# 太平洋证券：各行业周观点 10 月 20 日

| | 研究团队 | 主要观点 | 联系人 | |
|---|---|---|---|---|
| | 宏观团队 | 国内：下半年货币政策看似“矛盾”的操作，凸显防风险、疏通道为主，对冲维稳为辅的意图。进入下半年，我们一直坚持“三大攻坚战”再次强化的观点。从货币政策来看，先是贷款利率并轨改革，然后进行降准操作，特别对城商行做了额外定向降准。看似偏松的政策之后并未足额续作 MLF 进而回笼基础货币。“一松一紧”之后迎来了一年期 LPR 小幅调降，偏松预期还没坐实，非标认定以及规范结构性存款意见稿相继出台。而后则紧跟着一次非续作、净投放的 MLF 操作。于此同时，监管机构还加强了对各商业银行违规放贷的处置。一系列操作过后，我们对货币政策的解读只能谨慎引用官方的表述，“稳健的货币政策加大逆周期调节的力度”。看似“矛盾”的操作，如果以“去杠杆、防风险、疏通道”为主线，将降准、MLF 等操作看作是短期对冲，则更好理解。因此，目前来看，我们认为若无外部冲击，在主线任务未完成之前，货币政策转松的可能性都不大。时点上，可能同步于“十三五”。另外，对于本周公布的 9 月信贷数据，我们认为更多是季节性因素。是否有实质性向好变化，可重点观察 10 月的信贷数据。本周不考虑定向降准，央行通过逆回购、MLF 等操作净投放资金 2300 亿。R007 周均上行 17BP 至 2.80%，DR007 周均上涨 16BP 至 2.68%。<br>本周公布了三季度经济运行数据，三季度 GDP 当季同比增速 6%，累计同比 6.2%。展望四季度，若四季度当季同比能收在 6%，则全年同比收于 6.13%，稍加努力可冲刺 6.2%。对于四季度的预期，首先从消费看，好的一面是汽车消费有望自然回升，房地产相关消费有稳定增长的趋势。但不利的一面是个税的全年收入推高累进税率级次的效应可能将加速显现。<br>从投资看，大都寄希望于房地产的韧性以及基建投资再发力。对于基建投资，提醒不能仅关注专项债的提前下达。之前我们曾提到，“扩容”变“提前下达”已凸显了财政政策的意图。且专项债作为基建的资本金，需要的是大量隐性配资的配合。提醒关注三季度多个财政部地方监管局对违规举债及隐性债务情况进行核查调研。隐性债务能否足量配套是影响基建投资的一大因素。另一大因素则是项目储备问题。虽然 9 月开始，地方陆续加大了基建项目的申报，但根据此次专项债调查的结果来看，前期专项债部分项目收益注水严重，这无异于违规举债，属于净增加地方债务的范畴。国常会强调“专项债项目必须有收益，要优选经济社会效益比较明显……同时也防止一哄而上”。地方有没有如此多的好项目，有多少能通过审批，目前仍是问号。叠加我们仍在大规模减税的阶段，如果任由无序举债，地方债务风险将加速累积。归根结底，对于财政来讲，稳增长与防风险同等重要。<br>对于净出口，今年以来的衰退式顺差已再次对 GDP 形成正向拉动。若贸易争端逐步缓和，出口的增长效应与进口的压缩效应将形成对冲，哪个效应更大应是下一步着重考量的问题。<br>海外：英国欧盟达成新的脱欧协议，但英国下议院再次通过脱欧延期议案。欧盟宣布已收到延期脱欧申请，但首相并未在申请书上签字。约翰逊可能在随后的一封署名信中强调延期是错误的。英国脱欧继续延期对欧盟经济的影响可能弊大于利。土耳其总统埃尔多安表示，停火协议将于下周二晚上结束，土耳其将继续军事行动。美正式对欧 75 亿美元出口商品加征关税，欧盟誓言对等反击。风险提示：处置地方隐性债务导致基建企稳乏力的风险。 | 袁野 | 15810801367 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 策略 | 以时间换空间，在调整中布局。<br>四季度行情主要由交易力量驱动，低估值整体占优，成长仍有希望。<br><br>当前市场对外围环境逐渐钝化，焦点更多放在政策力量与企业盈利修复上，政策关注点为除降准及 PSL 重启以外的总量政策、需求政策，大概率在四中全会上出现眉目；企业盈利修复焦点在于三季报后此前热炒的“国产替代”逻辑可延续性及白马股的稳健业绩能否持续。除此以外的波动均为交易力量贡献。基于主要波动为交易力量贡献的前提，中性仓位，主仓低估值，以时间换空间是阶段最佳应对策略，大类资产上贵金属>基本金属>油>股市>债>现金，风格上低估值>硬核成长>细分消费>白马>类债型股票>地产产业链。<br><br>经济回暖：除了 GDP 外都不支持大幅宽松，后续料仍以结构性产业政策为主。除了 GDP 总量外，金融数据中社融韧性仍然较强，消费受益汽车提振显示出较强韧性，在城投偏好及隐性松绑的前提下基建投资有望继续回升并企稳，工业增加值如我们前期所料出现季末效应，决策层的吹风也显示出了足够的定力，叠加通胀压力（我们对“除去猪是通缩”说法表示谨慎）年内除了降准以外货币政策已无利好可言，如我们前期预判。重要会议主要看点为产业政策及资本市场地位。<br><br>三季报是验证“国产替代”主线之时。我们此前多次强调三季报电子行业中 PCB/消费电子均存在业绩反转预期，但前期加速上涨已部分透支成长的涨幅，三季报更关键在于验证前期国产替代/自主可控逻辑是否由中美贸易形势下的备货导致，主要看企业资本支出是否扩张以及现金流是否“干净”。静待前二者均呈现健康征兆验证科技新周期。<br><br>交易力量贡献主要波动，以时间换空间。“经济企稳-货币下-产业上”是四季度主旋律，基于三者超预期空间均不大，我们认为四季度主要波动由交易力量贡献。主要看点为：1、前期质押纾困后产业资本回流现金压力；2、贸易谈判缓和叠加美元指数下行下人民币存在“回 6”压力，如何评估进出口对基本面影响及外资买入盘；3、11 月 MSCI 再度扩容下主动盘及被动配置盘的博弈；4、在“保住全年胜利果实”思想指导下公募主动减仓对市场冲击。低估值个股在四季度由于低配以及赔率上升（通胀预期上升利好低估值个股）有望继续继续享受季度级别相对收益。但参见我们前期抱团深度报告，在低估值个股景气没有回升前，消费仍然是中长期最佳标的。<br><br>风险提示：三季报不及预期，美国经济恶化超预期，货币政策超预期。 | 周雨 | 17346571215 |
| 固收 | 利率债 | 调整幅度有限，关注两个重要变量。<br><br>我们认为利率债行情仍将继续调整，但是调整幅度有限，我们判断 10 年国债收益率较难高过 3.3%。因为一季度 10 年国债收益率最大调整幅度为 30BP，而当前利率债环境远不如当时恶劣，自最低点 3.0%调整幅度不超过 30BP 的话就是不会超过 3.3%。在调整结束的时间点判断上，我们建议关注两个重要变量。第一，央行是否有降息或降准的超预期动作，结构性的肉禽涨价并不会制约央行货币政策节奏，该降息时仍会降息。第二就是 11 月中旬中美的第二阶段谈判，如果贸易谈判形势再次恶化，利率债迎来做多时机。 | 张河生 | 13924673955 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 信用债 | 9 月份工业增加值、社融、物价指数等经济数据陆续公布，虽然金融数据略有回升但经济景气度依然偏低，投资需求（累计同比 5.4%/8 月 5.5%）、PPI（9 月-1.2%/8 月-0.8%）、工业增加值（累计增速 5.6%/5.6%）等经济数据显示需求不振仍对企业收入及利润形成下行压力，总量因素导致的经营压力上升将逐渐成为实体企业信用质量变化的核心逻辑。<br><br>短期来看，缺乏总量宽松的条件下，社会整体风险偏好压低与企业内生现金流不足影响外生现金流可得性相互强化，这将继续限制试图“调结构”解决中小微企业融资难、融资贵问题的货币政策的实施效果，其中民营企业尤其是行业非优势竞争主体现金流状况恶化的概率还在上升，信用债投资的有限选择还将集中于高等级、中长久期个券上。 | 李云霏 | 13212009290 |
| 大金融 | 非银 | 并购重组新规落地，短期可以提升市场风险偏好，中长期可以为上市公司提供更多改善资产质量的机会。重组上市认定标准中认定标准中“净利润”指标取消、“累计首次原则”计算期间由 60 个月 36 个月、创业板借壳限制放松、重组上市配套融资恢复、业绩补偿协议和监管措施丰富。<br><br>本周两市日均成交 4388 亿元，环比增加 8.6%；北上资金净流入 96 亿元，两融余额 9647 亿元。券商板块市净率 1.60 倍，仍有上行空间。资本市场改革和对外开放都将作用在证券行业，建议左侧配置。 | 罗惠洲 | 18513927027 |
| | 银行 | 银保监会再发文打击假结构性存款，打破银行囚徒困境降低银行负债成本。<br><br>继 10 月 10 日银保监会发布《关于开展银行保险机构侵害消费者权益乱象整治工作的通知》打击假结构性存款之后，10 月 18 日，银保监会又发布结构性存款监管的纲领性文件《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》。由于假结构性存款已经成为很多银行变相高息揽储的工具，这次专项整治有利于打破银行之间的囚徒困境，银行负债端成本上行的趋势有望放缓。当前利率市场化进入深水区，LPR 改革之后，打破贷款隐形利率下限或将引起增量贷款息差下行。这次打击假结构性存款则是通过降低负债端成本来对冲息差下行压力。此外，金稳委一个月内三次强调补充银行资本，也有利于银行扩大资产负债表规模，部分抵消息差收窄对利润带来的影响。<br><br>由于央行明确按揭利率不下调，实际上从融 360 的数据来看，按揭贷款平均利率连续 4 个月上行，因此零售业务占比较高的银行息差受影响相对较小，建议关注具有零售业务优势、业绩增长确定性强，且拨备覆盖率较高的招商银行。 | 徐超 | 18311057693 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 地产 | GDP 增速触及目标下限，10 月底政治局会议将是重要政策观察期。<br><br>三季度 GDP 同比增速跌到 6%（已触及年初 6.0-6.5%目标区间的下限），10 月 14 日李克强主持召开部分省政府主要负责人经济形势座谈会，强调要把稳增长、保持经济运行在合理区间放在更加突出的位置。但是座谈会提到的稳增长措施中并没有提到房地产，此前 7 月份政治局会议也已经明确表示不把房地产作为逆周期调节的工具。特别是在房地产投资和销售数据都韧性较强的情况下，我们认为短时间内全国层面地产政策松动的可能性较小，但是不排除部分稳增长压力较大的城市可能会低调采取一些地方小幅宽松政策，如临澧、芜湖、扬州、贵阳、武汉、天津等，但尚需观察这些政策后续是否会被叫停或收回。<br><br>本轮房地产板块反弹我们认为最主要的原因在于其他版块（如食品饮料、TMT 等）的获利资金有换仓需求，开始流入低估值的银行、地产等版块，叠加 9 月份部分房企在促销力度加大的情况下销售数据超预期。在政策层面有实质性松动之前，我们认为这一轮地产板块反弹较难突破 4 月份的估值水平（当时融资政策在明显放松），但 EPS 可能会切换到明年。10 月底政治局会议将是重要的政策观察窗口期，会议对房地产的表述将十分关键。 | 徐超 | 18311057693 |
| 周期 | 汽车 | 行业黎明渐至，部分品牌开启复苏之旅。<br>十月前两周乘用车销量下降 13%，降幅较上月进一步缩窄，市场继续等待销量逐月恢复。我们认为伴随着年底促销来临，四季度销量有望企稳回升。目前汽车板块估值较低，业绩底已逐渐明朗，具有较高的安全边际；同时部分车企销量已经由负转正，复苏已经开启，车市向上将带来更大的弹性。太平洋汽车持续推荐整车中市占率持续提升的长城汽车和触底回升的长安汽车，零部件推荐下游客户逐步复苏的细分领域龙头。 | 白宇 | 13683665260 |
| | 机械 | 5G 渐行渐近，助力智能制造。<br><br>5G 技术契合了传统制造企业智能制造转型对无线网络的应用需求，通过 5G 技术，制造工程可以实现从设计、生产到销售各环节的互联互通，并在此基础上实现资源的整合优化，从而进一步提高企业的生产效率和产品质量。格隆汇统计数据显示，我国智慧工厂行业市场规模在未来几年内或将保持 10%以上年均增速，预计到 2022 年其市场规模有望突破 1 万亿元。<br><br>具体来看，未来 5G 技术将在物联网、工业自动化控制、物流追踪、工业 AR、云化机器人等领域起到重要作用，有效加速智能制造研发和投资，利好智能制造产业链。 | 刘国清 | 18601206568 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 军工 | 1、近期发布三季度业绩预告的军工行业公司整体净利润同比增长近 30%，行业整体复苏趋势继续确立。其中军用材料板块业绩增长 60%以上；航空板块业绩增长 10%。作为行业上游，军用材料板块最先反应出行业的增长，未来价值将会继续向下游部件、主机厂传递。<br><br>2、10 月 10 日，由天津市人民政府、中国航空工业集团有限公司、中国人民解放军陆军共同主办的第五届中国天津国际直升机博览会举办，直-20 等机型进入公众视野。据报道，包括动力系统在内，直-20 所有部件都达到全国产。直-20 产量未来几年处于爬坡期，带动直升机产业链业绩增长。<br><br>3、我们看好航空、国防信息化发展趋势，继续推荐上游军用材料龙头。 | 马捷 | 18010097173 |
| | 有色 | 黄金驱动转向美元走弱，继续推荐关注锡。<br><br>认为本周大跌之后，黄金股已经调整到性价比较高的点位。当前往后一段时间，金价的驱动因素可能会从“实际利率走弱”转向“美元走弱驱动”。美元走弱的因素一是脱欧局势缓和，欧洲英国经济正式触底；二是贸易局势结构性改善，美元避险需求减弱。另外维持对在供给端大概率收缩、需求端边际改善预期下，维持对锡的推荐。 | 杨坤河 | 18500313059 |
| | 化工 | 10 月 20 日：原料价格低位，利好中游加工制造，继续关注景气向上子行业。<br>由于大部分化工品四季度普遍淡季，原料价格地位，我们维持前期判断轮胎、聚酯、塑料加工、减水剂、抗老化剂、光引发剂等中游制造子行业依然处于景气周期。同时，四季度迎来天然气旺季，工程板块结算高峰，建议关注。部分核心资产三季度业绩缺乏亮点，但不改“龙头 N 型震荡向上”趋势，大幅回调即迎来买点。 | 杨伟 | 18618335912 |
| | 建材 | 地产新开工有效向竣工端传导，重点推荐旗滨集团。<br><br>9 月份地产竣工增速同比增长 4.8%，连续两个月转正，地产新开工有效向竣工端传导，根据我们测算，9 月份玻璃表观需求同比增长 11.8%，旺季需求强劲，与近期龙头企业高产销率相符；而供给端行业”去违建“及”去非标“产能督查进展如火如荼，不排除将带来新的产能收缩，环保高压下，邢台市政府要求 10 月 31 号之前沙河将关停 6 条燃煤生产线（目前已停 2 条）；同时按窑龄计算，当前行业部分生产线将进入冷修高峰期，未来产能有望持续收缩。我们认为，进入“金九银十”旺季，需求回暖企业库存持续下降，尤其在行业会议召开背景下，价格持续推涨，目前价格仍处上升通道，而纯碱价格受前期产能释放短期波动不大，行业高盈利至少延续至明年初，龙头企业三四季度业绩确定性改善。 | 闫广 | 18926080414 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 纺织服装 | 社零平稳期待 Q4 表现，三季报前瞻预计好于二季度。<br><br>9 月社零整体+7.8%，服装鞋帽、针、纺织品类+3.6%，化妆品+13.4%，体育娱乐用品+15.7%。服务较同期略有下降，化妆品，体育用品维持高景气度。10 月份后社零服装分项基数下降（18 年 10 月 4.7%），同比边际有望改善。<br><br>本周我们重点推荐的南极电商，比音勒芬公告三季度业绩表现较好，安踏三季度数据维持优秀表现，继续重点推荐。<br><br>行业:从季节性的因素来看，去年四季度偏暖冬的天气，基数较低，随着 Q4 基数效应的下降，行业同比数据会出现边际改善的动力。预计行业三季报较二季度略好，考虑到三季报窗口期即将来临，依然坚定看好高景气度赛道（体育，电商，化妆品）和行业龙头。<br><br>建议从高景气度的赛道里选择估值性价比高的标的品种，重点子行业运动，电商，化妆品。 | 郭彬 | 18621965840 |
| | 造纸 | 文化纸盈利环比改善，废纸链市场小幅上移。<br><br>1、文化纸盈利环比改善，看好太阳纸业：1）文化纸涨价、浆价回落，纸企盈利水平逐季改善；2）造纸产能扩张巩固龙头地位，多元化纸种布局稳健发展，公司文化纸产能 120 万吨（2021 年预计新增 45 万吨），铜版纸产能 100 万吨，箱板纸 160 万吨（2021 年预计新增 80 万吨）；3）推行林浆纸一体化，原材料优势持续巩固。老挝二期项目 40 万吨废纸浆已于今年 6 月试生产运回国内，用于本部箱板瓦楞纸生产，此外公司还拥有 40 万吨半化学浆，10 万吨木屑浆，90 万吨化机浆（老挝化学浆当前转产 30 万吨溶解浆），20 万吨本色浆预计 2019 年四季度投产，公司打破原材料限制，推动盈利能力提升。<br><br>2、废纸链市场小幅上移。影响箱板瓦楞纸市场主要原因有：1.下游需求较好状态仍持续。受订单增加影响，纸厂发货速度较慢，整体跟进情况良好。2.市场买涨不买跌情绪较强，下游补库积极。3.原料废纸到厂价略微上浮，成本面支撑仍存。 | 陈天蛟 | 13601877996 |
| 消费 | 医药 | 优势白马龙头继续创新高，低估值&高增长细分领域黑马龙头存不错的机会！<br><br>1、随着三季报预增披露，优势龙头业绩超预期&持续高增长，引领股价不断创新高，维持中长线仍着眼于行业和个股天花板高的细分领域机会——新型疫苗、血制品、医疗服务（眼科、口腔、体检、第三方独立医学实验室）、零售药店、创新药&械及产业链、部分涨价维生素、核药、麻药等。<br><br>2、个别低估值、高增长细分领域黑马龙头存不错的投资机会：比如核药领域的东诚药业、麻药领域的人福医药。<br><br>3、本周我们发布了口腔行业深度报告：连锁化趋势明显，头部公司大有可为。强烈推荐通策医疗，预计未来十年省内业务 30 亿净利润，支撑千亿市值，省外业务突破在即，打开市值天花板。 | 杜佐远 | 13632562231 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | **社会服务** | 宋城演艺 Q3 主业超预期 华住 Q3 数据继续探底。<br><br>本周大盘调整下行，社会服务板块表现强于大盘。周内多个公司公布三季报预告，其中宋城演艺、科锐国际等个股表现超市场预期。1、宋城演艺 Q3 主业利润增速 15%至 40%，强于上半年的 14.32%，超过市场预期，预计三季度丽江项目、桂林项目高增长提振业绩。2、科锐国际 Q3 利润增速 0%至 28%，其中内生增速-2%至 30%，相对 Q2 的 0.46%预计有一定改善。3、华住 Q3 入住率/平均房价/Revpar 增速分别为-3.1pct/2.6%/-0.8%，同店增速分别为-2.5pct/-1.1%/-3.8%，较 Q2 入住率跌幅扩大，房价同比下降，Revpar 降幅增大。Q3 经济增速进一步放缓，酒店需求减弱。<br><br>建议关注行业龙头及超跌个股。 | **王湛** | **13521024241** |
| **成长** | **电新** | 新能源汽车产业发展规划意见稿出炉，泛在电力物联网建设提速。<br><br>网传工信部发布《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》征求意见稿，目标到 2025 年、2030 年，新能源车销量分别占当年汽车总销量的 20%和 40%。尽管今年补贴大幅下降，行业短期面临较大盈利压力，但是行业成长空间巨大，优质公司长期配置价值逐步凸显。<br>国网近日召开泛在电力物联网建设工作推进电视电话会议，并发布《泛在电力物联网白皮书 2019》，明确 57 项建设任务和 25 项综合示范，要求以更大的力度、更大的决心，确保完成全年建设目标。预计 Q4 开始落地项目招标将逐步放量，电网投资有望进入以数字化、智能化为代表的新一轮景气周期。 | **张文臣** | **18101083535** |
| | **计算机** | 1、A 股并购重组新规落地，放开创业板借壳、删减净利润指标、累计首次原则缩短至 36 个月。逐步放开是从去年以来的趋势，而对科技行业公司引导优待，增加了创业板对科技类公司的吸引力的同时，增加已上市企业的资本运作活力。对于券商和金融科技是政策层面的又一次催化，对并购依赖路径公司有长期改善效应，当然建议选择主业有持续性的。<br><br>2、国常会强调平等保护外商投资，不得强制技术转让和政府采购不限定供应商所有制等。其实政府采购有较成熟的供应商入围体系，经多方竞争出现，短期格局不会发生大幅变化。此举相较以前将市场更加开放出去，有利于缓和美对中方部分企业科技封锁压力，因此贸易谈判后续更加值得期待。 | **王文龙** | **18616946262** |

免责声明：
1、本产品所载内容均来自太平洋证券研究院已正式发布的研究报告或对报告进行的跟踪与解读。如需了解详细的报告内容或研究信息，请参见太平洋证券研究院的完整报告。2、本产品仅面向太平洋证券签约的机构客户。3、在任何情况下，本产品内容不构成任何的投资建议，太平洋证券研究院及研究团队不对任何因使用内容所引致或可能引致的损失承担任何责任。