太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-18

投资策略报告

阶段性反弹，行稳方能致远

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：

《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
《情绪释放正常调整，布局核心资产》——2020/7/19
《不惧波动，保持牛市思维》——2020/7/12
《博弈补涨，用核心资产应对风格均衡》——2020/7/5
《7月淡化指数，坚守核心资产》——2020/6/28
《结构胜于大势，保持定力》——2020/6/21
《分化持续，以守为攻》——2020/6/14

风险提示：货币收紧；中美关系反复

核心结论：阶段性反弹，行稳方能致远。短期A股存在一定的反弹需求，一方面，此前市场所担心的二次疫情、中美等海外风险有所缓和，市场对短期扰动因素快速消化；另一方面，由于节前资金“紧平衡”，A股市场活跃度较低迷，节后前期兑现收益资金面临重新回流配置的需求，人民币升值空间打开，利于外资回流A股。但目前来看，短期空间不宜过度乐观，后续更多是结构性机会。在货币政策已进入“不松不紧”二阶导阶段时，节后的资金回流只是阶段性的，外资等增量资金的过快流入或引发政策干预，美国大选等海外因素仍有不确定性，市场在过快上涨阶段也会因此而加强波动，三季报窗口业绩考验也将面临修正，较二季度环比仍有改善的行业尚在局部，由此决定当前仍为结构性机会。中长期仍可相对乐观，但需行稳方能致远。

外需改善保持韧性，出口数据维持强势。9月以美元计价的我国出口同比增长9.9%，持续受益于全球经济复苏过程中我国生产能力的优先修复，反映出外需改善的韧性。结构上看，防疫物资尽管需求有所放缓但仍处于较高水平，对我国出口保持正向带动；服装、家具、灯具照明、玩具等劳动密集型产业出口持续改善，显示海外消费逐步恢复；机电等资本密集型产业出口维持扩张态势。预计未来几个月我国出口可能面临国外供给能力恢复、国内企业议价能力下降带来的短期波折。中期来看，我国出口仍将受益于抗疫常态化下，国内产业链优化、全球经济逐渐修复的向好趋势。

政府延续加杠杆趋势，企业活跃度持续提升。9月社融3.48万亿，存量同比13.5%，反映出政策“精准导向”下整体仍能保持较强动力。一方面，持续放量背后对应着逆周期调节发力，企业融资整体需求保持平稳。另一方面，9月仍为政府发债传统“旺季”，政府债券融资保持万亿。此外，财政投放推升非信贷形式的货币派生也较明显，M2仍保持10.9%较高增速，M1同比提升至8.10%，企业经营活动现金流好转。此外，居民部门需求继续释放，前期疫情期间压制的居民需求仍在持续释放中。预计四季度政府债券仍将是社融核心驱动，基建是重要的信用载体。虽然自二季度以来，我国经济得以持续回暖，但下游需求偏弱、就业等压力仍需要货币政策的支持，不具备收紧的条件。

三季报向好受益疫情后时代的经济复苏。截止10月17日，已有1289家A股（不含科创板）上市公司披露2020年三季报业绩预告，披露率为33%。“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47%。行业上，三季报业绩较好的企业一部分来自于经济复苏直接受益的化工、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。结合企业业绩预告后的表现来看，“绩优”个股股价上涨并不明显。

配置建议：市场情绪修复背景下，核心主线将围绕经济复苏（补库存）+政策催化（十四五），建议关注顺周期板块，风格应相对均衡。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、煤炭、天然气、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、影视影院。

目 录

核心结论：阶段性反弹，行稳方能致远 4
1、外需改善保持韧性，出口数据维持强势 4
2、政府延续加杠杆趋势，企业活跃度持续提升 5
3、三季报向好受益疫情后时代的经济复苏 7
4、阶段性反弹，行稳方能致远 8

图表目录

图表 1：劳动密集型产业出口在 9 月持续改善..... 5
图表 2：9 月我国对美国、韩国和东盟出口增速改善靠前 5
图表 3：9 月仍为政府明显加杠杆..... 6
图表 4：M1 持续改善，企业活跃度提升..... 6
图表 5：9 月居民和企业中长期贷款保持提升 6
图表 6：核心 CPI 在 9 月修复仍偏缓慢 6
图表 7：三季报业绩预告“绩差”企业仍是多数..... 7
图表 9：化工、电子、医药、机械行业三季报向好的企业相对较多 8
图表 10：重要指数估值持续修复至中等偏上水位（截止 2020 年 10 月 16 日） 9
图表 11：节后各风格板块估值均有修复（截止 2020 年 10 月 16 日） 9

核心结论：阶段性反弹，行稳方能致远

短期 A 股存在一定的反弹需求，一方面，此前市场所担心的二次疫情、中美等海外风险有所缓和，市场对短期扰动因素快速消化；另一方面，由于节前资金“紧平衡”，A 股市场活跃度较低迷，节后前期兑现收益资金面临重新回流配置的需求，人民币升值空间打开，利于外资回流 A 股。但目前来看，短期空间不宜过度乐观，后续更多是结构性机会。在货币政策已进入“不松不紧”二阶导阶段时，节后的资金回流只是阶段性的，外资等增量资金的过快流入或引发政策干预，美国大选等海外因素仍有不确定性，市场在过快上涨阶段也会因此而加强波动，三季报窗口业绩考验也将面临修正，较二季度环比仍有改善的行业尚在局部，由此决定当前仍为结构性机会。从中长期来看，经济企稳复苏，企业盈利改善、外资流入（弱美元）、居民存款搬家（利率低位）等趋势并未改变，中长期仍可相对乐观，但需行稳方能致远。

配置建议：市场情绪修复的背景下，核心主线将围绕经济复苏（补库存）+政策催化（10 月的十九届五中全会），建议关注顺周期板块，风格应相对均衡。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、煤炭、天然气、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、影视影院。

1、外需改善保持韧性，出口数据维持强势

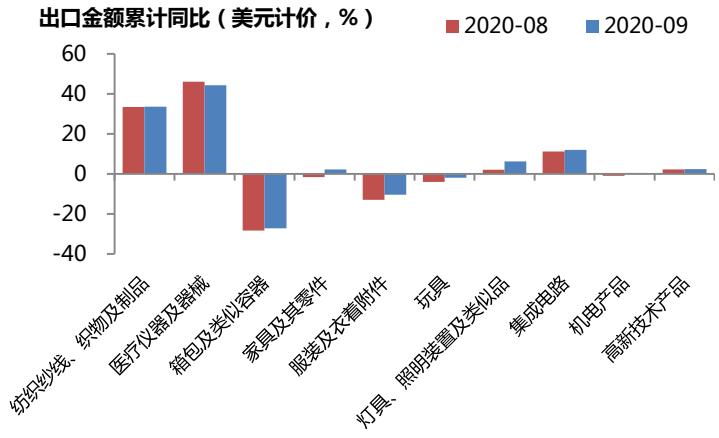
9 月以美元计价的我国出口同比增长 9.9%，较 8 月上升 0.4 个百分点，持续受益于全球经济复苏过程中我国生产能力的优先修复，同时反映出外需改善的韧性。从结构上看，9 月医疗仪器及机械出口额累计同比由 46.1%下滑到 44.3%，连续 2 个月回落，而纺织纱线、织物及制品出口额累计同比由 33.4%上涨到 33.7%，防疫物资尽管需求有所放缓但仍处于较高水平，对我国出口保持正向带动；劳动密集型产业出口持续改善，服装、家具、灯具照明、玩具 9 月出口累计同比分别为-10.3%、2.3%、6.3%、-1.9%，均较 8 月环比明显改善，显示海外居民生活逐步恢复正常，疫情对居民消费的影响有所减小；资本密集型产业出口维持扩张态势，9 月高新技术产品和机电产品出口额累计同比保持修复增长，推动我国出口维持扩张态势。

从地区来看，9 月我国对美国、韩国和东盟出口增速改善靠前，累计同比分别环比提升 2.8%，1.9%和 1.2%。而对欧盟和日本的出口累计增速改善靠后，或与欧盟、日本

PMI 指数回升，本国国内供给水平回升，叠加欧洲二次疫情导致境内需求萎缩，进而导致 9 月我国对这两个地区的出口增速出现放缓。

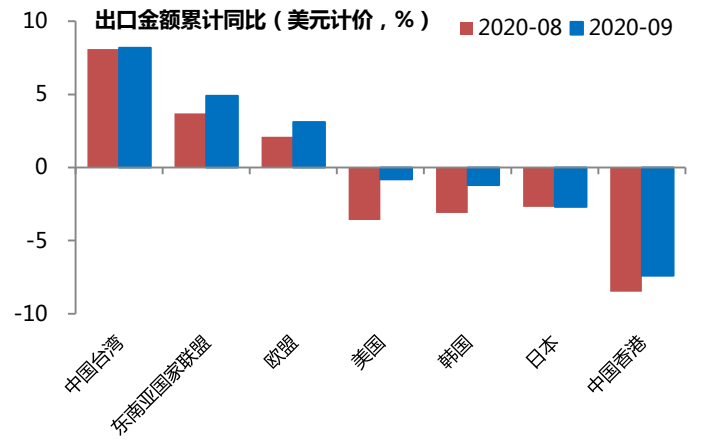
总体上，9 月出口强劲复苏，略超预期，充分受益于全球经济复苏过程中我国生产能力的优先修复，但预计未来几个月我国出口可能面临国外供给能力恢复、国内企业的议价能力下降带来的短期波折。中期来看，我国出口仍将受益于抗疫常态化下，国内产业链优化、全球经济逐渐修复的向好趋势。

图表 1：劳动密集型产业出口在 9 月持续改善



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：9 月我国对美国、韩国和东盟出口增速改善靠前



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、政府延续加杠杆趋势，企业活跃度持续提升

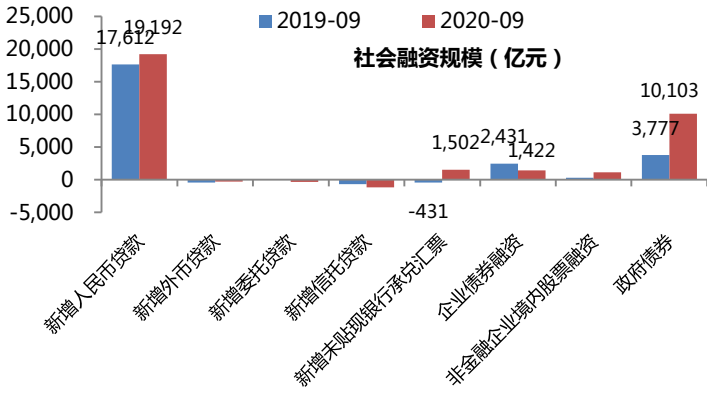
9 月社融 3.48 万亿，存量同比增长 13.5%，较 8 月环比提升 0.2 个百分点，反映出货币政策“精准导向”下整体仍能保持较强动力。一方面，持续放量背后对应着逆周期调节发力，企业融资整体需求保持平稳，其中 9 月企业新增中长期贷款达 10680 亿元，持续好于去年同期，同比多增 5043 亿元；此外，9 月委贷+信托贷款同比没有明显收缩，同比多减 782 亿元，压降节奏加快，显示监管整顿金融乱象依然明确，而未贴现的银行承兑汇票同比多增 1933 亿元，反映严监管下表外融资逐渐恢复常态，验证实体经济活跃度提升；企业股票融资同比明显改善，同比多增 851 亿元，与近期注册制等资本市场改革的推进相关。

另一方面，9 月仍为政府发债传统“旺季”，政府债券融资规模明显提升至 1.01 万亿，较去年同期多增 6326 万亿元，保持 8 月万亿政府债券融资规模；此外，财政投放推升非信贷形式的货币派生也较明显，相应 9 月 M2 仍保持在 10.9%的较高增速，较 8 月环比提升 0.5 个百分点，仍高于当前经济名义增速，M1 同比提升至 8.10%，反映出企业经营活动现金流有所好转，经济需求将得到改善。

此外，居民部门需求继续释放，前期疫情期间压制的居民需求仍在持续释放中，结合 CPI 来看，核心 CPI 同比维持前期的 0.5%，显示下游需求修复虽有所修复但偏缓。8 月居民贷款新增 9607 亿元，同比多增 2057 亿元。居民短期贷款、中长期贷款分别为 3394 亿元、6362 亿元，其中长期贷款增加与房地产市场的回暖有关，按揭贷款需求仍较旺盛。

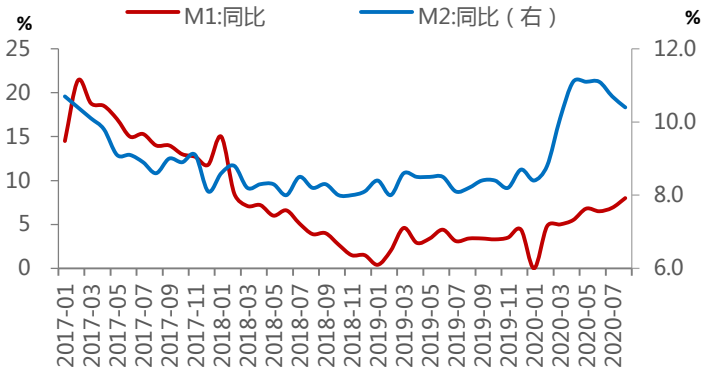
整体来看，9 月金融数据显示货币政策并未转向，延续前期政府部门加杠杆的趋势，符合流向实体的“精准投放”基调，企业活跃度提升，但居民需求修复缓慢。考虑到专项债剩余额度约 3000 亿元将在 10 月发行，一般国债及地方政府一般债券剩余额度超 1.1 万亿元将在 10-12 月发行，叠加低基数，预计四季度政府债券仍将是社融核心驱动，基建是重要的信用载体。虽然自二季度以来，我国经济得以持续回暖，但下游需求偏弱、就业等压力仍需要货币政策的支持，企业报表修复、逆周期调控均需要流动性宽松环境予以配合，不具备收紧的条件。

图表 3：9 月仍为政府明显加杠杆



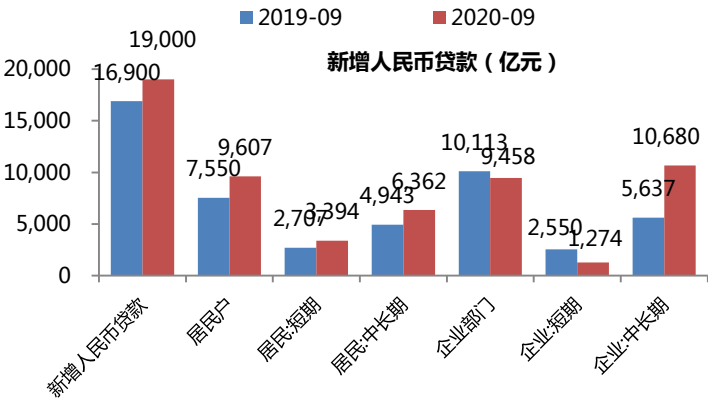
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：M1 持续改善，企业活跃度提升



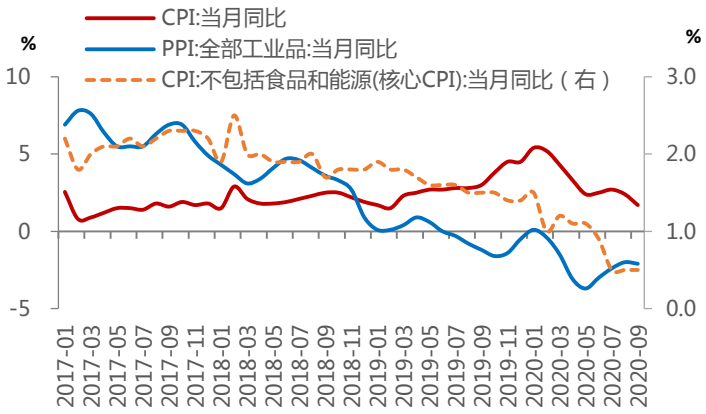
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：9 月居民和企业中长期贷款保持提升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：核心 CPI 在 9 月修复仍偏缓慢



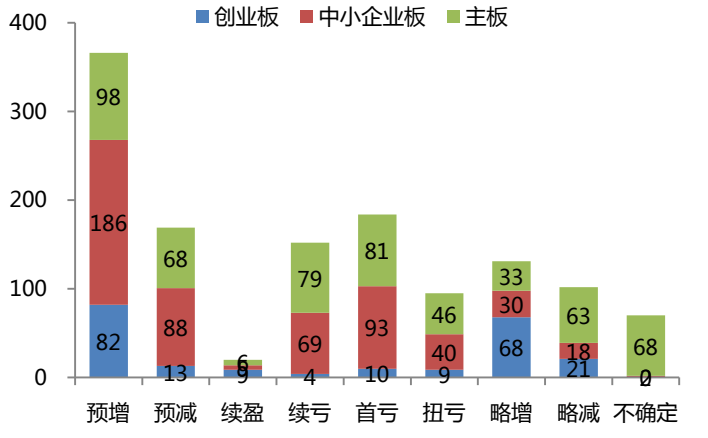
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3、三季报向好受益疫情后时代的经济复苏

截止 10 月 17 日，已有 1289 家 A 股（不含科创板）上市公司披露 2020 年三季报业绩预告，披露率为 33%，由于此前创业板披露规则变为非强制，创业板披露率也仅 25%。从目前披露的情况来看，部分企业受益于疫情后经济复苏，企业业绩在三季度有改善，预增类型的企业在业绩预告中占比高达 28%，“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 47%。但三季度首亏的企业也不少，占比 14%，2020 年三季报业绩预告“绩差”（即业绩预警类型为预减、略减、续亏、首亏、不确定）公司仍占多数。

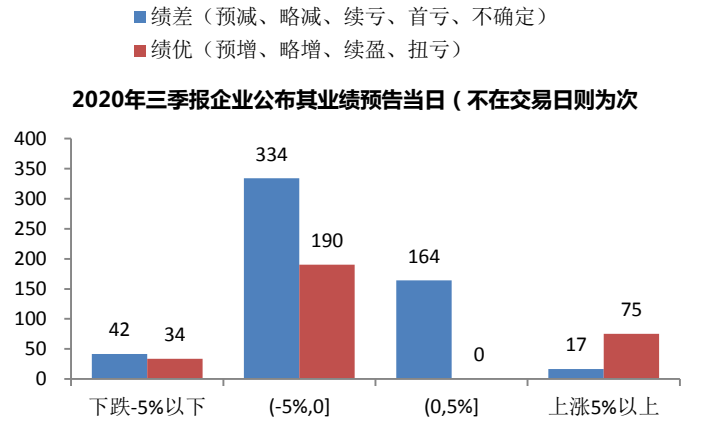
从行业来看，三季报业绩较好的企业一部分来自于经济复苏直接受益的化工、机械行业；此外，受益于产业景气度向上的电子、电气设备、汽车等中游制造类行业的企业也有所增多；疫情受益的医药、计算机行业业绩向好的企业也较多。整体来看，三季报业绩变化体现出疫情后时代经济复苏的特点。结合企业业绩预告后的表现来看（剔除近半年的次新股，ST 股），市场对于三季报向好有较充分的预期，“绩优”个股股价上涨并不明显。

图表 7：三季报业绩预告“绩差”企业仍是多数



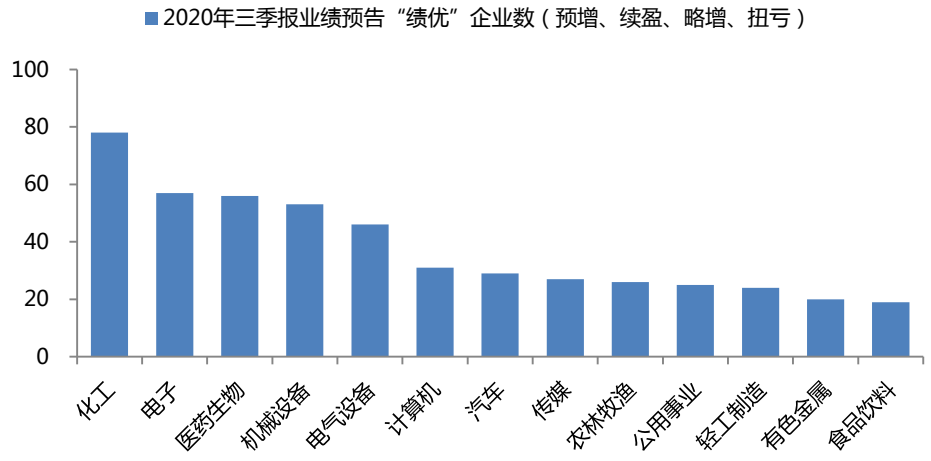
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：三季报“绩优”个股股价上涨并不明显



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：化工、电子、医药、机械行业三季报向好的企业相对较多



资料来源：Wind，太平洋证券整理

4、阶段性反弹，行稳方能致远

短期 A 股存在一定的反弹需求，一方面，此前市场所担心的二次疫情、中美等海外风险有所缓和，市场对短期扰动因素快速消化；另一方面，由于节前资金“紧平衡”，A 股市场活跃度较低迷，节后前期兑现收益资金面临重新回流配置的需求，人民币升值空间打开，利于外资回流 A 股。但目前来看，短期空间不宜过度乐观，后续更多是结构性机会。在货币政策已进入“不松不紧”二阶导阶段时，节后的资金回流只是阶段性的，外资等增量资金的过快流入或引发政策干预，美国大选等海外因素仍有不确定性，市场在过快上涨阶段也会因此而加强波动，三季报窗口业绩考验也将面临修正，较二季度环比仍有改善的行业尚在局部，由此决定当前仍为结构性机会。从中长期来看，经济企稳复苏，企业盈利改善、外资流入（弱美元）、居民存款搬家（利率低位）等趋势并未改变，中长期仍可相对乐观，但需行稳方能致远。

配置建议：市场情绪修复的背景下，核心主线将围绕经济复苏（补库存）+政策催化（10 月的十九届五中全会），建议关注顺周期板块，风格应相对均衡。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、煤炭、天然气、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、影视影院。

图表 10：重要指数估值持续修复至中等偏上水位（截止 2020 年 10 月 16 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	1.64	42.24%	15.24	67.38%	16.97	4.45	35.73
	上证 50	1.30	32.76%	12.25	55.37%	10.35	4.57	32.06
	中小板指	4.49	62.27%	37.36	76.96%	36.77	4.61	43.96
	创业板指	7.86	91.47%	67.89	87.94%	51.52	5.82	49.12
	中证 500	2.16	21.82%	33.07	49.06%	22.04	3.81	28.60
	创业板 50	9.01	88.40%	84.11	90.60%	67.04	6.66	63.19

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 11：节后各风格板块估值均有修复（截止 2020 年 10 月 16 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	1.10	4.3%	15.85	27.0%	-6.71	6.38	15.23
	化工	2.42	38.7%	31.75	53.4%	27.35	7.06	41.59
	钢铁	0.94	14.3%	14.71	32.2%	-3.24	3.42	10.57
	有色金属	2.34	22.0%	43.66	53.8%	7.55	3.98	27.92
	建筑材料	2.31	41.9%	15.63	13.3%	27.16	3.50	28.30
	建筑装饰	0.94	1.5%	10.10	6.9%	0.61	2.51	7.74
	电气设备	3.70	60.0%	44.19	58.8%	61.20	7.41	62.57
	机械设备	2.60	37.9%	31.14	46.4%	26.20	6.16	36.54
	公用事业	1.39	2.4%	20.90	26.4%	3.23	3.31	13.29
	交通运输	1.50	20.6%	23.89	55.1%	-0.51	3.10	21.02
消费	汽车	2.06	36.0%	30.06	72.5%	28.90	6.06	47.11
	家用电器	3.57	79.7%	24.44	60.2%	12.98	4.88	39.82
	纺织服装	2.08	34.5%	39.54	70.9%	6.74	11.17	16.05
	轻工制造	2.02	31.9%	27.64	28.6%	18.00	4.37	31.41
	商业贸易	1.69	11.4%	25.26	34.4%	14.32	2.48	22.93
	农林牧渔	3.97	63.1%	17.98	0.2%	21.44	2.83	18.52
	食品饮料	9.58	97.4%	46.25	84.4%	53.98	4.66	78.01
	休闲服务	6.28	87.0%	148.56	99.5%	59.66	-7.68	89.06
	医药生物	5.08	77.3%	52.16	82.8%	53.32	6.18	50.91
金融	房地产	1.24	1.8%	9.38	4.7%	-4.52	0.91	15.80
	银行	0.70	2.1%	6.83	29.3%	-6.88	6.44	13.42
	非银金融	2.08	32.8%	19.74	37.4%	5.98	4.81	28.83
成长	国防军工	3.43	64.9%	77.20	73.2%	42.21	3.33	48.70
	电子	4.37	79.7%	53.42	57.3%	31.49	2.88	34.69

	计算机	4.77	65.1%	78.04	92.1%	22.91	4.32	14.53
	传媒	2.89	14.1%	41.98	25.2%	22.35	2.53	28.54
	通信	2.79	54.8%	41.32	54.9%	2.50	3.98	-6.63

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。