太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-11-29

投资策略报告

顺周期可持续，12 月行情依旧

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：

《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
《8月蓄力，风格均衡》——2020/8/2
《震荡蓄力，蓝筹补涨可期待》——2020/7/26

风险提示：货币收紧；信用违约扩散

核心结论：顺周期可持续，12 月行情依旧。近期市场表现为顺周期+高估值品种的较快轮动，体现出较明显的顺周期特点。国内外经济延续复苏趋势，工业企业利润年内首次转正，需求端持续发力，餐饮消费转正显示服务型消费修复窗口渐近，新一轮库存周期有望开启，货币维持“紧平衡”得到验证。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。维持前期基本面和外资将支撑 A 股向上的判断。虽然年关将至，投资者“保收益”心态等资金博弈行为边际增强，但短期市场波动加大，不改中期看好。

低估值走强意味着什么？近期市场呈现弱势，但分化依然明显，其中也包括公用事业、建筑、地产等低估值品种的上涨。行情的演绎一方面是受益于新冠疫苗、经济数据出炉等不断验证经济周期正在演绎复苏，市场正在沿着“疫情后”主线寻找复苏品种，此前疫情受益的品种被市场所抛弃；另一方面也在受益于市场资金面对“低估值”品种的追逐，背后对应的是，年关将至流动性“紧平衡”不再支持高估值品种继续“拔估值”，市场回归到对盈利的重视，以及机构投资者考核机制带来的“获利了结”和保守策略等资金博弈因素的推动。北上资金风向显示在向顺周期方向切换。

10 月工业企业利润首次转正，上游资源品修复加快。2020 年 1-10 月，全国规模以上工业企业实现利润总额同比上涨 0.7%，年内首次转正，除去低基数影响外，充分受益于工业品价格回升等需求端修复，10 月工业企业单月营收增速显示 19.7%的明显增长。结构上，虽然受益于海外需求复苏的计算机通信与电子设备制造业仍保持 15.5%高增长，但持续放缓，中下游的专用设备行业增速达 22.90%，汽车制造持续改善至 6.6%，而黑色、化工、煤炭、有色等上游资源品行业利润修复明显加快，验证需求端复苏的拉动。1-10 月工业企业产成品存货增速较 1-9 月的 8.2%回落至 6.9%，显示企业产成品库存压力明显缓解，目前短期库存变化已观察到由需求上升带来了补库存转化的迹象，供需分化不断收敛，新一轮库存周期将逐步开启。

货币政策报告强调控总量、调结构，流动性呈“紧平衡”。2020 年三季度货币政策执行报告较关键的表述集中在：一是，保持对经济复苏判断，对经济质量的重视超过总量，延续二季度“经济增长好于预期”的观点，但货币政策方向开始从支持实体经济修复、稳增长向谋求高质量发展、保持宏观杠杆率稳定过渡；二是，对流动性的要求更强调控总量、调结构，新增表述“把好货币供应总闸门”、“不让市场缺钱……不让市场的钱溢出来”、“构建金融有效支持实体经济的体制机制”，显示未来央行层面的流动性供给将趋于收敛，社融增速在未来也将更多由实体融资需求决定。符合目前流动性呈“紧平衡”。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，聚焦顺周期轮动，风格保持均衡。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：顺周期可持续，12 月行情依旧 4
1、低估值走强意味着什么？ 4
2、10 月工业企业利润首次转正，上游资源品修复加快 5
3、货币政策报告强调控总量、调结构，流动性紧平衡 6
4、顺周期可持续，12 月行情依旧 7

图表目录

图表 1：半导体和计算机应用的相对估值缺口明确回落 5
图表 2：汽车、家电、纺服估值缺口较大，趋于回落 5
图表 3：低估值银行估值缺口触底后有所回升 5
图表 4：公用事业各细分行业的估值缺口已达到历史底部 5
图表 5：黑色等上游资源品行业利润修复明显加快 6
图表 6：10 月库存压力有所缓解 6
图表 7：Q3 人民币贷款利率均较 Q2 上升 7
图表 8：DR007 利率已经回到 7 天逆回购利率之上 7
图表 9：重要指数估值持续收敛（截止 2020 年 11 月 27 日） 7
图表 10：周期、金融估值持续提升（截止 2020 年 11 月 27 日） 8

核心结论：顺周期可持续，12 月行情依旧

近期市场表现为顺周期+高估值品种的较快轮动，体现出较明显的顺周期特点。国内外经济延续复苏趋势，工业企业利润年内首次转正，需求端持续发力，餐饮消费转正显示服务型消费修复窗口渐近，新一轮库存周期有望开启，货币维持“紧平衡”得到验证。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。维持前期基本面和外资将支撑 A 股向上的判断。虽然年关将至，投资者“保收益”心态等资金博弈行为边际增强，但短期市场波动加大，不改中期看好。

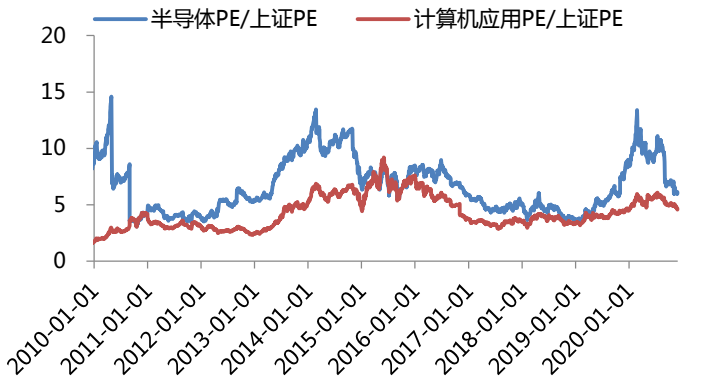
配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，聚焦顺周期轮动，风格保持均衡。1）低估值但业绩有持续改善空间：银行、保险；2）低估值且边际需求良好：化工、有色、机械、地产；3）“科技+制造内循环”：光伏、新能源汽车、5G 基建、云计算；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电家居、旅游酒店、影视影院。

1、低估值走强意味着什么？

11 月 23 日-27 日一周，市场呈现弱势，但分化依然明显，在 28 个行业中，仅有采掘、银行、非银等 8 个行业取得正收益，其中也包括公用事业、建筑、地产等低估值品种的上涨。回顾整个 11 月，上证综指的逐步上扬和创业板指的震荡回落，走势差异也较显著。

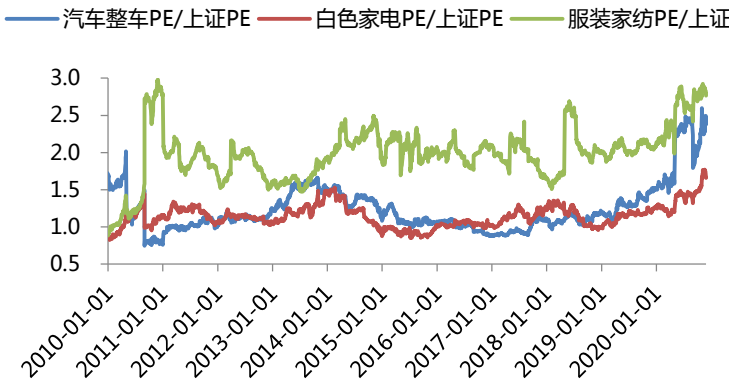
行情的演绎一方面是受益于新冠疫苗、经济数据出炉等不断验证经济周期正在演绎复苏，市场正在沿着“疫情后”主线寻找复苏品种，此前疫情受益的品种被市场所抛弃；另一方面也在受益于市场资金面对“低估值”品种的追逐，背后对应的是，年关将至流动性“紧平衡”不再支持高估值品种继续“拔估值”，市场回归到对盈利的重视，以及机构投资者考核机制带来的“获利了结”和保守策略的推动。通过北上资金的动向上我们也能观察到，外资正在流出医药、食品饮料、电子等高估值品种，而转向流入非银、银行等低估值品种，此前外资还曾表现出对化工、机械、电气设备等中游制造顺周期品种的偏爱。

图表 1：半导体和计算机应用的相对估值缺口明确回落



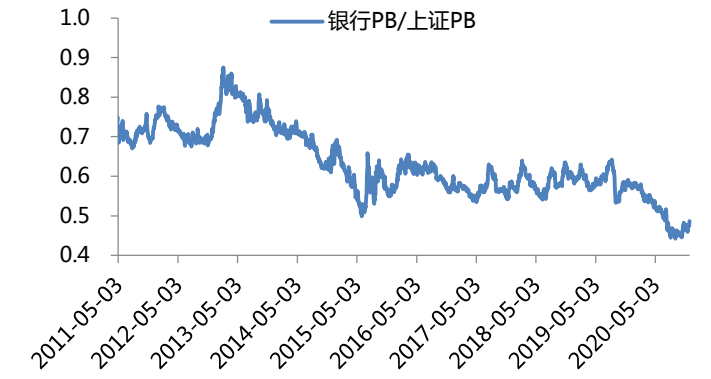
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：汽车、家电、纺服估值缺口较大，趋于回落



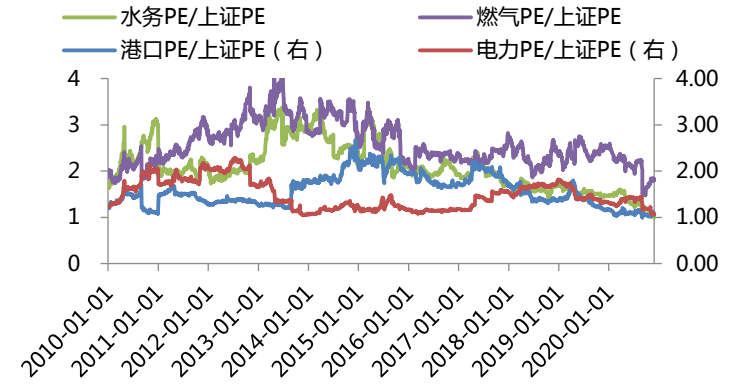
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：低估值银行估值缺口触底后有所回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：公用事业各细分行业的估值缺口已达到历史底部



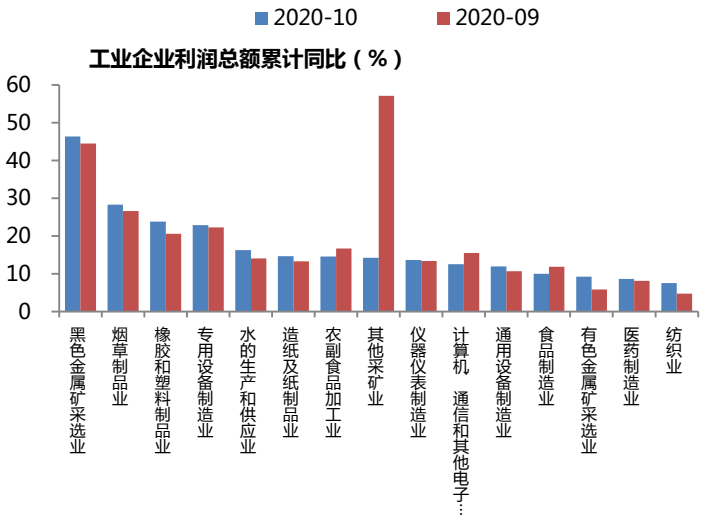
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、10 月工业企业利润首次转正，上游资源品修复加快

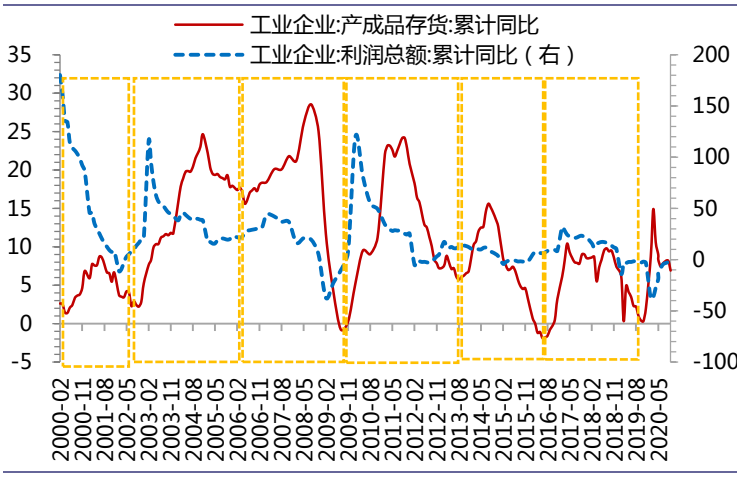
2020 年 1-10 月，全国规模以上工业企业实现利润总额同比上涨 0.7%，年内首次转正，较 1-9 月收窄 3.1 个百分点。其中 10 月单月同比增长 28.2%，较前期加速增长，除去低基数影响外，充分受益于工业品价格回升等需求端修复，10 月 PPI 降幅保持-2.10%，工业企业单月营收增速显示 19.7%的明显增长。结构上，目前 1-10 月中 61%行业利润实现正增长，较 9 月增速回升占比高达 88%，体现出经济修复的强劲动力；虽然受益于海外需求复苏的计算机通信与电子设备制造业仍保持高增长，1-10 月利润累计增速达 15.5%，但持续放缓，中下游的专用设备行业增速达 22.90%，汽车制造持续改善至 6.6%，而需求和产能拖累的黑色、化工、煤炭、有色等上游资源品行业利润修复明显加快，虽然仅有化工、有色增速转正，但黑色、煤炭累计同比跌幅有明显缩窄，受益于基建、地产投资的拉动，以及全球经济的回暖。

1-10 月工业企业产成品存货增速较 1-9 月的 8.2%回落至 6.9%，显示企业产成品库存压力明显缓解，工业企业的生产随着利润的改善也进入恢复，目前已基本恢复到常态，此前生产恢复主要依赖政策扶持，随着库存和工业企业的生产能力达到近期高低位，整体库存周期开始恢复，目前短期库存变化已观察到由需求上升带来了补库存转化的迹象，供需分化不断收敛，新一轮库存周期将逐步开启。

图表 5：黑色等上游资源品行业利润修复明显加快



图表 6：10 月库存压力有所缓解



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

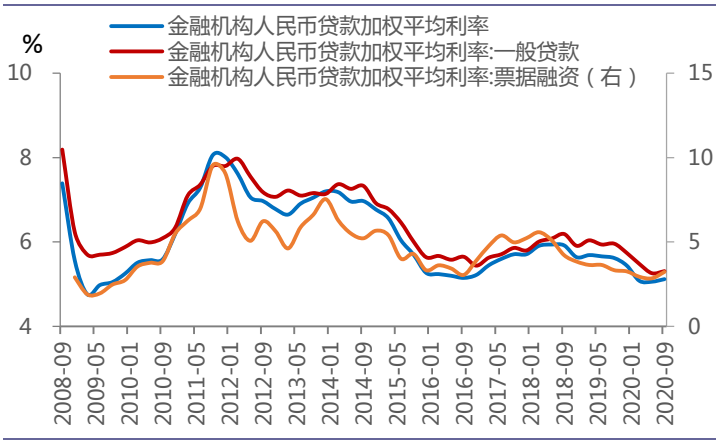
3、货币政策报告强调控总量、调结构，流动性紧平衡

11 月 26 日，2020 年三季度货币政策执行报告对外发布。货币政策走向是近期市场关注的焦点，尤其在中国经济持续复苏，并有望与全球复苏形成共振的背景下，2021 年货币政策将以何种方式和力度正常化退出成为判断市场的重中之重，最新的货币政策执行报告内容或为未来的政策方向提供一些指引。整体来看，较关键的表述集中在：一是，保持对经济复苏判断，对经济质量的重视超过总量，三季度货币政策执行报告延续了二季度“经济增长好于预期”的观点，但货币政策方向开始从支持实体经济修复、稳增长向谋求高质量发展、保持宏观杠杆率稳定过渡；二是，对流动性的要求更强调控总量、调结构，三季度货币政策执行报告新增表述“把好货币供应总闸门”、“不让市场缺钱……不让市场的钱溢出来”、“构建金融有效支持实体经济的体制机制”，显示未来央行层面的流动性供给将趋于收敛，社融增速在未来也将更多由实体融资需求决定。

目前市场流动性呈现“紧平衡”，DR007 利率已经回到 7 天逆回购利率之上；9 月金融机构人民币贷款加权利率 5.12%，一般贷款加权利率 5.31%，票据融资加权利率 3.23%，分别较 6 月份提高 6BP、5BP 与 38BP。目前已能观察到，宏观流动性在银行间市场逐渐回归“正常化”。2021 年是资管新规过渡期的收官之年，统一资管新规已经成型，房地

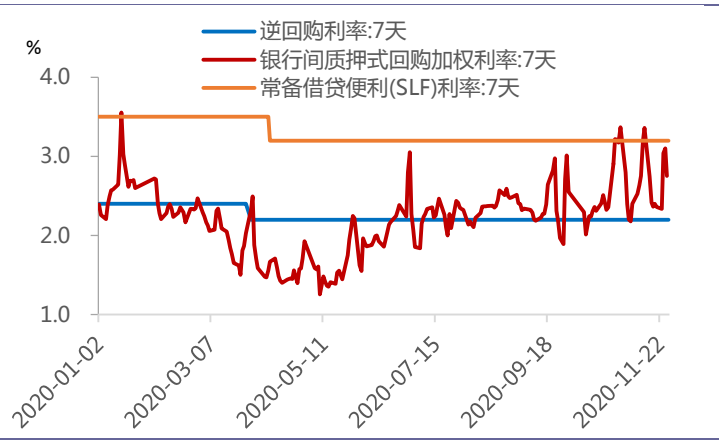
产“三条红线”从融资需求端施加约束，“房住不炒”监管要求得到深化。2021 年我们判断，通胀也不会有明显压力，货币政策不具备收紧的经济背景，也没有必要像 2013 年、2017 年去应对影子银行、金融杠杆等问题。

图表 7：Q3 人民币贷款利率均较 Q2 上升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：DR007 利率已经回到 7 天逆回购利率之上



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、顺周期可持续，12 月行情依旧

近期市场表现为顺周期+高估值品种的较快轮动，体现出较明显的顺周期特点。国内外经济延续复苏趋势，工业企业利润年内首次转正，需求端持续发力，餐饮消费转正显示服务型消费修复窗口渐近，新一轮库存周期有望开启，货币维持“紧平衡”得到验证。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。维持前期基本面和外资将支撑 A 股向上的判断。虽然年关将至，投资者“保收益”心态等资金博弈行为边际增强，但短期市场波动加大，不改中期看好。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，聚焦顺周期轮动，风格保持均衡。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 9：重要指数估值持续收敛（截止 2020 年 11 月 27 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	1.65	43.72%	15.36	68.61%	21.58	1.07	41.09
	上证 50	1.29	32.89%	12.20	55.45%	14.22	2.60	36.69

	中小板指	4.33	57.37%	35.56	69.78%	36.12	-0.61	43.27
	创业板指	7.18	88.36%	61.42	77.22%	45.65	-0.99	43.35
	中证 500	2.09	18.99%	29.33	34.22%	20.58	-0.14	27.06
	创业板 50	8.24	82.33%	72.55	79.97%	62.74	-0.65	59.00

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 10：周期、金融估值持续提升（截止 2020 年 11 月 27 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	1.15	6.0%	16.34	29.3%	-0.05	4.95	23.45
	化工	2.48	41.9%	30.01	48.7%	32.69	-1.25	47.53
	钢铁	1.00	18.1%	14.49	31.9%	7.70	-0.29	23.08
	有色金属	2.62	29.6%	46.35	60.1%	25.50	4.21	49.27
	建筑材料	2.19	36.9%	14.78	11.4%	26.41	-2.94	27.54
	建筑装饰	0.90	0.7%	9.63	3.9%	-0.34	-0.57	6.73
	电气设备	3.56	55.6%	39.66	43.3%	63.81	2.18	65.21
	机械设备	2.59	37.9%	29.27	40.8%	27.19	1.05	37.61
	公用事业	1.43	4.4%	18.84	11.2%	3.02	0.99	13.06
	交通运输	1.54	23.8%	24.72	60.2%	1.82	0.12	23.86
消费	汽车	2.34	44.1%	31.20	75.1%	47.52	2.19	68.36
	家用电器	3.88	89.3%	26.44	63.8%	27.10	-4.45	57.28
	纺织服装	1.91	26.0%	38.04	66.1%	-1.70	-1.85	6.87
	轻工制造	1.99	30.7%	26.60	26.7%	19.47	-2.05	33.04
	商业贸易	1.54	6.9%	29.50	41.2%	8.19	-1.50	16.34
	农林牧渔	3.48	48.0%	15.65	0.4%	16.44	0.05	13.64
	食品饮料	9.32	96.7%	46.34	84.4%	59.98	-0.44	84.94
	休闲服务	6.14	86.4%	131.80	99.2%	60.39	2.91	89.93
	医药生物	4.33	59.9%	41.22	57.3%	37.77	-2.41	35.61
金融	房地产	1.23	2.0%	9.34	4.9%	-3.10	0.52	17.52
	银行	0.74	3.6%	7.54	42.4%	0.63	3.75	22.58
	非银金融	2.03	30.3%	18.96	33.8%	7.59	3.48	30.78
成长	国防军工	3.37	63.7%	67.98	60.8%	42.19	2.79	48.69
	电子	4.24	77.2%	49.83	48.9%	33.97	-1.15	37.23
	计算机	4.22	51.1%	70.49	85.1%	10.78	-3.14	3.22
	传媒	2.62	9.9%	37.64	18.9%	12.06	-2.49	17.73
	通信	2.48	41.3%	39.93	49.7%	-1.29	-1.08	-10.08

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。