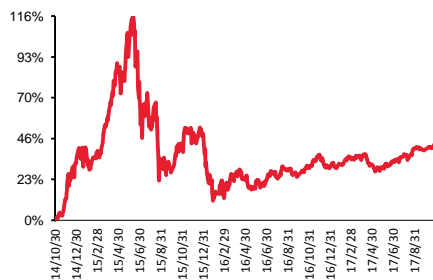


两融提速蓝筹白马，短期上行承压

■ 上证综合指数走势(近三年)



相关研究报告：

《白马弹性渐不足，转向周期与制造》

——2017/10/19

《风险暂歇，且行且珍惜》——

2017/10/11

《当经济改善遇上定向降准》——

2017/10/11

《去杠杆是推动下一轮行情的重要因素》

——2017/10/09

《经济有韧性，市场不悲观》——2017/

09/25

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

执业资格证书编码：S1190117100013

白马蓝筹加速上涨，估值优势不再。自2016年年初，白马蓝筹市值一直保持上涨态势，白马股已经超过15年顶峰，大盘蓝筹也已经非常接近15峰值。且两年以来积累了大量涨幅，尤其是食品饮料板块，止盈离场的压力较大。此外市盈率市净率经过新一轮的增长，估值已经不再便宜。

政策面、舆论面与市场交易结构引致白马蓝筹加速上涨：总体来看，近期市场对绩优蓝筹股的偏好是由于股市在“大会后下跌”带来的恐慌下暂时盘整引发了避险情绪，进而资金开始寻找政策存在“暖风”，中报业绩超出预期的标的。另外，由于市场主体中客观存在年底冲业绩压力的交易方，故而监管层鼓励投资的蓝筹股形成合力，两融杠杆资金加速涌入。长期来看，除公司本身业绩增长以外的其他支撑上涨逻辑均可能增大蓝筹的风险，政策呵护对蓝筹的支撑不会一直存在，杠杆资金要求丰厚利息，一旦蓝筹趋势不显，边际入场资金可能转空，存在一定风险。

一线蓝筹胜率偏低，关注三季度中业绩稳中有升，估值修复尚待进行的二线蓝筹次新蓝筹：三蓝筹股的风险已经显现，对一线蓝筹风险理性看待，等待短期调整完成后（调整大概率出现在今年年末）择时而动；相较之下，次新股中存在不少蓝筹因此前IPO加速遭遇“错杀”，在IPO边际放缓阶段，收益风险比已较一线蓝筹为高，可以适当关注；另外，建议布局三季度中业绩稳中有升，估值尚处低位的二线蓝筹，我们重申推荐资产质量改善且估值仍在地板的银行股。

上周各指数迎来调整，电子元器件表现最佳。主要指数较前一周全部下跌，跌幅前三为中证1000，创业板指和中证500。申万风格指数中除高价股指数外全部下跌。中信行业中，电子器原件小幅上涨，其余行业全部下跌，建材化工领跌，汽车和军工紧随其后。

进出口经济数据与PMI同时回落，十月经济料无惊喜。正如我们在十月月报中提到的，高频数据显示，高炉开工率与发电耗煤量显示环保限产对短期经济数据存在压制，加之今年国庆与中秋重叠，工作日少了一天，工业增加值数据难有超预期；同时，房地产销售继续下滑，企业投资将愈加谨慎，十月经济数据料无惊喜。

目录

一、蓝筹白马市值加速上涨，再创新高或承压	4
二、PE 和 PB 处于历史高位，估值优势不再	5
三、政策面呵护难抵业绩考验	6
四、两融提速，白马股加速赶顶	7
五、上周各指数调整，电子元器件表现最佳	8
六、进出口经济数据与 PMI 同时回落，十月经济料无惊喜	2

图表目录

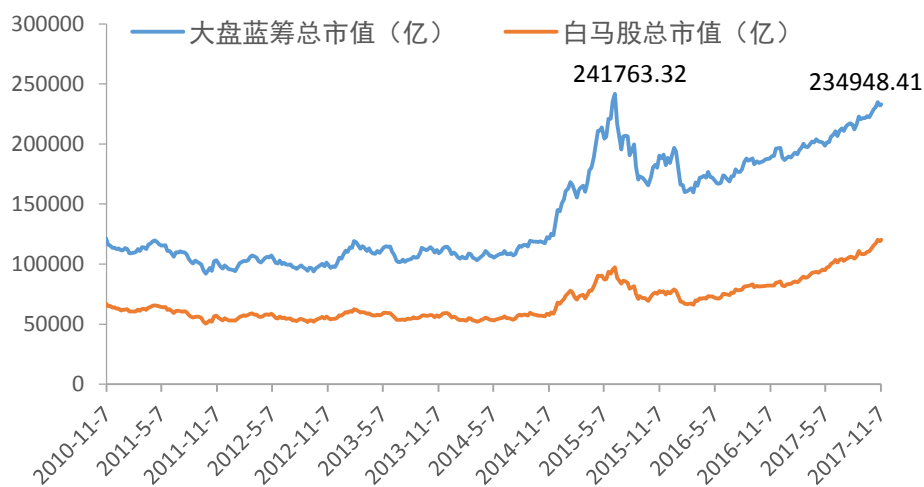
图表 1: 白马蓝筹市值持续上涨.....	4
图表 2: 蓝筹与部分行业涨幅显著.....	4
图表 3: 大盘蓝筹市盈率处历史高位.....	5
图表 4: 白马股市盈率处历史高位.....	5
图表 5: 大盘蓝筹市净率处于均值以上.....	5
图表 6: 白马股市净率处于均值以上.....	5
图表 7: 大盘蓝筹市净率接近沪深 300.....	6
图表 8: 白马股市净率超过沪深 300.....	6
图表 9: 蓝筹股价增长远超公司利润增速.....	6
图表 10: 杠杆资金加速进入茅台.....	7
图表 11: 杠杆资金加速进入平安.....	7
图表 12: 杠杆资金加速进入比亚迪.....	7
图表 13: 杠杆资金加速进入京东方.....	7
图表 14: 风格指数上周涨跌幅%.....	8
图表 15: 中信一级行业上周涨跌幅%.....	8
图表 16: 重要指数上周涨跌幅.....	8
图表 17: 蓝筹股估值分布.....	8
图表 18: 进出口边际回落.....	10
图表 19: 高炉开工与发电耗煤增速回落.....	10

一、蓝筹白马市值加速上涨，再创新高或承压

蓝筹股通常指经营业绩较好，具有稳定且较高的现金股利支付的公司股票。白马股是指长期绩优、回报率高并且具有较高投资价值的股票。其有关的信息已经公开，业绩较为明朗，同时又兼有业绩优良、高成长、低风险的特点。这两类股票被认为具备较高的投资价值，往往被投资者所看好。但是蓝筹白马经历了最近一轮的加速上涨，其优势已边际减弱。

近年以来，白马和蓝筹（此处白马为wind白马概念板块，蓝筹为wind大盘蓝筹板块，下同）一直保持慢牛态势，自2015年的股灾回落，白马蓝筹市值不断上行。白马概念股市值已经超过15年峰值，大盘蓝筹也已接近2015年以来高点。另外，2016年1月至今，大盘蓝筹涨幅（算术平均）达52.09%，超过大盘指数和沪深300涨幅，短期资金止盈离场的动机较足。

图表 1：白马蓝筹市值持续上涨



来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：蓝筹与部分行业涨幅显著

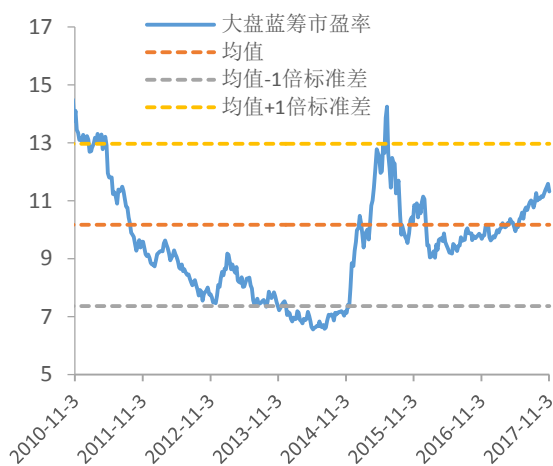
板块名称	今年初至今涨幅 (%)	2016 年初至今涨跌幅 (%)
大盘蓝筹	28.90	52.09
申万电子	34.60	70.77
申万食品饮料	51.74	112.25
申万医药生物	6.32	27.44
申万家用电器	42.13	88.30
申万汽车	8.48	31.87
沪深 300	24.28	45.91
全部 A 股	9.41	29.53

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、PE 和 PB 处于历史高位，估值优势不再

白马蓝筹市盈率已经处于历史（2010年初至今）高位，其中大盘蓝筹市盈率已达历史均值75%高位，白马股市盈率更是达到了82.5%，高于历史均值+一倍标准差。市净率角度，白马蓝筹均已超过历史均值，大盘蓝筹市净率接近沪深300，比值达到0.98，白马股市净率已经超过沪深300指数，比值为1.08。估值优势不再。

图表 3：大盘蓝筹市盈率处历史高位



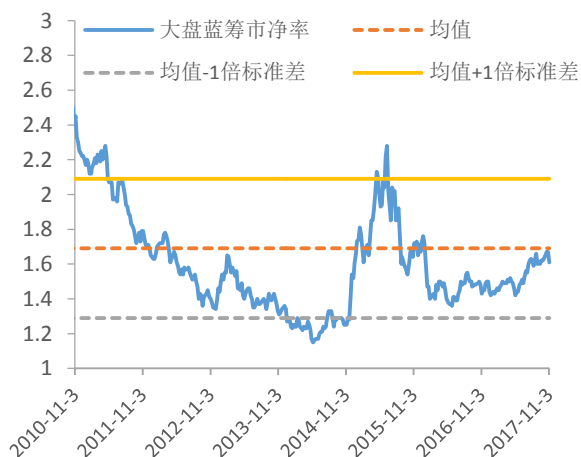
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：白马股市盈率处历史高位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：大盘蓝筹市净率处于均值以上



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：白马股市净率处于均值以上



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：大盘蓝筹市净率接近沪深 300



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：白马股市净率超过沪深 300



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、政策面呵护难抵业绩考验

舆论对蓝筹的呵护预计将引发投资者跟风进场或者加仓，但是从长期来看，个股持续上行需要稳定业绩的支撑，资金进场大概率引发蓝筹板块的泡沫。

上交所开展“新蓝筹”行动，表示在充分发挥蓝筹股市场优势的基础上，致力于开展“新蓝筹”行动，挖掘与培育更多代表新经济和传统产业转型升级的优质企业登陆上交所融资，打造上交所的“新经济、新主板”。人民日报发文赞许绩优大蓝筹专注实业、优化供给、转型升级，以坚实的业绩支撑股价上涨。这些宏观政策与舆论面的发声大概率引发投资者跟风进场或者加仓，对于白马蓝筹一定程度构成利好，但大盘蓝筹公司自2016年初大盘低位至今涨幅显著，部分企业达到了200%以上，然而归属母公司净利润增速却保持低位，以PEG来衡量，领涨的7家公司中，只有美的集团和格力电器的PEG值小于1，即以成长股估值来看待大盘蓝筹，仍然存在风险，估值修复应有尽头。

图表 9：蓝筹股价增长远超公司利润增速

证券代码	证券简称	区间涨跌幅%		归属母公司股东的净利润同比增长率%		PEG (G为过去五年平均增速)
		2016年初至今	今年年初至今	2016年报	2017 三季度	
002415.SZ	海康威视	274.76	156.55	26.46	26.82	1.12
600276.SH	恒瑞医药	91.12	112.89	19.22	20.70	2.89
601398.SH	工商银行	62.63	43.97	0.40	2.34	1.81
600519.SH	贵州茅台	233.04	95.05	7.84	60.31	2.39
000538.SZ	云南白药	86.09	40.28	5.38	10.39	1.90
000333.SZ	美的集团	222.22	92.72	15.56	17.10	0.48

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、两融提速，白马股加速赶顶

从融资融券的角度来看，上周沪深两市两融余额破万亿，10月份被融资净买入最多的板块包括电子、医药生物、食品饮料、汽车。其中贵州茅台（白马股），中国平安等白马蓝筹股的融资买入额一度占到成交金额的20%以上。可以认为白马蓝筹股的上涨有约20%是由杠杆资金所推动，而从10月起，沪股通中的白马代表贵州茅台、伊利股份实际上已经呈现净卖出状态，海外资金将不断配置逻辑已有所松动。杠杆资金的高成本要求投资的获利性高且确定性强。目前，蓝筹白马估值已处于历史高位，若触及杠杆资金持有者的警戒线，这些资金离场会给一线大蓝筹带来上行动能的衰减。

图表 10：杠杆资金加速进入茅台



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：杠杆资金加速进入比亚迪



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：杠杆资金加速进入平安



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 13：杠杆资金加速进入京东方

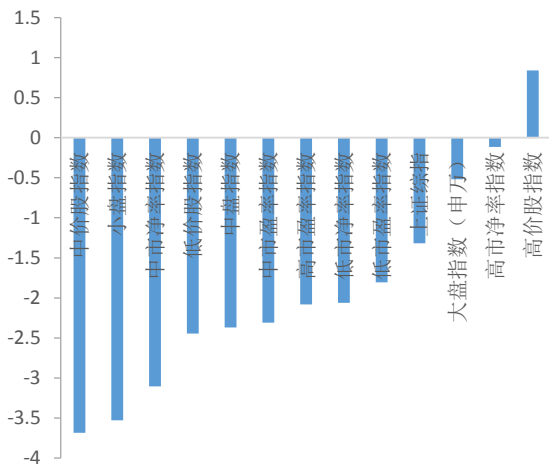


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、上周各指数调整，电子元器件表现最佳

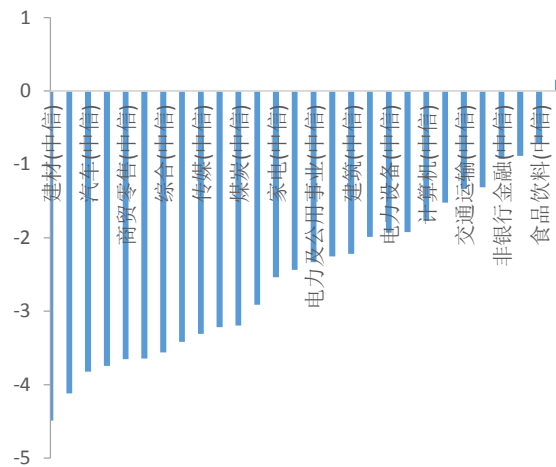
上周，各大指数较前一周全部录得负涨幅，跌幅前三为中证1000，创业板指和中证500。申万风格指数中除高价股指数外全部下跌。中信行业中，电子器原件小幅上涨，其余行业大部下跌，建材化工领跌，汽车和军工紧随其后。股市不确定性会引发整个市场的避险情绪，将资金投入绩优蓝筹，但是如前所述，一线蓝筹短期存在回调风险，建议留一分清醒留一分醉。

图表 14：风格指数上周涨跌幅%



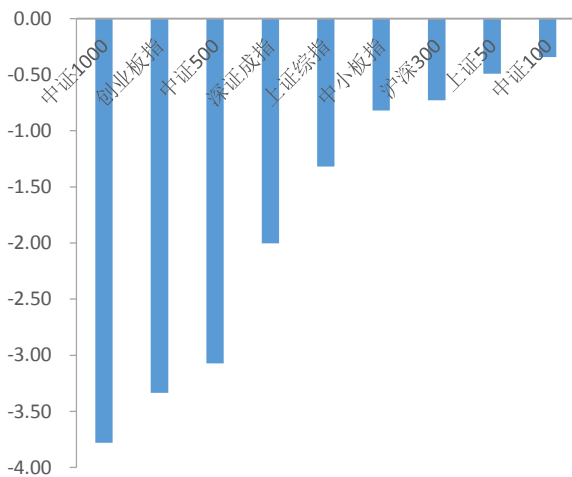
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 15：中信一级行业上周涨跌幅%



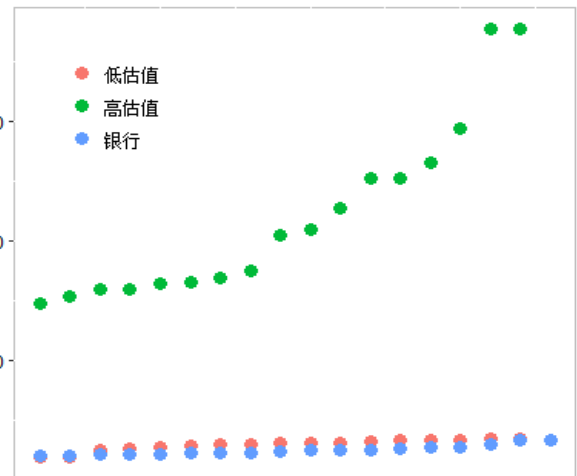
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 16：重要指数上周涨跌幅



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 17：蓝筹股估值分布



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

综上所述，我们认为，蓝筹白马此后走势有如下可能，第一，短期加速赶顶，随后“泥沙俱下”。且从现状来看，将可能出现阶段性高点。第二，前期涨幅带来的高估值或将迎来一段时间的调整，待估值到合理水平后股价逐渐企稳再走出慢牛态势。我

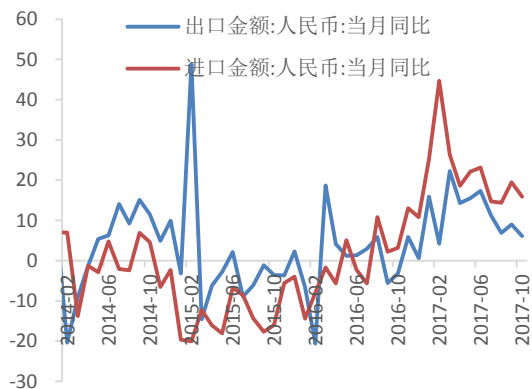
们相信，强者恒强仍是明年投资主线，新一批万亿市值以上公司出现可期，但客观来看，短期内一线蓝筹确有风险。一线蓝筹风险已现，尤其对于涨幅过大的消费白马，不能继续盲目跟风，建议投资者控制仓位，留一分清醒留一分醉。二线蓝筹可以开始布局，可以关注估值仍然较低维持在10倍以下，三季报业绩有明显优势的个股。从现有大盘蓝筹的估值来看，市盈率小于10的企业占到15%左右，另外此类公司的三季报也表现良好，建议投资者理性看待估值过高的一线蓝筹，着眼于估值仍“便宜”的公司。在这些估值较低（如图17）的公司中，银行占比将近一半，结合银行业年初至今涨幅较小（11.9%），仍然值得推荐，上市银行中大部分资产不良率已迎下行拐点，三季报中仅有5家银行不良贷款率上升且升幅均较小（除浦发外均在0.1%以内），25家上市银行中7家银行净利润增速在两位数以上，高ROE、净息差在去杠杆环境下走扩、低估值构成银行股推荐理由。另外，次新股在近期IPO边际趋紧阶段，IPO趋缓将提升次新股稀缺性，其中的蓝筹存在交易性机会，建议关注。

六、进出口经济数据与PMI同时回落，十月经济料无惊喜

正如我们在十月月报中提到的，高频数据显示，高炉开工率与发电耗煤量显示环保限产对短期经济数据存在压制，10月高炉开工率72.7%，为年内低点；六大集团发电耗煤量同比16.49%较上月24.33%边际回落；加之今年国庆与中秋重叠，工作日较去年少了一天，工业增加值数据难有超预期；同时，房地产销售继续下滑，企业投资将愈加谨慎，十月经济数据料无惊喜。

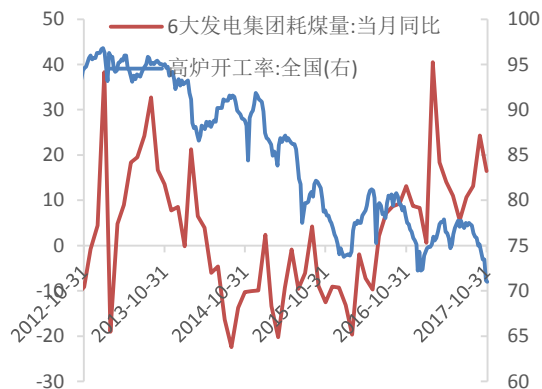
PMI来看，十月数据51.6较上月下滑较上月下滑0.8个百分点，但仍处景气区间，新订单52.9较上月回落1.9，但仍高于1、4、5、7四个月的数据，仍在景气区间。此轮经济复苏持续时间已超预期。

图表 18：进出口边际回落



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 19：高炉开工与发电耗煤增速回落



资料来源：Wind，太平洋研究院整理



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

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。