

策略週報

估值分化，盈利為錨

分母端邏輯趨弱，財報視窗期關注業績確定性帶來的估值溢價。

- **政財政發力仍可期，弱復蘇趨勢延續。**7月財政支出發力，支出節奏顯著加快，結合全年預算，當前財政支出累計完成進度仍明顯落後于往年同期水準，下半年財政支出將會維持較高增速，特別國債的發行落地將會進一步支撐基建投資增速，支撐疫後國內經濟恢復。海外方面，當前全球疫情形勢依然嚴峻，疫情高位反復對於海外經濟活動的恢復形成一定程度的擾動。往後看，國內外經濟修復趨勢不變，但過程存在波折。
- **首批創業板註冊制公司上市，市場資金面臨短期波動。**8月央行超量續作MLF，一方面為了緩解國債發行帶來的資金面壓力，另一方面也緩解了市場對於總量流動性收緊的擔憂。下半年結構性貨幣政策仍將延續。當前國內經濟增速尚未完全恢復至疫情衝擊前水準，就業壓力依然較大，信貸政策難以全面收緊。市場資金層面，創業板註冊制下的第一批公司將於8月24日上市，融資總額達到200億元，短期股票供給的增加引發市場擔憂，部分資金短期選擇離場觀望。短期市場資金層面面臨一定程度波動但不改中長期趨勢方向。
- **中美波折反復，市場風險偏好高位震盪。**本周市場在內外擾動因素的疊加下出現了大幅震盪。我們維持前期觀點，美國大選結束前，對華強硬的政治態度難有根本性扭轉，因此下半年中美關係的波折反復或為常態，但目前來看，中美關係的波折並未破壞國內經濟和市場流動性底層邏輯，因此更多還是通過風險偏好的路徑影響市場。國內方面產業政策的落地與資本市場改革的推進將為市場風險偏好帶來正面提振。當前市場風險偏好水準處於年內高位，外部風險因素壓制以及內部流動性寬鬆節奏的放緩對估值水準中樞的提升形成較大壓制。
- **盈利為錨，市場估值面臨分化，關注高景氣硬科技板塊及早週期工業品配置機會。**流動性及風險偏好層面的邊際變化使得市場短期陷入震盪行情，前期高估值板塊面臨估值修正與分化壓力。分母端邏輯趨弱，盈利因數成為市場定價過程中更為確定可控的因素。隨著中報業績的逐步披露，後續高估值板塊的表現會出現分化，部分業績難以兌現的行業面臨調整壓力。因此在配置上，前期高估值板塊估值分化，消費電子與新能源車為代表的高景氣行業有望通過業績高增消化估值。而伴隨著新週期開啟、全球需求復蘇，工業品為代表的大宗商品迎來價格上行週期，當前工業品價格尚處於需求驅動的主升行情早期，當前估值優勢明顯而盈利預期上行的週期板塊配置性價比高，可逐步增加配置比例。
- **風險提示：逆週期政策不及預期，疫情發展超預期惡化**

觀點回顧

——20200607《美元流動性過剩與結構行情延續》：中期弱美元將會延續，全球經濟復蘇進行中，權益資產水往高處走。後疫情時代關注“美元荒”到“資產荒”的演變，匯率穩定，盈利修復趨勢下，大類資產權益配置優於債市，水往高處走，A股市場結構行情延續。

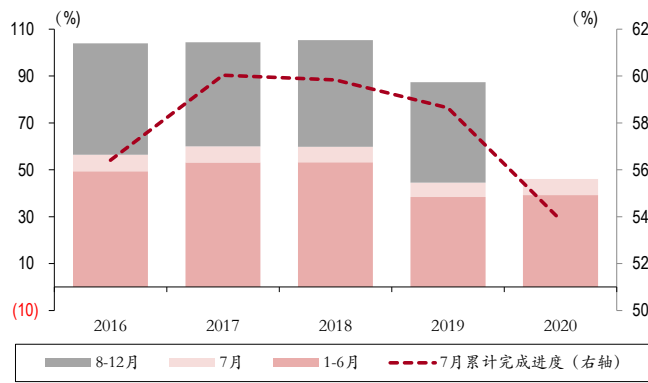
——20200706《順勢而為》：走出疫情衝擊，下半年A股市場主線歸來，關注科技主線機會。下半年市場將大概率處於盈利弱復蘇與流動性寬鬆延續的宏觀環境之中，對於權益資產相對友好。配置上順勢而為，把握科技景氣度。

——20200718《上行趨勢不改，回歸盈利主線》：經濟超預期改善，市場上行趨勢不改，重回盈利主線。宏觀環境尚處於復蘇早期，監管降溫市場重新回歸理性。市場重回盈利主線。

策略周觀點：估值分化，盈利為錨

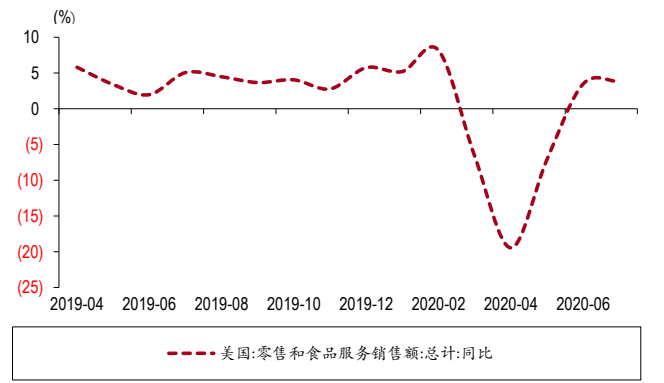
財政發力仍可期，弱復蘇趨勢延續。7月財政支出發力，支出節奏顯著加快，7月一般公共財政支出同比增長 18.5%（前值-14.4%），相比上半年財政支出節奏明顯加快，結合全年 13.3 萬億的財政支出預算，當前財政支出累計完成進度仍明顯落後于往年同期水準，因此下半年財政支出將會維持較高增速，特別國債的發行落地將會進一步支撐基建投資增速，支撐疫後國內經濟恢復。海外方面，當前全球疫情形勢依然嚴峻，美國新增病例中樞雖有所下行，但歐洲部分國家病例有所回升，疫情高位反復對於海外經濟活動的恢復形成一定程度的擾動。7月美國零售銷售同比增速放緩，也一定程度顯示了疫情反復對於消費需求的恢復速度的影響。往後看，海外經濟修復過程雖存在波折，但國內外經濟修復趨勢尚未改變。

圖表 1. 財政支出進度落後往年平均水準



資料來源：萬得，中銀證券

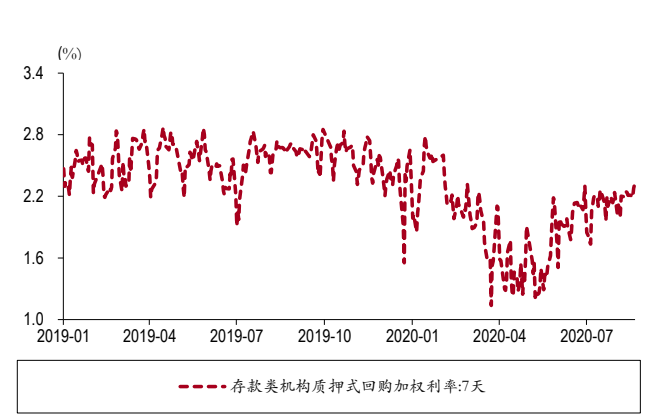
圖表 2. 7月美國零售增速修復節奏放緩



資料來源：萬得，中銀證券

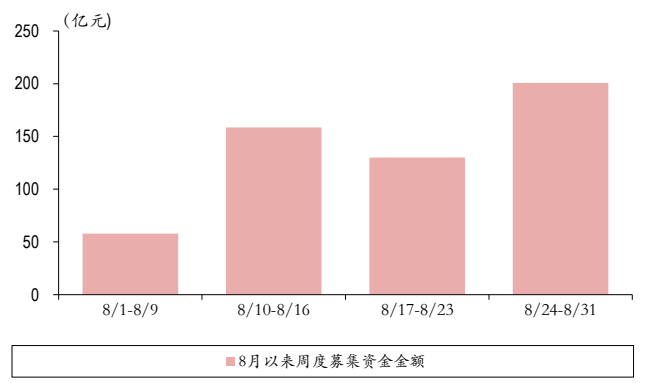
首批創業板註冊制公司上市，市場資金面臨短期波動。8月央行超量續作 MLF，一方面為了緩解國債發行帶來的資金面壓力，另一方面也緩解了市場對於總量流動性收緊的擔憂。結合 17 日國常會精神，下半年結構性貨幣政策仍將延續。雖然 7 月新增社融放緩使得前期極度寬鬆的流動性環境出現了邊際收緊的跡象，但從當前經濟環境來看，經濟增速尚未完全恢復至疫情衝擊前水準，整體通脹水準仍然偏弱，而國內就業壓力依然較大，信貸政策難以全面收緊，因此下半年貨幣寬鬆雖然節奏放緩但難有大幅收縮。市場資金層面，創業板註冊制下的第一批公司將於 8 月 24 日上市，融資總額達到 200 億元，短期股票供給的增加引發市場擔憂，同時 20% 的漲跌幅上限也使得市場對於創業板未來波動性增加擔憂加劇，部分資金短期選擇離場觀望。短期市場資金層面面臨一定程度波動但不改中長期趨勢方向。

圖表 3. 7月以來市場利率中樞維持平穩



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4. 首批創業板註冊制公司下周上市，募資總額 200 億元

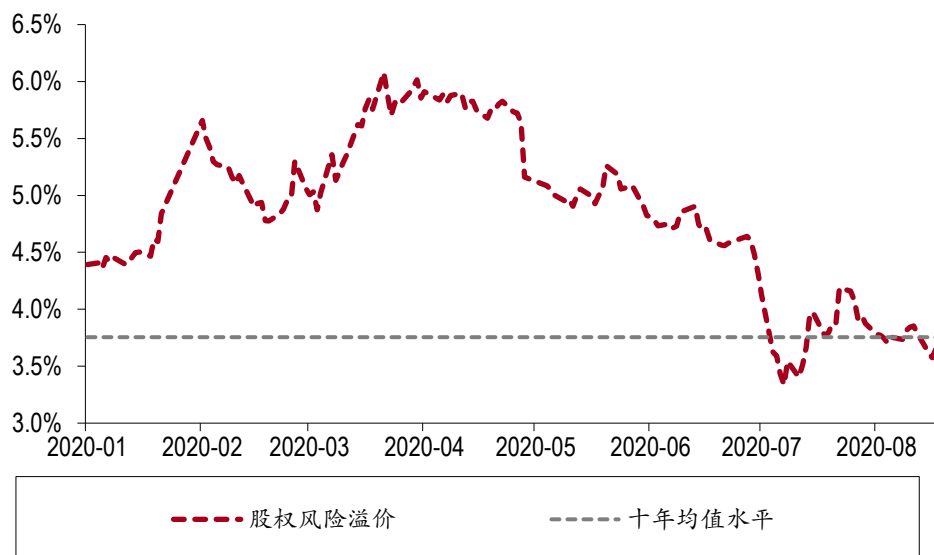


資料來源：萬得，中銀證券

中美波折反復，市場風險偏好高位震盪。本周市場在內外擾動因素的疊加下出現了大幅震盪。證監會就券商在協力廠商平臺展業、與銀行、保險進行管道合作徵求意見，資本市場改革步伐再進一程。海外方面，中美關係再度面臨挑戰，繼中美貿易對話延期後，美方對華為採取第三輪制裁，將 21 個

國家的 38 家華為子公司列入黑名單，中美摩擦再度升溫。對此，我們維持前期觀點，美國大選結束前，對華強硬的政治態度難有根本性扭轉，因此下半年中美關係的波折反復或為常態，但目前來看，中美關係的波折並未破壞國內經濟和市場流動性底層邏輯，因此更多還是通過風險偏好的路徑影響市場。國內方面將會維持相對積極的政策導向，產業政策的落地與資本市場改革的推進將為市場風險偏好帶來正面提振。當前市場風險偏好水準處於年內高位，外部風險因素壓制以及內部流動性寬鬆節奏的放緩對估值水準中樞的提升形成較大壓制，8 月以來市場風險偏好在 10 年均值水準附近窄幅震盪。

圖表 5. 市場風險偏好在 10 年均值水準附近震盪



資料來源：萬得，中銀證券

盈利為錨，市場估值面臨分化，關注高景氣硬科技板塊及早週期工業品配置機會。流動性及風險偏好層面的邊際變化使得市場短期陷入震盪行情，前期高估值板塊面臨估值修正與分化壓力。近期以疫苗和科技股為代表的高景氣板塊出現明顯調整，短期的擾動因素固然是導火索，分母端邏輯趨弱，盈利因數成為市場定價過程中更為確定可控的因素。隨著中報業績的逐步披露，後續高估值板塊的表現會出現分化，部分業績難以兌現的行業面臨調整壓力。因此在配置上，前期高估值板塊估值分化，消費電子與新能源車為代表的高景氣行業有望通過業績高增消化估值。而伴隨著新週期開啟、全球需求復蘇，工業品為代表的大宗商品迎來價格上行週期，結合《一波三折，新週期下工業品行情推演》中的研判，本輪庫存週期與 1975-1978 年最為相近，當前工業品價格尚處於需求驅動的主升行情早期，當前估值優勢明顯而盈利預期上行的週期板塊配置性價比高，可逐步增加配置比例。

風險提示

逆週期政策不及預期，疫情發展超預期惡化。

披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它協力廠商都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，將通過公司網站披露本公司授權公眾媒體及其他機構轉載或者轉發證券研究報告有關情況。如有投資者于未經授權的公眾媒體看到或從其他機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

評級體系說明

以報告發佈日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

公司投資評級：

- 買入：預計該公司股價在未來 6 個月內超越基準指數 20% 以上；
- 增持：預計該公司股價在未來 6 個月內超越基準指數 10%-20%；
- 中性：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數變動幅度在 -10%-10% 之間；
- 減持：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數跌幅在 10% 以上；
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

行業投資評級：

- 強於大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現強於基準指數；
- 中性：預計該行業指數在未來 6 個月內表現基本與基準指數持平；
- 弱於大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現弱於基準指數。
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。

風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券股份有限公司證券分析師撰寫並向特定客戶發佈。

本報告發佈的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能夠充分理解證券研究報告，具備專業資訊處理能力的中銀國際證券股份有限公司的機構客戶；2) 中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券股份有限公司不以任何方式或管道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券股份有限公司的個人客戶從任何外部管道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券股份有限公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密資訊，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出於任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自轉載或轉發的，中銀國際證券股份有限公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券股份有限公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何資訊、材料或內容只提供給閣下作參考之用，並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券股份有限公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券股份有限公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的資訊或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發佈其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點並不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的位址或超級連結。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些位址或超級連結（包括連接到中銀國際集團網站的位址及超級連結）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基於現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠資訊也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

中銀國際證券股份有限公司

中國上海浦東
銀城中路 200 號
中銀大廈 39 樓
郵編 200121
電話: (8621) 6860 4866
傳真: (8621) 5888 3554

相關關聯機構：

中銀國際研究有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
致電香港免費電話:
中國網通 10 省市客戶請撥打：10800 8521065
中國電信 21 省市客戶請撥打：10800 1521065
新加坡客戶請撥打：800 852 3392
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際證券有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區
西單北大街 110 號 8 層
郵編: 100032
電話: (8610) 8326 2000
傳真: (8610) 8326 2291

中銀國際(英國)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
電話: (4420) 3651 8888
傳真: (4420) 3651 8877

中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號
7 Bryant Park 15 樓
NY 10018
電話: (1) 212 259 0888
傳真: (1) 212 259 0889

中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z
新加坡百得利路四號
中國銀行大廈四樓(049908)
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371