太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-07-05

投资策略报告

博弈补涨，用核心资产应对风格均衡

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：

《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：库存周期弱；资金博弈过快

核心结论：博弈补涨，用核心资产应对风格均衡。虽然金融地产的低估值板块存在博弈机会，但从持续性和仓位调整的角度，作为相对收益投资者，坚守具有中长期主线的核心资产仍是必要的选择。短期国内外经济持续复苏，Q2 企业盈利复苏可期，消费和科技板块 2020 年中报业绩增长无压力，但短期也需关注由于前期预期过高而造成的落差伤害。“再贷款”降息等“宽信用”货币政策抓手，将利于后续国内经济的持续修复。仍需谨防当下海外疫情二次冲击的负面冲击。机构换仓、外资流入、两融提升等短期资金面驱动将强化受益于经济复苏和低估值低仓位的权重蓝筹补涨。权重蓝筹引领大盘指数上涨，但中长期跑 α 收益仍需依赖高估值可被景气度消话的 A 股核心资产。

海内外经济持续修复，外需压力仍待观察。6 月制造业 PMI 指数为 50.9，较 5 月环比上升 0.3，经济动力持续扩张，修复持续向好。从生产、新订单、出口新订单、库存等分项指标来看，海内外均有持续复苏，其中海外主要受益于各国对复工复产的积极推动。非制造业 6 月 PMI54.4，较 5 月环比回升 0.8，连续 4 个月持续扩张，在疫情防控常态化下的“六稳”、“六保”政策，推动服务业发展动能十足。

二季度企业盈利将改善，新一轮库存周期有待启动。1-5 月工业企业实现利润总额同比降幅收窄至 19.3%，5 月单月同比实现疫后首次转正，主要由成本端利润率改善驱动。结构上，5 月中仅有 27.5%行业利润实现增长，较 4 月改善力度有所减弱；受益于前期积压需求的释放，中下游的专用设备、仪器仪表、汽车、电子等行业仍保持明显改善，但需求和产能拖累的黑色、化工、有色等行业利润修复偏慢。目前经济处于被动去库存阶段，新一轮库存周期开启值得期待。

再贷款利率下调，助力实体经济复苏。6 月 30 日，央行决定自 7 月 1 日起下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点。从再贷款贴现的资金去向来看，央行曾表示将主要用于重点支持行业的资金需求，并加大对受疫情影响较大影响行业和防疫重点地区的支持力度。从传导路径来看，银行可以以更低的成本将未到期的贷款或票据质押给央行进行融资，利于资金流向实体经济。

低估值的风格切换？还是轮动补涨？行业基本面和景气度是上涨持续性的核心，有景气度的行业终能通过盈利增长消化高估值。从本周领涨的金融地产板块来看，除券商外，银行和地产未来的基本面仍存较大不确定性，目前大部分低估值行业基本面并不能看到明显的持续改善和周期拐点。从历史仓位来看，公募对金融地产和周期板块超 3 个季度的加仓背景均存在于宏观经济或行业周期的明显复苏，即便是连续 2 个季度的仓位提升，比例提升大多在 5%左右。

疫情扰动后，北上资金持续大幅流入。6 月 29 日，受海外疫情二次冲击影响，外资确实有 14.47 亿元的短期流出，但在 6 月 30 日-7 月 1 日陆股通暂停交易休市后，受益于近期中美关系的改善，以及中国经济持续的复苏，7 月 2 日-3 日北上资金连续 2 日流入超百亿，进一步验证我们前期外资将持续受益于中美关系改善而流入的观点。

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：博弈补涨，用核心资产应对风格均衡 4
1、海内外经济持续修复，外需压力仍待观察 4
2、二季度企业盈利将改善，新一轮库存周期有待启动 5
3、再贷款利率下调，助力实体经济复苏 6
4、低估值的风格切换？还是轮动补涨？ 7
5、疫情扰动后，北上资金持续大幅流入 9
6、博弈补涨，用核心资产应对风格均衡 10

图表目录

图表 1：生产、新订单、出口均显示海内外经济修复 5
图表 2：非制造业连续 4 个月持续扩张 5
图表 3：5 月工业企业单月增速转正 6
图表 4：非制造业连续 4 个月持续扩张 6
图表 5：目前处于被动去库的阶段 6
图表 6：近一周领涨行业为今年以来涨幅“掉尾”行业 7
图表 7：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 .. 9
图表 8：7 月 2 日-3 日北上资金连续 2 日流入超百亿 9
图表 9：近一周北上资金显著流入金融地产板块 9
图表 10：重要指数估值水位均有提升（截止 2020 年 7 月 3 日） 10
图表 11：消费估值回落，金融地产和周期估值提升（截止 2020 年 7 月 3 日） 10

核心结论：博弈补涨，用核心资产应对风格均衡

虽然金融地产的低估值板块存在博弈机会，但从持续性和仓位调整的角度，作为相对收益投资者，坚守具有中长期主线的核心资产仍是必要的选择。短期国内外经济持续复苏，Q2 企业盈利复苏可期，消费和科技板块 2020 年中报业绩增长无压力，但短期也需关注由于前期预期过高而造成的落差伤害。“再贷款”降息等“宽信用”货币政策抓手，将利于后续国内经济的持续修复。仍需谨防当下海外疫情二次冲击的负面冲击。机构换仓、外资流入、两融提升等短期资金面驱动将强化受益于经济复苏和低估值低仓位的权重蓝筹补涨。权重蓝筹引领大盘指数上涨，但中长期跑α收益仍需依赖高估值可被景气度消话的 A 股核心资产。

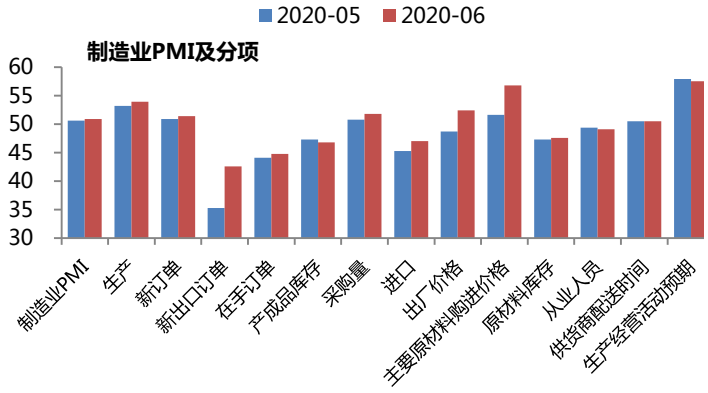
配置建议：博弈补涨，坚守核心资产：1）低估值但业绩有持续改善空间：券商、保险；2）低估值且边际需求良好：地产、建材、煤炭、机械；3）“新基建”：5G 基建、云计算、电气设备、新能源汽车；4）可选消费中的汽车、消费电子、家电、影视、旅游。

1、海内外经济持续修复，外需压力仍待观察

6 月制造业 PMI 指数为 50.9，较 5 月环比上升 0.3，经济动力持续扩张，修复持续向好。结构上，生产为 53.9，转降为升，环比提升 0.7 个百分点，复工水平仍在改善；新订单、新出口订单分别为 51.4、42.6，环比提升 0.5、7.3，新订单已连续两个月回升，新出口订单指数虽仍在荣枯线以下，但上升幅度较大，与海外多地经济疫后重启有关，6 月欧美各国 PMI 均有环比改善；产成品库存下降 0.5 而原材料库存上升 0.3，原材料库存时隔两个月后小幅回升，产成品库存连续两个月收缩但降幅放缓，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，但在去库存压力仍在。

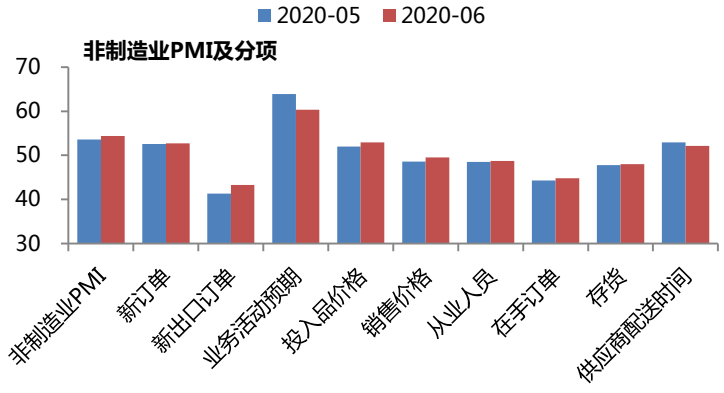
非制造业 6 月 PMI54.4，较 5 月环比回升 0.8，连续 4 个月持续扩张，在疫情防控常态化下的“六稳”、“六保”政策，推动服务业发展动能十足。行业上，服务业持续恢复，建筑业 PMI 小幅下行。其中建筑业虽仍在扩张区间，但由升转降可能代表着政策刺激的趋弱。今年财政缺口压力本身较大，财政压力可能已转化为基建落地的不足。

图表 1：生产、新订单、出口均显示海内外经济修复



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：非制造业连续 4 个月持续扩张



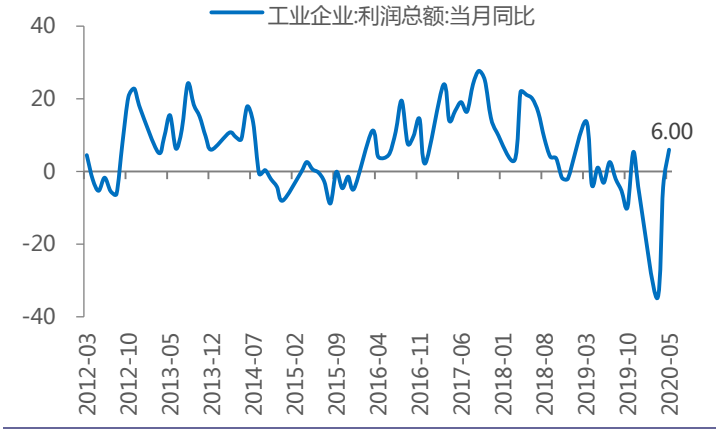
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、二季度企业盈利将改善，新一轮库存周期有待启动

2020 年 1-5 月，全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降 19.3%，降幅比 1-4 月收窄 8.1 个百分点。其中 5 月单月同比增长 6%，首次实现疫情后的单月转正，主要由成本端利润率改善驱动，5 月单月营业收入同比增速回落至 1.4%，显示需求偏弱，后续能否持续改善将有赖需求侧修复。结构上，5 月中仅有 27.5%行业利润实现增长，较 4 月改善力度有显著减弱；受益于前期积压需求的释放，中下游的专用设备、仪器仪表、汽车、电子等行业仍保持明显改善，但需求和产能拖累的黑色、化工、有色等行业利润修复偏慢，当月同比增速均未回正，且累计同比跌幅仍在扩大。

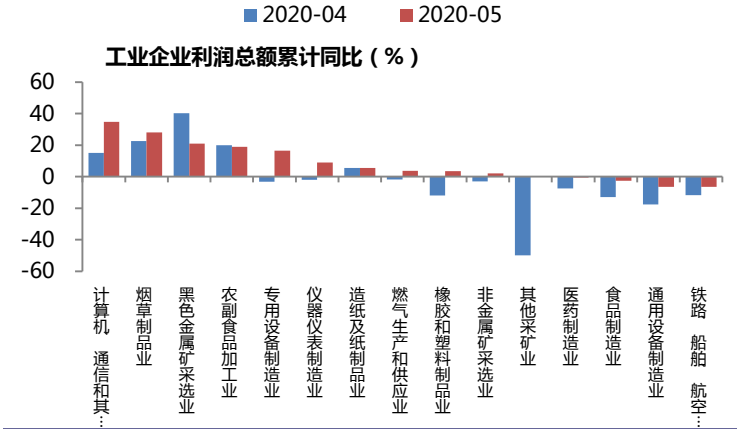
1-5 月工业企业产成品存货增速继续回落至 9.0%，库存累库现象开始缓解，但仍处相对高位，而工业企业的生产随着利润的回复也进入恢复，显示随着库存和工业企业的生产能力达到近期最高最低点，后续整体库存周期开始恢复，短期库存变化将以需求上升的形式进行去库存，由此当下经济将处于被动去库存阶段，新一轮库存周期开启值得期待。

图表 3：5 月工业企业单月增速转正



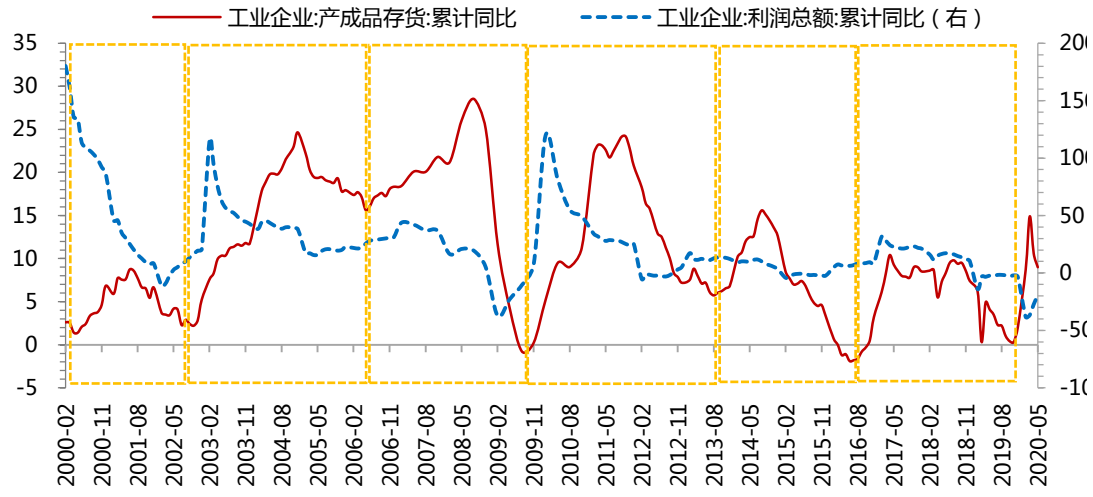
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：非制造业连续 4 个月持续扩张



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：目前处于被动去库的阶段



资料来源：Wind，太平洋证券整理

3、再贷款利率下调，助力实体经济复苏

6 月 30 日消息，央行决定自 7 月 1 日起下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点。此次下调是对 6 月国常会强调“再贷款”工具运用的具体体现，相应金融让利实体的要求。此次下调主要是由于为了应对由疫情造成的实体经济的疲软，再贷款再贴现利率的下调对货币政策直达实体经济有直接帮助。

从再贷款贴现的资金去向来看，2020 年 2 月央行曾表示，再贷款再贴现资金要向重点领域、行业和地区倾斜，在现有支持领域基础上，重点支持复工复产、脱贫攻坚、春耕备耕、禽畜养殖、外贸行业等资金需求，并加大对受疫情影响较大的旅游娱乐、住宿餐饮、交通运输等行业，以及对防疫重点地区的支持力度。

从传导路径来看，央行下调再贷款和再贴现利率，银行就可以以更低的成本将手头未到期的贷款或票据质押给央行进行融资，因此可以激励银行更多投放贷款和票据，如此资金就可以更多的流向实体经济。此次下调利率同样的对实体经济尤其是民营、小微企业和三农企业进行资金的精准投放，促进实体经济的发展，从而起到稳定就业的作用。

但对金融市场而言，货币政策的着力点仍以“宽信用”为抓手，虽然再贴现率的变化对金融市场的直接影响很小，但间接从资金端方面利于经济复苏，定向支持中小企业融资等经济修复中的薄弱环节。

4、低估值的风格切换？还是轮动补涨？

近一周，金融地产和周期板块的显著上涨，引发市场关注。我们认为近期其上涨的核心原因主要在于：一是，公募机构新一季度调仓引发的资金面追逐性价比高的低估值，两融和外资也均在本周显著流入非银、地产；二是，货币泛滥下市场“消灭”低估值的补涨，本周上涨较多的地产、非银、采掘等板块多是年初至今涨幅“掉尾”的板块，极度分化的撕裂使得短期存在收敛的动力；三是，低估值的金融地产和周期板块公募配置比例在历史低位，偏股主动型的公募基金对金融地产和周期的行业配置比重通常保持在10%-20%和 20%-30%，目前金融地产和周期的仓位已连续三个季度回落，预计 2020 年二季度大概率也是降的，即连续四个季度回落，2020Q1 金融地产和周期的配置比重仅 10%和 15%，处于历史的低位。

图表 6：近一周领涨行业为今年以来涨幅“掉尾”行业

行业	近一周涨跌幅（%，06/29-07/03）	行业	年初以来涨跌幅（%）
休闲服务	27.19	休闲服务	48.70
非银金融	13.51	医药生物	39.73
房地产	9.67	食品饮料	29.35
采掘	7.21	电子	27.17
银行	6.65	计算机	24.02
食品饮料	6.39	电气设备	21.76
建筑材料	5.90	商业贸易	20.45
商业贸易	5.56	传媒	19.73
综合	5.30	农林牧渔	18.63
汽车	5.04	建筑材料	13.69
有色金属	4.88	通信	11.10
农林牧渔	4.85	综合	10.57
机械设备	4.72	机械设备	8.73
建筑装饰	4.72	国防军工	8.27

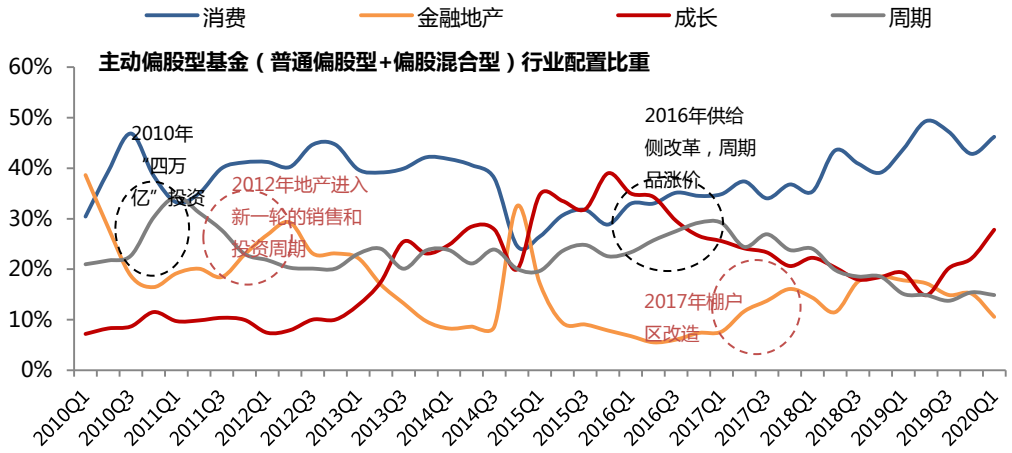
通信	4.49	化工	6.11
轻工制造	4.40	轻工制造	5.71
电子	4.18	汽车	5.55
交通运输	4.07	家用电器	1.62
电气设备	3.96	非银金融	0.98
国防军工	3.83	有色金属	0.67
化工	3.66	房地产	-0.82
计算机	3.57	公用事业	-2.67
传媒	3.15	建筑装饰	-3.03
公用事业	3.04	纺织服装	-3.66
家用电器	2.97	交通运输	-6.21
纺织服装	2.44	钢铁	-7.22
医药生物	2.13	银行	-7.88
钢铁	1.51	采掘	-12.16

资料来源：Wind，太平洋证券整理

低估值是风格切换？还是轮动补涨？核心区别在于上涨的持续性。行业基本面和景气度是上涨持续性的核心，有景气度的行业终能通过盈利增长消化高估值的问题，估值高低的根本最后还是回归到基本面上，从本周领涨的金融地产板块来看，除了券商存在注册制等资本市场改革带来的业务增量基本面来看，银行虽然仍能平稳增长，但 2020 年将面临向实体让利 1.5 万亿的利润空间压制；地产中长期的利润空间也将面临政策束缚，即越快增长，政策越紧，此外随着赶工周期进入尾声，在 2020 年疫情后居民杠杆率收缩背景下，地产需求具有较大不确定性，由此来看，目前大部分低估值行业的基本面并不能看到明显的上升阶段和周期拐点。

从公募基金历史仓位来看，2010 年以来，持仓持续攀升的风格切换主要集中于消费和成长板块，背后对应着，宏观上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，微观上盈利能够持续正增长的 A 股公司主要集中于医药、电子、计算机等消费和科技类行业。2010 年以来历史上，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。从公募机构参与的角度，对金融地产和周期板块的配置更多是短期风格轮动的交易型策略，而不是彻底的风格切换的配置策略。

图表 7：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



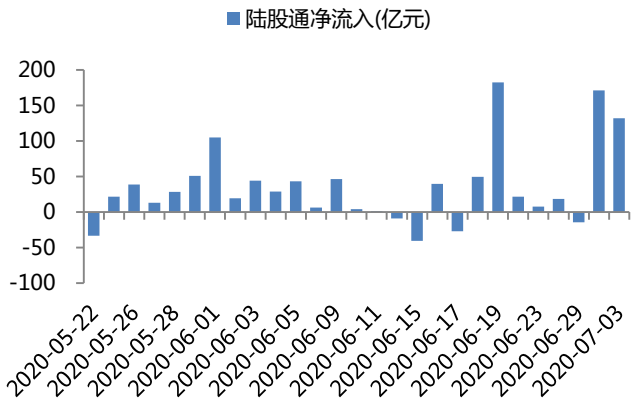
资料来源：Wind，太平洋证券整理

5、疫情扰动后，北上资金持续大幅流入

在前期周报中，我们提示虽然短期不排除外资或因疫情二次复发降低风险偏好而出现短暂流出 A 股，但站在中美关系边际改善和中长期全球宽松潮的背景下，参考台湾和韩国 30%-35%的外资持股占比空间来看，后续外资仍将持续流入。

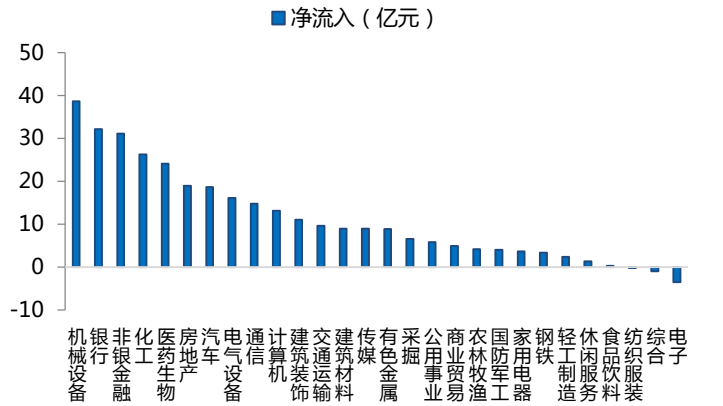
6 月 29 日，受海外疫情二次冲击影响，外资确实有 14.47 亿元的短期流出，但在 6 月 30 日-7 月 1 日陆股通暂停交易休市后，受益于近期中美关系的改善，以及中国经济持续的复苏，7 月 2 日-3 日北上资金连续 2 日流入超百亿，进一步验证我们前期的观点。我们坚持外资仍是 2020 年 A 股重要的增量资金之一的判断，短期将持续流入，我们预计 2020 年陆股通为代表的外资净流入规模仍可达 3000 亿元。

图表 8：7 月 2 日-3 日北上资金连续 2 日流入超百亿



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：近一周北上资金显著流入金融地产板块



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

6、博弈补涨，用核心资产应对风格均衡

虽然金融地产的低估值板块存在博弈机会，但从持续性和仓位调整的角度，作为相对收益投资者，坚守具有中长期主线的核心资产仍是必要的选择。短期国内外经济持续复苏，Q2 企业盈利复苏可期，消费和科技板块 2020 年中报业绩增长无压力，但短期也需关注由于前期预期过高而造成的落差伤害。“再贷款”降息等“宽信用”货币政策抓手，将利于后续国内经济的持续修复。仍需谨防当下海外疫情二次冲击的负面冲击。机构换仓、外资流入、两融提升等短期资金面驱动将强化受益于经济复苏和低估值低仓位的权重蓝筹补涨。权重蓝筹引领大盘指数上涨，但中长期跑 α 收益仍需依赖高估值可被景气度消话的 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、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 10：重要指数估值水位均有提升（截止 2020 年 7 月 3 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	1.52	32.87%	13.51	50.88%	7.88	6.78	25.19
	上证 50	1.23	23.85%	10.86	45.62%	3.13	7.33	23.42
	中小板指	4.29	56.48%	35.96	72.82%	24.96	5.37	31.52
	创业板指	7.76	92.90%	67.71	89.11%	36.95	3.36	34.78
	中证 500	2.02	17.31%	29.17	33.97%	14.88	4.53	21.06
	创业板 50	8.81	89.42%	88.23	95.73%	44.29	3.57	40.97

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 11：消费估值回落，金融地产和周期估值提升（截止 2020 年 7 月 3 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	0.99	1.6%	13.40	14.4%	-12.16	7.21	8.50
	化工	2.01	15.8%	25.49	35.2%	6.11	3.66	17.97
	钢铁	0.86	7.6%	12.18	25.9%	-7.22	1.51	6.03
	有色金属	2.21	18.4%	39.53	45.9%	0.67	4.88	19.74
	建筑材料	2.09	32.1%	14.90	11.9%	13.69	5.90	14.71
	建筑装饰	0.92	0.9%	10.09	6.8%	-3.03	4.72	3.85
	电气设备	2.68	28.1%	35.94	34.1%	21.76	3.96	22.79

	机械设备	2.28	27.8%	29.89	42.5%	8.73	4.72	17.64
	公用事业	1.36	1.8%	21.16	27.5%	-2.67	3.04	6.81
	交通运输	1.40	14.7%	21.89	45.7%	-6.21	4.07	14.09
消费	汽车	1.65	16.3%	26.83	67.6%	5.55	5.04	20.47
	家用电器	3.23	67.3%	20.52	49.0%	1.62	2.97	25.76
	纺织服装	1.79	17.4%	31.38	48.5%	-3.66	2.44	4.74
	轻工制造	1.85	24.6%	24.86	23.5%	5.71	4.40	17.73
	商业贸易	1.72	12.2%	26.16	36.0%	20.45	5.56	29.52
	农林牧渔	3.85	60.4%	20.03	0.8%	18.63	4.85	15.77
	食品饮料	7.79	92.9%	42.15	76.5%	29.35	6.39	49.53
	休闲服务	5.69	85.3%	96.49	94.6%	48.70	27.19	76.09
	医药生物	4.62	70.1%	52.20	83.5%	39.73	2.13	37.53
金融	房地产	1.30	3.8%	9.84	6.5%	-0.82	9.67	20.29
	银行	0.71	1.5%	6.35	15.7%	-7.88	6.65	12.22
	非银金融	1.84	15.0%	17.85	28.0%	0.98	13.51	22.74
成长	国防军工	2.69	36.3%	57.46	39.8%	8.27	3.83	13.22
	电子	4.28	79.2%	55.20	61.6%	27.17	4.18	30.26
	计算机	4.87	67.6%	78.92	93.7%	24.02	3.57	15.56
	传媒	3.13	21.8%	54.80	48.3%	19.73	3.15	25.78
	通信	3.06	64.0%	47.07	69.6%	11.10	4.49	1.20

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
上海区域销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海地区销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海地区销售	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	13222028950@163.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	congxc@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	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
深圳地区销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com
深圳地区销售	张静雯	18589058561	zhangjw@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。