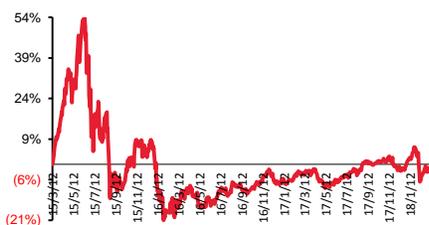


## 经济小周期结束探底，市场迎来反弹季

### ■ 上证综合指数走势(近三年)



相关研究报告：

《贸易摩擦不惧，历史照亮未来》

——2018/03/24

《宏观确认景气度，微观寻找确定性》——2018/03/18

《盈利预期差定胜负》——

2018/3/12

《周期为王，估值重构》——

2018/01/01

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL: zhoyu@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190210090002

联系人：喻培林

### 核心观点：

**经济小周期结束探底，市场迎来反弹季。**年初以来，A股与美股同步调整。2017年11月经济步入小周期回落，PMI指数从17年11月的51.8下跌至2018年2月的50.3。3月PMI回升至51.5，数据的超预期缓解了2月份PMI降低带来的经济下行的担忧，同时，我们注意到今年开工时间较往年错后一至两周，且受两会召开时间长与往年、开动受限的双重影响，3月PMI的回补程度并不完全。新订单（权重30%）、生产（权重25%）有望向4月延后，利多4月PMI表现。

**坚定看好4月市场表现，风格均衡。**4月开工旺季到来，经济小周期下滑有望结束，坚定看好4月市场表现。风格上，蓝筹、周期、成长、消费机会均等。行业配置上，建议关注低估值的银行、地产，周期板块关注超跌的钢铁、采掘，以及开工旺季高景气度的建材；成长股建议关注通信、电子、医药；消费以大众消费为主线，建议关注商业百货、啤酒以及连锁酒店。

**创业板业绩尚不具备比较优势。**从年报披露的情况看，创业板2017Q4业绩同比下滑4%，2017Q3业绩同比增7.2%，业绩仍处于探底阶段；而主板2017Q3盈利同比增19.2%，2017Q4同比预计22%，主板盈利增速仍远高于创业板，从盈利角度观察，短期来看创业板尚不具备比较优势。从行业角度观察，主板银行、地产、保险业绩连续3个季度持续向好，成长板块，通信、电子、医药盈利增速明显。

**存量资金博弈、创业板关注度提升。**上周市场新兴产业政策利好持续发酵，同时主板低迷。计算机、军工、通信、医药、电子元器件、机械和传媒上周涨幅居前，创业板指数明显强于主板。上周召开的国务院常务会议确定深化增值税改革的措施。整体来看，本次增值税的税率的调整旨在深化增值税的改革，减轻市场主体的税负。其中，受到增值税影响最显著的是交运和制造业。此外，减税内容的第三项“对装备制造等先进制造业、研发等现代服务业符合条件的企业和电网企业在一定时期内未抵扣完的进项税额予以一次性退还”，对高端制造业是又一重的利好，鼓励企业聚焦高端制造，促进制造业整体的转型升级。

## 目录

1. 存量资金博弈、创业板关注度提升 .....	4
2. 增值税下调，一去一补加快落实 .....	5
3. 数据昭示经济韧性良好 .....	6
4. 经济小周期结束探底，市场迎来反弹季 .....	8

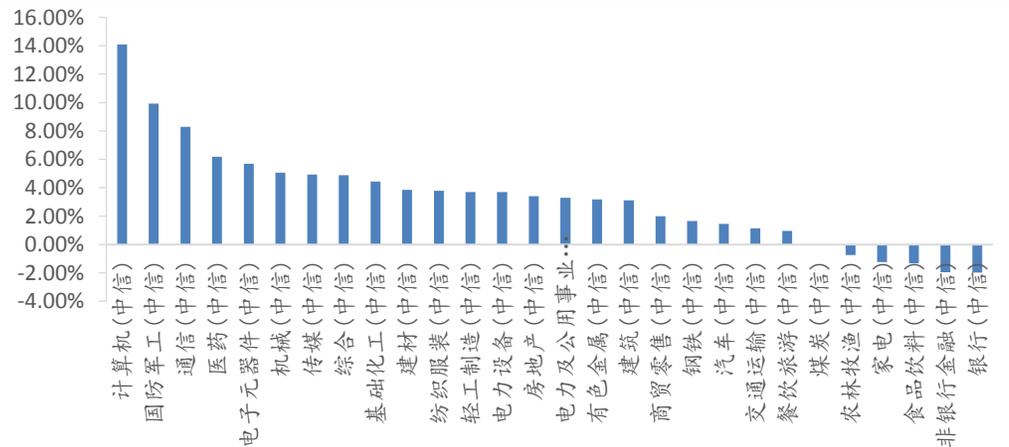
## 图表目录

图表 1: 上周行业涨跌幅 .....	4
图表 2: 行业 3 月 31 日 PE_TTM .....	4
图表 3: 上周指数涨跌幅 .....	5
图表 4: 指数近期估值对比 .....	5
图表 5: 上周主题涨跌幅 .....	5
图表 6: 主题板块 PE_TTM .....	5
图表 7: 3 月份 PMI 指数回升 .....	7
图表 8: PMI 生产、新订单指数回升 .....	7
图表 9: PMI 产成品和原材料指数回升 .....	7
图表 10: 非制造业 PMI 指数回升 .....	7
图表 11: 2 月份工业企业利润总额 .....	8
图表 12: 2 月份制造企业利润总额 .....	8
图表 13: 上证 50 和道指走势相似 .....	9
图表 14: 2 月 9 日以来创业板和大盘涨跌 .....	9
图表 15: 2016 年以来制造业 PMI .....	10
图表 16: 房地产企业销售排名前十 .....	10

## 1. 存量资金博弈、创业板关注度提升

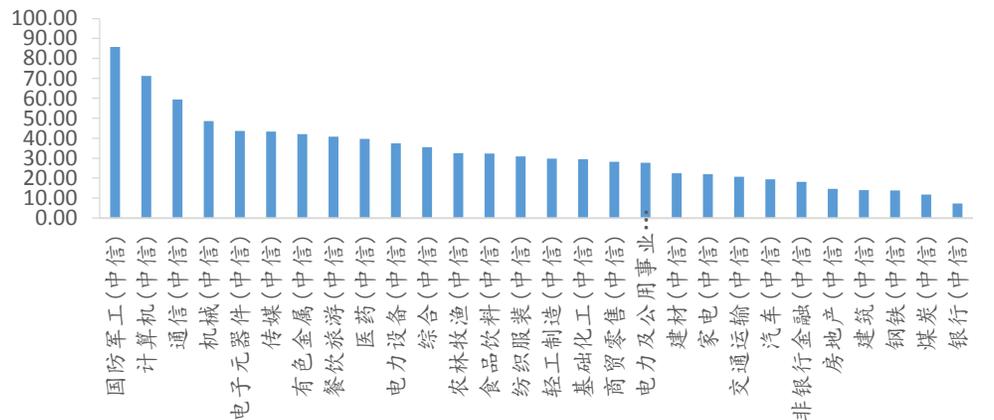
上周市场新兴产业政策利好持续发酵，同时主板低迷。从成交量角度观察，市场内仍为存量资金博弈，但对创业板的关注度明显提升。计算机、军工、通信、医药、电子元器件、机械和传媒上周涨幅居前，涨幅分别为14.08%、9.92%、8.29%、6.18%和5.70%。银行、非银金融跌幅最大，下跌幅度分别为1.98%，1.94%。指数方面，创业板指数明显强于主板，创业板指、中证1000的涨幅分别为10.11%和6.18%，而上证50、中证100和沪深300跌幅分别为2.48%、1.84%和0.16%。

图表 1：上周行业涨跌幅



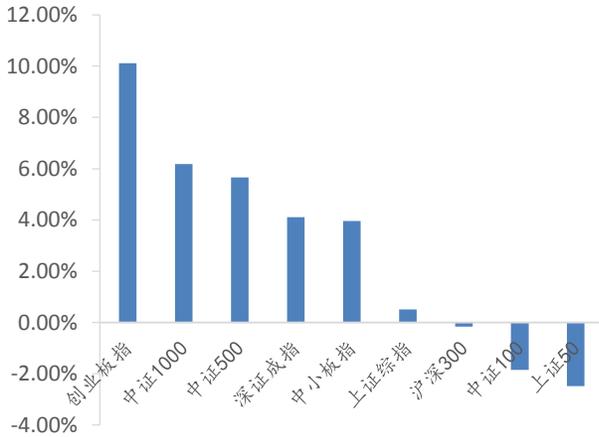
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：行业 3 月 31 日 PE TTM



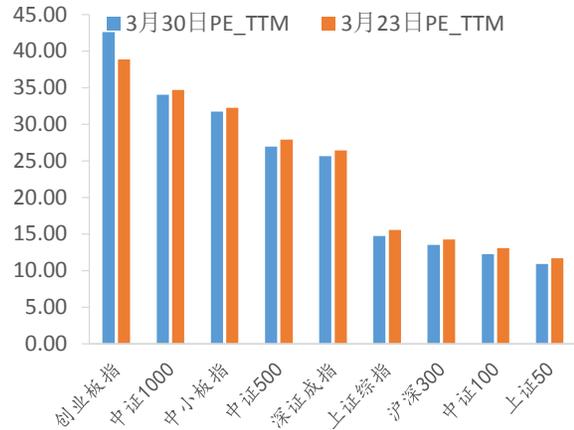
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3: 上周指数涨跌幅



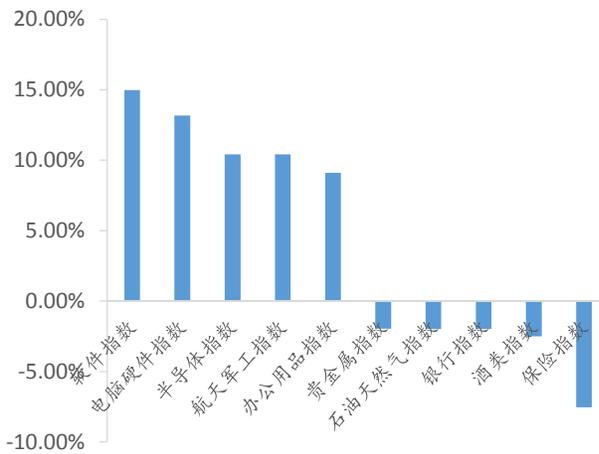
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 4: 指数近期估值对比



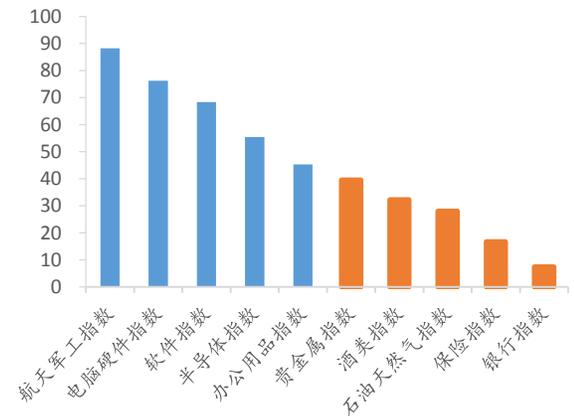
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 5: 上周主题涨跌幅



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 6: 主题板块 PE TTM



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

## 2. 增值税下调，一去一补加快落实

上周召开的国务院常务会议确定深化增值税改革的措施。会议决定，从2018年5月1日起，(1)将制造业等行业增值税税率从17%降至16%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从11%降至10%，预计全年可减税2400亿元；(2)统一增值税小规模纳税人标准。将工业企业和商业企业小规模纳税人的年销售额标准由50万元和80万元上调至500万元，并在一定期限内允许

已登记为一般纳税人的企业转登记为小规模纳税人，让更多企业享受按较低征收率计税的优惠；(3)对装备制造等先进制造业、研发等现代服务业符合条件的企业和电网企业在一定时期内未抵扣完的进项税额予以一次性退还。

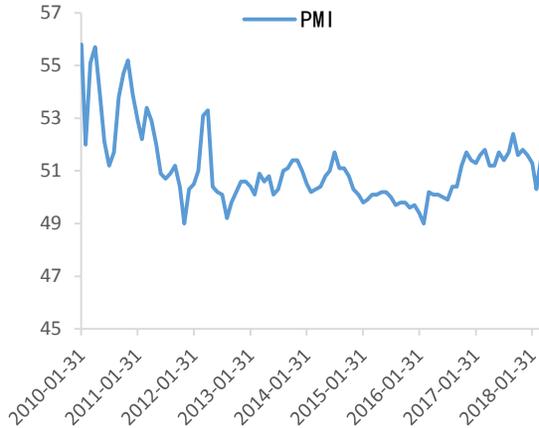
整体来看，本次增值税的税率的调整旨在深化增值税的改革，减轻市场主体的税负。其中，受到增值税影响最显著的是交运和制造业。从交运行业来看，航空板块或将显著受益。对于航空的收入端，航空企业对顾客有较强的议价能力，长期看来，行业的独特性使得不存在上下游的对该行业利润的挤压，增值税率降低可以直接提高企业的营业收入。制造业中，机械制占比最大。短期内工程机械价格跟随税率同步下降的可能性较低，即未来半年到一年内，企业将直接获得增值税下降带来的利润增厚。长期来看，下游机械的消费以及上游与原材料如钢铁等通过议价逐渐分享机械制造的减税红利，但税率的降低有助于改善制造业企业的现金流。此外，减税内容的第三项“对装备制造等先进制造业、研发等现代服务业符合条件的企业和电网企业在一定时期内未抵扣完的进项税额予以一次性退还”，对高端制造业是又一重的利好，鼓励企业聚焦高端制造，促进制造业整体的转型升级。

### 3. 数据昭示经济韧性良好

PMI 指数显示春节后复工处于正常水平。上周统计局公布了 3 月官方制造业 PMI 为 51.5%，比 2 月上升 1.2 个百分点，远超市场预期。从分项数据来看，五大构成指数均上升：生产 PMI 和新订单 PMI 均位于 50 荣枯线以上，较前期分别增长 2.4 和 2.3，显示供需两旺。产成品库存和原材料库存分别为 47.3 和 49.6，均位于 50 以下但均较前期有所上升，制造业在采购原材料的同时产成品库存也在增加。总体来看，PMI 数据的超预期缓解了 2 月份 PMI 降低带来的经济下行的担忧，但考虑 2 月份制造业 PMI 为 50.3（为 2016 年 8 月以来的最低值），因此，基数效应对 3 月 PMI 有正向贡献。同时，我们注意到今年开工时间较往年错后一至两周，且受两会召开时间长与往年、开动受限的双重影响，3 月 PMI 的回补

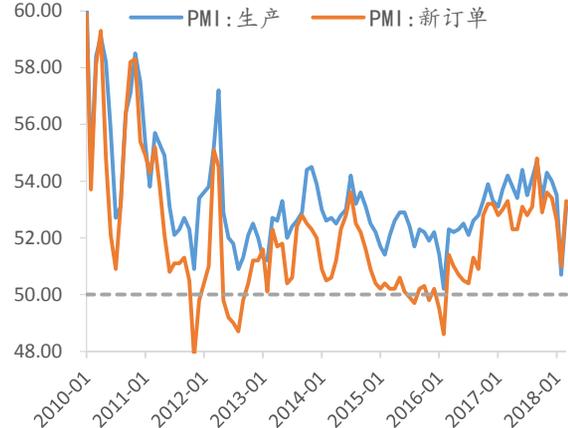
程度并不完全。新订单（权重 30%）、生产（权重 25%）有望向 4 月延后，利多 4 月 PMI 表现。

图表 7: 3 月份 PMI 指数回升



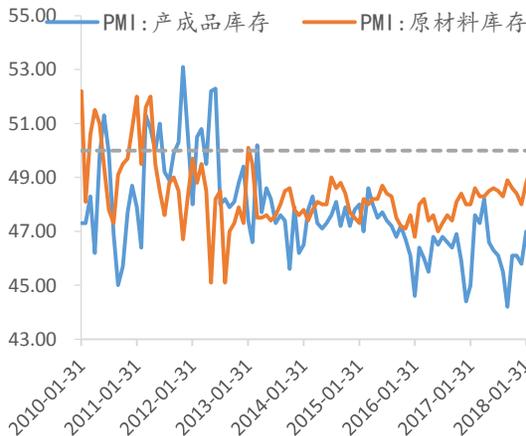
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 8: PMI 生产、新订单指数回升



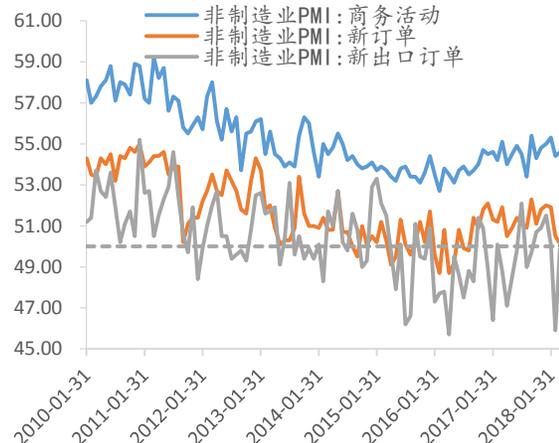
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 9: PMI 产成品和原材料指数回升



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 10: 非制造业 PMI 指数回升

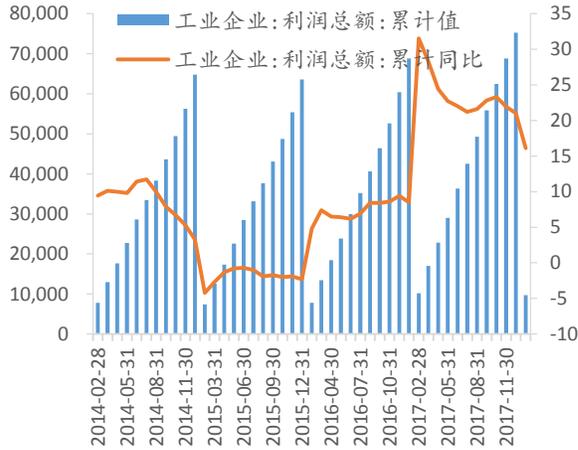


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

上周, 统计局发布工业企业利润增加值, 1-2 月份工业企业实现利润总额 9689 亿元, 同比增长 16.1%, 其中, 制造业实现利润总额 8100 亿元, 同比增长 12.5%; 采矿业实现利润总额 877.9 亿元, 同比增长 42.1% 电力、燃力及水的供应实现利润总额 711.1 亿元, 同比增长 35.2%。整体来看, 工业企业同比增速有所回落,

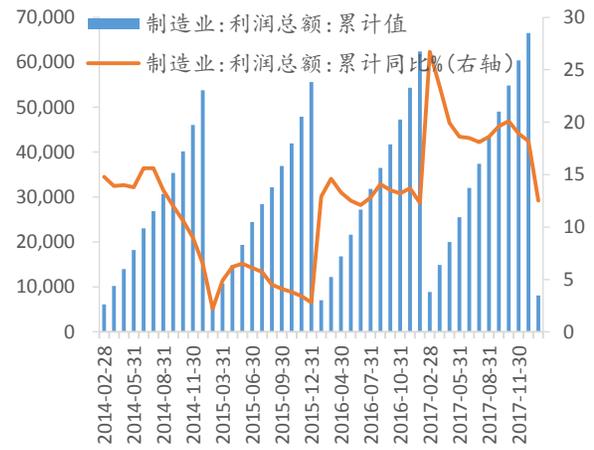
利润增速开始放缓。

图表 11：2 月份工业企业利润总额



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：2 月份制造企业利润总额



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## 4. 经济小周期结束探底，市场迎来反弹季

### 1.1 年初以来，A 股与美股同步调整

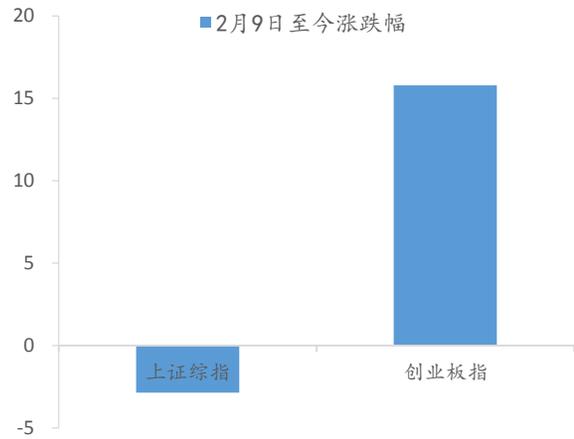
本轮调整主要是外围市场冲击导致，1 月 29 日道指与 A 股同步下跌，期间同步反弹，3 月中旬中美贸易摩擦升级超市场预期，美股与 A 股继续同步调整。从宏观角度观察，2017 年 11 月经济步入小周期回落，PMI 指数从 17 年 11 月的 51.8 下跌至 2018 年 2 月的 50.3。2 月受春节因素扰动，微观数据也出现一定的空档期，市场在缺乏宏观经济数据支撑的情况下，主板出现大幅回落。重要会议之后，政策对新经济的支持力度持续升温，战略新兴产业引领下创业板走势强劲，创业板自 2 月 9 日开始与主板同步反弹，区间涨幅达到 15%。

图表 13：上证 50 和道指走势相似



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 14：2 月 9 日以来创业板和大盘涨跌



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## 1.2 经济小周期结束探底，市场迎来反弹季

**经济韧性良好。**从上周公布的 1-2 月工业企业利润增加值和 3 月 PMI 指数来看，经济韧性良好。据克尔瑞最新数据，百强房企一季度业绩同比增 28.8%，侧面印证需求端依然良好。贸易摩擦出现缓和迹象，外部冲击效应边际递减，4 月开始市场有望迎来反弹。

**创业板业绩尚不具备比较优势。**从年报披露的情况看，创业板 2017Q4 业绩同比下滑 4%，2017Q3 业绩同比增 7.2%，业绩仍处于探底阶段；而主板 2017Q3 盈利同比增 19.2%，2017Q4 同比预计 22%，主板盈利增速仍远高于创业板，从盈利角度观察，短期来看创业板尚不具备比较优势。从行业角度观察，主板银行、地产、保险业绩连续 3 个季度持续向好，成长板块，通信、电子、医药盈利增速明显。

**坚定看好 4 月市场表现，风格均衡。**4 月开工旺季到来，经济小周期下滑有望结束，坚定看好 4 月市场表现。风格上，蓝筹、周期、成长、消费机会均等。行业配置上，建议关注低估值的银行、地产，周期板块关注超跌的钢铁、采掘，以及开工旺季高景气度的建材；成长股建议关注通信、电子、医药；消费以大众消费为主线，建议关注商业百货、啤酒以及连锁酒店。

图表 15：2016 年以来制造业 PMI



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 16：房地产企业销售排名前十

2017 年销售额前十	同比增长	2018 年第一季度销售额前十	同比增长	2017 年第一季度销售额前十	同比增长
碧桂园	47%	碧桂园	29%	万科地产	100%
万科地产	31%	中国恒大	59%	碧桂园	251%
中国恒大	45%	万科地产	1%	中国恒大	63%
融创中国	150%	保利地产	60%	绿地集团	18%
保利地产	92%	融创中国	77%	保利地产	27%
绿地控股	26%	中海地产	8%	中海地产	45%
中海地产	24%	绿地控股	-18%	龙湖地产	218%
龙湖地产	21%	华夏幸福	11%	华夏幸福	94%
华夏幸福	71%	龙湖集团	6%	融创中国	100%
华润置地	81%	中国金茂	321%	鲁能集团	

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。