太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-30

投资策略报告

“金九”将至，稳中向上

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：

《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
《破局尚需蓄力，把握成长性确定的机会》——2020/6/7
《以逸待劳，静待转机》——2020/5/31
《休整期，等待更好的买点》——2020/5/24
《政策窗口临近，反弹后半程》——2020/5/17
《外围风险可控，护航A股反弹》——2020/5/10

风险提示：货币收紧；中美关系反复

核心结论：“金九”将至，稳中向上。维持市场仍处于震荡蓄力阶段，但接近尾声。后续限售股解禁和中美关系反复对市场的压制将趋于弱化，中美走向明确后，利于外资重回流入。创业板改革引发的资金分流效应影响有限，市场反应理性，活跃度提升。近期公开市场重启14天逆回购和MLF超额续作，显示央行对冲流动性压力意图。虽然当前经济已进入逐步修复通道，但下游消费需求偏弱、就业等压力仍较大，企业尚处于报表修复阶段，需要流动性宽松环境予以配合，宏观流动性拐点未至。7月工业企业利润加速修复验证需求持续回暖，中报窗口低估值低仓位的顺周期品种股价得以持续修复，高增速的消费和科技板块高估值得以部分消化，风格趋向平衡。

7月工业企业加速改善，供需分化收敛。1-7月工业企业实现利润同比下降8.1%，降幅收窄。其中7月单月同比增长19.6%，连续3个月持续保持正增长，并较前期加速提升，虽然企业利润增速较快有投资收益高增等短期因素，但仍主要受益于工业品价格回升等需求端修复。结构上，计算机通信与电子设备制造业仍保持高增长，中下游的专用设备行业增长仍在加速，汽车制造降幅明显收窄至-5.8%。而有色、黑色累计同比跌幅有明显缩窄，或受益于基建、地产投资的拉动。1-7月工业企业产成品存货增速回落至7.4%，库存累库现象加速缓解，但仍处疫情爆发前2019年的相对高位，当下经济将处于被动去库存阶段。

创业板注册制平稳过度，市场活跃度提升。从开板以来的市场反应来看，8月24日-28日，创业板指累计涨幅4.76%，市场反应理性；首日仅有13只存量老股涨幅超10%，2只跌幅超10%，创业板注册制并未对存量市场有明显资金分流。科创板的可借鉴经验，使首批创业板注册制新股市场表现也相对平稳。对比科创板企业，创业板首批注册企业估值相对偏低，盈利能力更强，显示市场未过度反应。对A股的影响，短期由于上市公司增多，资金分流影响有限，但活跃度提升。中长期来看，利于估值体系重塑，新兴产业估值将有望提升。

14天逆回购重启，对冲长线资金压力。8月21日以来，央行持续开展14天逆回购操作，已累计投放1600亿，引发市场对政策转向的担忧。从过去经验来看，央行持续开展14天逆回购多用于对冲阶段性资金压力。近期银行间资金价格实现回落，进一步验证开展14天逆回购对缓解资金面压力的作用。维持货币政策方向上仍未收紧的观点，目前宏观流动性环境尚不具备持续收紧的宏观和微观基础。

中报盈利改善，但多数行业仍面临负增长。截止8月29日，披露率达95%。目前2020年上半年中小板和创业板盈利增速分别为10.50%和14.45%，而主板盈利增速仍为-22.86的负增长，同口径下，均较Q1有明显改善。但目前多数行业仍面临负增长，其中高增速行业主要在农业、电气设备、电子、医药、食品饮料等受国内疫情影响较小或受益于疫情的方向；二季度积极复工的机械、公用事业也有正增长；但通信、休闲服务、交运、采掘等复工较晚行业净利增速仍为较大负增长。

配置建议：顺周期品种持续修复。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：地产、建材、化工、煤炭、有色、机械；3）“科技+制造内循环”：5G基建、云计算、电气设备、

新能源汽车；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：“金九”将至，稳中向上 5
1、7月工业企业加速改善，供需分化收敛 5
2、创业板注册制平稳过度，市场活跃度提升 6

3、14 天逆回购重启，对冲长线资金压力 7
4、中报盈利改善，但多数行业仍面临负增长 8
5、“金九”将至，稳中向上..... 10

图表目录

图表 1：7 月工业企业利润加速修复 6
图表 2：计算机通信与电子设备制造业仍保持高增长 6
图表 3：供需分化不断收敛，处于被动去库存 6
图表 4：注册制推出后，创业板存量市场活跃度提升 7
图表 5：相较科创板，首批创业板注册市场反应更理性 7
图表 6：14 天逆回购多用于对冲阶段性资金压力 8
图表 7：受益于 14 天逆回购投放，银行间利率回落 8
图表 8：目前中小创的 Q2 盈利改善情况显著好于主板 9
图表 9：高增速主要在农业、电气设备、电子、医药、食品饮料 9
图表 10：指数估值持续收敛（截止 2020 年 8 月 28 日） 10
图表 11：消费、成长部分回升，金融、周期估值持续提升（截止 2020 年 8 月 28 日）10

核心结论：“金九”将至，稳中向上

维持市场仍处于震荡蓄力阶段，但接近尾声。后续限售股解禁和中美关系反复对市场的压制将趋于弱化，中美走向明确后，利于外资重回流入。创业板改革引发的资金分流效应影响有限，市场反应理性，活跃度提升。近期公开市场重启 14 天逆回购和 MLF 超额续作，显示央行对冲流动性压力意图。虽然当前经济已进入逐步修复通道，但下游消费需求偏弱、就业等压力仍较大，企业尚处于报表修复阶段，需要流动性宽松环境予以配合，宏观流动性拐点未至。7 月工业企业利润加速修复验证需求持续回暖，中报窗口低估值低仓位的顺周期品种股价得以持续修复，高增速的消费和科技板块高估值得以部分消化，风格趋向平衡。

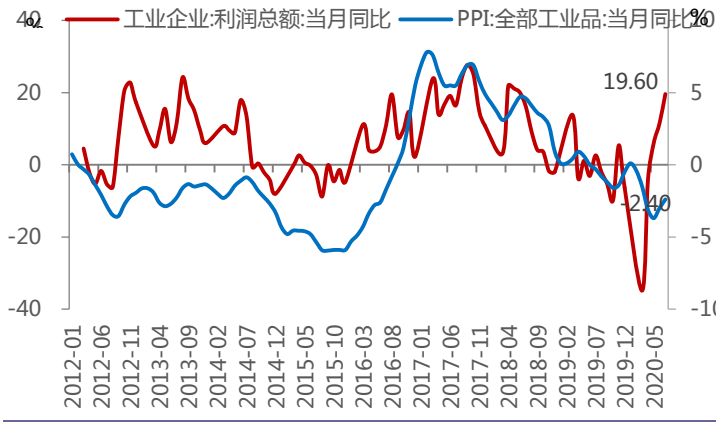
配置建议：顺周期品种持续修复。1）低估值但业绩有持续改善空间：券商、保险；2）低估值且边际需求良好：地产、建材、化工、煤炭、有色、机械；3）“科技+制造内循环”：5G 基建、云计算、电气设备、新能源汽车；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电、影视影院、旅游

1、7 月工业企业加速改善，供需分化收敛

2020 年 1-7 月，全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降 8.1%，较 1-6 月收窄 4.7 个百分点。其中 7 月单月同比增长 19.6%，连续 3 个月持续保持正增长，并较前期加速提升，虽然企业利润增速较快有投资收益高增等短期因素，但仍主要受益于工业品价格回升等需求端修复，7 月 PPI 较 5 月降幅收窄至-2.4%。结构上，目前 1-7 月中 29%行业利润实现正增长，但较 6 月增速回升占比高达 93%，体现经济修复力度的强劲；受益于前期积压订单需求释放的计算机通信与电子设备制造业仍保持高增长，1-7 月利润累计增速升至 28.7%，中下游的专用设备行业增长仍在加速，汽车制造降幅明显收窄至-5.8%。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、黑色累计同比跌幅有明显缩窄，或受益于基建、地产投资的拉动。

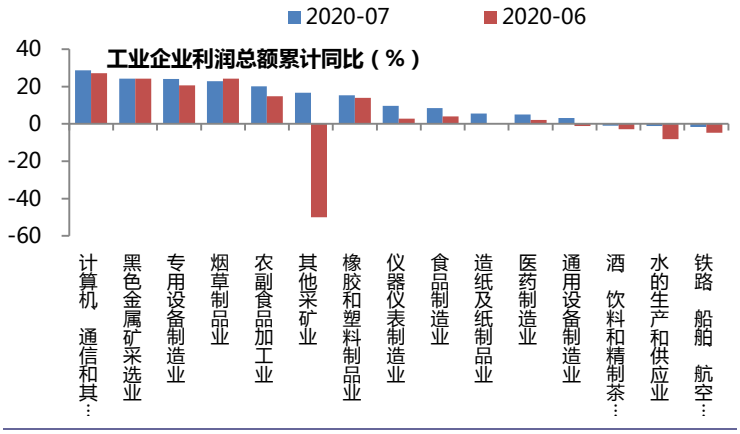
1-7 月工业企业产成品存货增速回落至 7.4%，库存累库现象加速缓解，但仍处疫情爆发前 2019 年的相对高位，而工业企业的生产随着利润的改善也进入恢复，此前生产恢复主要依赖政策扶持，随着库存和工业企业的生产能力达到近期高低位，整体库存周期开始恢复，目前短期库存变化仍以需求上升的形式进行去库存，供需分化不断收敛，当下经济将处于被动去库存阶段，新一轮库存周期开启还需等待。

图表 1：7 月工业企业利润加速修复



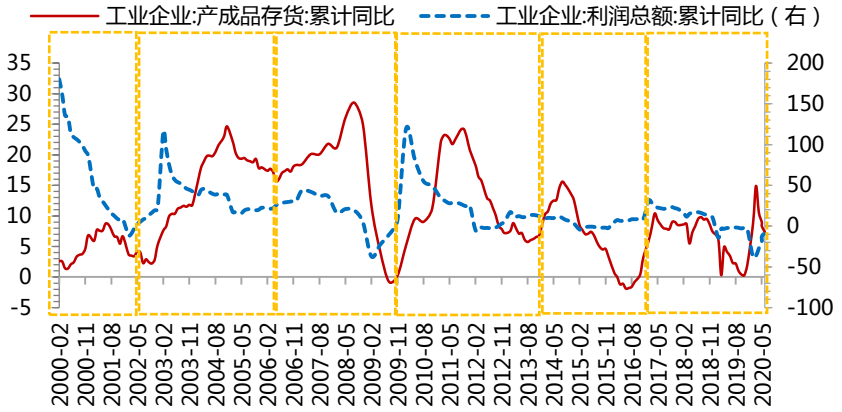
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：计算机通信与电子设备制造业仍保持高增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：供需分化不断收敛，处于被动去库存



资料来源：Wind，太平洋证券整理

2、创业板注册制平稳过度，市场活跃度提升

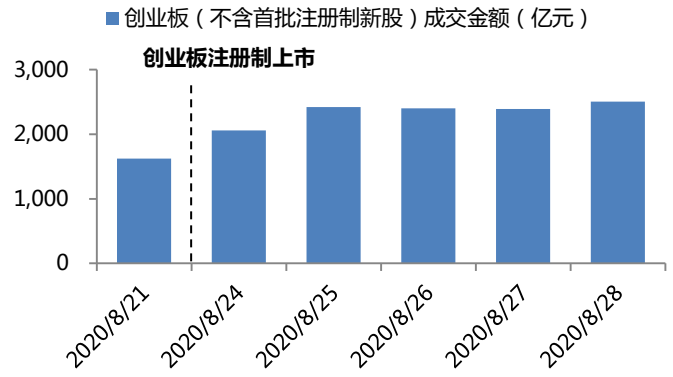
8 月 24 日 18 只创业板企业注册上市。此前市场担心资金分流，从开板以来的市场反应来看，8 月 24 日-28 日，创业板指累计涨幅 4.76%，市场反应较为理性；创业板实现注册制首日，仅有 13 只存量老股涨幅超 10%，2 只存量老股跌幅超 10%，创业板注册制并未对存量市场有明显的资金分流。科创板注册制试点的可借鉴经验，使得首批创业板注册制新股的市场表现也相对平稳，18 只首批创业板注册制股票上市首日的换手率和股价振幅中位数分别为 57.9%和 57.03，均明显低于首批科创板企业的 77.7%和 13759%。截止 8 月 28 日，涨幅区间分布于 12%-796%，涨幅中值 107.68%。

对比科创板企业，创业板首批注册企业具有以下特点：一是，估值相对科创板偏低。此次首批上市首日市盈率中值为 70.5 倍，小于科创板首批的 91.59 倍；二是，此次首批盈利能力更强，18 家公司中有 11 家公司 2019 年净利润超 1 亿元，并且此次首批公司近

五年平均 ROE 的中值达 28.67%。可见，更合理的估值、更高质量的盈利也显示市场对创业板注册制并未过度反应，未来创业板上市公司也将蕴含更多投资机会。

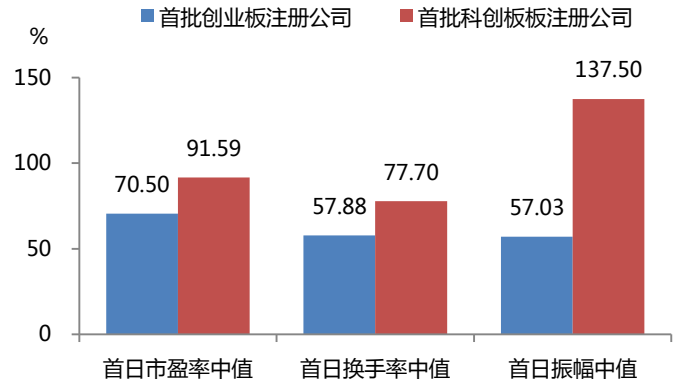
对 A 股的影响，维持前期判断，短期由于上市公司增多，资金或有分流，但影响程度有限，利于提升成长股的活跃度和热情。8 月 24 日以来，创业板总成交金额（不含首批注册制新股）明显增长，其中 24 日注册制首日成交金融 2058 亿元，较前一日增长 26.8%。中长期来看，利于估值体系重塑，新兴产业估值将有望提升。期间，券商、创投公司也将分别受益于业务提升、退出渠道增多而从中获益。

图表 4：注册制推出后，创业板存量市场活跃度提升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：相较科创板，首批创业板注册市场反应更理性



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3、14 天逆回购重启，对冲长线资金压力

8 月 21 日以来，央行持续开展 14 天逆回购操作，已累计投放 1600 亿，引发市场对央行锁短放长、抬高资金成本、政策转向的担忧。从过去经验来看，央行持续开展 14 天逆回购多处于月末、季末、春节等阶段性资金需求较多的时间段，用于对冲资金压力。结合 8 月 25 日的央行操作和市场反应来看，央行投放 2500 亿元 7 天逆回购和 500 亿元 14 天逆回购，对冲当日到期的 1000 亿元逆回购，实现净投放 2000 亿元，受益于流动性投放，银行间资金价格实现回落，当日 DR001 明显下滑 42BP，截止 8 月 28 日，DR001、DR007、DR014 已降至 1.51%、2.47%、2.41%，进一步验证开展 14 天逆回购对缓解资金面压力的作用。叠加 8 月 17 日央行超额续作 MLF 的操作，重启 14 天逆回购进一步增加长线资金的供应，也符合 8 月以来政府债券集中发行（8-9 月为传统地方发债高峰）、满足金融机构需求的货币政策目的。

重申货币政策方向上仍未收紧的观点，7 月政治局会议、央行二季度货币政策执行报告均强调财政与货币政策的紧密配合，且货币政策要更加灵活适度、精准导向。在国内经济基本面逐步走出疫情影响、8 月实体经济数据进一步回升的背景下，央行将继续

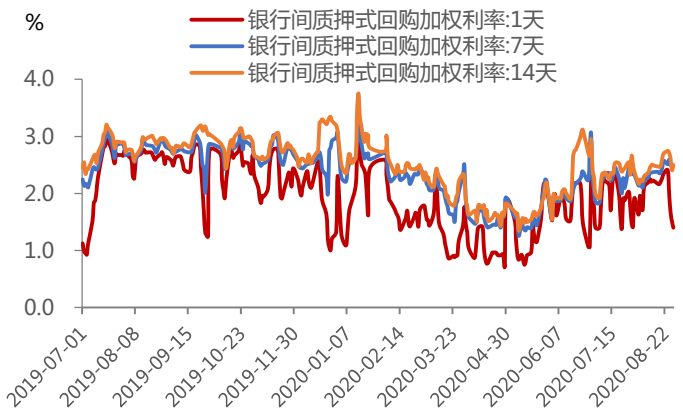
施行常态化货币政策，以稳为主，流动性方面会保持宽松。目前宏观流动性环境尚不具备持续收紧的宏观和微观基础，虽然当前经济已进入逐步修复通道，但下游消费需求偏弱、就业等压力仍较大，企业尚处于报表修复阶段，需要流动性宽松环境予以配合。后续支持财政方面的地方债发行，也需要宽松的流动性予以支持。

图表 6：14 天逆回购多用于对冲阶段性资金压力

持续投放时间段	14 天逆回购投放量(亿元）	逆回购利率（%）
2019/01/30-2019/2/1	1800	2.70
2019/6/17-2019/6/21	3400	2.70
2019/9/19-2019/9/27	3200	2.70
2019/12/18-2019/12/23	6000	2.65
2020/1/15-2020/1/22	11800	2.65
2020/2/3-2020/2/10	6200	2.55
2020/6/18-2020/6/23	3700	2.35

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：受益于 14 天逆回购投放，银行间利率回落



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、中报盈利改善，但多数行业仍面临负增长

按上市公司披露规则，8 月底之前所有公司应结束披露其 2020 年中报情况。截止 8 月 29 日，已披露中报的上市公司 3614 家，整体披露率仅有 95%，其中创业板上市公司披露率相对较高，达 99%，主板和创业板上市公司披露率分别为 93%、94%。现有数据显示，目前 2020 年上半年中小板和创业板盈利增速分别为 10.50%和 14.45%，相对高增长，而同期主板盈利增速仍为-22.86 的负增长，同口径下，均较 2020Q1 有明显改善。结合已有的 7 月规模以上工业企业经营数据来看，中报将证实企业盈利改善的预期。

目前 27 个行业（剔除综合）中仅有银行行业披露率较低，仅有 78%，多数行业披露率均有 90%以上。整体来看，27 个行业中有 20 个行业在 2020 年上半年仍将面临负增长，呈现中报业绩修复较快的行业偏少数。其中高增速行业主要体现在农业（2020 年中报净利增速-整体法，196.89%）、电气设备（21.18%）、电子（13.75%）、医药（10.74%）、食品饮料（9.82%），均是受国内疫情影响较小或直接受益于疫情的方向；受益于二季度积极复工开工的机械(8.64%)、公用事业(5.88%)也有一定正增长表现；但通信(-284.74%)、休闲服务（-117.89%）、交运（-98.46%）、采掘（-78.07%）等复工较晚行业净利增速仍表现为较大负增长。

图表 8：目前中小创的 Q2 盈利改善情况显著好于主板

板块	2020Q2 净利			2020Q1 净利(同 Q2 口径)			披露率
	期初（亿元）	期末（亿元）	增速（%）	期初（亿元）	期末（亿元）	增速（%）	
主板	13,177	10,165	-22.86	6,499	4,385	-32.54	93%
中小企业板	1,539	1,700	10.50	670	585	-12.68	94%
创业板	625	715	14.45	263	202	-23.26	99%
全部 A 股	15,341	12,581	-17.99	7,433	5,172	-30.42	95%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 9：高增速主要在农业、电气设备、电子、医药、食品饮料

风格	行业	披露数	披露率	2020Q2 净利增速（整体法，%）
周期	采掘	63	95%	-78.07
	化工	333	95%	-24.50
	钢铁	32	97%	-33.31
	有色金属	110	92%	-21.62
	建筑材料	68	99%	-1.32
	建筑装饰	124	94%	-8.99
	电气设备	198	98%	21.18
	机械设备	342	97%	8.64
	公用事业	159	94%	5.88
	交通运输	116	99%	-98.46
消费	汽车	176	98%	-39.19
	家用电器	56	92%	-33.54
	纺织服装	79	93%	-56.02
	轻工制造	121	90%	-17.36
	商业贸易	94	97%	-43.44
	农林牧渔	80	95%	196.89
	食品饮料	96	96%	9.82
	休闲服务	35	97%	-117.89
	医药生物	301	97%	10.74
金融	房地产	118	91%	-20.86
	银行	28	78%	-6.74
	非银金融	77	92%	-19.56
成长	国防军工	67	97%	-0.86
	电子	248	96%	13.75
	计算机	214	99%	-46.78
	传媒	157	92%	-41.63
	通信	95	94%	-284.74

资料来源：Wind，太平洋证券整理

5、“金九”将至，稳中向上

维持市场仍处于震荡蓄力阶段，但接近尾声。后续限售股解禁和中美关系反复对市场的压制将趋于弱化，中美走向明确后，利于外资重回流入。创业板改革引发的资金分流效应影响有限，市场反应理性，活跃度提升。近期公开市场重启 14 天逆回购和 MLF 超额续作，显示央行对冲流动性压力意图。虽然当前经济已进入逐步修复通道，但下游消费需求偏弱、就业等压力仍较大，企业尚处于报表修复阶段，需要流动性宽松环境予以配合，宏观流动性拐点未至。7 月工业企业利润加速修复验证需求持续回暖，中报窗口低估值低仓位的顺周期品种股价得以持续修复，高增速的消费和科技板块高估值得以部分消化，风格趋向平衡。

配置建议：顺周期品种持续修复。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：地产、建材、化工、煤炭、有色、机械；3）“科技+制造内循环”：5G 基建、云计算、电气设备、新能源汽车；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 10：指数估值持续收敛（截止 2020 年 8 月 28 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	44.03%	14.65	63.95%	18.25	3.53	37.22
	上证 50	1.31	32.80%	11.58	50.78%	9.96	3.18	31.60
	中小板指	4.61	65.48%	37.82	78.35%	39.76	4.18	47.11
	创业板指	7.98	92.13%	68.26	88.16%	53.37	6.57	50.94
	中证 500	2.24	26.51%	34.07	52.26%	27.02	1.48	33.85
	创业板 50	9.02	88.64%	83.56	90.22%	65.75	6.87	61.93

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 11：消费、成长部分回升，金融、周期估值持续提升（截止 2020 年 8 月 28 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	1.05	2.2%	14.15	18.2%	-7.78	-1.56	13.90
	化工	2.40	37.3%	30.45	50.0%	26.43	1.47	40.57
	钢铁	0.90	10.0%	13.05	28.6%	-2.14	-0.59	11.83
	有色金属	2.46	24.5%	44.91	56.4%	13.45	-0.97	34.94
	建筑材料	2.46	46.7%	17.82	19.2%	35.74	0.20	36.95
	建筑装饰	0.99	3.2%	11.01	12.9%	6.08	-0.42	13.60
	电气设备	3.36	48.2%	44.26	58.9%	47.58	5.95	48.84

	机械设备	2.53	35.6%	34.31	54.2%	24.35	3.26	34.54
	公用事业	1.47	5.3%	23.01	35.7%	6.18	-0.22	16.53
	交通运输	1.53	22.6%	23.32	51.5%	3.49	2.33	25.88
消费	汽车	1.89	26.9%	30.49	73.5%	20.34	1.45	37.34
	家用电器	3.48	76.3%	22.19	55.1%	10.31	2.22	36.51
	纺织服装	1.89	24.8%	32.70	52.6%	0.87	0.88	9.67
	轻工制造	2.15	36.1%	28.67	30.9%	22.44	0.99	36.36
	商业贸易	1.74	12.5%	26.42	36.3%	21.97	-2.73	31.15
	农林牧渔	4.64	76.2%	24.47	4.0%	43.67	2.20	40.21
	食品饮料	9.90	98.1%	51.76	92.1%	60.24	9.64	85.25
	休闲服务	6.70	88.8%	111.25	98.8%	73.86	8.74	105.87
	医药生物	5.24	79.4%	60.16	90.5%	58.52	4.94	56.03
金融	房地产	1.30	4.0%	9.87	6.7%	0.00	-0.68	21.28
	银行	0.71	1.9%	6.34	15.9%	-8.25	1.13	11.76
	非银金融	2.06	31.3%	19.87	37.6%	5.21	0.51	27.88
成长	国防军工	3.49	66.3%	76.01	72.4%	43.48	-2.64	50.03
	电子	4.53	82.5%	60.54	72.3%	36.62	1.84	39.94
	计算机	5.00	68.9%	82.60	94.8%	29.66	2.62	20.82
	传媒	3.07	20.1%	46.30	31.0%	31.06	5.35	37.68
	通信	2.99	62.2%	46.59	68.3%	9.94	0.61	0.15

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。