

A 股周期律（三）

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：艾熊峰（执业 S1130519090001）

aixiongfang@gjzq.com.cn

2016-2017 年：集中度提升，龙头股牛市

一、前言：2016-2017 年中国版“漂亮 50”

2016-2017 年行情迎来大切换，从 2013-2015 年的小盘股牛市切换到大盘蓝筹股的牛市，其中行业龙头公司表现尤为突出，背后主导逻辑是供给侧改革和消费升级下的行业集中度提升。

2016 年大盘由于两次“熔断”整体下跌：年初指数“熔断”，大盘急跌，随后在供给侧结构性改革的推进下，宏观经济明显好转，企业盈利持续改善，市场走势一路震荡上行。

2017 年行业集中度大幅提升，大盘股盈利能力大幅提升，业绩表现较好，小盘成长受困于商誉减值及并购政策收紧，盈利增速大幅下滑，市场“以大为美”。

从行业表现来看，受益于居民可支配收入增速上行、消费升级和外资偏好，食品饮料和家电行业涨幅遥遥领先；供给侧改革改变了上游行业供需格局，上游周期品价格上涨，传统行业盈利能力明显提升，迎来了周期股行情。

二、2016 年：“熔断”暴跌，供给侧改革启动，企业盈利能力提升

2016 年市场走势先下后上，市场行情主要分为两个阶段：①年初“减持新规”发布、注册制可能推出从而带来的新股供给增加、“熔断”机制正式实施，引发市场恐慌，指数两次“熔断”，大盘迅速暴跌；②2 月底央行宣布降准 50BP，供给侧结构性改革初见成效，大盘一路震荡上行。

2016 年的核心矛盾是供给侧改革和经济复苏带来的企业盈利回升。在“三去一降一补”五项任务的驱动下，工业品价格通缩结束，中国经济重回扩张区间，名义 GDP 增速提升，工业企业利润重回正增长。

从行业表现来看，食品饮料、煤炭、建材、建筑、家电、石油石化等涨幅居前，传媒、计算机、交运、社服、军工等跌幅居前。具体而言：（1）供给侧结构性改革启动，市场对于上游行业供需格局的预期转好，上游周期行业表现较好（涨价）：煤炭、建材、石油石化、有色、化工、钢铁；（2）受益于消费升级、盈利提升和外资开始大幅流入，食品饮料和家电行业表现较好。（3）2015 年涨幅居前的传媒和计算机行业跌幅较大。

三、2017 年：集中度提升，以大为美

2017 年市场走势先上后下，再上再下，市场行情主要分为四个阶段：①年初多项经济数据超预期，上市公司再融资政策接连推出，叠加雄安新区政策出台，助推春季躁动行情；②银行“委外”等多项严监管政策密集出台，打压市场风险偏好，大盘连续回调；③“减持新规”落地，A 股正式被纳入 MSCI 新兴市场指数，中报业绩大超预期，全球经济复苏，叠加央行定向降准 50BP，大盘继续上攻；④11 月中旬，“资管新规”出台，叠加监管对茅台股价的降温，大盘再次回调。

2017 年的核心矛盾是行业集中度提升。2017 年实际经济数据相对平稳，但名义 GDP 增速则明显抬升。PPI 上行周期，大盘股业绩相比小盘股改善更加明显。与此同时，棚改货币化，居民消费升级趋势明显，消费行业集中度提升，龙头公司的盈利能力和盈利增速均表现较好；“再融资新规”、“减持新规”接连出台，并购重组政策收紧，中小创公司受商誉减值拖累，业绩增速大幅下滑。

2017 年消费、上游周期和金融行业表现较好，上证 50 和沪深 300 分别上涨 25%和 22%，而创业板和中证 1000 则分别下跌 14%和 17%，大盘价值风格明显占优。具体而言：（1）经济增速回升，消费升级如火如荼，食品饮料、家电行业的盈利增速和盈利能力均大幅提高，外资大幅流入消费板块，食品饮料、家电行情亮眼；（2）供给侧改革下传统行业集中度明显提升，盈利大幅好转，利润创历史新高，银行资产质量改善，上游周期和金融行业表现较好。

风险提示

全球经济下行超预期、宏观流动性收缩风险、海外黑天鹅事件

内容目录

前言：2016-2017 年中国版“漂亮 50”行情.....	3
一、2016 年：“熔断”暴跌，供给侧改革启动，企业盈利能力提升.....	3
1.1 市场走势先下后上.....	3
1.2 核心矛盾是供给侧改革和经济复苏带来的企业盈利回升.....	4
1.3 上游传统行业、食品饮料和家电表现突出.....	4
二、2017 年：集中度提升，以大为美.....	5
2.1 市场走势震荡上行.....	5
2.2 核心矛盾是行业集中度提升.....	6
2.3 消费和传统周期齐飞，市场“以大为美”.....	6
风险提示.....	8

图表目录

图表 1： 2016-2017 年行业表现.....	3
图表 2： 2016 年上证指数走势：年初熔断大跌，随后一路震荡上行.....	4
图表 3： 2016 年中国经济重回扩张区间.....	4
图表 4： 2016 年上市公司盈利重回正增长.....	4
图表 5： 2016 年行业表现.....	5
图表 6： 2016 年大宗商品大幅涨价.....	5
图表 7： 2016 年食品饮料、家电行业盈利能力提升.....	5
图表 8： 2017 年上证指数走势：震荡上行.....	6
图表 9： 2017 年沪深 300 比中证 1000 盈利增速表现更好.....	6
图表 10： 2017 年白酒、白电行业集中度提升.....	6
图表 11： 2017 年行业表现.....	7
图表 12： 2017 年食品饮料龙头、家电盈利能力提升.....	7
图表 13： 2017 年食品饮料龙头、家电盈利增速改善.....	7
图表 14： 2017 年钢铁行业业绩大幅改善.....	7
图表 15： 2017 年大盘价值风格占优.....	7

前言：2016-2017 年中国版“漂亮 50”行情

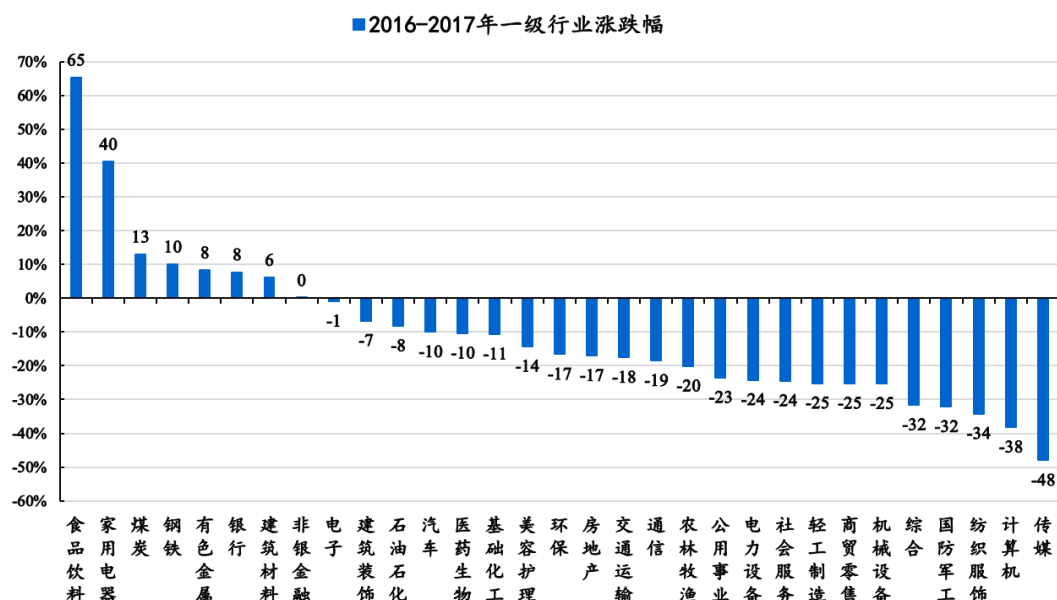
2016-2017 年行情迎来大切换，从 2013-2015 年的小盘股牛市切换到大盘蓝筹股的牛市，其中行业龙头公司表现尤为突出，背后主导逻辑是供给侧改革和消费升级下集中度提升。

2016 年大盘由于两次“熔断”整体下跌：年初指数“熔断”，大盘急跌，随后在供给侧结构性改革的推进下，宏观经济明显好转，企业盈利持续改善，市场走势一路震荡上行。

2017 年行业集中度大幅提升，大盘股盈利能力大幅提升，业绩表现较好，小盘成长受困于商誉减值及并购政策收紧，盈利增速大幅下滑，市场“以大为美”。

从行业表现来看，受益于居民可支配收入增速上行、消费升级和外资偏好，食品饮料和家电行业涨幅遥遥领先；供给侧改革改变了上游行业供需格局，上游周期品价格上涨，传统行业盈利能力明显提升，迎来了周期股行情。相比之下，传媒、计算机等行业表现较差。

图表 1：2016-2017 年行业表现



来源：Wind、国金证券研究所

一、2016 年：“熔断”暴跌，供给侧改革启动，企业盈利能力提升

1.1 市场走势先下后上

2016 年市场行情主要分为两个阶段：①年初“减持新规”发布、注册制可能推出从而带来的新股供给增加、“熔断”机制正式实施，引发市场恐慌，指数两次“熔断”，大盘迅速暴跌；②2 月底央行宣布降准 50BP，供给侧结构性改革初见成效，大盘一路震荡上行。

图表2: 2016 年上证指数走势: 年初熔断大跌, 随后一路震荡上行

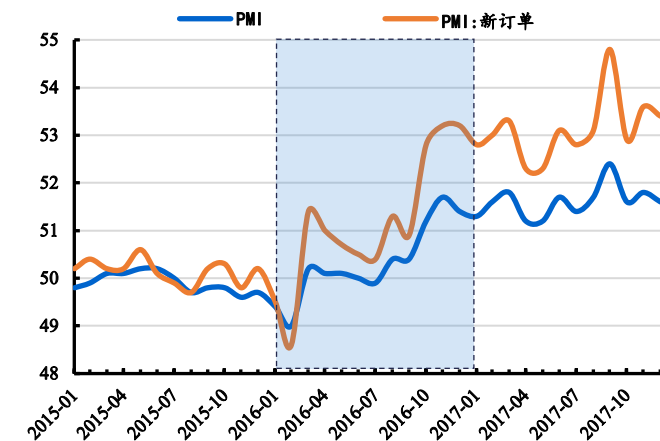


来源: Wind、国金证券研究所

1.2 核心矛盾是供给侧改革和经济复苏带来的企业盈利回升

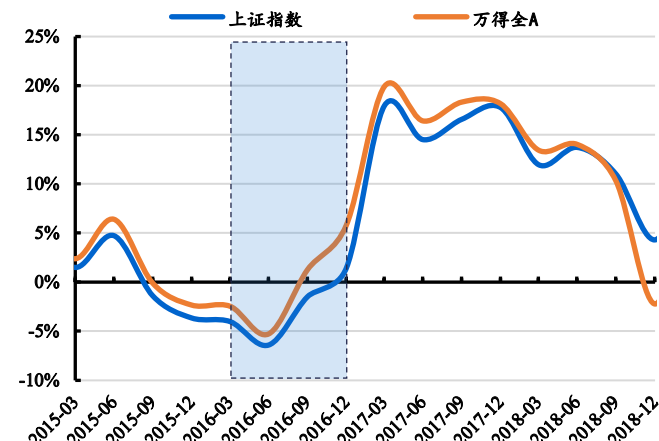
2016 年的核心矛盾是供给侧改革和经济复苏带来的企业盈利回升, 在“三去一降一补”五项任务的驱动下, 工业品价格通缩结束, 中国经济重回扩张区间, 名义 GDP 增速提升, 工业企业利润重回正增长。

图表3: 2016 年中国经济重回扩张区间



来源: Wind、国金证券研究所

图表4: 2016 年上市公司盈利重回正增长



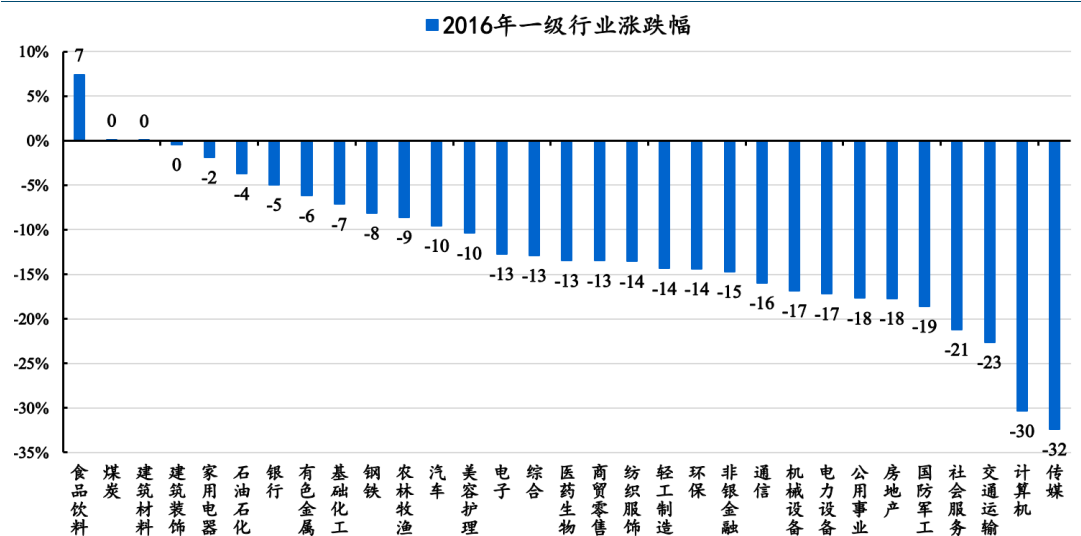
来源: Wind、国金证券研究所

1.3 上游传统行业、食品饮料和家电表现突出

从行业表现来看, 食品饮料、煤炭、建材、建筑、家电、石油石化等涨幅居前, 传媒、计算机、交运、社服、军工等跌幅居前。

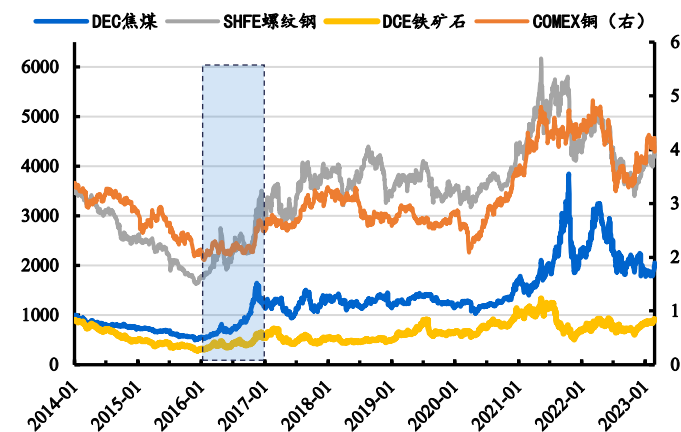
具体而言: (1) 供给侧结构性改革启动, 市场对于上游行业供需格局的预期转好, 上游周期行业表现较好 (涨价): 煤炭、建材、石油石化、有色、化工、钢铁; (2) 受益于消费升级、盈利提升和外资开始大幅流入, 食品饮料和家电行业表现较好。 (3) 2015 年涨幅居前的传媒和计算机行业跌幅较大。

图表5：2016 年行业表现



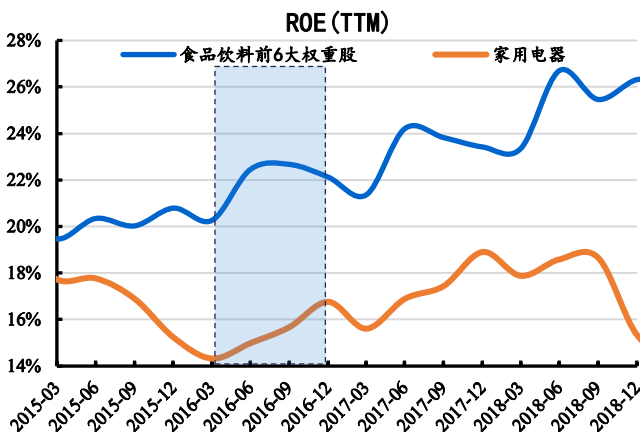
来源：Wind、国金证券研究所

图表6：2016 年大宗商品大幅涨价



来源：Wind、国金证券研究所

图表7：2016 年餐饮、家电行业盈利能力提升



来源：Wind、国金证券研究所

二、2017 年：集中度提升，以大为美

2.1 市场走势震荡上行

2017 年大盘指数先上后下，再上再下，市场行情主要分为四个阶段：①年初多项经济数据超预期，上市公司再融资政策接连推出，叠加雄安新区政策出台，助推春季躁动行情；②银行“委外”等多项严监管政策密集出台，打压市场风险偏好，大盘连续回调；③“减持新规”落地，A 股正式被纳入 MSCI 新兴市场指数，中报业绩大超预期，全球经济复苏，叠加央行定向降准 50BP，大盘继续上攻；④11 月中旬，“资管新规”出台，叠加监管对茅台股价的降温，大盘再次回调。

图表8：2017年上证指数走势：震荡上行



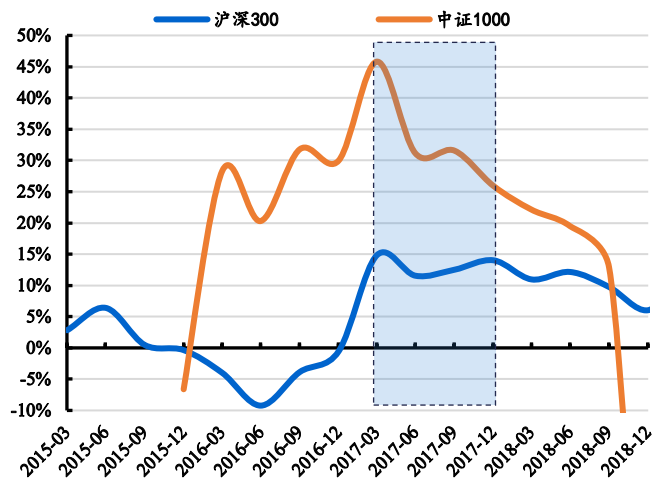
来源：Wind、国金证券研究所

2.2 核心矛盾是行业集中度提升

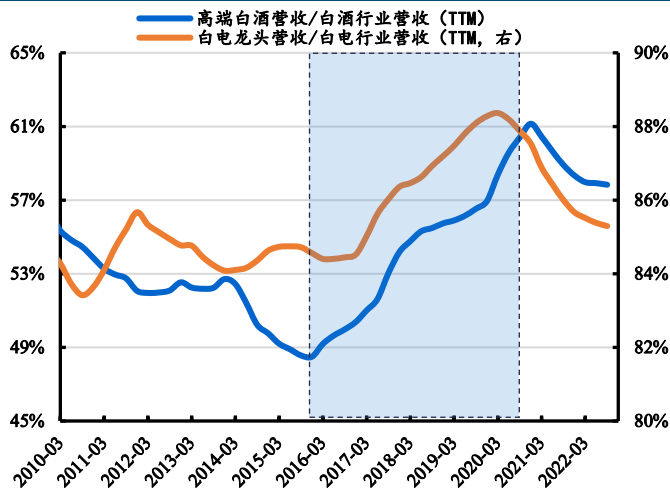
2017年实际经济数据相对平稳，但名义GDP增速则明显抬升。PPI上行周期，大盘股业绩相比小盘股改善更加明显。与此同时，棚改货币化，居民消费升级趋势明显，消费行业集中度提升，龙头公司的盈利能力和盈利增速均表现较好；“再融资新规”、“减持新规”接连出台，并购重组政策收紧，中小创公司受商誉减值拖累，业绩增速大幅下滑。

图表9：2017年沪深300比中证1000盈利增速表现更好

图表10：2017年白酒、白电行业集中度提升



来源：Wind、国金证券研究所



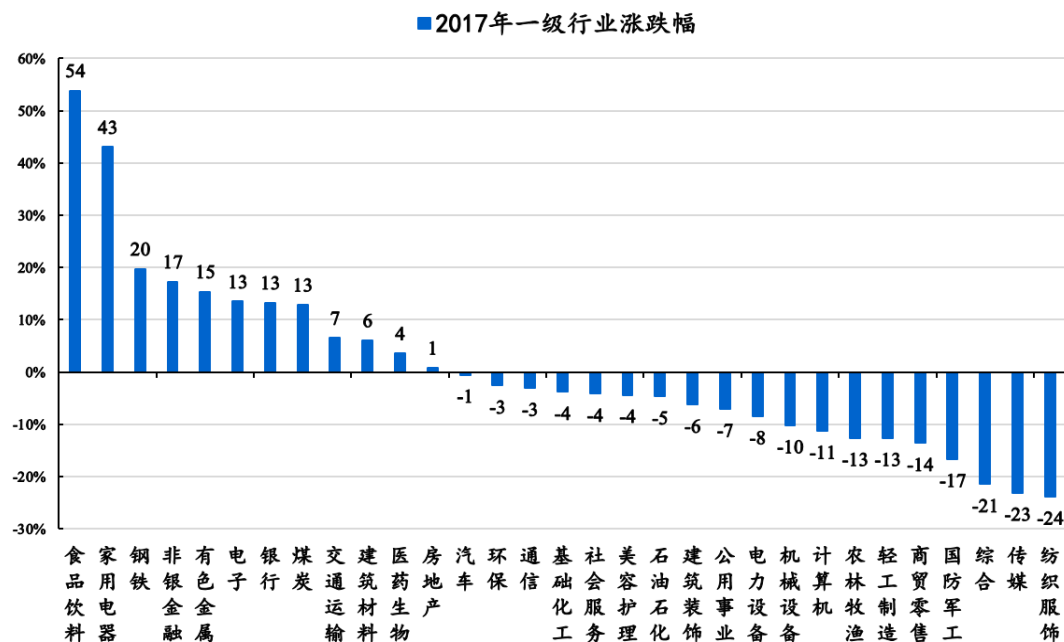
来源：Wind、国金证券研究所

2.3 消费和传统周期齐飞，市场“以大为美”

2017年消费、上游周期和金融行业表现较好，上证50和沪深300分别上涨25%和22%，而创业板和中证1000则分别下跌14%和17%，大盘价值风格明显占优。

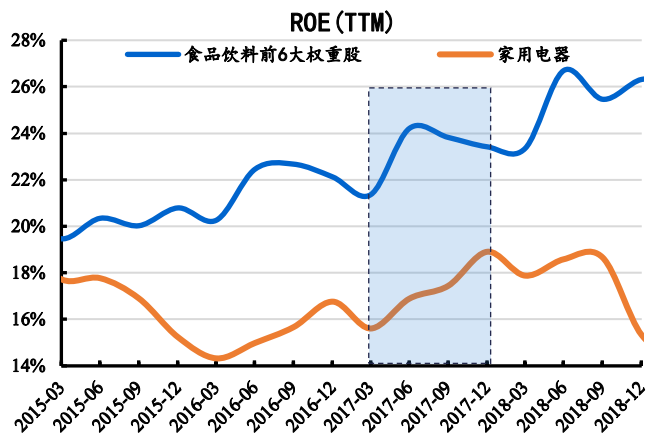
具体而言：(1) 经济增速回升，消费升级如火如荼，餐饮、家电行业的盈利增速和盈利能力均大幅提高，外资大幅流入消费板块，餐饮、家电行情亮眼；(2) 供给侧改革下传统行业集中度明显提升，盈利大幅好转，利润创历史新高，银行资产质量改善，上游周期和金融行业表现较好。

图表11: 2017 年行业表现



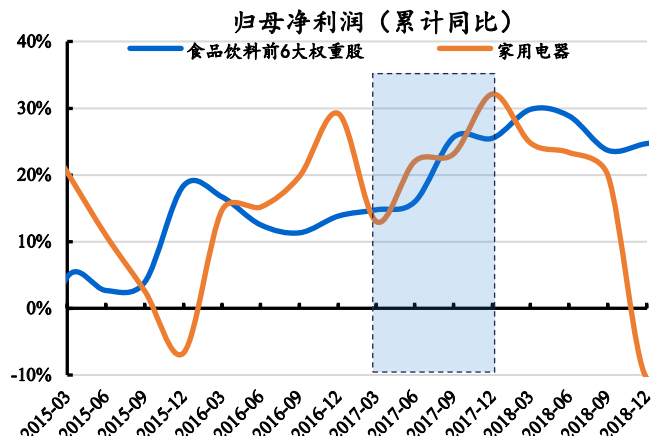
来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 2017 年食品饮料龙头、家电盈利能力提升



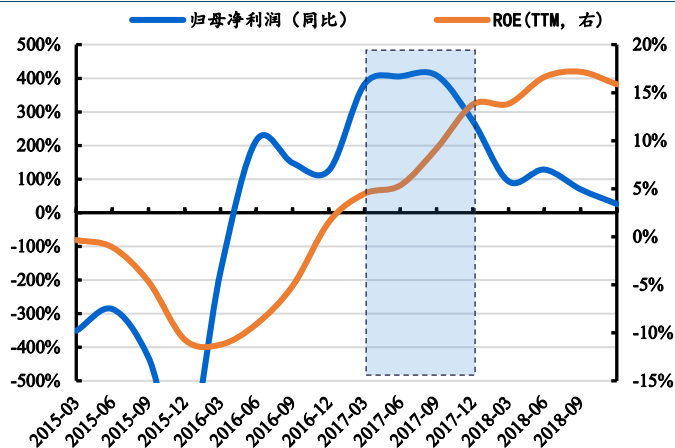
来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 2017 年食品饮料龙头、家电盈利增速改善



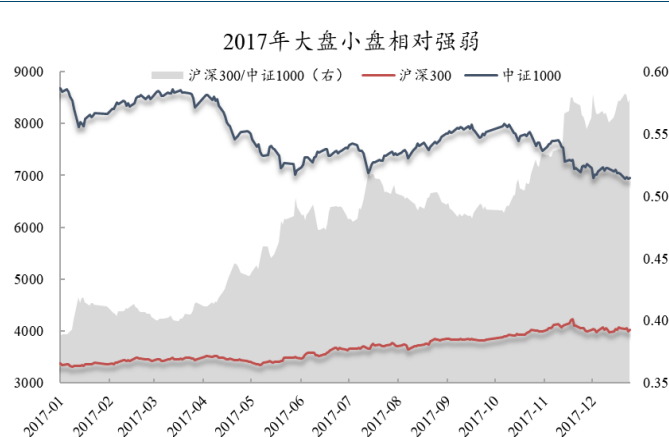
来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 2017 年钢铁行业业绩大幅改善



来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 2017 年大盘价值风格占优



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

全球经济下行超预期（国内经济复苏不及预期、海外经济下行风险）

宏观流动性收缩风险（美联储超预期加息及缩表）

海外黑天鹅事件（俄乌局势、地缘政治风险）

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402