



市场正常调整，预期完美兑现——去杠杆后慢牛更加健康

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：010-88695238

E-MAIL: wankl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117100013

事件：

今日上证综指大幅下跌，风格指数中唯有上证 50、中证 100 正收益，中信一级行业中唯有银行正收益（申万一级行业中钢铁亦正收益），钢铁、煤炭等此前我们推荐的板块跌幅较小，完美兑现了我们于 1 月 18 日发布的《放弃风格切换幻想，金融周期为王》以及元旦发布的《春季攻势：周期为王，估值重构》观点！我们也于多次电话会议与一月周报中多次强调周期股的价值重估，市场正用资金投票将我们的研究成果逐步兑现！

核心观点：

大盘调整属于正常，短期大盘下行主要源自于以下两点：1、去杠杆下各类非银金融机构资管计划被平仓造成流动性冲击；2、中小创中创业板年报预披露后业绩大幅不如预期（扣除温氏股份与乐视网后 16%，不扣除则 -3%）。后续我们仍然看好春季攻势；行业配置中仍然最推荐银行、煤炭、钢铁、石油化工等强周期品种以及基建相关的存在预期差的品种。

1、大盘下跌或源于去杠杆的偶然冲击。大盘短期连续出现两次出现“股灾式”调整我们认为主要由于清理信托产品以及结构性行情愈加自我强化引致：经我们计算，一季度最多将有千亿级别流动性因清理信托资管计划产品流出股市，许多资管计划因到期无法续期而被动减持。市场亦有声音认为质押新规对股市有重大影响，经我们对照后发现个股整体质押比例对股价表现没有显著影响，许多高质押比例个股仍在创新高；单一股东质押比例过高或有显著影响但难以获取详细数据。我们认为，资管计划到期无法续期的冲击应是主导因素。

2、业绩“爆雷”渐多压制市场情绪；实际上即使将资管计划冲击扣除，1 月 30 号密集发布的业绩预披露“爆雷”也显著压制了市场情绪，1 月 31 日多只业绩下修或亏损股均大幅下跌，两市超百只跌停股中大部分是业绩预亏个股（157 只跌停股中 148 家业绩预告预减、首亏、或续亏），盈利牛的逻辑有所松动，令风险偏好下沉，而部分行业及个股业绩估值难以匹配是市场大幅下跌的诱因。

3、经过此番去杠杆导致的流动性冲击并调整完毕后，我们认为市场将更加健康，当下来看，大部分低估值大蓝筹（核心资产）仍有足够安全边际，银行、煤炭等周期股形成的春季攻势主线仍未被破坏，大盘不悲观。

4、后续行业轮动中，仍然最看好需求平稳，受益资产负债表修复、行业集中度提升、美元指数下行周期内主营产品存在强价格上涨预期、估值仍然低估的煤炭、石油化工类上游能源品（以市净率估值，两行业估值最为低估，分别为 1.7 倍、1.45 倍，仅高于银行股），净息差上行且资产质量改善的银行股，以及市场存在预期差的基建股：市场出于财政赤字率不低以及强监管下严查地方债平台的“双紧”背景下，对 2018 年基建投资有断崖式下滑忧虑，我们认为此忧虑过度悲观，政府有能力有意愿将基建投资维持在较高水平，按中央经济工作会议精神，重点将转为地方公共服务均等化，未来盘活存量将成为新的预期差。同时，银行、煤炭、钢

铁三行业受资管计划冲击影响较小，分别有0只、2只、2只个股有信托或券商资管计划持股，受流动性冲击基本最小。

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。