太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-11

投资策略报告

节后反弹，阶段性修复

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：节后反弹，阶段性修复。市场在经过国庆节期间对外围风险的验证后，担忧情绪将得到缓解。在跨季国内宏观流动性边际宽松，人民币持续升值的背景下，节后资金有望持续回流。9月以来外资的持续流出和A股“抱团”股的明显回调或已反应此前流动性偏紧和外围风险的悲观预期。节前跨季资金考验，市场活跃度低迷，加剧高估值品种回调压力。后续补库存开启将不断验证中长期经济稳步复苏，支撑顺周期品种持续发力。目前市场处于区间震荡下沿，前期高估值品种估值水位也有所消化，市场转向业绩驱动。

海外风险缓释促节后首日大涨。10月9日节后首个交易日，A股表现为明显上涨，单日上证综指和创业板指分别上涨1.38%、3.81%。其原因，一方面，此前市场所担心的海外风险并没有如期而至，A股担忧情绪通过节假日期间外盘表现验证后得以消化，海外重要股票市场在节假日期间均表现为2%-4%不同程度上涨。另一方面，由于“节前效应”，资金“紧平衡”，A股市场活跃度较低迷，成交额降至5000-6000亿低位，节后前期兑现收益资金面临重新回流配置的需求。10月9日北上资金单日大幅净流入112.67亿元，此前表现为连续8个交易日的净流出。此外，公募机构也进入到2020年净值最后一个季度的冲刺期，节前A股处于3200点附近的区间震荡下沿，是“风险收益比”相对较好的窗口，其也将会面临配置最佳投资方向的考量。

工业企业首现补库存，经济修复动力强劲。2020年8月工业企业净利增速单月同比增长19.1%，连续4个月持续保持正增长，并保持前期高速增，主要受益于工业品价格回升等需求端修复。结构上，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，汽车制造行业净利增速表现转正，受益于海内外经济回暖的有色、黑色、石油加工累计同比跌幅有明显缩窄。1-8月工业企业产成品存货增速较1-7月的7.4%提升至7.9%，显示企业正在转向主动补库存。9月PMI也显示经济动力持续扩张，修复持续向好。

节后资金保持宽松，外资有望持续流入。节前为维护季末流动性平稳，央行通过投放14天逆回购和超额续作MLF为市场提供中长期流动性，资金面保持“紧平衡”。节后受益于前期央行流动性对冲政策，银行间利率得到缓解，Shibor虽然仍保持在相对高位，但10月9日隔夜和7天Shibor已出现边际回落至2.0380%、2.1740%，节后宏观面的资金表现为阶段性改善。此外，人民币汇率升值空间打开，利于外资持续流入A股。截止10月9日，人民币汇率升值至6.7，相较于5月时底部的7.16仍升值幅度达到6.35%。从历史经验来看，当美元指数走弱时，新兴市场表现要强于发达市场。目前，A股整体估值水平不贵，处于震荡区间的下沿，A股在全球权益资产配置中的性价比较高。

配置建议：顺周期品种持续发力，风格均衡。1）低估值但业绩有持续改善空间：券商、保险；2）低估值且边际需求良好：建材、化工、煤炭、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、影视影院、旅游。

目 录

核心结论：节后反弹，阶段性修复 4
1、海外风险缓释促节后首日大涨 4
2、工业企业首现补库存，经济修复动力强劲 5
3、节后资金保持宽松，外资有望持续流入 6
4、节后反弹，阶段性修复 7

图表目录

图表 1：国庆节假日期间海外重要股票市场均有上涨 5
图表 2：节前资金“紧平衡”，市场投资情绪低迷 5
图表 3：8 月工业企业保持高增速主要受益于需求端 6
图表 4：有色、黑色、石油加工企业利润累计同比跌幅缩窄 6
图表 5：9 月 PMI 经济修复持续向好 6
图表 6：8 月库存数据首次显现补库迹象 6
图表 7：节后宏观资金面紧张得到边际缓解 7
图表 8：人民币汇率在短期扰动后再次重回升值 7
图表 9：重要指数估值持续修复至中等偏上水位（截止 2020 年 10 月 9 日） 8
图表 10：节后各风格板块估值均有修复（截止 2020 年 10 月 9 日） 8

核心结论：节后反弹，阶段性修复

市场在经过国庆节期间对外围风险的验证后，担忧情绪将得到缓解。在跨季国内宏观流动性边际宽松，人民币持续升值的背景下，节后资金有望持续回流。9 月以来外资的持续流出和 A 股“抱团”股的明显回调或已反应此前流动性偏紧和外围风险的悲观预期。节前跨季资金考验，市场活跃度低迷，加剧高估值品种回调压力。后续补库存开启将不断验证中长期经济稳步复苏，支撑顺周期品种持续发力。目前市场处于区间震荡下沿，前期高估值品种估值水位也有所消化，市场转向业绩驱动。

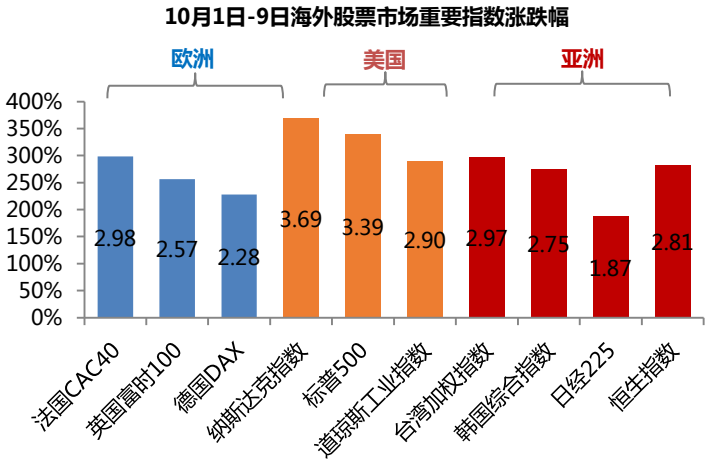
配置建议：顺周期品种持续发力，风格均衡。1）低估值但业绩有持续改善空间：券商、保险；2）低估值且边际需求良好：建材、化工、煤炭、有色、机械、地产；3）“科技+制造内循环”：光伏、新能源汽车、5G 基建、云计算、；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电、影视影院、旅游。

1、海外风险缓释促节后首日大涨

10 月 9 日节后首个交易日，A 股表现为明显上涨，单日上证综指和创业板指分别上涨 1.38%、3.81%。其原因，一方面，此前市场所担心的海外风险并没有如期而至，A 股担忧情绪通过节假日期间外盘表现验证后得以消化，海外重要股票市场在节假日期间均表现为 2%-4%不同程度上涨，虽然 10 月 2 日美股由于特朗普确诊新冠肺炎出现单日下跌，但此后美股便以进入到持续修复阶段，显现出市场对短期扰动因素的快速消化。

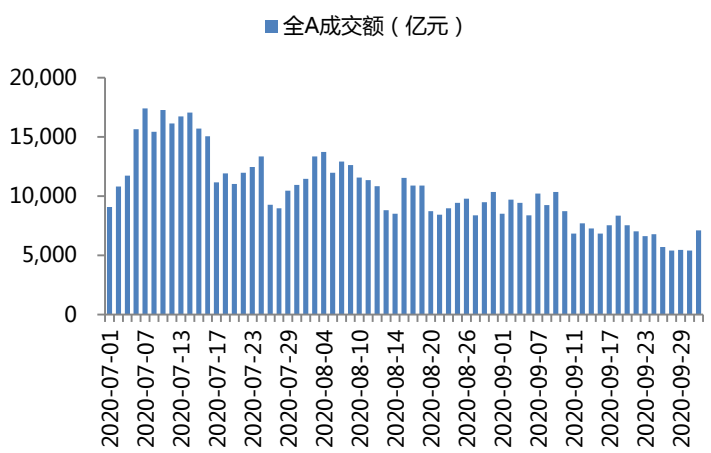
另一方面，由于“节前效应”，资金“紧平衡”，A 股市场活跃度也较低迷，成交额降至 5000-6000 亿低位，节后前期兑现收益资金面临重新回流配置的需求，例如外资，10 月 9 日北上资金单日大幅净流入 112.67 亿元，此前表现为连续 8 个交易日的净流出。此外，公募机构也进入到 2020 年净值最后一个季度的冲刺期，节前 A 股处于 3200 点附近的区间震荡下沿，是“风险收益比”相对较好的窗口，其也将会面临配置最佳投资方向的考量。

图表 1：国庆节假日期间海外重要股票市场均有上涨



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：节前资金“紧平衡”，市场投资情绪低迷



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、工业企业首现补库存，经济修复动力强劲

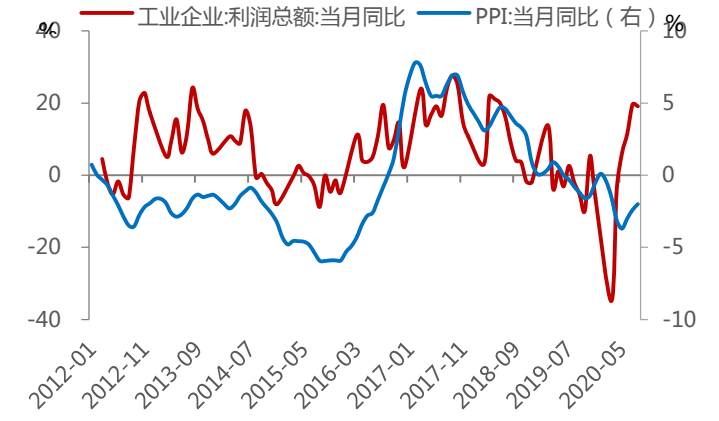
2020 年 1-8 月，全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降 4.5%，较 1-7 月收窄 3.7 个百分点。其中 8 月单月同比增长 19.1%，连续 4 个月持续保持正增长，并保持前期高速增，主要受益于工业品价格回升等需求端修复，8 月 PPI 较 7 月降幅收窄至-2.00%，工业企业单月营收增速显示 3.7%的明显增长。结构上，目前 1-8 月中 39%行业利润实现正增长，但较 7 月增速回升占比高达 83%，体现经济修复力度的强劲；虽然受益于海外需求复苏的计算机通信与电子设备制造业仍保持高增长，1-8 月利润累计增速达 26.1%，中下游的专用设备行业增速达 22.90%，本月汽车制造转正至 1.50%，而需求和产能拖累的黑色、化工、有色、煤炭等行业利润修复偏慢，当月同比增速均未回正，但其中有色、黑色、石油加工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。

1-8 月工业企业产成品存货增速较 1-7 月的 7.4%提升至 7.9%，显示企业正在转向主动补库存，工业企业的生产随着利润的改善也进入恢复，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形式带来的补库存迹象，供需分化不断收敛，新一轮库存周期将逐步开启。

9 月 PMI 也显示经济动力持续扩张，修复持续向好。制造业 PMI 指数提升至 51.50，较 8 月环比上升 0.5。结构上，生产为 54.00，持续改善，环比提升 0.5 个百分点；新订

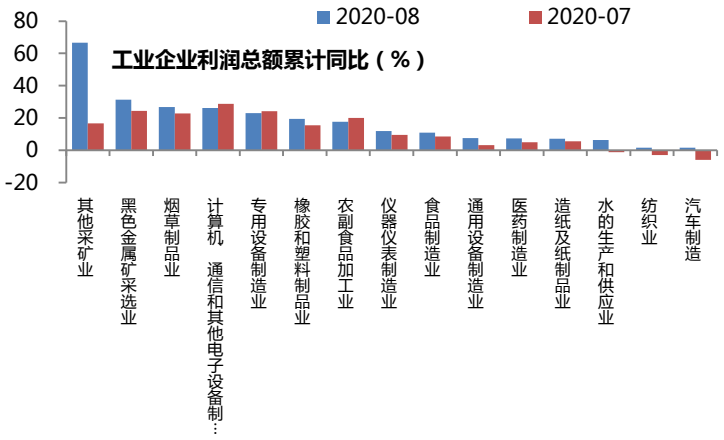
单、新出口订单分别为 52.8、50.8，环比提升 0.8、1.7，已连续 5 个月回升，其中新出口订单指数修复至荣枯线以上，可见国内经济动力与海外经济疫后重启有关，9 月欧美 PMI 均保持在较强的景气度；产成品库存和原材料库存环比分别提升 1.3、1.2，显示新订单的增加导致原材料库存的上涨，企业生产意愿加强，也使得产成品库存回升。

图表 3：8 月工业企业保持高增速主要受益于需求端



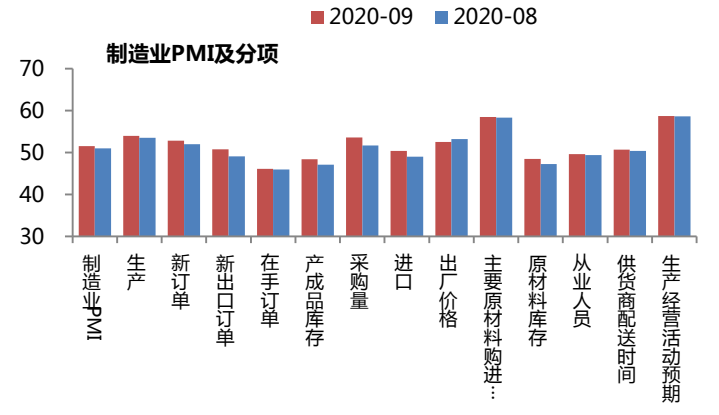
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：有色、黑色、石油加工企业利润累计同比跌幅缩窄



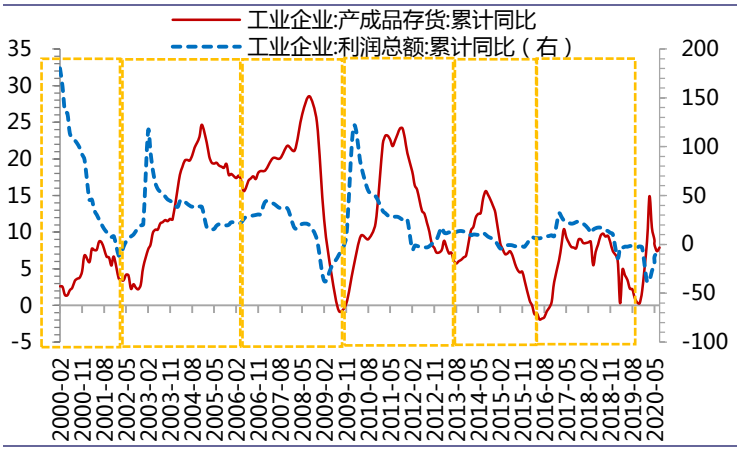
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：9 月 PMI 经济修复持续向好



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：8 月库存数据首次显现补库迹象



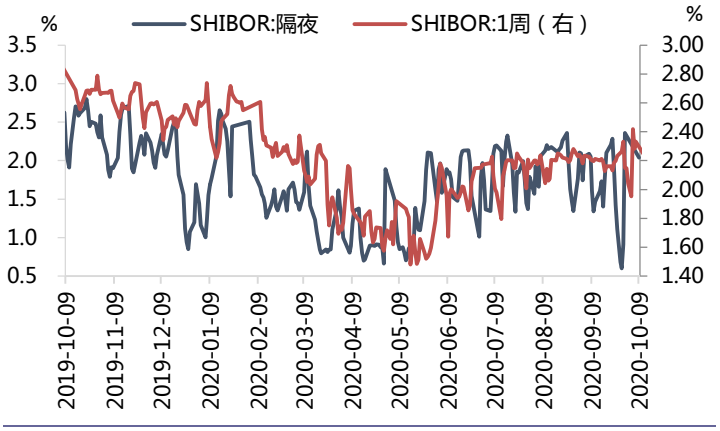
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3、节后资金保持宽松，外资有望持续流入

节前为维护季末流动性平稳，央行通过投放 14 天逆回购和超额续作 MLF 为市场提供中长期流动性，资金面保持“紧平衡”。节后受益于前期央行流动性对冲政策，银行间利率得到缓解，Shibor 虽然仍保持在相对高位，但 10 月 9 日隔夜和 7 天 Shibor 已出现边际回落至 2.0380%、2.1740%，节后宏观面的资金表现为阶段性改善。

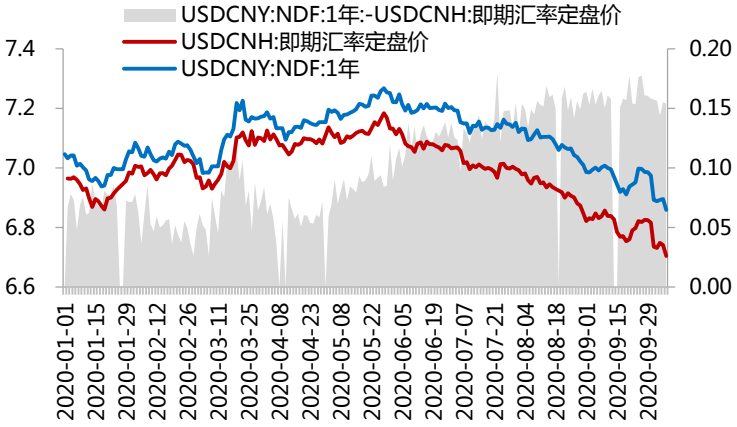
此外，后续人民币升值利于外资持续流入 A 股。此前由于面临中美关系的不明朗和对欧洲疫情担忧（美元指数被动升值），人民币汇率表现为短期贬值，相应地，9 月 21 日以来北上资金表现为持续的净流出，累计净流出约 288 亿元。但短期资金扰动过后，美元中长期保持弱势的趋势不变，在国内疫情防控态势较好的情况下，经济动力强劲，中美利差保持在 2.4%的历史高位，人民币汇率升值空间将打开。截止 10 月 9 日，人民币汇率升值至 6.7，相较于 5 月时底部的 7.16 仍升值幅度达到 6.35%。从历史经验来看，当美元指数走弱时，新兴市场表现要强于发达市场。目前，A 股整体估值水平不贵，处于震荡区间的下沿，A 股在全球权益资产配置中的性价比较高。

图表 7：节后宏观资金面紧张得到边际缓解



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：人民币汇率在短期扰动后再次重回升值



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、节后反弹，阶段性修复

市场在经过国庆节期间对外围风险的验证后，担忧情绪将得到缓解。在跨季国内宏观流动性边际宽松，人民币持续升值的背景下，节后资金有望持续回流。9 月以来外资的持续流出和 A 股“抱团”股的明显回调或已反应此前流动性偏紧和外围风险的悲观预期。节前跨季资金考验，市场活跃度低迷，加剧高估值品种回调压力。后续补库存开启将不断验证中长期经济稳步复苏，支撑顺周期品种持续发力。目前市场处于区间震荡下沿，前期高估值品种估值水位也有所消化，市场转向业绩驱动。

配置建议：顺周期品种持续发力，风格均衡。1）低估值但业绩有持续改善空间：券商、保险；2）低估值且边际需求良好：建材、化工、煤炭、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、影视影院、旅游。

图表 9：重要指数估值持续修复至中等偏上水位（截止 2020 年 10 月 9 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	1.60	38.63%	14.87	65.08%	14.27	2.59	32.60
	上证 50	1.26	29.04%	11.93	54.04%	7.30	2.12	28.41
	中小板指	4.42	60.72%	36.71	75.19%	34.73	4.54	41.81
	创业板指	7.71	91.30%	66.88	86.80%	48.65	5.41	46.30
	中证 500	2.14	20.78%	32.77	48.41%	20.70	1.81	27.19
	创业板 50	8.83	87.13%	83.09	89.99%	63.68	6.54	59.91

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 10：节后各风格板块估值均有修复（截止 2020 年 10 月 9 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	1.02	1.8%	15.10	23.5%	-10.10	2.09	11.04
	化工	2.35	34.6%	30.79	51.0%	23.41	2.74	37.22
	钢铁	0.92	12.3%	14.47	31.8%	-4.70	1.74	8.90
	有色金属	2.31	21.3%	43.19	52.8%	6.44	2.28	26.60
	建筑材料	2.28	41.1%	15.44	13.0%	25.80	-0.27	26.93
	建筑装饰	0.94	1.5%	10.06	6.5%	0.11	0.15	7.21
	电气设备	3.66	59.0%	43.75	57.2%	59.32	10.13	60.67
	机械设备	2.53	35.7%	30.28	43.5%	22.75	2.66	32.81
	公用事业	1.36	1.7%	20.54	24.0%	1.73	0.67	11.65
	交通运输	1.49	20.1%	23.71	53.7%	-1.32	1.60	20.04
消费	汽车	2.00	32.9%	29.15	70.8%	25.56	3.65	43.30
	家用电器	3.48	76.4%	23.81	59.2%	10.06	2.41	36.21
	纺织服装	1.93	27.4%	36.60	63.0%	-0.87	-0.20	7.77
	轻工制造	2.02	31.9%	27.53	28.3%	15.87	0.37	29.04
	商业贸易	1.69	11.4%	25.12	34.2%	14.14	0.24	22.73
	农林牧渔	3.90	61.1%	17.66	0.1%	19.34	-0.51	16.46
	食品饮料	9.35	97.1%	45.17	82.6%	50.16	4.22	73.59
	休闲服务	6.40	87.4%	151.32	99.6%	62.58	-3.23	92.53
	医药生物	4.94	75.2%	50.62	81.0%	48.52	2.57	46.19
金融	房地产	1.24	1.8%	9.39	4.7%	-4.41	-1.24	15.93
	银行	0.66	0.3%	6.43	18.2%	-12.29	-0.88	6.84
	非银金融	2.02	29.6%	19.18	34.8%	2.91	1.58	25.09
成长	国防军工	3.39	64.0%	76.29	72.6%	40.32	5.59	46.73
	电子	4.43	80.7%	54.27	58.9%	33.17	4.28	36.41

	计算机	4.71	63.9%	76.94	91.1%	21.51	2.71	13.23
	传媒	2.88	13.9%	41.82	25.1%	21.88	1.35	28.04
	通信	2.73	52.0%	40.51	52.0%	0.75	1.22	-8.23

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。