太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-01-24

投资策略报告

攻守兼备，仍是布局好时光

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：

《 A股资金面充裕，坚守阵线以待轮动》——2020/1/17
《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
《阶段性反弹，行稳方能致远》——2020/10/18
《节后反弹，阶段性修复》——2020/10/11

风险提示：货币收紧；中美关系超预期恶化

核心结论：攻守兼备，仍是布局好时光。目前国内经济仍在复苏途中，上市公司盈利呈逐级改善，结构上制造业（出口）加速回暖，短期疫情返乡管控下，聚集类、服务类消费场景将受冲击，相关行业一季报预期或下修，后续“内循环”顺周期仍有空间。2020 年年底公募机构抱团消费动力强劲，市场热门关注的新能源、电子呈减仓，周期和金融保持配置低位，为 2021 年潜在风格轮动提供空间。美国宽松财政刺激下，弱美元和海外风险缓和背景下利于外资持续流入 A 股。受益年初信贷发放前置和政府债提前发行等流动性缺口影响，短期“紧信用、宽货币”格局有望持续。当下偏股型公募基金发行放量，市场增量资金充裕，春节躁动仍可为。

经济增长回到疫情前水平，疫情阶段性冲击消费需求。2020Q4 基本实现疫情前增长水平，2020Q4 当季 GDP 增速达 6.5%，2020 年全年累计实现 GDP 增长 2.3%，12 月经济增长好于预期，生产端受益于出口和寒潮保持扩张，投资中制造业投资为主要改善项，地产投资保持韧性，消费受双 11 促销影响需求回落。展望未来，1 月以来当前国内疫情出现升温，政府返乡管控将冲击聚集类、服务类等消费场景，制造业在产能利用率提高背景下仍有上升空间，疫情对工业生产影响较小，地产在竣工高峰驱动下仍将保持韧性，经济拐点尚未到来。

上市公司业绩逐级改善，中游制造回暖依然显著。截止 1 月 23 日，已有 1094 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 28%。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 60.3%。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，且行业披露率超 30%，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。

消费抱团依然强劲，Q4 公募增持周期。主动偏股型公募在 Q4 均有不同程度加仓。对港股的配置在 2020Q3 以来也有明显增加，Q4 对港股的配置占比已升至 10.23%。在不考虑港股配置的前提下，各风格中仅有成长板块在 Q4 明显减配 3 个百分点，配置占比 20.7%，基本达到历史中枢水平，主要通过减仓传媒和计算机实现对成长风格板块的配置，仅有军工有小幅加仓。相较下，周期配置占比在 Q4 明显提升 1.9 个百分点至 23.5%，主要得益于对中游制造和上游资源板块配置的提升，其中有色、化工行业配置占比均有明显增加，而电新行业在 Q4 有所减仓。消费增配 0.6 个百分点，持续保持在 2010 年以来的历史高位，主要增配食品饮料，而医药则被明显减仓。金融地产板块配置占比小幅增配。考虑到此前 11 月以来新发基金放量，可见金融地产和周期可能成为新发基金建仓、规避交易筹码过于集中的板块。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，春季躁动两手抓。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”调整后再出发：光伏、新能源汽车、军工、云计算、半导体；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电家居。

目 录

核心结论:攻守兼备，仍是布局好时光 4
1、经济增长回到疫情前水平，疫情阶段性冲击消费需求 4
2、上市公司业绩逐级改善，中游制造回暖依然显著 6
3、消费抱团依然强劲，Q4 公募增持周期 7
4、攻守兼备，仍是布局好时光 8

图表目录

图表 1：受益疫情和出口行业的工业增加值保持高增速 5
图表 2：12 月地产投资保持韧性 5
图表 3：12 月地产销售仍偏暖 6
图表 4：烟酒、饮料等节假日消费有所释放 6
图表 5：预增类型企业在年报业绩预告中占比高达 33.5% 6
图表 6：Q4 化工、机械等中游制造行业环比改善仍明显 6
图表 7：普通股票型公募在 Q4 加仓 7
图表 8：电新、电子、医药等热门板块在 Q4 被公募减配 7
图表 9：消费抱团仍较强劲，Q4 增持周期板块 8
图表 10：创业板历史估值分位已超 90%（截止 2021/1/22） 8
图表 11：化工、电子、家电等前期热门行业历史估值分位不足 70%（截止 2021/1/22）9

核心结论:攻守兼备，仍是布局好时光

目前国内经济仍在复苏途中，上市公司盈利呈逐级改善，结构上制造业（出口）加速回暖，短期疫情返乡管控下，聚集类、服务类消费场景将受冲击，相关行业一季报预期或下修，后续“内循环”顺周期仍有空间。2020 年年底公募机构抱团消费动力强劲，市场热门关注的新能源、电子呈减仓，周期和金融保持配置低位，为 2021 年潜在风格轮动提供空间。美国宽松财政刺激下，弱美元和海外风险缓和背景下利于外资持续流入 A 股。受益年初信贷发放前置和政府债提前发行等流动性缺口影响，短期 “紧信用、宽货币”格局有望持续。当下偏股型公募基金发行放量，市场增量资金充裕，春节躁动仍可为。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，春季躁动两手抓。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”调整后再出发：光伏、新能源汽车、军工、云计算、半导体；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电家居。

1、经济增长回到疫情前水平，疫情阶段性冲击消费需求

2020Q2 以来国内经济迎来超预期复苏，Q3 修复加速实现整体正增长，Q4 基本实现疫情前增长水平，2020Q4 当季 GDP 增速达 6.5%，2020 年全年累计实现 GDP 增长 2.3%。

生产端，仍保持快速扩张。2020 年 12 月工业增加值同比增加 7.3%，较上月提升 0.3 个百分点，为近年来较高水平，累计同比增 2.8%，主要受益于出口以及寒潮带来的采暖需求拉动。具体来看，12 月采矿和公用事业工业增加值同比分别为 4.9%、6.1%，较 11 月环比增多 2.9 和 0.7 个百分点 2%和 5.4%，显示寒潮带来的提振；受国内外疫情爆发，以及居家办公需求提升的影响，医药（12 月/11 月工业增加值 16.9%/13.6%）、计算机、通信及其他电子设备制造业（11.1%/10.2%）行业改善明显。此前对工业增加值推动较大的汽车制造业增速降至 9.7%，但增长速度仍较高；专用设备制造业增速回落至 8.7%，增速放缓。

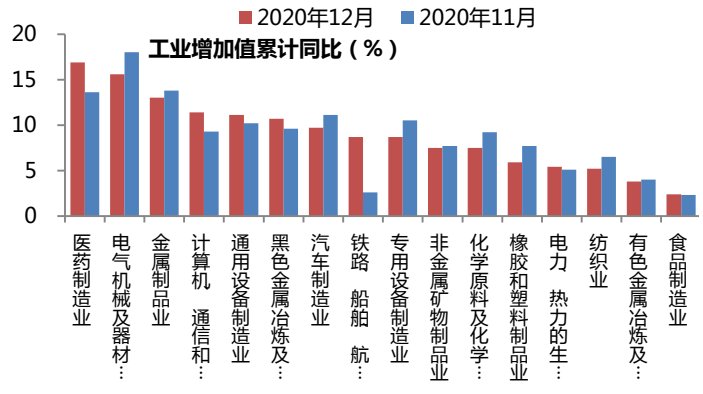
投资端，制造业投资增速改善明显，地产投资强劲。2020 年 12 月，固定资产投资累计同比增速由 11 月 2.6%升至 12 月 2.9%，基建投资增长放缓对投资整体增速修复的拖累有所显现。分项来看，制造业投资环比改善明显，累计增速较 11 月环比改善 1.3 个百分点，主要受益于出口和秋冬加强防疫，但 2020 年全年仍保持 2.2%的负增长；12 月地产累计投资较 11 月增长 0.2 个百分点至 7.00%，十分强劲，12 月商品房销售面积累计

同比增长 2.60%，显示房企资金流也会有持续改善，支撑后续回暖，可见疫情后的低息政策和市场需求反弹推动商品房需求韧性十足;12 月基建投资累计同比较 11 月上涨 0.09 个百分点至 3.41%，增速放缓，不含电力较上月回落 0.1 个百分点至 0.9%，显示或由于地方政府专项债发行已接近尾声，财政支出逐渐向民生领域倾斜，全年来看，窄口径基建投资全年增长 0.9%，明显不及 2019 年的 3.8%。

消费端，“双十一”后可选消费需求边际回落。12 月社会消费品零售额同比增长 4.6%，较上月下滑 0.4 个百分点，自 2020 年 2 月以来首次回落，主要受可选消费增速大幅下滑影响。分行业看，粮油食品、烟酒和餐饮分别较上月提高 0.5%、9.5%和 1%，主要受益年末节假日到来，必选品及聚餐需求回升；家用电器、建筑及装潢材料和家具消费增速分别较上月提高 6.1%、5.8%和 2.6%，显示房地产相关消费需求较好；石油制品消费增速回升 7.2 个百分点，受益于油价上涨。可选消费中，化妆品、金银珠宝和通讯器材消费的增速均明显回落，分别下滑 23.3、13.2 和 22.6 个百分点，主要受“双十一”消费前移的影响。

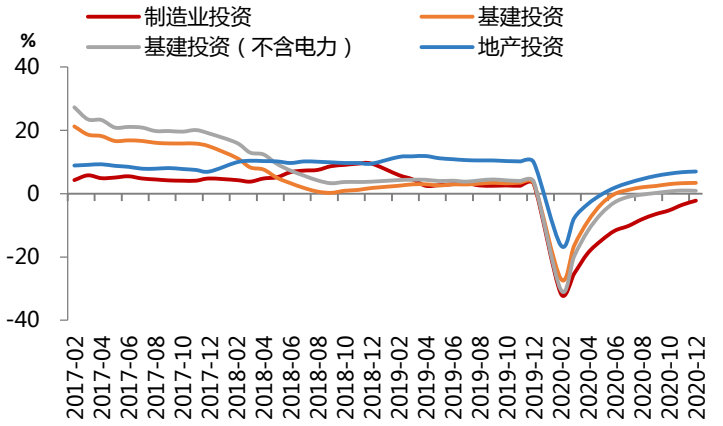
整体来看，12 月经济增长好于预期，生产受益于出口和寒潮保持扩张，投资中制造业投资为主要改善项，地产投资保持韧性，消费受双 11 促销影响需求回落。展望未来，1 月以来当前国内疫情出现升温，政府返乡管控将冲击聚集类、服务类等消费场景，制造业在产能利用率提高背景下仍有上升空间，疫情对工业生产影响较小，地产在竣工高峰驱动下仍将保持韧性，经济拐点尚未到来。

图表 1：受益疫情和出口行业的工业增加值保持高增速



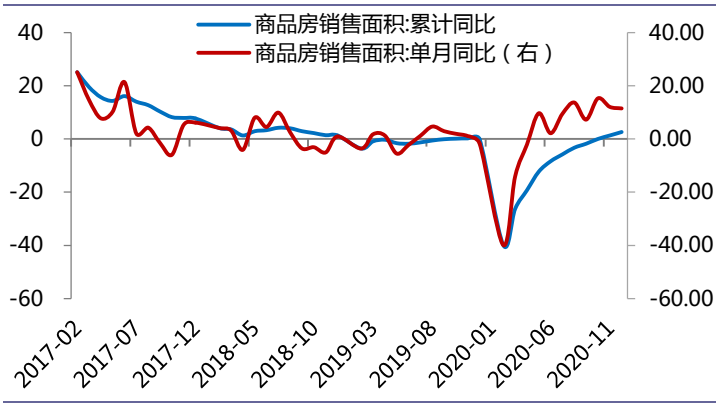
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：12 月地产投资保持韧性



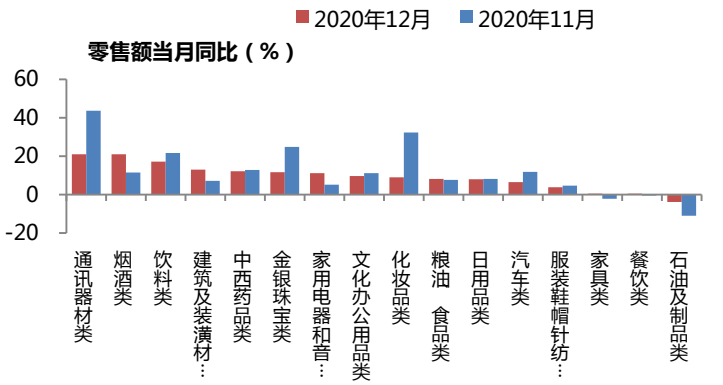
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：12 月地产销售仍偏暖



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：烟酒、饮料等节假日消费有所释放



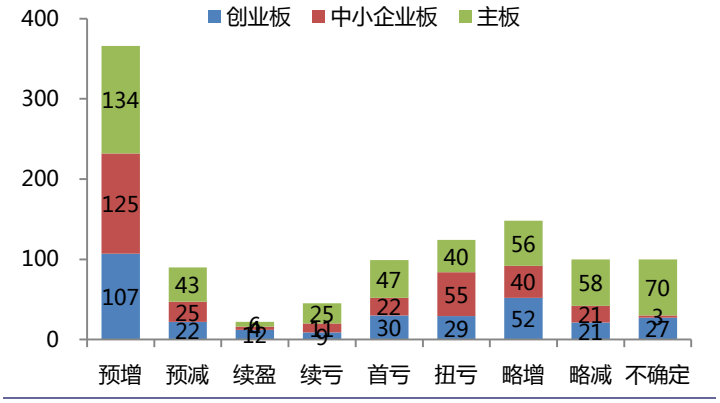
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、上市公司业绩逐级改善，中游制造回暖依然显著

截止 1 月 23 日，已有 1094 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 28%，依据 1 月 31 日前需披露年报业绩预告的规则，上市公司 2020 年年度业绩预告披露已接近尾声。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 33.5%，“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 60.3%。

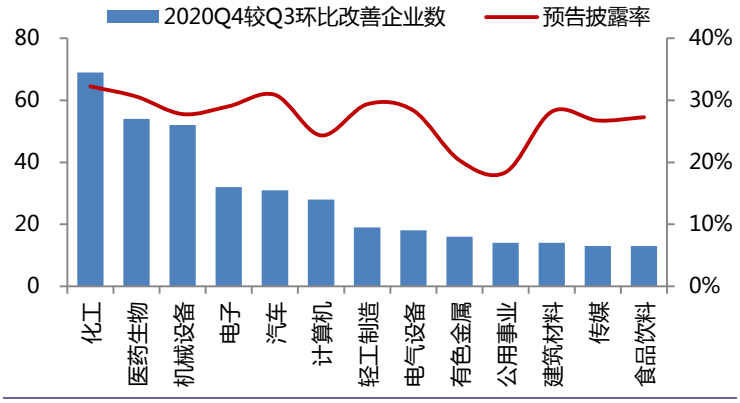
从行业来看，2020 年年报业绩较三季报环比改善的企业较多来自受益经济复苏中生产扩张和出口的化工、机械行业，且行业披露率超 30%，存在一定代表性；此外，受益于产业景气度向上的电子、电气设备、汽车等中游制造类行业的企业也有所增多；疫情受益的医药、计算机行业业绩向好的企业也较多。整体来看，2020 年年报业绩变化体现出疫情后时代经济复苏的特点，基本延续了三季度业绩改善行业格局的基本态势。

图表 5：预增类型企业在年报业绩预告中占比高达 33.5%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：Q4 化工、机械等中游制造行业环比改善仍明显



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

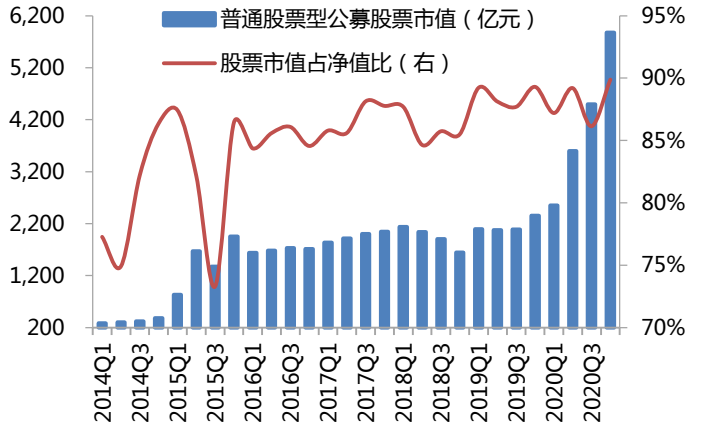
3、消费抱团依然强劲，Q4 公募增持周期

从截止 2021 年 1 月 22 日持仓数据来看，主动偏股型公募（普通股票型+偏股混合型）在 Q4 均有不同程度加仓，目前分别保持 89.9%、87.2%的仓位，其中普通股票型基金加仓明显，仓位提升 3.7 个百分点，二者仓位仍保持在历史相对高位。对港股的配置在 2020Q3 以来也有明显增加，Q4 对港股的配置占比已提升至 10.23%，较 Q3 增加 1.73%。

公募抱团成长的行为有所松散，增持周期。在不考虑港股配置的前提下，各风格中仅有成长板块在 Q4 明显减配 3 个百分点，配置占比 20.7%，基本达到历史中枢水平。具体来看，公募机构主要是通过减仓传媒和计算机实现对成长风格板块的配置，此外，电子和通信板块也有小幅减仓，仅有军工有小幅加仓。相较下，周期配置占比在 2020Q4 明显提升 1.9 个百分点至 23.5%，历史百分位 58%，超过对成长板块的配置占比，主要得益于对中游制造和上游资源板块配置的提升，其中有色、化工行业配置占比均有明显增加，而市场热门的电新行业在 Q4 实则有所减仓。

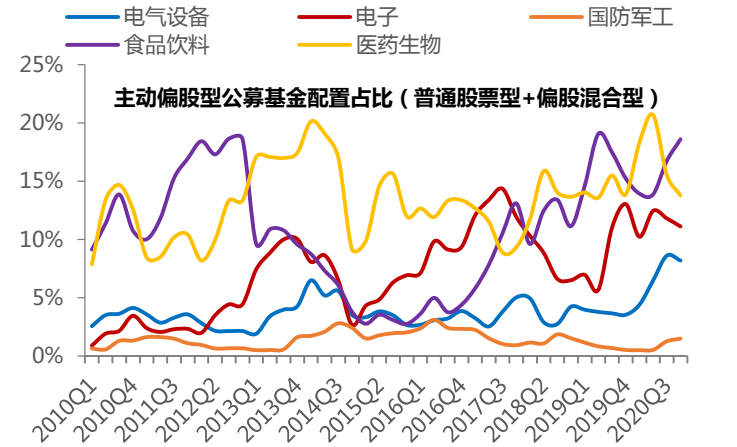
公募对消费和金融地产板块的配置保持相对平稳，消费板块在 2020Q4 增配 0.6 个百分点，持续保持在 2010 年以来的历史高位，历史百分位 98%。其中，主要增配食品饮料，在 2020Q4 增加了 1.86%的配置占比，而医药则被明显减仓，减少了 1.77%的配置占比。金融地产板块配置占比在 2020Q4 出现小幅增配（主要是银行、非银），增配 0.5 个百分点至 7.3%，但目前配置占比的历史百分位仅 12%，处于历史低位。考虑到此前 11 月以来新发基金放量，可见金融地产和周期可能成为新发基金建仓、规避交易筹码过于集中的板块。

图表 7：普通股票型公募在 Q4 加仓



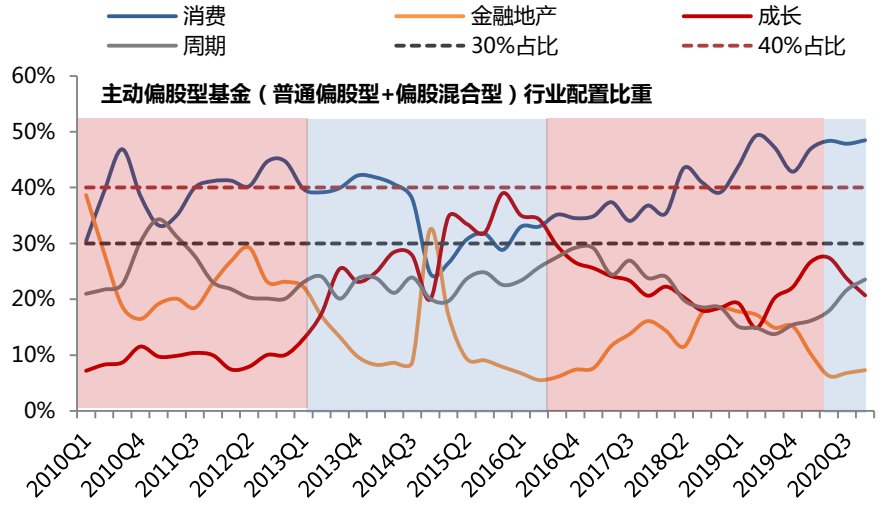
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：电新、电子、医药等热门板块在 Q4 被公募减配



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：消费抱团仍较强劲，Q4 增持周期板块



资料来源：Wind，太平洋证券整理

4、攻守兼备，仍是布局好时光

目前国内经济仍在复苏途中，上市公司盈利呈逐级改善，结构上制造业（出口）加速回暖，短期疫情返乡管控下，聚集类、服务类消费场景将受冲击，相关行业一季报预期或下修，后续“内循环”顺周期仍有空间。2020 年年底公募机构抱团消费动力强劲，市场热门关注的新能源、电子呈减仓，周期和金融保持配置低位，为 2021 年潜在风格轮动提供空间。美国宽松财政刺激下，弱美元和海外风险缓和背景下利于外资持续流入 A 股。受益年初信贷发放前置和政府债提前发行等流动性缺口影响，短期 “紧信用、宽货币”格局有望持续。当下偏股型公募基金发行放量，市场增量资金充裕，春节躁动仍可为。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，春季躁动两手抓。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”调整后再出发：光伏、新能源汽车、军工、云计算、半导体；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电家居。

图表 10：创业板历史估值分位已超 90%（截止 2021/1/22）

	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	1.84	57.9%	16.96	76.8%	6.88	2.05
	上证 50	1.57	46.0%	14.65	71.3%	5.65	0.75
	中小板指	5.20	77.3%	38.33	80.1%	10.11	3.96
	创业板指	9.51	97.0%	73.49	92.7%	13.21	8.68

	中证 500	2.13	21.5%	29.43	35.2%	4.25	3.43
	创业板 50	11.21	97.0%	86.30	92.5%	15.16	9.39

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 11：化工、电子、家电等前期热门行业历史估值分位不足 70%（截止 2021/1/22）

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。