

流动性预期变局下，绝对法估值易下难上

——2016 年 A 股市场四季度策略报告

分析师： 宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2016 年 9 月 30 日

证券分析师

周喜

S1150511010017

022-28451972

宋亦威

022-23861608

syw_bhqz@126.com

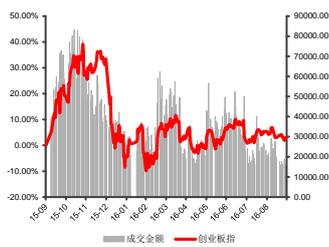
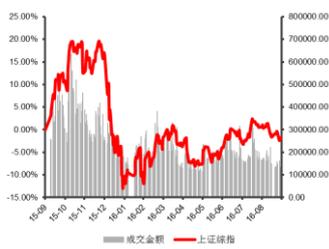
助理分析师

杜乃璇

S1150116070019

022-28451945

指数一年走势图



相关研究报告

《财政向左，货币向右》

——A 股 9 月投资策略报告

《平稳中的焦虑，弱势里的坚守》

——A 股 8 月投资策略报告

《沉舟侧畔千帆过，枯木林中万树春》

——2016 年 A 股市场中期投资策略

投资要点:

- 8 月份经济数据的走强，扭转三季度经济表现。PPI 收窄带动工业生产回升，基建与房地产拉动投资企稳，消费端开始向好，工业企业利润大幅增加。然而，财政赤字扩张严重，PPP 效果显现尚待时日，居民杠杆过高使房地产泡沫面临调控压力，需求回暖及企业利润改善的可持续性存疑。上述诸多风险点都增加了经济长期下行的压力。总的来看，经济依然处于寻底阶段，基本面仍未根本好转。
- 货币政策方面，全球视角来看，虽然美联储加息的时点一拖再拖，但其方向不改，加之欧日两大经济体在宽松行动上的迟疑，渐趋强化了货币政策正在迎来重估的市场预期。就全球经济而言，货币宽松的边际改善正面临终结。除全球流动性供给增量萎缩所产生的负面影响外，国内以控制系统性金融风险为目的而逐步加力的杠杆管控则进一步压制了国内流动性的改善预期，宽松环境的延续和宽松预期的扭转表明宽松已过最优时。
- 对于 A 股而言，盈利目前尚难看到好转预期。在 A 股盈利中占比较大的沪深 300 成分股，其盈利预测情况处在趋势性转差的过程中。而新兴产业也面临诸多问题，除了自身的内生增长动力欠缺外，外延增长也受到监管的限制。总体来看，A 股上市公司的整体盈利状况尚难有超预期的表现，进而使其难以成为推动行情发展的主因。盈利的难有改观和流动性有收紧风险，决定了绝对法估值下分子难有效上升，而分母则有恶化增大的风险，这也使四季度 A 股市场的行情难现大的机会，市场将面临震荡盘跌的风险。
- 在配置方面，我们建议延续“风”“骨”的配置方式。在“骨”的方面，结合 PB 和 ROE 相对自身历史估值水平的情况，选出的估值相对合理的板块为：非银金融、银行、农林牧渔、公用事业、电气设备、建筑装饰、通信、传媒。而在“风”的角度，我们认为政策利好不断的 PPP 板块将是值得持续挖掘的中线品种，而与年末行情相关的高送转和 ST 板块也值得投资者的持续关注。

目 录

1. 经济依然寻底，基本面难实际好转	4
1.1 宽财政遭遇瓶颈，PPP 效果显现尚待时日	4
1.2 居民杠杆已高，房地产泡沫面临调控压力	5
1.3 需求端难有改善，企业利润增长可持续性存疑	7
2. 货币政策迎重估，宽松已过最优时	9
2.1 全球面临货币政策重估，宽货币接近终点	9
2.2 国内去杠杆目标明确，货币政策有收紧风险	11
3. 盈利估值难有支撑 市场下行压力仍在	13
3.1 中报验证盈利回落预期	13
3.2 市场判断：绝对估值法下，行情易下难上	15
4. 配置：延续“风”“骨”配置	15

图 目 录

图 1: 财政收支差额继续恶化	4
图 2: 民间投资由负转正	4
图 3: 百城平均住宅价格继续走高	5
图 4: 百城住宅价格指数同比上升	5
图 5: 居民中长期贷款比重维持高位	6
图 6: 居民杠杆达历史高点	6
图 7: 房屋新开工面积和商品房销售面积累计同比均继续下滑	7
图 8: 社零总额同比增速小幅反弹至 10.6%	8
图 9: 汽车销量二季度大幅增加	8
图 10: 工业企业利润累计同比增速升高	8
图 11: 工业企业利润当月同比增速增速加快	8
图 12: 8 月 PMI 回升	9
图 13: 8 月份生产、新订单和原材料库存回升	9
图 14: 美国失业率底部震荡	9
图 15: 美国劳动参与率低位企稳	9
图 16: 美国核心通胀缓步抬升	10
图 17: 工作时间及时薪震荡提升强化美国通胀预期	10
图 18: 美元指数维持高位震荡	11
图 19: 日央行货币调控新框架难阻日元升势	11
图 20: 官方外汇储备缓慢回落	12
图 21: 中央银行外汇占款持续减少	12
图 22: 货币市场利率震荡中枢明显抬升	12
图 23: 货币市场利率中枢抬升	12
图 24: 各板块 2016 中报盈利水平	14
图 25: 沪深 300 年报盈利预测趋势图 (2016 年)	14
图 26: 二季度单季度 ROE 盈利能力对比	14
图 27: 行业 ROE 相对历史水平及 PB 相对历史水平散点分布图	16

表 目 录

表 1: 官方媒体纷纷披露调控楼市言论	6
表 2: A 股各板块单季度净利润增速情况	13

1. 经济依然寻底，基本面难实际好转

8 月份经济数据的走强，扭转三季度经济表现。PPI 收窄带动工业生产回升，基建与房地产拉动投资企稳，消费端开始向好，工业企业利润大幅增加。然而，财政赤字扩张严重，PPP 效果显现尚待时日，居民杠杆过高使房地产泡沫面临调控压力，需求回暖及企业利润改善的可持续性存疑。上述诸多风险点都增加了经济长期下行的压力。总的来看，经济依然处于寻底阶段，基本面仍未根本好转。

1.1 宽财政遭遇瓶颈，PPP 效果显现尚待时日

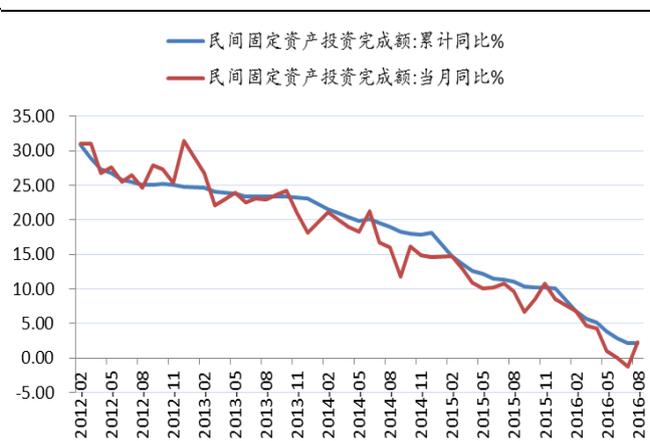
2016 年以来，M1 持续维持高位反映货币向实体经济传导的不畅，在当前货币宽松已达天花板时，经济的“稳增长”仍需宽财政来挽救。然而基建投资发力令财政收支差额 8 月份再度扩张，宽财政的可持续性令人担忧。虽然 PPP 作为一项引导民间投资的重要手段，在拉动社会投资方面起到了关键支撑，但其从项目申报到落地再到顺利运营并回款，是一个长期的过程，完全依赖 PPP 能否托底经济还需要时间的验证。

由于去年的低基数及 PPP 的发力，8 月份财政赤字扩张严重。受营改增影响，8 月财政收入同比增速从 7 月的 3.65% 回落至 1.7%。而支出则从 7 月的 0.28% 大幅增加至 10.3%。财政收入的可持续性维持宽财政的关键，然而日前国务院进一步推进结构性减税的举措，不免令市场对财政增收的希望存疑。从支出角度，在需求相对较弱的情况下，维持稳增长对投资的依赖不容置否，财政政策在其弹药枯竭和经济对扩大财政支出的强烈渴求面前陷入两难。因此，拉动民间投资的 PPP 成为宽财政的救命稻草。

图 1: 财政收支差额继续恶化



图 2: 民间投资由负转正



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

据媒体报道，目前第三批 PPP 示范项目正在财政部走会签程序。截至 7 月 25 日，财政部共收到各地申报项目 1070 个，项目计划总投资约 2.2 万亿元，已超过近 10 年民间固定资产投资当月完成额的平均值 1.9 万亿。可见若在这些项目能逐步落地，其对民间投资的带动不言而喻。受 PPP 发力的影响，8 月份民间固定资产投资结束了 2 个月的负增长开始回暖。

在月报中我们提到，PPP 仍考验着政府和民资的相互妥协，并且项目落地中的诸多问题也尚待解决。虽然 PPP 在短期内对民间投资的带动显而易见，不过 PPP 项目落地及执行年限较长，其带动经济稳增长效果的显现还需要耐心等待。

1.2 居民杠杆已高，房地产泡沫面临调控压力

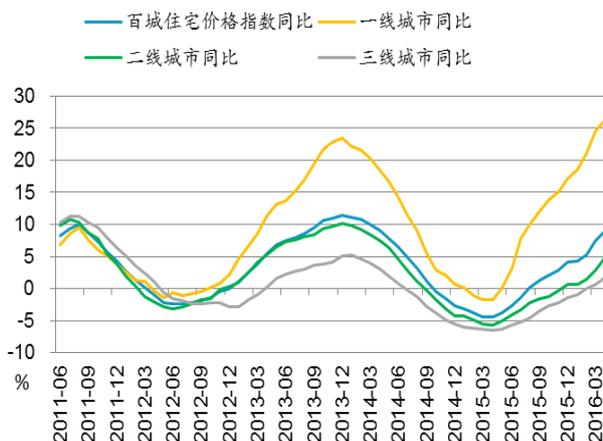
无论是从绝对价格还是从居民杠杆的角度看，目前我国房地产泡沫已岌岌可危。房地产泡沫的膨胀终有停滞乃至破灭之时，从近期官方媒体表态及地产经济数据来看，房地产泡沫已面临调控压力。

当前房地产价格和居民杠杆早已超越正常值，房地产泡沫现状不容小觑。首先，在绝对价格上，从 2015 年后半年开始，房地产价格开启了新一轮上涨周期。截至到今年 8 月份，百城样本住宅平均价格已升至历史最高 12270 元/平方米。统计局数据显示，8 月份房价继续上涨，环比上涨城市个数增加，一线房价环比涨幅仍在扩大。不断高企的房价表明，中国的房地产早已脱离其居住属性下的真实价值，更多的变成了居民赖以投资保值的投资品，进而在当前资产荒的格局下，资金纷纷涌入房地产，不断吹大房地产泡沫，也造成了货币的“脱实入虚”。

图 3：百城平均住宅价格继续走高



图 4：百城住宅价格指数同比上升

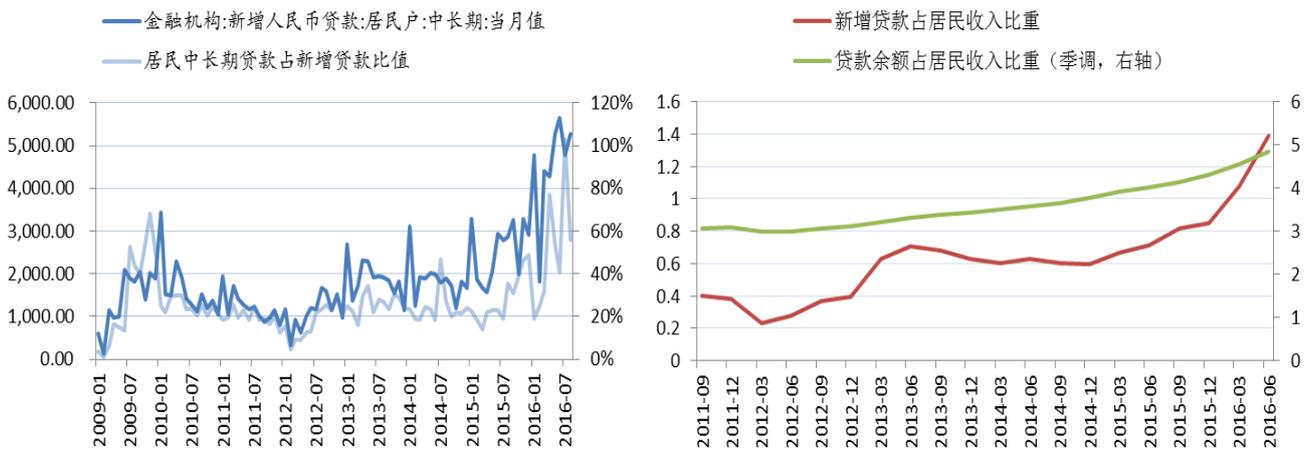


资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

另外，在房价飙升的同时，居民杠杆也连创新高。近几个月新增贷款几乎全部被居民中长期贷款占据。居民中长期贷款自去年下半年起就不断增加并刷新前值，其占新增贷款比重在今年上半年也不断飙升，7 月份达到 103%。虽然 8 月份回落至 56%，但其绝对值仍在增长。从新增贷款占居民收入比重的角度看，当前居民杠杆水平已处于历史最高值。据测算，当前的居民买房杠杆接近 1.4 倍，为近 5 年来最高点。

图 5：居民中长期贷款比重维持高位

图 6：居民杠杆达历史高点



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

在房地产泡沫持续升高的同时，市场对泡沫破灭的担忧也正在加剧，并且经济数据也预示着房地产泡沫将面临调控压力。一方面，多家官方媒体纷纷披露调控楼市言论，表明市场对房地产泡沫担忧的与日俱增。一些城市也已率先采取行动，抑制过热的地产交易。杭州、苏州、南京先后出台限购、限贷政策，限制居民进一步加杠杆的空间。这有望遏制一二线城市地产成交量价齐升的疯狂趋势。

表 1：官方媒体纷纷披露调控楼市言论

报道媒体	主要观点
金融时报	地方政府应担负起楼市调控职责。“地王”频现、购房“零首付”、购房“离婚潮”等乱象表明，地方政府没有很好地落实中央政策方针。
经济参考报	当前楼市成为各路资金流入的投资、投机和消费热点，杠杆刺激加剧了房价飞涨。“买房一年胜过奋斗十年”、“上市公司靠卖两套学区房保壳”，这种极端情况如果持续出现，将会导致经济结构无法转型，同时酝酿越来越可怕的金融风险，降杠杆、去泡沫势在必行。 今年以来上市房企发债融资动作频繁，截至目前发债规模逼近万亿。业内分析认为，依赖高负债激进拿地或并购扩张的房企正在累积风险。一方面，融资渠道或将收紧；另一方面当房价下调，绝大部分房企将面临空前的资金压力。

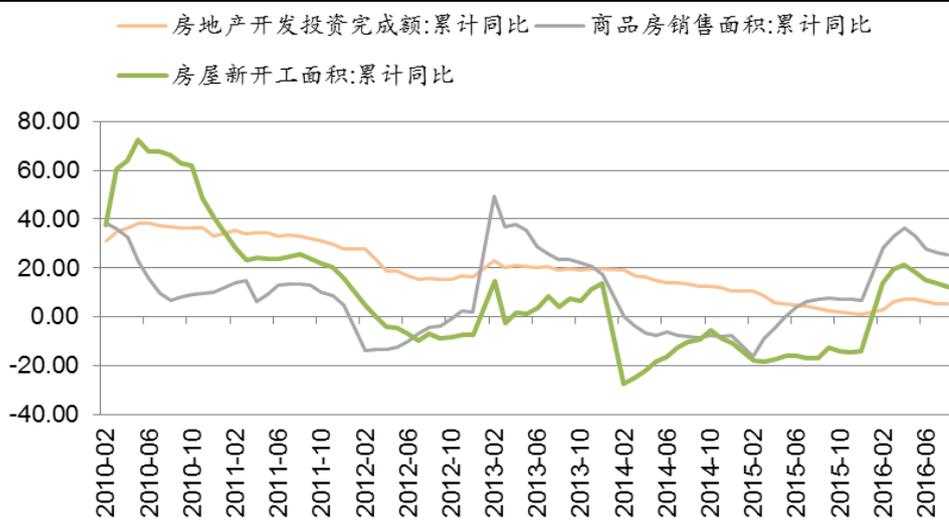
人民日报

我们不能因为房价高企而失去对奋斗的信仰，相比于房子，我们更应该相信自己的双手；相比于炒房，我们更应该激发努力奋斗的士气。否则，失去奋斗，拥有再多的房产，我们也将无家可归。

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

另一方面，从经济数据看，房地产投资端也已现回调趋势。8 月房地产投资虽因低基数有所反弹，但房屋新开工面积和商品房销售面积累计同比均继续下滑。同时，地区分化严重，三四线去库存速度放缓，将会拖累整个行业的新开工和投资热度。另外，上交所正考虑收紧房地产企业发债审核标准，限制企业融资渠道。这一举措必将抑制企业投资热情。未来投资端的不乐观导致房地产对经济的拉动作用愈加有限。

图 7：房屋新开工面积和商品房销售面积累计同比均继续下滑



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

1.3 需求端难有改善，企业利润增长可持续性存疑

8 月份消费数据表现良好，社零总额同比增速小幅反弹至 10.6%。但反弹的可持续性欠佳，需求端仍难有根本改善。首先房地产泡沫的调控将带动其上下游产品消费的收缩。上文分析到房地产销量和投资都面临回调风险，受此影响，其上下游相关产品的需求预计也会随之减弱。另外，从汽车产销看，由于去年的低基数，今年三季度汽车出现高速增长，但这种趋势也是不可持续的。去年 9 月底的国务院常务会议上，为了促进新能源和小排量汽车发展，出台了对购买 1.6 升及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税的优惠政策，政策实施期限是去年 10 月 1 日到今年 12 月 31 日。在政策利好的刺激下，去年四季度汽车销量增速直线升高。因此在去年的高基数基础上，即使今年四季度出现政策到期前的集中购买，同比

增速也不会过高，预计会从 7、8 月份的峰值区间开始回落。因此总的来看，需求的回暖仅仅是短期现象，内需状况并没有根本改善。

图 8: 社零总额同比增速小幅反弹至 10.6%

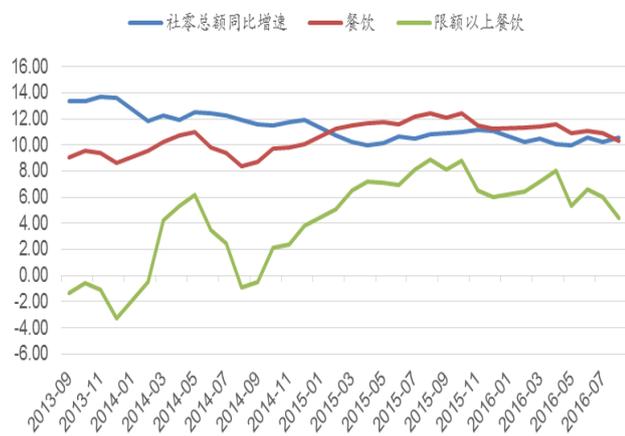


图 9: 汽车销量二季度大幅增加



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

从企业利润的角度, 考虑到企业扩大生产后, 产品价格可能再度回落, 影响企业利润回暖的可持续性。1-8 月份工业企业利润累计同比进一步上升, 同比增长 8.4%, 增速比 1-7 月份加快 1.5 个百分点。8 月单月增幅更大达 19.5%, 创 3 年来新高。企业利润大幅增长主要受 PPI 持续收窄及成本下降造成, 而 PPI 的收窄又是受去产能下供给不足而推升。因此, 随着价格的回暖, 企业扩大生产及补库存意愿明显, 供给再次扩张拉低 PPI, 造成企业盈利能力下降。企业利润虽短期改善, 但可持续性尚待观察。

图 10: 工业企业利润累计同比增速升高



图 11: 工业企业利润当月同比增速加快



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 12: 8月 PMI 回升

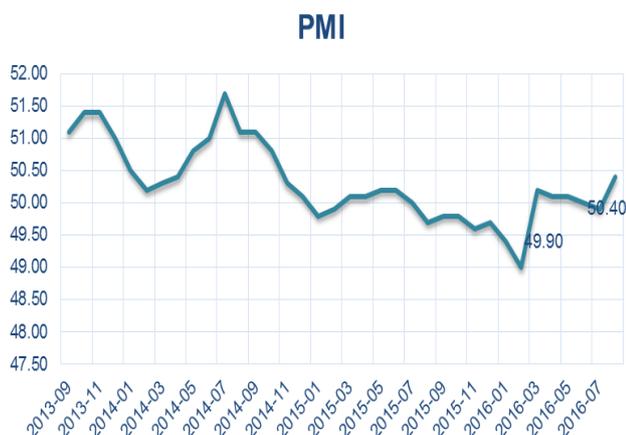
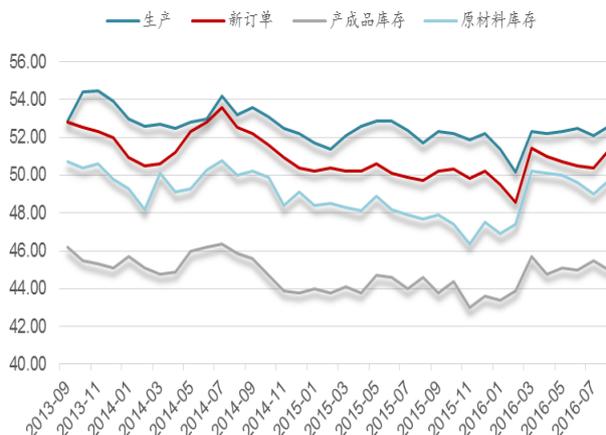


图 13: 8月份生产、新订单和原材料库存回升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2. 货币政策迎重估, 宽松已过最优时

自 2016 年初以来, 虽然美联储加息的时点一拖再拖, 但是相较于此, 欧日两大经济体在宽松行动上的迟疑却渐趋强化了货币政策正在迎来重估的市场预期。就全球经济而言, 货币宽松的边际改善正面临终结。就国内而言, 除全球流动性供给增量萎缩所产生的负面影响外, 以控制系统性金融风险为目的而逐步加力的杠杆管控则进一步压制了国内流动性的改善预期, 宽松环境的延续和宽松预期的扭转表明宽松已过最优时。

2.1 全球面临货币政策重估, 宽货币接近终点

图 14: 美国失业率底部震荡

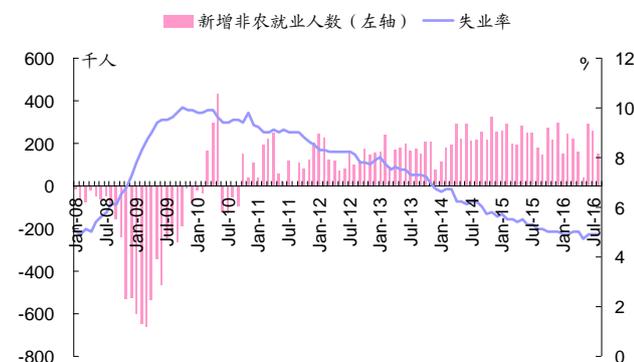


图 15: 美国劳动参与率低位企稳



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 16: 美国核心通胀缓步抬升

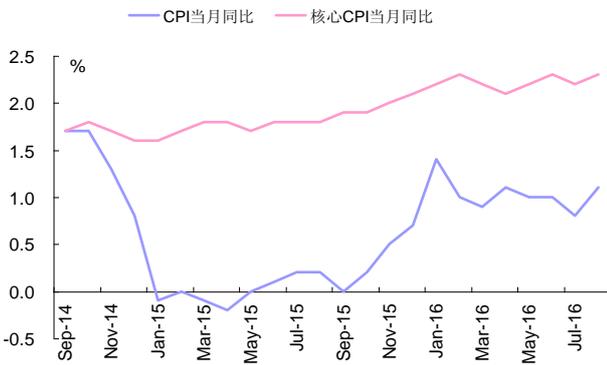
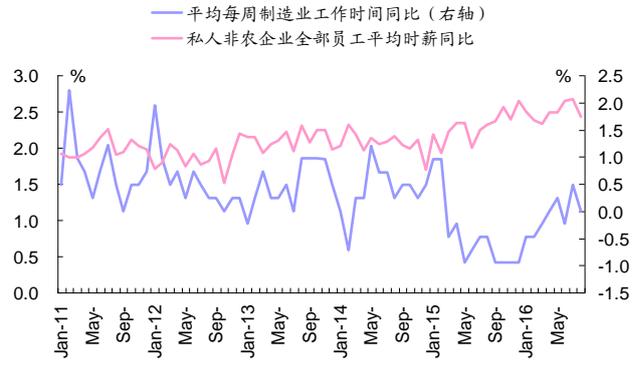


图 17: 工作时间及时薪震荡提升强化美国通胀预期



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

9 月份的议息会议上美联储再度爽约加息, 然而有关 12 月份加息的暗示则明显强化。一方面, 几近充分就业的劳动力环境以及已运行至长期目标的通胀水平都对美联储的加息提供了支持, 对此美联储在 9 月份议息会议上再度强调“加息的理由已经加强, 但加息时点的抉择仍需等待进一步证据证明经济形势接近政策调控目标”, 这也印证了我们有关美联储加息方向不变, 但加息时点未定的判断; 另一方面, 11 月美国大选将落下帷幕, 美国经济的不确定性将因此而明显下降, 从而为美联储实施加息提供了良好的时间窗口, 此时加息即避免因提前加息引起动荡而落以口实, 又可在年内加息从而维护美联储信用。正是考虑到美联储于 12 月加息的概率明显提升, 所以尽管 9 月份基准利率维持不变令美元指数暂时受挫, 但是其高位震荡的态势不会发生改变, 而且美国经济的比较优势和提前转向正常化的货币调控路径在令美元指数继续保持强势的基础上, 存在推动其进一步走高的可能。

与此同时, 日本央行扩大货币刺激的意愿则依旧强烈, 9 月结束的日央行会议显示, 其将对收益率曲线进行调节以求维持长期利率的下行, 并强化 2% 的通胀目标, 然而日央行的 QE 购买规模却保持不变, 由此导致市场对日央行的扩表预期明显降低, 有关“新瓶装旧酒”的担忧令日元在短期贬值后迅速拉升, 当日对美元升值近 1.3%。

图 18: 美元指数维持高位震荡

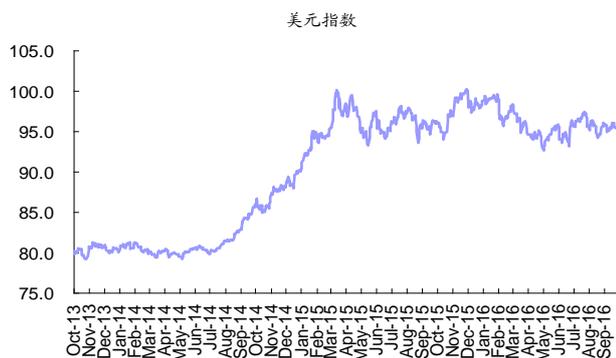
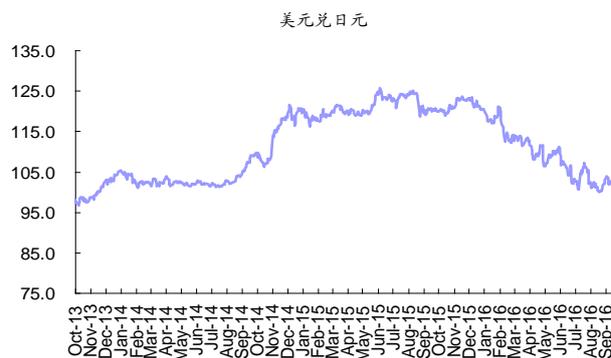


图 19: 日央行货币调控新框架难阻日元升势



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

综合两国议息会议, 我们坚持认为美联储加息方向不改, 只是进度多有波折, 日央行对货币政策的期许仍居高不下, 但明显有心无力。其实, 面对当前世界经济形态, 缩表显然不是各国央行的选择, 然而央行着实不愿意或者无能力进一步推升资产负债表的扩张强度, 于是在宽松环境未改的情况下, 宽松预期已经开始扭转, 流动性宽松已然告别了现实和预期同向改善的最优时期。

2.2 国内去杠杆目标明确, 货币政策有收紧风险

面对全球货币宽松预期的逆转, 国内流动性宽松前景则更不乐观。首先, 维持高位的 M1 和 M2 同比增速剪刀差表明宽货币向宽信贷的转化十分低效, 以宽货币实现对增长的刺激愈加难行, 这显著降低了稳增长目标实现中货币政策继续加力宽松的必要性; 其次, 2 月份之后资本外流规模虽然远低于 2015 年 12 月和 2016 年 1 月的情况, 但是细水长流式外流的累计效应显然成为国内货币宽松的掣肘因素; 最后, 随着货币调控中“稳增长”目标重要性的下降, 以及以“控杠杆”为核心的金融风险防范重要性的提升, 货币供给呈现出“以长代短”的结构性变动, 这直接提升了货币市场利率水平, 数据显示, 自 8 月 24 日央行重启 14 日逆回购以来, 隔夜和 7 日 Shibor 利率已分别提升 14.5bp 和 12.4bp。

图 20: 官方外汇储备缓慢回落

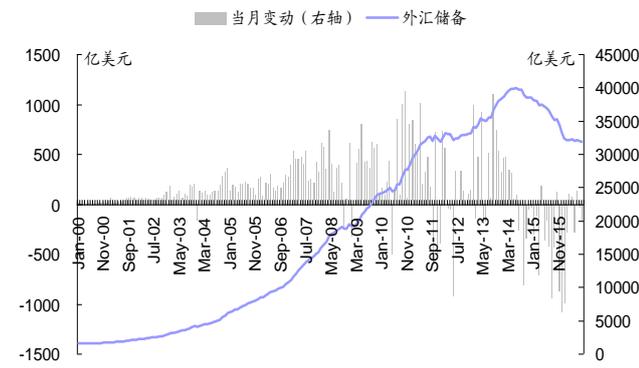
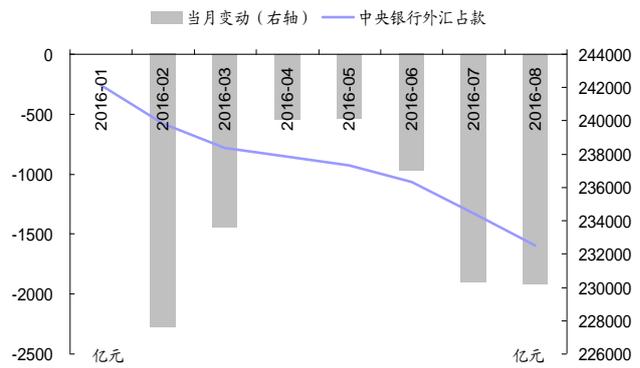


图 21: 中央银行外汇占款持续减少



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

在货币市场利率抬升的同时, 央行的公开市场操作依旧按部就班, 为了应对节假日及月底的时点性影响, 央行在 9 月 19 日至 9 月 23 日的一周内净投放资金达到 9400 亿元, 然而进入国庆节前的最后一周, 央行的公开市场操作则转为净回笼, 截止 9 月 28 日, 当周公开市场净回笼资金已经超过 5000 亿元。

图 22: 货币市场利率震荡中枢明显抬升

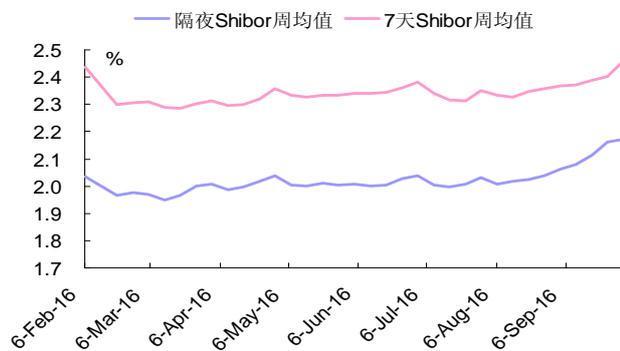
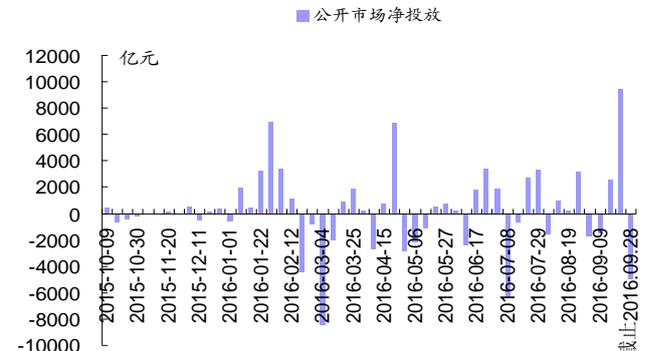


图 23: 货币市场利率中枢抬升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

由此看来, 尽管维持宽松的货币环境仍是稳增长之题中之意, 但是面临金融杠杆持续走高所不断累积的潜在风险, 管理层已难以继续坐视不管。于是, 我们不仅看到央行通过“以长代短”式的货币供给结构调整对不断攀升的金融杠杆进行抑制, 即在保证货币供求总量平衡的基础上提升短端利率水平, 以抑制加杠杆的同时, 避免因流动性紧张而导致杠杆链条的崩塌; 更为重要的是, 在央行力主金融杠杆防范的同时, 银监会、证监会和保监会再也各自管辖范围内通过对金融产品的从监管协助央行进行系统性金融风险的事前防范。

因此, 面对全球流动性宽松预期的扭转, 一行三会对金融杠杆管控的趋严, 国内流动性宽松前景显然更不乐观, 各类金融产品均已进入、或即将进入存量博弈的

阶段，单纯依赖于估值提升的美好愿景在流动性宽松跨过蜜月期后都将承担日益增长的潜在风险。

3. 盈利估值难有支撑 市场下行压力仍在

3.1 中报验证盈利回落预期

从二季度的盈利来看，A 股整体盈利情况出现回落。以传统产业为代表的主板和以新兴产业为代表的创业板盈利增速都面临了放缓的压力，这也验证了我们中报时的观点，一季度的高增速不可持续，盈利将有回落要求。而得出这样的判断，源自于对两类行业的分析，一类是传统产业，一类是新兴产业。

表 2: A 股各板块单季度净利润增速情况

	主板	主板（剔金融 两油）	中小板	中小板（剔除 金融两油）	创业板
2015Q4	-11.5%	-32.5%	-3.9%	-6.6%	14.5%
2016Q1	-2.5%	10.1%	20.4%	36.8%	41.2%
2016Q2	-9.1%	-1.1%	17.3%	44.1%	28.8%

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

传统产业方面，我们主要担心的是大宗原材料价格同比成本的推动作用降低，对中游行业盈利产生影响，进而使整个传统产业盈利状况出现恶化，我们在中期报告中已有详细阐述。

此外，对于经济前景的担忧也直接传导到了分析师对上市公司盈利的预期层面，以分析师跟踪较为频繁的沪深 300 指数为例，其在今年的一季报阶段曾有过盈利预测的大幅抬升。而在随后的将近 4 个多月的时间里，其预测水平出现了持续的下滑，下滑幅度，大于此前的涨幅，分析师对沪深 300 成分股的盈利情况正在一步步的趋向于悲观，由于这部分盈利在 A 股整体盈利中的占比较大，因而沪深 300 盈利预期回落，表明 A 股的整体盈利情况将面临较大压力。

图 24: 各板块 2016 中报盈利水平

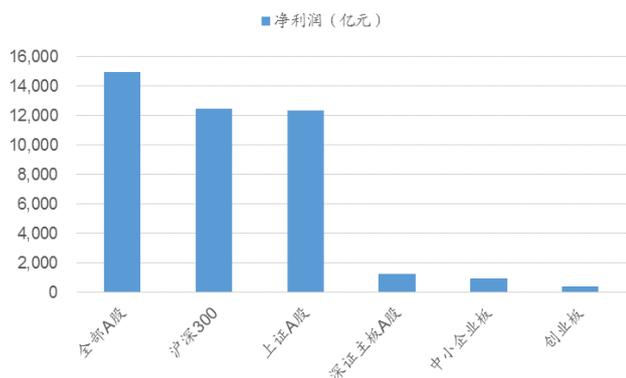


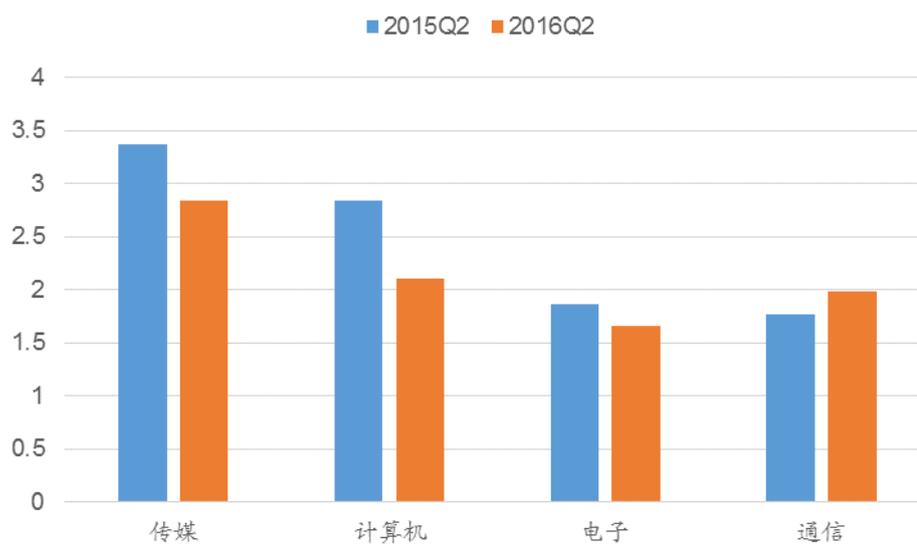
图 25: 沪深 300 年报盈利预测趋势图 (2016 年)



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

对于新兴产业而言,目前的两大困境在于:其一,自身盈利能力的局限,从二季度单季度的情况来看,TMT行业中,仅有通信板块的ROE水平相比去年同期出现改善,其他板块都出现不同程度的恶化。依靠自身盈利能力改善带来的业绩增长依然难以出现。其二,外延增长模式饱受诟病,由于2014年后,上市公司的并购行为大量增多,这也带来了相关公司业绩的增长。不过并购标的良莠不齐,为相关公司的长期增长埋下隐患。而监管层也充分意识到上市公司并购中的问题,监管不断增强,这使得上市公司外延扩张的步伐受到限制。在内生增长乏力,而外延扩张又问题重重的背景下,新兴产业的增速难以维持较高水平。

图 26: 二季度单季度 ROE 盈利能力对比



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

因此与中期策略观点相同,我们认为 A 股业绩情况难以出现实质性的改善,这也使盈利变化难以成为行情上涨的推力。

3.2 市场判断：绝对估值法下，行情易下难上

既然盈利上难有改观，且货币政策转向预期渐浓，利率水平有抬升的风险。那么此前市场所提出的无风险利率下行市场上涨的逻辑就需要重新审视。如果我们重新审视一下绝对估值模型，无论 DCF 还是 DDM 都有一个相同特征，那就是都是对未来盈利情况的折现和加总。盈利情况既可以是自由现金流也可以是股息，其由上市公司基本面决定，在目前经济景气度不高，而上市公司盈利难现改观的格局下，分子部分的盈利情况难有有效提升。而从两个公式的分母来看，代表了投资者要求回报的 r ，目前正面临变动风险。投资者所要求的回报可以分为两部分，一部分是无风险收益率，另一部分是在无风险收益率基础上的风险加成。由于市场利率上升的压力，分母端无风险收益率面临逆转的危险，其也必然导致股票市场的向下压力。

$$DCF = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

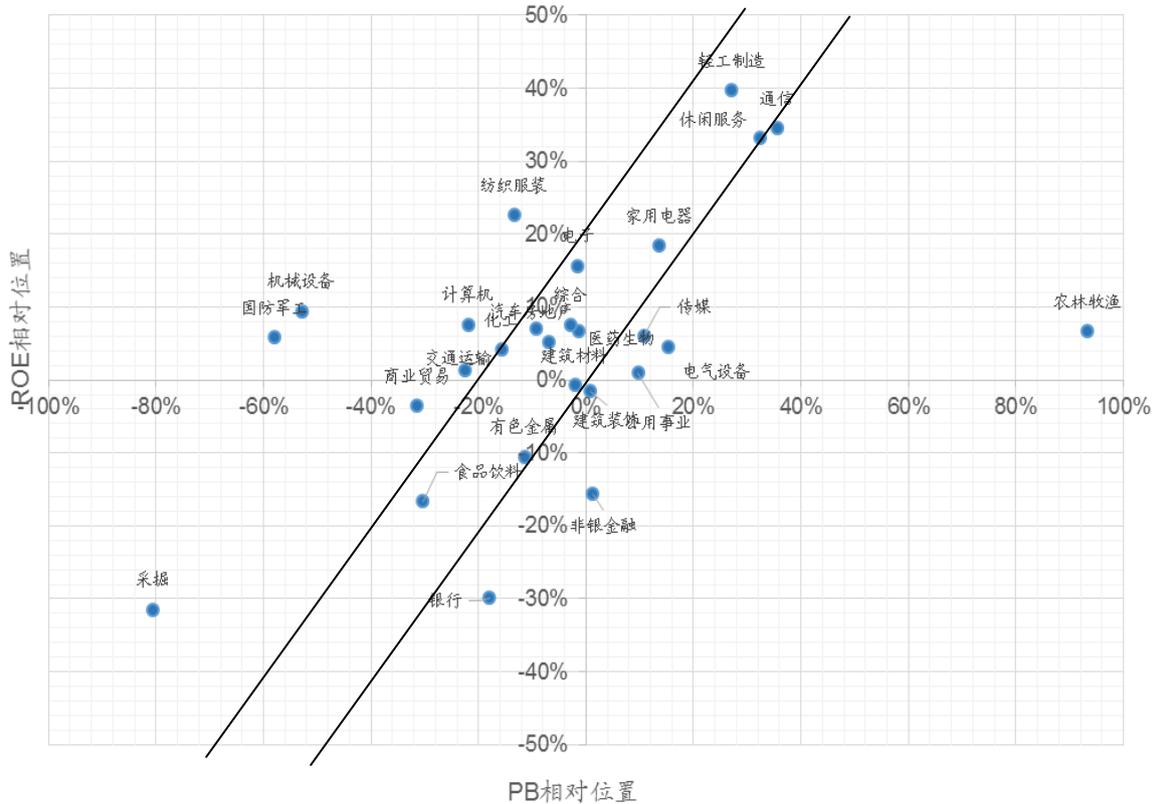
$$DDM = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

因此我们认为在利率水平有上行压力的背景下，如果盈利端看不到改善，那么指数将承受较大压力，从而让市场重新回到震荡盘跌的格局。

4 配置：延续“风”“骨”配置

对于骨策略而言，伴随中报的更新，以及市场估值的进一步调整，我们从 ROE 相对水平和 PB 估值的历史相对水平出发，挖掘出的行业有所变化，目前看非银金融、银行、农林牧渔、公用事业、电气设备、建筑装饰、通信、传媒板块的估值相对合理，具有一定配置价值。

图 27：行业 ROE 相对历史水平及 PB 相对历史水平散点分布图



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

而从“风”的角度去看，下半年的主线已经相对清晰。从政策之风的角度重点仍在 PPP 领域。政府宽财政应对稳货币的施政意图较为清晰，在财政赤字压力增大的背景下，只有加大 PPP 推动力度，并促进民资投资，才是现有政策下的最好变局。而对 PPP 成为政策主推方向的判断，也使该板块的机会至少是一个中线题材，投资者需要关注相关龙头标的的催化。

而还值得注意的潜在机会则来自对高送和有摘帽潜力的 ST 股的预先炒作。从以往的经验来看，高送行情往往在四季度有所表现。回顾 2012 年以来的四季度行情，仅有 2014 年在增量市行情下，资金没有选择高送，而 2012、2013、2015 年行情下高送预期个股都有着一定炒作机会。在四季度没有增量行情预期的背景下，我们认为高送转依然是值得关注的板块。而 ST 板块去年开始也有提早到四季度表现的迹象，作为市场的另一大必炒品种，今年存量市的情况下，也值得投资者进一步的关注。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所高级销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn