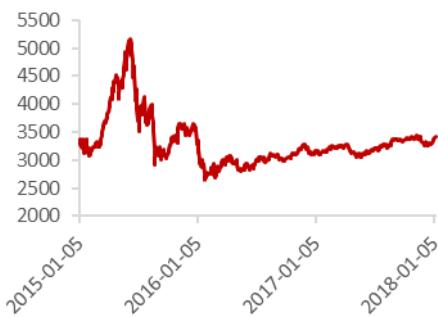




放弃风格切换幻想，金融周期为王

■ 上证综合指数走势(近三年)



相关研究报告：

《周期为王，估值重构》——

2018/01/01

《特朗普税改：未必成功的改革》——

——

20017/12/20

《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

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

执业资格证书编码：S0980511040003

联系人：万科麟

电话：010-88321823

E-MAIL: wankl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117100013

“风格切换”破灭，由基本面与流动性共同决定：从历史经验来看，风格切换的背后代表的是流动性的偏好以及基本面的驱动，更深层次的是政治周期的变化。从 2006 年开始，每一次风格切换的背后都是流动性从紧向松的拐点催化：2008 年末利率开始下行，小盘股开始全面跑赢大盘股，随着其后利率上升，趋势一直自我强化直到 2011 年，2011 年下半年开始利率下行，小盘股策略失效，风格偏向大盘股；2013 年在流动性上行拐点出现前，市场再次完成切换，小盘股策略再次奏效；2016 年 10 月以前流动性不断放松，而风格切换其实早在 2016 年 2 月便已出现。时至今日，A 股市场流动性仍处紧平衡阶段。此外，市场对于增量资金的预期部分在于 2018 年 6 月正式加入 MSCI 后的海外资金入场。但是我们认为，海外资金更加偏好高分红、低估值，在一定程度上助推了如今市场对大盘价值股票的偏好，同时对风格向小盘成长的切换形成阻力，政治周期从“鼓励金融创新”到“防风险”同样影响市场对小盘股的审美。

小盘成长回归内生增长逻辑，然而创业板业绩估值难以匹配。IPO 发行速度不减、壳溢价正在下降，同时并购重组等外延式扩张方式又受到一定限制，外延并购的业绩占比从 2015 年最高峰连续两年下降，当前占比已经很小。此外，金融监管趋严也导致对上市公司大股东增减持、员工持股、杠杆收购以及上市公司市值管理有一定的限制。由此我们认为，小盘成长股已经逐渐回归到内生性增长的逻辑上。但是从内生增长的角度，小盘股的盈利与估值匹配难以匹配。自 2010 年以来，主板、中小板、创业板的 PE 的均值分别为 14.11、38.73 和 57.42。创业板整体估值在 2017 年后半年回落至 50 以下，但仍处于绝对的高位水平。反观盈利方面，2016 年底主板 ROE 率先反弹，虽然中小创在 2017 年也有所回升，但与 2016 年比，与主板盈利能力的差距却逐渐走阔。总之，不论是宏观流动性方面，还是业绩估值匹配方面，都暂时不具备迎来风格切换的条件。

未来看好银行券商股行情的持续演绎。估值角度，银行券商均为 A 股市场少数估值处于低位的行业。对于银行，银行资产质量转好在 17 年被证实，不良生成率不断企稳转好，净息差持续走高等共同支撑其业绩；对于券商，市场整体回暖，A 股成交额、两融余额均呈现上升趋势，券商机会显现。

目录

一、市场流动性暂不支撑风格切换	4
二、小盘成长股估值根本上受制于监管生态	5
三、创业板回归内生成长逻辑	6
四、未来看好银行券商股行情的持续演绎	10

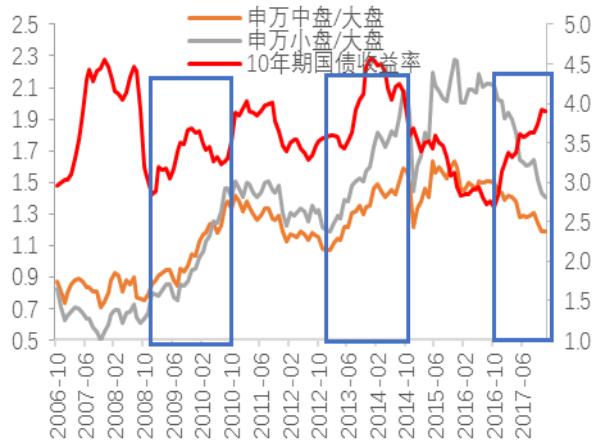
图表目录

图表 1: 流动性方面不具备风格切换的条件.....	5
图表 2: 北上资金偏好低估值个股	5
图表 3: 风格切换与收益率曲线有关系但更像后验的关系	5
图表 4: IPO 速度不改上行趋势	6
图表 5: ROE 主板仍是最优	7
图表 6: 创业板估值居高	7
图表 7: 金融业盈利能力提升 (净利润同比%)	8
图表 8: 金融业估值仍处于低位	8
图表 9: 房地产销售增长明显	8
图表 10: 房地产估值处于低位	8
图表 11: 计算机盈利有一定优势	9
图表 12: 机械设备、计算机估值水平较高	9
图表 13: 创业板二级行业净利润占比及估值.....	10
图表 14: 创业板一级行业市值分布	10
图表 15: 剔除金融类后创业板性价比仍然不如主板	10
图表 16: 商业银行净息差回升	11
图表 17: 银行业估值处于低位	11
图表 18: 关注类占比连续下降	11
图表 19: 拨备覆盖率(%)企稳	11
图表 20: 两融余额不断上涨 (亿)	12
图表 21: 券商 PB 处于低位	12
图表 22: 券商股成交量猛增	13
图表 23: A 股成交额站上 5000 亿	13

一、市场流动性暂不支撑风格切换

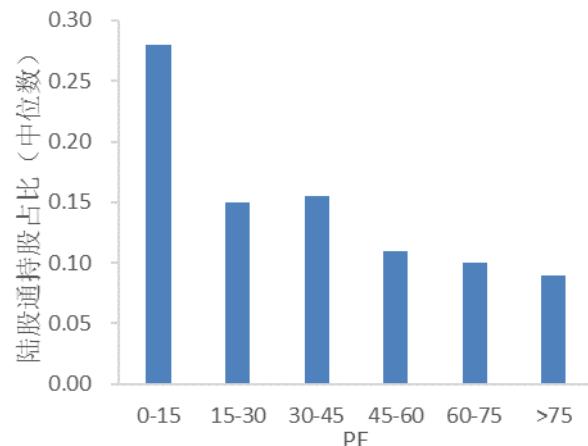
从历史经验来看，风格切换的背后代表的是流动性的偏好以及基本面的驱动，更深层次的是政治周期的变化。从流动性角度，2006 年开始，每一次风格切换的背后都是流动性从紧向松的拐点催化：2008 年末利率开始下行，小盘股开始全面跑赢大盘股，随着其后利率上升，趋势一直自我强化直到 2011 年，2011 年下半年开始利率下行，小盘股策略失效，风格偏向大盘股；2013 年在流动性上行拐点出现前，市场再次完成切换，小盘股策略再次奏效；2016 年 10 月以前流动性不断放松，而风格切换其实早在 2016 年 2 月便已出现；也就是说，以 10 年期国债收益率为锚，则每次股票市场风格切换前必然伴随着一次债市由熊转牛，而债市的熊市自我强化阶段股市难以出现风格切换。其中逻辑亦很清晰：债券熊市意味着整体长端利率的走高，即宏观流动性的收紧，被冷落的一方缺少增量，难以形成切换。从长端利率与短端利率的差而言情况稍微复杂一点，牵涉到债市的熊平牛平熊陡牛陡的讨论，但我们发现，收益率曲线平坦与否对股市风格切换没有明显指向性，理由也很简单：收益率曲线的平坦与否除了与货币政策有关外，还牵涉到监管层态度、通胀预期、以及经济周期的切换。如果从二阶段股息模型出发，陡峭向上的收益率曲线应该对应成长股占优（因为对未来的成长要求更高），而经济周期、通胀预期、监管层态度、货币政策等要素进入流动性系统后会让市场整体更加难以确认，尽管从图形上我们可以得到结论的认证，但我们仍然认为对于股市而言讨论收益率曲线更像是缘木求鱼，收益率曲线本身讨论的是对未来的预期，而经济周期与盈利周期、市场周期本身就不同步。故而不如用债市的熊市牛市来确认流动性拐点：当债市熊市确认时，风格均难以切换。时至今日，宏观流动性仍处于紧平衡阶段。此外，市场对于增量资金的预期部分在于 2018 年 6 月正式加入 MSCI 后的海外资金入场。但是我们认为，海外资金更加偏好高分红、低估值，在一定程度上助推了如今市场对大盘价值股票的偏好，同时对风格向小盘成长的切换形成阻力。

图表 1：流动性方面不具备风格切换的条件



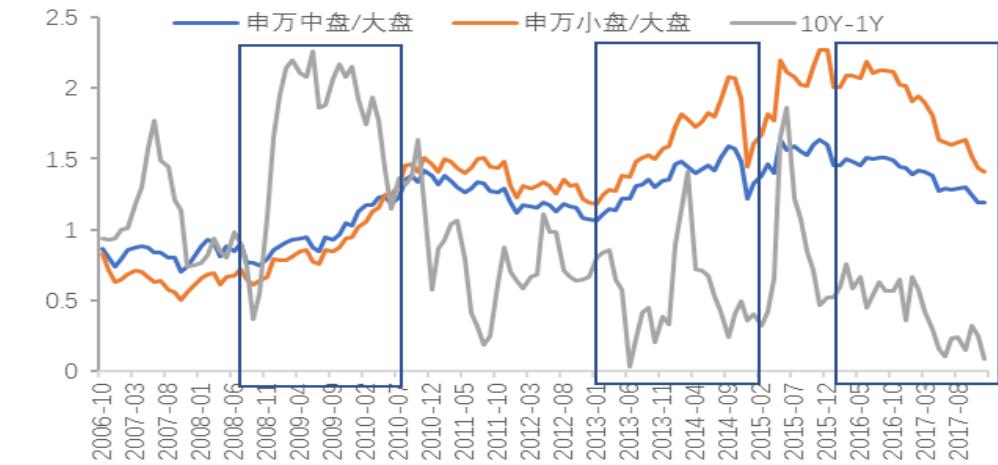
资料来源：Wind 太平洋研究院整理

图表 2：北上资金偏好低估值个股



资料来源：Wind 太平洋研究院整理

图表3：风格切换与收益率曲线有关系但更像后验的关系



资料来源：Wind 太平洋研究院整理

二、小盘成长股估值根本上受制于监管生态

IPO 发行速度不减、壳溢价正在下降，同时并购重组等外延式扩张方式又受到一定限制，创业板外延并购的业绩占比从 2015 年最高峰连续两年下降，当前占比已经很小，由此我们认为，小盘成长股已经逐渐回归到内生性增长的逻辑上。

从月度数据来看，IPO 发行量经历了 2016 年的快速增长，最高达到了 2017

年1月份的54家，2月份起开始回落。但是从年度数据，2017年的438家公司上市仍是历史最高。从IPO排队家数来看，当前仍有479家待排队（仅已受理、已反馈、已预披露更新三种状态的）此外，关于金融改革，政府多次指出，深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。企业上市融资作为直接融资的重要手段，未来年度IPO速度受限的可能微乎其微。相反，退市机制的完善更加指向重塑小盘股估值体系。所以对于小盘股来说，壳资源溢价趋向于消失。此外，金融业监管趋严，包括质押新规对质押率的限制，信托公司暂停新增有中间级的配资业务和新增单票配资业务等下调股票信托的配资杠杆比例等措施，都对上市公司大股东增减持、员工持股、杠杆收购以及上市公司市值管理有一定的限制。

图表 4: IPO 速度不改上行趋势



资料来源: Wind. 太平洋研究院整理

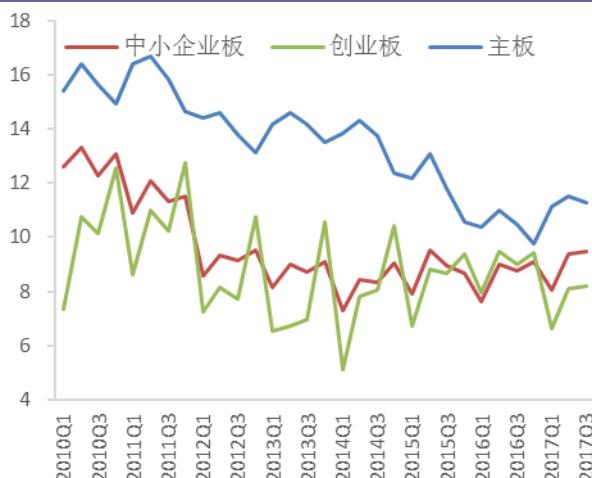
三、创业板回归内生成长逻辑

因为上述监管生态的变化，小盘成长股的上涨逻辑更加依赖于其内生增长。而创业板内生增长与估值匹配恰恰相当可疑。盈利与估值匹配角度，创业板不具备明显的优势。我们看到，自2010年以来，主板、中小板、创业板的PE的均值分别为14.11、38.73和57.42。创业板整体估值在2017年后半年回落至50以下，

但仍处于绝对的高位水平。反观盈利方面，2016年底主板ROE率先反弹，虽然中小创在2017年也有所回升，但与2016年比，与主板盈利能力的差距却逐渐走阔。纵观全行业，我们认为处于业绩估值匹配区间，性价比较高的行业目前主要有金融、地产等，这些行业在2017年均处于盈利上行而估值仍在低位的阶段，并且大金融个股有较大的估值重构空间。

而创业板本身金融类个股较少，为创业板带来较大业绩增长的除了计算机应用以及经营模式存疑的环保板块（数家创业板权重股环保企业）外恰恰是周期性板块（化学制品、养殖、机械设备），如果主板的周期性板块无法给予高估值，那么创业板凭什么享受高估值？

图表 5: ROE 主板仍是最优



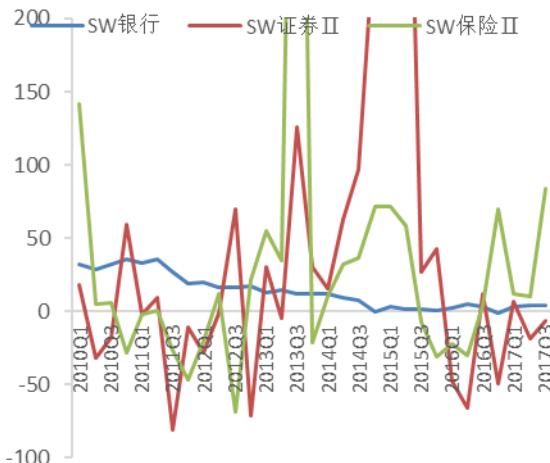
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 6: 创业板估值居高



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 7：金融业盈利能力提升（净利润同比%）



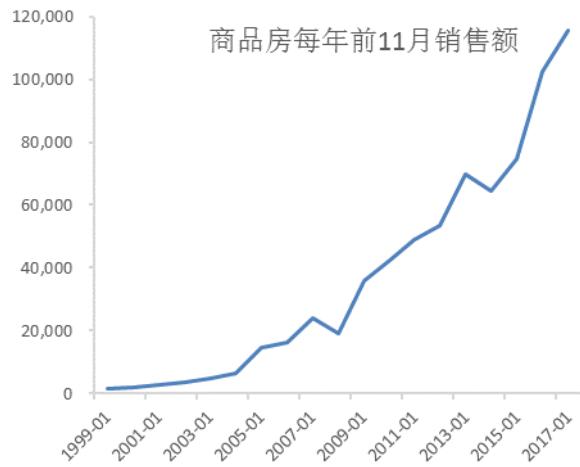
资料来源：Wind 太平洋研究院整理

图表 8：金融业估值仍处于低位



资料来源：Wind 太平洋研究院整理

图表 9：房地产销售增长明显



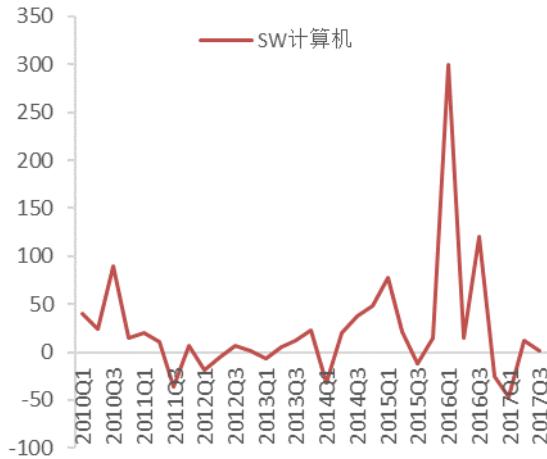
资料来源：Wind 太平洋研究院整理

图表 10：房地产估值处于低位



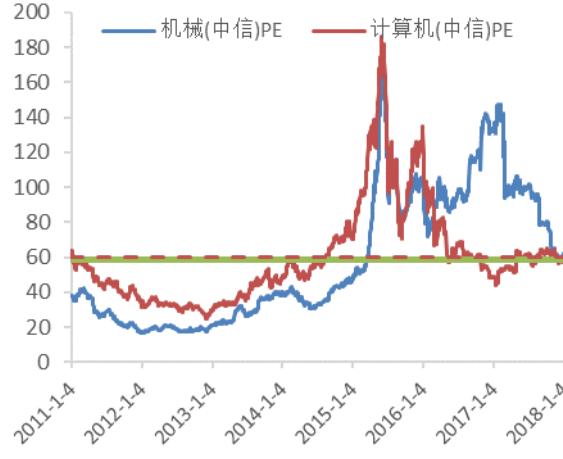
资料来源：Wind 太平洋研究院整理

图表 11：计算机盈利有一定优势



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：机械设备、计算机估值水平较高

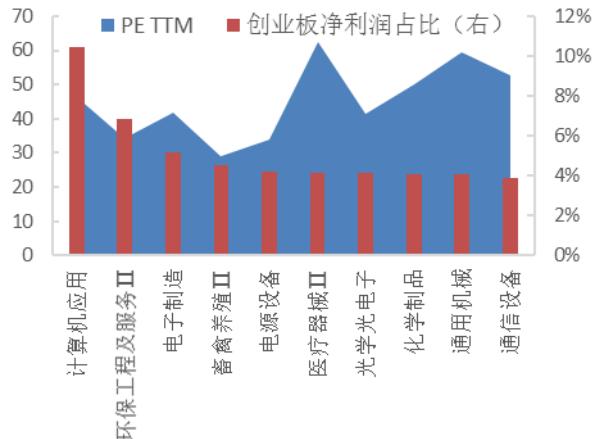


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

此外，受到《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》2018年修订版正式出炉的影响（其中明确规定，单只标的整体质押比例不超过50%；质押率不超过60%）。该办法于2018年3月12日起正式实施，由于新老划断的前提，该文件对市场整体的影响有限，但是对于不符合质押集中度标的，则面临股权质押比例调整。我们整理了各个板块质押超过50%的股票。截止到1月16日，中小创质押率超过50%的公司市值占到了中小创板块全体市值的4%，中小创质押比例降低将为中小创带来更大流动性风险。

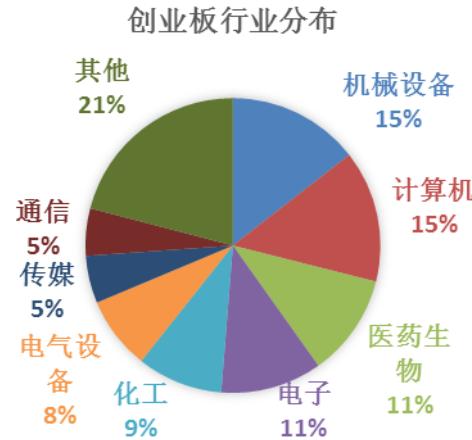
相反的，我们在主板剔除金融类个股可以发现，主板相对创业板的估值优势依然不变：主板剔除金融、剔除两油后估值分别为26.55，25.87倍，相比创业板47.73倍仍有优势（主板剔除金融剔除石油石化后估值低于08年以来均值的30.61倍，略高于中位数的27.71倍，仅相当于2006年4月末的水平，不存在大风险）。

图表 13：创业板二级行业净利润占比及估值



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 14：创业板一级行业市值分布



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 15：剔除金融类后创业板性价比仍然不如主板



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

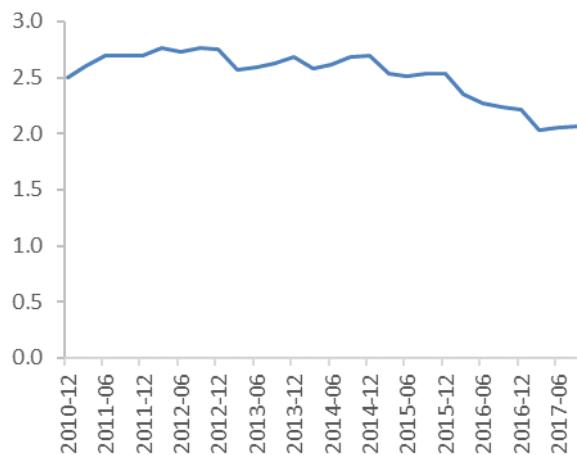
四、未来看好银行券商股行情的持续演绎

鉴于前文中风格难以切换的判断，并且金融紧缩周期的估值故事重新讲述（金融紧缩+强监管周期，银行业利润受到冲击，但估值有望修复），我们未来看好银行券商股行情的持续演绎。

对于银行板块，估值角度，银行长期以来一直为 A 股的估值最低的行业，而且银行普遍具有市值大、业绩稳定、股息率高的特点，预计 2018 年海外增量资金进场时，银行股将是首选标的。基本面角度，银行资产质量转好已在 17 年被证实，

不良生成率不断企稳转好，净息差也持续走高，净息差走高预期更被市场逐渐反应，多重逻辑支撑下，将继续推动板块估值修复。监管方面，金融业的严监管使得表外融资、非银机构的通道类受打击，引导融资从表外回归到表内，在较高的名义 GDP 增长，融资需求仍旺盛的情况下，银行生息资产总量受到的影响并不大，且随着金融市场的规范，银行在后续中更能发挥其优势，银行股整体估值到达 1.5 倍 PB 应已不远，整体仍有 30% 空间。

图表 16：商业银行净息差回升



资料来源：Wind. 太平洋研究院整理

图表 17：银行业估值处于低位



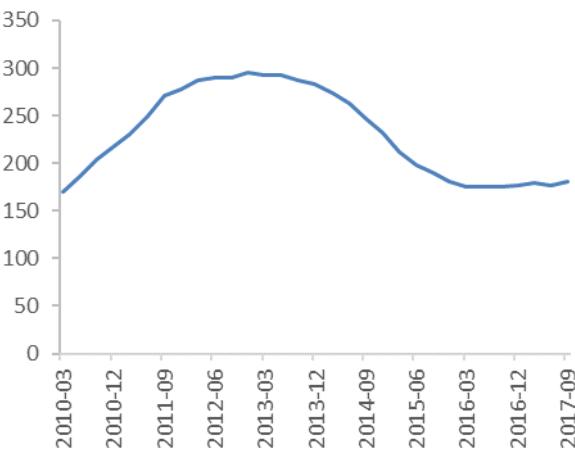
资料来源：Wind. 太平洋研究院整理

图表 18：关注类占比连续下降



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

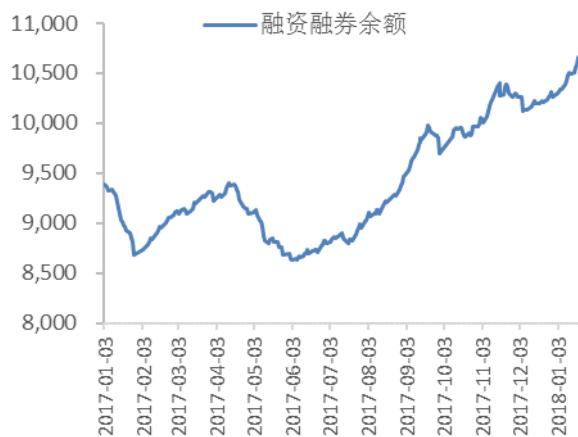
图表 19：拨备覆盖率(%)企稳



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

对于券商板块，我们认为目前处于底部，且从估值和市场基本面来看该行情有望持续。目前券商板块的市净率为 1.8 倍，位于历史水平低位，市盈率也只是处于中枢水平，估值修复空间巨大。年初以来，两市成交量明显放大，日成交金额目前已基本站上 5000 亿水平，甚至一度升至 6000 亿，券商本身的成交量在年后更是经历了急速的增长，趋势明显向好；加之两融余额自破万亿以来，一直缓慢的增长，指数的不断突破也让市场对于券商盈利周期的预期出现反转，三重逻辑支撑券商板块机会显现。放眼长期，我们看好市场回暖趋势，且对于券商行业整体的发展，严监管的环境已经得到市场充分反映，边际收紧的可能性不大；同时以服务实体经济为主线，提高直接融资占比的双任务驱动下，证券行业肩负重任，也将因此继续成长受益。

图表 20：两融余额不断上涨（亿）



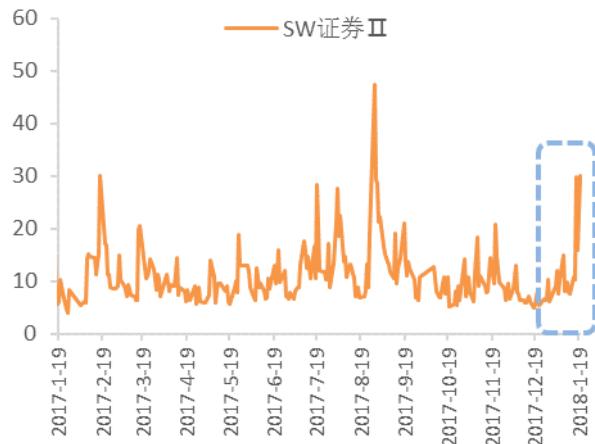
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 21：券商 PB 处于低位



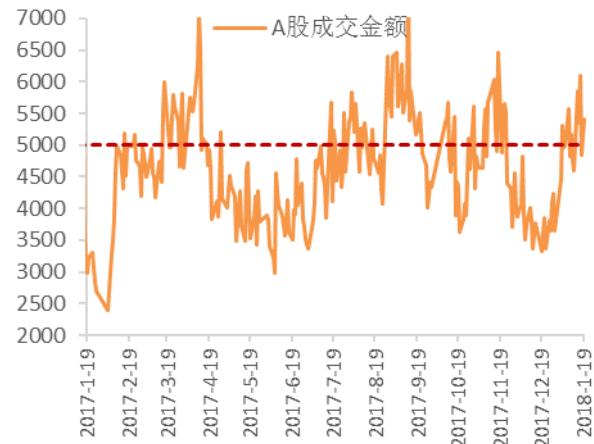
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 22：券商股成交量猛增



资料来源：Wind 太平洋研究院整理

图表 23：A股成交额站上5000亿



资料来源：Wind 太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



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。