太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-12-06

投资策略报告

估值切换可期，顺周期+双循环两手准备

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：

《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

《“节前效应”短期扰动，中期布局时机将现》——2020/9/27

《需求端发力，复苏主线深化演绎》——2020/9/20

《炒作降温，顺周期持续修复》——2020/9/13

《阶段性盘整，静待曙光》——2020/9/06

《“金九”将至，稳中向上》——2020/8/30

《无惧资金分流扰动，金融周期持续发力》——2020/8/23

《震荡接近尾声，金融周期补涨可持续》——2020/8/16

风险提示：货币收紧；中美关系超预期恶化

核心结论：估值切换可期，顺周期+双循环两手准备。短期市场表现出顺周期+科技消费的较快轮动，与外资偏好的转向相一致。国内外经济展现韧性十足，我国制造业 PMI 进入历史高位，供需两端齐发力，服务型消费修复窗口不断验证，新一轮库存周期有望开启，货币维持“紧平衡”。随着全球疫情、美国大选等外围不确定性因素的落地，人民币升值背景下，外资有望持续回流 A 股，目前人民币升值已创下 2018 年 6 月以来新高。前期我们判断的基本面和外资将持续支撑 A 股向上，短期机构净值考核压制接近尾声，估值切换行情渐行渐近。

拜登表态中美贸易，国产替代预期加强。拜登在近期接受《纽约时报》采访时体现出在国际关系中更重视同盟搭建以联合对抗中国，不同于特朗普美国优先、罔顾盟国利益的战略，此前市场所预期的拜登上台后马上减税的预期也得到修正。我们此前判断拜登上任后将利于中美摩擦短期缓和，并非基于拜登上台后对我国贸易政策有利，而是基于拜登上台后首要任务是“安内”，我国短期外部扰动迎来真空期。中美两国竞争关系是中长期矛盾，中美在新兴产业战略布局上存在明显的竞争关系。

供需齐发力，经济动能韧性十足。11 月制造业 PMI 指数 52.1，接近 2017 年 9 月 52.4 的最高水平。其中，PMI 生产指数从上月 53.9 回升至 54.7，继 2017 年 9 月再次达到高位，海外疫情仍凸显我国相对海外在供给能力的优势；新订单指数增加 1.1 至 53.9，新出口订单小幅增加 0.5 至 51.5，显示受益于国内需求持续修复，尤其是可选消费高速回暖，欧美始终保持供需缺口。11 月非制造业 PMI 指数 56.4，持续扩张，显示随着疫情常态化后，出行、电影等出行意愿的提升；建筑业 PMI 上涨 0.7 至 60.5，说明地产和基建投资恢复良好。总之，11 月 PMI 数据表明需求持续改善进而拉动供给，去库存出现边际缓和。预计未来几个月在海外较大供需缺口的支持下，出口可能会继续延续，但是需要注意海外复工的影响；国内消费和投资持续处于较高的状态，在消费改善的拉动下，预计工业生产会在较长时间保持高位。

人民币创 2018 年 6 月新高，外资流入可持续。近期将成为打破存量博弈局面的关键资金方。结合近期外资节奏和市场表现来看，11 月以来外资的强势流入，带动了市场的明显上涨，11 月以来外资累计流入 737.92 亿元，显著放大；行业偏好上，由此前的化工、电气设备和机械等中游制造板块转向非银、银行等金融板块，最近更是转向电子、食品饮料、医药板块，与市场整体风格轮动相一致。重申外资有持续回流 A 股的动力：一是，中长期美元将维持弱势，由此打开人民币升值空间，利于外资的持续流入，截止 12 月 4 日，人民币汇率升值至 6.5358，续创 2018 年 6 月以来新高，相较于 2020 年 5 月时底部的 7.16 仍升值幅度达到 8.72%；二是，较低的仓位支撑外资流入中国股票；三是，国内资本市场对外开放是长期战略，未来将积极推动统一 QFII/RQFII 资格要求，并将降低准入门槛，同时扩大投资范围。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，做好两手准备。1）低估值但业绩有持续改善空间：银行、保险；2）低估值且边际需求良好：化工、有色、机械、地产；3）“科技+制造内循环”：光伏、新能源汽车、5G 基建、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：估值切换可期，顺周期+双循环两手准备 5
1、拜登表态中美贸易，国产替代预期加强 5
2、供需齐发力，经济动能韧性十足 6

3、人民币创 2018 年 6 月新高，外资流入可持续 7
4、估值切换可期，顺周期+双循环两手准备 8

图表目录

图表 1：特朗普上任初期存在半年国内调整期（大事记）..... 6
图表 2：11 月 PMI 恢复至 2010 年以来的历史相对高位 7
图表 3：半导体和计算机应用的相对估值缺口明确回落..... 7
图表 4：汽车、家电、纺服估值缺口较大，趋于回落..... 7
图表 5：人民币升值创 2018 年 6 月新高 8
图表 6：外资流入偏好的转变 8
图表 7：重要指数估值水位较多在 70%左右的历史百分位（截止 2020 年 12 月 4 日）. 9
图表 8：消费、科技估值水位普遍在 70%的历史百分位（截止 2020 年 12 月 4 日）... 9

核心结论：估值切换可期，顺周期+双循环两手准备

短期市场表现出顺周期+科技消费的较快轮动，与外资偏好的转向相一致。国内外经济展现韧性十足，我国制造业 PMI 进入历史高位，供需两端齐发力，服务型消费修复窗口不断验证，新一轮库存周期有望开启，货币维持“紧平衡”。随着全球疫情、美国大选等外围不确定性因素的落地，人民币升值背景下，外资有望持续回流 A 股，目前人民币升值已创下 2018 年 6 月以来新高。前期我们判断的基本面和外资将持续支撑 A 股向上，短期机构净值考核压制接近尾声，估值切换行情渐行渐近。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，做好两手准备。1）低估值但业绩有持续改善空间：银行、保险；2）低估值且边际需求良好：化工、有色、机械、地产；3）“科技+制造内循环”：光伏、新能源汽车、5G 基建、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、拜登表态中美贸易，国产替代预期加强

近日，拜登在接受《纽约时报》采访时表示，他会暂时维持与中国的第一阶段贸易协议，不会立即采取任何行动，包括取消关税。拜登还表示，首先他将对第一阶段协议进行全面审查，并征询亚洲与欧洲传统盟国的看法，以便制定一致的战略，而不是过早做出个人判断，体现在国际关系中，拜登更重视同盟搭建以联合对抗中国，不同于特朗普美国优先、罔顾盟国利益的战略，此前市场所预期的拜登上台后马上减税的预期也得到修正。在上述拜登就中美贸易表态刊出后，人民币兑美元出现急贬，但此后收复大部分跌幅，不过整体上美元还是维持趋势较弱的态势，显示中美摩擦因素仅能短期扰动汇率的变动。

我们此前判断拜登上任后将利于中美摩擦短期缓和，并非基于拜登上台后对我国贸易政策有利（即前期市场普遍关注的减少关税），而是基于拜登上台后首要任务是“安内”，即调整本国国内人员和政策，预计需半年时间（特朗普上台初期也有这样一个国内调整期），对于我国而言，短期外部扰动迎来真空期。我们也曾强调，中美两国竞争关系是中长期矛盾，无论谁当选，美国对我国的科技、军事遏制是美国两党的基本共识。拜登曾表示，新能源、生物技术、先进材料和人工智能等方面的研究可能是需要美国政府更多投资的领域，与中国在新兴产业的战略布局上存在明显的竞争关系。近期成长股的走强，意味着市场正在反应中美竞争背景下国产替代的预期。

图表 1：特朗普上任初期存在半年国内调整期（大事记）

时间	重要事件内容
2017/1/20	特朗普宣誓就任美国第 45 任总统
2017/1/23	特朗普签署行政令，宣布美国退出 TPP
2017/6/1	特朗普宣布美国退出《巴黎协定》
2017/6/16	特朗普取消部分奥巴马政府古巴政策
2017/8/2	特朗普签署法案，追加对俄经济制裁，俄采取反制措施
2017/11/20	特朗普将朝鲜重新列入美国的“支持恐怖主义国家”名单，出台更多对朝制裁措施
2017/12/18	白宫公布特朗普任内首份国家安全战略报告，将中俄等国列为“竞争者”，气候变化从美国战略威胁名单中消失
2017/12/22	特朗普签署 1986 年以来美国最大规模税改法案
2018/8/18	美国贸易代表莱特希泽宣布，美国正式对中国发起“301 调查”，中美贸易初现端倪

资料来源：Wind，太平洋证券整理

注：标灰事件显示美国对具体国家发起的制裁措施

2、供需齐发力，经济动能韧性十足

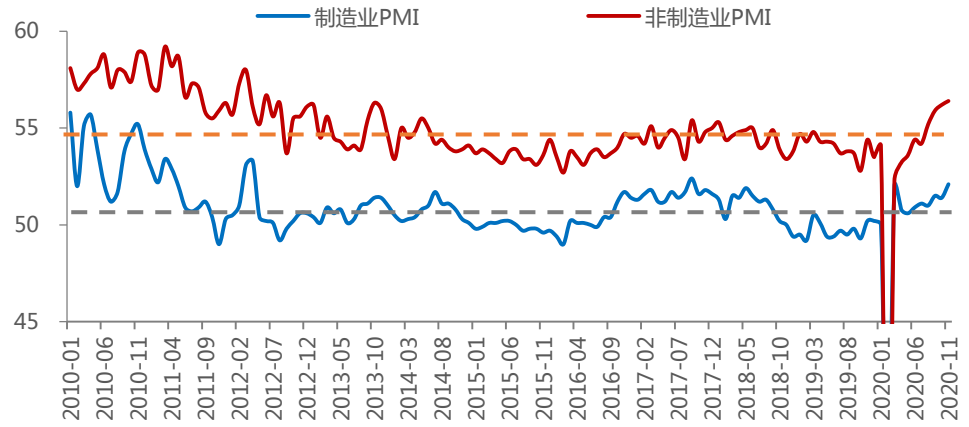
11 月制造业 PMI 指数 52.1，较 10 月增长 0.7，接近 2017 年 9 月 52.4 的最高水平，显示经济修复动力强劲。其中，PMI 生产指数从上月 53.9 回升至 54.7，增加了 0.8，继 2017 年 9 月再次达到高位，海外疫情仍凸显我国相对海外在供给能力的优势；新订单指数 53.9，增加了 1.1，新出口订单小幅增加 0.5 达到 51.5，进口指标 50.9，较上月增加 0.1，显示受益于国内需求持续修复，尤其是可选消费高速回暖，同时可能受国内“双十一”电商促销影响，需求增长旺盛，加之疫情防控限制欧洲供需失衡加大，并且美国始终保持供需缺口，我国新出口订单出现小幅增加；产成品库存从上月 44.9 增加至 45.7，原材料库存从上月 48.0 增加至 48.6，分别增加了 0.8 和 0.6，相较于 10 月的库存回落，11 月去库存幅度表现出边际缓和迹象，呈现按需生产特点，即将到来的西方圣诞季也促使库存处于低位的企业加速补库存；出厂价格指数和主要原材料购进价格均出现大幅上涨，分别上涨至 56.5 和 62.6，分别增加 3.3 和 3.8，或受到国内钢铁煤炭价格上涨、OPEC 延长减产预期导致的国际油价大幅回升影响。

11 月非制造业 PMI 指数 56.4，较 10 月增长 0.2，持续扩张，显示受益于随着疫情常态化后，出行、电影等出行意愿的提升，服务业 PMI 出现小幅回升，由上月 55.5 上涨 0.2 至 55.7，受益于经济复苏后下游服务业的修复。建筑业 PMI 上涨 0.7 至 60.5，从业人员指数上升至 54.4，增加了 1.2，说明用工需求增加，地产和基建投资恢复良好，但

是由于 2021 年财政回归正常化，基建投资或将表现温和，而地产在短期较为景气但是受到“三道红线”约束，可能在 2021 年存在下行压力。

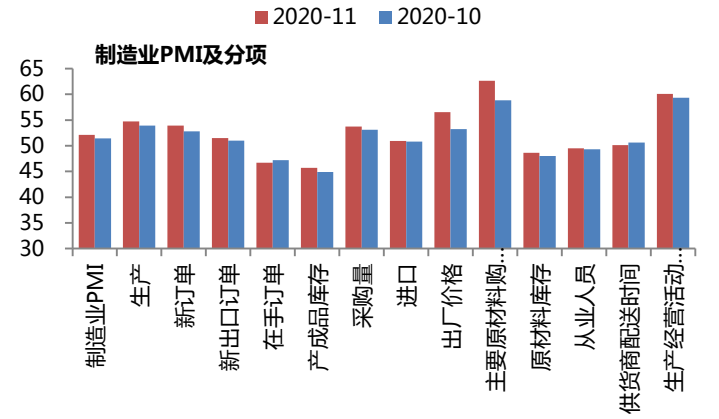
总体来看，11 月 PMI 数据表明需求持续改善进而拉动供给，去库存出现边际缓和。预计未来几个月在海外较大供需缺口的支持下，出口可能会继续延续，但是需要注意海外复工的影响；国内消费和投资持续处于较高的状态，在消费改善的拉动下，预计工业生产会在较长时间保持高位。

图表 2：11 月 PMI 恢复至 2010 年以来的历史相对高位



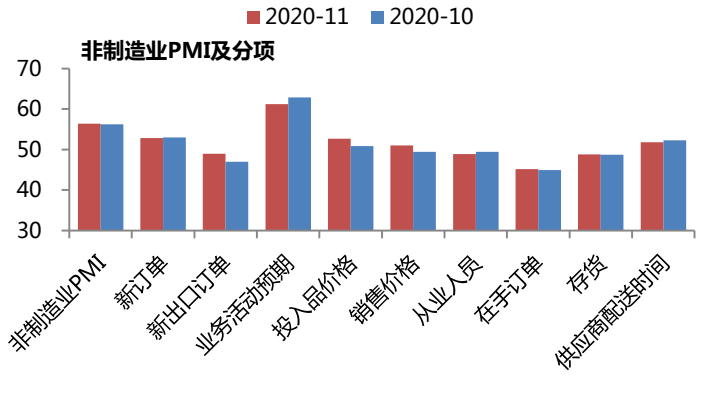
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 3：半导体和计算机应用的相对估值缺口明确回落



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：汽车、家电、纺服估值缺口较大，趋于回落



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

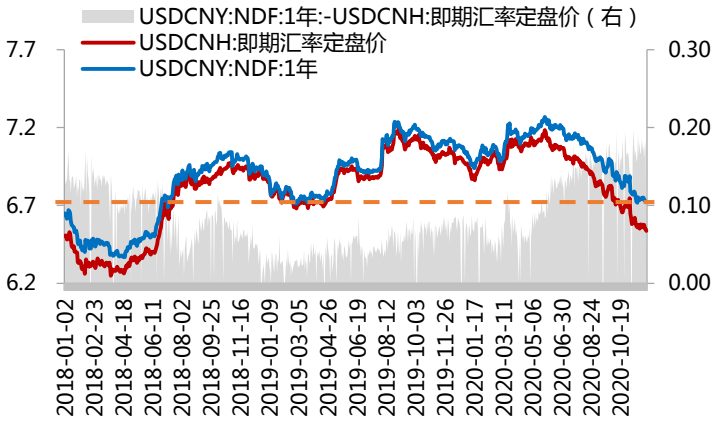
3、人民币创 2018 年 6 月新高，外资流入可持续

我们曾强调外资流入可持续，近期将成为打破存量博弈局面的关键资金方。结合近期外资节奏和市场表现来看，11 月以来外资的强势流入，带动了市场的明显上涨，11 月以来外资累计流入 737.92 亿元，较 10 月的 0.23 亿元显著放大，上证综指也在 11 月进

入上扬，上涨 6.82%，并在目前保持震荡区间上沿 3400 多点附近。近一周外资基本保持 30-40 亿的大幅持续流入，行业偏好上，由此前的化工、电气设备和机械等中游制造板块转向非银、银行等金融板块，最近更是转向电子、食品饮料、医药板块，与市场整体风格轮动相一致。

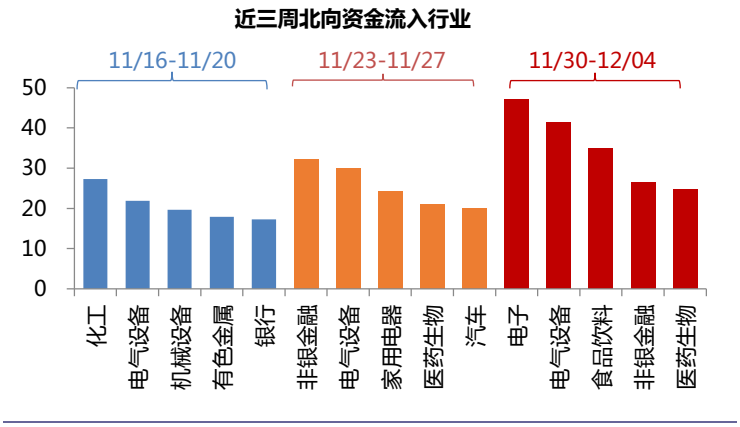
重申外资有持续回流 A 股的动力。一是，中长期美元将维持弱势，由此打开人民币升值空间，利于外资的持续流入。历史经验显示，当美元指数走弱时，新兴市场表现要强于发达市场。截止 12 月 4 日，人民币汇率升值至 6.5358，续创 2018 年 6 月以来新高，相较于 2020 年 5 月时底部的 7.16 仍升值幅度达到 8.72%。目前，A 股整体估值水平不贵，处于历史中枢位置，A 股在全球权益资产配置中的性价比仍较高。二是，较低的仓位支撑外资流入中国股票，据高盛统计，全球、新兴市场及亚太（日本除外）市场的主动型基金（总资产管理规模为 2.2 万亿美元）低配 MSCI 中国指数成分股 410 个基点，是过去二十年来最大的低配幅度。三是，国内资本市场对外开放是长期战略，未来将积极推动统一 QFII/RQFII 资格要求，并将降低准入门槛，同时扩大投资范围。我们认为外资仍将是 2021 年 A 股重要增量资金，预计流入规模可达 2500-3000 亿元。

图表 5：人民币升值创 2018 年 6 月新高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：外资流入偏好的转变



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、估值切换可期，顺周期+双循环两手准备

短期市场表现出顺周期+科技消费的较快轮动，与外资偏好的转向相一致。国内外经济展现韧性十足，我国制造业 PMI 进入历史高位，供需两端齐发力，服务型消费修复窗口不断验证，新一轮库存周期有望开启，货币维持“紧平衡”。随着全球疫情、美国大选等外围不确定性因素的落地，人民币升值背景下，外资有望持续回流 A 股，目前人民

币升值已创下 2018 年 6 月以来新高。前期我们判断的基本面和外资将持续支撑 A 股向上，短期机构净值考核压制接近尾声，估值切换行情渐行渐近。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，做好两手准备。1）低估值但业绩有持续改善空间：银行、保险；2）低估值且边际需求良好：化工、有色、机械、地产；3）“科技+制造内循环”：光伏、新能源汽车、5G 基建、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：重要指数估值水位较多在 70%左右的历史百分位（截止 2020 年 12 月 4 日）

	板块	PB	PB 历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）		
						年初至今	近一周	3/24 反弹以来
重要指数	沪深 300	1.66	46.55%	15.54	70.28%	23.66	2.97	43.50
	上证 50	1.30	33.14%	12.23	55.56%	15.61	2.78	38.36
	中小板指	4.46	61.80%	36.57	74.81%	39.82	3.70	47.17
	创业板指	7.49	89.95%	64.13	82.36%	51.87	4.65	49.47
	中证 500	2.13	20.50%	29.86	37.19%	22.72	2.06	29.32
	创业板 50	8.62	84.98%	75.82	83.59%	70.09	4.92	66.18

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 8：消费、科技估值水位普遍在 70%的历史百分位（截止 2020 年 12 月 4 日）

风格	板块	PB	PB 历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）		
						年初至今	近一周	3/24 反弹以来
周期	采掘	1.16	6.4%	16.41	29.6%	0.14	0.07	23.69
	化工	2.50	42.9%	30.21	49.4%	33.25	0.37	48.15
	钢铁	0.98	16.9%	14.47	31.9%	5.22	-2.10	20.24
	有色金属	2.63	29.9%	46.65	61.0%	26.18	0.09	50.08
	建筑材料	2.19	36.9%	14.79	11.5%	26.49	-0.06	27.62
	建筑装饰	0.91	0.9%	9.67	4.1%	-0.32	0.48	6.75
	电气设备	3.58	56.3%	39.85	43.8%	64.47	0.28	65.87
	机械设备	2.65	39.6%	29.91	42.3%	29.94	3.03	40.59
	公用事业	1.42	3.8%	18.76	10.7%	2.50	-0.83	12.49
	交通运输	1.56	24.7%	25.08	61.3%	3.30	1.56	25.66
消费	汽车	2.31	43.1%	30.88	74.5%	45.51	-0.38	66.06
	家用电器	3.92	90.6%	26.75	64.3%	28.57	1.96	59.11
	纺织服装	1.92	26.7%	38.24	66.7%	-1.25	0.20	7.36
	轻工制造	2.03	32.7%	27.10	27.9%	21.53	1.51	35.34
	商业贸易	1.54	6.9%	29.58	41.4%	8.64	0.87	16.81
	农林牧渔	3.57	50.7%	16.04	0.5%	19.37	4.42	16.50

	食品饮料	9.61	97.5%	47.81	87.3%	65.86	4.10	91.74
	休闲服务	6.18	86.5%	132.56	99.3%	61.22	1.64	90.92
	医药生物	4.59	68.2%	43.74	64.9%	46.02	6.48	43.73
金融	房地产	1.22	1.8%	9.18	3.8%	-4.62	0.19	15.68
	银行	0.74	3.6%	7.54	42.4%	0.55	2.17	22.48
	非银金融	2.07	32.4%	19.39	36.4%	9.85	3.85	33.53
成长	国防军工	3.41	64.6%	68.74	62.2%	43.75	2.48	50.31
	电子	4.37	79.7%	51.30	52.1%	37.70	3.65	41.05
	计算机	4.34	54.6%	72.61	87.0%	14.04	2.67	6.26
	传媒	2.73	11.4%	39.20	22.9%	16.71	4.23	22.60
	通信	2.48	41.3%	39.96	49.8%	-1.19	-0.77	-9.99

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	张文婷	18820150251	zhangwt@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。