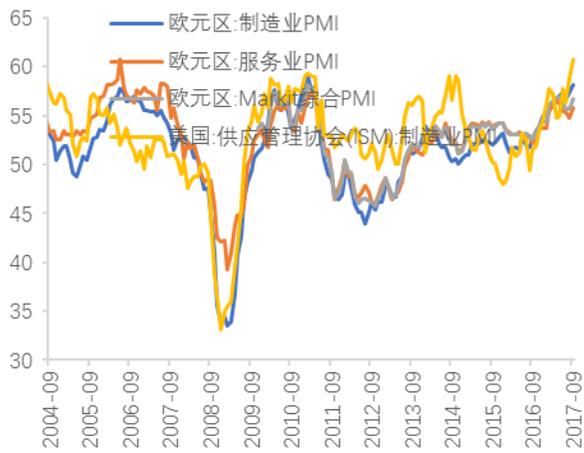
## 一、国庆节期间利好不断

国庆节期间出现三大利好: 其一, 以各经济体的PMI与就业数据为代表的高频经济数据创下年内新高, 昭示经济复苏韧性强(各经济体PMI皆创近年新高, 美国PMI9月达60.8为2004年6月以来最高值, 欧元区制造业PMI达58.1为2011年3月以来最高值), 中国PMI同样揭示了本轮经济复苏的全球性, 主要抽取中小企业作为样本的财新PMI与大中型企业均有覆盖的官方PMI均维持在荣枯线上方(财新PMI仅5月处于荣枯线下方)。其二, 与A股市场相关性最强的香港资本市场重返2015年高点显示投资者信心不弱; 其三, 央行出台关于对中小企业展开定向降准的文件落地, 这显示了在“去杠杆”与“经济

稳定不失速”的平衡中，货币政策有边际放松预期。三重利好叠加形成对节后风险偏好的向上提振，市场风格有望再度从消费切换至科技与周期。

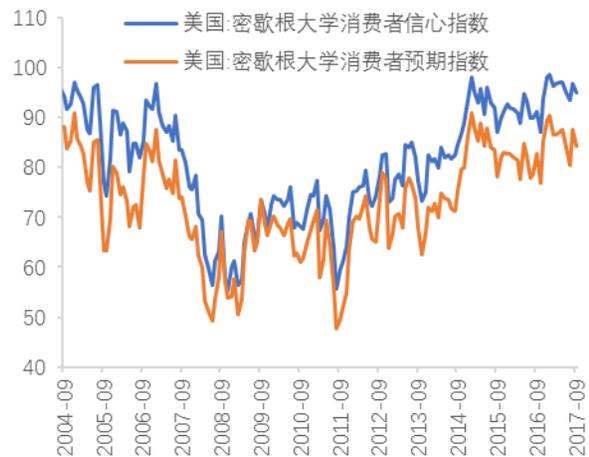
与此同时，虽然美国公布的最新非农新增就业-3.3万大幅弱于预期，但失业率仅4.2%创下16年新低，薪酬增速同比亦持续位于通胀水平上方。我们认为，失业率与薪酬同比显示中长期趋势，比新增非农就业的短期扰动（可能出于飓风影响）解释力更强，消费者信心指数同样位于高位。各机构在数据公开后对美联储12月加息预期上调也印证了美国经济复苏强于预期的判断。

图表7：欧美PMI显示复苏强劲



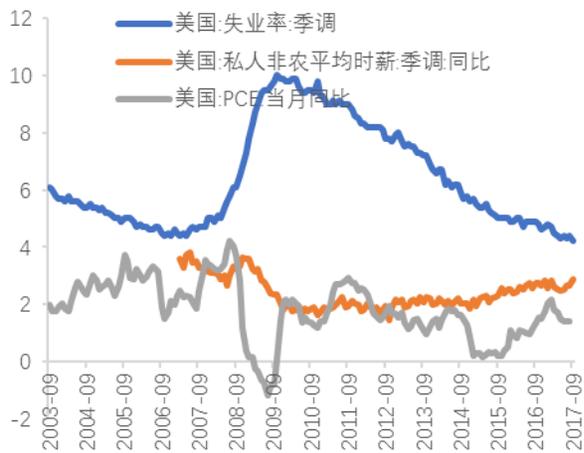
资料来源：Wind, 太平洋证券整理

图表8：美国消费者信心指数强



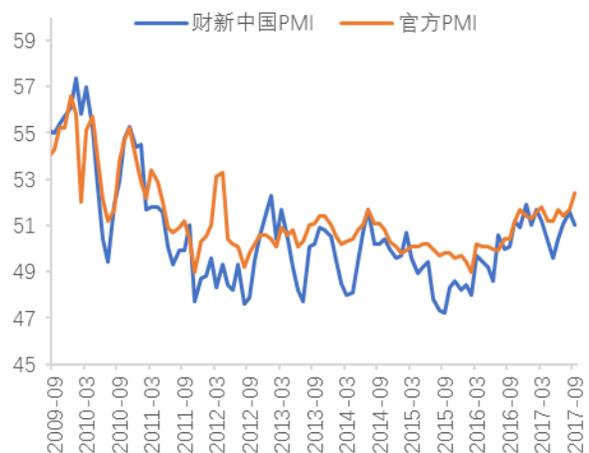
资料来源：Wind, 太平洋证券整理

图表9：美国就业数据平稳



资料来源：Wind, 太平洋证券整理

图表10：中国PMI



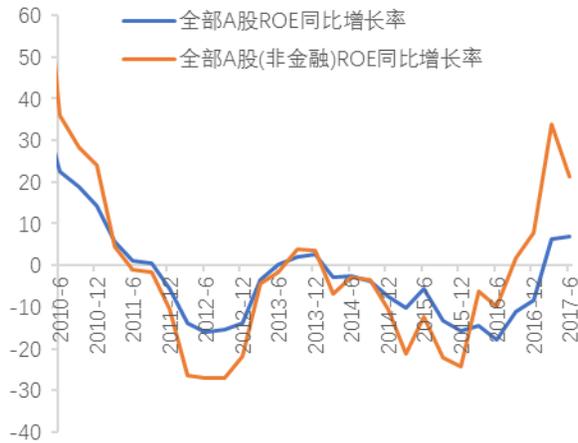
资料来源：Wind, 太平洋证券整理

## 二、根本逻辑仍未转向，下一阶段关注杠杆去化显著板块

我们认为A股市场自去年2638点以来，已经处于“慢牛”的运行趋势中。推升本轮“慢牛”的核心逻辑为：1、供给侧改革推进之下行业集中度提升，龙头公司ROE提升。2、IPO放行之下，A股市场存在估值重构的内在需求。因此，具体路径体现为“去产能→企业盈利→修复资产负债表（去杠杆）→补短板”。目前，市场已经实现了周期行业盈利复苏的阶段，企业正处于资产负债表的修复中，并且这个过程仍将持续一段时间。

在二级行业（申万）中，自2016年下半年起随ROE上行企业自由现金流与权益负债比均出现改善的板块为：石油开采（近四个季度每股企业自由现金流增速同比分别为373.1%、17.2%、111.4%、481.1%，权益负债比增速同比分别为3.4%、3.4%、7.8%、5.0%）、化学制品（近四个季度每股企业自由现金流增速分别为36.0%、143.3%、13.9%、29.8%，权益负债比增速同比分别为15.2%、9.7%、14.1%、10.3%）、橡胶（近四个季度每股企业自由现金流增速同比分别为24.0%、90.9%、59.9%、104.3%，权益负债比增速同比分别为33.7%、24.3%、8.2%、9.0%）、航空装备（近四个季度每股企业自由现金流增速同比分别为48.0%、83.5%、76.9%、217.5%，权益负债比增速同比分别为18.3%、6.2%、2.0%、1.9%）。

图表11: ROE自16年Q2以来持续上行



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表12: 杠杆出现去化行业 (黄色为均改善)

自由现金流好转板块	权益负债比好转板块
SW石油开采II	SW石油开采II
SW石油化工	SW煤炭开采II
SW化学原料	SW化学制品
SW化学制品	SW橡胶
SW化学纤维	SW园林工程II
SW橡胶	SW航空装备II
SW工业金属	SW畜禽养殖II
SW黄金II	SW环保工程及服务II
SW金属非金属新材料	SW房地产开发II
SW水泥制造II	SW元件II
SW玻璃制造II	SW文化传媒
SW基础设施建设	
SW专业工程	
SW高低压设备	
SW运输设备II	
SW航空装备II	
SW船舶制造II	
SW纺织制造	
SW服装家纺	

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

### 三、节前领涨板块节后仍有望领涨，但需谨防业绩不达预期风险

节前一周，在大盘调整阶段领涨的二级行业（申万）分别为食品加工、显示器件、通信设备、汽车整车、造纸、饮料制造，体现了市场在经济数据回落预期下“防守为先，抱团科技、寻找消费周期交接点”的思路，其中，食品加工与饮料制造受益于业绩稳健与消费升级的预期，汽车整车受益于新能源汽车产业链景气传导预期，显示器件受益于国产产业链升级并实现自主生产国际领先水平的预期，通信设备受益于5G超预期提前实现试商用，造纸受益于周期工业品的全面涨价，并且行业本身同时具备消

费品性质与周期品性质。节后看，这些板块难有重大利空，仍有上升空间。但需谨防过快的涨幅对板块业绩提前兑现造成风险。

图表13：节前领涨板块（申万二级行业）

板块名称	涨幅
食品加工	4.88%
显示器件	4.07%
通信设备	3.75%
汽车整车	3.53%
造纸	3.38%
饮料制造	2.75%
航空装备	2.59%

资料来源：Wind, 太平洋证券整理

图表14：9月至今政策热点催化

政策	一句话点评	利好板块（中信一级）
九月一日起禁止发行为期一年以上同业存单	控制银行冲规模，有利控制金融风险	N/A
山东整合地炼集团，涉全国70%地炼产能	化工去产能大动作，利好石油化工	石油、化工
公募基金流动性新规，完善停复牌制度	有利维持市场秩序并实现停复牌规范化	非银行金融
第三届军民融合发展高技术装备论坛举行	利于推进军工板块改革	国防军工
环保部首定季节性量化指标	指导环保限产，显示政策方向	供给侧改革相关、环保
金砖国家领导人发布厦门宣言，加强物联网、云计算、人工智能、5G等合作	利于提振相关板块风险偏好	计算机、通信
国务院鼓励民企进入轨交装备、大数据和工业机器人等产业	利好机械、计算机板块	机械、计算机
湖北要求省出资企业暂停对房地产新增投资	不利房地产投资，利于去地方政府隐性杠杆	大盘
国家发改委、能源局召开电力体制改革专题会议，强调电网企业与社会资本合作	与混改相适应，有利于电力板块民营企业	电力及公用事业
房地产政策更新，租购同权、共有产权	有利于房地产行业集中度提升	房地产
唐山启动秋冬季大气污染治理攻坚行动	限制建材行业供给	建材
央行将外汇风险准备金率调整为零	表现对人民币过快升值的遏制，利于保障出口及相关企业	N/A
中国将出台智能汽车领域战略发展规划	利好新能源汽车及人工智能相关概念	汽车、新能源、计算机
中证协座谈会召开佣金管理座谈会	遏制佣金战，利好券商	非银行金融
证监会会议指出要全力确保资本市场平稳运行迎接十九大	有利市场信心，防止大跌风险	大盘
央行将于2018年对符合普惠金融条件银行实行降准	有利于激励银行为中小企业提供低利率融资，降低融资成本扶持实体经济	大盘

资料来源：太平洋证券整理

#### 四、政策面继续稳健，概念板块风口已至

纵观9月至今，为迎接十九大胜利举行，政策面呈持续稳健，并为概念板块形成合力创造了良好外部条件。结合前面所提到的杠杆去化以及国庆前市场风险偏好所在（节前一周概念板块涨幅最大），我们认为，顺势而为应是节后第四季度收益风险比最高

策略，推荐板块：5G、军民融合、OLED、维生素。其中，5G概念板块受益于中国5G将有可能提前预商用，占据国际领先地位具有全球竞争先发优势；军民融合受益于十九大后军民融合地位将有显著提升，军改将加速，设计院优质资产实现资产证券化预期发酵；OLED受益于中国相关领域制造业（如内存、处理器芯片、显示屏等）对日韩相关产品实现市场替代趋势，相关标实现重大技术突破；维生素受益于行业集中度提高，龙头定价能力强且需求旺盛、估值相对历史值不贵（当下估值34倍，远低于估值+一倍标准差的192倍）。



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。