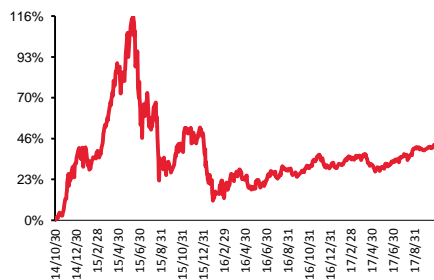


震荡有底，结构性牛市格局不变

■ 上证综合指数走势(近三年)



相关研究报告：

《两融提速蓝筹白马，短期上行承压》

——2017/11/09

《基金三季报理清下一步市场逻辑：盈利改善》——2017/10/30

《投入新时代，不负好时光》——

2017/10/26

《经济如期下行，结构性变化悄然孕育》

——2017/10/23

《白马弹性渐不足，转向周期与制造》

——2017/10/19

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

2638 点以来，牛市慢跑至今：宏观层面上看，今年三季度 GDP 同比增长 6.8%，投资稳健且出口回暖，CPI 有所回升，PPI 涨幅小有回调，我国经济基本面良好，平稳中略有复苏。从外部市场看，发达经济体也处于缓慢复苏之势，美股指屡创新高，港股、日股等都与 A 股形成良好共振。三次股灾洗礼下，市场参与主体的风险偏好降低，资金大面积流向价值重估中的蓝筹白马，支撑 A 股回归理性的“牛市慢跑”逻辑之中。从政策面来看，“去库存”、“去杠杆”所引致的企业盈利修复主要逻辑没有发生根本变化，供需拐点未至，行业出清滚动，剩者为王，强者恒强。

流动性难成负面因素：截止 11 月 24 日，两融余额达到 10368.43 亿，环比增长 5.04%，同比增长 7.86%。拆放利率难升反有降势，银行间同业拆借隔夜利率为 2.8850%，隔夜拆放利率达 2.797%，较前几期下降均约 0.01BP。此外，陆股通今年以来累计净流入已超 1800 亿元，总累计达 3343 亿元，北上资金持续构成对 A 股资金流动性的支撑。

指数估值仍有安全垫，短期把握周期行情，慢牛格局不变：与历史相比，具有代表性的 A 股重要指数估值处于高位，但我们认为重要指数如今攀高有慢牛支撑逻辑，且从绝对值及与外围市场横向对比看，难言其估值冲高，故仍可言及“成长性”，进场配置窗口仍在；伴随经济面的短期下行但韧性尚在，近两月周期股历经调整，下行和风险已部分兑现在其股价中，加之有三季度报总体业绩和第四季度季节性行情支撑，预期过度悲观之下有望迎来纠偏。正如我们在 10 月 18 日的报告《白马弹性渐不足，转向周期与制造》中所陈述的传导逻辑：“去产能-企业盈利-修复资产负债表（去杠杆）-补短板”不变，周期股有潜力于近日止跌。

上两周市场回顾：指数、板块市场分化，资管新规或长期利好股市：近两周大盘总体呈调整趋势，共跌约 95 点达 3353 点，其中中小板和创业板主要领涨，上证 50 依旧领涨；风格指数中金融、低估值领涨，其余如消费、绩优等均下跌；板块市场表现中，金融、地产涨幅居前，其余均下跌，次新股跌幅最大，而蓝筹、龙头等概念小幅领涨；11 月 17 日晚大资管新规出台，对股市存在长期利好。

投资建议：把握结构性机会，短期把握周期股行情，中长期仍握紧龙头核心资产，注意甄选估值和业绩双向好的优质标的。短期需要提示大批限售股解禁带来的股价回调风险。

目录

一、2638 点以来，牛市慢跑至今	4
二、流动性恐难成“慢牛”负面因素	7
三、指数估值仍有安全垫，短期把握周期行情，慢牛格局不变	10
四、上两周市场回顾	12
五、投资建议	14

图表目录

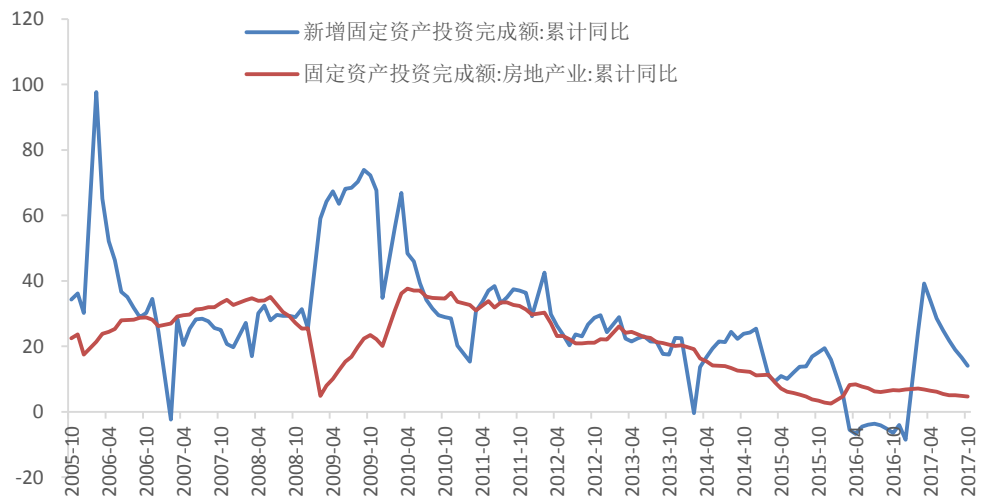
图表 1: 投资稳健.....	1
图表 2: 贸易回升.....	1
图表 3: 通胀水平大致符合预期.....	1
图表 4: 景气度回升, 经济有韧性.....	1
图表 5: 中美指数共振.....	1
图表 6: 亚洲主要市场指数共振.....	1
图表 7: 海峡两岸市场共振.....	2
图表 8: 中国与欧洲主要市场指数共振.....	2
图表 9: 一线龙头盈利修复.....	1
图表 10: 杠杆资金热情不减.....	7
图表 11: 近两周融资客资金流向行业分布.....	7
图表 12: 两融余额变化: 赣锋锂业 (中小创蓝筹)	错误!未定义书签。
图表 13: 两融余额变化: 东方园林 (中小创蓝筹)	错误!未定义书签。
图表 14: 两融余额变化: 凯乐科技 (二线龙头)	8
图表 15: 两融余额变化: 晨鸣纸业 (二线龙头)	8
图表 16: 拆放利率难有升势.....	1
图表 17: 陆股通仍净流入.....	1
图表 18: 近两周北上资金十大活跃个股明细.....	9
图表 19: 上证 50 进入估值与业绩匹配区间.....	10
图表 20: 中证 100 业绩估值进入匹配区间.....	10
图表 21: 沪深 300 或正处“价值洼地”	10
图表 22: 创业板估值修复未完待续	10
图表 23: 中小板业绩估值匹配开启	11
图表 24: 当前各国重要市场指数 PE 对比.....	11
图表 25: 周期股三季报业绩支撑	11
图表 26: 周期股股价调整, 风险兑现	12
图表 27: 周期股估值修复, 具备上升空间.....	12
图表 28: 上证 50 领涨。港股飘红	13
图表 29: 风格指数分化, 金融、低估值领涨.....	13
图表 30: 行业分化, 银行领涨	13
图表 31: 沪股通领涨, 次新股领跌	13
图表 32: 限售股解禁市值将在近 3 月集中增加.....	15

一、2638 点以来，牛市慢跑至今

自2015年杠杆牛市破灭坠至底部2638点以来，上证综指渐缓而徐升呈“慢牛”之态，并有望于年内站3500点。虽然近期大盘上下震荡（继上周连续阳线突破3450点而后再回调至如今3353.82点），但我们认为此番震荡仍有底所托，大局上看也仍处在慢跑牛市之中，支撑逻辑有：

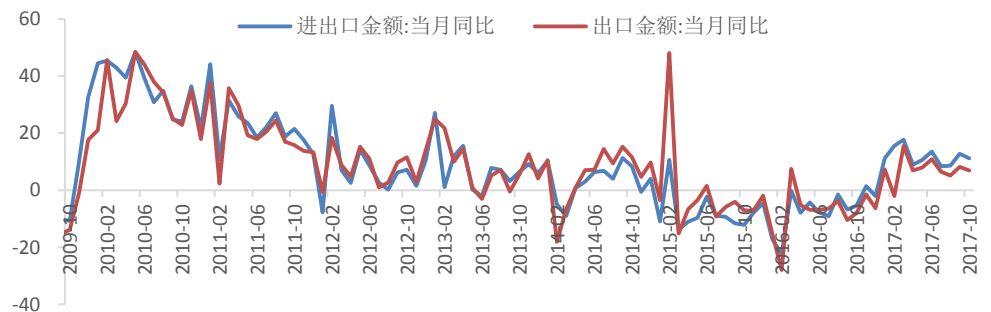
宏观经济平稳且略有复苏：今年三季度GDP同比增速6.8%，经济基本态势良好。新增固定资产投资累计完成额今年以来同比增速保持15%-30%左右，房地产开发投资完成额累计同比高位收敛，仍有7%-8%，投资面稳健。

图表 1：投资稳健



来源：Wind，太平洋研究院整理

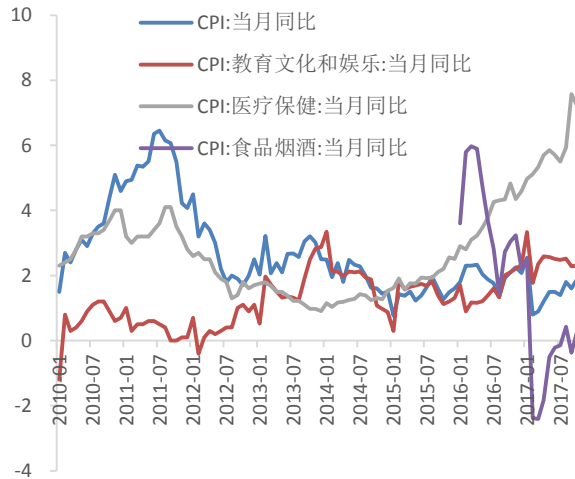
图表 2：贸易回升，出口回暖



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

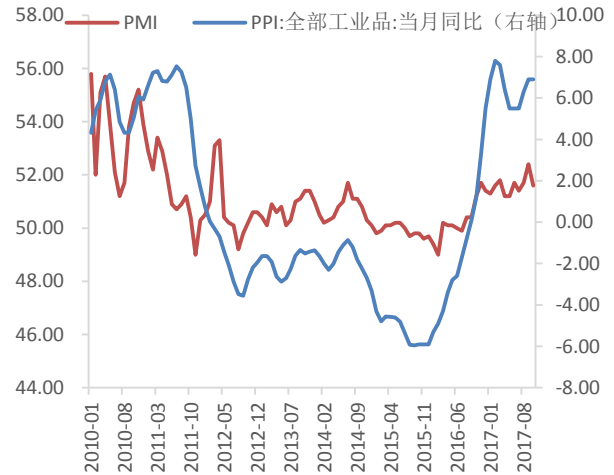
10月进出口贸易总额同比增速11.2%，全年小幅回升，出口回暖，CPI环比增速0.1%，同比增速1.9%，PPI环比增0.7%，同比增6.9%，采购经理指数（PMI）达51.6%，经济总体平稳景气，经济企稳为投资者预期带来“安全垫”。

图表 3：通胀水平大致符合预期



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：景气度回升，经济有韧性



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：中美指数共振



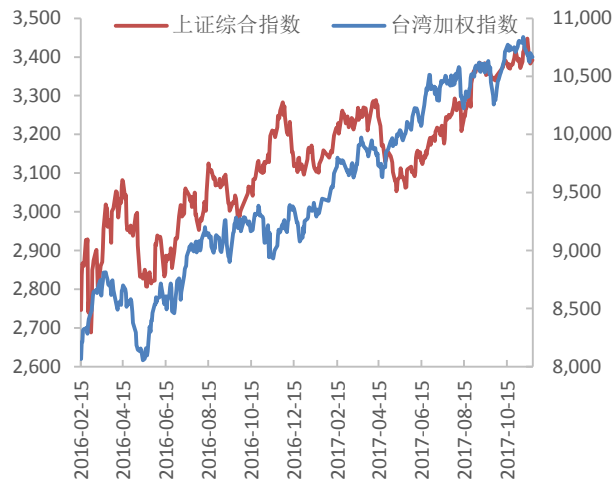
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：亚洲主要市场指数共振



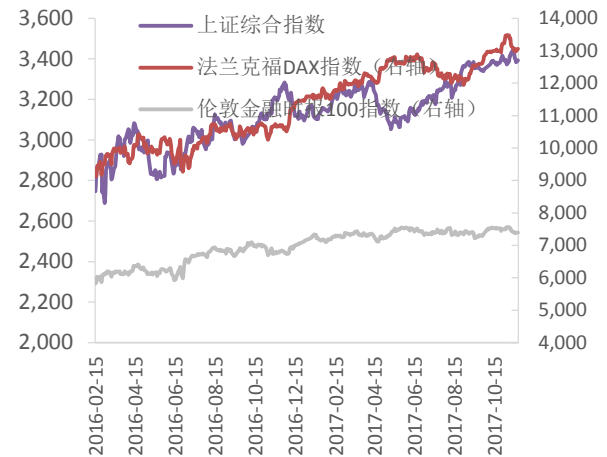
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：海峡两岸市场共振



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：中国与欧洲主要市场指数共振



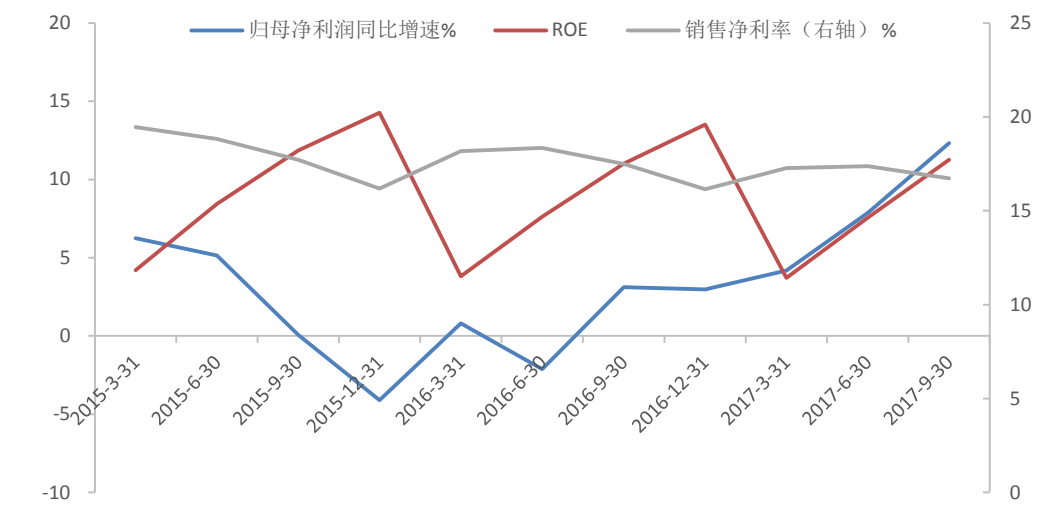
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

外部市场共振助力A股：欧美国家经济缓慢复苏，世界各主要市场指数升高有基本面支撑。美道琼斯工业指数、纳斯达克指数、韩综指、香港恒生、德国DAX等均于年内创新高，和A股市场形成共振之势。

白马蓝筹价值重估，短期或承压，中长期上涨势不可挡：三波股灾之后，市场参与主体的风险偏好降低，资金追求稳定回报的策略渐成共识，此时白马蓝筹股正进入价值重估修复区间，由于其长期业绩稳健，具有稳定的现金股利支付及较高的预期，处于配置窗口区间，故引得投资者纷纷进场或加仓。时至今日，wind大盘蓝筹板块、白马股总市值分别已至239498.59、121724.99亿元，PE为11.62，11.9倍，相比上周分别变化+0.02，-0.13，三季度归母净利润同比增长率6.22%，10.61%，虽然正如我们在11月8日的研报《两融提速蓝筹白马，短期上行或承压》中提示的蓝筹白马短期上行面临一定压力，但从绝对估值和业绩成长看，中长期内始终具备上涨逻辑，“戴维斯双击”未到休止时。

“去库存、去产能”政策坚定，企业盈利修复逻辑未改：近年来供给侧改革逻辑主导下的“去库存”“去产能”政策贯彻坚定，催化经济结构格局变迁，改善供需基本面，对有竞争力的行业龙头盈利改观有相当的支撑逻辑。继去年10月环境监察体制改革之后，环保督查、2+26采暖季限产等政策纷纷于今年持续发力，成为“去库存”“去产能”政策的强心剂。许多行业因此滚动出清，集中度提升，促进有竞争力的企业盈利修复：今年三季度wind一线龙头指数成份归母净利润同比增长率达12.32%，净资产收益率和销售净利率分别达到11.26%、16.73%，盈利水平自15年以来持续回升。

图表 9：一线龙头盈利修复

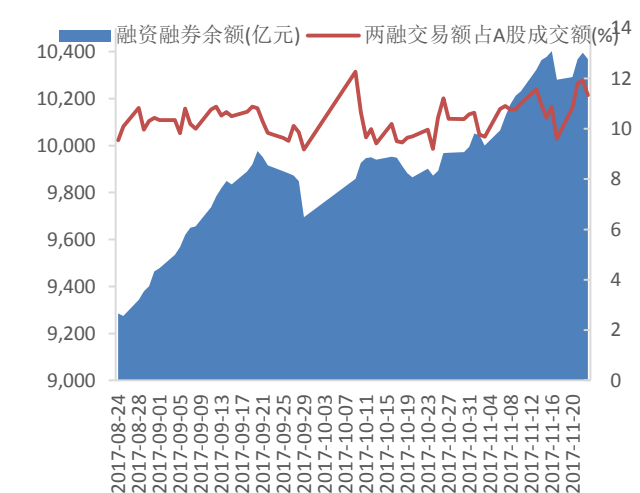


来源：Wind，太平洋研究院整理

二、流动性恐难成“慢牛”负面因素

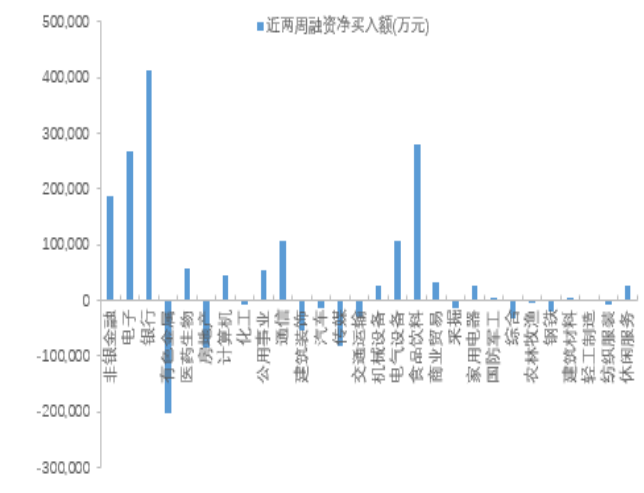
两融不降，“融资客”贡献资金流量：截止最新交易日，两融余额累计达到10368.43亿，环比增长5.04%，同比增长7.86%，两融交易额总计达到628.16亿元，占A股成交额11.34%。就个券交易来看，杠杆资金在着重配置金融、电子和食品饮料行业重点蓝筹的同时，也不断配持二线龙头及中小创蓝筹。总体地看，两融不降，是构成“流动性非‘慢牛’负面因素”的主要支撑逻辑之一。

图表10：杠杆资金热情不减



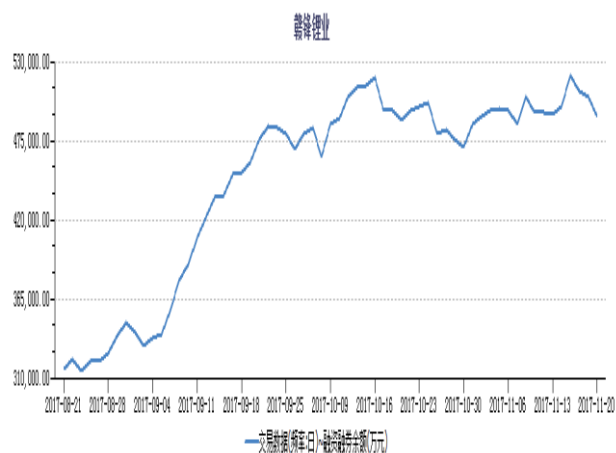
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表11：近两周融资客资金流向行业分布



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12: 两融余额变化: 赣锋锂业(中小板龙头)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 14: 两融余额变化: 凯乐科技(二线龙头)



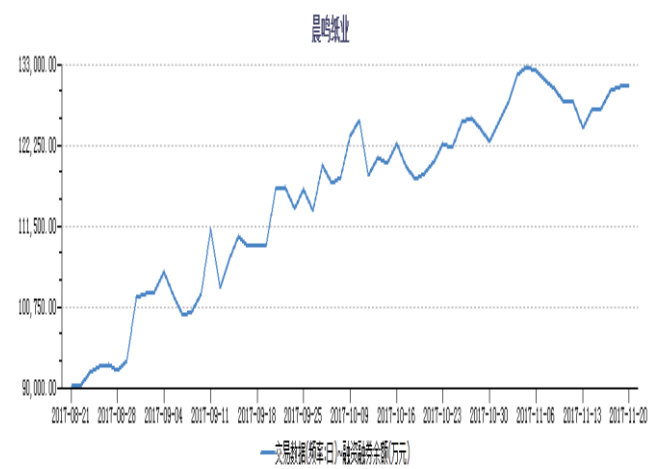
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 13: 两融余额变化: 东方园林(中小创蓝筹)



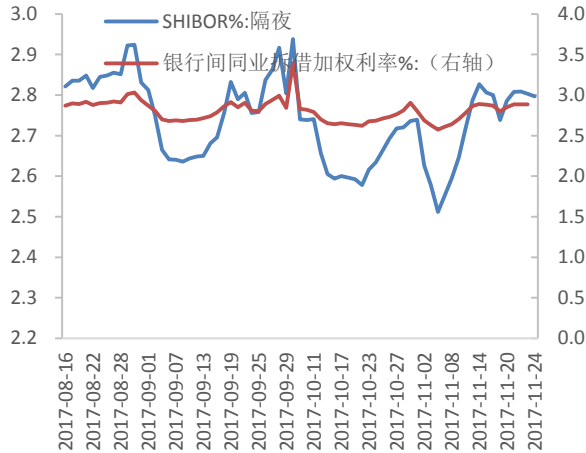
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 15: 两融余额变化: 晨鸣纸业(二线龙头)



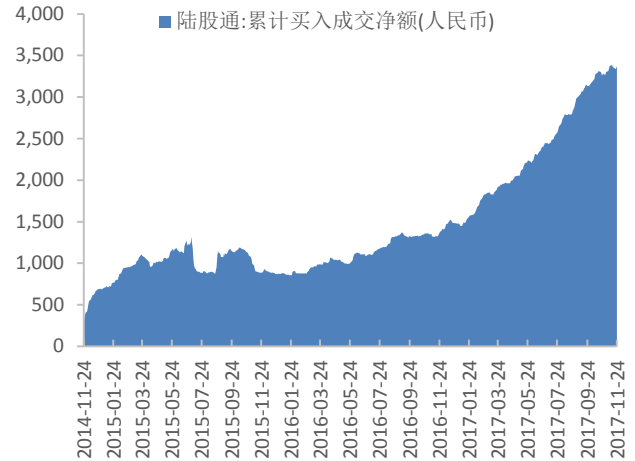
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表16: 拆放利率接近短期顶部



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表17: 陆股通仍净流入



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

银行间拆放利率难有升势: 截止11月24日, Shibor上海银行间隔夜拆放利率达到2.797%, 较上期下降6BP, 环比小幅升高18BP, 银行间同业拆借隔夜利率为2.885%, 短期流动性偏紧, 主要由交易层面决定(年末银行面临考核压力), “经济上行、利率上行”长期逻辑仍未展开; 这意味着货币市场资金面虽然趋紧, 但仍难言拐点已至。

北上资金支撑: 陆股通今年以来成交金额累计值为18495.37亿元, 同比增加195.69%, 其中今年累计净流入已超1800亿元, 总累计已超3340亿元, 北上资金支撑流动性稳定。

图表 18: 近两周北上资金十大活跃个股明细

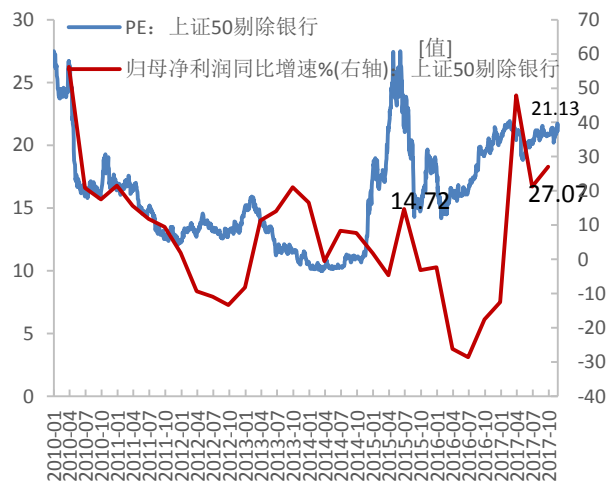
排名	股票代码	股票简称	净买入 (亿元)	排名	股票代码	股票简称	净卖出 (亿元)
1	300433.SZ	蓝思科技	10.404	1	601318.SH	中国平安	-7.721
2	000001.SZ	平安银行	7.455	2	600887.SH	伊利股份	-5.659
3	601888.SH	中国国旅	4.224	3	000858.SZ	五粮液	-4.835
4	002450.SZ	康得新	2.554	4	600585.SH	海螺水泥	-4.29
5	600276.SH	恒瑞医药	-4.5	5	000651.SZ	格力电器	-3.743
6	600104.SH	上汽集团	1.901	6	600690.SH	青岛海尔	-2.571
7	000568.SZ	泸州老窖	1.806	7	000725.SH	京东方 A	-1.749
8	600036.SH	招商银行	1.769	8	002008.SZ	大族激光	-1.595
9	300136.SZ	信维通信	1.617	9	000002.SZ	万科 A	-1.578
10	601668.SH	中国建筑	1.485	10	600660.SH	福耀玻璃	-1.408

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

三、指数估值仍有安全垫，短期把握周期行情，慢牛格局不变

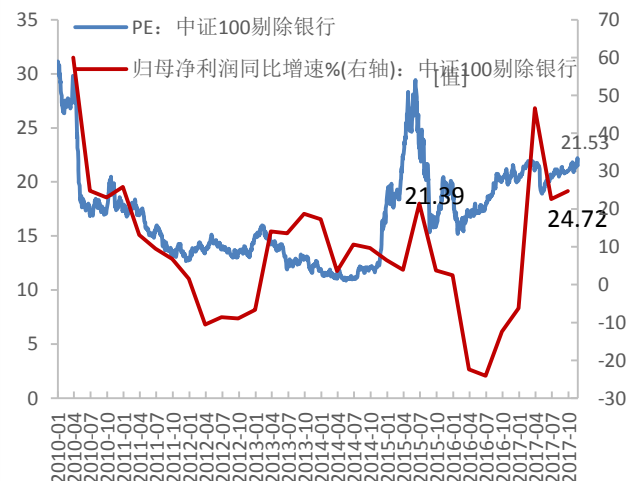
指数估值并不高：从相对值（历史分位数）上看，当前各重要指数的PE水平：上证50(88.22%)、中证100(88.64%)和沪深300(78%)处于历史较高位，创业板(28.19%)和中小板(38.04%)处于历史较低位；而从绝对值上看，上证50为21.13倍，中证100为21.53倍，沪深300为14.39倍，而创业板和中小板分别为49.32、37.85倍，这些数字均不算贵。此外，与国际上其他市场指数对比（以沪深300为例），A股绝对估值水平显然也不算很高。

图表19：上证50进入估值与业绩匹配区间



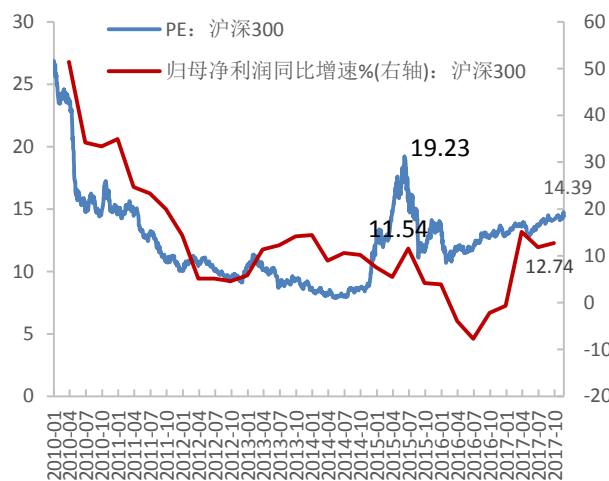
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表20：中证100业绩估值进入匹配区间



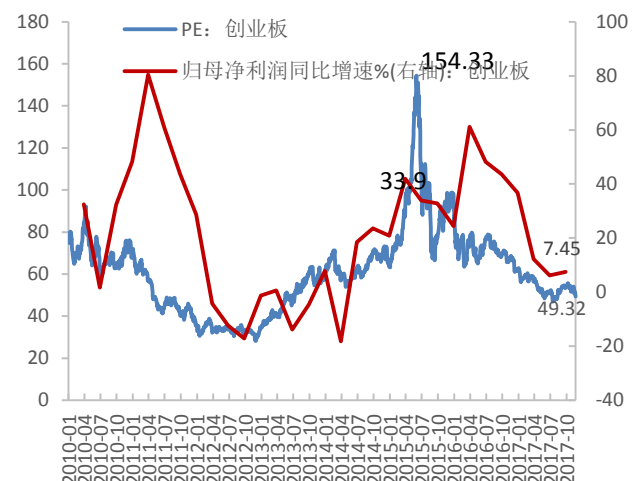
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表21：沪深300或正处“价值洼地”



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表22：创业板估值修复未完待续



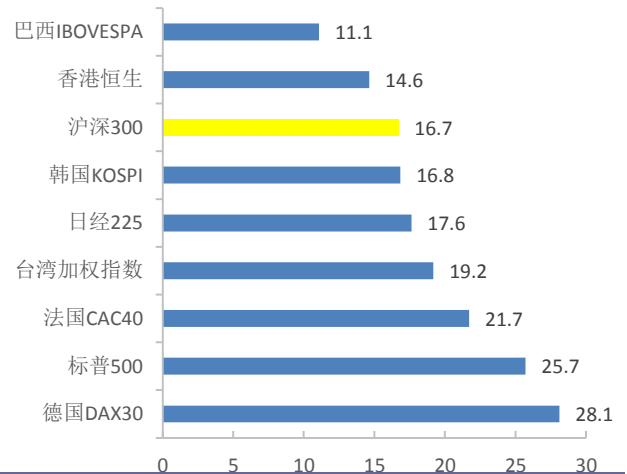
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 23: 中小板业绩估值匹配开启



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 24: 当前各国重要市场指数 PE 对比

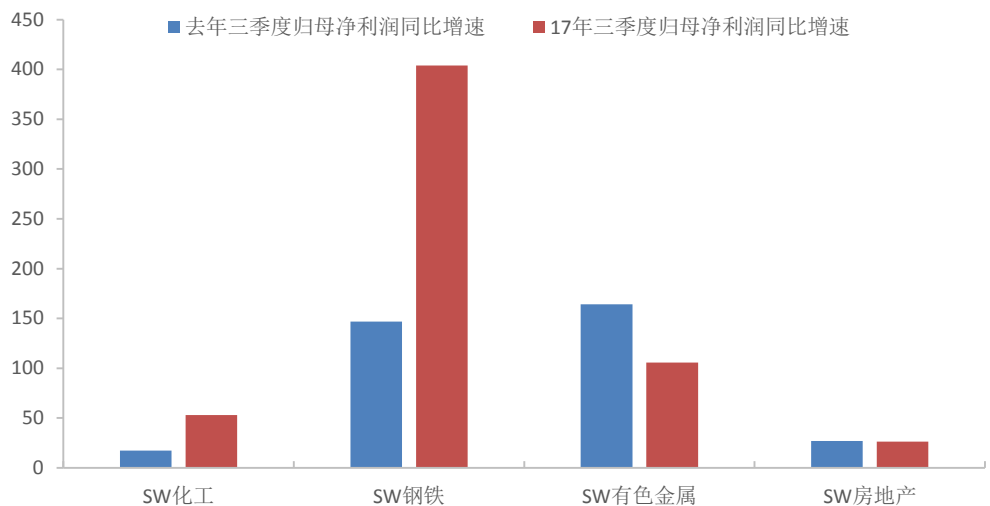


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

短期周期或看好: 周期股股价历经调整, 风险得以兑现, 且有三季报支撑, 情绪上商品市场走牛, 故有业绩支撑的周期股具备上涨逻辑;

以化工、有色金属、钢铁和房地产为主要代表的周期行业自今年9月29日以来, 震荡明显, 其中化工跌幅为-4.19%, 有色金属跌幅为-10.61%, 这对前期上涨过快股来说是一种风险的消化; 从估值上看, 周期下半年以来修复行情明显, 估值有明显的下降; 最新公布的三季报显示, 周期行业在业绩面上有支撑, 归母净利润相较去年均有较大幅度的同比增速。

图表 25: 周期股三季报业绩支撑



来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 26: 周期股股价调整, 风险兑现

申万一级行业	区间涨跌幅%【今年 9-29 以来】
化工	-4.19
纯碱	-9.84
农药	-2.07
有色金属	-10.61
铝	-11.72
铜	-11.47
稀土	-13.51
锂	-14.31
钢铁	0.25
房地产	1.13

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 27: 周期股估值修复, 具备上升空间



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

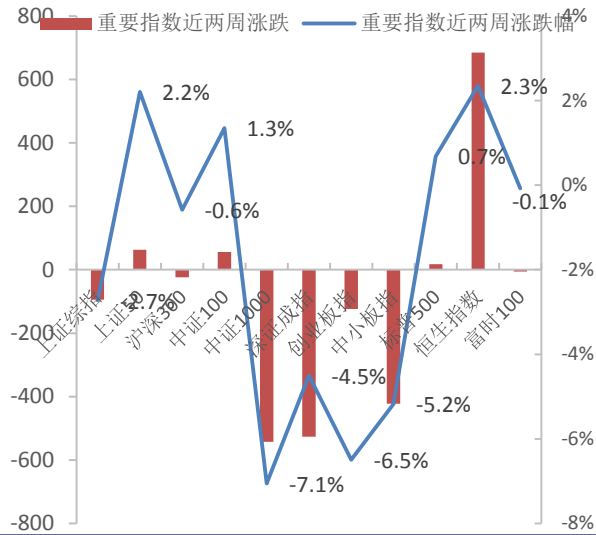
总结: 慢牛调整不改中长期格局: 业绩和估值匹配, 是成长型“慢牛”的显著特点之一。就当前而言, 虽谈不上“戴维斯双击”, 但两者已然在“匹配”区间之内。在企业盈利修复这一最主要因素证伪前, 我们相信这一格局将会缓慢持续。

四、上两周市场回顾

(一) 指数市场表现

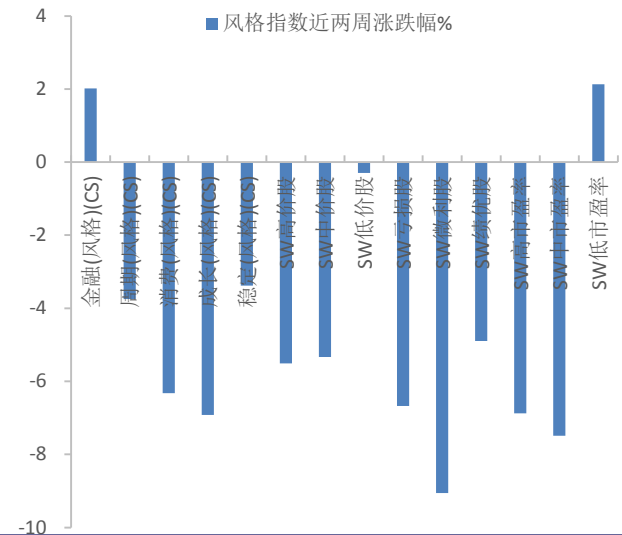
上两周大盘历经调整, 其中上证综指下挫逾94个点, 涨跌幅超2.7%, 总体将近跌破3350点, 深成指跌542.08点, 涨跌幅为-4.5%, 沪深两市总计416家股票涨, 2869家股票跌; 权重指数表现略强于大盘, 上证50和中证100分别涨63点和55点左右, 涨幅分别为2.2%与1.35%, 延续良好势头; 创业板和中小板略输于大盘, 分别下跌123.78点和422.15点, 跌幅分别为-6.49%和-5.18%; 外围市场指数表现不一: 恒生指数显著上行, 涨684.14点, 涨幅为2.34%, 其中恒生指数还于11月22日收盘突破30000点大关; 标普500小幅上涨17.58点, 涨幅为0.68%; 富时100下滑5.54点, 跌幅为-0.07%; 风格指数表现分化, 金融和低估值风格领涨, 其余风格指数均调整, 亏损、高估值、微利股等领跌。

图表 28: 上证 50 领涨, 港股飘红



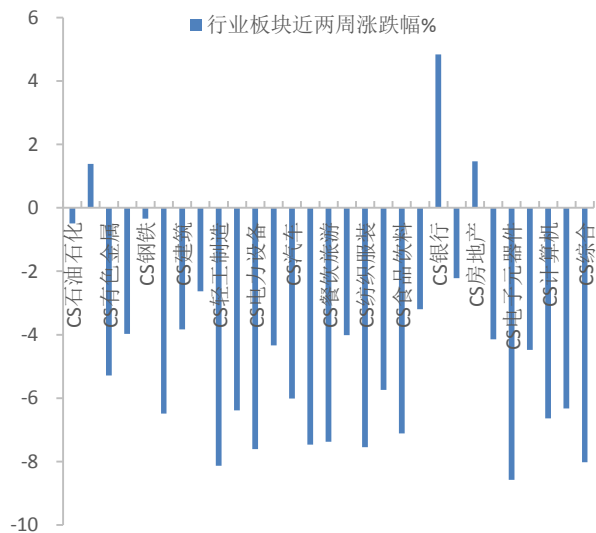
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 29: 风格指数分化, 金融、低估值领涨



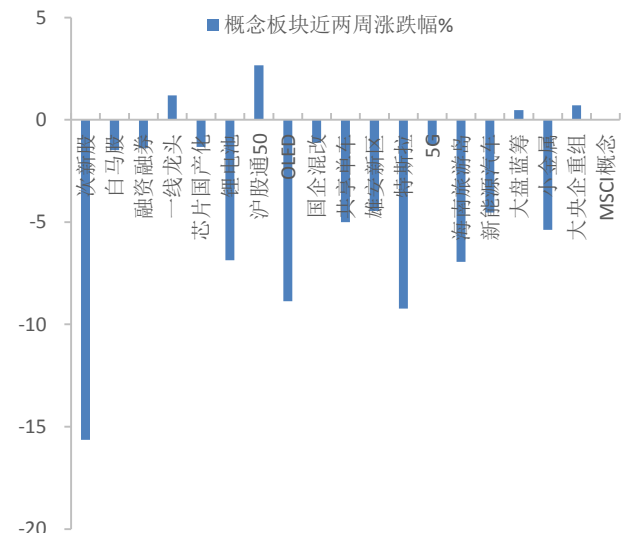
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 30: 行业分化, 银行领涨



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 31: 沪股通领涨, 次新股领跌



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

(二) 板块市场表现

上两周行业板块表现分化, CS一级29家行业中, 仅三家(煤炭、银行和地产)领涨, 银行涨幅最高, 为4.84%。其余行业均下跌, 跌幅居前的有电子元器件(-8.58%)、轻工制造(-8.13%)等; 概念板块中, 沪股通50领涨居前, 幅度为2.67%;

跌幅最大的有次新股（-15.64%）、特斯拉产业链（-9.22%）等。

（三）资管新规：打破刚性兑付，长期利好，股市受益

11月17日晚，被业内广泛重视的资管行业统一规则“基本法”《中国人民银行、银监会、证监会、保监会和外汇管理局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（下称《新规》）发布。《新规》延续了“降杠杆、去杠杆、挤泡沫、防风险”的基本思路，主要内容包含有八大方面：确定资产管理产品的分类标准、降低影子银行风险、减少流动性风险、打破刚性兑付、控制资管产品的杠杆水平、抑制多层嵌套和通道业务等，后续的影响有可能短期利空债市，但长期来看，这份作为资管纲领性的文件是规范我国金融行业，引导其“脱虚向实”的重要利好性文件《新规》思路、内容和对影响的判断均大致符合市场的一致判断。

对于股市而言，《新规》强调打破“刚性兑付”存在利好逻辑：资产管理产品发行者不能违反公允价值进行保本保收益，不可采取滚动发行的方式实现保本保收益的目的，也不能在兑付困难时自行代为偿付，这大大规范了资管产品的金融杠杆率，也压低了无风险收益率，这对于资金转流股市是一助推。短期来看，《新规》或将在流动性方向助力A股市场，长期来看，《新规》在控制金融杠杆、防控风险方面，对股市或有利好。

五、投资建议

把握结构性机会，短期或可迎周期股行情，中长期仍然握紧蓝筹、白马和龙头，需仔细甄选业绩和估值双向好的优质标的，短期需要提示大批限售股解禁带来的股价回调风险。

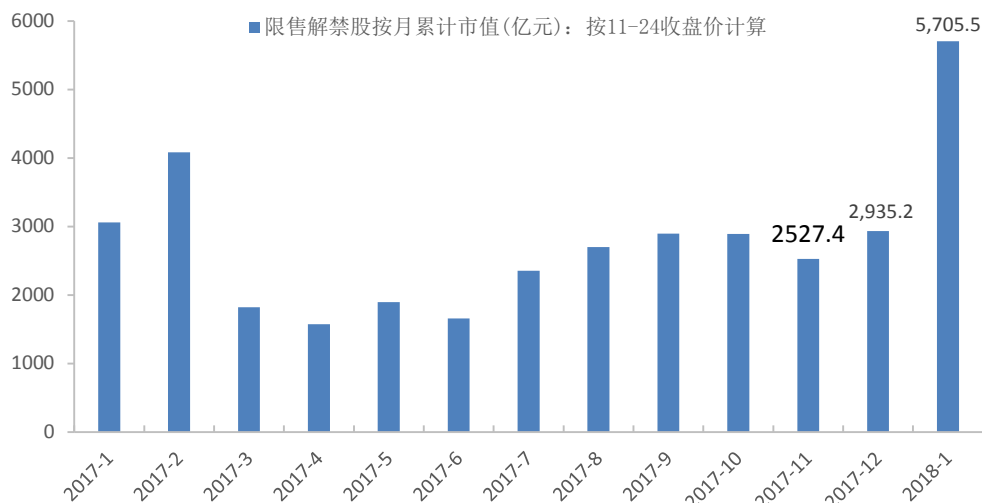
短期或迎周期行情：周期股因前期回调明显，估值修复，三季报业绩有支撑，情绪面上商品市场有走牛趋势，不妨参考我们在10-18的研报《白马弹性渐不足，转向周期与制造》中所提示的支撑逻辑，短期或可迎来一波周期股行情。

中长期蓝筹白马：上证50，中证100领跑，近期部分蓝筹虽经历了一番调整，但中长期看中国宏观经济平稳，“供给侧改革-去产能去库存-企业盈利修复”逻辑未改，资金面上暂无警示流动性的风险，且从绝对估值上看上证50等重要指数成份股、蓝筹白马估值不算高，同时综合考虑外围市场共振等因素，A股大批绩优蓝筹白马龙头仍处于成长性估值通道，故强者恒强未见松动，结构性牛市格局仍在，大盘震荡有底的逻

辑未被证伪；

限售股解禁风险：此外，也要注意今年年末至明年年初限售股大批解禁（2018年1月解禁限售股的市值，按最新收盘价计算为5705.4584亿元，环比增加94.38%）带来的流动性冲击。

图表 32：限售股解禁市值将在近 3 月集中增加



来源：Wind，太平洋研究院整理

最后，无论是言及短期把握周期行情，亦或中长期握紧风格白马，A股结构性慢牛格局不变，不同个股将会越来越呈现差异分化的格局，强者恒强，剩者为王，主题轮番待变，市场或将逐渐看好估值修复和业绩支撑的优质标的，投资者需谨慎把握结构性行情，结构性牛市当下仍在半山腰。



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。