太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-01-31

投资策略报告

流动性担忧待修复，把握风格切换好时机

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL： zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190511030002

证券分析师：金达莱

电话：010-88695265

E-MAIL： jindl@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190518060001

相关研究报告：

《攻守兼备，仍是布局好时光》——2020/01/24

《 A股资金面充裕，坚守阵线以待轮动》——2020/01/17

《增量资金有空间，春季躁动仍可为》——2021/01/10

《春季躁动渐近，保持布局思维》——2021/01/03

《1月稳扎稳打，布局春季躁动》——2020/12/27

《春季躁动不缺席，顺周期仍可为》——2020/12/20

《估值切换可期，顺周期+双循环两手准备》——2020/12/6

《顺周期可持续、12月行情依旧》——2020/11/29

《均衡配置，聚焦顺周期轮动》——2020/11/22

《2021年年度策略：均衡配置，拾级而上》——2020/11/12

《外围风险缓和，情绪修复带动反弹》——2020/11/8

《静待曙光，11月不悲观》——2020/11/1

《以逸待劳，震荡下沿不悲观》——2020/10/25

风险提示：货币收紧；中美关系超预期恶化

核心结论：流动性担忧待修复，把握风格切换好时机。短期国内货币趋紧，意在修正市场超宽松预期，打压投机行为，货币政策仍保持“不急转”，国内疫情反复已在削弱一季度经济预期，年后正常开工复工，仍需货币政策支持，后续市场利率大幅高于政策利率的情形有望修正，只是修复时点存在不确定性。美联储仍保持宽松，弱美元背景下利于外资持续流入A股。中期机构化趋势有望加速，资本市场改革助力权益基金壮大，新发基金仍能为市场提供支撑，低估值的顺周期或可成为其规模交易拥挤的选择。目前国内经济仍在复苏途中，结构上呈现制造业加速改善、服务型消费有待修复的特点，“内循环”顺周期仍有空间。后续随着流动性预期的修正，2月仍存布局春季躁动契机。

经济工业企业补库存有望延续，上游资源品加速改善。2020年1-12月全国规模以上工业企业实现利润总额同比上涨4.1%，12月单月同比增长20.10%，除去低基数影响外，工业企业利润的改善充分受益于工业品价格回升等需求端修复。结构上，受益于供给端优势、海外需求复苏的计算机通信与电子设备制造业仍保持高增长；中下游的专用设备行业增速升至24.40%，但汽车制造明显放缓至4.0%；而受益需求改善、产能供给受限的黑色、化工、煤炭、有色等上游资源品行业利润修复明显加快，均较前期加速改善。目前企业产成品总体上呈现主动补库状态。未来随着全球经济复苏和贸易的共振，在工业企业利润不断改善下，后续补库存动力仍会不断释放，补库存趋势有望延续。

货币政策拐点未至，稳增长与防风险并重。近期市场资金利率的上行主要受到：一方面，央行资金供给投放有所收缩，其操作一定程度上也是基于房价、资本市场暴涨等“防风险”的考虑，通过加大市场利率的波动性，来抑制投机行为；另一方面，1月28日正值季末财政投放时点，而市场利率仍保持紧张，市场春节前流动性需求旺盛，财政投放错位进一步加剧了银行体系流动性紧张。面对国内疫情反复，已对一季度经济修复形成下修的情况下，我们认为后续“稳增长”的诉求并不低于“防风险”，流动性并不存在收紧的经济基础。预计市场利率将围绕政策利率实现“紧平衡”，过度悲观的流动性预期待修复。

上市公司业绩逐级改善，中游制造回暖依然显著。截止1月29日，已有1670家A股（不含科创板）上市公司披露2020年年报业绩预告，整体披露率42%。从目前披露的情况来看，企业业绩四季度加速改善，“绩优”公司在业绩预告中合计占比达到63.3%。从行业来看，2020年年报业绩较三季报环比改善的企业较多来自受益经济复苏中生产扩张和出口的化工、机械行业；此外，受益于产业景气度向上的电子、电气设备、汽车等中游制造类行业的企业也有所增多；疫情受益的医药、计算机行业业绩向好的企业也较多。整体来看，2020年年报业绩变化体现出疫情后时代经济复苏的特点，基本延续了三季度业绩改善行业格局的基本态势。

配置建议：均衡配置，春季躁动“双循环”+顺周期两手抓。1）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；2）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；3）“科技内循环”：光伏、新能

源汽车、云计算；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电家居、旅游酒店、影视影院。

目 录

核心结论：流动性担忧待修复，把握布局好时机 5
1、工业企业补库存有望延续，上游资源品加速改善 5
2、货币政策拐点未至，稳增长与防风险并重 6
3、业绩仍是试金石，顺周期盈利改善相对显著 7
4、流动性担忧待修复，把握布局好时机 8

图表目录

图表 1：12 月上游资源品行业利润修复明显加快 6
图表 2：补库存动力仍会不断释放 6
图表 3：银行间流动性明显紧张 7
图表 4：银行回购利率大幅高于逆回购政策利率 7
图表 5：1 月领涨行业以顺周期品种为主 8
图表 6：化工、机械行业等顺周期板块业绩改善相对明显 8
图表 7：上证 50、沪深 300 等权重指数估值历史百分位保持 70%-75%（截止 2021/1/29） 8
图表 8：化工、电子、军工等前期热门行业历史估值分位不足 60%（截止 2021/1/29） 9

核心结论：流动性担忧待修复，把握布局好时机

短期国内货币趋紧，意在修正市场超宽松预期，打压投机行为，货币政策仍保持“不急转”，国内疫情反复已在削弱一季度经济预期，年后正常开工复工，仍需货币政策支持，后续市场利率大幅高于政策利率的情形有望修正，只是修复时点存在不确定性。美联储仍保持宽松，弱美元背景下利于外资持续流入 A 股。中期机构化趋势有望加速，资本市场改革助力权益基金壮大，新发基金仍能为市场提供支撑，低估值的顺周期或可成为其规模交易拥挤的选择。目前国内经济仍在复苏途中，结构上呈现制造业加速改善、服务型消费有待修复的特点，“内循环”顺周期仍有空间。近期市场偏弱，主要受流动性悲观预期影响，投资者趋于保守策略，资金流向低估值蓝筹，随着流动性预期的修正，2 月仍存布局春季躁动契机。

配置建议：均衡配置，春季躁动“双循环”+顺周期两手抓。1）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；2）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；3）“科技内循环”：光伏、新能源汽车、云计算；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电家居、旅游酒店、影视影院。

1、工业企业补库存有望延续，上游资源品加速改善

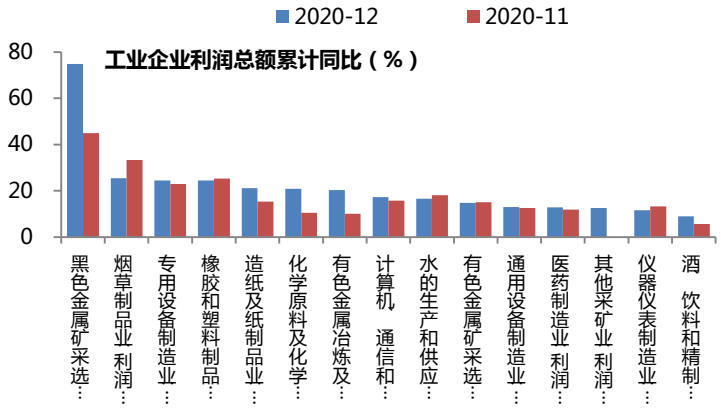
2020 年 1-12 月，全国规模以上工业企业实现利润总额同比上涨 4.1%，连续 3 个月保持加速正增长，较 1-11 月提升 1.7 个百分点。其中 12 月单月同比增长 20.10%，保持 2020 年下半年的双位数增长，除去低基数影响外，工业企业利润的改善充分受益于工业品价格回升等需求端修复，12 月 PPI 降幅保持-0.4%，工业企业单月营收增速显示 10.5%的高速增长。

结构上，目前 1-12 月中 63%行业利润实现正增长，较 1-11 月增速回升占比也有 63%，体现出经济修复的强劲韧性；受益于供给端优势、海外需求复苏的计算机通信与电子设备制造业仍保持高增长，1-12 月利润累计增速达 17.2%，较前期提升 1.5 个百分点；中下游的专用设备行业增速升至 24.40%，但汽车制造明显放缓，降至 4.0%；而受益需求改善、产能供给受限的黑色、化工、煤炭、有色等上游资源品行业利润修复明显加快，均较前期加速改善。

1-12 月工业企业产成品存货增速较 1-11 月的 7.3%提升至 7.5%，产成品存货周转天数同比增加 1.2 天至 17.9 天，环比有所降低，显示企业产成品总体上呈现主动补库状态。目前国内经济和企业生产已基本恢复到常态，而库存仍相对低增速水平，库存周转天数

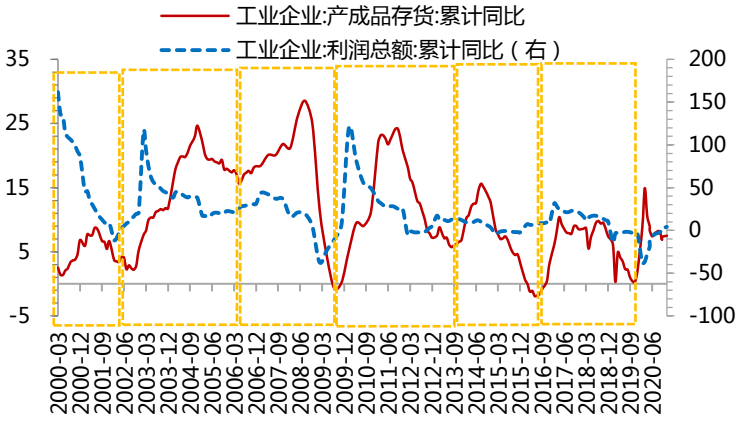
仍有改善空间。未来随着全球经济复苏和贸易的共振，在工业企业利润不断改善下，后续补库存动力仍会不断释放，补库存趋势有望延续。

图表 1：12 月上游资源品行业利润修复明显加快



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：补库存动力仍会不断释放



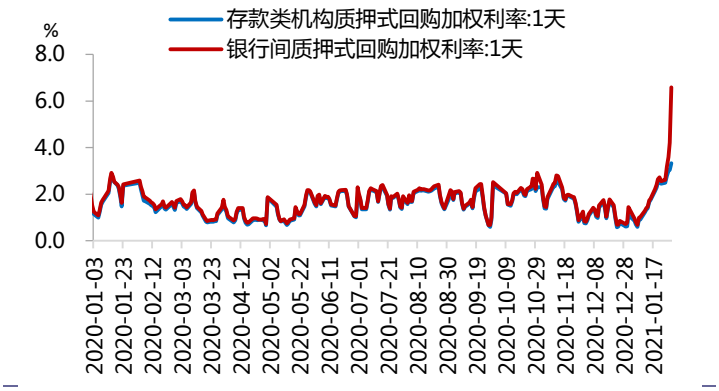
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、货币政策拐点未至，稳增长与防风险并重

近期 A 股受流动性担忧影响，自 1 月 26 日以来有明显回调，主要受银行间回购利率大幅上行与央行马骏关于“防风险”相关评述的影响。截止 1 月 29 日，DR007 为 3.1587%，普遍明显高于逆回购（2.20%）、SLF（3.05%）等政策利率。此前，11 月以来央行放量投放逆回购主要出于对冲永煤信用事件对流动性的影响，近期市场资金利率的上行主要受到以下因素的综合影响：一方面，央行资金供给投放有所收缩，近期逆回购进入缩量续作，货币回笼明显，其操作一定程度上也是基于房价、资本市场暴涨等“防风险”的考虑，通过加大市场利率的波动性，打压市场流动性超宽松的预期，来抑制投机行为；另一方面，1 月 28 日正值季末财政投放时点，而市场利率仍保持紧张，市场春节前流动性需求旺盛，而财政投放错位进一步加剧了银行体系流动性紧张。

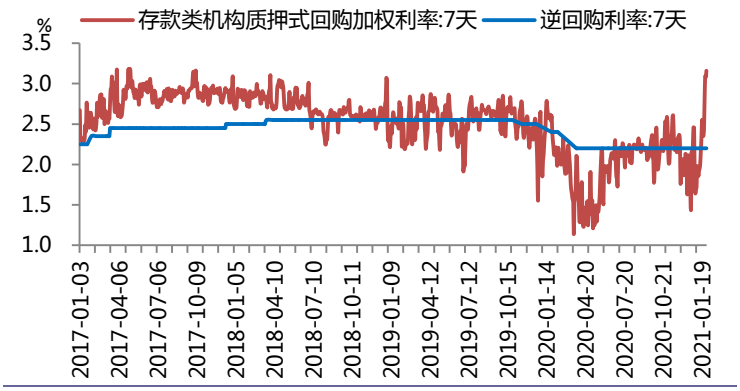
面对国内疫情反复，已对一季度经济修复形成下修的情况下，压地产、稳基建、保出口、扩内需均体现出近期国内经济的压力，我们认为后续“稳增长”的诉求并不低于“防风险”。随着春节后，面临正常开工复工等实体融资需求的增长，流动性并不存在收紧的经济基础，“稳增长”的实现同样利于实体经济自身去消化杠杆率提升的问题。1 月 29 日央行就上调 SLF 利率传言向公安机关报案，侧面验证近期货币“不急转”的定调并未改变，此前 2020 年二季度货币政策执行报告中，央行重新提出“引导市场利率围绕政策利率平稳运行”，由此我们预计市场利率将围绕政策利率实现“紧平衡”，短期过度悲观的流动性预期有望修复。

图表 3：银行间流动性明显紧张



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：银行回购利率大幅高于逆回购政策利率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

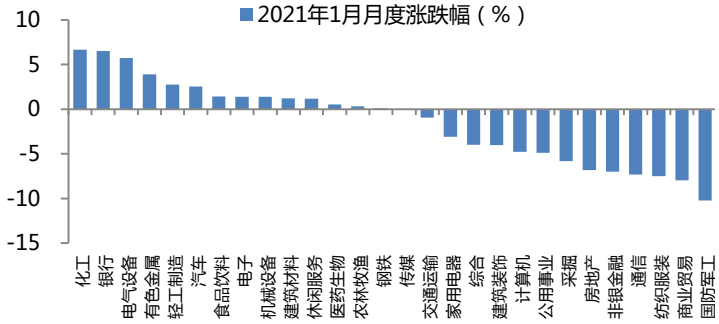
3、业绩仍是试金石，顺周期盈利改善相对显著

回顾 2021 年 1 月 A 股表现，年初受益于公募新发行基金等资金面的火爆，A 股在 1 月期间出现明显大涨，一度站稳 3600 点，但因月底担忧货币政策收紧，市场出现回调。整体来看，1 月行情在大幅波动下，最终小幅翻红，沪指收于 3483 点，1 月涨幅 0.29；相较下，创业板在较大波动中也录得 5.48%涨幅，收于 3129 点。结构上，受益经济基本面、年报业绩支撑，化工、银行、有色等顺周期品种领涨，1 月行业涨幅分别为 6.65%、6.51%、3.91%；受益资金面充裕，电新、食品饮料、电子等高估值品种在 1 月也有亮眼表现，虽然波动较大，但也在 1 月分别收的正收益。整体来看，1 月领涨行业仍是核心受益顺周期的品种，也对应年报业绩改善品种，可见业绩对 1 月行业配置的至关影响。

依据 1 月 31 日前需披露年报业绩预告的规则，目前上市公司 2020 年年度业绩预告仍在披露中，但已接近尾声。截止 1 月 29 日，有 1670 家 A 股（不含科创板）上市公司披露 2020 年年报业绩预告，整体披露率为 42%。从目前披露的情况来看，部分企业受益于疫情后需求复苏，企业业绩在四季度有改善，预增类型的企业在业绩预告中占比高达 37.1%，“绩优”（即业绩预警类型为预增、略增、续盈、扭亏）公司在业绩预告中合计占比达到 63.3%。

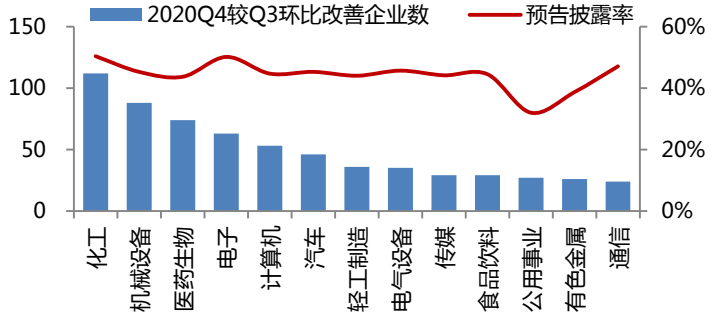
从行业来看，2020 年年报业绩较三季报环比改善的企业较多来自受益经济复苏中生产扩张和出口的化工、机械行业，且行业披露率分别达到 50%和 45%，存在一定代表性；此外，受益于产业景气度向上的电子、电气设备、汽车等中游制造类行业的企业也有所增多；疫情受益的医药、计算机行业业绩向好的企业也较多。整体来看，2020 年年报业绩变化体现出疫情后时代经济复苏的特点，基本延续了三季度业绩改善行业格局的基本态势。

图表 5：1 月领涨行业以顺周期品种为主



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：化工、机械行业等顺周期板块业绩改善相对明显



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、流动性担忧待修复，把握布局好时机

短期国内货币趋紧，意在修正市场超宽松预期，打压投机行为，货币政策仍保持“不急转”，国内疫情反复已在削弱一季度经济预期，年后正常开工复工，仍需货币政策支持，后续市场利率大幅高于政策利率的情形有望修正，只是修复时点存在不确定性。美联储仍保持宽松，弱美元背景下利于外资持续流入 A 股。中期机构化趋势有望加速，资本市场改革助力权益基金壮大，新发基金仍能为市场提供支撑，低估值的顺周期或可成为其规模交易拥挤的选择。目前国内经济仍在复苏途中，结构上呈现制造业加速改善、服务型消费有待修复的特点，“内循环”顺周期仍有空间。近期市场偏弱，主要受流动性悲观预期影响，投资者趋于保守策略，资金流向低估值蓝筹，随着流动性预期的修正，2 月仍存布局春季躁动契机。

配置建议：均衡配置，春季躁动“双循环”+顺周期两手抓。1）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；2）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；3）“科技内循环”：光伏、新能源汽车、云计算；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电家居、旅游酒店、影视影院。

图表 7：上证 50、沪深 300 等权重指数估值历史百分位保持 70%-75%（截止 2021/1/29）

	板块	PB	PB 历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）	
						2021 年至今	近一周
重要指数	沪深 300	1.78	54.5%	16.38	75.1%	2.70	-3.91
	上证 50	1.53	44.1%	14.19	69.5%	1.99	-3.46
	中小板指	4.99	73.3%	36.66	74.7%	4.69	-4.93
	创业板指	8.69	93.6%	68.47	88.2%	5.48	-6.83
	中证 500	2.04	17.2%	28.12	27.4%	-0.33	-4.39
	创业板 50	10.05	93.1%	79.97	86.8%	6.64	-7.40

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 8：化工、电子、军工等前期热门行业历史估值分位不足 60%（截止 2021/1/29）

风格	板块	PB	PB历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）	
						2021 年至今	近一周
周期	采掘	1.11	4.9%	16.49	30.2%	-0.16	0.94
	化工	2.89	62.3%	34.87	60.2%	11.77	6.68
	钢铁	1.03	20.3%	15.20	33.6%	4.36	1.80
	有色金属	3.04	46.6%	54.22	76.9%	10.38	5.32
	建筑材料	2.28	41.6%	15.41	13.8%	6.04	0.75
	建筑装饰	0.82	0.0%	8.32	0.0%	-1.09	-2.10
	电气设备	4.90	74.3%	54.44	82.7%	13.78	10.21
	机械设备	2.84	44.3%	31.97	49.3%	6.18	1.97
	公用事业	1.36	1.8%	17.99	6.5%	-3.79	-1.31
	交通运输	1.53	23.4%	25.92	63.0%	0.86	1.95
消费	汽车	2.53	51.8%	34.48	79.4%	6.41	2.78
	家用电器	4.29	96.7%	29.18	67.6%	2.70	-0.18
	纺织服装	1.78	16.1%	35.94	60.9%	-3.46	1.41
	轻工制造	2.03	33.1%	26.77	27.5%	5.06	2.68
	商业贸易	1.37	1.0%	26.31	35.9%	-3.02	0.03
	农林牧渔	3.62	52.3%	16.28	0.8%	0.91	0.49
	食品饮料	10.98	99.3%	54.64	93.1%	1.75	0.49
	休闲服务	7.48	94.1%	160.03	99.6%	-2.99	0.32
	医药生物	5.07	77.5%	48.39	76.5%	8.22	7.79
金融	房地产	1.11	0.0%	8.38	0.4%	-2.06	-1.21
	银行	0.76	4.8%	7.72	43.9%	6.12	-0.20
	非银金融	1.97	26.1%	18.48	31.1%	-1.44	-1.53
成长	国防军工	3.82	75.2%	77.26	73.4%	2.31	2.42
	电子	4.73	85.7%	54.92	60.9%	10.50	3.11
	计算机	4.31	53.9%	72.41	86.7%	1.66	3.15
	传媒	2.55	9.2%	37.10	18.0%	1.49	2.70
	通信	2.31	32.4%	37.06	36.8%	-1.07	-1.44

资料来源：Wind，太平洋证券整理

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
院长助理兼全国销售负责人	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京地区销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京地区销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
北京地区销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
上海区域销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海区域销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海地区销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
上海地区销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
上海地区销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
上海地区销售	王玉琪	13122217520	wangyq@tpyzq.com
上海地区销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
上海地区销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
上海地区销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
广深地区销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深地区销售副总监	查方龙	18565481133	zhafanglong@126.com
深圳地区销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳地区销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
深圳地区销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

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。