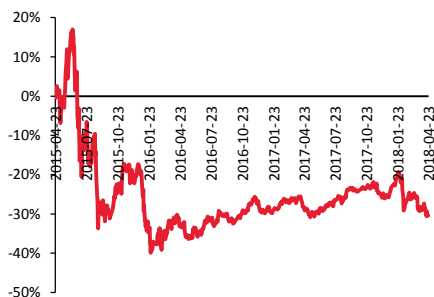


主题投资正盛，周期股估值修复渐近



相关研究报告：

《预期差修复中，关注主题投资机会》——2018/04/13

《财报回眸：均衡配置，波段更优》——2018/04/10

《周期继续探底，消费整体平稳》——2018/04/09

《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

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

证券分析师助理：万科麟

电话：010-88695238

E-MAIL: wankl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117100013

核心观点：展望二季度，市场风格或趋于均衡。成长板受益于新经济政策倾斜，短期主题投资仍在风口上。我们在前期报告《预期差修复中，关注主题投资机会》中提出：“市场情绪依然维持谨慎，在经济预期差修复之前，市场缺乏明确机会，场内存量资金博弈之下主题投资更优。遵循“三去一降一补”的施政逻辑，“供给侧改革——金融去杠杆——支持新经济转型”的宏观政策脉络指引着未来行业发展的长期趋势。短期来看，人工智能、大数据、云计算、集成电路等领域依然存在反复的交易性机会。这些方向主要得益于政策倾斜，然而，蓝筹板块在经历了四个月的调整之后，未来存在确定性较强的估值修复行情。

宏观角度：经济没有预期中那么弱。经济周期是驱动周期股股价的核心因素。一季度经济增速 6.8%，与 2017 年四季度增速持平，出口 14.1%，工业增加值 6.8% 与经济增速持平、消费 10.1% 大超市场预期。投资方面，房地产投资 10.4%（扣除土地购置费后真实地产投资同比 3.28%），且在房地产企业补库存行为下有望继续超预期；制造业投资出现触底迹象——从产成品库存及利润同比情况来看（两项指标基本领先制造业投资半年到一年），当前工业企业利润已经维持 13 个月两位数以上增速，产成品库存同比增速也持续为正，就企业行为而言，高位的利润增速是企业乐于扩大生产的必要条件，而在利润维持高位时库存同比持续为正意味着企业对宏观预期乐观，有扩大投资的动机。

中观角度：景气度拐点修复过度悲观预期，中观行业数据的持续转好或将对市场的“衰退式宽松”预期进行纠偏，在预期纠偏的情况下周期性行业有望迎来估值修复。

流动性角度：金融去杠杆进入下半场。银行的“资产荒”逻辑逐渐转变为“负债荒”逻辑，甚至有传导至实体经济的风险。同时紧货币与紧信用的方式会造成总需求的萎缩，进而使得宏观账户的资产负债表中资产增速（总需求）赶不上负债增速，而近十年的三次名义 GDP 赶不上 M2 增速的情况，看正好对应了居民-政府-企业三部门的三次加杠杆。从数据上看，M2 与社融增速缺口逐渐收敛（2017 年全年社融增速大幅高于 M2 显示实体经济

生产融资需求旺盛)，更重要的是一季度名义 GDP10.2%，较去年四季度回落明显。在此背景下，“紧货币，宽信用”环境或转为“宽货币，紧信用”。我们预判，在当局的底线思维下，货币与信用环境必然延续一紧一松而不可能双紧。年内至少还将有一次以上降准，为市场带来宽松预期。

PB-ROE 角度：周期股业绩估值最为匹配。从一季度财报来看，周期性行业依然维持高增速，周期行业整体归母净利润增速约 62%，估值普遍达到个位数（煤炭行业板块整体市盈率 11.3 倍市净率 1.32 倍），估值与业绩匹配程度较高（PB-ROE 位于最左侧的行业为银行、建筑装饰、采掘、钢铁、房地产等均为周期性行业），二季度来看，经济大概率持平的情况下业绩难以大幅释放，但仍将维持高位，难有下行风险。

事件驱动角度：混沌局势带来机会。政府对洋垃圾进口保持高压态势，且对外国倾销保持打击，利于国内周期品企业维系较好的竞争格局；国际供给端仍在做减法，俄罗斯被西方国家制裁，将推动上游资源品价格的上涨。

风险提示：严监管下场内流动性枯竭

目录

前言 5

一、宏观经济运行依旧平稳，弱宏观预期有望逆转	5
二、中观数据角度：景气度拐点修复过度悲观预期	8
三、流动性角度：金融去杠杆进入下半场	11
四、PB-ROE 角度：周期股业绩估值最为匹配	12
五、事件驱动角度：混沌局势带来机会	13

图表目录

图表 1：经济增速与去年四季度持平.....	6
图表 2：房地产投资超预期.....	6
图表 3：一季度出口同比.....	6
图表 4：社消同比稳定.....	6
图表 5：制造业投资或已触底.....	7
图表 6：工业增加值与 PMI.....	7
图表 7：南华工业品指数与沪深 300.....	8
图表 8：长短利差往往预示着经济预期改变.....	8
图表 9：布伦特原油与 NYMEX.....	9
图表 10：钢铁库存去化加速.....	9
图表 11：涤纶价格回升.....	9
图表 12：环氧丙烷价格.....	9
图表 13：PVC 价格略降.....	10
图表 14：MDI 和纯苯价格下降.....	10
图表 15：铁路客运量回升.....	10
图表 16：BDI 回升.....	10
图表 18：国有银行开始 CD 放量.....	12
图表 19：2017 年去杠杆取得阶段性成果.....	12
图表 20：需要谨防宏观资产增速下降.....	12
图表 21：警惕社融增速与 M2 增速缺口收敛.....	12
图表 22：三大风格利润增速（截至 4.21 日）.....	13
图表 23：低估板块多为周期股（左上低估）.....	13

前言

一季度以来，随着近期贸易战的不断升级和演化，市场面临一定的冲击和压力。投资者的焦虑从对宏观经济的担忧进一步转向对海外政治风险不确定性的加剧。叠加年内去杠杆带来的流动性压力，以及强监管之下信用扩张速率的下降，市场缺乏支持上涨的持续动力。

展望二季度，市场风格或趋于均衡。成长板受益于新经济政策倾斜，短期主题投资仍在风口上。我们在前期报告《预期差修复中，关注主题投资机会》中提出：“市场情绪依然维持谨慎，在经济预期差修复之前，市场缺乏明确机会，场内存量资金博弈之下主题投资更优：军工受军费提升、军民融合细则加快落地，新型武器列装均利好军工板块，地缘冲突持续给板块带来持续利好刺激。计算机板块中，人工智能应用场景不断扩展，智能安防，智能医疗，工业机器人应用陆续落地，市场想象空间巨大”。

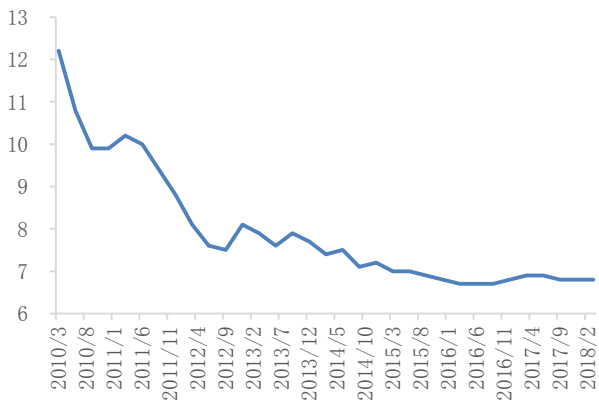
遵循“三去一降一补”的施政逻辑，“供给侧改革——金融去杠杆——支持新经济转型”的宏观政策脉络指引着未来行业发展的长期趋势。短期来看，人工智能、大数据、云计算、集成电路等领域依然存在反复的交易性机会。这些方向主要得益于政策倾斜，然而，蓝筹板块在经历了四个月的调整之后，未来存在确定性较强的估值修复行情。

一、宏观经济运行依旧平稳，弱宏观预期有望逆转

经济周期是驱动周期股股价的核心因素。从一季度经济数据来看，宏观经济依旧平稳，没有大幅下行风险：一季度经济增速 6.8%，与 2017 年四季度增速持平。一季度出口 14.1%，工业增加值 6.8%与经济增速持平、消费 10.1%大超预期。投资方面，房地产投资 10.4%（扣除土地购置费后真实地产投资同比 3.28%），且在房地产企业补库存行为下有望继续超预期；制造业投资出现触底迹象——从产成品库存及利润同比情况来看（两项指标基本领先制造业投资半年到一年），当前工业企业利润已经维持 13 个月两位数以上增速，产成品库存同比增速也持续为正，就企业行为而言，高位的利润增速是企业乐于扩大生产的必要条件，而在利

润维持高位时库存同比持续为正意味着企业对宏观预期乐观，有扩大投资的动机。

图表 1：经济增速与去年四季度持平



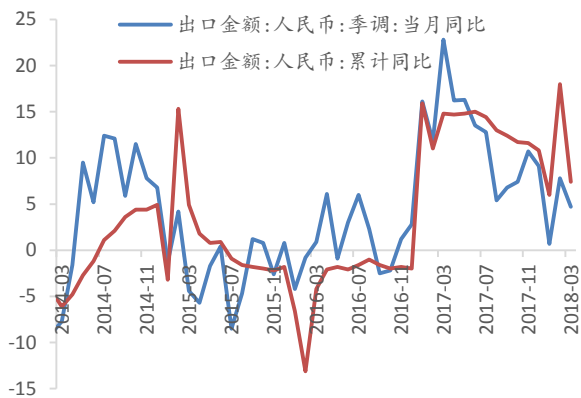
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：房地产投资超预期



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：一季度出口同比



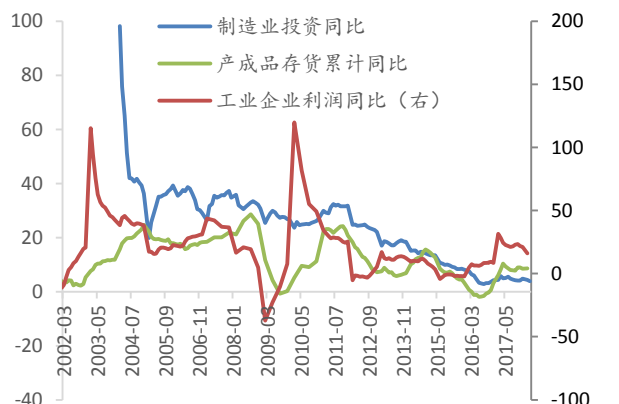
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：社消同比稳定



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：制造业投资或已触底



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：工业增加值与 PMI



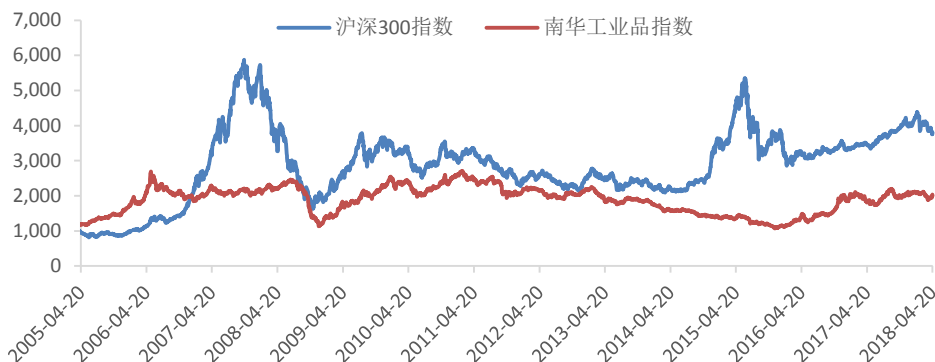
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

换个角度，从股市与债市对宏观经济的预期反馈角度观察：

一方面，沪深 300 中周期股权重最大，而沪深 300 又在上证综指中权重最大，因此，股票市场对宏观经济的预期基本可以用上证综指来有效表示。回顾历史，我们发现除了 2005 年-2007 年与 2014 年-2015 年两轮牛市外，沪深 300 与南华工业品指数走势近乎完全一致，原因在于工业品价格增厚意味着工业企业盈利增厚，而股价长期来看由业绩决定。

另一方面，用十年期国债收益率与一年期国债收益率之差来观察债券市场对经济预期：十年期国债收益率-一年期国债收益率为长短利差，长短利差从高点回落时往往意味着债券市场预期经济将走向萧条，而从低位回升向上时则债券市场对经济预期开始向好。从历史经验来看，长短利差也曾有效地预判到 2007 年牛市顶部、2008 年熊市底部、2009 年反弹市顶部、2010 年反弹市顶部、2015 年牛市顶部以及 2017 年调整期底部。具体来说，2007 年 6 月 21 日，长短利差见顶（182 个 bp），四个月 after 上证综指见顶；2008 年 10 月 8 日，长短利差见底仅 15 个 bp，上证综指 10 月 28 日见底 1664 点；2009 年反弹市顶部为 8 月 4 日，而长短利差已于同年 6 月 26 日见顶 288 个 bp。

图表 7：南华工业品指数与沪深 300



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：长短利差往往预示着经济预期改变



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

从长短利差看，其从 2017 年 6 月中的-0.07（上一轮底部）回升至 4 月 18 日的 0.59（未必是本轮顶部），预示着债券市场对宏观经济的预期远比股市来得乐观。股票市场的宏观预期如果能够纠偏，也就意味着周期股的大波反弹行情。

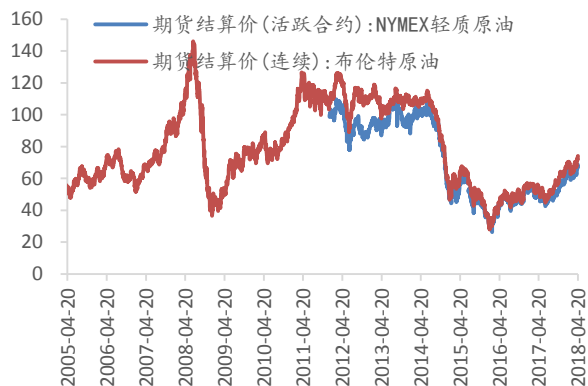
二、中观数据角度：景气度拐点修复过度悲观预期

中观行业数据边际转暖，中观行业数据的持续转好或将对市场的“衰退式宽松”预期进行纠偏，在预期纠偏的情况下周期性行业有望迎来估值修复。

分项来看，上游资源品中，布伦特原油及纽交所原油期货价均于近期创出三

年以来新高，分别为 74.068 美元/桶，68.47 美元/桶；动力煤价格受益国家对进口煤调控开始企稳，现价于 570 元处止跌；中游钢铁库存降幅明显，上周钢铁社会库存降幅为 128.14 万吨，按此库存降幅在月底可以降至去年同期水平；化工品中，化纤涤纶 4 月份价格回升明显，氨纶价格相对平稳。化学原料 MDI、纯苯价格不再下降。PVC 价格 4 月份上涨，由 3 月底 6250 元/吨涨至 6635 元/吨。环氧丙烷价格上涨，华北地区涨至 11440 元/吨；交通运输方面，铁路客运量、BDI 等体现运输贸易景气程度的指标均有所回升；体现开工状况的另一先行指标挖掘机销量方面，3 月挖掘机销量同比达 78%，四月仍有望维持 40% 以上。行业微观预期与宏观预期显然割裂。

图表 9：布伦特原油与 NYMEX



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：钢铁库存去化加速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：涤纶价格回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：环氧丙烷价格



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 13: PVC 价格略降



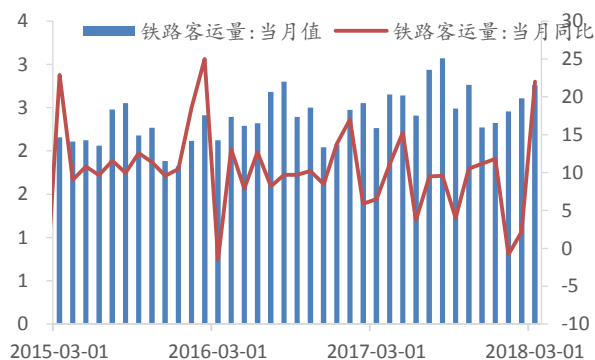
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 14: MDI 和纯苯价格下降



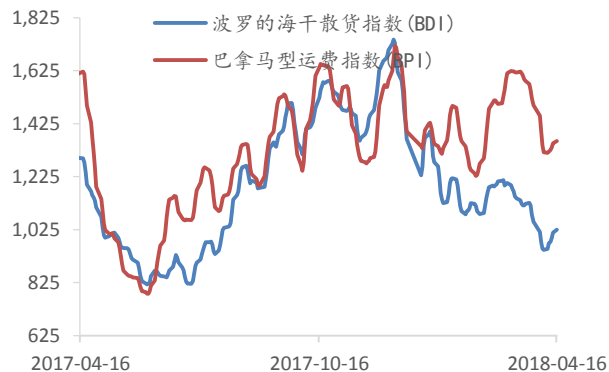
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 15: 铁路客运量回升



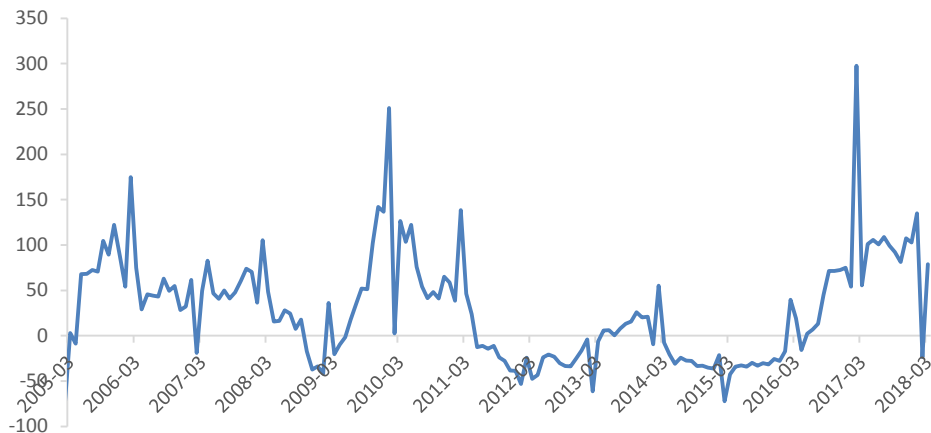
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 16: BDI 回升



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 1：工程机械挖掘机销量当月同比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、流动性角度：金融去杠杆进入下半场

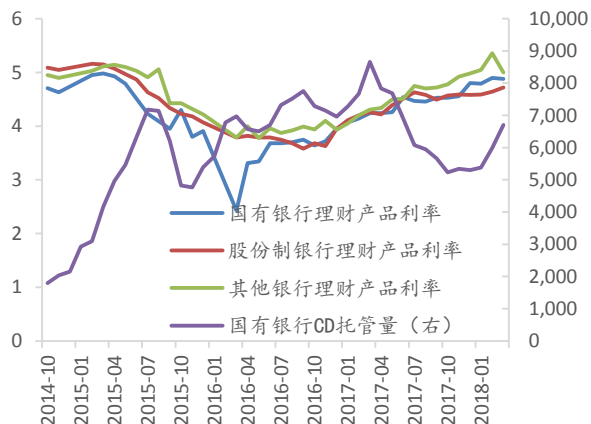
近期，银监会大幅下调拨备标准、央行出台存款利率上限放宽和降低准备金率 1% 等货币政策。政策的组合拳让投资者感觉无所适从，然而，当前流动性环境已经和去年大相径庭，央行在控制杠杆率不攀升的前提下，缓解负债端成本压力、避免该压力传导至实体经济的意图明显。

部分迹象显示资产荒逻辑转向负债荒逻辑，去杠杆主要矛盾切换：今年以来，银行负债端压力进一步加大，去年在负债端成本具有优势的国有银行同业存单开始放量。我们认为，这预示着去杠杆的主要矛盾由去杠杆转为稳杠杆，也是市场流动性格局发生剧变的核心原因。去年去杠杆的重点在于防止资金通过创新业务如同类理财等留在金融系统空转，银行对非银金融机构净债权增速下行，且同业存单净规模减小。

今年，金融去杠杆进一步深化，银行的“资产荒”逻辑逐渐转变为“负债荒”逻辑，甚至有传导至实体经济的风险。同时紧货币与紧信用的方式会造成总需求的萎缩，进而使得宏观账户的资产负债表中资产增速（总需求）赶不上负债增速，而近十年的三次名义 GDP 赶不上 M2 增速的情况，看正好对应了居民-政府-企业三部门的三次加杠杆。从数据上看，M2 与社融增速缺口逐渐收敛（2017 年全年社融增速大幅高于 M2 显示实体经济生产融资需求旺盛），更重要的是一季度名义

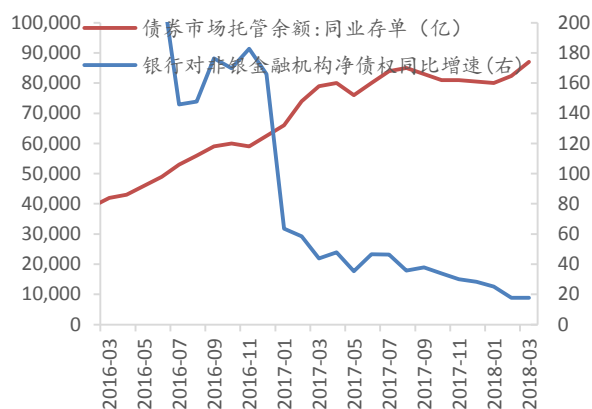
GDP10.2%，较去年四季度回落明显。在此背景下，“紧货币，宽信用”环境或转为“宽货币，紧信用”。我们预判，在当局的底线思维下，货币与信用环境必然延续一紧一松而不可能双紧。年内至少还将有一次以上降准，为市场带来宽松预期。

图表 17：国有银行开始 CD 放量



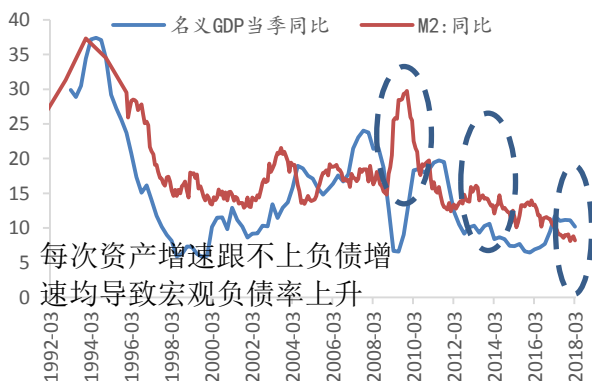
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 18：2017 年去杠杆取得阶段性成果



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 19：需要谨防宏观资产增速下降



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 20：警惕社融增速与 M2 增速缺口收敛



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、PB-R0E 角度：周期股业绩估值最为匹配

从一季度财报来看，周期性行业依然维持高增速，周期行业整体归母净利润增速约 62%，个股估值普遍达到个位数（煤炭行业板块整体市盈率 11.3 倍市净率

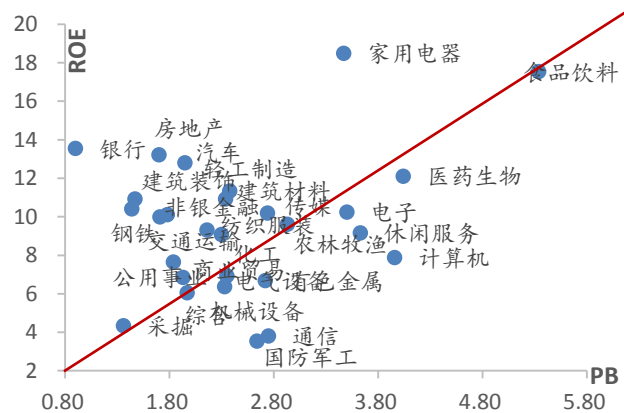
1.32 倍)，估值与业绩匹配程度较高（PB-ROE 位于最左侧的行业为银行、建筑装饰、钢铁、房地产等均为周期性行业）。在所有申万一级行业中，采掘、钢铁等从市净率及市盈率看均排名靠后（从市盈率看，采掘行业市盈率为所有申万行业中第五低为 25.5 倍，市净率为第二低 1.26 倍；钢铁行业市盈率为所有申万行业中第二低 10.4 倍，市净率为第三低 1.32 倍），安全边际高。一季报陆续出炉的情况下，估值有望持续修复。二季度来看，经济大概率持平的情况下业绩难以大幅释放，但仍然在高位，难有下行风险。

图表 21：三大风格利润增速（截至 4.21 日）

周期股		
2016 年	2017 年	2018Q1
49.50	60.70	61.35
消费股		
2016 年	2017 年	2018Q1
26.64	20.62	14.5
成长股		
2016 年	2017 年	2018Q1
12.29	36.96	25.66

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 22：低估板块多为周期股（左上低估）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、事件驱动角度：混沌局势带来机会

近期，政府对洋垃圾进口保持高压态势，且对外国倾销保持打击，利于国内周期品企业维系较好的竞争格局；国际供给端仍在做减法，俄罗斯被西方国家制裁，将推动上游资源品价格的上涨。

政府对洋垃圾进口保持高压态势，且对外国倾销保持打击，利于国内周期品企业维系较好的竞争格局，政策面暖风不断。具体而言，4 月 19 日，商务部认定原产于美国、欧盟和新加坡的进口卤化丁基橡胶存在倾销，国内卤化丁基橡胶产业受到了实质损害，决定实施保证金形式的临时反倾销措施。4 月 20 日起，进口经营者应依据裁定所确定的各公司倾销幅度（26.0%-66.5%）向中国海关提供相应

的保证金；同日，生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署发布调整《进口废物管理目录》的公告，将废五金类、废船、废汽车压件、冶炼渣、工业来源废塑料等 16 个品种固体废物，从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》，自 2018 年 12 月 31 日起执行。

另一方面，国际供给端仍在做减法，国际地缘政治形势仍然混沌不定，其中世界最大的资源出口国之一的俄罗斯（2016 年矿物燃料及产品占北美出口的一半左右，占全球 5%）被西方国家制裁，制裁范围可能扩大，且中东形势随着美英法持续轰炸叙利亚可能继续恶化，也将推动上游资源品价格的上涨，事件驱动下化工及燃料价格上涨概率极大。

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。