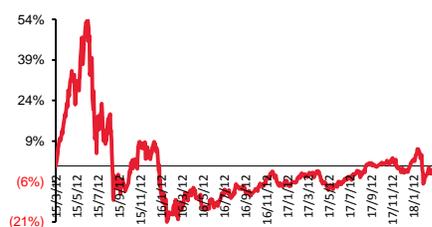


盈利预期差定胜负

■ 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》——

—2017/12/20

《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

核心观点：上周“新经济”概念继续引领全市场上扬，“做价值”与“做博弈”的两路观点各执一词，站在了讨论短期“趋势”的十字路口。回顾2008年以来的行情，中小盘明显跑赢上证综指的行情有两轮，第一轮是2010年7月至11月，第二轮为2013年至2014年。从宏观经济、业绩增速、流动性三方面进行观察，我们发现以往两轮上涨和今年一季度相同，同样是在经济小周期回落的背景下，但彼时的上涨均受到业绩和流动性双重层面的支持，这是区别于当下的核心差异。

当前，中观数据显示上游库存维持高位，库存消化需要时间，同时大宗商品价格受美国贸易政策影响出现较大幅度调整，对周期行业而言短期压力信号频现。市场经过2月份的修正后，上证50PE(TTM)11.8倍，中小板指PE(TTM)32.6倍，创业板PE(TTM)39倍，部分中小盘成长龙头估值接近30倍，预计2018年盈利增速大于40%，估值与盈利匹配度上略优于蓝筹，有较强的估值修复动力。当前市场依然以存量博弈为主，年报披露临近，部分蓝筹龙头股从业绩预披露的情况看，有盈利不及预期的风险，需要有足够重视。

未来一段时间，市场风格依然很难明朗化，政策助力的“新经济”与经济复苏对应的周期行业以及“核心资产”行业龙头都将各领风骚；盈利预期差才是未来一段时间股价驱动的核心因素。一方面，在经济数据不及预期的环境下，周期品整体缺乏快速崛起的可能性，年报大概率整体向好，但是存在投资者心理预期较高、真实业绩不达心理预期的下修预期差；另一方面，受政策影响，短期投资者对“新经济”的政策预期以及持续性热情较高，叠加部分中下盘成长龙头估值与盈利匹配度尚佳，短期中小市值龙头公司仍有上行空间。因此，淡化风格，业绩为王，将成为近期投资的主逻辑。

行业配置方面，建议关注三条主线。1、产业升级（建议关注电子、通信、军工）2、大众消费（建议关注制品饮料、纺织服装、酒店餐饮、商业连锁）3、低估值板块，坚定看好银行股的投资机会（四大行+招行）

目录

一、	回顾：每轮小票上涨的核心驱动力	4
二、	核心观点：业绩确定性是主逻辑，盈利预期差定胜负	6
三、	行业配置	7
	(一) 产业升级	7
	(二) 大众消费	9
	(三) 低估值板块	11
四、	近期经济数据	12

图表目录

图表 1: GDP 当季同比 (2010 年)	4
图表 2: 固定资产投资完成额: 实际同比	4
图表 3: M2 增速减 GDP 增速 (2010 年)	5
图表 4: GDP 当季同比 (2012-2014)	5
图表 5: M2 增速减 GDP 增速 (2013-2014)	5
图表 6: 净利润同比增速	6
图表 7: M2 增速减 GDP 增速 (2015 年至今)	6
图表 8: 上证 50 市盈率 (TTM)	7
图表 9: 创业板指市盈率 (TTM)	7
图表 10: 中小板指市盈率 (TTM)	7
图表 11: 2018 年 1 季度业绩预增	7
图表 12: 银行业 PE (TTM)	11
图表 13: 银行业 PB (LF)	12
图表 14: 进出口同比增速	12
图表 15: 进出口金额	12
图表 16: M2 同比和社融同比	13
图表 17: 菜篮子批发价格指数	14
图表 18: 生猪价和猪粮比价	14
图表 19: CPI 同比增速	14

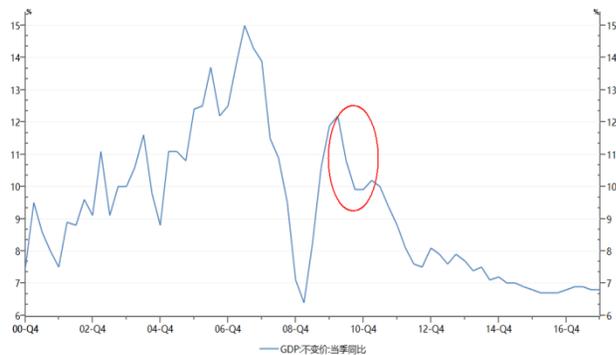
上周“新经济”概念继续引领全市场上扬，创业板指数周涨幅4.77%，中小板指数周涨幅2.8%，明显强于同期上证综指的1.62%。创业板指数上周五成交量突破1100亿，更是创出2017年9月以来单日成交最高峰。当前，市场对创业板未来上涨幅度乃至风格是否切换充满讨论。从近两周的市况来看，“做价值”与“做博弈”的两队人马各执一词，站在了讨论短期“趋势”的十字路口。

一、回顾：每轮小票上涨的核心驱动力

回顾2008年以来的行情，中小盘明显跑赢上证综指的行情有两轮，第一轮是2010年7月至11月，以区间最大涨幅计算，上涨指数涨幅37%，中小板指数涨幅64%。第二轮为2013年至2014年，上证指数表现为震荡下行，区间最大振幅25%，而同期创业板涨幅162%。

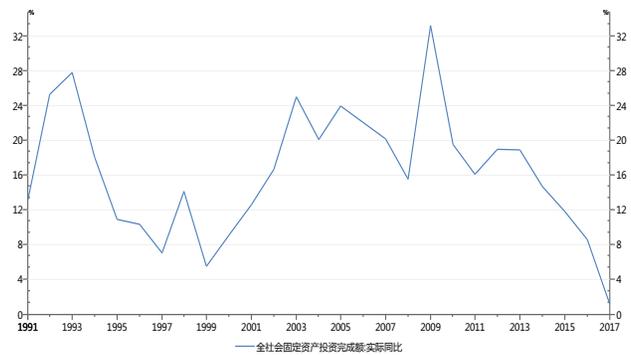
我们从宏观经济、业绩增速、流动性三方面进行观察。继2009年四万亿投资拉动之后，2010年国内经济逐步走弱，GDP增速从一季度的10.2%下滑至第三季度的9.8%。投资对经济的拉动大幅下滑，市场随之自2010年一季度后出现一轮调整，7月后开始回升，中小板明显跑赢主板。从盈利角度观察，2010年Q2中小板盈利增速为46%，优于主板的27%。流动性方面，市场流动性整体宽裕，M2-GDP处于扩展状态。市场预期方面，转变经济增长方式成为当时的共识，管理层在2009年10月30日推动创业板上市，创业板进入发行高峰期。

图表 1：GDP 当季同比（2010 年）



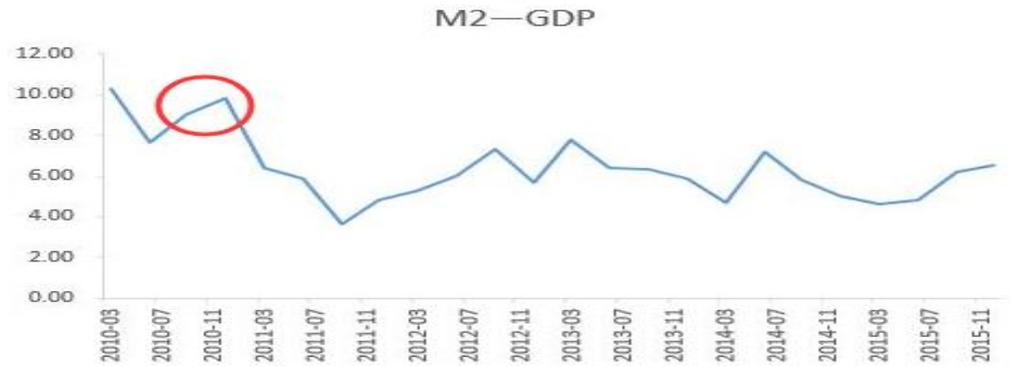
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：固定资产投资完成额：实际同比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

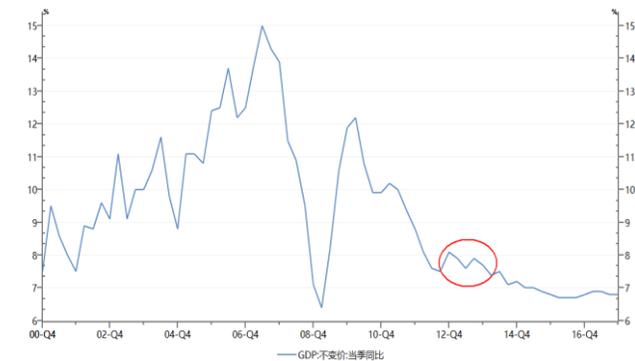
图表 3: M2 增速减 GDP 增速 (2010 年)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

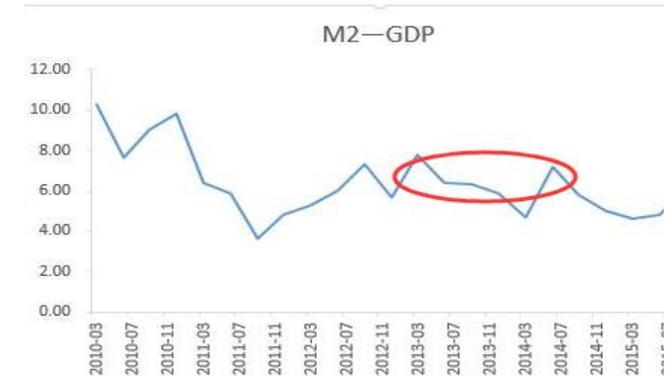
同样地, 回顾2013年至2014年, 主板维持震荡, 区间振幅为25%, 而创业板上涨162%。宏观数据上, 2012年三季度GDP同比增速7.5%反弹至年四季度8.1%后继续下滑。盈利方面, 主板盈利持续下滑, 创业板盈利增速自12年Q4的-4.8%上升至13年Q4的29.7%。流动性方面, 基准利率自2011年年7月3.5%下调至2014年11月2.75%, 流动性环境整体宽裕。

图表 4: GDP 当季同比 (2012-2014)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

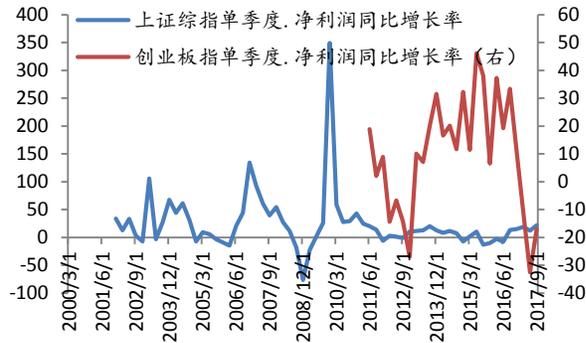
图表 5: M2 增速减 GDP 增速 (2013-2014)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

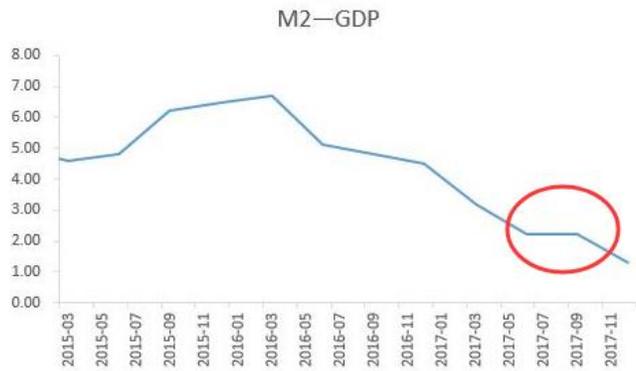
对比前两轮历史, 今年2月的创业板行情与上两次相比, 主板在盈利增速上占优, 创业板业绩依然在下降通道。同时, 2018年金融去杠杆主基调不变的环境下, 流动性环境相比上两轮行情严峻。

图表 6: 净利润同比增速



资料来源: Wind 太平洋研究院整理

图表 7: M2 增速减 GDP 增速 (2015 年至今)



资料来源: Wind 太平洋研究院整理

二、核心观点: 业绩确定性是主逻辑, 盈利预期差定胜负

上周公布2月贸易数据, 出口强劲超市场预期, 1-2月社会融资数据跌破新低, 引发市场对固定资产投资下行的担心, 加之PMI数据走弱, 部分投资者担忧上半年经济偏弱, 开始寻求弹性更好成长性机会, 市场上大小票风格切换的争议较大。创业板自2月中低点涨幅16.5%, 明显跑赢主板。当前中观数据显示上游库存维持高位, 库存消化需要时间, 同时大宗商品价格受美国贸易政策影响出现较大幅度调整, 对周期行业而言短期压力信号频现。市场经过2月份的修正后, 上证50PE(TTM) 11.8倍, 中小板指PE(TTM) 32.6倍, 创业板PE(TTM) 39倍, 部分中小盘成长龙头估值接近30倍, 预计2018年盈利增速大于40%, 估值与盈利匹配度上略优于蓝筹, 有较强的估值修复动力。当前市场依然以存量博弈为主, 年报披露临近, 部分蓝筹龙头股从业绩预披露的情况看, 有盈利不及预期的风险, 需要有足够重视。未来一段时间, 市场风格依然很难明朗化, 政策助力的“新经济”与经济复苏对应的周期行业以及“核心资产”行业龙头都将各领风骚; 盈利预期差才是未来一段时间股价驱动的核心因素。

图表8: 上证50市盈率 (TTM)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表9: 创业板指市盈率 (TTM)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表10: 中小板指市盈率 (TTM)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表11: 2018年1季度业绩预增

证券名称	PE_3 月9日	预告净利润同比 增长下限 (%)	所属行业
当代明诚	56	19,235	传媒
华东重机	75	2,500	机械设备
红相点机	45	1,192	电气设备
花园生物	78	611	医药生物
智云股份	42	453	机械设备
科林环保	74	407	机械设备
金达威	27	398	医药生物
寒锐钴业	79	395	有色金属
江特电机	60	320	电气设备
金一文化	64	304	轻工制造

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

三、行业配置

年报披露临近, 市场整体关注焦点从两会视角逐渐转移。2018年经济主基调为产业升级带增量, 供给侧改革保存量。建议关注产业升级的电子、通信、军工、大众消费的食品饮料、纺织服装、酒店餐饮、商业连锁; 以及盈利改善、估值最低的银行板块。

(一) 产业升级

经济从高增长切换至中等增速，资本存量堆积于传统产业，人口老龄化与工程师红利并存，经济增长力呼唤内生动力，产业升级是必经之路。2018年两会从战略高度再提产业升级，政策护航新型产业，行业成长空间打开。

建议重点关注行业如下：

1、电子：人工智能的是未来生产力提升的一个重要方向，人工智能，芯片是基础硬件的核心产品，未来国产化替代是该领域的关键。近年来，国家发布了一系列政策支持半导体产业的发展，半导体设备企业迎来机遇。2005-2015 年复合增速为 22.7%，远超全球增速 13.4%。根据 SEMI 估计，全球将于 2017 - 2020 年间投产 62 座半导体晶圆厂，其中 26 座设于中国大陆，占全球总数的 42%。此外，国家大基金对于电子产业的支持涵盖了半导体设计制造、封测、半导体设备及半导体材料等各个子行业，行业未来成长性明确。建议关注（1）前段核心制程（2）晶圆制造和加工设备领域（3）半导体检测设备（4）辅助设备的相关龙头个股。

2、通信：我们看好通信 5G 子板块的发展，随着相关标准的冻结，5G 在 2020 年全面商用已经开始部署，5G 在高速率、低时延、广连接、高移动性等方面都比 4G 有很大程度的提高，同时在宽带建设，硬件改造，软件升级，技术实现和终端部署方面都提出了更高的要求。目前在无线与终端侧已经完成了第二阶段的测试，预计在 18 年将集中完成第三阶段的测试。从第二阶段测试的整体来看，国内的华为、中兴各方面均表现突出，而外企厂家的表现则相对较差，我们认为，随着国家政策对 5G 的大力支持，政府工作报告中强调要“加快制造强国建设，推动第五代移动通信发展”，我国的主设备厂家在 5G 时代会掌握更多话语权，迎来更大的发展机会。

3、军工：军费增速超预期，两会带来军工投资机会。国防预算增速超预期。上周，财政部在《关于 2017 年中央和地方预算执行情况与 2018 年中央和地方预算草案的报告》中指出，2018 年，中国国防支出将增长 8.1%，达到 11069.51 亿元。从军费增速来看，军费规模连续两年破万亿，增速创近三年新高，2018 年将达到 1.11 万亿元。预计在近年将开启新一轮的增长，有望维持较高的水平。另

外，国防支出中武器装备采购比例有望加大进而增加军工企业订单。此前受到军改的影响，我国军队武器装备需求受到了抑制，“十三五”后半段武器装备需求将加速释放，军队订单将逐渐复苏。

（二）大众消费

2月4日新华社受权发布中央1号文件。文件题为《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》，对实施乡村振兴战略进行了全面部署。文件指出，实施乡村振兴战略，是解决人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间矛盾的必然要求，文件从提升农业发展质量、推进乡村绿色发展、繁荣兴盛农村文化、构建乡村治理新体系、提高农村民生保障水平、打好精准脱贫攻坚战、强化乡村振兴制度性供给、强化乡村振兴人才支撑、强化乡村振兴投入保障、坚持和完善党对“三农”工作的领导等方面进行安排部署。文件的发布利好居民消费能力提升，对大众消费影响最大。

建议重点关注行业如下：

1、食品饮料：2月份CPI同比上涨2.9%，涨幅比1月扩大1.4%，CPI重回“2时代”，2017年维持高位的PPI逐渐向CPI传导，大众消费品价格上涨预期强烈，2018年全年经济继续稳定向好也利好居民消费预期，从而利好大众消费品。此外，从较为宏观的角度，随着我国人均GDP的不断增长，在食品饮料等基础大众消费方面有两个重要的变化，首先是量的方面，虽然以恩格尔系数来衡量对必需品的所占家庭收入的比例是在不断降低的，但绝对值上，由于居民可支配收入的增加而带来的增量仍然可观。其次乡村振兴战略和精准扶贫能有效改善消费边际效应，消费者尤其是收入逐渐提高的农村消费者对中高端产品和高品质服务的消费能力不断提高。对于行业内部，龙头企业在产品的改型升级以及定价方面具有明显的优势，有望伴随着消费升级提高其市占率。

建议关注子行业啤酒板块。从行业数据分析，消费中啤酒整体回暖的确定性较强。首先，行业集中度的提升带来行业龙头的业绩改善，2012-2017年间，啤酒产能经过不断调整并购，行业集中度增强，呈现较为清晰的竞争格局，行业龙头的

业绩同步改善。其次，以啤酒整体产销已经连续4年下滑，国内的啤酒厂商的毛利净利润处于较低的水平，在行业集中度上升，龙头企业掌握话语权，竞争格局逐渐明朗的情况下，龙头厂商有动力也有能力在啤酒的价格方面寻找新的增长点。总之，啤酒新的成长周期已经逐步开启，但在资本市场关注度略低，在行业盈利确定性渐增的情况下可以适当布局。

2、纺织服装：随着年前腾讯25亿入股海澜之家，并且双方计划发起设立百亿级别的产业投资基金，传统的服装行业正迎来新的价值重估，将直接提升龙头的估值预期。此外，随着国内的服装品牌知名度的显著提高，在营销包装方面像流行靠拢，甚至隐约可引领趋势，走向国际化，消费者不再盲目的追求国外的品牌，而将视线转移至国产品牌。因此未来的国内服装的增量需求将更多的集中在国内的服装品牌厂家手中。从纺织服装的供给端来看，大数据对消费者的了解提高了企业的生产效率，供应链的整合降低减少了企业成本。成本下降叠加需求的增加将显著推升相关企业的业绩。

3、酒店餐饮：经济复苏以及消费升级推动，酒店餐饮有望呈现量价齐升。受经济型酒店供需结构改善和消费升级催生的中端市场崛起，整个行业进入景气向上周期，STR数据表明，未来酒店的供需关系进一步向好，在需求持续改善的环境下，企业或通过加盟扩张旗下中端酒店。另一方面，参考其他国家的酒店市场，国内酒店经营的行业集中度还有一定的提升空间，短期内企业仍可维持连锁化扩张，或通过整合迎来行业内部的结构优化。首旅酒店和锦江股份等行业龙头有望通过连锁扩大增量，存量酒店转中高端实现量价齐升，业绩进一步提升。

4、商业连锁：社会消费品零售总额近期不断增长，且随着新零售时代的来临，巨头加强线下布局，一些连锁商店的成为布局线下的重要入口，供应链的价值日益凸显。此外，电商冲击，商业巨头等新资本的入局使得传统零售竞争格局被打破，腾讯入股永辉海澜之家、阿里参股居然之家，由巨头引领的产业整合正在加速，2018年商业连锁领域有望形成新的竞争格局，建议关注效率更

高，服务更优，有能力进行快速整合从而提升核心竞争力的行业龙头。

(三) 低估值板块

1、**银行**：银监会 2 月 28 日印发 7 号文《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》，阶梯降低银行拨备覆盖率和贷款拨备率，将拨备覆盖率要求由 150%调整为 120%-150%；拨贷比监管要求由 2.5%调整为 1.5%-2.5%。降低拨备要求预期将提高银行板块的行业平均利润，提高银行处置不良资产的动力，加快银行隐形不良资产暴露速度，为表外资产加速转表内提供政策支持。2017Q3 开始，部分资产质量较好的银行坏账率出现拐点，新出台的政策明确了行业整体性拐点到来信号。

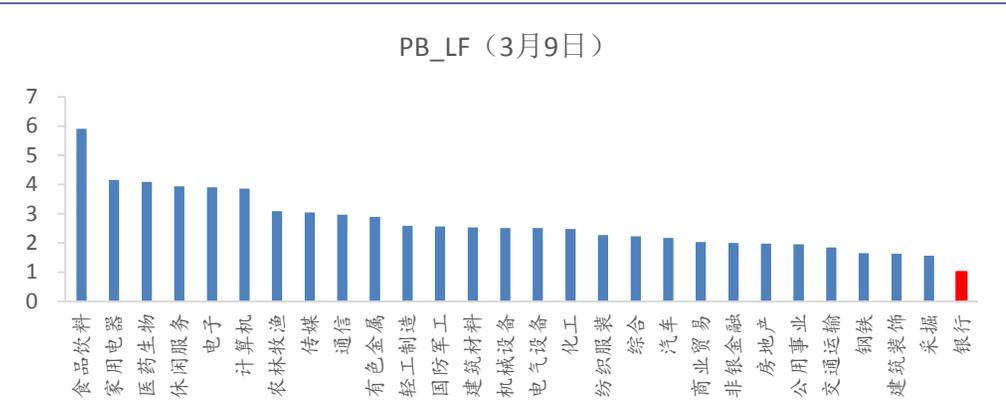
整体来看，大行中的建设银行、股份制行中的招商银行及城商农商中的张家港行，是上市银行中不良确认最为严格的，不良贷款剪刀差（逾期 90 天/不良贷款的比率）最低，这三家银行的资本充足率水平也相对较高。贷款损失准备监管要求的调整，利于减轻部分银行拨备计提压力，行业整体的业绩确定性更高。银行业整体资产质量向好、已有边际改善，我国银行板块与其他板块及海外银行相比依然估值较低，估值修复仍有较大空间。建议关注资产质量较高的四大行以及招商银行。

图表 12：银行业 PE (TTM)



资料来源：Wind 太平洋研究院整理

图表13: 银行业PB (LF)

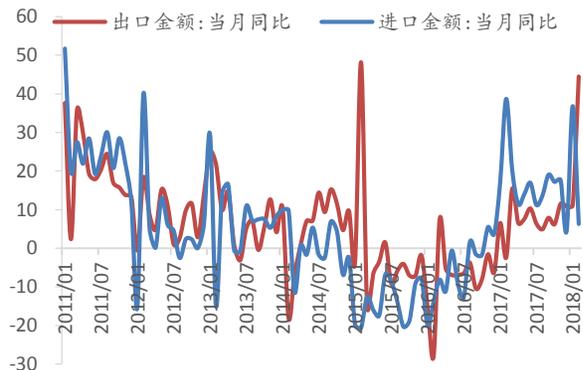


资料来源: Wind 太平洋研究院整理

四、近期经济数据

上周,海关总署公布了2月进出口数据。2月份进出口总值3094.94亿美元,同比增长24.5%。其中出口1716.18亿美元,同比增长44.5%;进口1378.76亿美元,同比增长6.3%。我们认为,出口增速的飙升是由于春节效应导致,在剥离农历春节错位带来的影响之后,大致与1月份的11.1%持平,但是随着中美贸易冲突的升级,美国已确定提高钢铁和铝进口关税的法令,贸易战的风险逐渐升温,可能成为今年扰动市场的重要因素,未来很难保持两位数的同比增速。进口数据的回落也主要在于春节的扰动,但是综合一二月份的进口数据,同比增速仍然超预期。

图表14: 进出口同比增速



图表15: 进出口金额

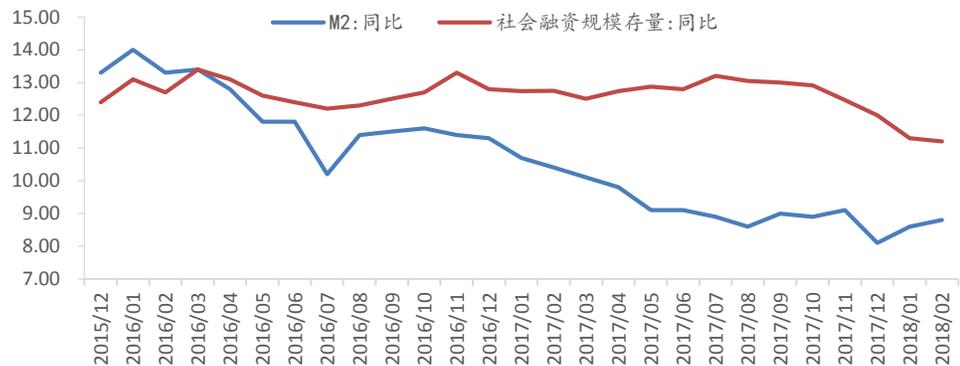


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

上周央行公布了2月社会融资规模统计数据,社融增量1.17万亿元,比上年同期多828亿元,M2同比小幅回升至8.8%,增速比上月末高0.2个百分点。2月人民币贷款增加8393亿元,同比少增3264亿元。除春节扰动因素来看,信贷数据基本稳定,表明实体经济融资需求平稳,经济短期暂无回落风险。从社融结构来看,受到金融强监管下表外融资向表内转移的影响,委外和信托本月下降90亿元,社融增量主要来自于股票债券等直接融资。

图表16: M2同比和社融同比



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

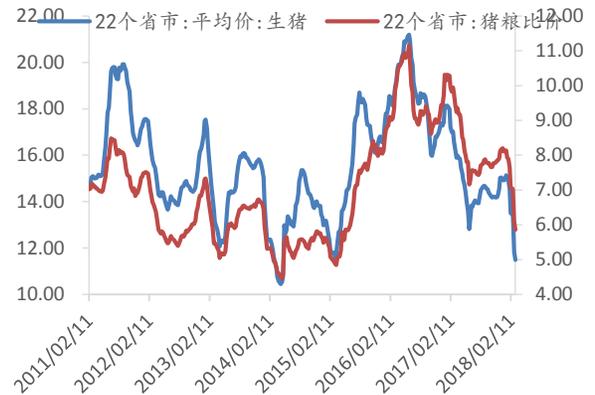
上周公布的CPI数据远超预期,同比升至2.9%,受到寒冷天气的影响,鲜菜和鲜果价格环比上涨明显,水产肉类受到春节的影响也出现了较大幅度的上涨,使得CPI数据超过市场预期。在春节过后,各食品价格总体回落,尤其从CPI的权重因子猪肉来看,生猪以及猪粮比价均处于下行的区间,CPI中猪肉2月份同比下降-7.3%,我们预计,3月份的CPI数据将回落到合理水平,全年的通胀预期仍然温和。

图表 17: 菜篮子批发价格指数



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 18: 生猪价和猪粮比价



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 19: CPI 同比增速



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。