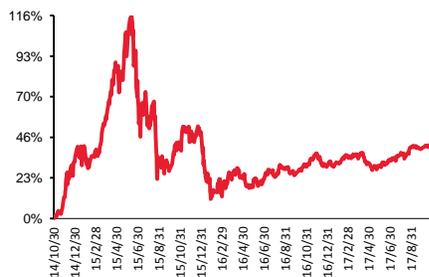


紧握周期，等待蓝筹白马调整后的机会

■ 上证综合指数走势(近三年)



相关研究报告：

《震荡有底，结构性牛市格局不变》

——2017/11/26

《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

《白马弹性渐不足，转向周期与制造》

——2017/10/18

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

蓝筹白马风险仍存。我们在《两融提速蓝筹白马，短期上行承压》中提示了近期蓝筹白马可能存在的风险，近期我们仍然维持此前的观点，博弈层面看，蓝筹白马增量资金主要由杠杆资金构成，在业绩空窗期估值的持续上升甚至加速上升容易引致监管层的忧虑，令监管层对蓝筹白马股表示谨慎态度。另外，蓝筹白马股的调整将令收益目标偏高的压力增大，高企的融资成本大概率驱离这些资金离场，而杠杆资金的离场会令蓝筹白马短期上行动能进一步衰减形成负反馈。近期低波动率使机构资金不惧回撤受损不断增持，但我们认为，持续的低波动率不会一直存在，叠加年底业绩兑现的压力，短期蓝筹白马风险仍存。

长期白马蓝筹仍是主线。首先蓝筹白马股中，有近40%的公司属于其所在细分领域的龙头企业。我们认为，即使现在的蓝筹白马的估值处于高位，但是行业龙头未来的企业的利润增速可观，在调整过后仍然可以支撑蓝筹白马行情继续上行。

周期股有望进入强势期。周期股的市盈率处于低位，估值修复的动力明显，ROE与PB匹配程度也到达合理甚至低估区间。且钢铁、煤炭等周期行业的业绩支撑力量强大，供给侧改革的减法第三阶段保证了上游行业景气维持的必要性及可持续性。上游周期行业景气对交通运输需求强烈，冬季取暖煤炭叠加年末客旅压力，航空铁路需求缺口明显，行业景气向上具有较高的确定性。

上周重要指数除中证100外全部下跌。上周重要指数除中证100外全部下跌。上证50跌幅略缓，创业板指、中证1000和中证500分别为跌幅前三。中信行业中，食品饮料受茅台震荡影响跌幅显著，银行股涨势明显，周期行业业绩有望提前兑现，煤炭有色钢铁纷纷迎来上涨。风格指数继续分化，大盘指数和低市盈率指数小幅上涨，其余均下跌。短期大盘仍有待调整，周期最佳。**对大盘，**我们认为，短期内前期领涨的蓝筹白马科技股需要一定时间调整走出“抱团策略”的瓦解，第一种可能是通过指数急速下跌进行风险化解；第二种可能是在3个月内慢慢横盘清理融资盘，从“底线思维”看，我们认为第二种情况将是大概率事件。**对板块轮动，**我们认为，强周期的煤炭、化工、钢铁、建材、地产已经成为了短期最佳品种，理由如下：第一，经过了9月中旬至今的长期调整，估值处于底部；第二，业绩确定性高，全年利润普遍超市场预期；第三，融资盘较少，集中交易高频交易风险较小。

目录

一、 蓝筹白马风险仍存，短期保持观望.....	3
二、 长期蓝筹白马仍是主线.....	4
三、 周期行业近期有望进入强势期.....	6
四、 周期强共振，把握结构性机会.....	10
五、 上周行情回顾.....	11

图表目录

图表 1: 融资融券余额年初以来不断上升	3
图表 2: 上证综指波动率处于 2000 年以来低位	4
图表 3: 陆港通资金净流出天数增加	4
图表 4: CBOE 波动率及恒指波幅	5
图表 5: 大盘蓝筹 PE 待修复调整	5
图表 6: 白马 PE 待修复调整	5
图表 7: 煤炭估值处于历史低位 (剔除负值)	6
图表 8: 有色金属估值 (剔除负值)	6
图表 9: 钢铁估值处于历史低位 (剔除负值)	7
图表 10: 周期三季度利润增速高于明显高于其他	7
图表 11: 铁矿石价格走高	7
图表 12: 阴极铜库存紧缩价格走高	7
图表 13: 高炉开工率今年下降显著	7
图表 14: 房屋新开工面积增速略有放缓	7
图表 15: 螺纹钢供给紧缩价格走高	8
图表 16: 锌库存期货及结算价	8
图表 17: 中国矿业企业新加入全球 TOP40	9
图表 18: 大宗商品价格上行	9
图表 19: 前 40 矿企估值回升显示投资者信心	9
图表 20: 杠杆率降低但仍维持高水平	10
图表 21: 资本开支降幅显著	10
图表 22: 投资回报率回升	10
图表 24: 资产减值显著降低	10
图表 25: 申万行业指数: 交通运输	11
图表 26: 2017 年初至今 (11.27) 各子行业涨跌幅%	11
图表 27: 民航旅客周转量 (亿人公里)	11
图表 28: 民航正班客座率当月同比增加 (百分点)	11
图表 29: 风格指数上周涨跌幅%	错误!未定义书签。
图表 30: 中信一级行业上周涨跌幅%	错误!未定义书签。
图表 31: 重要指数上周涨跌幅%	错误!未定义书签。

一、蓝筹白马风险仍存，短期保持观望

蓝筹白马面临的风险未变。前期，我们在《两融提速蓝筹白马，短期上行承压》中提示了近期蓝筹白马可能存在的风险：两融资金过快增加、估值尚需时间消化、监管层对蓝筹白马股态度转为谨慎。我们认为短期应保持观望，等待估值修复。

今年以来蓝筹白马增长大多由以下原因推动，杠杆资金的不断涌入，十一月初两融余额突破万亿，从17年初的9300万亿元持续增至现在的10297万亿元，约增长11%，A股尤其是白马蓝筹由这些杠杆资金所推动高速增长。整个A股市场的波动率处于2000年以来的绝对历史低位水平，使机构资金不惧回撤受损不断增持，场内的资金也在没有更好标的情况下缺乏流出或者风格切换的动力。

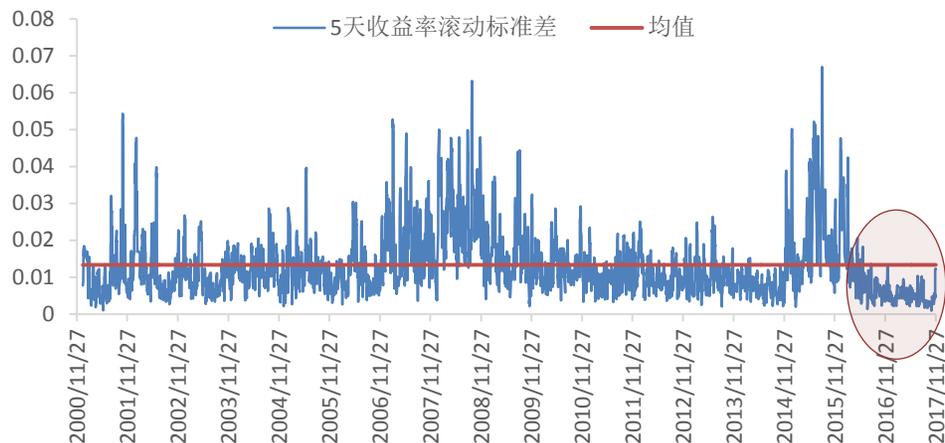
然而，当前这几条支撑逻辑在短期内有所松动，从而形成目前白马蓝筹面临的主要风险：蓝筹白马增量资金主要由杠杆资金构成，在业绩空窗期估值的持续上升甚至加速上升容易引致监管层的忧虑，令监管层对蓝筹白马股表示谨慎态度；资管新规出台对市场影响的逐步落地，政策宏观推动效应逐渐减弱。另外，蓝筹白马股的调整将令收益目标偏高的压力增大，高企的融资成本大概率驱离这些资金离场，而杠杆资金的离场会令蓝筹白马短期上行动能进一步衰减形成负反馈。临近年底，各大境内和外资机构面临业绩兑现压力，“落袋为安”可能性极高。近一个月以来，陆港通资金每日净流出的天数增加，资金的外撤引起短期蓝筹白马特别是今年以来涨幅和估值修复程度都较大个股的快速回调。最后，波动率持续低迷的可能性很小，由图2可以看到，历史上的低波动率区间不会持续太久，大概率会紧跟较大的波动行情。而且从上周的市场表现来看，随着市场催化因素的不断增多，波动率已经有了抬升的趋势。

图表 1：融资融券余额年初以来不断上升



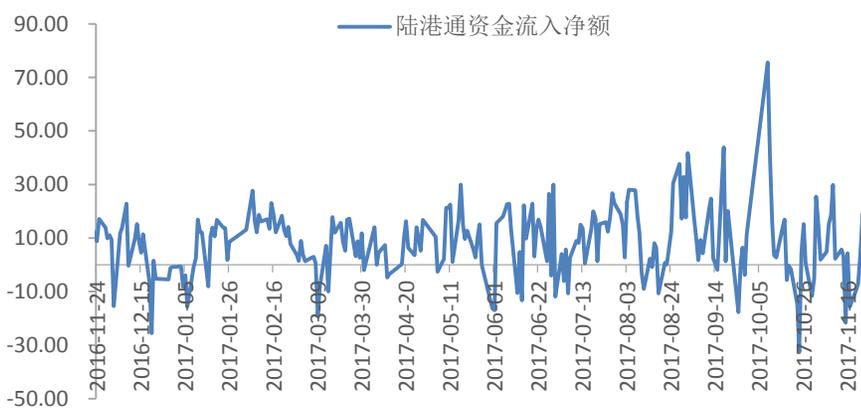
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：上证综指波动率处于 2000 年以来低位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：陆港通资金净流出天数增加



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

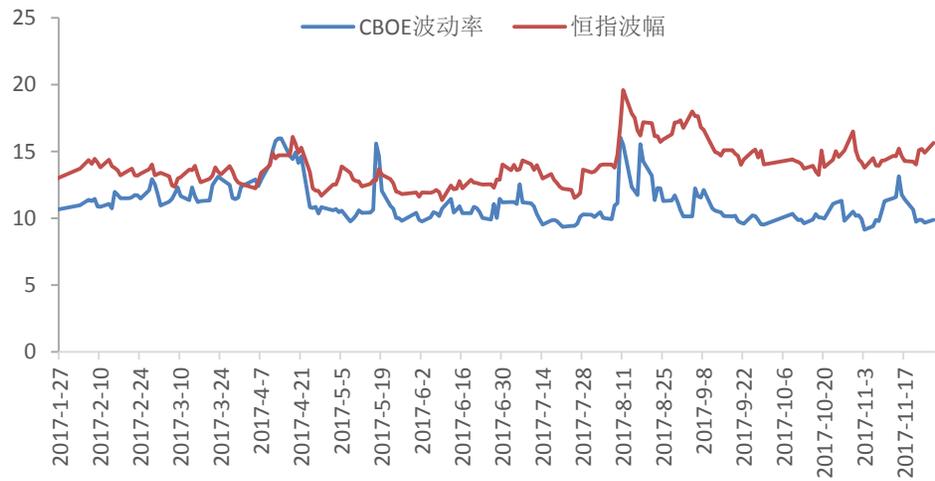
二、长期蓝筹白马仍是主线

第一部分中我们论述了蓝筹白马的风险仍存，近期市场表现震荡明显。我们认为，此时的震荡行情属于估值修复兑现，未来宏观经济运行平稳，随着供给侧改革继续深化，预计企业盈利质量将持续提高，长期来看白马蓝筹业绩兑现仍将有望带来板块上行行情。

此时的震荡行情属于估值修复兑现，投资者近期可持谨慎观望态度，但不必过分悲观。首先，蓝筹白马非重复的一共有289只股票（其中蓝筹选取方式为wind市场特征大盘蓝筹类，白马选取为wind白马概念类），以最近三年归母净利润计来看，这289只股票中共包含115只细分行业龙头，约占到了40%。即使此前的蓝筹白马估值略高，但是这些细分行业龙头未来的企业的利润增速可观，竞争优势仍然确定，在充分调整过

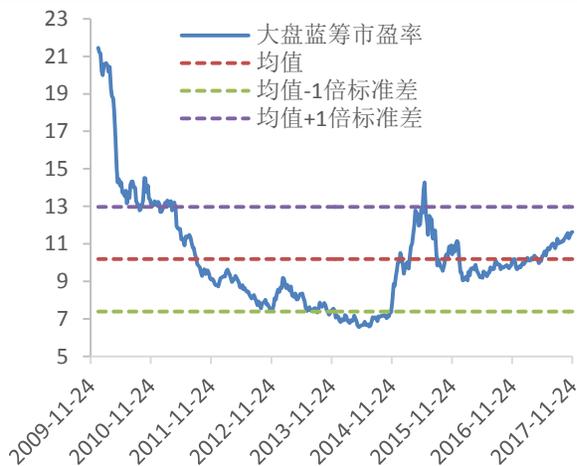
后仍然可以支撑蓝筹白马行情继续上行。此外，近期所经历的白马回调属于全球性，随着美国缩表加息进程的不断推进，以及经济在金融危机后的高速扩张逐步放缓，全球范围的流动性紧缩成为投资者的共识。不仅国内市场有所波动，海外市场的波动性也在持续上涨，比如恒指波幅近期以来经历剧烈波动。因此我们认为，市场正在经历全球性的白马回调，当这一轮的回调结束市场逐渐企稳，基本面将回到预期之上，则迎来重新进入白马的机会，由此长期白马蓝筹仍是投资的主线。

图表 4: CBOE 波动率及恒指波幅



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 5: 大盘蓝筹 PE 待修复调整



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 6: 白马 PE 待修复调整



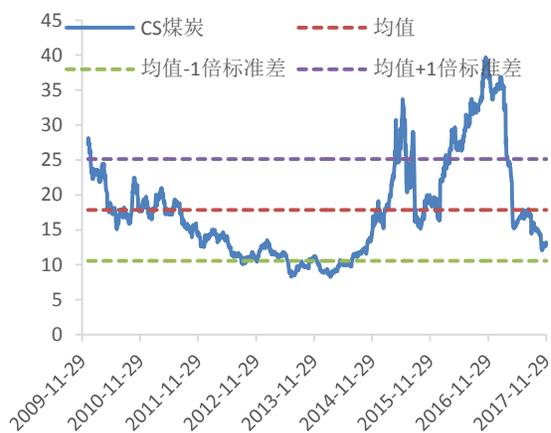
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

三、周期行业近期有望进入强势期

近期周期股市场表现良好，配置价值凸显。在《震荡有底，结构性牛市格局不变》中我们提出慢牛格局下，短期周期或看好。周期股尤其是煤炭钢铁和有色的估值处于历史低位，也远远低于其他行业，短期存在估值修复带动股价上行的压力。

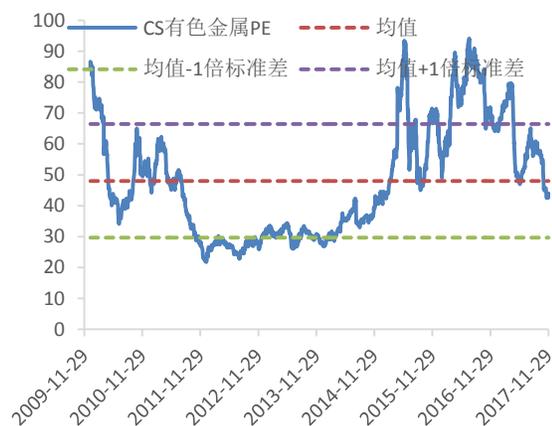
此外，周期股的业绩支撑力量强大：周期股行业的前三季度利润增速排在所有行业之首。相对于大消费的高估值，周期股未来的估值修复兑现久期更短。进入秋冬以来，随着大面积供暖和冬季雾霾加重，环保限产开始实施，叠加供给侧改革和去产能，周期行业钢铁有色等的供给紧缩同时价格持续走高，企业利润有较大的上涨空间。尤其对于钢铁行业，高炉开工率已经持续两个多月下滑，虽然在实施环保限产后的2015年和2016年的九月份至十一月份也经历了下跌，但均未超过70%以下。今年的开工率下跌时间早（八月份开始）且跌幅大（近两周已低至63%），库存不断去化，过度悲观的预期库存数据不断走低开始扭转，引致国内的螺纹钢以及其他周期品的价格持续走高，预计相关企业业绩持续性可能续超预期，年报行情预期可能提前兑现。需求端虽受到去产能的影响，十月份房屋新开工面积累计值同比也有所回落，但基数仍然可观。持续严格的环保政策同时影响着周期股的内部格局，产能得不到提高、环保达不到要求的小企业退出，具有规模竞争力的行业龙头公司强者更强，盈利空间反而进一步扩大，预计将主导整个板块的盈利继续回暖。

图表 7：煤炭估值处于历史低位（剔除负值）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：有色金属估值（剔除负值）



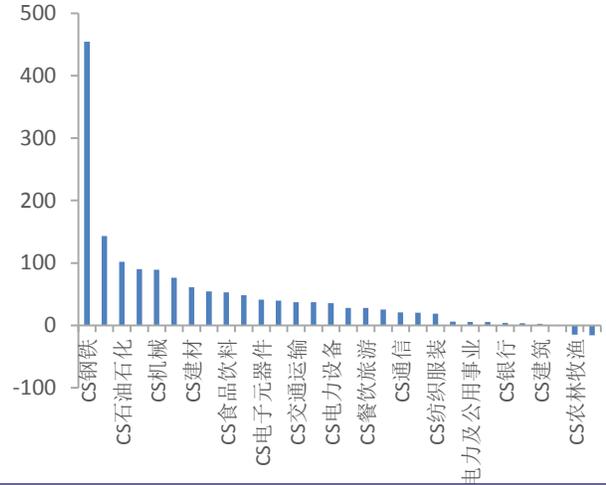
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：钢铁估值处于历史低位（剔除负值）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：周期三季度利润增速高于明显高于其他



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：铁矿石价格走高



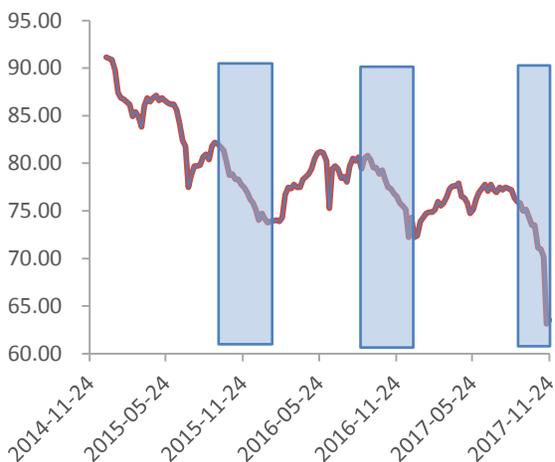
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：阴极铜库存紧缩价格走高



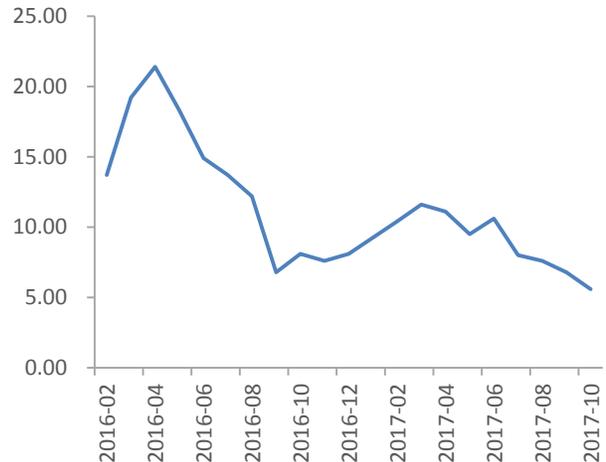
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 13：高炉开工率今年下降显著



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 14：房屋新开工面积增速略有放缓



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 15: 螺纹钢供给紧缩价格走高



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 16: 锌库存期货及结算价



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

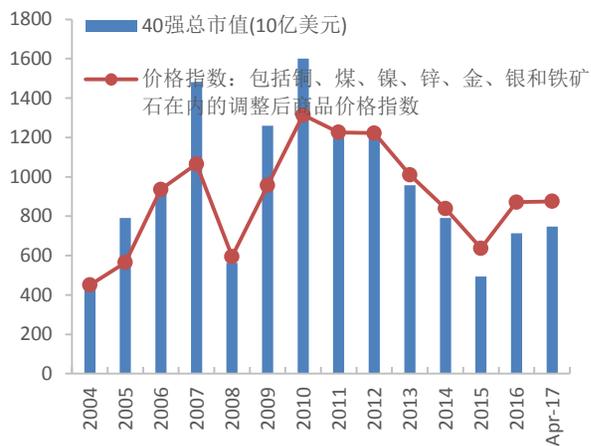
从周期性行业尤其是矿业的全球状况来看，全球矿业困境反转已现端倪。**业绩层面**，大宗商品价格上行，前四十矿业公司扭亏为盈，由2015年净亏损280亿美元到2016年盈利200亿美元。**公司经营层面**，资产减值减少，资本支出中仅有一半用于增加产能投资，前40强投资回报率从2%上升至4%。**盈利动力层面**，资产负债表在2016年大幅增强，债务偿还总额930亿美元高于2015年，杠杆率从2015年的49%降至2016年的41%，但仍高于过去十年的29%平均水平，仍然需要企业维持持续的高利润增长。**市场表现层面**，前四十矿业公司市盈率自2012年以来首次回升，PB自2010年以来首次增长，投资者信心恢复。以上充分说明了供给侧改革是全球性的，国际依靠市场力量主动出清，与我国依靠行政力量进行改革殊途同归。**回顾我国企业的表现**，我们消耗了世界40%的铜，近50%的煤，并随着不断的龙头企业进行海外矿山资源并购，定价权已逐步开始转移；矿企Top40中独占11位，其中中国神华排名第4，处于世界龙头地位，而榜单中我国比15年又新增三家实力强劲的企业：天齐锂业、中金黄金和洛阳钼业。我们认为，供给侧的全球性在需求端显示出强劲韧性，从而提高了我国周期性行业复苏的可持续性。

图表 17：中国矿业企业新加入全球 top40

公司名称	国家	传统/新兴	2015 排名	2016 排名	财年结束日
必和必拓	澳大利亚/英国	传统	1	1	6月30日
力拓	澳大利亚/英国	传统	2	2	12月31日
中国神华	中国/中国香港	新兴	3	4	12月31日
淡水河谷	巴西	新兴	8	5	12月31日
印度煤炭	印度	新兴	4	6	3月31日
山东黄金	中国/中国香港	新兴	38	24	12月31日
中煤能源	中国/中国香港	新兴	12	25	12月31日
紫金矿业	中国/中国香港	新兴	13	26	12月31日
洛阳钼业	中国/中国香港	新兴	未上榜	29	12月31日
陕西煤业	中国/中国香港	新兴	21	32	12月31日
江西铜业	中国/中国香港	新兴	26	33	12月31日
北方稀土	中国	新兴	17	35	12月31日
中金黄金	中国	新兴	未上榜	36	12月31日
四川天齐锂业	中国	新兴	未上榜	39	12月31日

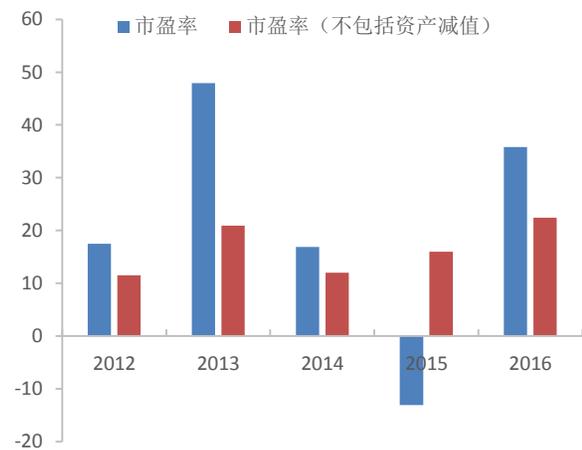
资料来源：pwc，太平洋研究院整理

图表 18：大宗商品价格上行



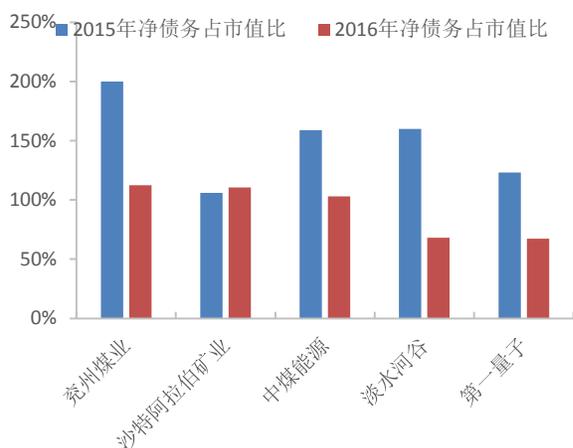
资料来源：pwc，太平洋研究院整理

图表 19：前 40 矿企估值回升显示投资者信心



资料来源：pwc，太平洋研究院整理

图表 20：杠杆率降低但仍维持高水平



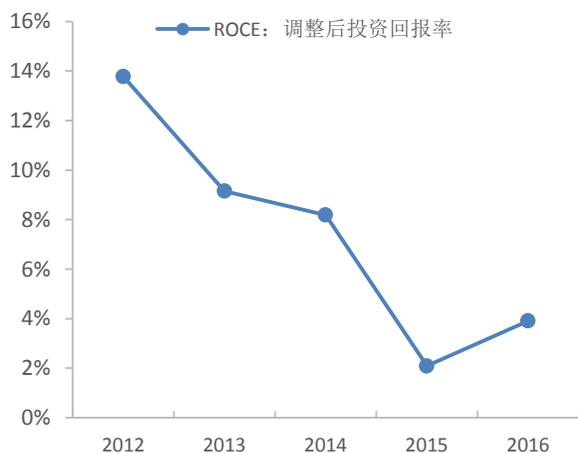
资料来源：pwc, 太平洋研究院整理

图表 21：资本开支降幅显著



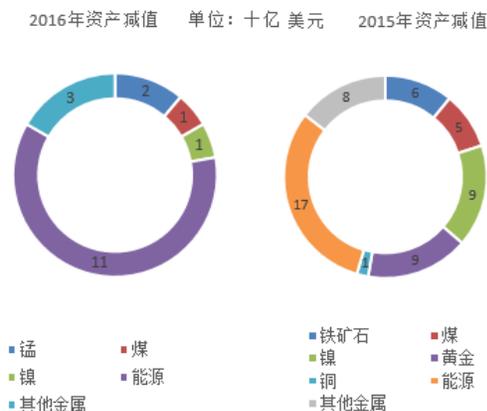
资料来源：pwc, 太平洋研究院整理

图表 22：投资回报率回升



资料来源：pwc, 太平洋研究院整理

图表 23：资产减值显著降低



资料来源：pwc, 太平洋研究院整理

四、周期强共振，把握结构性机会

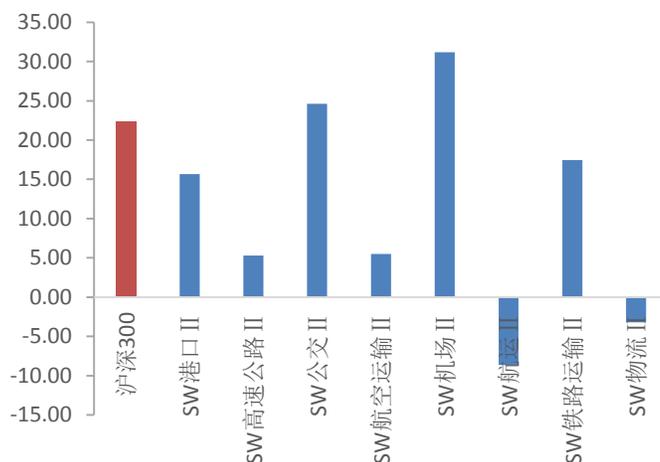
上游周期行业景气带动交运需求。冬季燃煤运送需求旺盛，且临近年末，客旅爆发增长也会为交运带来一波向上行情。从市场表现来看，其子行业机场、铁路涨幅靠前，煤炭和客旅的运送需求将带来近期的航空铁路需求缺口，行业景气向上具有较高的确定性。因此建议投资者在紧跟强势周期的同时的基础上把握交运的结构性机会。

图表 24：申万行业指数：交通运输



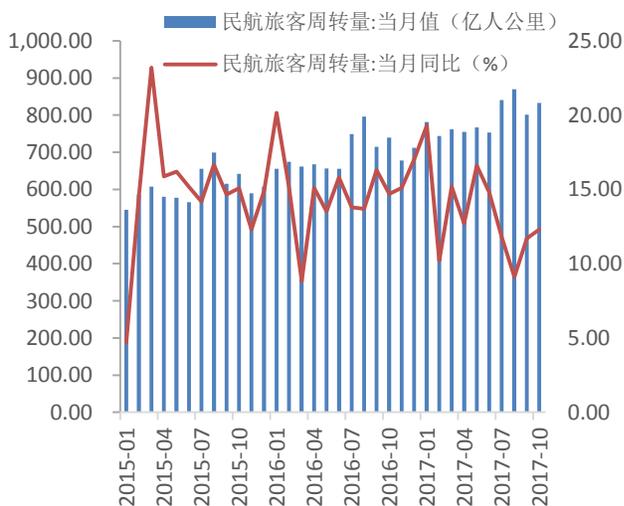
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 25：2017 年初至今（11.27）各子行业涨跌幅%



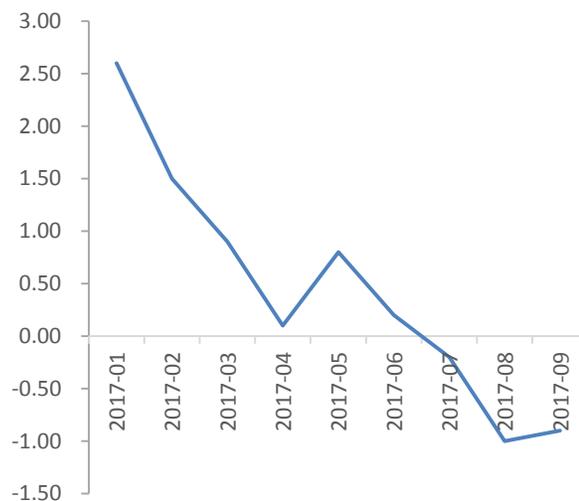
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 26：民航旅客周转量（亿人公里）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 27：民航正班客座率当月同比增加（百分点）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

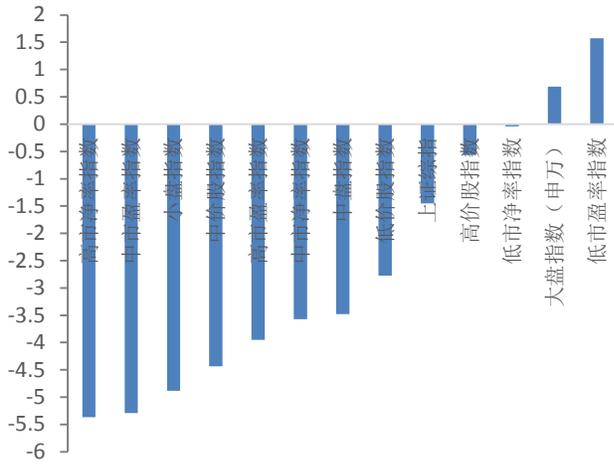
五、上周行情回顾

上周重要指数除中证100外全部下跌，上证50跌幅略缓，创业板指、中证1000和中证500分别位列跌幅前三。中信行业中，食品饮料受茅台震荡影响跌幅显著，银行股涨势明显，周期行业业绩有望提前兑现，煤炭有色钢铁纷纷迎来上涨。风格指数继续分化，大盘指数和低市盈率指数小幅上涨，其余均下跌。

对于大盘，短期内前期领涨的蓝筹白马科技股需要一定时间调整走出“抱团策略”的瓦解，第一种可能是通过指数急速下跌进行风险化解；第二种可能是在3个月内慢慢

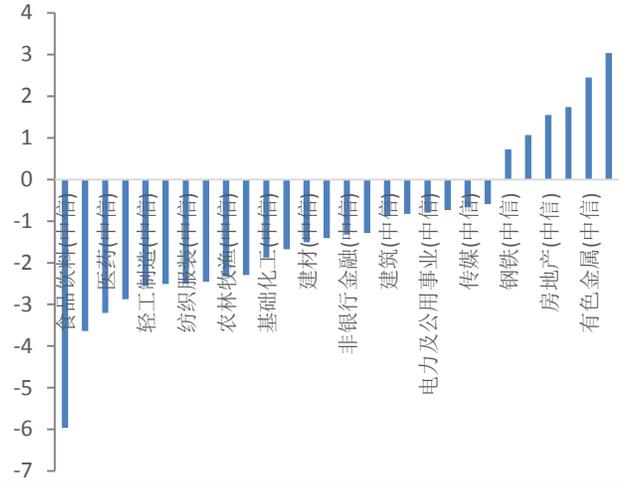
横盘清理融资盘，从“底线思维”看（窗口指导与舆论维稳连续发文化解对巨量限售解禁盘的恐慌），我们认为第二种情况将是大概率事件。对板块轮动，我们认为，强周期的煤炭、化工、钢铁、建材已经成为了短期最佳品种，理由如下：第一，经过了9月中旬至今的长期调整，估值处于底部；第二，业绩确定性高，全年利润普遍超市场预期；第三，融资盘较少，集中交易高频交易风险较小。我们认为，周期股在指数震荡调整阶段的独立行情并非偶然，建议加大配置力度。

图表 28：风格指数上周涨跌幅%



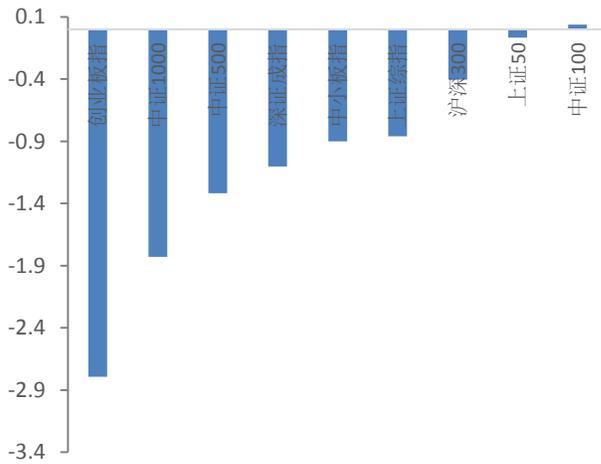
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 29：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 30：重要指数上周涨跌幅%



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。