

策略週報

靜候趨勢歸來

海外風險衝擊尚存，盈利上行趨勢不改。

- **A股盈利底部復蘇，中小創修復程度顯著。**本周全部A股半年報業績披露完成，整體來看，各板塊盈利增速均有所回暖，但相較疫情衝擊前的正常水準仍有距離。不同板塊間分化較大，中小創盈利恢復明顯優於主機板。滬深300與中小板指與創業板指盈利增速差持續擴大。總體來看，A股盈利仍處於自疫情衝擊低點修復進程中早期，盈利修復進行時。
- **海外流動性寬鬆預期鬆動，外資短期加速淨流出。**8月以來北上資金呈現持續淨流出狀態，國內經濟復蘇斜率趨緩而海外進入加速修復階段，地緣政治因素也加劇了市場風險偏好波動，導致北上資金出現流出。海外疫苗的推進以及美國經濟的復蘇使得市場對於海外流動性寬鬆的預期進一步減弱。未來聯儲貨幣寬鬆的預期也出現一定分歧。前期流動性寬鬆邏輯下美股估值快速提升時期接近尾聲。
- **海外風險波動，市場風險偏好高位震盪。**本周市場依然在高位震盪，海外市場波動帶來A股風險偏好快速下行。海外股市仍處於博弈階段，但尚未到趨勢性下跌的時候，首先，債券市場對貨幣政策和流動性的敏感度一般高於股市，而美債並未跟隨美股下跌，說明交易端還在博弈中，一致預期尚未形成；其次海外經濟復蘇預期加速仍需要後續的就業和通脹資料的上行來加以佐證。預計大選結束前，市場將維持博弈震盪。橫向比較下，當前A股估值水準低於發達國家水準，往後看，市場風險偏好短期難有大幅提升，但基本面復蘇趨勢延續，盈利復蘇尚處早期，風險偏好中樞維持高位不改。
- **估值分化，盈利為錨，逐步關注低估值順週期板塊配置機會。**中報顯示，除金融地產板塊盈利增速持續下降外，其餘板塊2季度盈利增速均有不同程度的改善，其中週期成長板塊上升53個百分點，提升幅度最大；必需消費從一季度的9%增長至25%。一級行業方面，通信、農林牧漁、軍工和電力設備增速居前，其中農林牧漁和軍工較一季度增速大幅下滑。消費電子、新能源汽車為代表的成長主線維持穩定高增長。半導體、通信設備、裝飾材料等二級行業環比高增。從近期的市場表現也可以看出，以汽車、電子、化工為例，業績確定性高、未來盈利預期確定上行而估值尚可的行業，近期表現相對占優。未來隨著分母端邏輯的趨弱，盈利因數仍將佔據主導。配置方向上，可逐步增加低估值順週期板塊的配置比例，隨著下游需求回暖，前期庫存得到去化，經濟復蘇趨勢確定，利率上行趨勢下，金融板塊利空出盡配置價值逐步顯現。前期強勢的科技和消費板塊即將迎來估值分化，產業趨勢向上、業績確定性高而估值尚可的行業有望依然維持強勢。
- **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

——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。

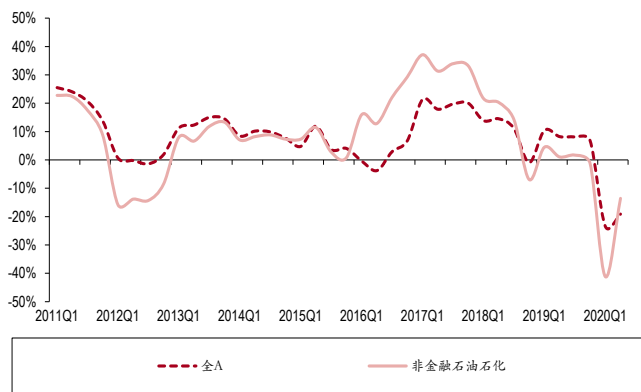
——20200718《上行趨勢不改，回歸盈利主線》：經濟超預期改善，市場上行趨勢不改，重回盈利主線。宏觀環境尚處於復蘇早期，監管降溫市場重新回歸理性。市場重回盈利主線。

——20200823《無畏調整，等待下一輪上行》：做多趨勢不改，蓄勢下一輪上漲。政策定國內經濟復蘇持續，結構呈現分化，中美波折尚存但風險可控，國內政策帶來正面提振，A 股上行趨勢不改，蓄勢下一輪上漲。

策略周觀點：靜候趨勢回歸

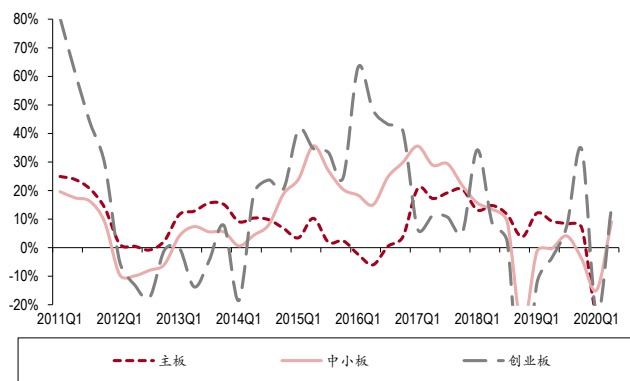
A股盈利底部復蘇，中小創修復程度顯著。本周全部A股半年報業績披露完成，整體來看，各板塊盈利增速均有所回暖，全A盈利增速-19.1%，相較一季度上升4.3個百分點，但相較疫情衝擊前的正常水準仍有距離。不同板塊間分化較大，非金融石油石化口徑下全A增速改善幅度大於全部A股，中小創板塊的盈利增速分別較一季度回升25.1、37.7個百分點，盈利恢復明顯優於主機板。滬深300與中小板指與創業板指盈利增速差持續擴大。滬深300盈利增速-18.7%，略低於一季度，中小板指與創業板指的盈利增速分別為16.7%和22.8%，較1季度上升14.6與25.1個百分點，遠超去年同期水準。

圖表 1. 2020H1 整體上市公司盈利增速有所提升



資料來源：萬得，中銀證券

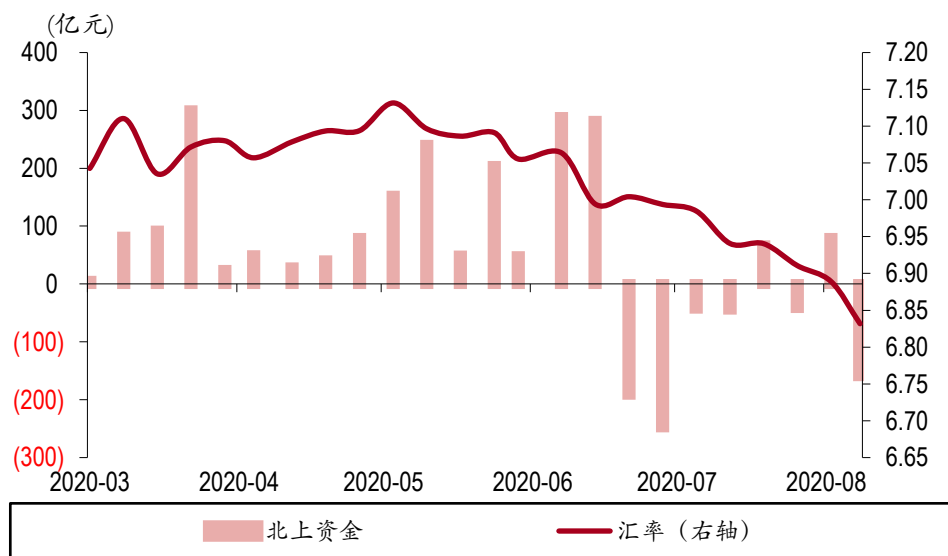
圖表 2. 中小創盈利增速回歸正值，遠超主機板



資料來源：萬得，中銀證券

海外流動性寬鬆預期鬆動，外資短期加速淨流出。8月以來北上資金呈現持續淨流出狀態，國內經濟復蘇斜率趨緩而海外進入加速修復階段，地緣政治因素也加劇了市場風險偏好波動，導致北上資金出現流出。海外疫苗的推進以及美國經濟的復蘇使得市場對於海外流動性寬鬆的預期進一步減弱。27日美聯儲主席鮑威爾在 Jackson Hole 會議上宣佈新的貨幣政策框架，2012年以來的“通脹跟蹤制”將轉換為“平均通脹跟蹤制”。其中，基於新框架將“達到充分就業”置於“維持價格穩定”目標之前，未來聯儲貨幣寬鬆的預期也出現一定分歧。前期流動性寬鬆邏輯下美股估值快速提升時期接近尾聲。

圖表 3. 7月以來北上資金呈現持續淨流出狀態



資料來源：萬得，中銀證券

海外風險波動，市場風險偏好高位震盪。本周市場依然在高位震盪，海外市場波動帶來A股風險偏

好快速下行。海外股市仍處於博弈階段，但尚未到趨勢性下跌的時候，首先，債券市場對貨幣政策和流動性的敏感度一般高於股市，而美債並未跟隨美股下跌，說明交易端還在博弈中，一致預期尚未形成；其次海外經濟復蘇預期加速仍需要後續的就業和通脹資料的上行來加以佐證。預計大選結束前，市場將維持博弈震盪。橫向比較下，當前 A 股估值水準低於發達國家水準，往後看，總量貨幣政策寬鬆難以為繼，美國大選前，中美博弈進入常態化階段，不排除中美摩擦階段性升級的可能，市場風險偏好短期難有大幅提升，這也是近期股票資產陷入窄幅震盪的重要原因。但基本面復蘇趨勢延續，盈利復蘇尚處早期，風險偏好中樞維持高位不改。

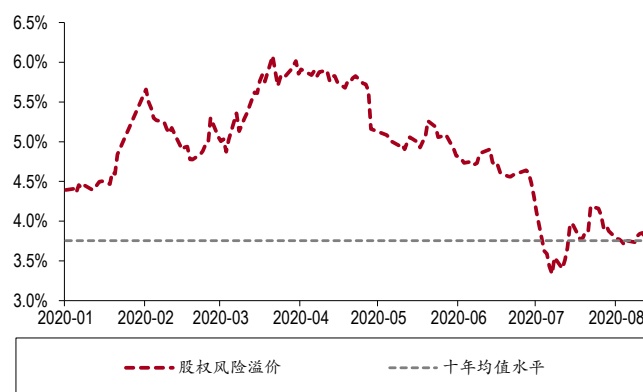
圖表 4. 全球市場估值水準對比（2009 年起）

	上证综指	深证成指	创业板指
当前分位	69.10%	83.30%	87.20%
当前值	15.97	32.92	67.27
中位数	14.05	22.72	51.00
均值+标准差	19.98	35.06	68.04
均值-标准差	10.03	14.67	36.58

	标普500	纳斯达克	道琼斯工业
当前分位	99.60%	99.40%	99.70%
当前值	33.71	64.77	28.03
中位数	19.44	31.29	16.49
均值+标准差	23.50	40.75	20.88
均值-标准差	15.80	24.44	13.94

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 5. 市場風險偏好仍處於年內高位震盪



資料來源：萬得，中銀證券

估值分化，盈利為錨，**逐步關注低估值順週期板塊配置機會**。中報顯示，除金融地產板塊盈利增速持續下降外，其餘板塊 2 季度盈利增速均有不同程度的改善，其中週期成長板塊上升 53 個百分點，提升幅度最大；必需消費從一季度的 9% 增長至 25%。一級行業方面，通信、農林牧漁、軍工和電力設備增速居前，其中農林牧漁和軍工較一季度增速大幅下滑。消費電子、新能源汽車為代表的成長主線維持穩定高增長。半導體、通信設備、裝飾材料等二級行業環比高增。從近期的市場表現也可以看出，以汽車、電子、化工為例，業績確定性高、未來盈利預期確定上行而估值尚可的行業，近期表現相對占優。未來隨著分母端邏輯的趨弱，盈利因數仍將佔據主導。配置方向上，可逐步增加低估值順週期板塊的配置比例，隨著下游需求回暖，前期庫存得到去化，經濟復蘇趨勢確定，利率上行趨勢下，金融板塊利空出盡配置價值逐步顯現。前期強勢的科技和消費板塊即將迎來估值分化，產業趨勢向上、業績確定性高而估值尚可的行業有望依然維持強勢，

圖表 6. 大類板塊過去 4 個季度盈利增速及 ROE

大類板塊	盈利增速				ROE			
	2020H1	2020Q1	2019H2	2019Q3	2020H1	2020Q1	2019H2	2019Q3
周期资源	-66.0%	-91.0%	-13.0%	-15.4%	4.6%	5.8%	7.4%	8.4%
周期制造	-14.0%	-57.0%	-35.0%	-15.0%	4.2%	3.7%	4.9%	7.1%
金融地产	-13.0%	-5.0%	14.0%	16.0%	12.4%	11.5%	12.0%	12.3%
必需消费	25.0%	9.0%	14.0%	16.1%	14.0%	12.8%	12.9%	13.2%
可选消费	-37.0%	-63.0%	7.0%	5.5%	7.1%	7.6%	9.4%	9.0%
基建	-52.0%	-84.0%	7.0%	13.3%	5.2%	6.0%	8.0%	8.6%
周期成长	18.0%	-35.0%	8.0%	4.5%	5.1%	4.1%	4.9%	5.2%
成长	-13.0%	-18.0%	152.0%	-13.4%	0.2%	0.3%	0.6%	-0.4%

資料來源：萬得，中銀證券

風險提示

逆週期政策不及預期，疫情發展超预期惡化。

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刊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得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，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刊載或轉發的，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