太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-07-19

投资策略报告

情绪释放正常调整，布局核心资产

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：

《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：情绪释放正常调整，布局核心资产。短期由于市场波动未收敛，还将处于蓄力震荡过程中，中美关系反复和限售股解禁加剧资金扰动，但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、全球宽松潮、利率低位等趋势并未改变，中长期仍可相对乐观，保持牛市思维。科技和消费仍是全年主线，短期博弈滞涨的金融地产和周期仍有一定持续性，近期风格更均衡。中报业绩中高增速行业将仍来自科技和消费领域，有景气度支撑的科技和消费能消化一定高估值的问题。估值比较来看，科技较消费便宜，短期主线品种大跌后，科技性价比相对更高。

市场正常回调，距离过热仍有空间。受中美关系、限售股解禁、中芯国际科创板上市资金分流、白酒被监管批评等影响，大盘回调至3200点水位。我们认为，此次回调属于资金博弈回落和恐慌情绪宣泄后的正常回调。对比2019年4月和2020年1月时市场高点，当下市场流动性依然充裕，经济复苏趋势更加明确，市场已消化了对中美关系的部分担忧，金融风险更可控。从换手率、成交额、融资资金、股票风险溢价等角度，当下市场热度距离2015年牛市顶部区域的空间仍有。

Q2经济改善好于预期，出口显现韧性。2020年二季度GDP增速3.2%，6月工业增加值同比增速进一步扩大至4.8%，生产端已得到较好的修复。但需求端，消费恢复偏慢，基建仍是稳增长的抓手，出口韧性较强。往后看，洪涝后基建投资将恢复，水利领域等重大项目可能成为新抓手；地产赶工期接近尾声，销售对投资的传递会面临一定挑战；全球疫情持续较长继续利好我国防疫物资出口，但由于欧美等国的经济和就业短期内难以恢复到疫情前水平，叠加中美冲突可能加剧，未来出口仍有潜在下行压力；疫情冲击家庭资产负债表，以及对未来就业状况和收入的修复偏缓，决定了消费的恢复仍将迟缓。

复工带动A股中报业绩边际改善。截止7月18日，已有1502家A股上市公司披露2020年中报业绩预告，披露率40%，由于创业板披露规则变为非强制，披露率也仅46%。受益于疫情后的复工复产，业绩在二季度有改善，“绩优”企业在业绩预告中占比40%。行业上，中报业绩较好的企业虽然也有部分来自于疫情直接受益的医药、计算机(软件服务)行业，但受益于疫后复工、前期订单积压、产业景气度向上的中游制造类行业的企业也有所增多，包括电子（消费电子、半导体、光电子）、机械、化工（化学原料）、电气设备（风电、光伏）等。

资金博弈加强，不惧市场扰动。由于7月15日美国限制华为事件和17日特朗普表示暂时不考虑中美第二阶段经贸协议的影响，近期中美关系的边际紧张加剧了外资的流出，7月13日-17日一周北上资金净流出191.16亿。但从中长期看，在全球宽松潮下，对比目前国内外经济基本面，国内在疫情控制和经济复苏方面具有优势，A股对外资具有较强的吸引力，外资仍将是2020年A股重要的增量资金，预计全年净流入约4000亿。从规模、解禁类型、历史对比复盘来看，7月巨量解禁规模对非科创板A股影响情绪扰动大于实质。

配置建议：布局核心资产，风格均衡。1）“新基建”：5G基建、云计算、电气设备、新能源汽车；2）可选消费中的汽车、消费电子、家电、影视影院、旅游；3）低估值但业绩有持续改善空间：券商、保险；4）低估值且边际需求良好：地产、建材、煤炭、有色、机械。

目 录

核心结论：情绪释放正常调整，布局核心资产 4
1、市场正常回调，距离过热仍有空间 4
2、Q2 经济改善好于预期，出口显现韧性 5
3、复工带动 A 股中报业绩边际改善 7
4、资金博弈加强，不惧市场扰动 8
5、情绪释放正常调整，布局核心资产 9

图表目录

图表 1：当下换手率处于 2015 年年初水平 5
图表 2：当下日均成交额处于 2015 年 3 月时水平..... 5
图表 3：融资占成交额比重与 2014 年 8 月水平接近..... 5
图表 4：目前股票风险溢价与 2015 年 3-4 月水平接近..... 5
图表 5：我国 2020 年二季度 GDP 增速超预期修复至 3.2% 6
图表 6：出口改善主要受益于防疫物资 6
图表 7：6 月社零仍主要受益于必需消费 7
图表 8：6 月我国失业率仍未修复至疫情前水平 7
图表 8：2020 年二季度首亏企业仍不少 8
图表 9：近期市场对业绩的关注较高 8
图表 10：中美冲突担忧加剧外资流出 9
图表 11：预计 2020 年全年北上资金净流入 4000 亿..... 9
图表 12：2020 年下半年限售股解禁的规模主要来自原始股东 9
图表 11：多数重要指数估值水位均修复至中枢附近（截止 2020 年 7 月 17 日） 10
图表 12：全行业估值迎普降（截止 2020 年 7 月 17 日）..... 10

核心结论：情绪释放正常调整，布局核心资产

短期由于市场波动未收敛，还将处于蓄力震荡过程中，中美关系反复和限售股解禁加剧资金扰动，但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，保持牛市思维。科技和消费仍是全年主线，短期博弈滞涨的金融地产和周期仍有一定持续性，近期风格更均衡。中报业绩中高增速行业将仍来自科技和消费领域，有景气度支撑的科技和消费能消化一定高估值的问题。估值比较来看，科技较消费便宜，短期主线品种大跌后，科技性价比相对更高。

配置建议：布局核心资产，风格均衡。1）“新基建”：5G 基建、云计算、电气设备、新能源汽车；2）可选消费中的汽车、消费电子、家电、影视影院、旅游；3）低估值但业绩有持续改善空间：券商、保险；4）低估值且边际需求良好：地产、建材、煤炭、有色、机械。

1、市场正常回调，距离过热仍有空间

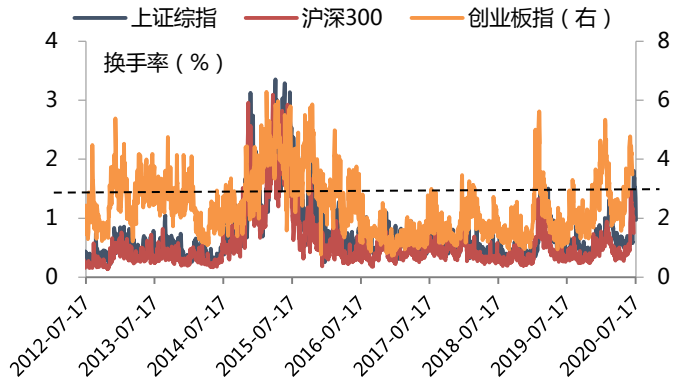
7 月 16 日，上证综指大幅回落，跌幅 4.5%，自 7 月 14 日大盘回调以来，上证综指已回调前期大幅拉升时的 3200 点附近。期间，科技和消费等前期主线品种也均有明显下滑，其中受中美关系、限售股解禁、中芯国际科创板上市资金分流等影响，科技回调明显，电子、计算机、通信行业指数跌幅均超 10%以上；受白酒被监管点名批评影响，白酒指数 16 日涨跌幅逼近跌停，届时消费估值本就偏贵，市场获利盘较大，白酒核心消费品种回调引发医药、农业等消费板块连带出现抛售；虽然受益于近期经济超预期，金融地产和周期等板块也有上涨修复，但市场整体的恐慌情绪致使近期市场风险偏好回落，估值修复也夭折。整体来看，此次回调属于资金博弈回落和恐慌情绪宣泄后的正常回调。

回调至 3200 点附近，我们预计市场将回归相对理性的状态，由前期的资金驱动转向基本面驱动。对比 2020 年 1 月 3100 高点来看，当前市场流动性依然充裕，经济复苏趋势更加明确，市场已消化了对中美关系的部分担忧；对比 2019 年 4 月 3200 高点来看，当前市场对中美的担忧已有所预期，市场流动性更充裕，金融风险更可控。

对比 2015 年牛市投资者情绪，回调后的市场，距离过热仍有空间。从换手率来看，创业板换手率较高，7 月 17 日达 3.48%，历史分位 82%，处于 2015 年年初时水平；目前 7 月日均成交额 1.1 万亿，处于 2015 年 3 月时水平；融资余额较 2020 年年初增加 3364 亿，较 2014 年融资增量资金 6739 亿，仍有一段距离，融资余额水平与 2015 年 3 月基本一致，

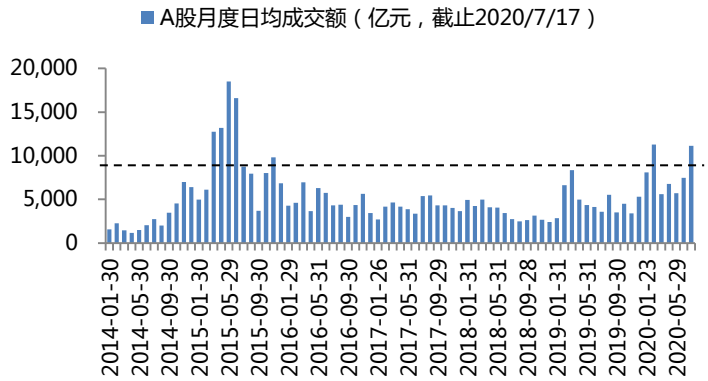
但融资占成交额比重与 2014 年 8 月水平接近;7 月 17 日股票风险溢价 ERP 达 4%,与 2015 年 3-4 月时水平接近。总体来看，当下市场热度距离 2015 年牛市顶部区域的空间仍有。

图表 1：当下换手率处于 2015 年年初水平



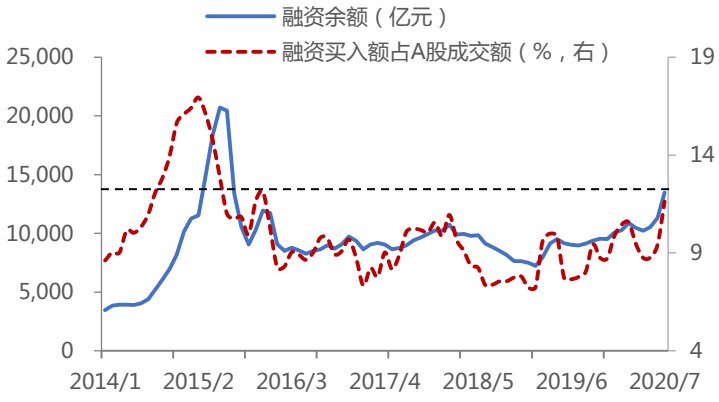
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：当下日均成交额处于 2015 年 3 月时水平



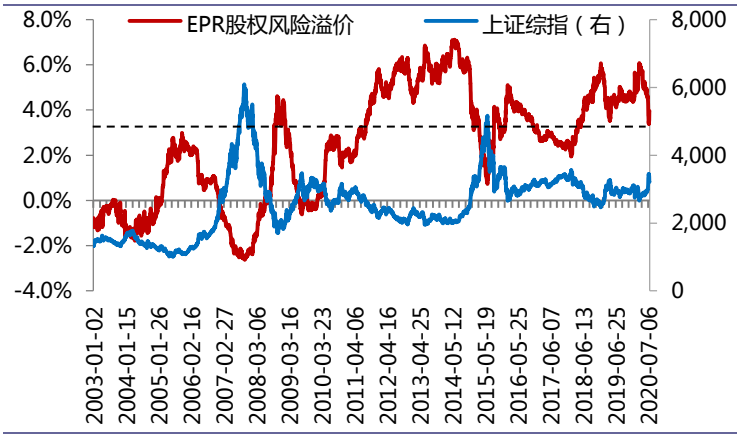
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：融资占成交额比重与 2014 年 8 月水平接近



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：目前股票风险溢价与 2015 年 3-4 月水平接近



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、Q2 经济改善好于预期，出口显现韧性

国内 2020Q1 经济至暗时刻过去后，Q2 迎来超预期复苏。2020 年二季度 GDP 增速转正,达 3.2%,上半年整体-1.6%,6 月工业增加值同比增速进一步扩大至 4.8%(5 月 4.4%)，已得到持续改善。受益于复工复产和前期积压订单，汽车（13.4%）、计算机（12.6%）、专用设备（9.6%）制造业 6 月工业增加值同比增速较高。

投资方面，稳增长压力下，7 月保持持续修复。1-7 月累计投资增速-3.1%，好于 1-5 月的-6.3%。其中，受益于逆周期政策对冲和 3 月以来的复工开工积极，基建投资改善相对明显，与社融中政府债券持续放量相对应；受益于疫情后前期积压需求的释放和信贷环境较宽松，地产销售迎来“小阳春”，累计投资增速也转正至 1.9%；制造业投资修复

显著慢于基建和地产投资，6 月累计增速回升至-11.7%，制造业企业对资本开支较谨慎，未反应对未来经济预期乐观。

出口方面，韧性好于预期。6 月出口金融（人民币计价）修复至 4.3%，连续 3 个月保持回升，上半年累计增速-6.2%，较一季度-13.3%明显回升，一定程度上受益于全球经济重启加速，与欧美等主要经济体 PMI 持续回升相对应。但从结构上来，防疫物资出口仍表现出较强支撑，1-6 月纺织纱线和医疗仪器出口金额累计同比持续提升至 32.4%、41.4%，保持较高增速。

消费方面，6 月社零同比-1.8%，上半年累计同比-11.4%，在“三驾马车”中恢复最慢，成为经济复苏的主要拖累。结构上，6 月必需消费表现继续明显好于可选消费，粮油食品、饮料、烟酒等必需消费品的零售同比增速都继续在双位数以上；化妆品类的增速从 12.9%提高到 20.5%，与 6 月电商促销有关；汽车、家具、服装鞋帽等可选消费品的零售同比增速仍保持负增长。

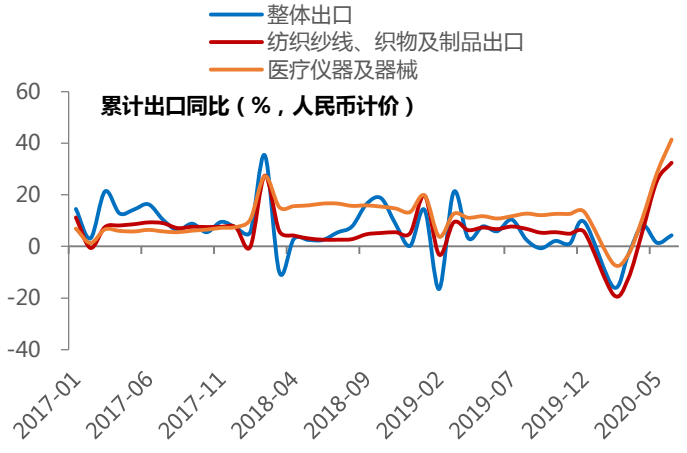
整体来看，目前生产端已得到较好的修复，但需求端消费恢复偏慢，基建仍是稳增长的抓手，出口韧性较强。往后看，洪涝之后基建投资将恢复，水利领域的重大项目可能成为基建新的抓手；地产赶工期接近尾声，销售对投资的传递也会面临挑战；全球疫情持续较长继续利好我国防疫物资出口，但由于欧美等国的经济和就业短期内难以恢复到疫情前水平，叠加中美冲突可能加剧，未来出口仍有潜在下行压力；疫情冲击家庭资产负债表，以及对未来就业状况和收入的修复偏缓，决定了消费的恢复仍将迟缓。

图表 5：我国 2020 年二季度 GDP 增速超预期修复至 3.2%



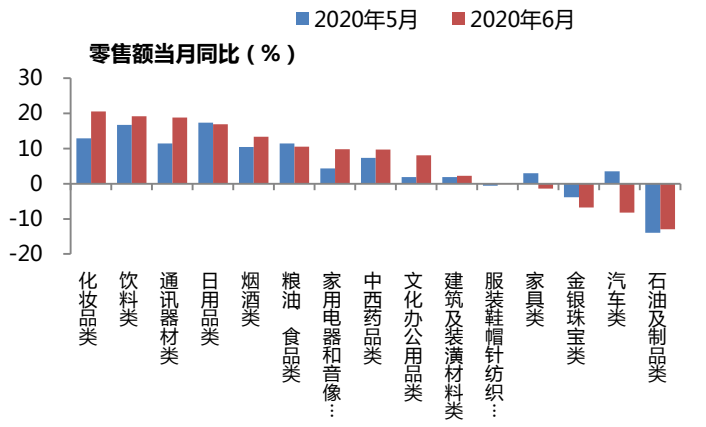
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：出口改善主要受益于防疫物资



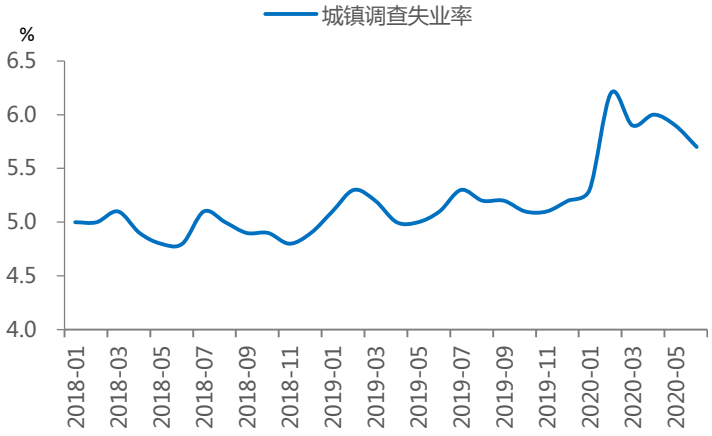
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：6 月社零仍主要受益于必需消费



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：6 月我国失业率仍未修复至疫情前水平



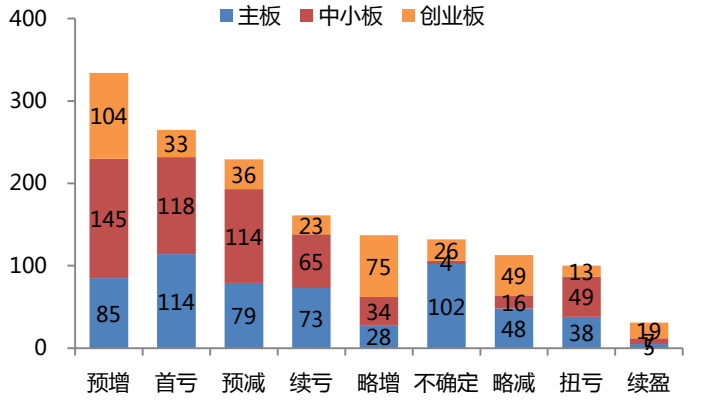
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3、复工带动 A 股中报业绩边际改善

截止 7 月 18 日，已有 1502 家 A 股上市公司披露 2020 年中报业绩预告，披露率为 40%，由于创业板披露规则变为非强制，创业板披露率也仅 46%。从目前披露的情况来看，部分企业受益于疫情后的复工复产，企业业绩在二季度有改善，预增类型的企业在业绩预告中占比高达 22%，“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 40%。但二季度首亏的企业也不少，占比 18%，2020 年中报业绩预告“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。

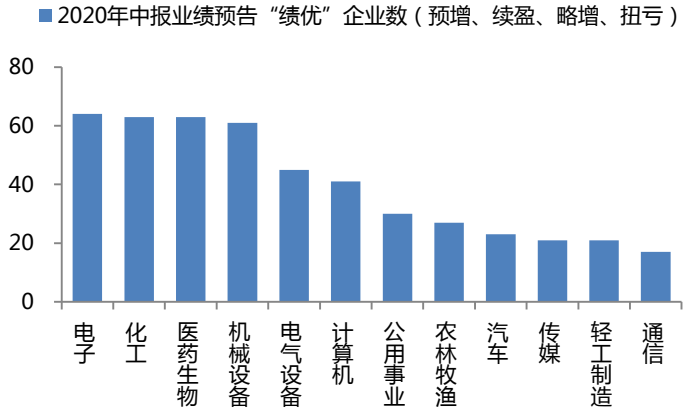
从行业来看，中报业绩较好的企业虽然也有部分来自于疫情直接受益的医药、计算机(软件服务)行业，但受益于疫后复工、前期订单积压、产业景气度向上的中游制造类行业的企业也有所增多，包括电子（消费电子、半导体、光电子）、机械、化工（化学原料）、电气设备（风电、光伏）等。从龙头企业披露的业绩原因变动来看，二季度虽然受益于国内疫情好转，企业业绩有所改善，但多数公司也纷纷表现，由于一季度的大幅拖累可能使得 2020 年上半年整体的业绩增速仍面临压力，目前仅有少数行业的龙头公司在 2020 年中报窗口能录得正增长。

图表 8：2020 年二季度首亏企业仍不少



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：近期市场对业绩的关注较高



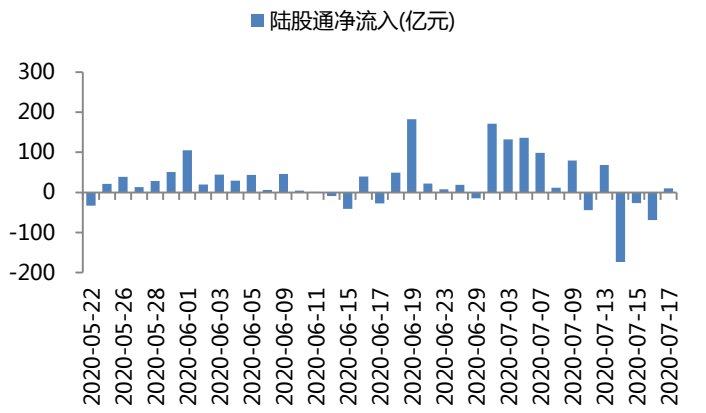
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、资金博弈加强，不惧市场扰动

由于 7 月 15 日美国限制华为事件和 17 日特朗普表示暂时不考虑中美第二阶段经贸协议的影响，近期中美关系的边际紧张加剧了外资的流出，7 月 13 日-17 日一周北上资金净流出 191.16 亿。在此前的周报中我们也曾提示，由于疫后“美元荒”问题解决和 A 股纳入国际指数进程的暂停，后续外资流入将以主动型配置资金为主，由此波动将加大，近期中美关系的发展变化是觉定外资流入/出节奏的主要变量。但从中长期看，在全球宽松潮下，对比目前国内外经济基本面，国内在疫情控制和经济复苏方面具有优势，A 股对外资具有较强的吸引力，外资仍将是 2020 年 A 股重要的增量资金，预计全年净流入约 4000 亿。

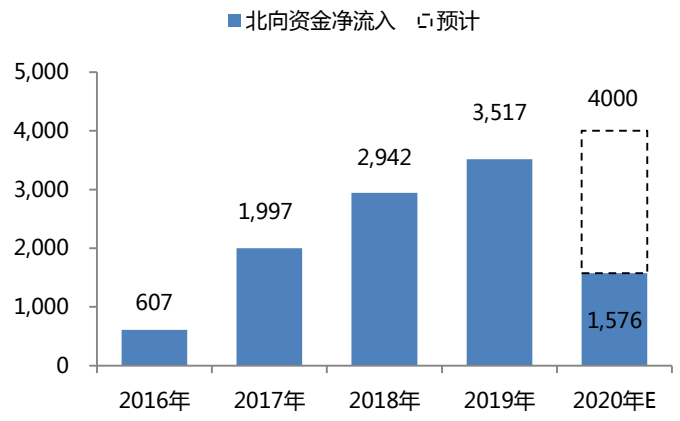
7 月 A 股限售股解禁规模合计 5700 亿，其中 2243 亿源自科创板，近期市场有所担忧，重申巨量解禁规模对非科创板 A 股影响情绪扰动大于实质。一是，从规模上来看，一个月千亿市值的解禁相对于每日万亿成交规模而言，对整体市场的影响微乎其微；二是，从解禁类型来看，一般而言套现意愿较强的主要来自增发，参与公司股票增发机构的动机多是财务投资，而 2020 年下半年限售股解禁的规模主要来自原始股东，7 月限售股解禁规模中原始股东占比 73%；三是，从近期市场表现回溯来看，A 股 2020 年 1 月也曾经历 5300 多亿元的限售股解禁，当时的巨量解禁也并未成为上证综指涨至 3100 点的阻力。

图表 10：中美冲突担忧加剧外资流出



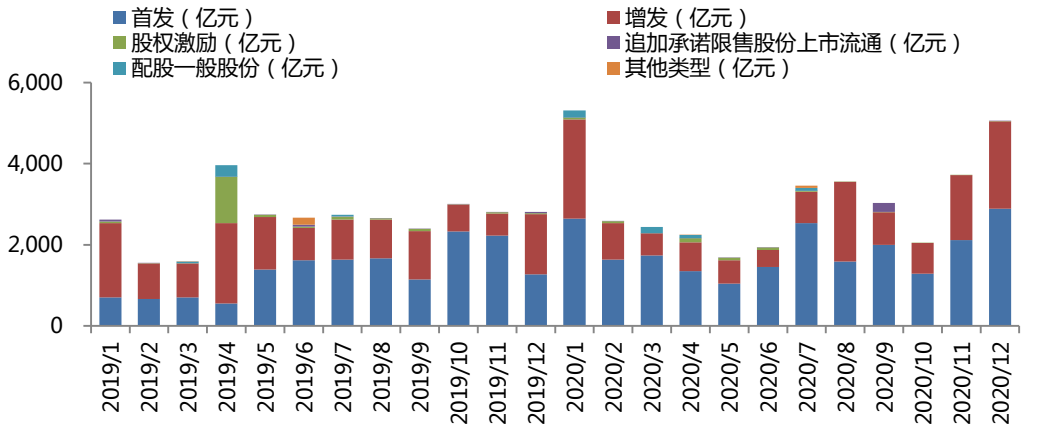
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：预计 2020 年全年北上资金净流入 4000 亿



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：2020 年下半年限售股解禁的规模主要来自原始股东



资料来源：Wind，太平洋证券整理

5、情绪释放正常调整，布局核心资产

短期由于市场波动未收敛，还将处于蓄力震荡过程中，中美关系反复和限售股解禁加剧资金扰动，但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，保持牛市思维。科技和消费仍是全年主线，短期博弈滞涨的金融地产和周期仍有一定持续性，近期风格更均衡。中报业绩中高增速行业将仍来自科技和消费领域，有景气度支撑的科技和消费能消化一定高估值的问题。估值比较来看，科技较消费便宜，短期主线品种大跌后，科技性价比相对更高。

配置建议：布局核心资产，风格均衡。1）“新基建”：5G 基建、云计算、电气设备、新能源汽车；2）可选消费中的汽车、消费电子、家电、影视影院、旅游；3）低估

值但业绩有持续改善空间：券商、保险；4）低估值且边际需求良好：地产、建材、煤炭、有色、机械。

图表 11：多数重要指数估值水位均修复至中枢附近（截止 2020 年 7 月 17 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	1.57	37.36%	13.72	53.78%	2.12	9.65	28.73
	上证 50	1.24	26.30%	10.81	44.89%	4.00	-4.95	24.47
	中小板指	4.54	63.65%	38.01	79.16%	32.08	-4.25	39.02
	创业板指	8.42	93.70%	73.66	93.05%	48.07	-4.18	45.72
	中证 500	2.13	19.96%	30.54	41.14%	20.44	-4.97	26.92
	创业板 50	9.71	93.19%	97.63	96.70%	58.29	-3.74	54.64

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 12：全行业估值迎普降（截止 2020 年 7 月 17 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	1.00	1.6%	13.53	14.9%	-12.02	-5.18	8.67
	化工	2.18	24.3%	27.31	41.8%	13.77	-1.58	26.50
	钢铁	0.88	8.6%	12.55	26.9%	-6.21	-5.12	7.17
	有色金属	2.36	22.6%	42.23	51.0%	7.51	-5.25	27.88
	建筑材料	2.33	42.7%	16.21	14.0%	23.47	3.08	24.57
	建筑装饰	0.95	1.7%	10.41	9.3%	-0.22	-3.05	6.85
	电气设备	2.89	34.0%	38.71	41.6%	30.94	-3.19	32.05
	机械设备	2.37	30.7%	31.10	46.4%	13.00	-2.93	22.26
	公用事业	1.43	3.8%	22.08	31.8%	1.89	-0.40	11.83
	交通运输	1.42	15.8%	22.25	47.2%	-4.42	-4.97	16.26
消费	汽车	1.71	19.1%	27.84	69.2%	9.78	-3.96	25.29
	家用电器	3.27	68.9%	20.79	50.0%	3.19	-1.31	27.70
	纺织服装	1.81	18.7%	31.86	49.9%	-2.14	-5.01	6.40
	轻工制造	2.01	31.8%	26.88	27.5%	12.77	-1.08	25.59
	商业贸易	1.84	14.7%	27.93	37.9%	28.26	-8.55	37.91
	农林牧渔	4.19	69.6%	21.81	0.9%	29.11	1.05	26.01
	食品饮料	8.52	95.8%	45.25	83.3%	38.35	-2.05	59.94
	休闲服务	6.04	86.9%	102.35	96.4%	57.88	-3.99	86.96
	医药生物	4.93	75.6%	55.69	86.8%	49.03	-1.65	46.69
金融	房地产	1.29	3.2%	9.68	5.9%	-1.87	-7.16	19.02
	银行	0.70	1.4%	6.17	13.2%	-10.44	-5.51	9.09

	非银金融	1.84	15.0%	18.04	29.1%	1.74	-8.18	23.67
成长	国防军工	3.13	57.4%	66.90	58.8%	26.01	-1.98	31.76
	电子	4.43	81.2%	57.18	65.2%	31.03	-8.53	34.22
	计算机	5.01	69.4%	81.23	94.6%	27.75	-9.16	19.04
	传媒	3.26	24.8%	56.04	51.1%	23.69	-6.54	29.94
	通信	3.08	64.4%	47.34	70.0%	10.85	-8.12	0.97

资料来源：Wind，太平洋证券整理

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

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

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。