太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-07-12

投资策略报告

不惧波动，保持牛市思维

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：

《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
《反弹途中，保持耐心》——2020/4/5
《4月暖春，配置内需》——2020/3/29

风险提示：监管收紧；中美关系反复

核心结论：不惧波动，保持牛市思维。短期金融地产的低估值板块存在博弈机会，但中长期仍需坚守核心资产。大盘指数过快上涨后，资金驱动将面临中报业绩大考，市场波动加大。近期市场风险主要关注入市资金监管和中美关系反复。6 月社融仍保持 12.8%高增速，显示短期经济回升，Q2 企业盈利改善可期，消费和科技板块 2020 年中报业绩增长无压力，但核心 CPI 保持下行，表明下游需求偏弱。中长期来看，受益经济复苏估值修复到位后，后续市场风格“均衡”仍将转向“分化”，跑 α 仍需依赖高估值可被景气度消费的 A 股核心资产。

重申低估值轮动补涨，坚守核心资产应对风格均衡。短期，我们认为后市资金博弈低估值仍可持续，目前仍在扩散途中，但快速拉涨也将加大波动。其一，万亿成交额过后，市场往往存在一定惯性；其二，暴涨过后的金融地产低估值低仓位的优势仍在，只是“性价比”随着暴涨有所弱化；其三，2020 年二季度业绩改善有支撑。中长期，风格演化将呈现“均衡-分化-再均衡”，坚守消费和科技核心资产仍有必要。一是，消费和科技仍是全年主线，目前宏观经济处于弱复苏，估值修复到位后，可能重回前期“分化”；二是，从公募机构角度，即便是能保持连续 2 个季度的仓位提升，配置比例提升大多在 5 个百分点左右，跑 α 收益仍需依赖高估值可被景气度消化的 A 股核心资产。

信贷带动经济复苏，通缩仍有压力。6 月社融存量同比增长 12.8%，持续放量。一方面，受益逆周期调节发力，企业融资整体需求保持平稳；另一方面，虽然政府债券融资规模边际放缓，但 6 月规模仍保持在 2020 年以来的较高水平。另外，疫情期间压制的居民需求还在持续释放中，6 月居民贷款新增 9815 亿元。但 M2-M1 增速剪刀差边际有所扩大，显示企业经营活动仍面临压力。目前需求偏弱，国内通缩压力仍存。6 月 CPI 同比增 2.5%，推动因素仍是猪肉和鲜菜价格，而非食品价格此轮环比下降 0.1%，核心 CPI 同比持续降至 0.9%。6 月 PPI 同比为-3.0%，回升 0.7 个百分点，后续也将持续受益于全球经济重启而在低位回升。

7 月解禁扰动不足为惧。7 月限售股解禁规模达 3459 亿。我们认为解禁影响情绪扰动大于实质。一是，规模上，一个月千亿市值的解禁相对于每日万亿成交规模而言，对 A 股整体影响微乎其微；二是，解禁类型上，主要来自原始股东，套现意愿相对较小；三是，回溯市场来看，2020 年 1 月 5300 多亿限售股解禁并未成为大盘涨至 3100 点的阻力，近期减持的中国人保、汇顶科技等个股当日股价也未明显下挫。

二季度中报业绩边际改善，但上半年整体压力未减。截止 7 月 10 日，已有 756 家 A 股上市公司披露 2020 年中报业绩预告，披露率不足 20%，创业板披露率也仅 25%。行业上，业绩较好的企业仍主要集中于疫情直接受益的医药、食品、计算机(软件服务)行业，以及前期订单积压及景气度向上的电子（消费电子、半导体）、电气设备（风电、光伏）、化工（化学原料）等，与一季度差别不大，海外疫情对上市公司业绩影响并不明显。从龙头情况来看，虽受益于国内疫情好转，二季度企业业绩有所改善，但也仅有少数行业龙头公司在上半年能录得正增长。

配置建议：博弈补涨，坚守核心资产。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、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、旅游。

目 录

核心结论：不惧波动，保持牛市思维 5
1、重申低估值轮动补涨，坚守核心资产应对风格均衡 5
2、信贷带动经济复苏，通缩仍有压力 6
3、7 月解禁扰动不足为惧 8

4、二季度中报业绩边际改善，但上半年整体压力未减 9
5、不惧波动，保持牛市思维 10

图表目录

图表 1：近期滞涨低估值的金融地产和周报板块有明显上涨 5
图表 2：公募加仓金融地产和周期的背景均存在于宏观经济或行业周期的明显复苏 .. 6
图表 3：核心 CPI 仍在下行，显示下游需求偏弱 7
图表 4：6 月社融高增速主要受益于新增人民币贷款 7
图表 5：核心 CPI 仍在下行，显示下游需求偏弱 8
图表 6：6 月 CPI 上行主要受益于猪肉 8
图表 7：2020 年下半年限售股解禁的规模主要来自原始股东 9
图表 8：企业 2020 年二季度业绩不确定性也不小 10
图表 9：近期市场对业绩的关注较高 10
图表 10：二季度高增长行业与一季度差别不大 10
图表 11：多数重要指数估值水位均修复至中枢及以上（截止 2020 年 7 月 10 日） .. 11
图表 12：全行业估值迎普升（截止 2020 年 7 月 10 日） 11

核心结论：不惧波动，保持牛市思维

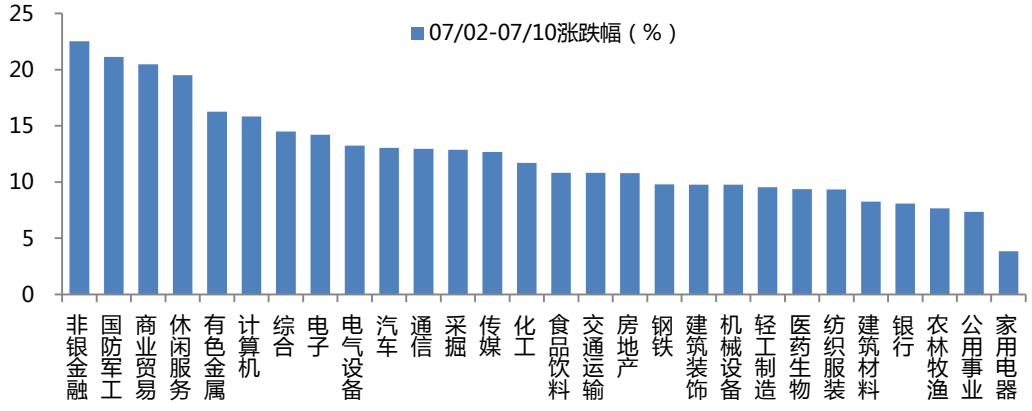
短期金融地产的低估值板块存在博弈机会，但中长期仍需坚守核心资产。大盘指数过快上涨后，资金驱动将面临中报业绩大考，市场波动加大。近期市场风险主要关注入市资金监管和中美关系反复。6 月社融仍保持 12.8%的高增速，信贷高增显示短期经济回升，Q2 企业盈利改善可期，消费和科技板块 2020 年中报业绩增长无压力，但核心 CPI 保持下行，表明下游需求偏弱，中长期来看，受益经济复苏估值修复到位后，后续市场风格“均衡”仍将转向“分化”,跑 α 仍需依赖高估值可被景气度消费的 A 股核心资产。

配置建议：博弈补涨，坚守核心资产。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、旅游。

1、重申低估值轮动补涨，坚守核心资产应对风格均衡

7 月 2 日以来金融地产等权重板块带领上证综指突破前期阻力位 3200 点，7 月 10 日收涨至 3383.32。A 股目前已连续 7 日成交额突破万亿，且保持在高位，7 月 9 日两市更是成交 1.7 亿元，逼近 2015 年牛市高峰值时水平，创出近 5 年新高。期间非银、有色、地产、钢铁等前期滞涨低估值的金融地产和周报板块有明显上涨，科技和消费板块也有脉冲式轮番表现，整体来看，市场表现为低估值蓝筹带动下的“普涨”，资金面并未表现出由科技和消费流出切换。

图表 1：近期滞涨低估值的金融地产和周报板块有明显上涨

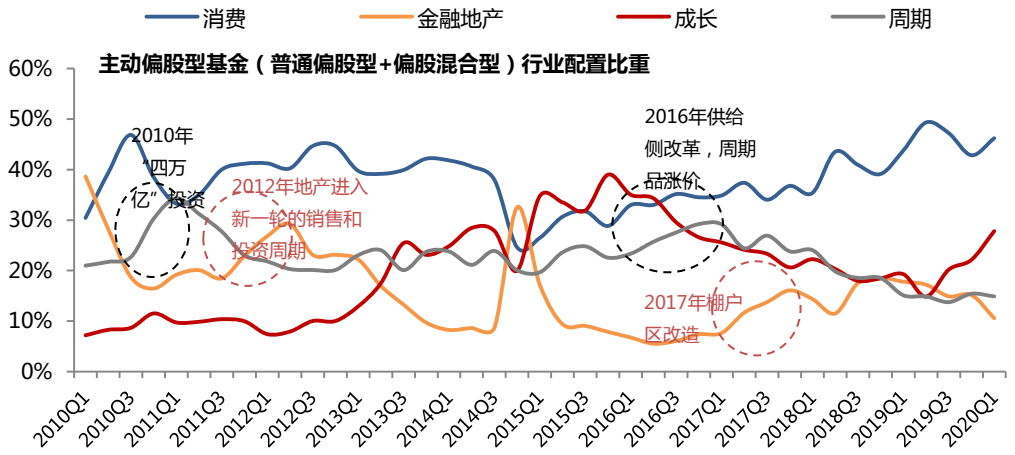


资料来源：Wind，太平洋证券整理

短期，我们认为后市资金博弈低估值仍可持续，目前仍在扩散途中，但快速拉涨也将加大波动。其一，万亿成交额过后，市场往往存在一定惯性，在未有明显利空情况下，在穿越指数阻力位后，后续上涨有一定空间，但可能存在较大放缓可能；其二，暴涨过后的金融地产低估值低仓位的相对优势仍存在，只是“性价比”随着暴涨有所弱化，目前银行 PB 不足 1X，券商 PB 2.3X 较历史中值 2.7X 估值仍有提升空间；其三，2020 年二季度业绩改善有支撑，中报窗口期业绩“下杀”概率较小，前期市场普遍对经济修复的预期并没有过于乐观。

中长期，我们认为风格演化将呈现“均衡-分化-再均衡”，坚守已有的消费和科技核心资产仍是必要选择。一是，消费和科技仍是全年主线，目前宏观经济处于弱复苏，5 月工业企业数据显示需求端并未有明显改善，低估值板块中除券商和保险外，银行、地产、周期等领域未来景气趋势仍不明朗，因此估值修复到位后，可能重回前期“分化”，若后续经济复苏趋势得以确认，风格将转向“再均衡”。二是，从公募机构角度，2010 年以来，风格切换主要集中于消费和成长板块，背后对应着我国由后工业时代向消费为主、制造业升级的产业格局的转变，历史上公募对金融地产和周期板块超 3 个季度的时间窗口屈指可数，加仓背景均存在于宏观经济或行业周期的明显复苏，即便是能保持连续 2 个季度的仓位提升，配置比例提升大多在 5 个百分点左右，跑 α 收益仍需依赖高估值可被景气度消化的 A 股核心资产。

图表 2：公募加仓金融地产和周期的背景均存在于宏观经济或行业周期的明显复苏



资料来源：Wind，太平洋证券整理

2、信贷带动经济复苏，通缩仍有压力

6 月社融 3.43 万亿，存量同比增长 12.8%，较前期 12.5%持续放量。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 6 月企业新增中长

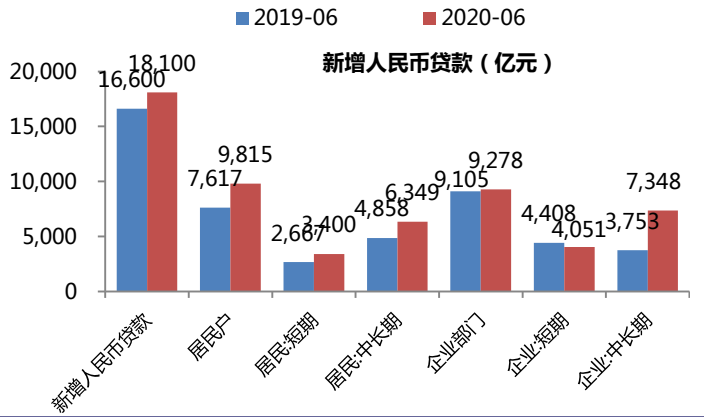
期贷款达 7348 亿元，明显好于去年同期的 3753 亿元；此外，6 月委贷+信托贷款同比没有明显收缩，企业债券融资同比改善仍显著。另一方面，虽然政府债券融资规模边际放缓，但 6 月规模仍保持在 2020 年以来的较高水平，6 月政府债券新增 7400 万亿元；此外，财政投放推升了非信贷形式的货币派生，相应也提升 M2 增速，6 月 M2 仍保持在 11.10%的较高增速，高于当前经济名义增速，M1 同比降至 6.5%，M2-M1 增速剪刀差边际有所扩大，反映出企业经营活动现金流仍面临较大压力，经济需求偏弱。

另外，居民部门需求继续释放。6 月居民贷款新增 9815 亿元，不仅较去年同期多增 2198 亿元，也较上月多增 2772 元。其中居民短期贷款、中长期贷款分别为 3400 亿元、6349 亿元，较上月多增 1019 亿元、1687 亿元，显示前期疫情期间压制的居民需求还在持续释放中。

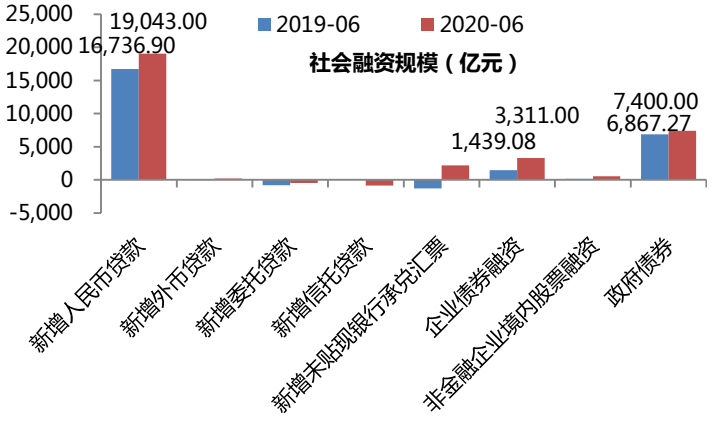
但目前需求偏弱，使得国内的通缩压力仍存在。6 月 CPI 同比增 2.5%，虽然相较上月上升 0.1 个百分点，但重要推动因素仍是猪肉和鲜菜价格回升，食品项环比上涨 0.2%、同比上升 11.1%，主要受生猪出栏减缓、疫情期间进口量减少导致供应量偏紧，叠加消费需求有所回升因素的影响，以及近期南方多地出现暴雨致使居民鲜菜需求上升、短期供应紧张。而非食品价格此轮环比下降 0.1%，同比上涨 0.3%，服装、交通和通信等同环比均出现下降，或与疫情影响下旅途出行价格下降、夏季服装打折促销有关，多数下游需求仍没有改善。6 月扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比降至 0.9%，也显示需求端偏弱。

6 月 PPI 同比为-3.0%，比上个月回升 0.7 个百分点，环比为 4.0%，主要受益于疫情后国内陆续复工复产。由此原油价格的上涨使与石油相关的行业如采掘、原材料加工等 PPI 环比也出现上升，进而推动 PPI 的回升。后续若全球经济重启加速，预计 PPI 也会在低位改善。

图表 3：核心 CPI 仍在下行，显示下游需求偏弱

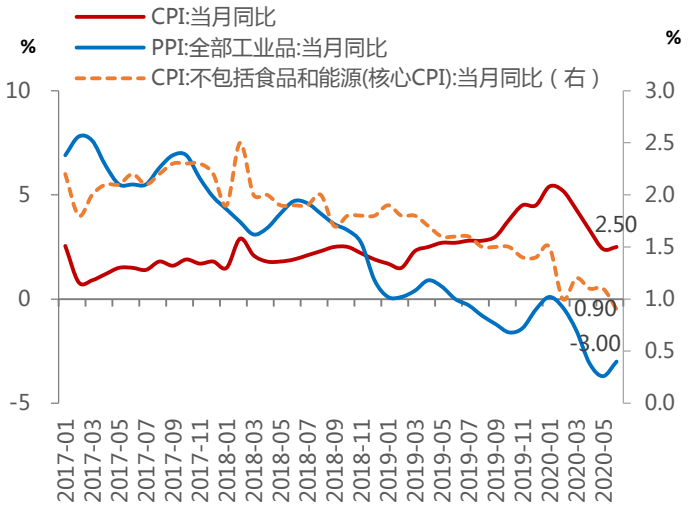


图表 4：6 月社融高增速主要受益于新增人民币贷款



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

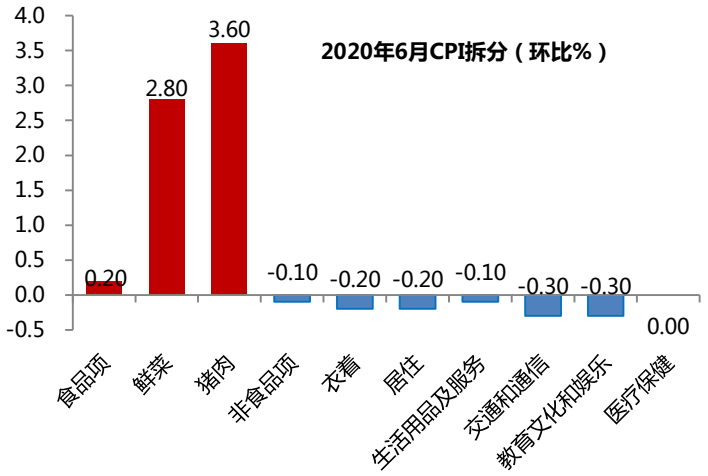
图表 5：核心 CPI 仍在下行，显示下游需求偏弱



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

图表 6：6 月 CPI 上行主要受益于猪肉



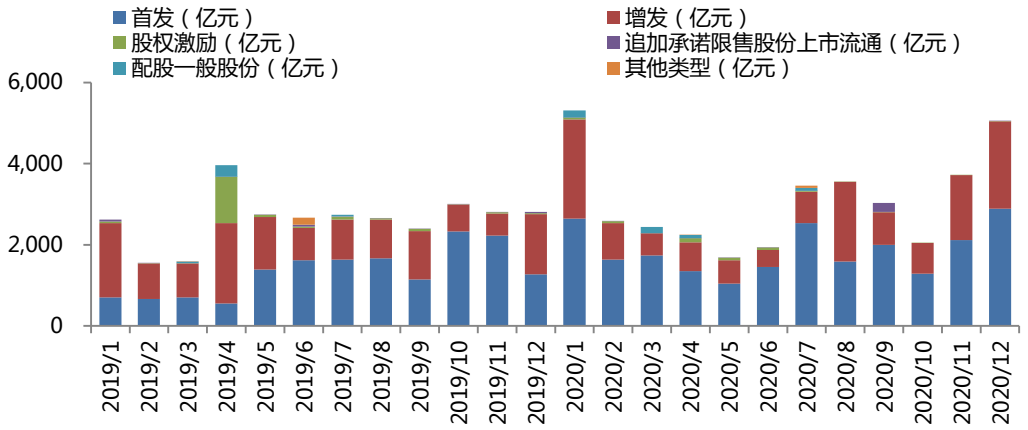
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3、7 月解禁扰动不足为惧

相较于 2020 年上半年 1-6 月每月 1000-2000 亿水平的限售股解禁，进入 2020 年下半年，限售股解禁水位将显著升至 3000 亿，7 月限售股解禁规模可达到 3459 亿元。限售股 A 股限售股解禁规模大幅回升，引发投资者关注，担忧市场持续走高，股东套现的意愿也更加强烈，7 月 9 日中国人保、汇顶科技等龙头企业出现大股东减持，进一步加剧了此种担忧。

我们认为巨量解禁规模的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 A 股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，近期减持的中国人保、汇顶科技等个股在当日也未表现为明显的股价下挫。

图表 7：2020 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

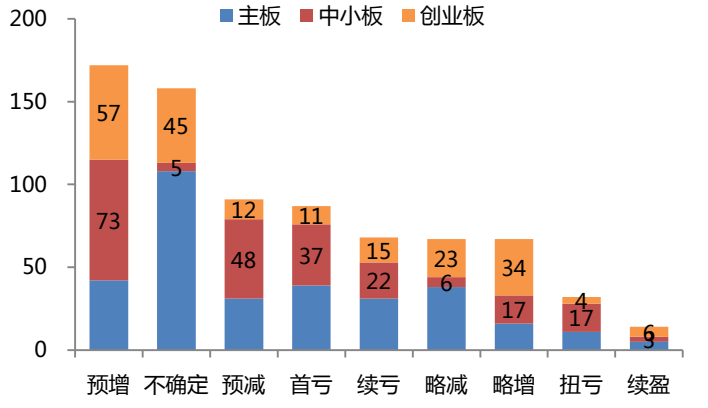
4、二季度中报业绩边际改善，但上半年整体压力未减

截止 7 月 10 日，已有 756 家 A 股上市公司披露 2020 年中报业绩预告，披露率不足 20%，创业板披露率也仅 25%。从目前披露的情况来看，多数企业受益于疫情后的复工复产，企业业绩在二季度有所改善，预增类型的企业在业绩预告中占比高达 23%，“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才达到 38%。但企业二季度业绩不确定性也不小，21%的企业在业绩预告中披露类型为“不确定”。

从行业来看，中报业绩较好的企业仍主要集中于疫情直接受益的医药、食品、计算机(软件服务)行业，以及前期订单积压及景气度向上的电子（消费电子、半导体）、电气设备（风电、光伏）、化工（化学原料）等行业。整体看，二季度高增长行业与一季度差别不大，海外疫情的冲击对 A 股上市公司业绩的影响并不明显。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。仅有少数行业的龙头公司在 2020 年中报窗口能录得正增长。

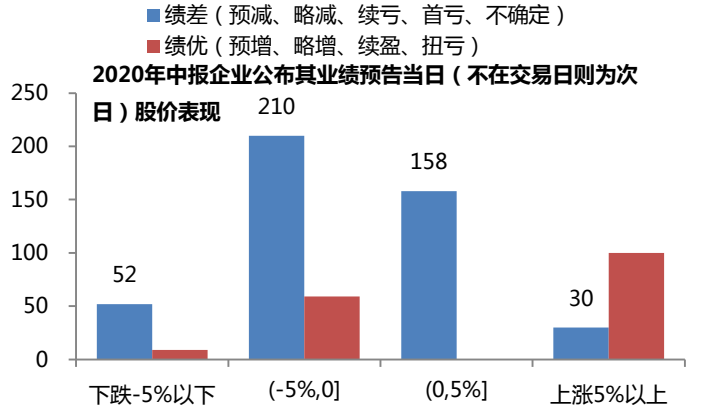
结合股价表现来看，目前 A 股中报“绩差”公司公布业绩时，当日股价会表现为明显下跌，“绩优”公司当日股价也会有明显反弹，显示在近期市场对业绩的关注较高。

图表 8：企业 2020 年二季度业绩不确定性也不小



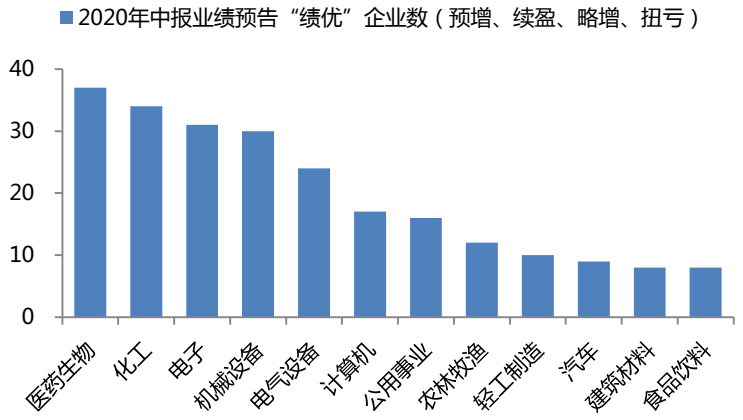
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

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

图表 10：二季度高增长行业与一季度差别不大



资料来源：Wind，太平洋证券整理

5、不惧波动，保持牛市思维

短期金融地产的低估值板块存在博弈机会，但中长期仍需坚守核心资产。大盘指数过快上涨后，资金驱动将面临中报业绩大考，市场波动加大。近期市场风险主要关注入市资金监管和中美关系反复。6 月社融仍保持 12.8%的高增速，信贷高增显示短期经济回升，Q2 企业盈利改善可期，消费和科技板块 2020 年中报业绩增长无压力，但核心 CPI 保持下行，表明下游需求偏弱，中长期来看，受益经济复苏估值修复到位后，后续市场风格“均衡”仍将转向“分化”，跑 α 仍需依赖高估值可被景气度消费的 A 股核心资产。

配置建议：博弈补涨，坚守核心资产。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、旅游。

图表 11：多数重要指数估值水位均修复至中枢及以上（截止 2020 年 7 月 10 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	1.63	41.46%	14.39	61.99%	16.03	7.55	34.64
	上证 50	1.30	32.06%	11.42	48.90%	9.42	6.10	30.95
	中小板指	4.73	67.49%	39.65	82.10%	37.95	10.40	45.20
	创业板指	8.76	94.67%	76.69	94.71%	54.52	12.83	52.07
	中证 500	2.23	25.11%	32.08	46.33%	26.74	10.33	33.56
	创业板 50	10.04	94.46%	101.11	97.23%	64.43	13.96	60.65

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 12：全行业估值迎普升（截止 2020 年 7 月 10 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	1.06	2.2%	14.28	18.4%	-7.21	5.63	14.61
	化工	2.21	26.5%	27.63	43.2%	15.60	8.95	28.53
	钢铁	0.92	11.8%	12.97	28.1%	-1.16	6.53	12.95
	有色金属	2.50	25.6%	44.82	56.4%	13.48	12.72	34.97
	建筑材料	2.26	40.6%	15.71	13.4%	19.78	5.36	20.85
	建筑装饰	0.97	2.4%	10.72	11.4%	2.91	6.12	10.21
	电气设备	2.98	37.2%	39.95	44.6%	35.26	11.09	36.41
	机械设备	2.44	32.8%	31.97	48.7%	16.41	7.06	25.95
	公用事业	1.44	4.4%	22.21	32.2%	2.30	5.11	12.27
	交通运输	1.50	20.3%	23.43	52.0%	0.58	7.24	22.34
消费	汽车	1.78	21.9%	28.95	70.8%	14.30	8.29	30.45
	家用电器	3.32	71.1%	21.09	51.7%	4.56	2.89	29.40
	纺织服装	1.91	25.5%	33.43	54.3%	3.02	6.94	12.00
	轻工制造	2.02	32.1%	27.01	27.6%	14.00	7.84	26.96
	商业贸易	2.02	23.6%	30.59	42.7%	40.25	16.43	50.80
	农林牧渔	4.15	68.9%	21.57	0.9%	27.77	7.71	24.70
	食品饮料	8.71	96.2%	46.24	84.9%	41.24	9.19	63.28
	休闲服务	6.30	87.8%	106.84	98.1%	64.44	10.58	94.72
	医药生物	5.02	76.9%	56.66	88.3%	51.54	8.45	49.16
金融	房地产	1.38	7.5%	10.38	8.3%	5.69	6.57	28.19

	银行	0.74	1.8%	6.53	20.3%	-5.21	2.89	15.46
	非银金融	2.00	28.1%	19.64	36.8%	10.80	9.73	34.69
成长	国防军工	3.19	59.3%	68.23	61.8%	28.55	18.73	34.42
	电子	4.81	86.8%	62.16	75.9%	43.25	12.65	46.74
	计算机	5.51	76.3%	89.42	96.6%	40.64	13.40	31.05
	传媒	3.48	32.0%	59.92	60.0%	32.35	10.54	39.04
	通信	3.33	70.3%	51.15	76.7%	20.64	8.59	9.90

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。