

太平洋证券：各行业周观点 11 月 24 日

	研究团队	主要观点	联系人	
	宏观团队	<p>国内：央行“珍惜”利率空间，商业银行进退两难。进入下半年，央行货币政策的可预期性降低，我们认为释放信号的“混乱”，正是央行“表”在稳增长，“里”在保留货币政策空间，根本上则是防风险为主的外在表现。近期央行连续两月新作 MLF，并降低利率 5BP，引导预期的同时，稳增长诚意不足。我国商业银行作为金融中介，是资金融出的主要力量。而商业银行目前面临的局面是一方面在调结构政策要求下的被动“资产荒”，卡住了资金向传统“优质”资产的流动，反而“支持”风险较高的企业。另一方面是在降成本的要求下，不对称性降息，压缩利润空间。且对于国有大行还担负着减税降费下缓解财政压力的责任。在此背景下，国有大行或许尚且维持，对于中小银行尤其是地方性商业银行来说，日子可能更为难过。理论上，2017 年后每月新增贷款中，中资国有全国性商业银行占比约为 40%，其余商业银行每月新增贷款约为 8000 亿元。若央行将新增 MLF 常态化，即每月新作 2000 亿元，再假设这种相对“便宜”的负债全部进入中小行，恐怕也是杯水车薪。由此央行等幅度引导 LPR 下行则显诚意不足。且易纲行长在金融机构货币信贷形势分析座谈会上表示，“金融部门要提高政治站位……推动金融机构转变贷款定价惯性思维，真正参考贷款市场报价利率定价，促进实际贷款利率下行”。即市场看向央行，央行要保留应对风险的弹药，进而将市场预期转嫁商业银行。商业银行有苦难言，降成本难产，转而期待财政滴灌。本周央行为应对缴税通过 7 天逆回购及国库定存净投放 3500 亿。R007 周均下行 14BP 至 2.66%，DR007 周均下降 17BP 至 2.49%。</p> <p>为破解社会资本下乡瓶颈制约，多部门正研究出台一揽子新政，包括制定乡村产业重点投资领域目录和清单，研究完善人地钱政策等，农村一二三产业融合用地政策正抓紧完成，乡村人才振兴意见也有望出台。11 月 16-17 日，农业农村部部长韩长赋在江西调研时强调，稳慎推进农村宅基地改革，拓展改革试点，助推全面深化农村改革。</p> <p>中国社科院副院长高培勇 11 月 18 日在“2019 北京国际金融安全论坛”上表示，金融安全的最后一道屏障是财政安全。在金融安全和金融风险相关联的地带，有财政风险和财政安全。如财政发生风险，财政安全面临威胁，金融层面的安全也将不复存在。因此，要把金融安全和财政安全联系在一起，金融风险和财政风险紧密对接。防范金融风险，基础要落在防财政方面的风险上。</p> <p>国外：美联储 10 月会议纪要公布，认为 10 月降息之后利率已经得到很好的较准。德国 11 月份综合 PMI 升至 3 个月高点，2020 年有望迎来欧元区经济的小幅上修。中东地区地缘政治风险加剧，美国一改常态认为以色列在约旦河西岸定居点扩张不违法，伊朗则在美国的策动下，爆发大规模示威骚乱。</p> <p>风险提示：处置地方隐性债务导致基建企稳乏力的风险。</p>	袁野	15810801367

	<p>策略</p>	<p>低估值低位上升较难持续，竣工-新能源仍是短中期最佳选择。</p> <p>核心结论：低估值如钢铁煤炭的低位上升暂难证伪，同样也难以成为明年主线。上周市场出现明显的高位医药、消费、成长、金融筹码松散并下跌，低位且低估值的钢铁、建筑、煤炭等出现超额收益，主要线索如下：①机构集中排名期的换手需要，低估值低位行业筹码位置较好，高位股仓位集中向低位转移；②行业景气确有边际改善（四季度较三季度改善迹象），低位补涨在行业轮动上存在合理性；③地产韧性强于预期使得地产产业链有所表现。我们认为，基于增速降档、产业政策转向不可避免（结构转型持续）以及货币政策“精准滴灌”，低位周期行业存在月度级别机会，但持续性仍有待观察。高位消费、成长行业在月度-季度级别缓跌调整后仍是明年主要线索。后市建议短期看周期反弹，中期逢低布局细分消费、养殖龙头、硬核科技。基于行业景气视角可持续性，维持10月底以来对建材行业的高配建议，赔率上基本金属值得介入，新增推荐新能源中上游。</p> <p>四因素决定低位低估值上涨在预期之内。低位如钢铁、煤炭、建筑、原油等行业本周均取得超额收益，主要线索为：①PPI 环比回正后工业品价格同比存在触底回升预期；②地产投资韧性远超预期；③极低配置之下仓位边际回升对指数贡献大；④部分细分行业景气度较三季度显著回升，如建材、钢铁等。我们前期报告均有提及。但，低位低估值低配置及景气回升仅构成短期市场调整时不跌的理由，不构成日后领涨理由。</p> <p>外围环境微妙，欧美 PMI 回升。国我们前期报告已提到，中国是欧洲的领先指标，美国景气独立于全球，随着中国10月工业品价格触底，11月 PMI 欧洲主要经济体均出现回升；美国制造业 PMI 及服务业 PMI 均回升，一方面，经济回升利好风险资产；另一方面，全球经济的微弱回升也可能成为美国加码 tariff 讹诈的理由。</p> <p>配置建议：指数调整或未结束，四季度高配竣工链及新能源上中游，明年一季度细分消费，二季度加码成长/券商。短期跟随竣工数据及景气数据高配地产后端（建材及轻工家具）、新能源及养殖龙头（免疫猪瘟的牧原、天康、新希望），明年一季度配置免疫通胀的细分消费，二季度加码成长股及受益货币政策预期的券商。</p> <p>风险提示：中美贸易谈判大幅恶化。</p>	<p>周雨</p>	<p>17346571215</p>
<p>固收</p>	<p>利率债</p>	<p>10年国债阶段性看多至3.1%。</p> <p>MLF 利率调降之后逆回购利率调降本属于预期之内的，但债券市场的表现似乎说明央行的这次操作是超预期的。国债期货受此影响当日大幅拉升，现券收益率单日下降5BP左右，目前，10年国债收益率已经在3.2%以下。</p> <p>回顾2018年底牛市逻辑下10年国债收益率最低达到3.1%就下不去了，2019年8月底能够达到3.0%很重要的因素是贸易摩擦不断升级为5000亿美元商品加征关税，而当前状况是阶段性协议可能达成，只会较8月底更为缓和。所以我们继续看多，但空间幅度有限，10年国债收益率最低可达到3.1%。</p>	<p>张河生</p>	<p>13924673955</p>

	信用债	<p>上周 OMO、LPR 接连下调，显示经济下行压力下货币政策对需求调控支持的力度上升，短期内由基建带动社融回升是大概率事件，但传导至实体经济生产企业的经营明显改善还需要耐心等待。</p> <p>当前 AA 评级城投债风险溢价仍然有较大压缩空间，对经济增速较高但债务问题略重的争议省份，我们建议可优选财力稳定、地方政府对企业回款支持充分的优质个体作为下沉资质首选，产业债的低评级风险溢价压缩需要等待总量需求回升趋势延续至少 2 个季度后才可能出现显著动力。</p>	李云霏	13212009290
大金融	非银	<p>上周成交量日均 4080 亿元，环比上升 5%；北上资金净买入 57 亿元，较前一周的 18 亿明显增加；两融余额 9728 亿元。板块行情分化：保险板块回调 4.54%，券商板块略涨 0.34%，多元金融受期货板块提振上涨 1.92%。</p> <p>周二易纲行长主持召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，明确释放逆周期调节信号。自 9 月“全面深化改革 12 条”出炉之后，资本市场改革全面提速，预计 2020 年仍是政策“井喷”状态。洪流之下证券行业挑战与机遇并存，但总归利好的成分更大。2020 年作为“十三五”收官之年，经济数据及市场流动性等要素也让证券行业的盈利确定性更高。当前券商整体市净率 1.5 倍，无论是作为年底板块切换还是为明年蓄势，都是长线资金的良好选择。</p> <p>中国平安的人事调整引发广泛讨论，但公司管理溢价更多依赖马明哲，因此估值超调或是配置机会。建议投资者从基本面出发，关注开门红数据，重视保险板块配置价值。</p> <p>重点推荐：中国平安、华泰证券。</p>	罗惠洲	18513927027

	<p>地产</p>	<p>5 年期 LPR 首次下调，多数城市按揭贷款利率或将保持稳定。</p> <p>11 月 20 日，新 LPR 第四次报价出炉：1 年期品种报 4.15%，5 年期以上品种报 4.80%，利率均下行 5bp。其中 5 年期 LPR 是改革报价机制以来第一次下行。</p> <p>按揭贷款利率的下限是在 5 年期 LPR 的基础上加点，但 5 年期 LPR 下调不必然意味着房贷利率下调。根据 2019 年 8 月 25 日央行发布的《关于新发放商业性个人住房贷款利率调整的公告》，首套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限 LPR，二套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限 LPR 加 60 个基点。但实际上多数城市的按揭贷款利率都是高于这个下限的。所以 5 年期 LPR 下调不必然意味着房贷利率下调。</p> <p>从央行三季度货币政策执行报告中“下一阶段主要政策思路”中的表述来看，依然强调。“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，坚持“因城施策”的基本原则。从 11 月 7 日，新华社《“一城一策”要坚守房住不炒底线》的表态来看，我们认为短期内系统性放松地产政策的可能性较小。叠加银行年底额度普遍较为紧张，我们认为多数城市的按揭贷款利率可能会维持稳定。即使出现小幅调整，几个 bp 的变化对于房地产销售的影响也几乎可以忽略。</p> <p>虽然近期有不少城市对房地产政策进行了一些微调（主要集中在公积金和人才方面），但是幅度大都比较小。我们认为当前政策环境非常像 12 年，很多城市出台了针对房地产政策的微调，但一旦放松幅度较大，则将立即被中央叫停（如 12 年的珠海）。</p> <p>前段时间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 9-10 月份部分房企在促销力度加大的情况下销售数据超预期。我们认为在全国政策层面有实质性松动之前，地产板块估值难有大的提升空间，但 EPS 可能会切换到明年。标的方面可以关注融资拿地优势明显，且已在物流地产和商业地产等多元化领域深入布局的万科 A。</p>	<p>徐超</p>	<p>18311057693</p>
<p>周期</p>	<p>汽车</p>	<p>乘用车复苏之旅已经开启。</p> <p>根据乘联会前两周数据，我们推测 11 月零售同比降幅将继续缩窄，好于 10 月 2 个百分点。目前看周度数据逐步向好，市场需求有望企稳回升。</p> <p>乘用车周期底部向上，四季度迎来最佳布局时刻。太平洋汽车持续推荐反弹先锋长城汽车和长安汽车：长城汽车以绝佳的产品力市占率稳步上升，单车盈利逐季改善，乘用车需求逐步复苏带来的弹性极大；长安汽车自主品牌爆款上市，盈利能力明显提升。长安福特开启五年来最强的新产品周期，全新传染性均将上市，福特品牌虽势衰但仍有底蕴，销量即将开启绝地反弹之旅。具有核心竞争力的零部件企业下游客户销量企稳，有望迎来业绩拐点，推荐新泉、星宇、银轮。</p>	<p>白宇</p>	<p>13683665260</p>

	<p>工业自动化需求拐点临近，龙头企业业绩向上弹性大。</p> <p>今年电子科技股大涨，我们通过热门标的的复盘发现，市场风格偏好并非股价上涨原因，业绩反转才是主要驱动因素。具体来看，今年电子科技板块大涨的标的主要集中于 PCB、散热、半导体三大板块，其下游需求分别受益于 5G 基站、5G 手机和国产替代有明显提升，对应各龙头上市公司业绩均迎来大幅反弹，此为驱动股价上涨的主要因素；而在同一热门题材下，中石科技、碳元科技两家因业绩未出现明显改善，股价表现弱于其他标的。</p> <p>遵循着这一规律，我们判断明年机械行业中，工业自动化板块有望迎来业绩回暖。今年 10 月国内工业机器人产量为自去年 9 月以来首次出现正增长，释放行业需求筑底信号。我们调研发现，目前汽车零部件、5G 基站、3C 等行业自动化需求已出现复苏，相关企业已有订单落地。同时今年 1-10 月制造业固定资产投资额累计增速 2.6%，为历史同期最低增速，而我国人口红利消失趋势愈演愈烈，一般制造业企业的自动化需求被明显压制；明年在外部环境放松、国家对制造业减税降费等利好因素带动下，制造业企业盈利有望改善，从而集中释放自动化设备投资需求，带来较大弹性。今年工业自动化行业公司业绩都受到需求不景气影响，估值也经历调整；我们预计明年在需求拐点驱动下，龙头企业业绩将迎来反弹。</p>	刘国清	18601206568
	<p>军工企业混改、科研院所改制加速。</p> <p>1、11 月 8 日，央企混改操作指引出台，明确了混改的基本操作流程，混改方式为产权转让、增资扩股、首发上市、上市公司资产重组等。军工企业改革和资产证券化有望加速。</p> <p>2、多部委联合对军工科研院所第一批改制名单单位提出最新要求，将继续推进整体改制，科研院所改制进度加速。</p> <p>3、军改后，2018 年 2019 年军工各领域订单恢复，受一些影响，尚未完全体现到上市公司业绩，2020 年有望继续体现业绩。</p> <p>4、三季报军用材料板块业绩增长 60%以上，作为行业上游，军用材料板块最先反应出行业的增长，我们认为未来价值将会一定程度上向下游部件、主机厂传递。</p> <p>5、我们看好航空、国防信息化发展趋势，继续推荐上游军用新材料龙头菲利华、光威复材。</p>	马捷	18010097173

	<p>农业</p>	<p>猪价短期企稳，长期看涨。前期大猪集中出栏叠加屠宰场压价，导致猪价下跌，近期开始企稳。10月能繁母猪产能环比增长，传导至生猪供应端为2020年下半年。因此短期猪价承压，但中期供应仍旧趋紧，2019Q4~2020Q2猪价将持续高位。当前影响生猪养殖板块的主要因素是公司业绩和防控能力，因此防控能力强、业绩兑现能力强的公司将显著收益，推荐天康生物、新希望和禾丰牧业。</p> <p>复产阶段开始，养殖后周期起航。猪价在2019Q3至今持续高位，行业复产阶段来临，饲料销量在10月环比转正，养殖后周期关注饲料和疫苗板块业绩改善情况。推荐标的：中牧股份。</p> <p>政策主题期临近，种业将受益。中央一号文件出台临近，政策或聚焦农地流转和种业科技进步，种植业和种业将受益。推荐标的：隆平高科、登海种业</p>	程晓东	18614065768
	<p>化工</p>	<p>坚守核心，布局低估值，海油产业链表现亮眼</p> <p>由于行业淡季，化工品PPI领跌工业品，被动去库存持续，静待逆周期调控，补库存重启，周期修复。经济增速下滑过程中，中长期优选优质核心资产及景气细分行业龙头，五条投资主线布局2020年投资行情，详见年度策略。上周海油产业链表现亮眼，基本逻辑还是七年行动计划背书，行业确定性复苏。国家能源安全，2019-2025年七年行动计划，到2025年中海油勘探工作量和探明储量翻倍。2019为元年，我们预计中海油七年产量CAGR约5%，考虑自然衰减率10%，中海油资本开支有保障。先勘探后开发，中海油服先于海油工程复苏，海油工程将迎来拐点，无非是快慢问题。</p>	柳强	18515905800
	<p>建材</p>	<p>重视水泥板的估值修复行情。</p> <p>一、短期来看，南方需求良好，目前华东、华中、华南地区产销率在95-100%，延续旺季行情；8月底以来，南方区域价格上涨100-150元/吨，两广、两湖、江西、福建等地价格已超去年同期，这与市场普遍认为Q4价格难超去年同期不同，后期部分区域价格仍将推涨，龙头企业全年业绩有望上修；</p> <p>二、10月份地产数据全面超预期表明水泥需求有韧性，尤其新开工及施工面积维持高位，地产带动的水泥需求有支撑，20年仍有望超预期；</p> <p>三、基建在政策催化下明年将确定性复苏，当前华北、西北价格已明显超去年同期，将奠定明年价格高基数，基建链复苏带来业绩及主题双催化；</p> <p>四、近两年掌握上游资源的水泥龙头表现远强于其他周期品，20年盈利水平仍将维持高位。我们认为，目前龙头企业估值普遍在6-7倍，随着水泥企业盈利中枢及稳定性提升，资产负债表进一步修复，高分红背景下板块有望迎来估值修复；</p> <p>五、以海螺水泥为例，预计今年年底净资产将达到1400亿，明年净资产有望达到1600亿，按照平均PB估值1.9-2倍测算，海螺合理市值在3000-3200亿元。</p>	闫广	18926080414

	建筑	<p>基建改善确定性强，建筑板块迎来配置时点。</p> <p>“一带一路”新签对外承包工程合同额同比增长 38.6%，19 年拿单再次回到高速增长。虽然完成营业额暂时承压，但主要受拖累于 18 年板块下滑，预计随着海外投资生态逐步向好，业绩有望在未来一到两年内呈加速释放。</p> <p>资金面，1 年期与 5 年期 LPR 均下降 5 个 BP，企业资金压力有望得到进一步缓解。四季度是建筑企业拿单成绩验收期以及回款加速期，资本金下调以及专项债等资金率先支持重大项目，建议关注重点央企中国铁建、中国交建。</p>	王介超	18701680190
	钢铁	<p>预期修复、利润大增，低估值高分红钢铁股仍可配。</p> <p>上周我们底部精准推荐，钢铁板块本周表现强势，周涨幅排名第一，但我们认为板块预期差大，本次上涨的仍有空间，持续时间也会较长，我们继续推荐配置钢铁板块，现在仍是布局低估值高分红钢铁股的好时点，在行业变为电炉+长流程的格局下，长流程利润将长期有所保障，明年利润未必低于今年，建议关注方大特钢、南钢股份另外，我们认为特钢子行业进入了快速发展的拐点，具有成长性，特钢板块需长期重点关注，首推全球特钢龙头中信特钢，关注久立特材、钢研高纳、永兴材料等。</p>	王介超	18701680190
	纺织服装	<p>降温有利冬装销售，运动化妆品延续景气，10 月社零低于预期，短期继续建议关注低估值品种健盛集团。</p> <p>进入 11 月下旬，全国大部分区域有望进入降温期，利好冬装销售。</p> <p>从双十一数据来看，子行业电商（南极，开润，壹网壹创），运动，化妆品维持高景气度。</p> <p>10 月社零低于预期，服装分项受到双十一延长分流效应及宏观经济形势影响偏弱，我们认为 10-11 月两个月数据需综合比较。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。Q4 天气因素若无较大波动，行业超预期的可能性大，低于预期的可能性小。依然坚定看好高景气度赛道（体育，电商，化妆品）和行业龙头。</p> <p>建议从高景气度的赛道里选择估值性价比高的标的品种，重点子行业运动服饰，电商，化妆品。（南极电商，比音勒芬等增速快，估值低重点关注，新增重点推荐滔搏，国内运动服饰渠道龙头），个股方面关注健盛集团，海澜之家等估值底部，基本面稳定标的，配置机会凸显。</p>	郭彬	18621965840
消费	食品饮料	<p>剧烈调整不足虑，没到曲终人散时。</p> <p>1、上周食品饮料板块下跌 1.94%，跌幅靠前，主要因为上周五核心权重股的大幅下挫导致。进而引起市场对机构调仓、风格切换等的担忧。我们认为，这种担忧为时过早，消费股没到曲终人散的时候。</p> <p>2、白酒股的结构性情行将走向极致，消费市场将向少数品牌加速集中，他的市值仍有提升空间。食品股在这轮物价上涨中的获益换没有显现，尽管估值透支但业绩提升的逻辑仍能有效支撑。经济没企稳、外资仍持续流入的背景下，消费股的行情就不会结束，只是从暴涨转向慢牛。</p> <p>3、推荐方面：白酒的趋势越来越明确，看好贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒和顺鑫农业。食品持续看好：安井食品、绝味食品、伊利股份等。</p>	黄付生	13552441261

	<p>医药</p>	<p>白马高估值引发短期回调，中线仍是优选；20 年性价比高的细分龙头业值得重点关注。</p> <p>1、2019 年，无论是医药行业，还是整个 A 股行业，行业变革和投资者投资理念发生了很大变化，价值投资（主动+被动）占据主导，市场从更长远的维度去审视行业和公司。2020 年医药投资策略：掘金“好赛道，“好”公司”。我们对“好赛道”定义：市场空间大，壁垒高，盈利能力强。我们对“好公司”定义：未来能长大的公司&长大更大的公司，而不是现在虽好，但未来不能变得更好的公司。</p> <p>2、2019 年市场投资机会主要集中在大白马，2020 年性价比高的细分领域龙头也具有投资机会。如医药创新：恒瑞医药、中国生物制药；医疗服务：眼科（爱尔眼科、欧普康视、兴齐眼药）、口腔（通策医疗）、体检（美年健康）、ICL（金域医学）；药店：益丰药房、大参林、老百姓、一心堂；新型疫苗：康泰生物、智飞生物、康希诺；血制品：博雅生物、振兴生化、天坛生物、华兰生物；核药：东诚药业、中国同辐；麻药：人福医药；低估值+积极布局创新/业绩拐点：乐普医疗、科伦医药、浙江医药、亿帆医药、丽珠集团、健康元、山大华特等。</p>	<p>杜佐远</p>	<p>13632562231</p>
	<p>社会服务</p>	<p>五一十一假期延长 利好中长线出游。</p> <p>本周消费类行业普遍回调，社会服务板块小幅下跌，表现略优于沪深 300。行业内前期涨幅较大的宋城演艺出现回调，凯撒旅游由于管理机制理顺，布局免税业务、回购计划以及 2020 年东京奥运会国内独家票务代理权的优势，本周涨幅较大。2020 年假期安排出炉，其中五一假期延长至 5 天，国庆假期与中秋节和并为 8 天，长假天数更多，有利于促进中长线旅游需求的释放，利好景区、酒店、出境、免税等板块。建议配置壁垒竞争垒高的行业细分龙头，推荐配置中国国旅、宋城演艺、科锐国际。</p>	<p>王湛</p>	<p>13521024241</p>
<p>成长</p>	<p>电新</p>	<p>宁德拿下宝马大单。</p> <p>近日宝马宣布 2020 到 2031 年动力电池采购计划，其中宁德时代供应规模从 40 亿欧元增加到 73 亿欧元，从 2020 年开始供应；三星 SDI 供应 29 亿欧元，从 2021 年开始供应。宁德时代的胜利也意味着我国动力电池产业在全球市场的崛起。我国动力电池产业已经是立足国内，稳步开拓全球市场。尽管今年补贴大幅下降，行业短期面临较大盈利压力，但是优质公司长期配置价值逐步凸显。</p>	<p>张文臣</p>	<p>18101083535</p>

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。