



2018-08-05

投资策略报告

风险可控，笑看风云

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

相关研究报告：

《反弹中途有波折，周期成长齐飞》——

2018/7/29

《反弹仍在路上，静候财政发令枪》——

2018/7/15

《短期或迎反弹，优选中报景气向上行业》——

—2018/7/8

《估值底与政策底已现，市场或迎反弹》——

2018/7/1

《市场风险已经可视，但价值未被充分挖掘》——

—2018/6/24

《今年为什么不会重演2011年熊市？》——

2018/6/17

《警惕宏观流动性紧缩向市场流动性蔓延》——

—2018/6/10

《淘金债务违约背景下的高偿债能力行业》——

—2018/6/8

《政策信号逐渐出现，价值因子开始上升》——

—2018/6/4

《市场继续承压，等待信号明确》——

—2018/5/28

核心结论：①风险可控，维持 2691 点以来市场处于阶段性反弹进程中的观点，本轮反弹以预期博弈为主，预计将呈现“时间长、空间短”的特征，叠加贸易战的翻云覆雨，反弹节奏上大概率出现“搓衣板”行情。②贸易战+去杠杆是年内两大关键变量，短期来看，海外阴云笼罩（贸易战+汇率），国内顿失滔滔（流动性从存量博弈演变为减量博弈），投资者信心缺失甚至基本面失衡。③笑看风云，短期仍可关注大基建和周期性行业，中期成长板块阻力最小。

消息面强化预期博弈：政治局经济会议释放利好信号。会议关注外部环境变化的前提、保障就业为先的“六稳”前提，在此基础上，部署积极财政、基建补缺、扩大开放、稳定预期等对冲性安排。预计去杠杆节奏将更为稳妥有度，更加协调。会议同时表达了抑制地产泡沫和加大改革开放力度的决心，进一步强调把好货币供给闸门。稳健的货币政策这一措辞没有更改，这意味着政策边际调整将以财政扩大内需与定向信贷支持为原则，未来中国不会重走举债投资、地产泡沫的老路，而是会转向改革开放和创新发展。**金稳委会议指明未来工作方向，去杠杆工作已经事实上进入了下半场。**我们预计后续央行除了出手稳定汇率预期（缓中有贬而非急贬，最好是区间波动）外，大概率也会继续鼓励放贷及利用各种货币工具鼓励银行购买企业债，即“要在信贷考核和内部激励上下更大功夫，增强金融机构服务实体经济特别是小微企业的内生动力”以及“注意支持形成最终需求”。

细分行业建议关注公路板块，受益于三大逻辑：整体低负债率抗经济下行风险、基建率先发力品种、低估值下跌空间有限。

风格配置上仍然推荐周期股与成长股：周期股的交易机会明显，宏观预期将于 9 月出现改善。从产品价格来看，企业盈利与微观景气仍在继续转好，低估值更是有极大的修复空间；成长股中期来看阻力最小，货币政策的确定性转向带来了低利率环境，支撑了成长股的估值。在新旧动能切换的大背景下，未来将受益于相关产业政策的落地。

风险提示：积极财政政策落地不及预期。

目录

核心结论:	4
1、消息面强化预期博弈	4
1.1 政治局经济会议释放利好信号	4
1.2 金稳委会议指明未来工作方向	6
2、经济数据不及预期	8
3、人民币或出现阶段性企稳	9
4、细分行业建议关注公路板块	9
5、风格配置上仍然推荐周期股与成长股	11

图表目录

图表 1：屡创新低的社融与 M2.....	5
图表 2：AAA 级以下信用债此前无人问津.....	5
图表 3：大宗商品中黑色系大幅上涨	7
图表 4：国债期货大跌	7
图表 5：公路板块较好的资产负债表	10
图表 6：较好的现金流量	10
图表 7：较低的估值	11
图表 8：新增未贴现银行承兑汇票大幅跳增是经济拐点.....	12
图表 9：工业企业盈利于 2009 年 2 月见底	12

核心结论：

①风险可控，维持 2691 点以来市场处于阶段性反弹进程中的观点，本轮反弹以预期博弈为主，预计将呈现“时间长、空间短”的特征，叠加贸易战的翻云覆雨，反弹节奏上大概率出现“搓衣板”行情。②贸易战+去杠杆是年内两大关键变量，短期来看，海外阴云笼罩（贸易战+汇率），国内顿失滔滔（流动性从存量博弈演变为减量博弈），投资者信心缺失甚于基本面失衡。③笑看风云，短期仍可关注大基建和周期性行业。

1、消息面强化预期博弈

上周，消息面的起伏左右 A 股市场走势。前半周，政治局会议提出的“六个稳”以及“扩基建控地产”，释放了继续保持经济平稳健康发展的强烈信号，市场对基建投资充满期待。然而，隔日“特朗普政府计划将价值 2000 亿美元的中国进口商品的关税从 10%上调至 25%”的消息，重创市场信心。今年以来，贸易战的持续升级超出市场预期，不仅影响出口，而且对国内总需求带来一定抑制作用，导致投资者对经济基本面的预期逐渐转向悲观。受此影响，后半周两市大幅下跌，深证成指、创业板指数创出年内新低。

1.1 政治局经济会议释放利好信号

从政治局会议来看，本次会议在坚定去杠杆的基础上，确认了财政政策更为积极以及基建加码的力度，给出更多环境性前提与对冲性部署，以保障下半年供给侧改革与经济平稳同步推进。会议关注外部环境变化的前提、保障就业为先的“六稳”前提，在此基础上，部署积极财政、基建补缺、扩大开放、稳定预期等对冲性安排。预计去杠杆节奏将更为稳妥有度，更加协调。会议同时表达了抑制地产泡沫和加大改革开放力度的决心，进一步强调把好货币供给闸门。稳健的货币政策这一措辞没有更改，这意味着政策边际调整将以财政扩大内需与定向信贷支持为原则，未来中国不会重走举债投资、地产泡沫的老路，而是会转向改革开放和创新发展。

从政治局会议提出的要点来看，我们认为有如下几点尤其重要。第一，经济

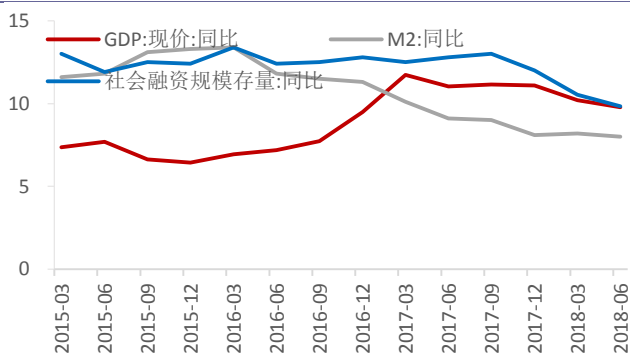
形势稳中有变、外部环境发生明显变化。“稳中有变”的全新提法，说明过去一段时间实体经济层面的压力逐步体现，国内信用风险逐步增加，来自“外部”的贸易战则加剧了矛盾，使国内政策通道更加狭窄。从罕见地连续强调六个“稳”来看，稳增长无疑是下一阶段要点。

其中，“稳就业”放在第一位，且在最后又强调了一次“稳定就业放在更突出位置”，一方面稳就业本就是保民生、稳定经济及社会秩序的诉求，另一方面，当前某些行业在去杠杆带来的经济下行下确实可能存在就业压力，需要着力修复当前实体层面积累的问题。“稳金融”出现在第二位，仅次于就业。说明当前金融领域面临的迫切问题亟待稳定：首先，宏观层面，广义社融和货币不断探底，广义货币增速显著低于名义GDP增速，金融对实体经济支持力度较去年显著减弱；其次，微观层面，打破刚性兑付后，金融机构和市场对民企融资“一刀切”收紧，是当前金融去杠杆给实体带来的最大麻烦；第三，金融市场风险隐患大：股票市场跌幅较大可能会带来股权质押爆仓的螺旋式反馈；AAA级以下企业债券市场处于停摆状态；人民币币值连续突破低点，若持续时间较长，可能会造成资本外逃问题。

“稳外贸”放在第三位，来自“外部”的贸易战可能加剧实体经济的压力。

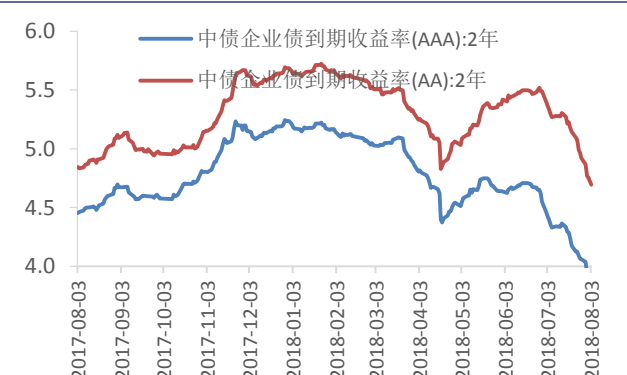
“稳外资、稳投资”，前者更多着眼于改善外资经营环境，完成对外开放的庄严承诺，后者更多侧重基建投资对经济的托底作用。最后为“稳预期”，体现会议对未来经济形势的最终定调。

图表 1：屡创新低的社融与 m2



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：AAA 级以下信用债此前无人问津



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

第二，去杠杆发生节奏和力度的变化。会议提出把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来，坚定做好去杠杆工作，把握好力度和节奏，协调好各项政策出台时机。预计未来的政策协同性有望提高，减少去杠杆对经济的影响，同时，对去杠杆力度和节奏做出调整，也意味着去杠杆政策向稳杠杆转变。

第三，财政货币政策：扩大内需、把好闸门，财政政策积极得到确认。会议提出，“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用”。同时进一步确认了基建加码作为积极财政的重要方向，提出“加大基础设施补短板力度”，并强调乡村振兴这一方向。民生、创新相关基建以及乡村基建均有提及，落实进度有望加码，要关注十三五相关投资项目加快落地。

货币政策把好总闸门合理充裕。会议强调稳健的货币政策，提出把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕。货币微调与坚定去杠杆相对冲，预防系统性金融风险。我国复杂的、多重目标的货币政策下一阶段将更多服务于稳增长。

第四，加大基础设施补短板力度。723 国常会提到要通过地方专项债推动基础设施建设，避免必要在建项目烂尾。此次政治局会议进一步确定将发力基建，同时也意味着供给侧“三去一降一补”工作重点的变化，补短板上升为首要任务。

第五，加快培育新动能。除了以基建作为最立竿见影的稳增长措施之外，中长期方向仍然是创新力、新动能。从 723 国常会来看，落实企业减税降费、引导“放水资金”进入小微的意图明确，也是补短板的重要内涵。

1.2 金稳委会议指明未来工作方向

本轮去杠杆的核心精神是非标压缩、打破刚兑、理财转型。本次金稳委会议对此前金融工作的总结是“总体向好，宏观杠杆率趋于稳定，野蛮扩张、非法集资等金融乱象初步遏制，金融风险由发散状态向收敛状态转变”，这意味着金稳委对此前金融工作整理乱象较为满意，而“宏观杠杆率趋于稳定”与此前新华社的“进入稳杠杆阶段”也比较符合，去杠杆工作已经事实上进入了下半场。

对于整治金融乱象中出现的一些问题及纠偏，本次金稳委会议也有提及。出现的问题即非标压缩的同时实体经济出现了“融资难、融资贵”，需要“更加重视打通货币政策传导机制，提高服务实体经济的能力和水平”。货币政策传导机

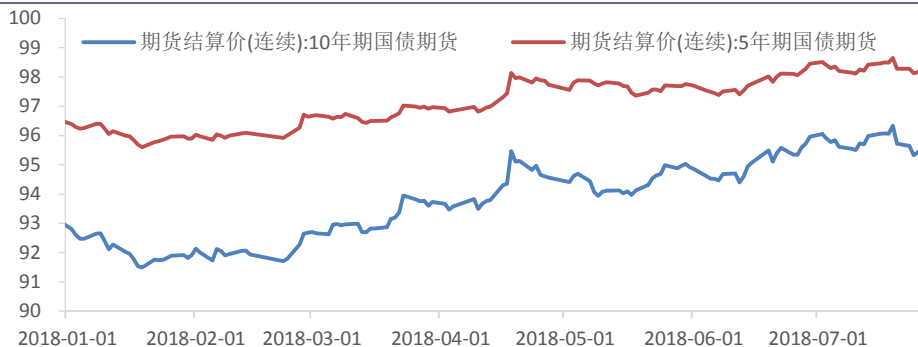
制主要有利率传导机制、信贷传导机制、资产价格传导机制和汇率传导机制，综合房地产价格基本稳定、利率出现了显著下行的结果以及“融资难、融资贵”看，金稳委的指向大概率是针对汇率出现的较大波动以及利率仍然呈现结构性失调等现象。我们预计后续央行除了出手稳定汇率预期（缓中有贬而非急贬，最好是区间波动）外，大概率也会继续鼓励放贷及利用各种货币工具鼓励银行购买企业债，即“要在信贷考核和内部激励上下更大功夫，增强金融机构服务实体经济特别是小微企业的内生动力”以及“注意支持形成最终需求”。

图表 3：大宗商品中黑色系大幅上涨



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：国债期货大跌



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、经济数据不及预期

7月中采制造业 PMI、非制造业 PMI 仍高于临界点，但扩张速度均下行，大幅不及市场预期。2018 年 7 月中采制造业 PMI 为 51.2（预期 51.3）；非制造业 PMI 为 54（前值 55）。

从细分项看，供需均出现回落，外需受贸易战预期影响较大：

需求：总需求大幅回落但仍处于扩张区间，7 月新订单指数 52.3，较上月回落 0.9 个百分点。外需相对低迷，7 月新出口订单指数 49.8，与上月持平并低于临界点。

生产：生产回落 0.6 个百分点，但仍处高位。7 月生产指数 53（前值 53.6），扩张减慢但大幅高于临界点。

价格：上下游产品价格均有回落，指向 PPI 或面临下行。7 月原材料购进价格指数为 54.3，较上月大幅回落 3.4 个百分点；出厂价格指数 50.5，较上月回落 2.8 个百分点。此外，高频数据显示，7 月原油、螺纹钢、煤炭等大宗商品价格均有下行，上游对 PPI 拉动力减小，PPI 或面临下行。

就业：用工意愿小幅上涨。7 月从业人员指数 49.2，较上月上涨 0.2 个百分点，低于临界点，表明制造业企业用工意愿低迷但有所好转。

库存：原材料和产成品库存均有所上升，但仍低于临界点。7 月原材料库存 48.9，较上月升 0.1 个百分点；产成品库存 47.1，较上月升 0.8 个百分点，低于临界点。

分企业类型来看，大型企业处于扩张状态，中小企业收缩，小企业降幅较大。其中大、中、小型企业 PMI 为 52.4、49.9 和 49.3（前值 52.9、49.9 和 49.8），大型企业扩张速度减缓，中型企业维持收缩状态，小企业降幅加大。虽然货币政策对小微企业定向倾斜，但政策效果或仍待观察。

非制造业 PMI 创 11 个月新低，服务业和建筑业均有所回落。7 月非制造业 PMI 为 54，较上月回落 1 个百分点，新订单和新出口订单分别为 51 和 48.9（前值 50.6 和 48.2）。投入品价格和销售价格较上月均有上涨，存货回落。分行业看，服务

业商务活动指数 53，比上月回落 1.0 个百分点，道路运输业、资本市场服务、房地产业、居民服务及修理业等行业的商务活动指数位于临界点以下，业务总量有所回落；建筑业商务活动指数为 59.5，较上回落 1.2 个百分点，建筑业扩张速度大幅减缓，但仍维持在较高景气区间。

3、人民币或出现阶段性企稳

上周五晚，央行表示自 8 月 6 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 调整为 20%，这意味着央行开始在“货币政策传导机制”中的汇率传导走廊做文章。外汇风险准备金主要是抑制远期购汇（企业进行远期购汇将使银行即期买入现汇影响即期汇率形成顺周期行为，即“羊群效应”）对外汇波动的影响，为了稳定市场预期，将外汇风险准备金率提升至 20%有利于银行主动调整资产负债管理，通过价格传导抑制企业远期售汇的顺周期行为。

央行对汇率市场出手干预，人民币的快速贬值在短期可能会出现一定程度的修复，出现阶段性企稳的概率较大。

4、细分行业建议关注公路板块

公路板块受益于以下三大逻辑：整体低负债率抗经济下行风险；基建率先发力品种；低估值有效抵御系统性风险。

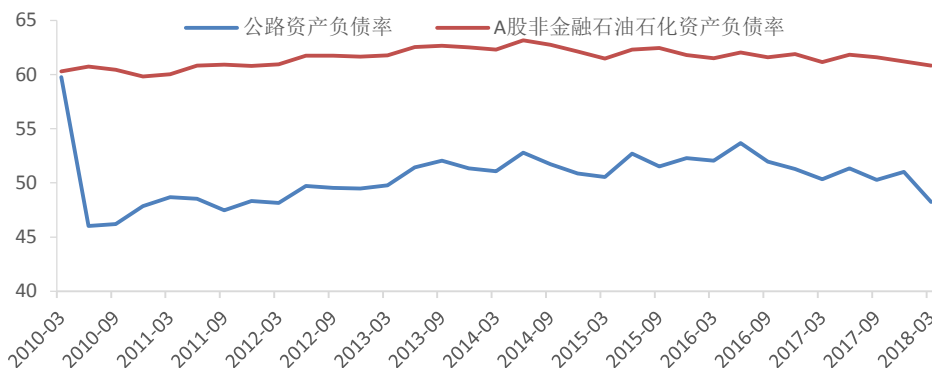
整体低负债抗经济下行风险：牛市重市盈率与想象力，熊市重资产负债表。在去杠杆大环境下，公路板块良好的资产负债表以及现金流量表有助于公路板块抵御经济下行风险。从资产负债率看，公路板块资产负债率仅 48%，大幅低于全 A 股非金融石油石化 60.81%的水平；而从经营现金流状况看，较高的经营活动产生的现金流量净额/负债比例意味着公路企业可以较好地覆盖债务支出，全 A 非金融石油石化的经营性现金流量净额/负债为 6.4%，而公路板块此数字达到 14.86%。

基建率先发力品种：虽然我国高速公路网已初具规模，总里程达到 2.5 万公里，但相对于我国广袤的国土面积和占全球 1/5 的人口数量，高速公路网的总量仍然不足，覆盖范围需要继续扩大。目前，美国高速公路总里程为 8.87 万公里，是我国的 3.5 倍。我国以国土面积计算的高速公路密度为 0.26 公里/百平方公里，

仅为美国的 27%、日本的 16%、德国的 8%；以国土面积和人口计算的高速公路综合密度只有 0.23，仅为美国的 13%，日本的 33%、德国的 10%；而基建的其他板块则不具有此特质（铁路及桥梁的密度相较国际先进水平并不落后）。另外，根据 2018 年“两会”政府经济工作报告，铁路固定资产计划投资规模较 2017 年减少 680 亿元下降 8.5%，公路水路交通计划投资规模持平，在基础设施“补短板”被强调的背景下，公路投资有望率先企稳

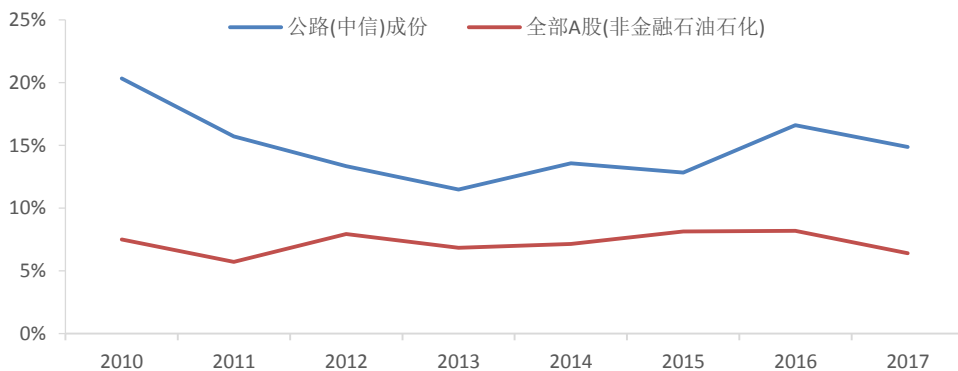
低估值有效抵御系统性风险：公路板块（中信行业分类）当下市盈率仅 11.37 倍（历史最低为 9.3 倍），市净率为 1.13 倍（历史最低为 0.92 倍），处于估值底部区间；且与周期股不同的是，其产能扩张更多依赖政府的调控，不会出现“景气顶点时估值最低”的情况，下行空间足够有限。

图表 5：公路板块较好的资产负债表



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：较好的现金流量



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：较低的估值



资料来源：Wind 太平洋研究院整理

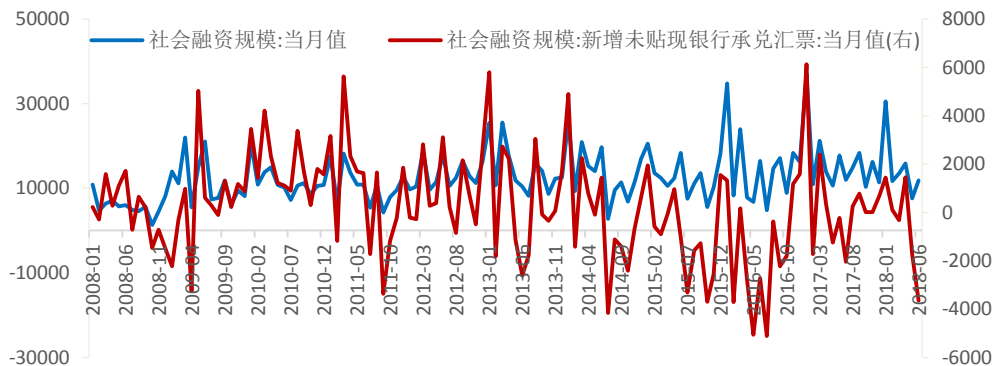
5、风格配置上仍然推荐周期股与成长股

核心机会仍在周期与成长：周期股的交易机会明显，社融数据预期将于 9 月出现显著改善，从产品价格来看，企业盈利与微观景气仍在继续转好，低估值更是有极大的修复空间，在此情境下，周期股最为受益；而一旦宏观数据转暖不及预期，成长股将成为主要受益品种。成长股的主要受益逻辑则是货币政策的确定性转向带来了低利率环境，支撑了成长股的估值，这也是贯穿全年的主要逻辑。

基建何时出现拐点？从过往经验看，积极的财政政策在确立后，扩大基建投资的方案推出也需要一定时间；以 2009 年四万亿推出为例，美国经济危机对我国经济的影响其实在 2008 年便已显现，净出口增速从 2007 年的 40%下降至 3%，大批农民工返乡，实际失业率出现跳升，在当年 11 月，胡锦涛同志便已提出要采取有效措施，加强宏观调控的预见性、针对性、有效性，着力扩大内需，而四万亿则是在 2009 年 3 月两会方通过，在大危机下的应急方案也花费了 4 个月才得以推出（而工业企业的盈利增速底部是在 2009 年 2 月才探明）。这意味着基建的托底以及本轮经济短周期的触底可能仍需要一定时间，从库存周期看，本轮去库存周期仍未走完（一般为 18 个月，当下仅 13 个月），企业盈利仍然在一个比较好的位置，没有动力进行减产，人心底未现故而经济底也暂时难现。短期反弹高度不会太高。而根据以往的经验，观察经济动能是否出现拐点，主要是看新增未贴现

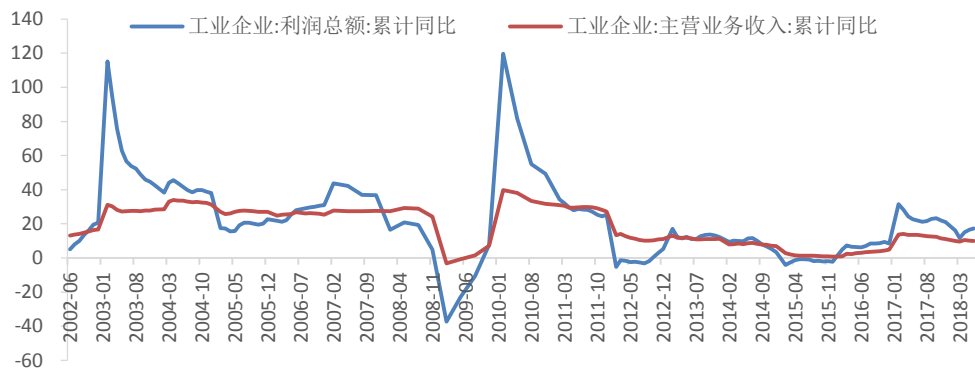
银行承兑汇票是否能企稳回升，如 2009 年初四万亿、2011 年 3 月周期股顶峰以及 2016 年下半年新一轮库存周期开启。

图表 8：新增未贴现银行承兑汇票大幅跳增是经济拐点



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：工业企业盈利于 2009 年 2 月见底



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。