太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-07-26

投资策略报告

震荡蓄力，蓝筹补涨可期待

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL： zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190210090002

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：

《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

《5月“新老基建”双驱动》——2020/5/6

《业绩迎大考，市场波折前行》——2020/4/26

《复苏预期加持，反弹可持续》——2020/4/19

《政策红利空间充足，机会在内需》——2020/4/12

风险提示：监管收紧；中美关系反复

核心结论：震荡蓄力，蓝筹补涨可期待。短期市场波动未收敛，还将处于蓄力震荡过程中，限售股解禁加剧资金扰动，近期中美关系反复将进一步拉长市场震荡阶段，但回调空间可控，资金博弈过后市场焦点仍将重回基本面。从中长期来看，经济企稳复苏，企业盈利改善、外资流入（全球宽松潮）、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。在前期“抱团”资金松动之后，近期风格轮动预期进一步增强，风格趋向均衡，建议关注金融和周期板块的补涨机会。

中美关系扰动拉长震荡阶段。7月24日，上证综指大幅下挫3.86%，计算机、医药、电子等前期强势行业跌幅超5%。受中美外交事件影响，北上资金大幅流出163.57亿元，外资偏爱的消费板块相应回调；由于风险偏好回落，叠加限售股解禁减持影响，科技板块也下挫明显；农业、采掘、银行、地产等低估值蓝筹板块相对抗跌。我们认为短期中美关系恶化将进一步拉长A股震荡蓄力过程。2017年和2018年特朗普也曾针对俄罗斯要求其关闭在美领事馆，在2018年事件中俄罗斯采取反制，关闭圣彼得堡领事馆。时隔2年，美俄之间也未将恶化的外交关系进一步上升至“战争”等极端局面。短期来看，市场对中美外交关系恶化存在一定预期，但未来交锋变数或将影响短期市场节奏。

重申谨防美股回调风险。受近期失业率数据拖累，美股出现大跌，7月23日以来道指和纳斯达克指数分别大跌1.98%、3.20%，其中FAAMG科技龙头股跌幅明显，达到3%-5%。重申谨防美股回调风险：一是，后续美联储货币政策工具进一步超预期的空间缩小，支撑美股上涨动力不足。目前已观察到美联储6月下旬以来有所缩表。二是，美国疫情二次冲击的影响将显现，不仅使美国经济复工节奏放缓，还将一步拉长美国经济修复的肥尾。目前美国许多州已经明确暂停复工或采取针对性措施预防疫情，这些州的人口已占到美国人口的80%。此外，2020Q2财年美国上市公司盈利也将面临大幅跳水，标普500指数、道琼斯工业指数和纳斯达克指数均超出过去10年历史均值2倍标准差水平，估值“恐高”也面临回调压力。

金融地产仓位处于历史低位，蓝筹补涨可以期待。主动偏股型公募持续抱团消费和成长，二者已达到2010年以来80%以上的历史百分位，其中消费已接近历史新高。相较下，周期配置占比16.4%，历史百分位14%；金融地产板块配置占比5.7%，已连续3个季度保持下滑，历史百分位仅5%。目前新发基金仍在放量，截止7月24日，偏股型公募机构的发行规模已超越6月千亿规模达2095亿，由此金融地产和周期仍是新发基金建仓、规避交易筹码过于集中的板块。我们仍维持博弈低估值蓝筹补涨可期待的观点。一是，暴涨过后的蓝筹低估值的相对优势仍存在，只是“性价比”随着暴涨有所弱化，例如目前银行PB不足1X，券商PB 1.9X较历史中值2.7X估值仍有提升空间；二是，2020Q2业绩改善有支撑，中报窗口期业绩“下杀”概率较小，前期市场对经济修复的乐观预期透支。

配置建议：补涨可期待，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：地产、建材、煤炭、有色、机械；3）“新基建”：5G基建、云计算、电气设备、新能源汽车；4）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：震荡蓄力，蓝筹补涨可期待 4
1、中美关系扰动拉长震荡阶段 4
2、重申谨防美股回调风险 5
3、金融地产仓位处于历史低位，蓝筹补涨可以期待 6
4、震荡蓄力，蓝筹补涨可期待 8

图表目录

图表 1：近几年美俄之间也曾发生关闭领事馆的外交摩擦 5
图表 2：近期中美外交事件引发人民币贬值和外资流出 5
图表 3：美国暂停复工各州人口已占到美国人口的 80% 6
图表 4：美国失业了边际回升 6
图表 5：标普 500EPS 预期在 2020Q2 大幅下滑 11% 6
图表 6：美联储在 6 月下旬以来已出现缩表现象 6
图表 7：金融地产仓位处于历史低位 7
图表 8：消费中对医药的配置占比已创出新高 7
图表 9：成长中对电子的配置占比已创出新高 7
图表 10：多数重要指数估值水位均修复至中枢附近（截止 2020 年 7 月 24 日） 8
图表 11：全行业估值迎普降（截止 2020 年 7 月 24 日） 8

核心结论：震荡蓄力，蓝筹补涨可期待

短期市场波动未收敛，还将处于蓄力震荡过程中，限售股解禁加剧资金扰动，近期中美关系反复将进一步拉长市场震荡阶段，但回调空间可控，资金博弈过后市场焦点仍将重回基本面。从中长期来看，经济企稳复苏，企业盈利改善、外资流入（全球宽松潮）、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。在前期“抱团”资金松动之后，近期风格轮动预期进一步增强，风格趋向均衡，建议关注金融和周期板块的补涨机会。

配置建议：补涨可期待，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：地产、建材、煤炭、有色、机械；3）“新基建”：5G 基建、云计算、电气设备、新能源汽车；4）可选消费中的汽车、消费电子、家电、影视影院、旅游。

1、中美关系扰动拉长震荡阶段

7 月 24 日，上证综指大幅下挫 3.86%，计算机、医药、电子等前期强势行业跌幅超 5%，引发市场担忧情绪。继 7 月 21 日，美国单方面要求中方关闭驻休斯敦总领事馆后，7 月 24 日中方采取反制，决定撤销对美国驻成都总领事馆的设立和运行许可。受中美外交事件影响，人民币贬值，北上资金大幅流出 163.57 亿元，外资偏爱的消费板块相应回调；由于风险偏好回落，叠加限售股解禁减持影响，科技板块也下挫明显；农业、采掘、银行、地产等低估值蓝筹板块相对抗跌。

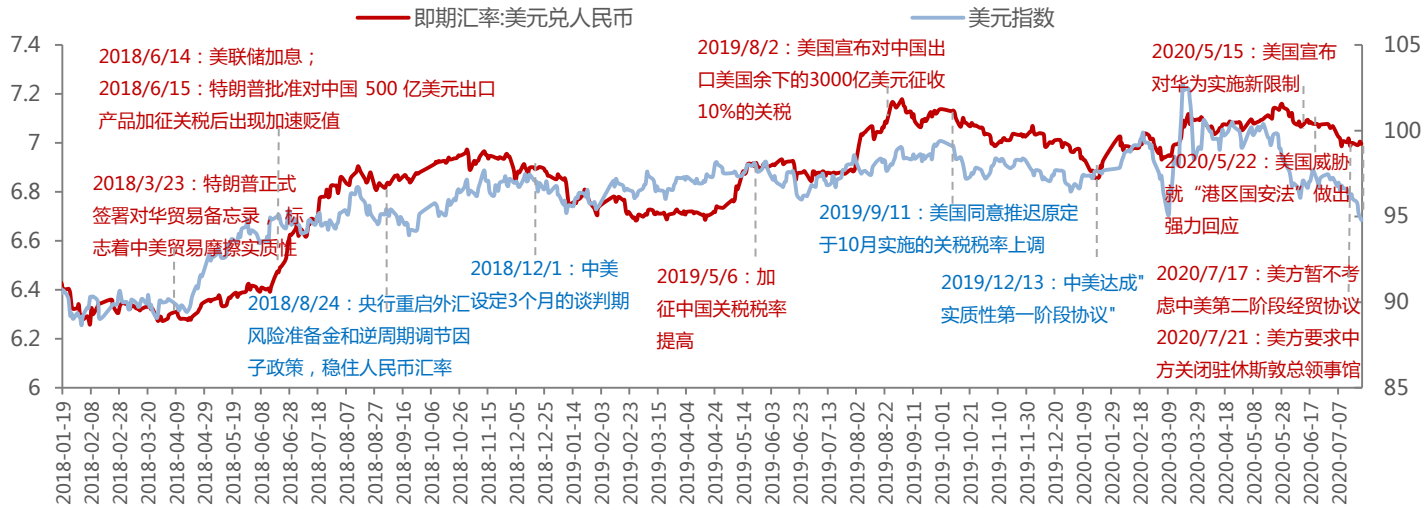
我们认为短期中美关系恶化将进一步拉长 A 股震荡蓄力过程。从过往经验来看，2017 年和 2018 年特朗普也曾针对俄罗斯要求其关闭在美领事馆，在 2018 年事件中俄罗斯采取反制，关闭圣彼得堡领事馆。时隔 2 年，美俄之间也未将恶化的外交关系进一步上升至“战争”等极端局面。短期来看，市场对中美外交关系恶化存在一定预期，但未来交锋变数或将影响短期资本市场节奏。

图表 1：近几年美俄之间也曾发生关闭领事馆的外交摩擦

时间	事件	背景	发展
2017 年 8 月 31 日	美国国务院发言人宣布处于对等原则，限俄罗斯在 48 小时内关闭驻旧金山领事馆及位于华盛顿和纽约的两处办事处。	美国职责俄罗斯干预其 2016 年大选，决定驱逐俄方驻美外交人员，双方随后围绕“通俄门”相互制裁。	俄罗斯驻旧金山总领事馆从 9 月起停止接待工作；俄罗斯并没有采取进一步的报复行动。
2018 年 3 月 26 日	美国政府宣布将关闭俄罗斯驻西雅图领事馆。	因英俄“双重间谍”中毒事件。	俄罗斯外交官撤离后，俄罗斯宣布了报复措施；要求美国关闭圣彼得堡领事馆。

资料来源：太平洋证券整理

图表 2：近期中美外交事件引发人民币贬值和外资流出



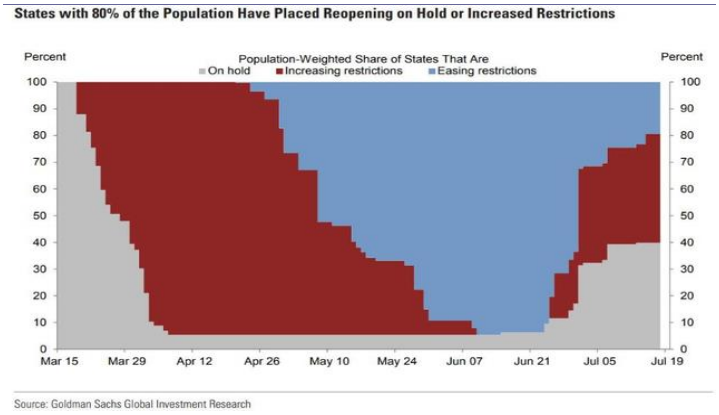
资料来源：Wind，太平洋证券整理

2、重申谨防美股回调风险

受近期失业率数据拖累，美股出现大跌，7 月 23 日以来道指和纳斯达克指数分别大跌 1.98%、3.20%，其中 FAAMG 科技龙头股跌幅明显，达到 3%-5%。由于美国近期新增确诊病例的居高不下，截止 7 月 24 日已升至每日 7 万例新增确诊病例的水平，以及二次疫情冲击引发的各州复工计划延期，近期失业率的攀升进一步致使市场对美国经济复苏悲观，由此导致美股回调。此外，2020Q2 财年美国上市公司盈利也将面临大幅跳水，彭博数据显示，标普 500EPS 的盈利预期在当前时点，将下滑 11%，2020 年全年来看，将进一步下滑至 17%，企业基本面不支持反弹；此外，标普 500 指数、道琼斯工业指数和纳斯达克指数均超出过去 10 年历史均值 2 倍标准差水平，估值“恐高”也面临回调压力。

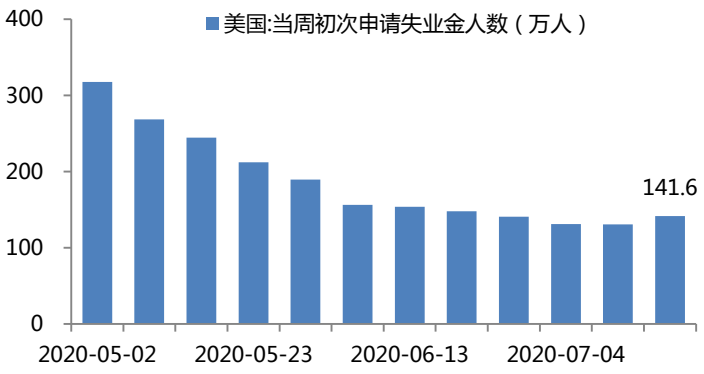
重申谨防美股回调风险。一是，后续美联储货币政策工具进一步超预期的空间缩小，支撑美股上涨动力不足。美联储目前已出台的所有货币政策工具，已能够向股票投资者以外的其他所有市场主体直接进行精准的融资支持，货币政策的传导效率也有明显提升，各类市场的流动性紧缺问题已得到缓解，目前已观察美联储在 6 月下旬以来已出现缩表现象。二是，美国疫情二次冲击的影响将显现，不仅使美国经济复工节奏放缓，还将一步拉长美国经济修复的肥尾。高盛报告显示，目前美国许多州已经明确暂停复工或采取针对性措施预防疫情，这些州的人口已占到美国人口的 80%。总之，经济改善预期的减弱，以及反弹动力的不足将促使美股回调的窗口越来越近。美股回调对 A 股的影响，一方面，将引发外围风险偏好回落和外资流出；另一方面，将强化海外需求对我国部分出口型产业冲击的预期。

图表 3：美国暂停复工各州人口已占到美国人口的 80%



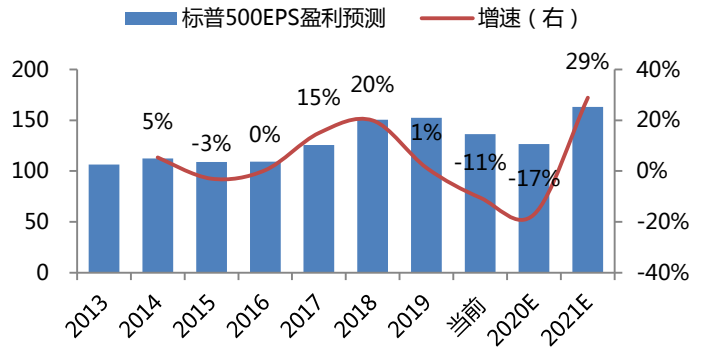
资料来源：高盛，太平洋研究院整理

图表 4：美国失业了边际回升



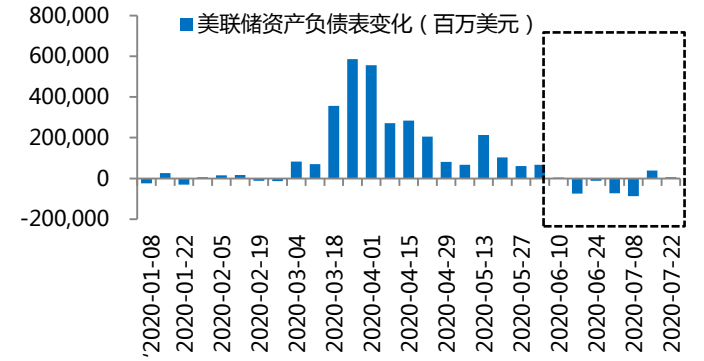
资料来源：Bloomberg，太平洋研究院整理

图表 5：标普 500EPS 预期在 2020Q2 大幅下滑 11%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：美联储在 6 月下旬以来已出现缩表现象



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

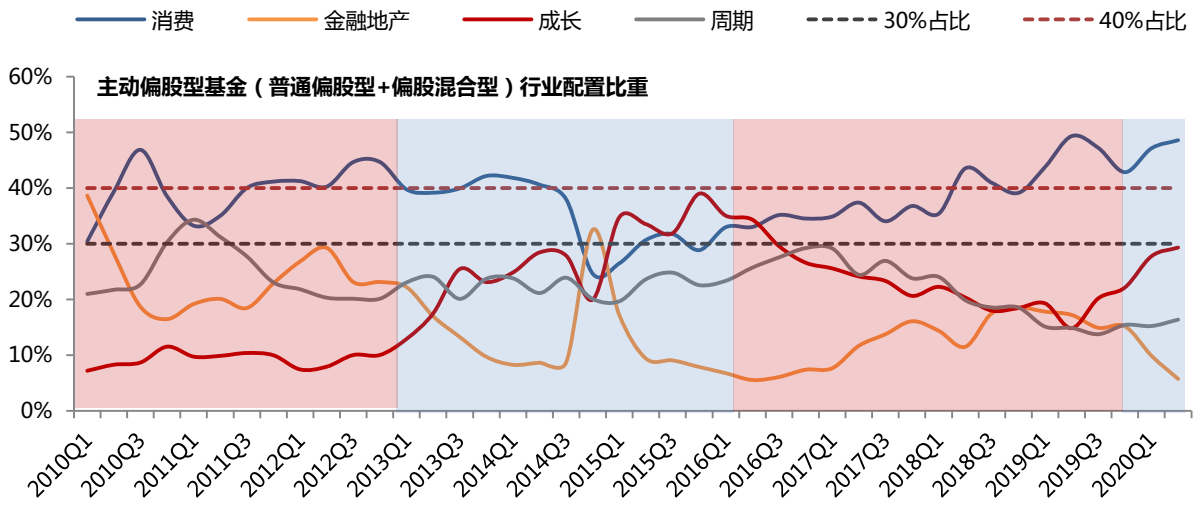
3、金融地产仓位处于历史低位，蓝筹补涨可以期待

从 2020Q2 最新持仓数据来看，主动偏股型公募持续抱团消费和成长，消费和成长板块在 2020Q2 持续增配，分别较 2020Q1 高出 1.6 和 1.5 个百分点，二者已达到 2010 年以来 80%以上的历史百分位，其中消费已接近历史新高。而公募机构主要是通过加仓医药和电子分别实现对相应风格板块的配置，行业配置集中度较高，医药和电子仓位也创出 2010 年以来新高，2020Q2 医药和电子的配置占比分别为 21.90%和 14.75%。

相较下，周期配置占比在 2020Q2 也提升 1.1 个百分点至 16.4%，历史百分位 14%；金融地产板块配置占比在 2020Q2 明显下滑 4.2 个百分点至 5.7%，连续 3 个季度保持下滑，历史百分位仅 5%，处于历史低位。目前新发基金仍在放量，截止 7 月 24 日，偏股型公募机构的发行规模已超越 6 月千亿规模达 2095 亿，由此金融地产和周期仍是新发基金建仓、规避交易筹码过于集中的板块。

我们仍维持博弈低估值蓝筹补涨可期待的观点。一是，暴涨过后的蓝筹低估值的相对优势仍存在，只是“性价比”随着暴涨有所弱化，例如目前银行 PB 不足 1X，券商 PB 1.9X 较历史中值 2.7X 估值仍有提升空间；二是，2020Q2 业绩改善有支撑，从与 A 股盈利增速拟合较好的工业企业利润增速变化来看，5 月单月工业企业利润增速已同比转正至 6%，中报窗口期业绩“下杀”概率较小，前期市场对经济修复的乐观预期透支。

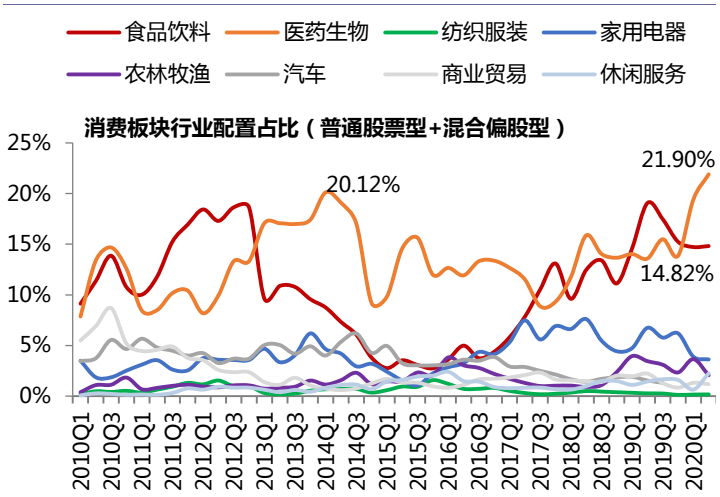
图表 7：金融地产仓位处于历史低位



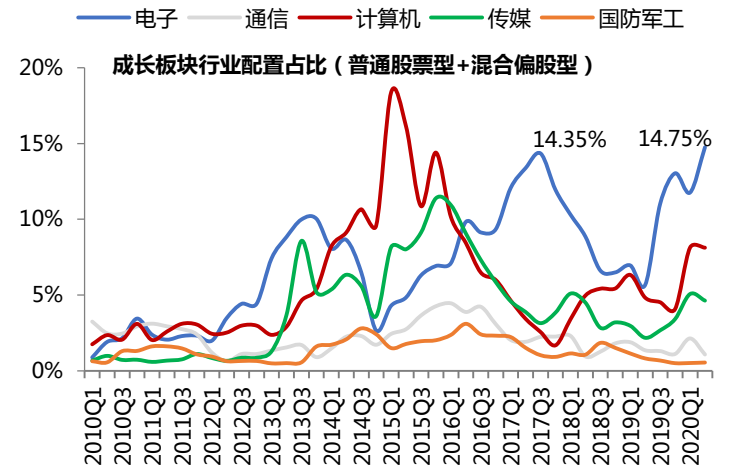
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 8：消费中对医药的配置占比已创出新高

图表 9：成长中对电子的配置占比已创出新高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、震荡蓄力，蓝筹补涨可期待

短期市场波动未收敛，还将处于蓄力震荡过程中，限售股解禁加剧资金扰动，近期中美关系反复将进一步拉长市场震荡阶段，但回调空间可控，资金博弈过后市场焦点仍将重回基本面。从中长期来看，经济企稳复苏，企业盈利改善、外资流入（全球宽松潮）、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。在前期“抱团”资金松动之后，近期风格轮动预期进一步增强，风格趋向均衡，建议关注金融和周期板块的补涨机会。

配置建议：补涨可期待。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、煤炭、有色、机械；3）“新基建”：5G 基建、云计算、电气设备、新能源汽车；4）可选消费中的汽车、消费电子、家电、影视影院、旅游。

图表 10：创业板指和中证 500 估值较上期提升（截止 2020 年 7 月 24 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	1.55	36.75%	13.56	51.72%	2.12	9.65	27.63
	上证 50	1.23	24.18%	10.70	43.61%	3.10	-3.91	23.39
	中小板指	4.42	60.77%	36.04	72.89%	28.98	-5.04	35.76
	创业板指	8.29	93.07%	72.50	92.18%	46.14	-3.97	43.83
	中证 500	2.11	19.48%	30.33	39.90%	19.29	-4.26	25.71
	创业板 50	9.62	92.55%	96.69	96.24%	57.58	-3.79	53.95

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 11：军工、电子、医药行业较前期提升（截止 2020 年 7 月 24 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	1.01	1.7%	13.68	15.6%	-10.88	-2.77	10.08
	化工	2.19	24.9%	27.52	42.9%	14.64	-3.98	27.46
	钢铁	0.88	8.6%	12.49	26.6%	-6.64	-4.52	6.69
	有色金属	2.43	23.9%	43.62	54.2%	10.53	-2.21	31.47
	建筑材料	2.35	43.2%	16.40	14.4%	24.83	-5.03	25.95
	建筑装饰	0.95	1.7%	10.44	9.4%	-0.01	-3.75	7.08
	电气设备	2.97	36.8%	39.76	43.9%	34.55	-3.01	35.70
	机械设备	2.39	31.4%	31.45	47.1%	14.14	-4.04	23.49
	公用事业	1.40	2.7%	21.65	30.1%	0.00	-4.11	9.74
	交通运输	1.41	15.1%	22.01	46.3%	-5.42	-4.25	15.04
消费	汽车	1.73	19.8%	28.05	69.4%	10.52	-4.45	26.13
	家用电器	3.30	70.3%	20.97	50.8%	3.93	-2.96	28.62
	纺织服装	1.80	18.1%	31.67	49.2%	-2.84	-3.94	5.63
	轻工制造	2.00	31.3%	26.69	27.2%	12.08	-5.35	24.82
	商业贸易	1.79	13.4%	27.19	37.2%	24.87	-5.12	34.27
	农林牧渔	4.10	67.6%	21.64	0.9%	28.56	-2.60	25.46
	食品饮料	8.35	95.4%	44.31	81.4%	36.00	-2.99	57.22
	休闲服务	6.25	87.7%	106.05	97.9%	63.16	0.35	93.21
	医药生物	4.97	76.0%	56.58	88.1%	50.23	-2.42	47.87
金融	房地产	1.28	2.8%	9.61	5.7%	-2.72	-4.52	17.99
	银行	0.68	1.0%	5.99	10.9%	-13.09	-4.61	5.86
	非银金融	1.90	19.7%	18.65	32.1%	-0.33	-5.61	21.16
成长	国防军工	3.38	64.1%	72.22	68.5%	36.05	3.06	42.26
	电子	4.31	79.3%	55.55	62.0%	27.23	-5.76	30.32
	计算机	4.89	67.7%	79.40	93.7%	24.51	-5.37	16.02
	传媒	2.85	13.4%	49.15	36.5%	20.70	-5.60	26.80
	通信	2.95	61.3%	45.37	66.0%	6.43	-6.11	-3.05

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
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。