信义山证 汇通天下

山证策略·11月观点

经济数据向好，把握主线机会

山西证券策略团队

分析师：

麻文宇 CFA，执业登记编码（S0760516070001）

梁迪柯 CFA，执业登记编码（S0760518070001）

李杰 CPA，执业登记编码（S0760520090001）

研究助理：

翟子超 FRM

山西证券 SHANXI SECURITIES

策略研究/月度报告

宏观

- 供给端同比增速提升，需求端拉动经济数据上行。
- 消费信心、就业率、出口向好，需求回暖速度有望提升。
- 服务业产值仍处于恢复阶段。

11月策略

- 经济回暖速度有望抬升，货币流动性走平，中期箱体震荡格局或将持续。
- A股估值整体合理，呈现结构性高估值格局，但比较优势下外资仍将持续流入，适当关注估值合理景气度回升较快的板块和十四五相关主线板块。
- 科创50指数目前较高点估值回落较大，目前估值相对合理。另外，权重标的拥有优质基本面，有较高的业绩增长期望。

行业配置

- 消费升级：新能源汽车、小家电。
- 业绩兑现，预期抬升：新能源汽车，光伏，医药
- 长期优质赛道：医药、光伏、电子、新基建
- 下行风险较小，可适当配置：煤炭、钢铁、建材

风险提示：疫情再度大规模出现，疫苗研制进度不达预期、中美摩擦再度升级、政策力度不达预期

市场回顾

宏观分析&展望

策略建议

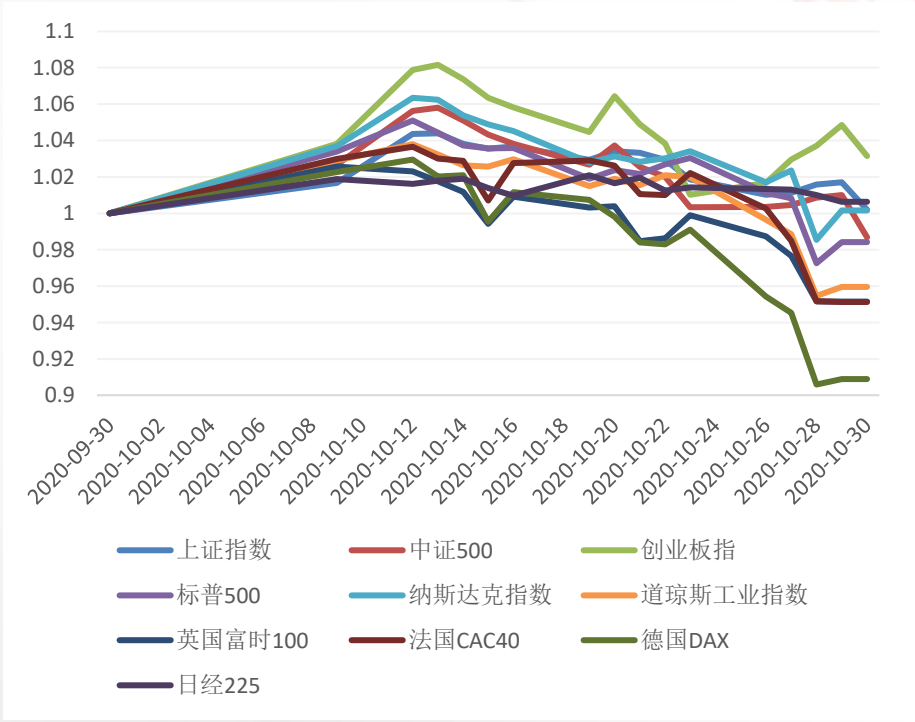
今年以来中国A股收益率领先全球

- 今年以来中国股指整体大幅跑赢全球其他市场，十月份月涨幅创业板指和上证指数依旧领先。
- 中长期来看，当前在全球疫情尚不明朗的背景下我们继续看好A股的相对优势。
- 短期来看，市场观点分散，成交量收缩，我们预测A股11月表现为箱体内震荡走势。

今年以来指数走势



10月份指数走势

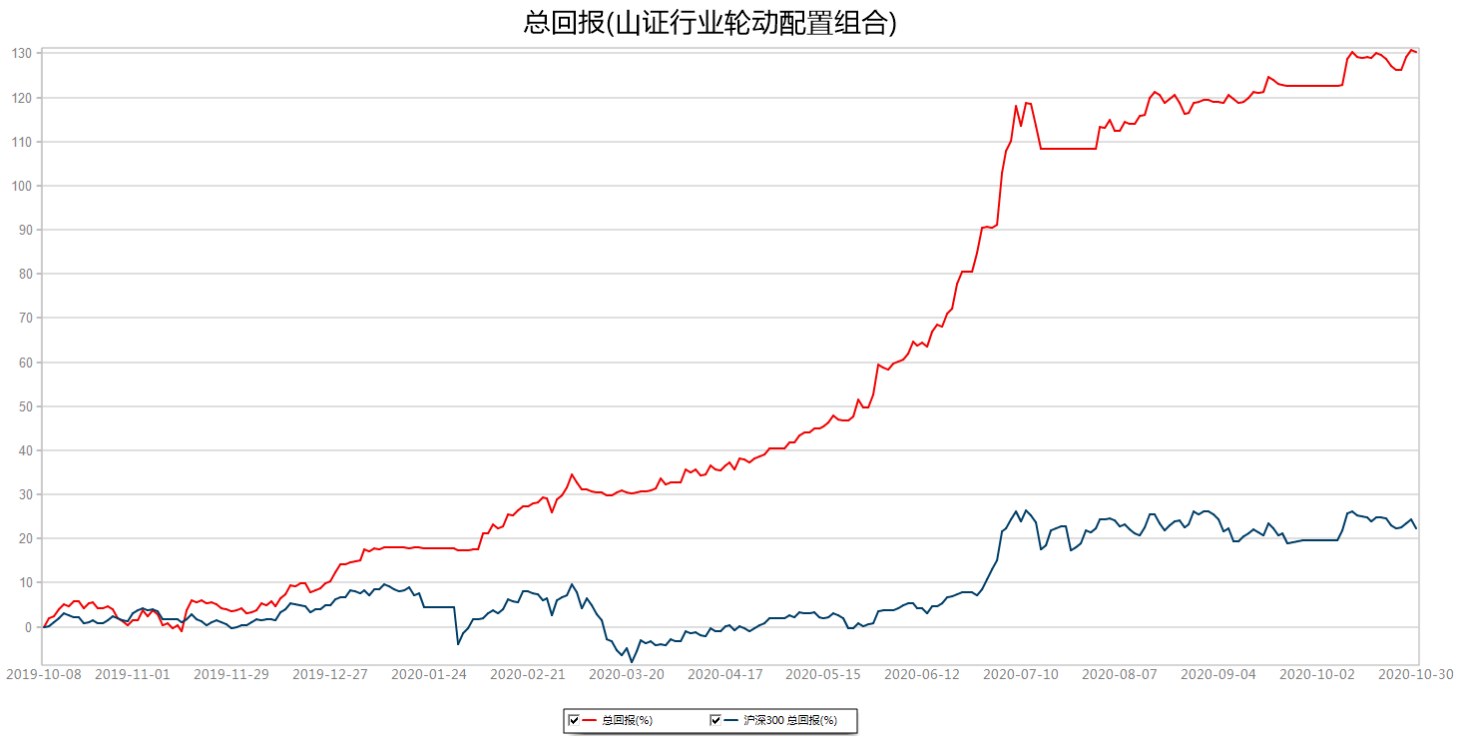


数据来源：山西证券、wind

策略表现

- 今年以来，组合表现良好，截止10月30日绝对收益130.35%，相对沪深300超额108.01%。本月震荡市择时和行业选择来了可观的相对回报。

组合今年大幅跑赢沪深300

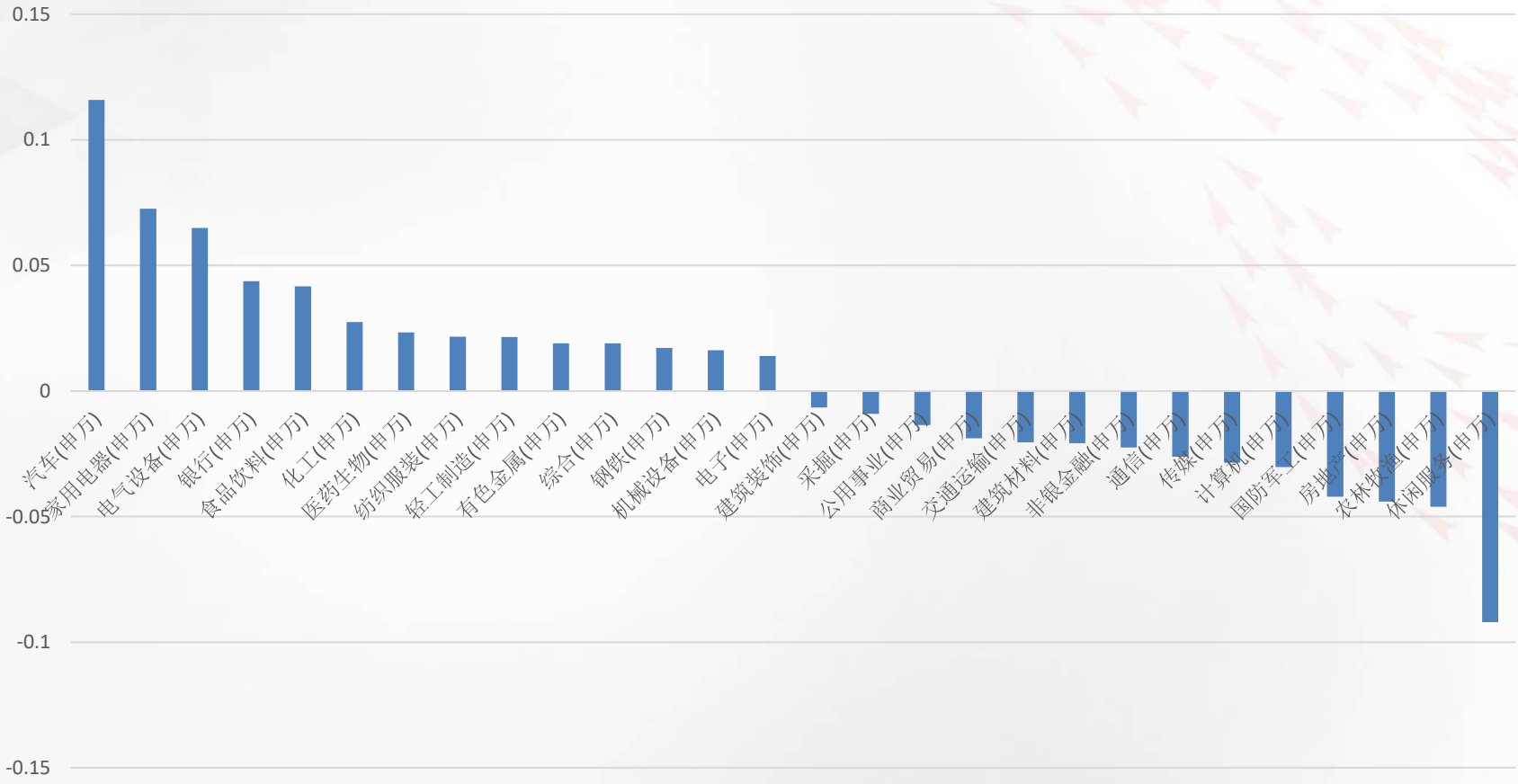


绝对回报:	130.35%
相对回报:	108.01%
本周回报:	1.40%
本月回报:	3.46%
本季回报:	3.46%
本年回报:	101.86%
年化收益率:	118.24%
Alpha:	105.06%
Beta:	0.63
Sharpe:	6.13
日胜率:	53.24%
周胜率:	73.21%
月胜率:	100.00%
最大回撤:	-6.55%
最大连续上涨天数:	6
最大连续下跌天数:	5

数据来源：山西证券、wind

十月份行业板块表现

- 10月以来申万行业涨跌分化较大。



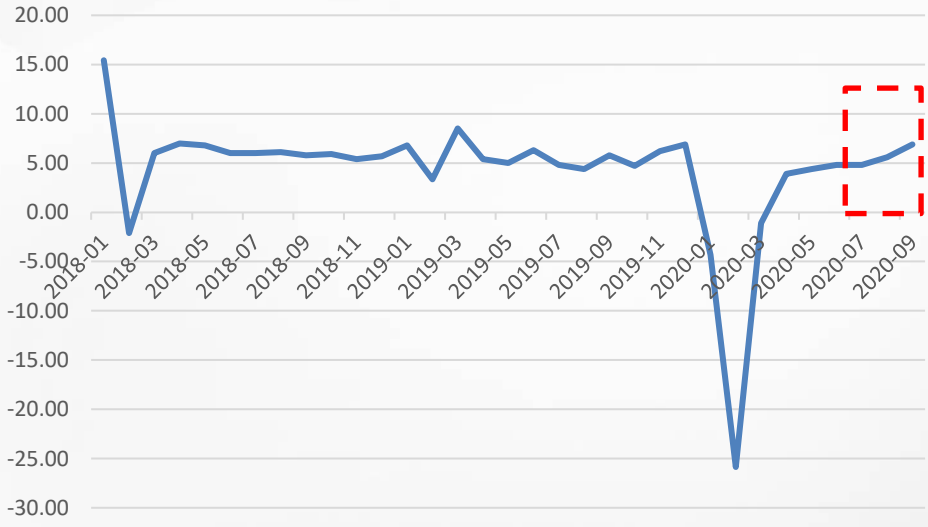
数据来源：WIND、山西证券研究所

市场回顾
宏观分析&展望
策略建议

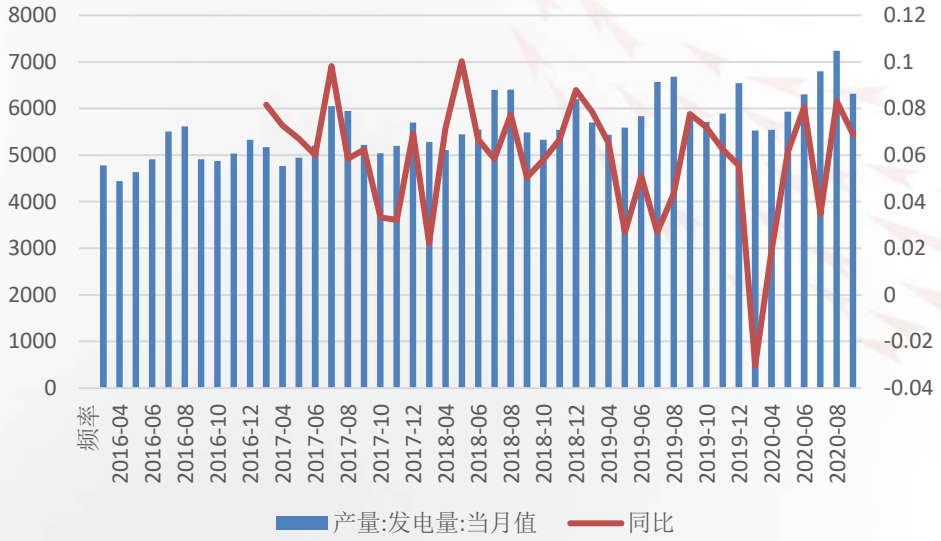
供给端：产能同比数据再度上翘

- 供给端在5月已经恢复正常，6、7月进入平台增长期，8月和9月同比数据正如我们之前预测的，有一定幅度的幅抬升。根据高频数据来看，10月份工业增加值同比将维持高位。

工业增加值恢复



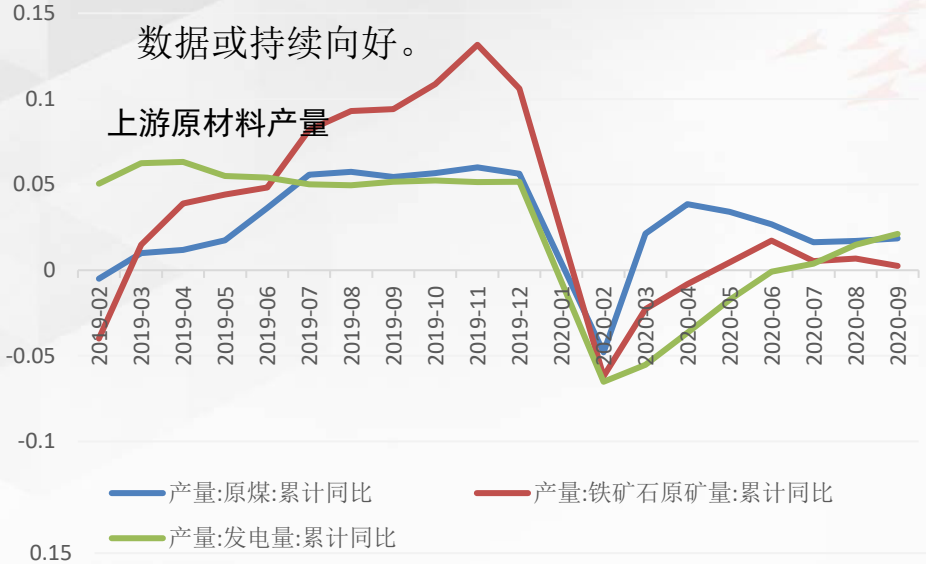
月发电量

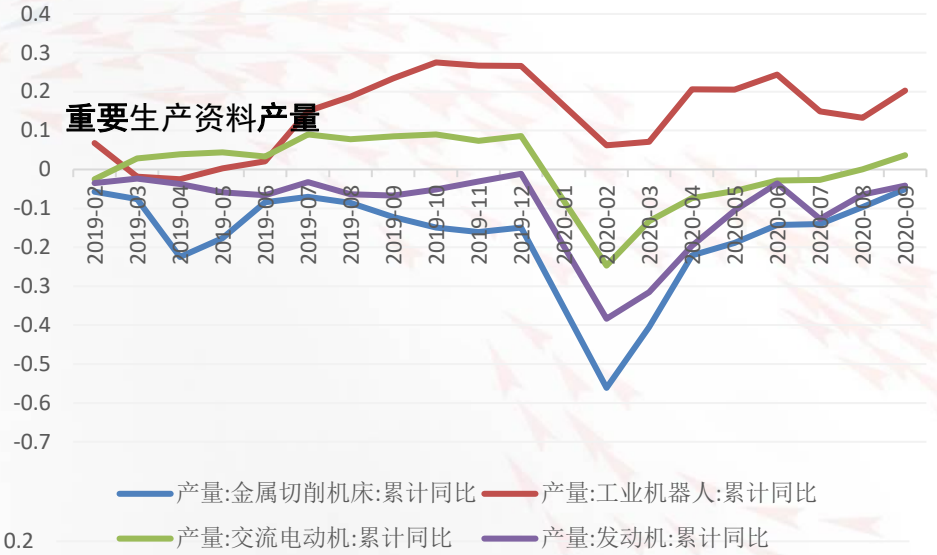


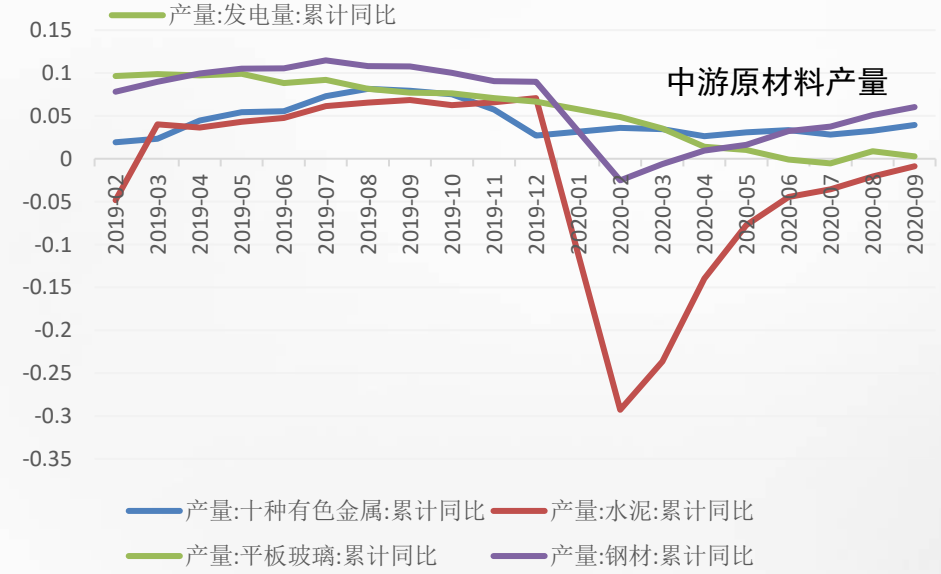
数据来源：WIND、山西证券研究所

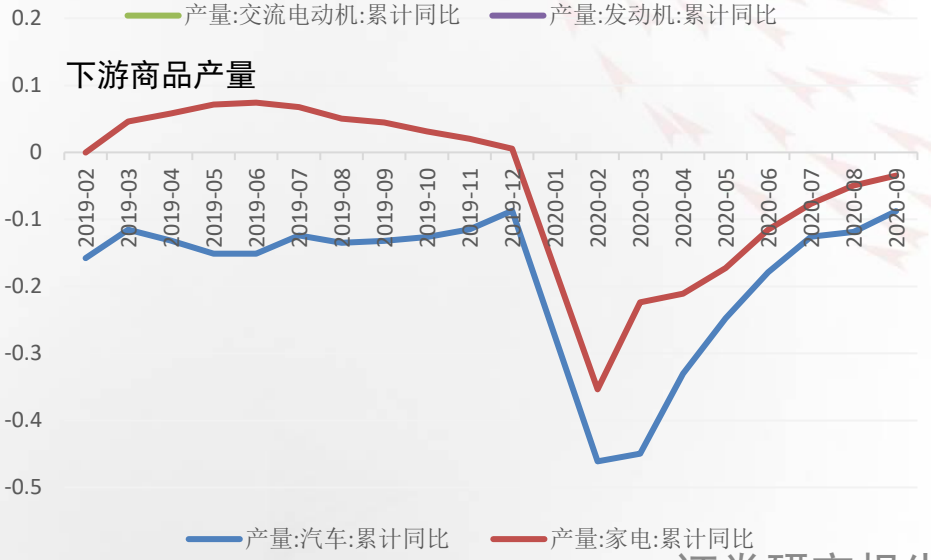
供给端：下游需求拉动产业链产能回升

- 供给端累计同比基本已经回正，下游韧性较强的下游需求已经传导至上中游，需求拉动持续，未来相关数据或持续向好。







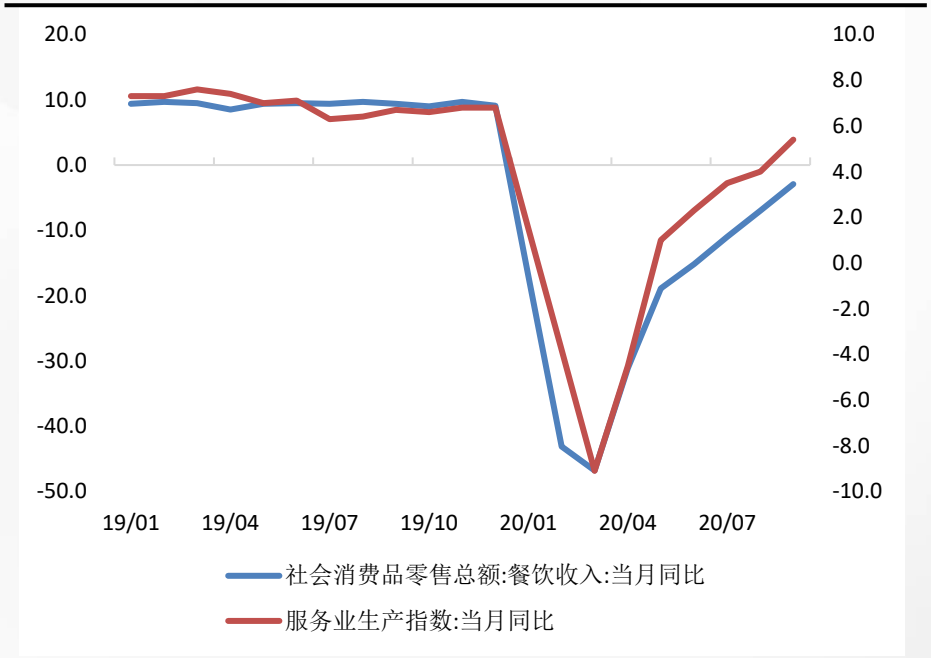


数据来源：WIND、山西证券研究所

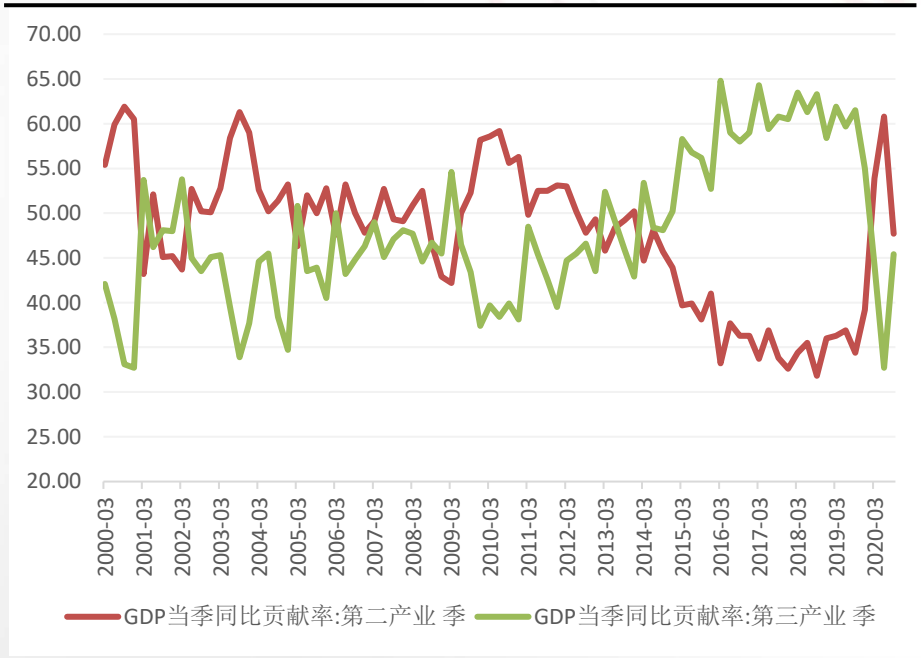
服务业仍处于恢复中

- 服务业对于GDP的贡献率自2011年不断上升，在疫情前保持高位。
- 从同比数据来看，目前服务业产值仍处于回复中。对比发达经济体，服务业占比长期上涨的趋势较为明确，未来相关经济数据仍有仍有进一步抬升的空间。

服务业同比数据



第二三产业GDP贡献率



数据来源：WIND、山西证券研究所

需求端：需求恢复加速

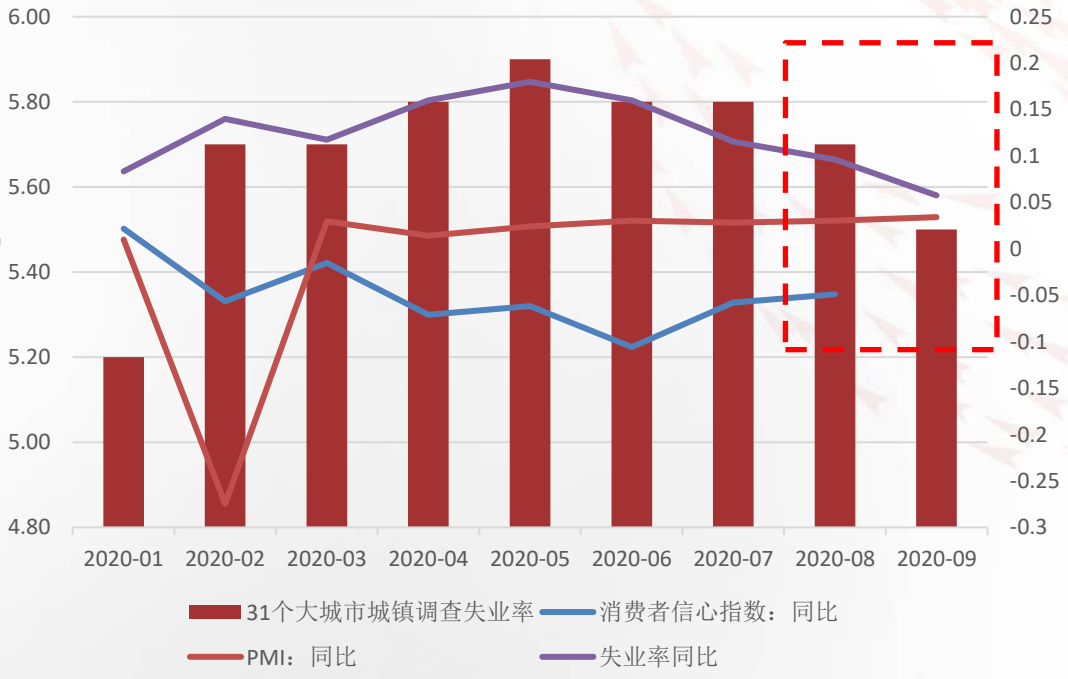
- 从最新社零数据来看，正如我们8月份预测的，消费6、7两个月回升速度放缓。8、9月份加速回升。未来数月需求上升速度相比8、9月有所放缓。

- 通过分析失业数据与消费者信心等先行指标，由于前期失业率走高，在5月创新高，消费者信心下降，在6、7月份降至低点，随着7月后失业率开始下降，未来消费者信心回升基本确定，从而带动消费需求回升。未来失业率还有进一步下降的空间，带动社零继续回升。

社零同比



消费需求先行指标

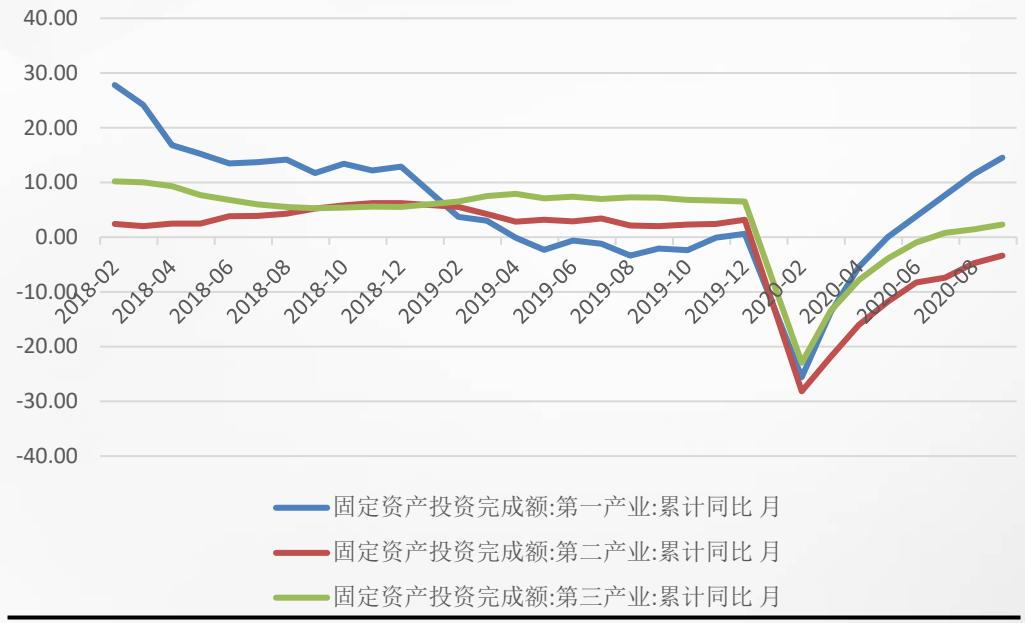


数据来源：WIND、山西证券研究所

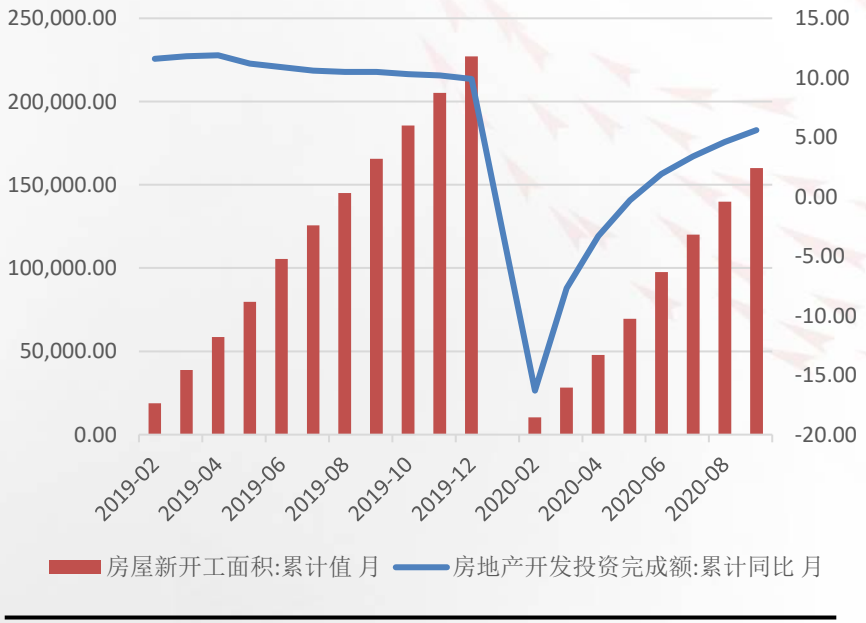
需求端：投资持续较高速度回升

- 投资整体保持较高速度回升
- 一三产业投资回升速度快于第二产业，未来有可能带动第二产业提速。新基建未来和第三产业或为主要发力点，基站和数据中心新建速度保持稳步增长。第三产业投资大概率继续上升。
- 房地产投资回升速度有所放缓，土地市场持续降温，房屋销售增速开始回落，9月房地产投资同比下降，预计10月份这一指标还会略低于9月。

一二三产业投资累计同比



房地产投资

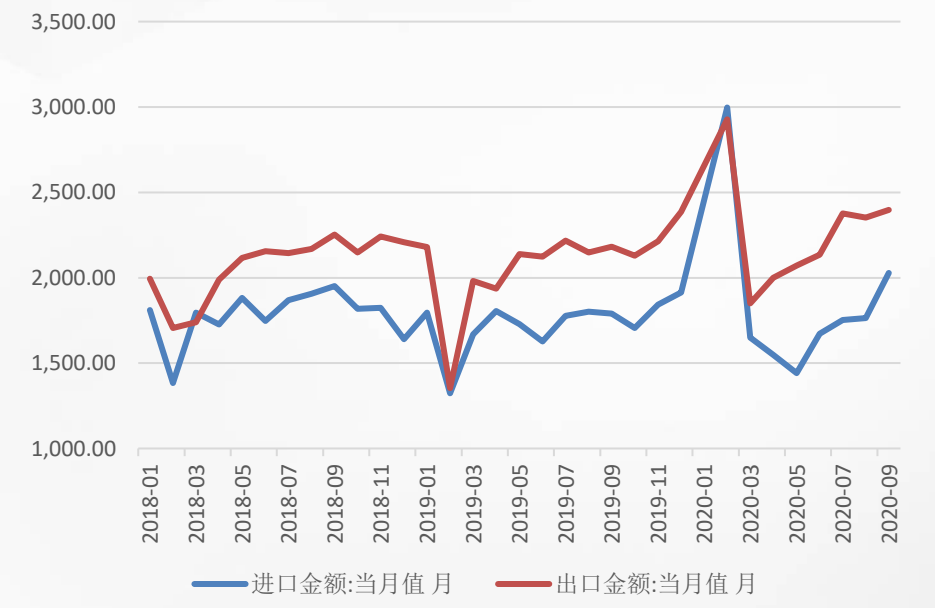


数据来源：WIND、山西证券研究所

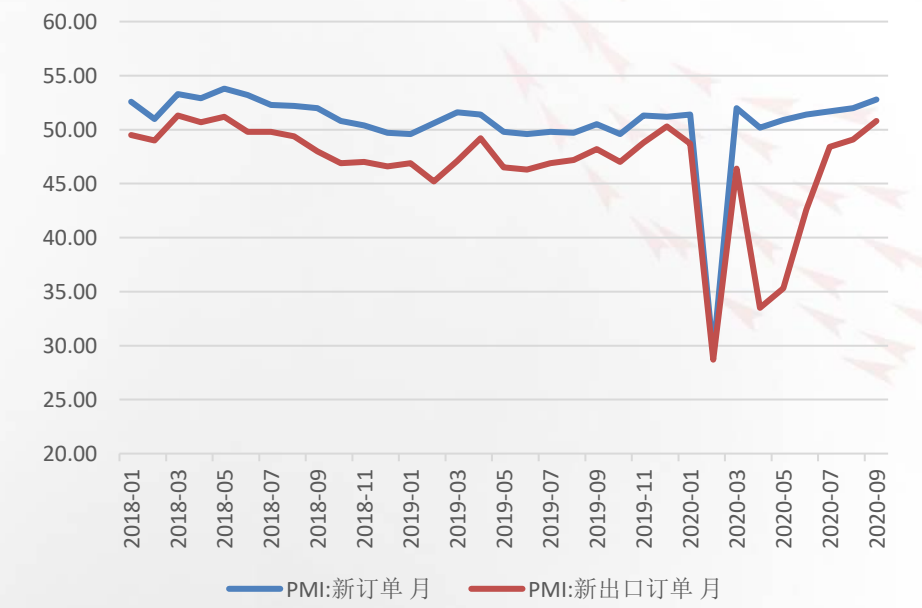
需求端：出口相对乐观

- 从数据上来看，出口金额8月环比略有下降，9月环比继续回升，目前已超往年同期水平。进口金额9月大幅上涨，钢材进口量同比超过去年二倍。
- 海外疫情依旧严峻，二次反弹严重，海外产能下降带来的需求缺口替代效应依旧显著。
- 出口订单PMI指数继续回升，预计未来出口保持相对乐观。

进出口金额



PMI订单与出口订单

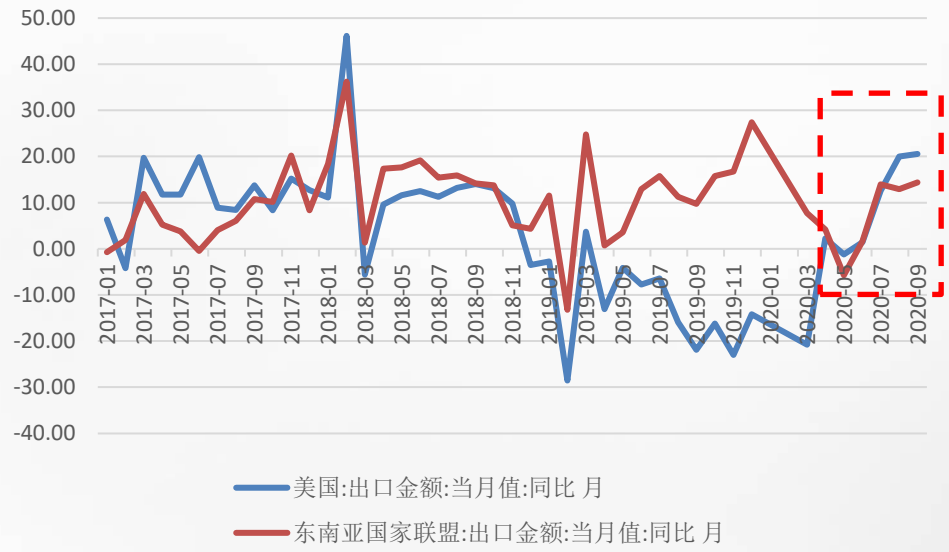


数据来源：WIND、山西证券研究所

需求端：出口相对乐观

- **出口产业结构有对冲：**9月份，多种产品出口大幅回暖。我们预计，防疫物资出口短期依旧有较强韧性，另外，劳动密集型商品与工业半成品出口同比继续维持高位。
- 对美出口与对其他国家出口同步上行，中美冲突已从贸易摩擦逐渐转向科技和政治博弈，该因素对出口影响较小，整体出口维持乐观态度。

出口金额同比



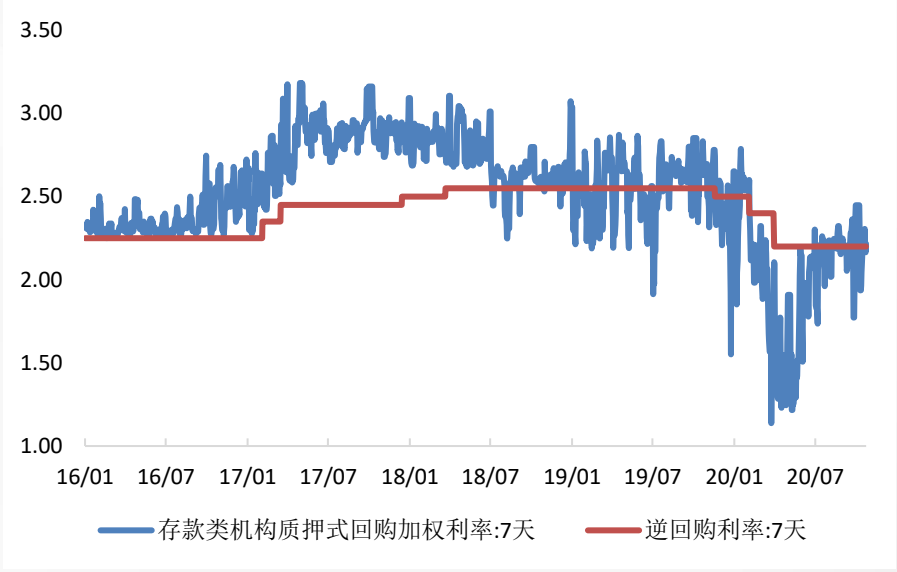


数据来源：山西证券、wind、iFund

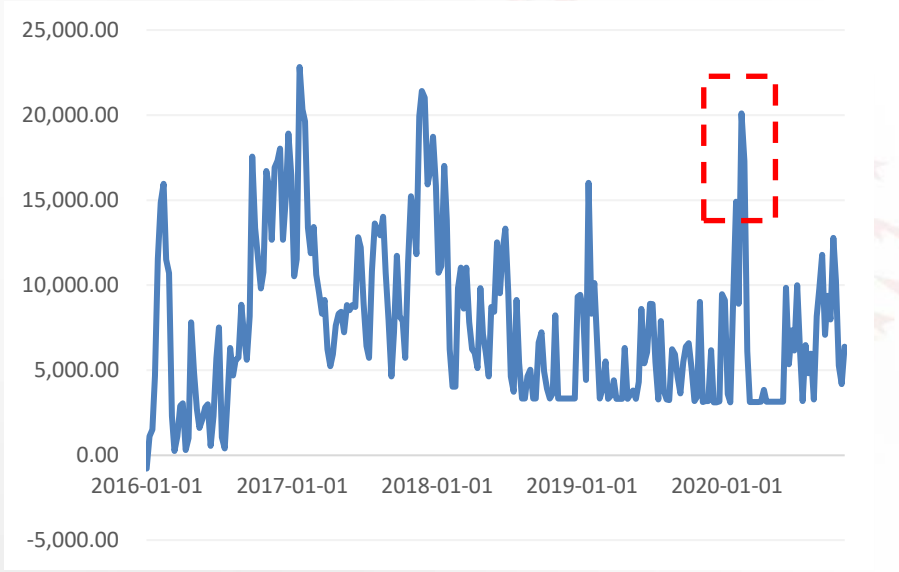
货币政策：常态化相对宽松

- 当前货币政策以稳信用、稳货币主基调。未来货币政策导向大概率维持不变，一年期LPR和MLF利率分别为3.85、2.95，未来维持低位不变。货币政策慎用降准、降息等总量工具，主要采用逆回购、MLF等常规操作投放基础货币。
- 在未来宏观经济稳步复苏的背景下，不太会有超预期的宽松政策；另一方面，为了呵护经济复苏，出现紧缩概率也较小。公开市场操作单周投放也逐步回归疫情前水平。

7天逆回购和DR007



公开市场操作周投放存栏量

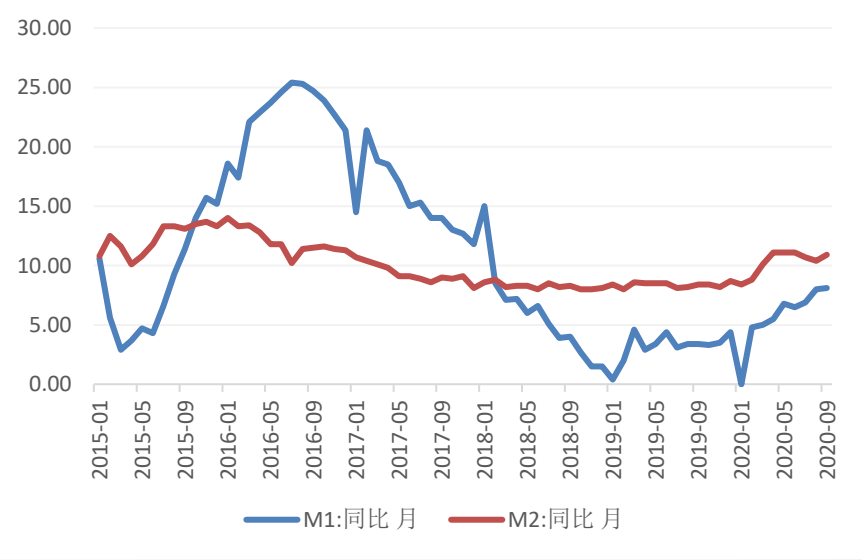


数据来源：WIND、山西证券研究所

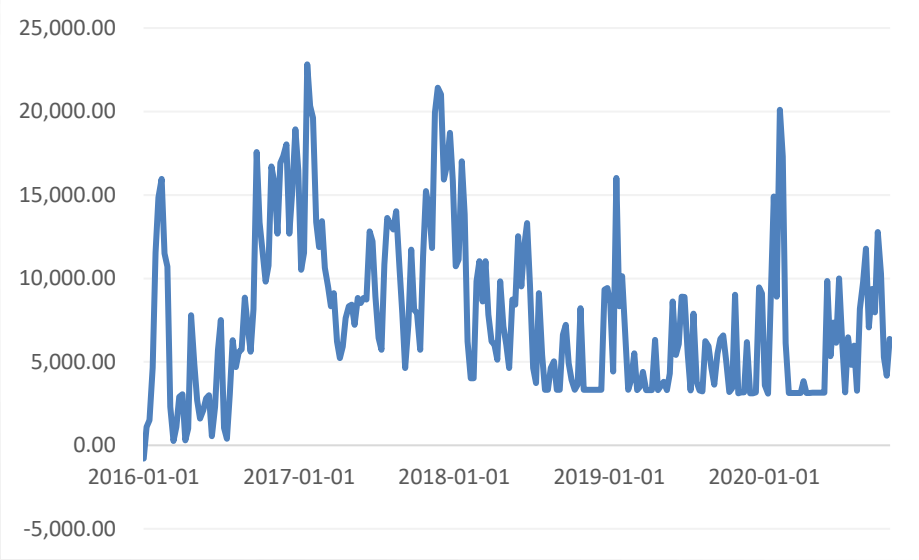
货币政策：M2走平

- 从数据来看，M2九月增速相比十月增加，就目前的货币政策导向来看，继续走升和大幅向下概率都不大，大概率在11%中枢附近震荡。
- 中小企业现金流改善，制造业投资加速，M1同比增速仍将继续抬头。

M1、M2同比数据



公开市场操作周投放存量



数据来源：WIND、山西证券研究所

财政政策：基建投资拉动已过高峰

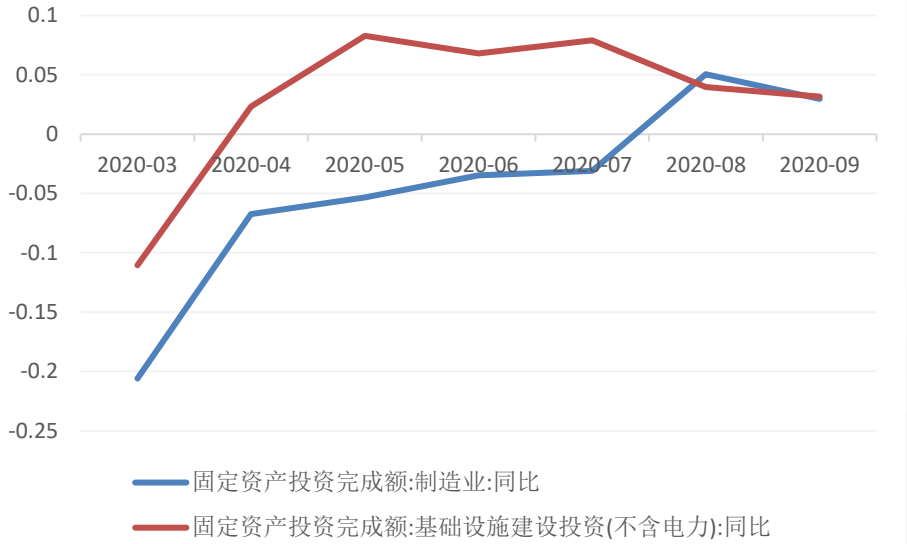
基建投资同比走平

- 9月份基建投资较8月略有下降，接近去年平均水平，未来或将维持9月份水平。

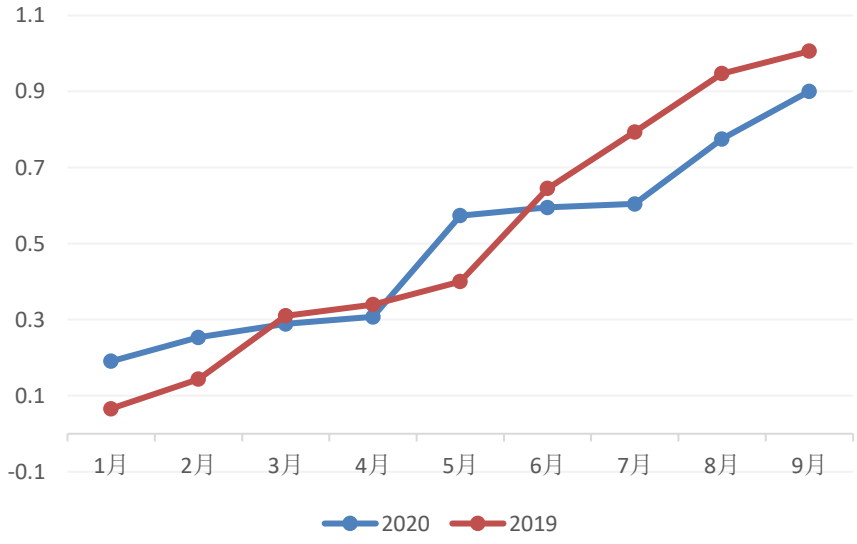
基建投资拉动动力下降

- 今年地方转向债发行进度仍落后去年，9月份之后已完成全年90%专项债发行，剩下部分基本在10月份发行完成。基建投资拉动能力下降。

基建投资



地方专项债发行



数据来源：山西证券、wind

外汇：人民兑美元或继续升值

- 中美国债利差处于历史低位，美国极度宽松的货币政策大概率持续，叠加中国出口额数据持续向好，未来人民币兑美元仍有升值空间。
- 人民币兑美元持续升值一定程度上加大了国内资本市场对外资的吸引。

汇率和利差



数据来源：WIND、山西证券研究所

美国大选：市场体现拜登当选预期走势

- 大选当日若出现黑天鹅事件，美国资产价格变动将会较大。而大选对国内资产价格的影响更为复杂，其中新任总统的经济政策对全球宏观经济的影响、货币政策态度以及对外贸易这几点是重要的影响因素。由于不同的总统候选人政治倾向不同和竞选阶段性情况的差异，国内股债市场对于大选事件的反馈没有形成明显的规律。
- 目前的民调数据显示拜登具有优势，在博彩业投注的情况上也显示美国国内对拜登更为看好。从历史经验显示，当国内出现严重经济和民生问题时容易出现总统连任失败，福特、卡特和老布什三位连任失败的总统在任期内均出现这样的情况。
- 目前大选对A股带来的波动率已经很小，在市场预期基本一致的前提下，预计11月3日大选结果公布对A股的影响较小。

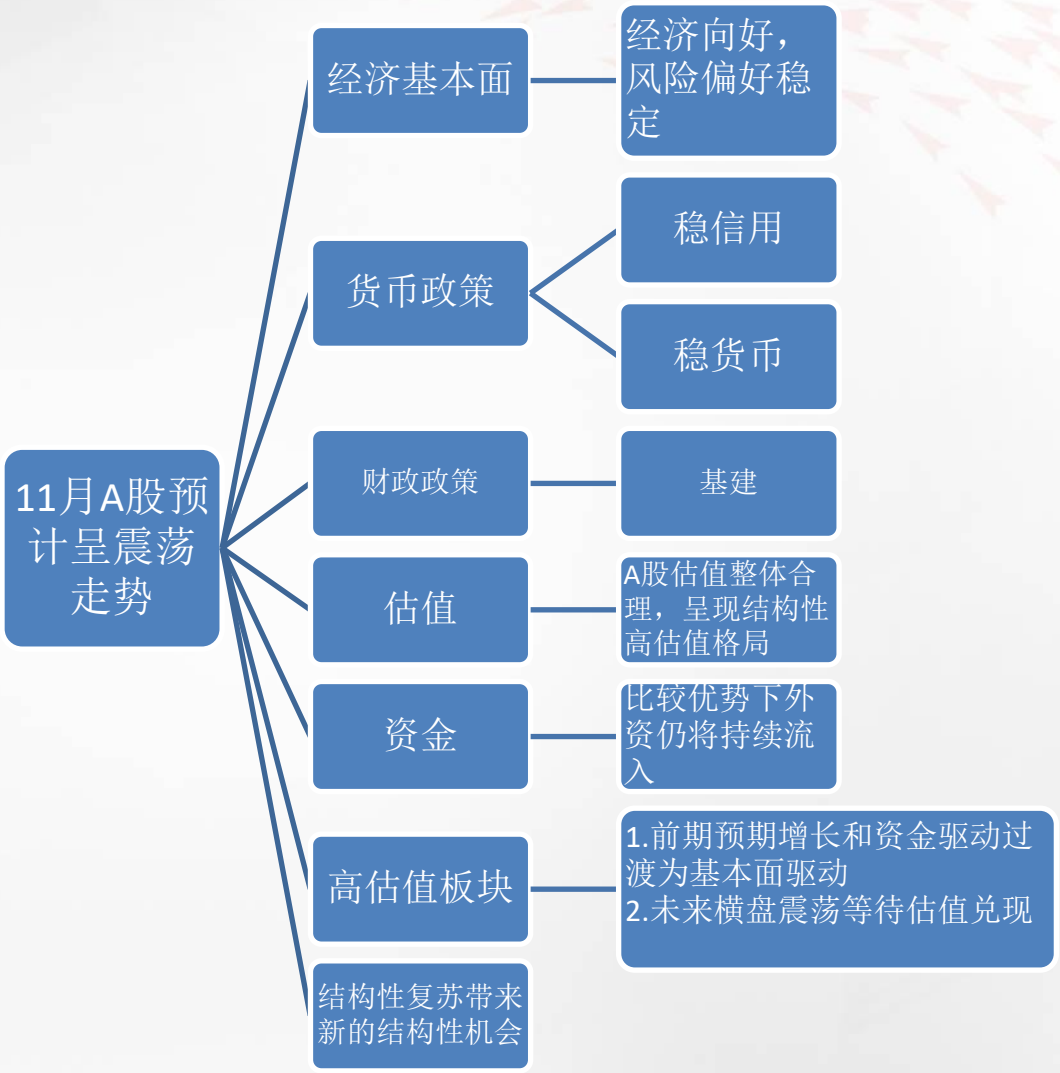
大选当日A股表现

2012	11/7	Obama vs. Romney	-0.05%
2016	11/9	Trump vs. Clinton	-0.57%

数据来源：WIND、山西证券研究所

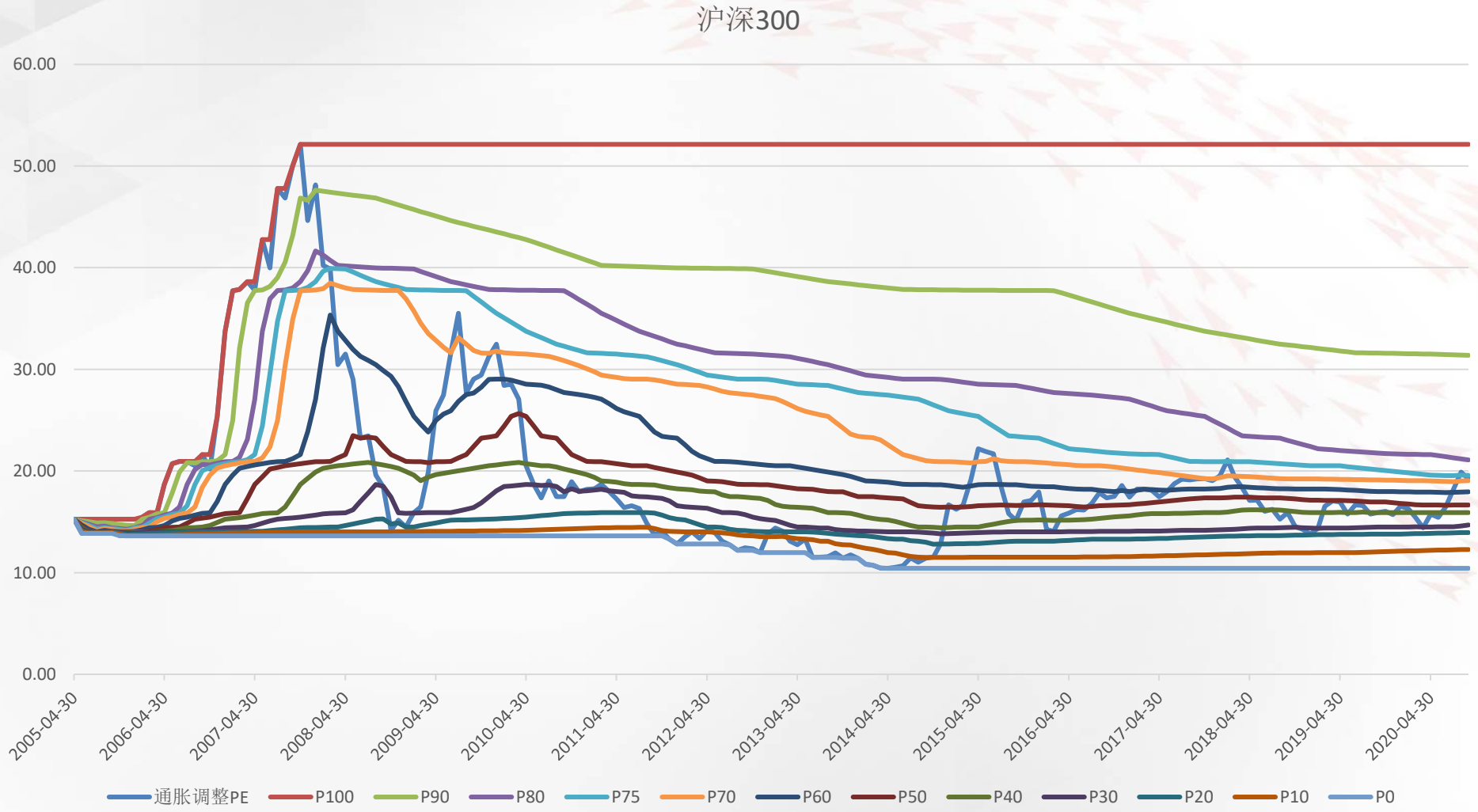
市场回顾
宏观分析&展望
策略建议

- 当前市场主线较弱，指数震荡等待基本面兑现。



A股整体估值

➢ 沪深300估值处在75分位数附近



数据来源：WIND，山西证券研究所

A股整体估值

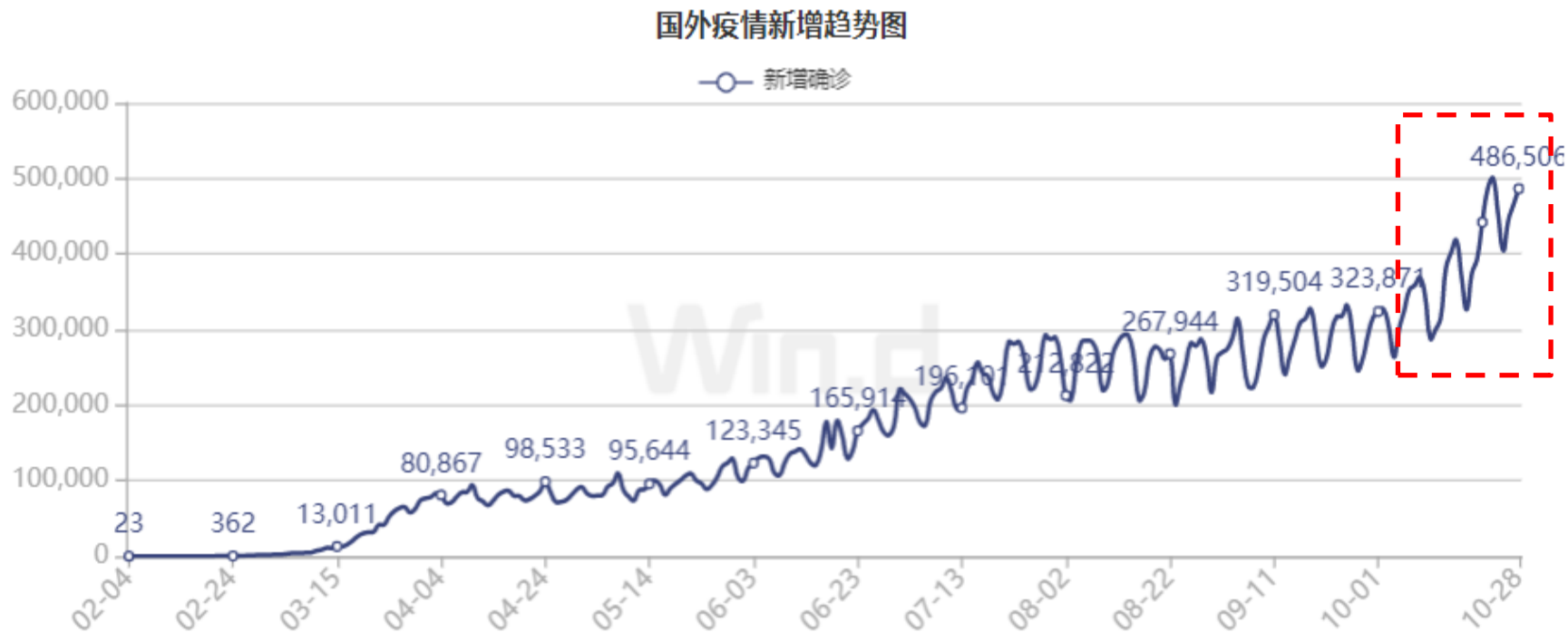
➢ 创业板估值依旧处于历史高位



数据来源：WIND，山西证券研究所

海外疫情反弹

国外疫情趋势图



海外疫情反弹严重，欧洲国家重启封锁，叠加上财政刺激陷入僵局的背景，悲观的经济预期导致全球资本市场再次受到冲击，短期内或一定程度影响A股市场倾向，但这种影响会不断弱化。从中长期基本面来讲也会更突出中国的比较优势。石油价格或有进一步下跌，一定程度上利好石油工业品产业链企业。

数据来源：WIND，山西证券研究所

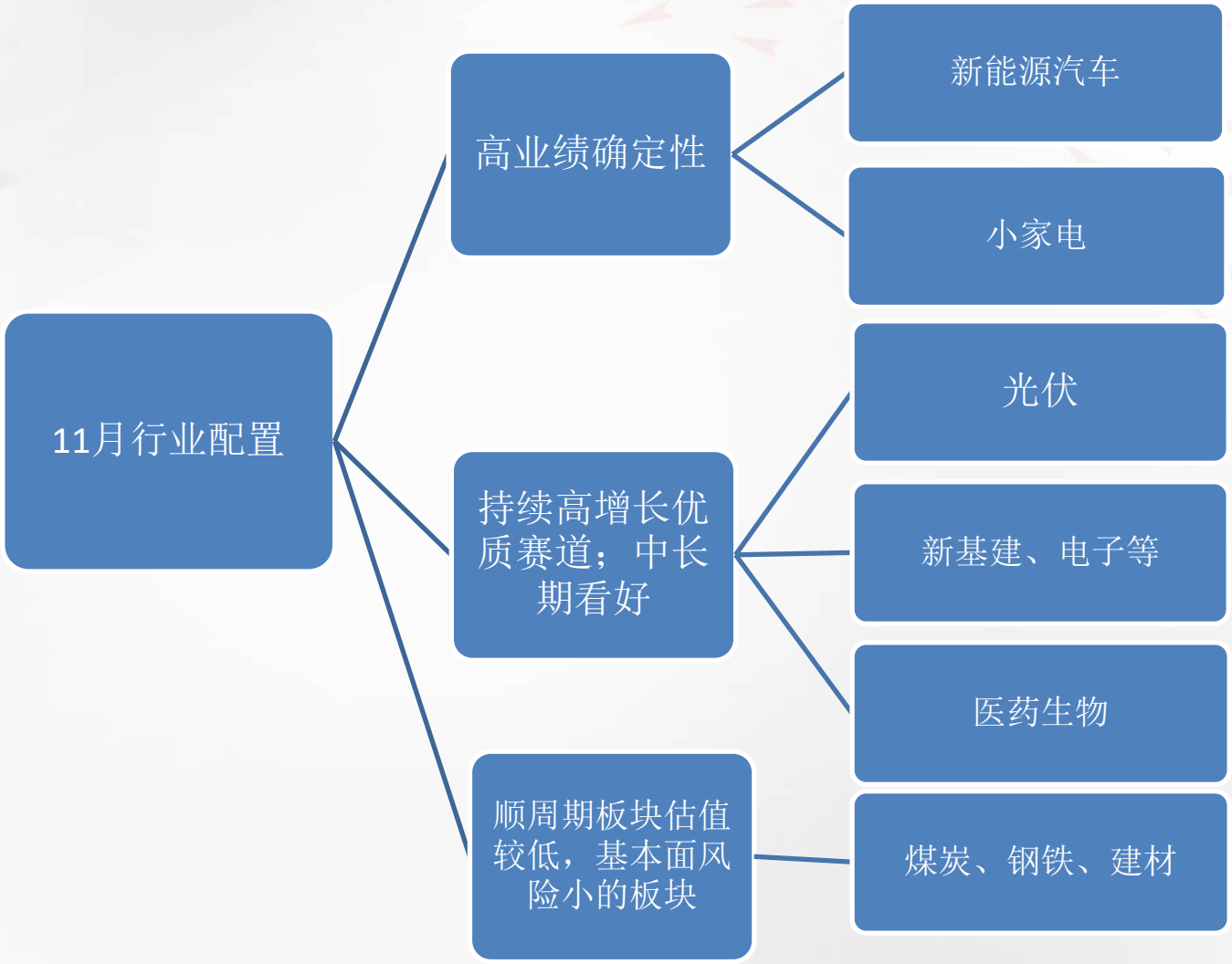
五中全会主线：科技、消费、环保

- 中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议26日上午在京召开。中央委员会总书记习近平代表中央政治局向全会作工作报告，并就《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议（讨论稿）》向全会作了说明。
- 全会提出，加快发展现代产业体系，推动经济体系优化升级。坚持把 发展经济着力点放在实体经济上，坚定不移建设制造强国、质量强国、网 络强国、数字中国，推进产业基础高级化、产业链现代化，提高经济质量 效益和核心竞争力。
- 会议还提出建设实现新进步，国土空间开发保护格局得到优 化，生产生活方式绿色转型成效显著，能源资源配置更加合理、利用效率 大幅提高，主要污染物排放总量持续减少，生态环境持续改善，生态安全 屏障更加牢固，城乡人居环境明显改善。
- 会议提出健全基本公共服务体系，完善共建共治共享的社会治理制度，推动共同富 裕：提高人民收入水平，强化就业优先政策，建设高质量教育体系，健全 多层次社会保障体系，实施积极应对人口老龄化国家战略。
- 牵涉到的具体行业有**品牌服饰、消费者服务、教育、医疗**等。另外，涉及的科技相关子行业如**芯片、通信设备、芯片、光伏、新能源车**等或将受益，投资者可密切关注五中全会中有关相关行业具体政策。

数据来源：WIND，山西证券研究所

11月A股行业配置

- 通过对A股整体的分析我们认为11月仍应以复苏和高行业景气度估值合理板块为主线。

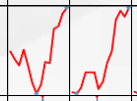
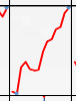
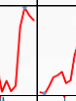
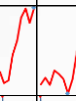
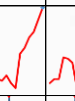
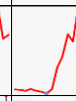
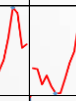
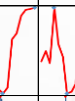
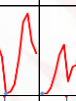
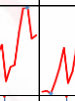
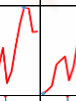
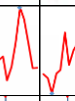
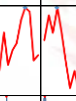
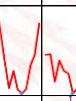
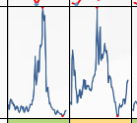
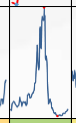
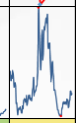
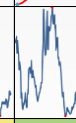
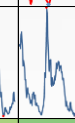
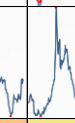
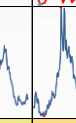
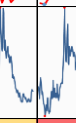


A股行业板块估值

山西证券 SHANXI SECURITIES

山西证券股份有限公司
SHANXI SECURITIES CO., LTD.

A股行业估值表

	采掘	化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	电气设备	机械设备	国防军工	汽车	家用电器	纺织服装	轻工制造	商业贸易	农林牧渔	食品饮料	休闲服务	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
PE	15.0	31.0	14.7	43.6	15.0	10.0	43.5	30.4	73.5	30.7	24.4	37.6	27.1	24.8	17.5	45.3	139.3	50.1	20.5	23.3	9.1	53.0	74.6	40.9	40.4	6.8	19.0	41.0
历史最高	85.7	66.0	142.9	122.4	44.4	31.2	87.3	115.3	223.4	31.6	24.9	52.8	97.6	60.0	102.3	52.3	161.1	65.8	39.2	37.6	28.4	100.1	143.6	125.7	85.2	10.4	36.1	101.9
历史最低	11.0	13.2	5.8	22.6	10.2	9.0	21.2	13.4	28.6	11.3	10.7	18.6	14.9	13.8	17.5	16.7	24.9	24.1	14.1	12.4	8.4	23.2	29.5	19.5	28.8	4.7	10.9	22.7
过去1年PE																														
过去10年PE范围																														
PE分位数	30.0%	61.6%	28.3%	52.5%	25.8%	15.0%	69.1%	51.6%	60.8%	99.1%	99.1%	83.3%	26.6%	50.0%	0.8%	98.3%	99.1%	94.1%	32.5%	80.0%	6.6%	62.5%	88.3%	44.1%	40.0%	59.1%	61.6%	45.8%
PB	1.0	2.3	0.9	2.3	2.2	0.9	3.6	2.5	3.3	2.1	3.6	2.0	2.0	1.7	3.6	9.2	5.9	4.8	1.3	1.5	1.2	4.3	4.5	2.8	2.7	0.7	2.0	2.2
历史最高	3.9	4.5	2.4	6.6	4.1	3.6	6.3	5.6	7.9	3.9	4.4	5.2	5.5	4.6	6.3	10.0	7.1	7.4	3.9	3.4	3.4	6.2	14.2	10.6	5.9	1.9	3.8	6.5
历史最低	0.9	1.6	0.7	1.7	1.5	0.9	1.6	1.7	1.9	1.4	1.8	1.5	1.5	1.3	2.4	3.1	2.5	2.6	1.3	1.1	1.1	2.1	2.4	1.7	1.3	0.7	1.5	1.2
过去1年PB																														
过去10年PB范围																														
PB分位数	5.0%	44.1%	29.1%	25.0%	52.5%	2.5%	79.1%	53.3%	60.0%	50.8%	85.8%	35.0%	33.3%	20.0%	52.5%	98.3%	94.1%	83.3%	5.0%	39.1%	2.5%	86.6%	60.0%	22.5%	50.0%	5.8%	60.8%	25.8%

山证策略

长按识别二维码

公众号：sxzq-yjs

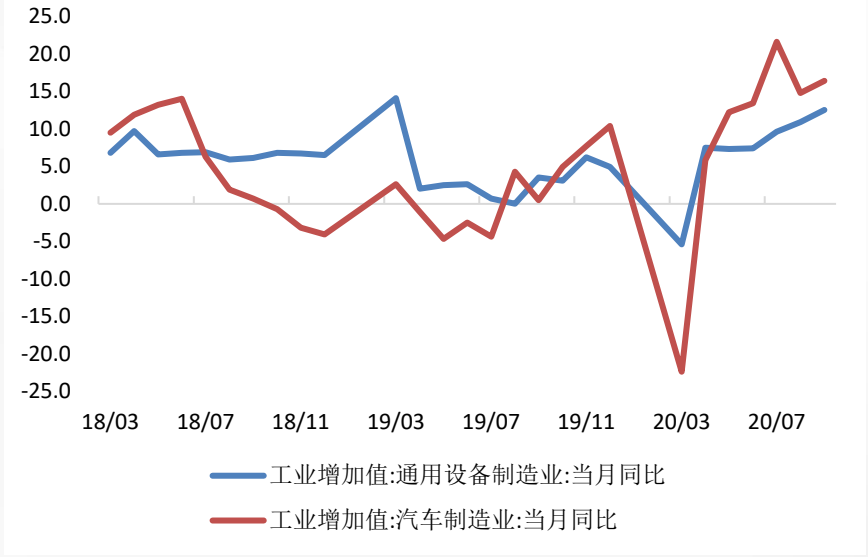
数据截止时间：2020.09.18

数据来源：WIND，山西证券研究所

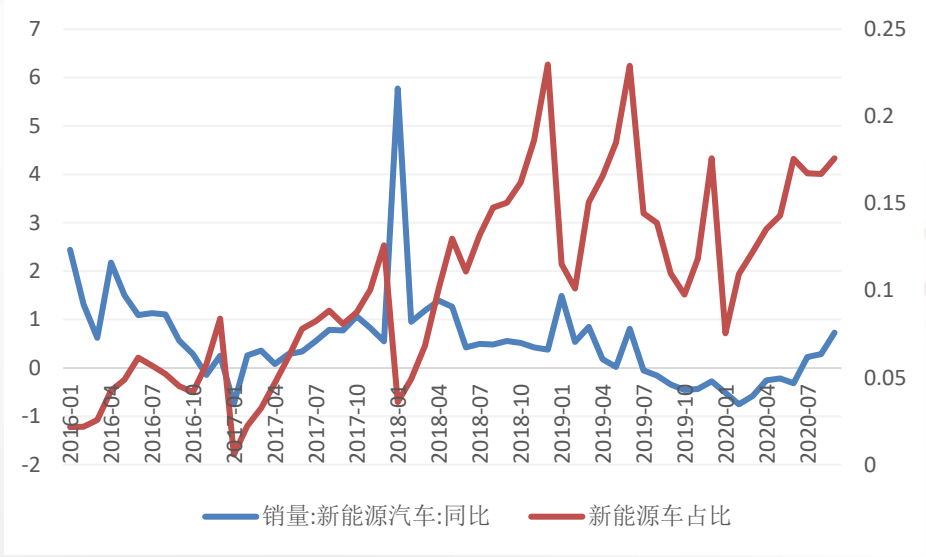
新能源汽车：政策、销量同向发力

- 发改委10月份例行新闻发布会上表示，为推动形成强大国内市场，国家发改委将促进大宗商品和服务消费的持续增长。其中包括推动汽车和家电消费转型升级，促进汽车限购向引导使用转变，鼓励各地出台促进老旧汽车置换政策，推进主要公共建筑配建停车场、路侧停车位设施升级改造等建设。
- 汽车销量维持高位，新能源汽车占比或继续抬升，环保政策倾向叠加消费升级，电动车技术进步，中期又继续上涨的空间。

汽车制造



销量有望继续上行



数据来源：Wind、山西证券研究所

小家电：销售额大幅提升推高业绩预期

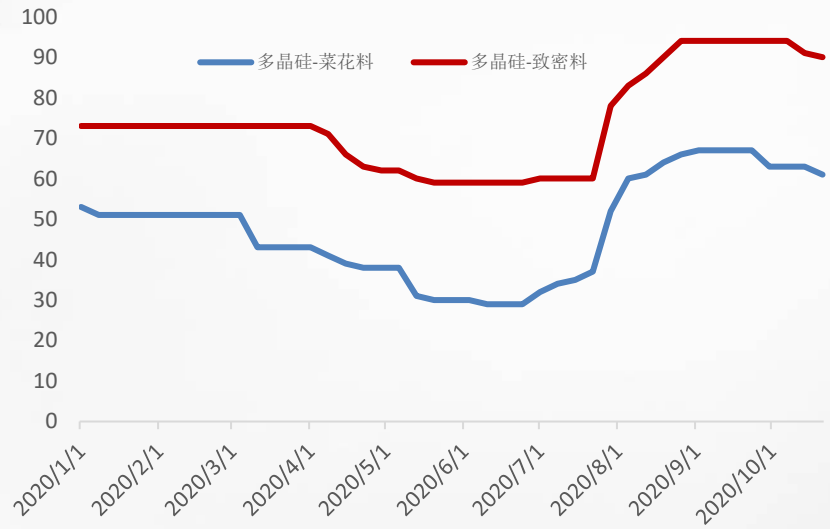
- 国家发改委新闻发言人孟玮在发改委10月份例行新闻发布会上表示，为推动形成强大国内市场，国家发改委将促进大宗商品和服务消费的持续增长。其中包括推动汽车和家电消费转型升级，完善废旧家电回收处理体系，支持开展家电以旧换新活动，推动家电更新消费。
- 中国电子信息产业发展研究所发布了《2020第三季度中国家电市场报告》，显示今年第三季度家电零售规模为2102亿元，相较去年同期微增1.6%。其中线下家电零售额下滑17.8%，线上家电零售额增长26%。线上销售中小家电占比较大。
- “双十一”临近，家电消费需求将继续释放
- 受海外疫情持续影响，海外家电供给端受损，家电出口替代效应明显，咖啡机、烤箱、面包机等出口需求旺盛，预计第四季度将继续维持较大增幅。

数据来源：Wind、山西证券研究所

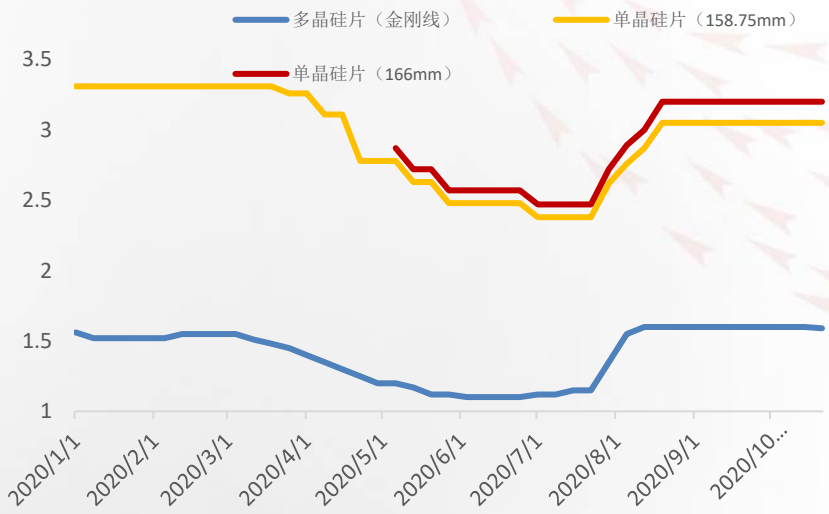
光伏概念：中期业绩增长可期

- 随着年底竞价项目的抢装，四季度迎来了今年的光伏需求旺季，预期相关公司年底业绩将再上台阶。
- 前期推高硅料价格因素缓解，硅料价格有进一步下降的空间，产业链利润增加。

本周多晶硅料价格（单位：RMB）



本周硅片价格（单位：RMB）

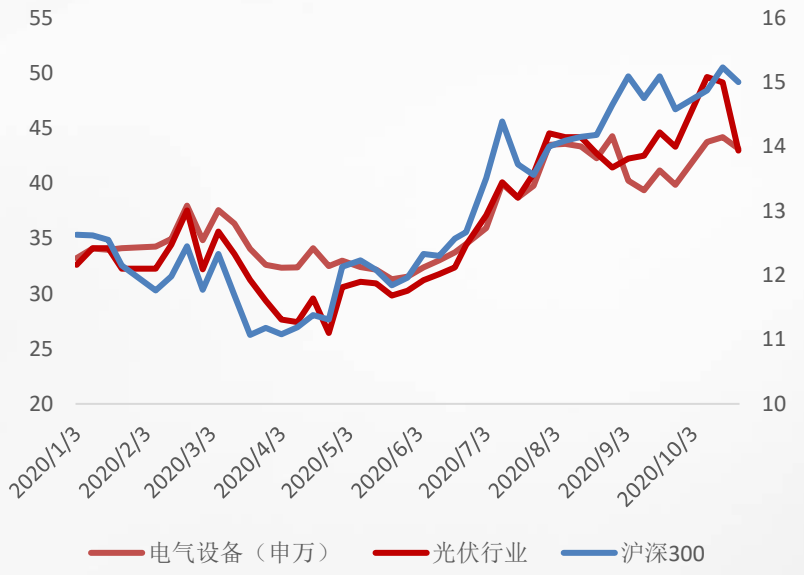


数据来源：Wind、山西证券研究所

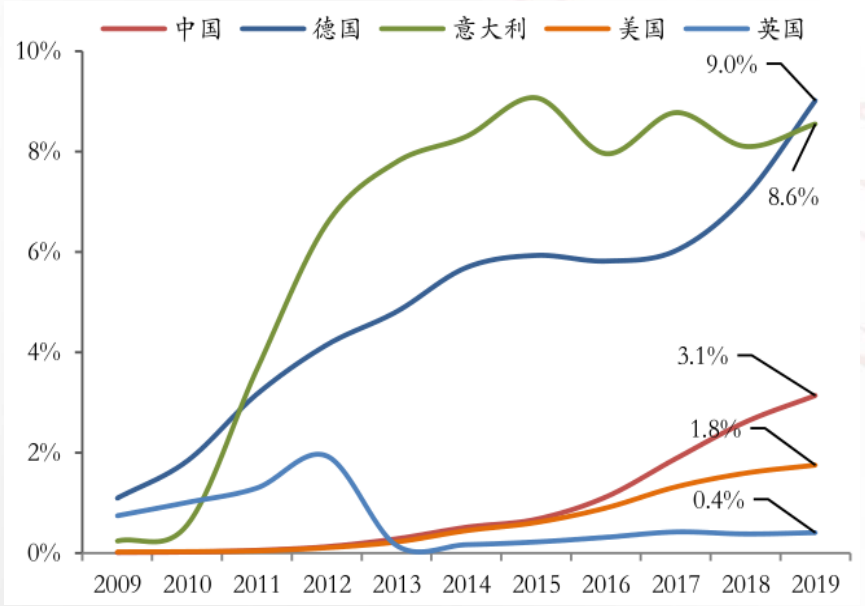
光伏概念：行业景气度较高，高成长确定性

- 光伏发电成本持续下降，目前光伏发电度电成本已经明显低于一般工商业和大工业度电价
- 产业链各环节技术更新速度较快，未来度电成本有进一步下降的空间
- 目前发电渗透率较低，下游市场空间巨大
- 近期，高层在联合国大会上提出二氧化碳排放于2030年达到峰值，2060年前实现碳中和的目标，给新能源的长期发展释放了良好信号，我们认为光伏行业将在很长一段时间维持较高的景气度。

今年光伏相对涨幅



国际光伏发电量比例



数据来源：Wind、山西证券研究所

医药：长期优质赛道前景可期

疫苗概念可继续关注

- 疫苗行业景气度持续，各国产重磅产品开启上市之路，成为推动行业市场持续高速增长的支撑点。我们建议关注具有上市（包括代理）、在研重磅或独家产品，生产及研发实力兼具的优质疫苗龙头企业。全球多个国家已经历第二波疫情，疫苗成为终止疫情最有效手段之一。我国疫苗研发处于全球领先阶段，多个疫苗已进入Ⅲ期临床试验，均进展顺利，上市在望，新冠疫苗未来社会及市场价值巨大，建议积极关注相关动态。

长期优质赛道可期

- 重大疫情带来政策推进。根据历史经验，重大疫情过后，往往会针对疫情暴露出的问题出台一系列的政策，从而带来医药卫生体系的改善。重点对药品、就医、支付等方面进行改善。另外，此次出现的小规模疫情反复一定程度上激发了民众保持长期医疗卫生防护意识。自上而下来看，行业将持续受到市场关注。
- 从医疗赛道来看，目前中国生物医药行业的各个领域都正处于追赶国外先进水平的阶段。参考多年前的电子产业发展，有丰富的经验可供参考，后发优势明显，追赶脚步较快。在达到世界技术前沿之前，行业将处于加速发展阶段。

数据来源：Wind、山西证券研究所

通信、电子：新基建，苹果产业链

- IDC数据中心成为新基建的重点内容，数据中心行业景气度上升，IDC作为云计算的基础设施需求持续提升，认为IDC的竞争已经从资源第一的阶段进入了资源+成本+运维多项竞争的阶段。信创项目持续推进，政府和行业同步推进，国产化已经成为了信息安全、大数据和人工智能等上层应用的基础，国家重视程度越来越高。

数据来源：Wind、山西证券研究所

风险提示：

- 疫情再度大规模出现，疫苗研制进度不达预期
- 中美摩擦再度升级
- 政策力度不达预期

数据来源：Wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券策略团队

分析师：

麻文宇 CFA
SAC NO：S0760516070001
TEL:010-83496336
Email:mawenyu@sxzq.com

梁迪柯CFA
SAC NO：S0760518070001
TEL:010-83496302
Email:liangdike@sxzq.com

李杰 CPA
SAC NO：S0760520090001
Email:lijie@sxzq.com

研究助理：

翟子超 FRM
TEL:13681033618
Email:zhaizichao@sxzq.com