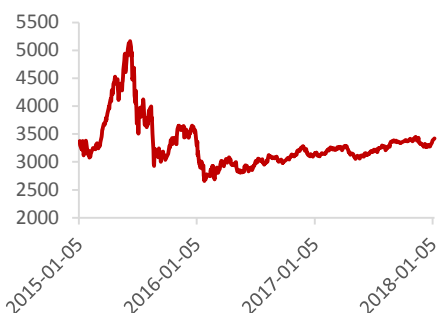


周期股价值重估——2017 年报预披露分析

■ 上证综合指数走势(近三年)



相关研究报告：

《反者道之动-四季度基金持仓研究》——2018/01/29

《放弃风格切换幻想，金融周期为王》——2018/01/20

《拥抱春天，攻势继续》——2018/01/08

《周期为王，估值重构》——2018/01/01

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL: zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码：S0980511040003

联系人：万科麟

电话：010-88695238

E-MAIL: wankl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117100013

中小创业绩增速下降超预期。从整体来看，主板、中小板、创业板业绩披露比例分别为 49.5%、99.4%、98.5%，中小创业绩披露比例较高，具有代表性；而主板由于占利润大头的金融业没有披露完毕，可以认为代表性不强。结果显示，中小创业绩增速超预期下滑，其中中小板业绩增速对所有企业取最悲观预期为 10.2%，取最乐观（以下最悲观简称“最低”，反之则“最高”）则为 36%；创业板最低增速为-13.6%，最高为 3.5%；剔除乐视网后最低增速为-2.2%，最高为 14.8%。同时我们按照经营性净现金流/净利润测算盈利质量，创业板盈利质量更堪忧。

中小创业绩拐点仍未现。中小创业绩超预期下滑的最主要原因为此前外延式并购期带来的非内生成长过高托高了基数，并积累了大量商誉需要计提；监管层严厉打击禁止“忽悠式重组”使得外延式并购退潮是使得中小创业绩大幅下行的重要催化因素，本质上仍然是此前过高的虚胖式利润增长透支了当下的成长空间。从更宏观的视角来看，紧缩的金融周期遇上经济的复苏周期对于重资产行业(周期股)及个股(大蓝筹)也是再一次重估机会。当下来看，行业集中度决定中小创业绩仍难看见拐点。

市场完美兑现我们的判断，周期重估仍是主线：2018 年初以来，我们持续推荐以银行地产为主线的大金融板块以及上游能源的煤炭石油板块；经济周期不再向下、通胀预期上行以及供给侧改革带来的强周期高杠杆行业盈利质量、现金流量以及资产负债表三重修复意味着今年是强周期行业的大年，年报业绩正在完美演绎我们的逻辑以及观点；后市我们仍然坚决、持续推荐煤炭、石油等供需失衡，涨价预期强烈且低估值品种，推荐受益强监管及资产质量改善的银行股。

年初以来复盘。年初以来，风格指数中低市盈率、低市净率以及申万大盘指数领涨，涨幅分别为 9.93%、7.26%、6.94%，完美兑现我们“估值重构”、“决胜价值股”以及“放弃风格切换幻想”的观点；主要风格指数中上证 50 与中证 100 领涨，涨幅分别为 10.11%、9.35%，同样验证此观点；中信一级行业中银行、煤炭、房地产、钢铁领涨，充分证明市场正向我们多次强调的“春季攻势，周期为王”以及“周期复辟指向再通胀交易”的最小阻力线运行！

目录

一、中小创业绩增速下降超预期	4
二、中小创业绩拐点仍未现	5
三、市场完美兑现我们的判断，周期重估仍是主线	9
四、年初以来复盘，高杠杆周期重估	9

图表目录

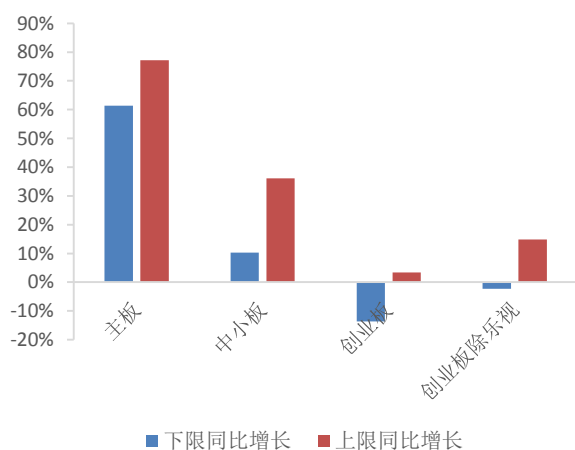
图表 1: 中小创业绩增速超预期下滑	4
图表 2: 不同板块盈利质量	4
图表 3: 中小盘的商誉膨胀	6
图表 4: 外延式并购退潮后创业板压力更大	6
图表 5: A 股历史上的风格切换	6
图表 6: 申万一级行业集中度 (上游)	6
图表 7: 申万一级行业集中度 CR4 (中游)	7
图表 8: 申万一级行业集中度 (可选消费)	7
图表 9: 申万一级行业集中度 CR4 (必须消费)	7
图表 10: 申万一级行业集中度 (设备制造)	7
图表 11: 申万一级行业集中度 CR4 (金融地产)	8
图表 12: 申万一级行业集中度 (TMT)	8
图表 13: 创业板估值离底部还有距离	8
图表 14: 中信一级行业年报预披露净利润增速 (1)	9
图表 15: 中信一级行业年报预披露净利润增速 (2)	9
图表 16: 宏观杠杆率真正触顶	10
图表 17: 高杠杆行业超额收益明显 (1 月涨跌幅)	10
图表 18: 风格指数涨跌幅 (%)	10
图表 19: 特征指数涨跌幅 (%)	10

一、中小创业绩增速下降超预期

从目前 2017 年年报预披露整体情况来看，主板、中小板、创业板业绩披露比例分别为 49.5%、99.4%、98.5%，中小创业绩披露比例较高，具有代表性；而主板由于占利润大头的金融业没有披露完毕，可以认为代表性不强。结果显示，中小创业绩增速超预期下滑，其中中小板业绩增速对所有企业取最悲观预期为 10.2%，取最乐观（以下最悲观简称“最低”，反之则“最高”）则为 36%；创业板最低增速为-13.6%，最高为 3.5%；剔除乐视网后最低增速为-2.2%，最高为 14.8%；具体原因我们在报告的第二部分阐述。

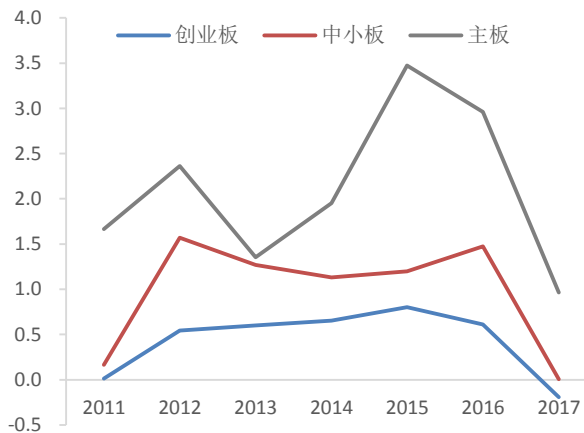
预喜比例则大致相同，其中主板预喜比例 71.3%，中小板 77.7%，创业板 73.6%。

图表 1：中小创业绩增速超预期下滑



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：不同板块盈利质量



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

从盈利质量来看，中小创（尤其是创业板）更堪忧。首先，我们用经营性净现金流/净利润构造盈利质量指标，本质上来说，经营性净现金流（Net Cash Flow from Operating/Operating Net Cash Flow）代表了实际经营活动中创造的收益，而净利润（Net Income）则是账面上的净利润，两者的相互关系为： $CF0=NI+Noncash\ Charge-Working\ Capital\ Investment$ ，即经营性净现金流=净利润+折旧摊销-营运资本支出（不考虑税和利息的情况下）。

从公式构成，显而易见的，此指标越接近于 1，盈利质量越佳，说明企业经营活动产生的收益利润转化率高。此指标如果为负，说明其中必有一为负数，均

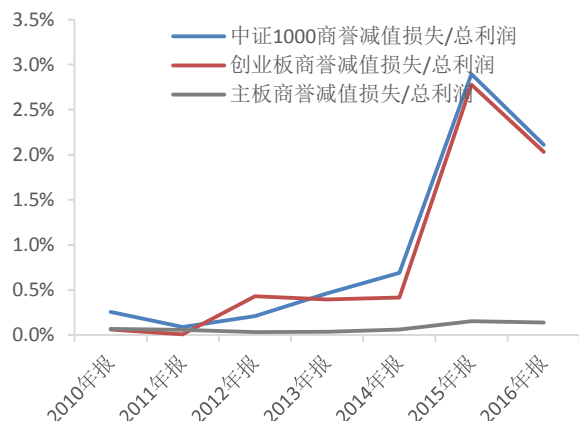
代表经营情况恶化，如果远大于一，则说明折旧摊销太高。我们将主板、中小板与创业板分别横向与纵向两个方向进行对比，发现如下事实：

1. 主板纵向看来处于盈利质量最佳时段（历史上最接近 1 的一次），横向来看较中小板创业板同样更优，盈利质量约为 0.96，相较中小板的 0.02 与创业板的-0.19 优势明显，而数据小于 1 的原因中，折旧摊销为负的可能性不大，故而数据或许意味着主板企业新一轮资本支出周期的开始。
2. 创业板状况较历史最差的 2011 年更差，盈利质量首次为负。观察构成可以得知，主要是因为分子端（经营性净现金流）为负，说明创业板整体甚至不能创造实际收益。我们此前在报告《放弃风格切换幻想，金融周期为王》中分析过，从市值构成与行业利润贡献来看，除计算机应用外，创业板本身的利润多数来自于化工、养殖、通用机械、电源设备等周期性行业，以成长股去定价本就不合理。

二、中小创业绩拐点仍未现

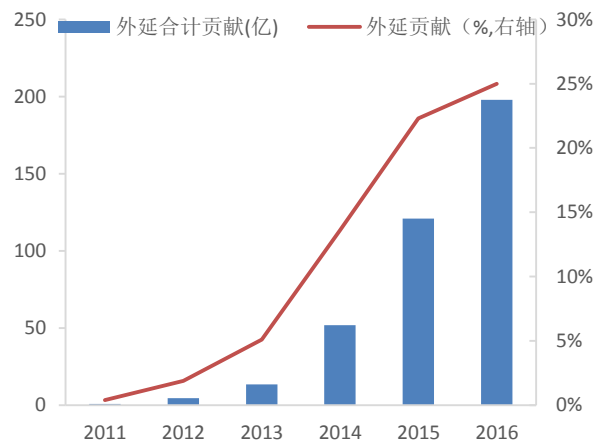
中小创业绩超预期下滑的最主要原因为此前外延式并购期带来的非内生成长过高托高了基数，并积累了大量商誉需要计提；监管层严厉打击禁止“忽悠式重组”使得外延式并购退潮是使得中小创业绩大幅下行的重要催化因素，本质上仍然是此前过高的虚胖式利润增长透支了当下的成长空间（从盈利质量来看，创业板盈利质量从来不高，2015 年是创业板盈利质量的顶峰而市场也给予了其 150 倍估值的优厚回报）。

图表 3：中小盘的商誉膨胀



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

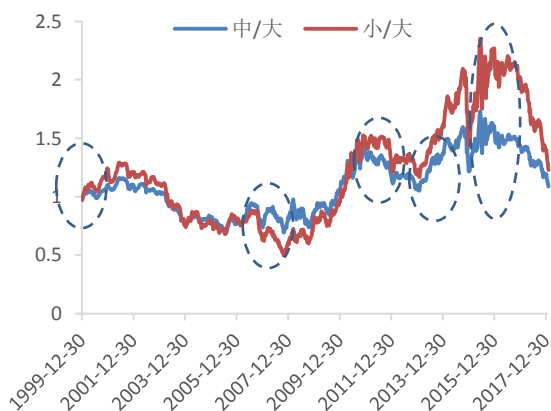
图表 4：外延式并购退潮后创业板压力更大



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

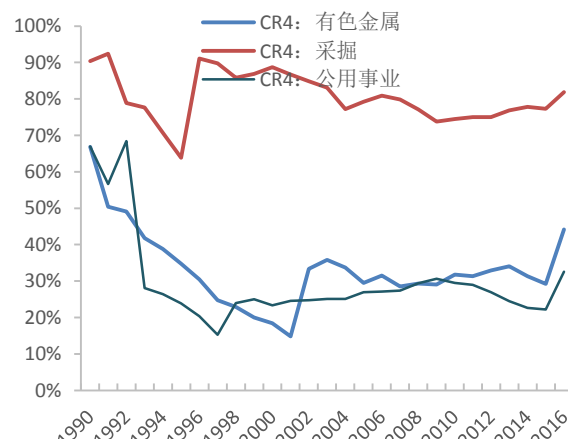
从更宏观的视角来看，紧缩的金融周期遇上经济的复苏周期对于重资产行业（周期股）及个股（大蓝筹）也是再一次重估机会：从历史经验看，1999 年至 2001 年，519 行情开始小盘股科技股大幅跑赢蓝筹直到纳斯达克泡沫破灭；2002 年下游行业的供给侧改革结束后宏观经济开始复苏，2003 年开始五朵金花结构性行情，大蓝筹开始持续跑赢直到 2008 年宏观经济进入下行拐点。除了 2014 年以外，大盘股总是在经济周期向上的时候跑赢，小盘成长总是在经济周期向下的时候跑赢。

图表 5：A 股历史上的风格切换



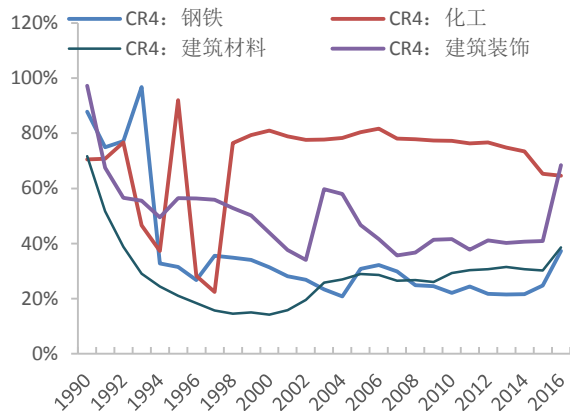
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：申万一级行业集中度（上游）



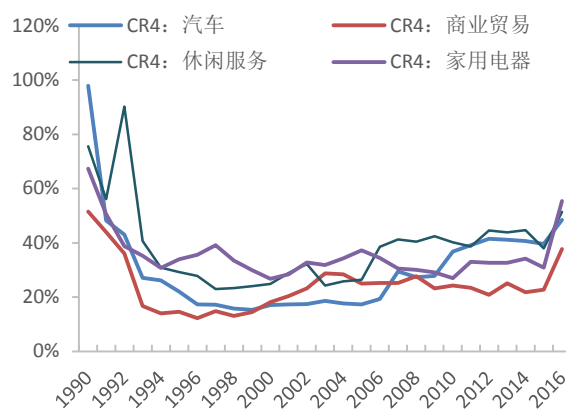
资料来源：Choice，太平洋研究院整理

图表 7：申万一级行业集中度 CR4（中游）



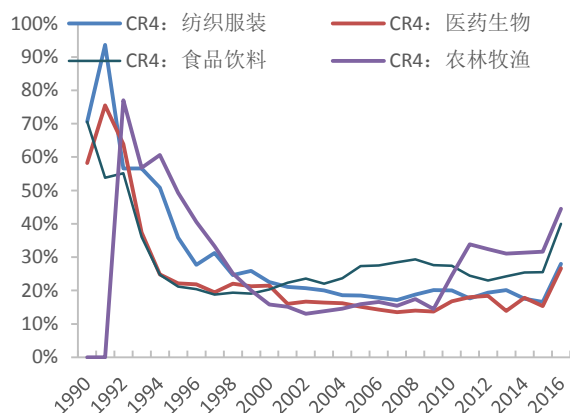
资料来源：Choice，太平洋研究院整理

图表 8：申万一级行业集中度（可选消费）



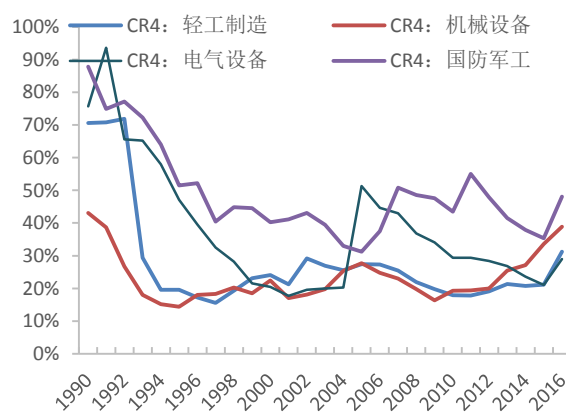
资料来源：Choice，太平洋研究院整理

图表 9：申万一级行业集中度 CR4（必须消费）



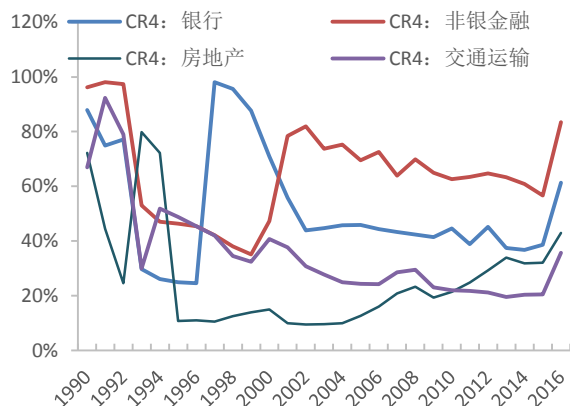
资料来源：Choice，太平洋研究院整理

图表 10：申万一级行业集中度（设备制造）



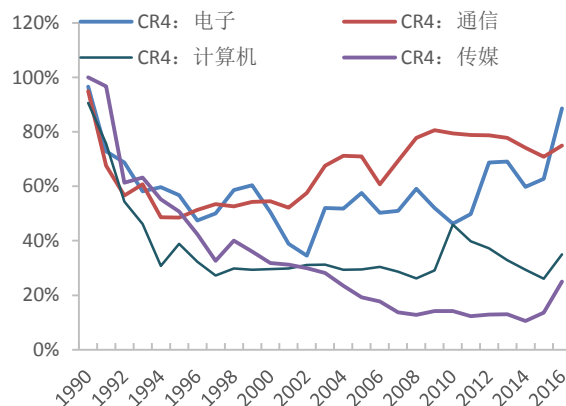
资料来源：Choice，太平洋研究院整理

图表 11：申万一级行业集中度 CR4（金融地产）



资料来源：Choice，太平洋研究院整理

图表 12：申万一级行业集中度（TMT）

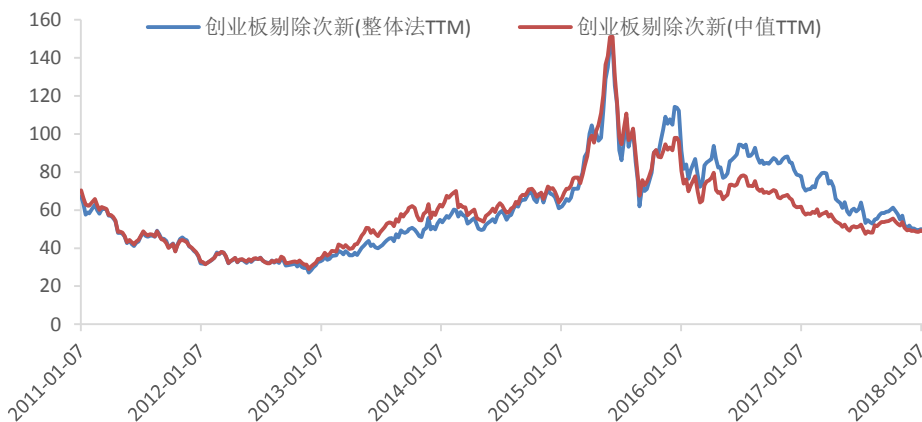


资料来源：Choice，太平洋研究院整理

从产业竞争格局来看，行业集中度仍在持续上升决定中小创业绩仍难看见拐点，2016 年各行业行业集中度均上升至空前的程度，中小创在行业集中度上升的大背景下更难“弯道超车”。

从估值来看，创业板剔除次新股后创业板的市盈率水平为 45 倍（无论是整体法或中位数法均如此），相较 2012 年末创业板的历史底部区间（30 倍）仍有 1/3 的空间，所以创业板的业绩-股价反转可能还需等待。

图表 13：创业板估值离底部还有距离

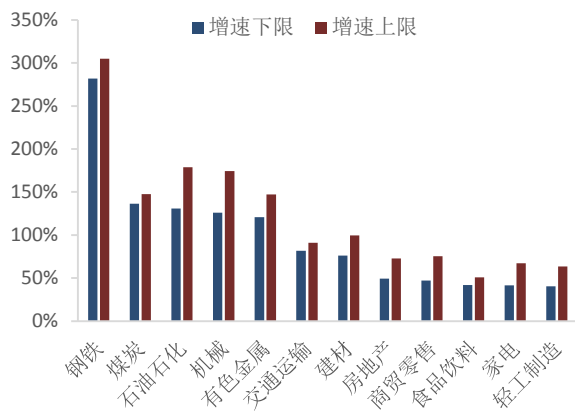


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、市场完美兑现我们的判断，周期重估仍是主线

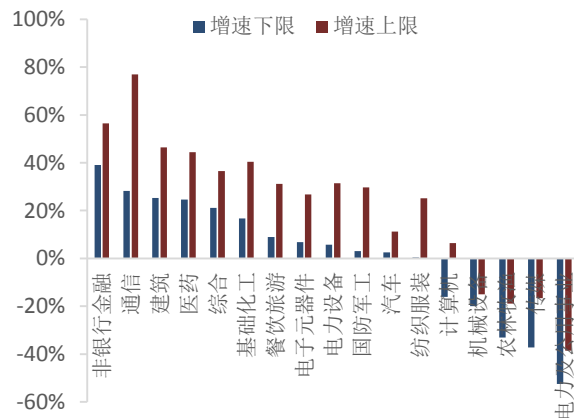
2018 年初以来，我们持续推荐以银行地产为主线的大金融板块以及上游能源的煤炭石油板块：经济周期不再向下、通胀预期上行以及供给侧改革带来的强周期高杠杆行业盈利质量、现金流量以及资产负债表三重修复意味着今年是强周期行业的大年，年报业绩正在完美演绎我们的逻辑以及观点；后市我们仍然坚决、持续推荐煤炭、石油等供需仍存在缺口，涨价预期强烈且低估值的品种，并推荐受益强监管及资产质量改善的银行股；业绩增速所有行业中最高且四季度业绩好于三季度，存在预期差的钢铁股同样值得推荐。

图表 14：中信一级行业年报预披露净利润增速（1）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 15：中信一级行业年报预披露净利润增速（2）



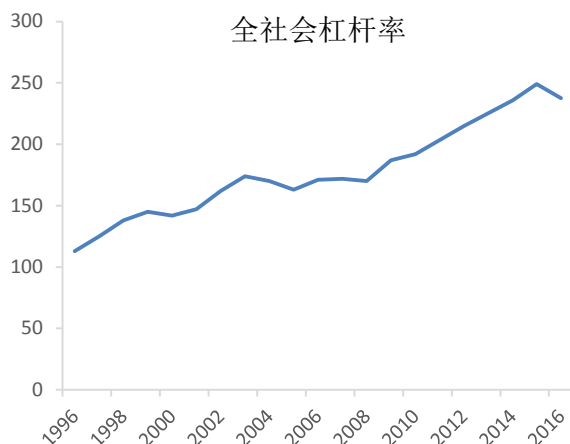
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、年初以来复盘，高杠杆周期重估

年初以来，特征指数中低市盈率、低市净率以及申万大盘指数领涨，涨幅分别为 9.93%、7.26%、6.94%，完美兑现我们“估值重构”、“决胜价值股”以及“放弃风格切换幻想”的观点；主要风格指数中上证 50 与中证 100 领涨，涨幅分别为 10.11%，9.35%，同样验证我们观点；中信一级行业中银行、煤炭、房地产、钢铁领涨，涨幅分别为证明市场正向我们多次强调的“春季攻势，周期为王”以及“周期复辟指向再通胀交易”的最小阻力线运行。同时值得注意的是，高杠杆、

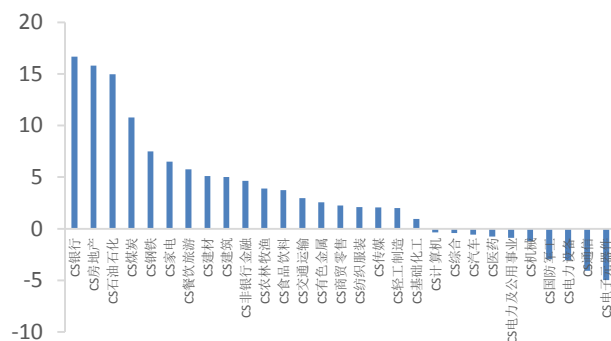
低估值的行业如银行、地产超额收益明显，这极有可能预示着中国宏观杠杆率真正见顶，故而市场对债务问题的担忧正逐渐化解，并给予高杠杆行业重新估值。

图表 16：宏观杠杆率真正触顶



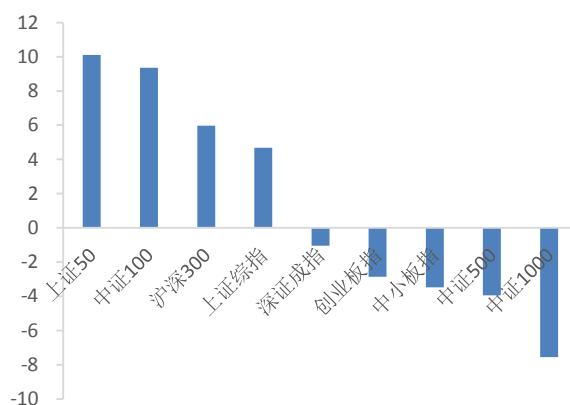
资料来源：社科院，太平洋研究院整理

图表 17：高杠杆行业超额收益明显（1 月涨跌幅）



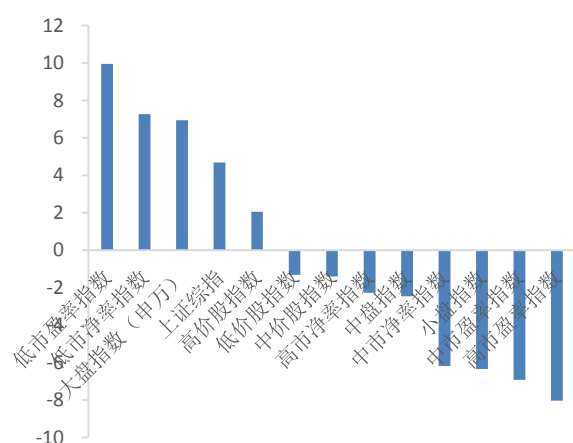
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 18：风格指数涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 19：特征指数涨跌幅 (%)



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



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。