DONGXING SECURITIES

策略深度报告




# 四季度展望：水落石出，交易复苏

分析师：杨若木
分析师
执业证书编号：S1480510120014
联系方式：010-66554032
yangrm@dxzq.net.cn

联系人：林莎
A股策略
执业证书编号：S1480120070056
联系方式：010-66554151
linsha@dxzq.net.cn



2020年10月11日

东兴证券 DONGXING SECURITIES
www.dxzq.net.cn

# 摘 要

**7月中旬开始到9月份，成长抱团陆续松动，市场情绪指标趋冷。**一方面，估值驱动的行情走向尾声，货币政策边际收紧带来无风险利率持续反弹；另一方面，年初以来机构资金收益丰厚，越是临近三季度末兑现浮盈的诉求越为强烈。体现为，年内涨幅越高的行业和个股在9月份调整越为剧烈，北向资金在成长股调整的同一节点出现净流出，卖出高估值成长，买入低估值价值。

**估值驱动已是强弩之末，经济修复趋势进一步确认、盈利改善成为下一阶段的驱动力。**上半年的行情是充裕的流动性带来估值水涨船高，M2-PPI增速差值在今年6月份达到了历史高点。7月以来M2同比增速已放缓，9月底短端利率、国债收益率基本恢复至疫情以前的水平，流动性的收紧将带来估值的收缩。最新的经济数据显示，工业增加值、固定资产投资延续复苏趋势，前期市场最为担心的消费也在边际改善，社零增速年内首次由负转正，同比回升至0.5%，制造业与服务业PMI均超预期修复。此外，疫情使本应在今年年初出现的库存周期中断，8月也开启了主动补库存周期。从企业业绩预告来看，三季度业绩也在持续向好，预喜率超4成。

**大势研判：信用周期与监管政策双期共振，市场有望在四季度重拾升势。**当下市场政策组合是“紧货币、宽信用、松政策”。第一、“尽可能长时间实现正常的货币政策，保持流动性合理充裕”，经济复苏趋势已确立，货币政策更无进一步放松的必要，相比上半年边际收紧；第二、信用还在扩张区间。这一轮信用扩张从2019年开始，到现在并没有结束。信用扩张的支撑点已经从上一轮的房地产转向了制造业。宽信用也将强化企业盈利的修复韧性；第三、自2013年以来，资本市场监管政策是三年一轮回，2019年也是新一轮监管政策周期放松的起点。紧货币带来高估值板块的挤泡沫已陆续反应在市场定价中，而宽信用带来了企业盈利改善和松政策带来的风险偏好提升目前未被充分认知。

# 摘 要（续）

**行业配置：交易复苏、价值占优，水落石出、成长分化。**成长和价值在分化极致之后逐步收敛。过去两个月，成长股陆续调整、内部分化。6月开始的PPI再度上行是价值板块启动的信号。沿着三条主线进行行业配置：主线一、受益于顺周期景气度向好、行业格局改善而具备成长性的周期，包括机械、建材、汽车和化工；主线二、悲观预期已充分释放，估值安全边际高的金融：银行、保险、地产；主线三、“真成长”行业，成长板块内部也应有所区分，无风险利率快速下行带来的是有远期成长预期行业的普涨，而水落下之后，应回归基本面，寻找业绩确定性强、近期有催化剂的行业：光伏、新能源汽车、白酒。

**风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期**

# 目 录

一、市场回顾：彩云易散，抱团松动

二、核心逻辑：从估值驱动到盈利驱动

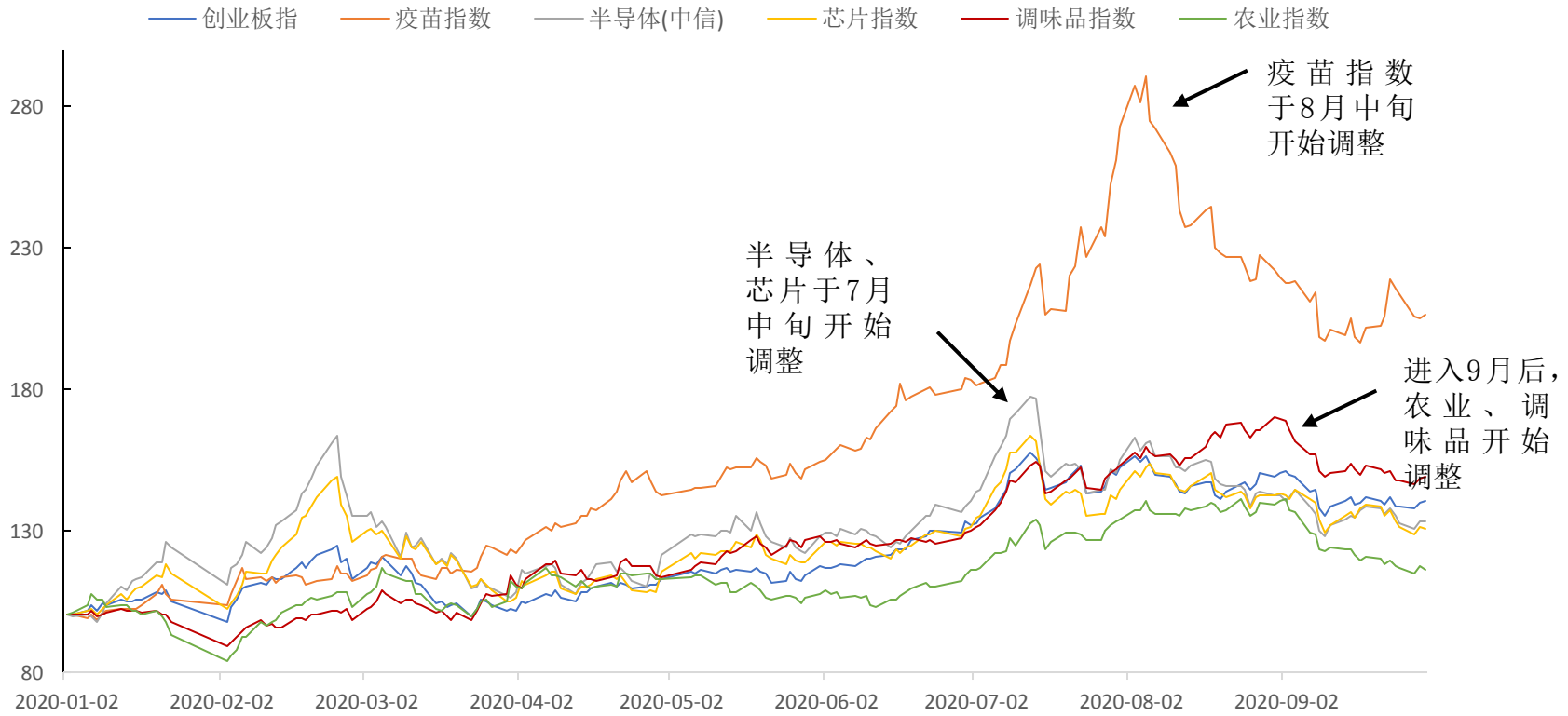
三、大势研判：信用与政策双期共振，重拾升势

四、行业配置：价值占优，成长分化

# 7月中旬开始的成长股陆续调整

■年初以来成长板块一路高歌猛进，7月中旬是成长松动的转折点，半导体、芯片先于7月中旬调整，疫苗指数于8月中旬调整，农业、调味品由9月以来开始调整，科技先于医药，医药先于消费调整。

**图表：成长板块陆续调整**

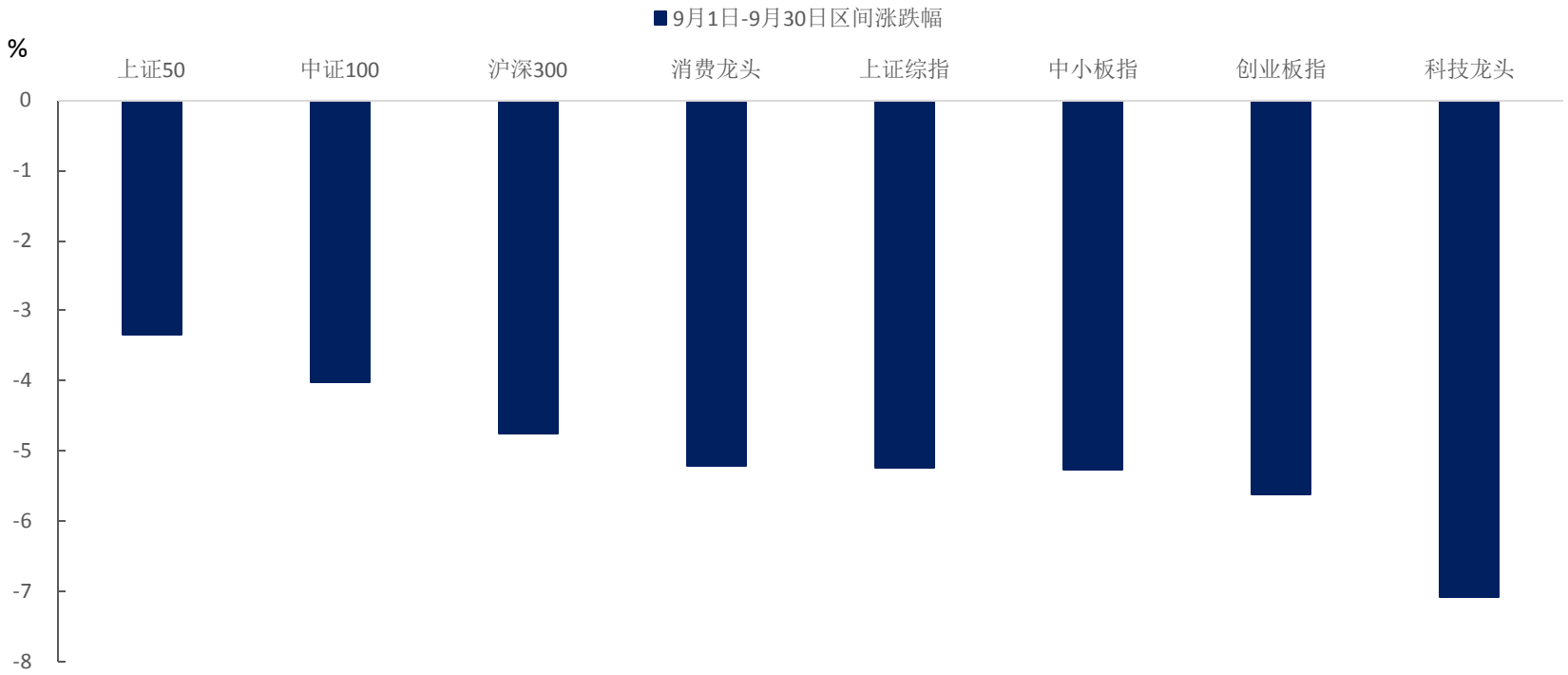



资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 9月市场整体弱势，成长板块跌幅最大

■9月以来市场经历较大调整，成长板块下跌幅度最大，科技龙头、创业板指分别下跌7.07%、5.63%，上证50、沪深300等跌幅较小。

**图表：9月创业板指、科技龙头跌幅最大**

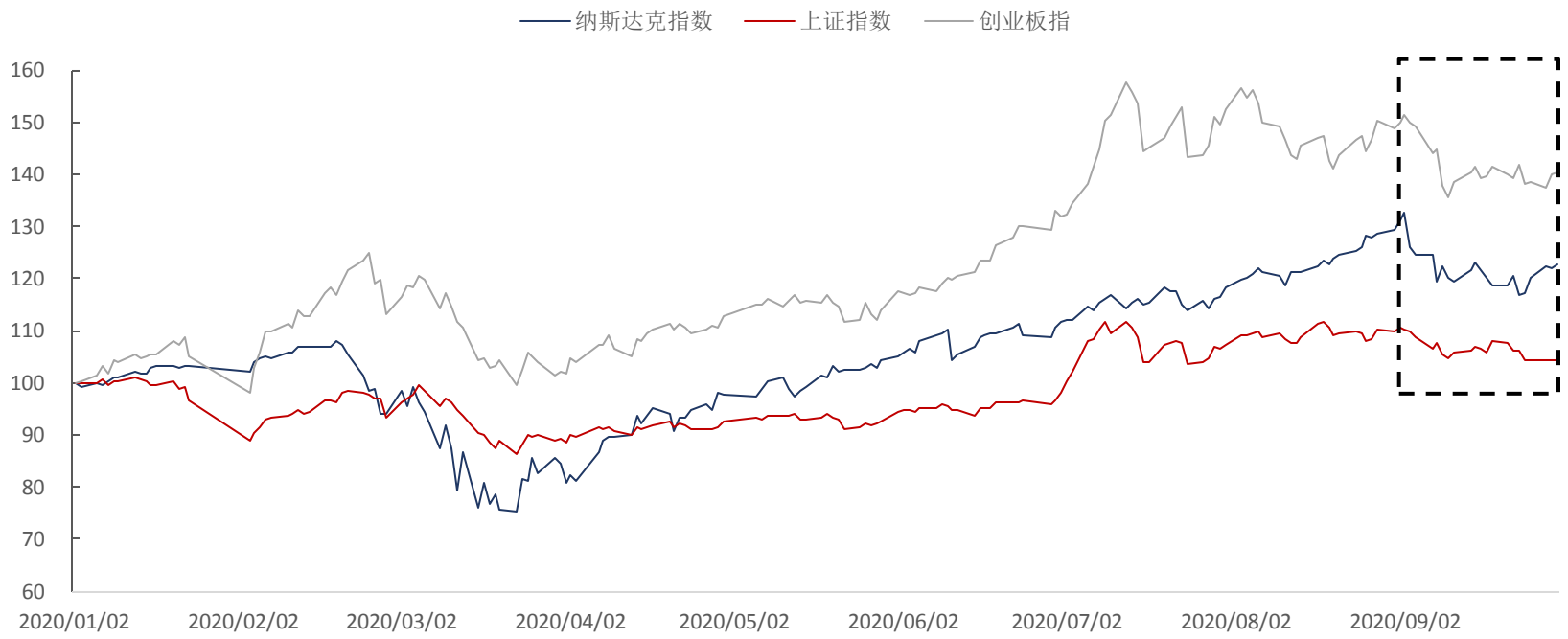



资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：统计时间区间为2020年9月1日-2020年9月30日

# 中美几乎同时调整

■9月以来，中美股票市场几乎同时开始调整，纳指9月1日到9月30日跌6.47%，同时上证综指从9月1日到9月30日跌5.65%，创业板指跌6.39%。

**图表：纳斯达克指数、上证综指和创业板指几乎同步调整**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：统计时间区间为2020年1月1日-2020年9月30日

# 美股也是成长调整大于价值

■ 美股和A股对照，美股也是成长板块的调整大于价值板块。标普500指数、道琼斯工业指数9月分别下跌6.08%、4.53%，纳斯达克指数下跌7.44%。

**图表：美股成长调整大于价值**



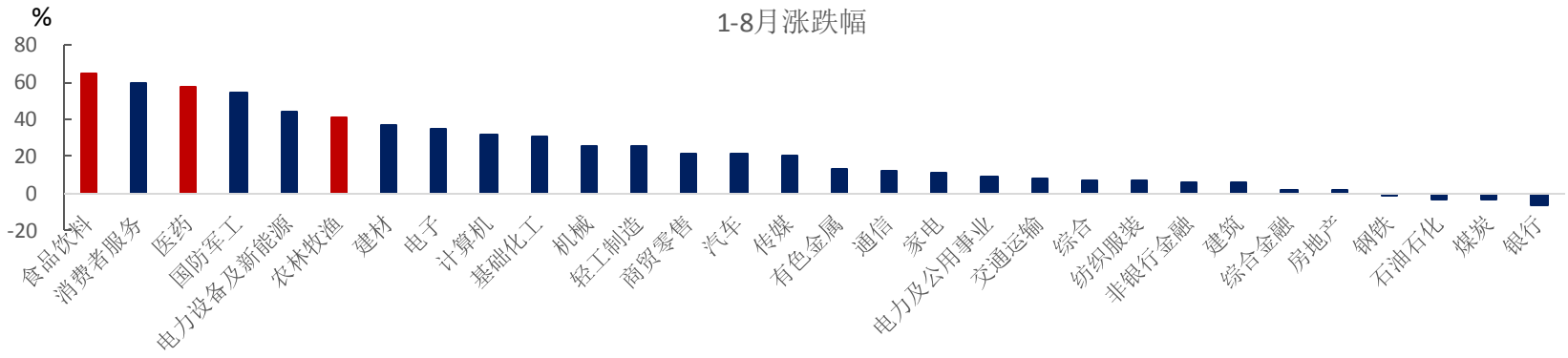

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：统计时间区间为2020年1月1日-2020年9月30日，以1月1日的收盘价设为起始值100.

# 行业：前期涨幅较大的行业在9月跌幅更大

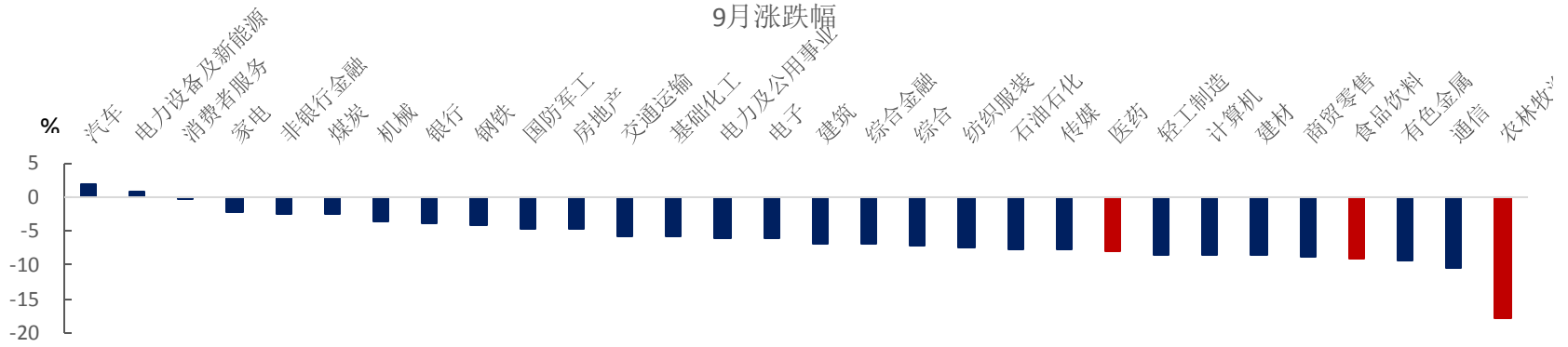
■1-8月涨幅靠前的行业如食品饮料、医药、农林牧渔9月跌幅相对更大。

**图表：1-8月食品饮料、医药、农林牧渔等行业涨幅最大**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

**图表：9月农林牧渔、通信、食品饮料等跌幅最大**

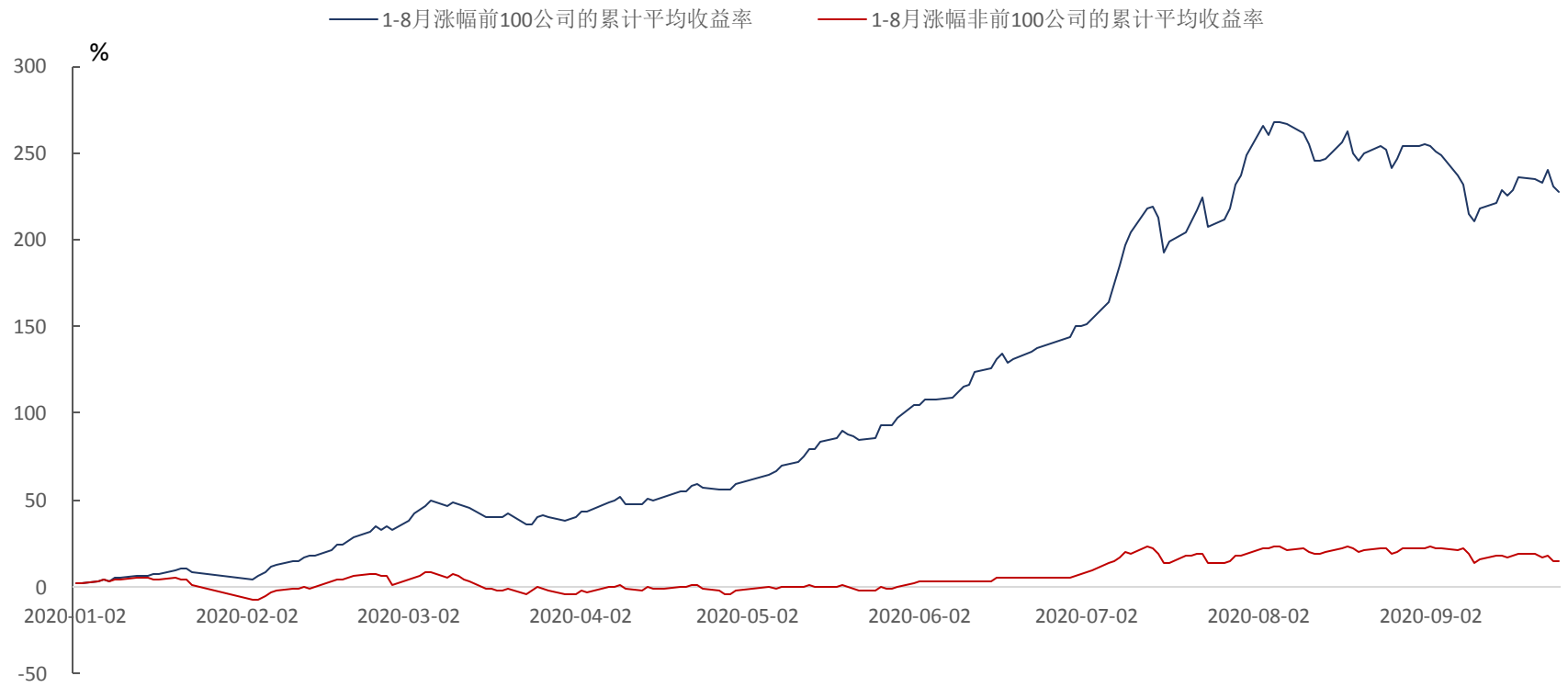



资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 个股：1-8月涨幅前100的公司9月跌幅更大

■1-8月涨幅前100公司比其余公司在9月的跌幅相对更大。1-8月涨幅前100的公司累计收益率达254.6%，9月跌幅达10.7%；非前100公司1-8月累计收益率21.74%，9月跌幅仅为7.5%。

**图表：1-8月涨幅前100的公司在9月跌幅更大**



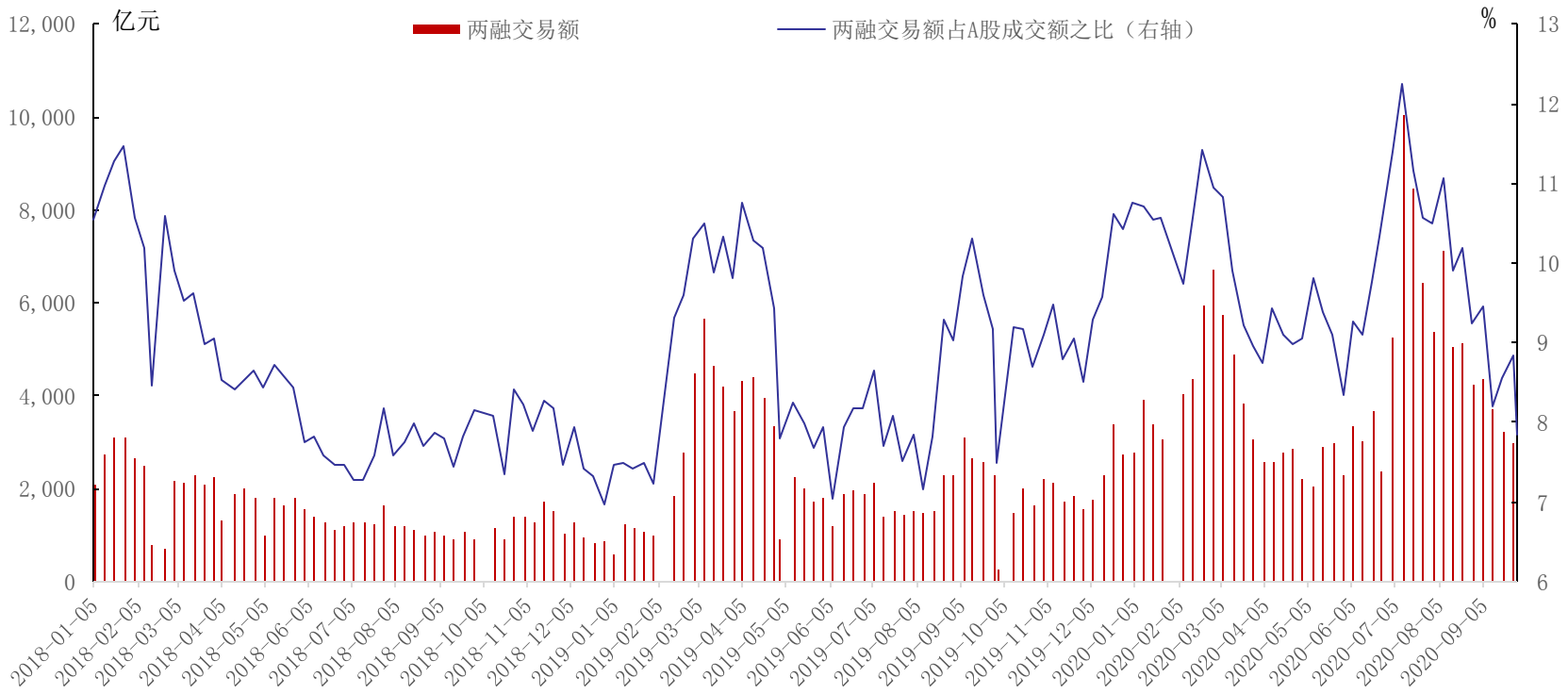

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：统计时间区间为2020年1月1日-2020年9月30日

# 情绪趋冷：两融交易额下行

■7月10日两融交易额达到顶点10034.61亿元，其后持续大幅下降，至9月底跌幅达到70.34%。两融交易额占A股成交额也呈大幅下行趋势，由7月中旬的12.26%下降至9月30日的7.94%，投资者情绪有所减弱。

**图表：两融交易额自7月中旬以来持续下行**

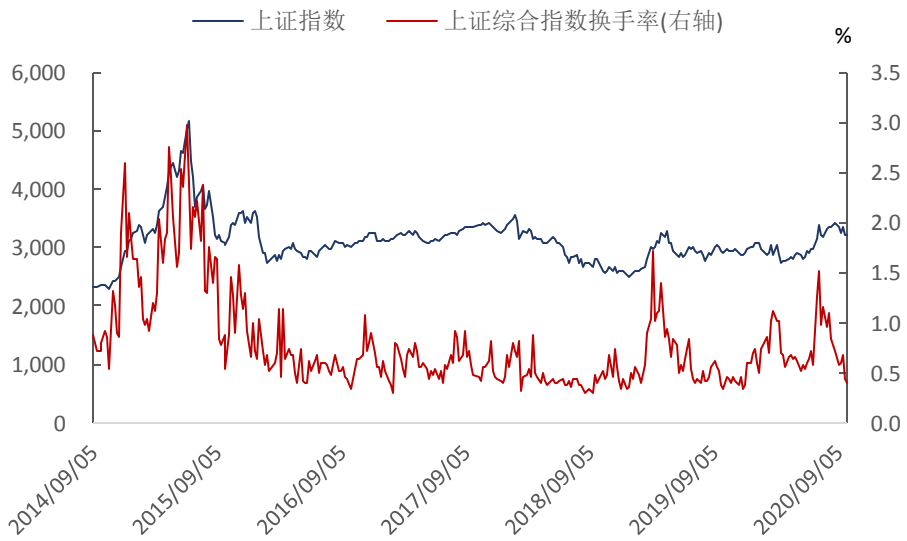



资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 情绪趋冷：换手率持续下降

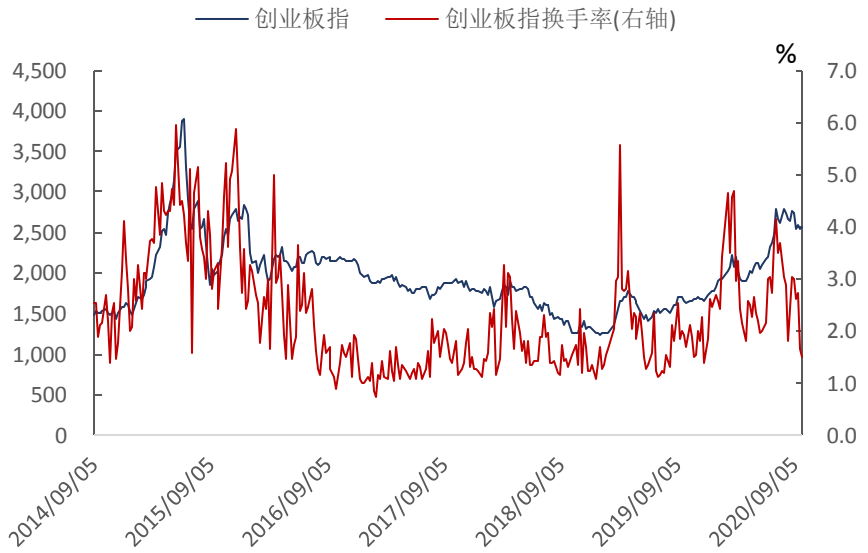
■7月以来，股票市场换手率持续下降，上证综指、创业板指分别从7月中旬1.52%、4.14%的下跌至9月30日的换手率0.4%和1.5%，跌幅分别为73.68%、63.77%。市场交易活跃程度下降。

**图表：上证综指换手率7月中旬以来持续下降**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

**图表：创业板指换手率7月中旬以来持续下降**

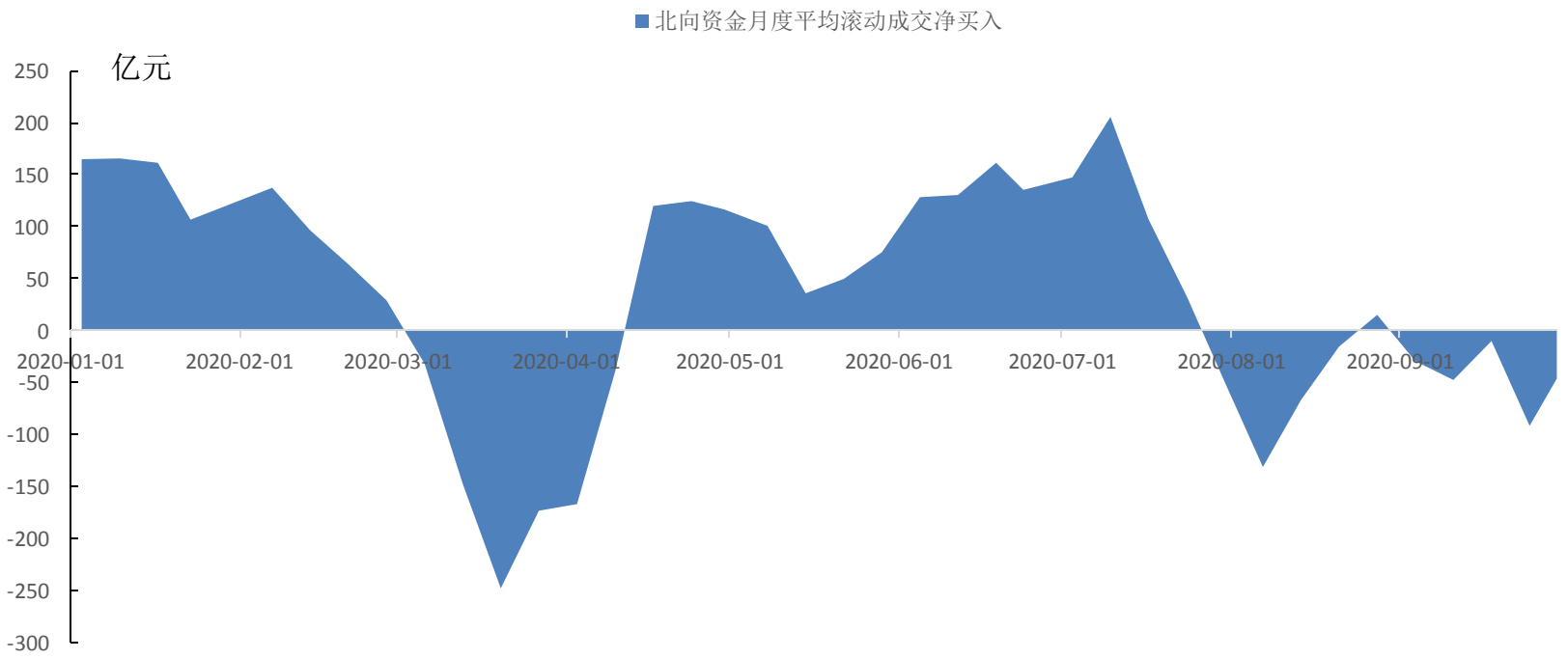



资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 情绪趋冷：北向资金持续流出

■7月中下旬开始，北向资金持续流出，截至9月30日，流出总额已达到829.26亿元，一改今年二季度以来的净流入趋势。

**图表：北向资金7月中下旬开始持续流出**

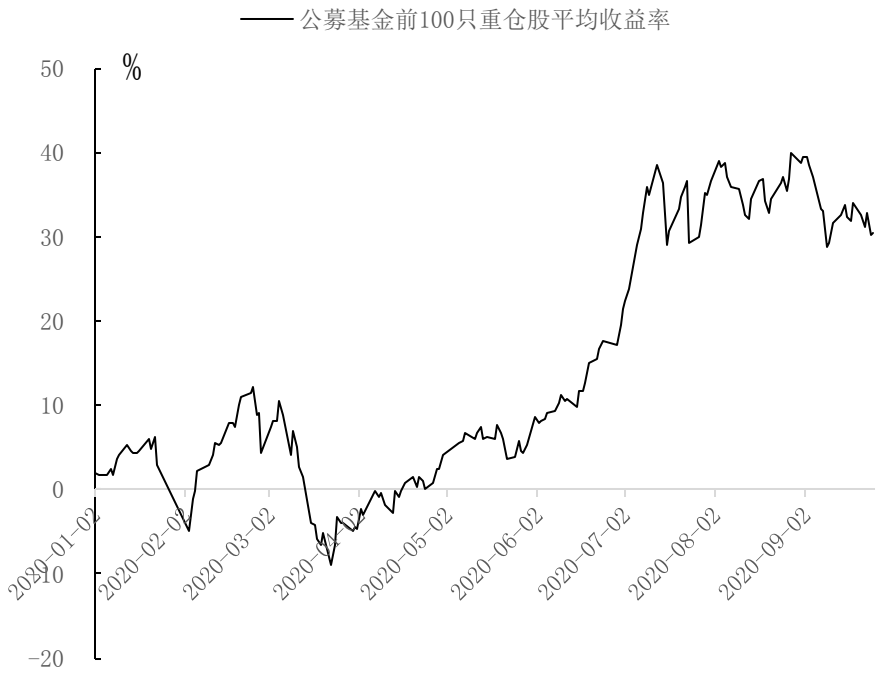



资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 季末兑现浮盈加剧市场波动（一）

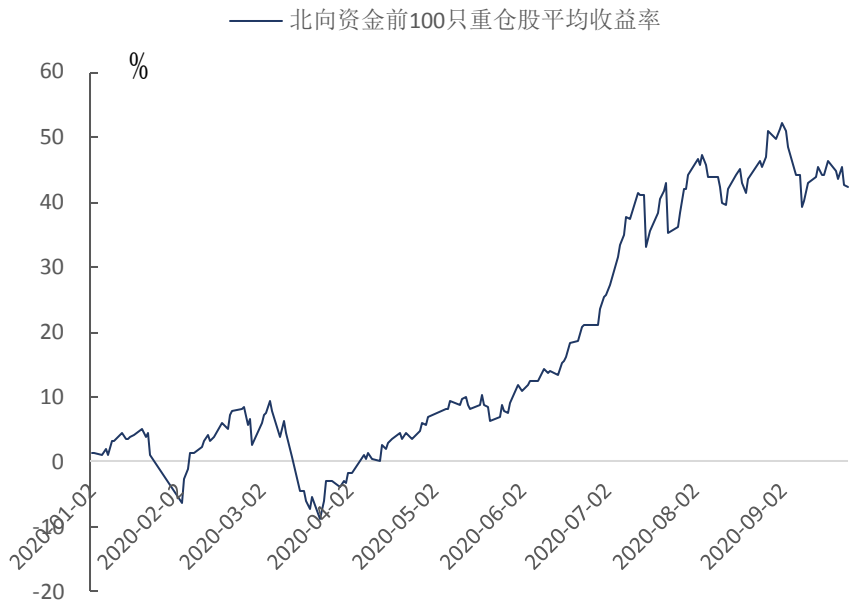
■自年初以来公募基金、北向资金收益丰厚，公募基金的重仓股年初到9月1号的收益均值达39.46%，北上资金重仓股年初到9月1号的收益均值达51.15%，9月份机构资金开始兑现浮盈，重仓股开始回调。

**图表：公募基金重仓股收益9月开始回调**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

**图表：北向资金重仓股收益9月开始回调**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 季末兑现浮盈加剧市场波动（二）

■今年1-8月涨幅前10%的个股9月九月以来跌幅更大，1-8月前10%涨幅个股9月涨跌幅中位数为-9.89%，后90%涨幅个股9月涨跌幅中位数为-7.95%。历史经验来看，历年前8个月涨幅前10%个股在9月份回调程度也往往大于其他个股。

**图表：历史上1-8月涨幅较好个股9月往往回调更大**

| 年份 | 1-8月前10%涨幅个股9月涨跌幅中位数 | 1-8月后90%涨幅个股9月涨跌幅中位数 |
|---|---|---|
| 2010 | -0.96% | 0.47% |
| 2011 | -14.54% | -11.16% |
| 2012 | -0.17% | 0.24% |
| 2013 | 6.97% | 2.82% |
| 2014 | 9.67% | 12.23% |
| 2015 | -10.79% | -4.41% |
| 2016 | -2.42% | -1.52% |
| 2017 | -0.45% | -0.11% |
| 2018 | -0.81% | -0.38% |
| 2019 | -0.45% | 0.23% |
| 2020 | -9.89% | -7.95% |

资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 目 录

一、市场回顾：彩云易散，抱团松动

二、核心逻辑：从估值驱动到盈利驱动

三、大势研判：信用与政策双期共振，重拾升势

四、行业配置：价值占优，成长分化

# 上半年指数涨幅主要由估值驱动

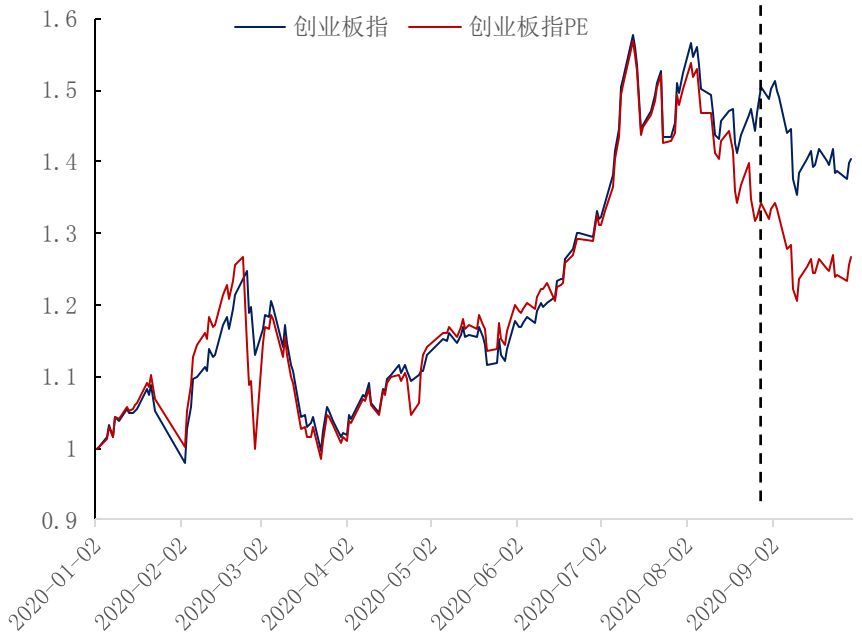
■2020年年初至8月底，指数的上涨与估值的上涨高度同步，指数上涨主要由估值贡献，之后估值与指数开始出现分化，8月27日至9月30日，上证综指下跌3.94%但上证综指PE上行3.77%，创业板指下跌4.25%，创业板指PE下跌4.31%，前期依靠估值驱动的成长股估值回调更加剧烈。

**图表：A股上证指数上涨主要由估值贡献**




资料来源：Wind、东兴证券研究所
（设2020-01-02指数和PE值为1，数据截止9月30日）

**图表：A股创业板指上涨主要由估值贡献**

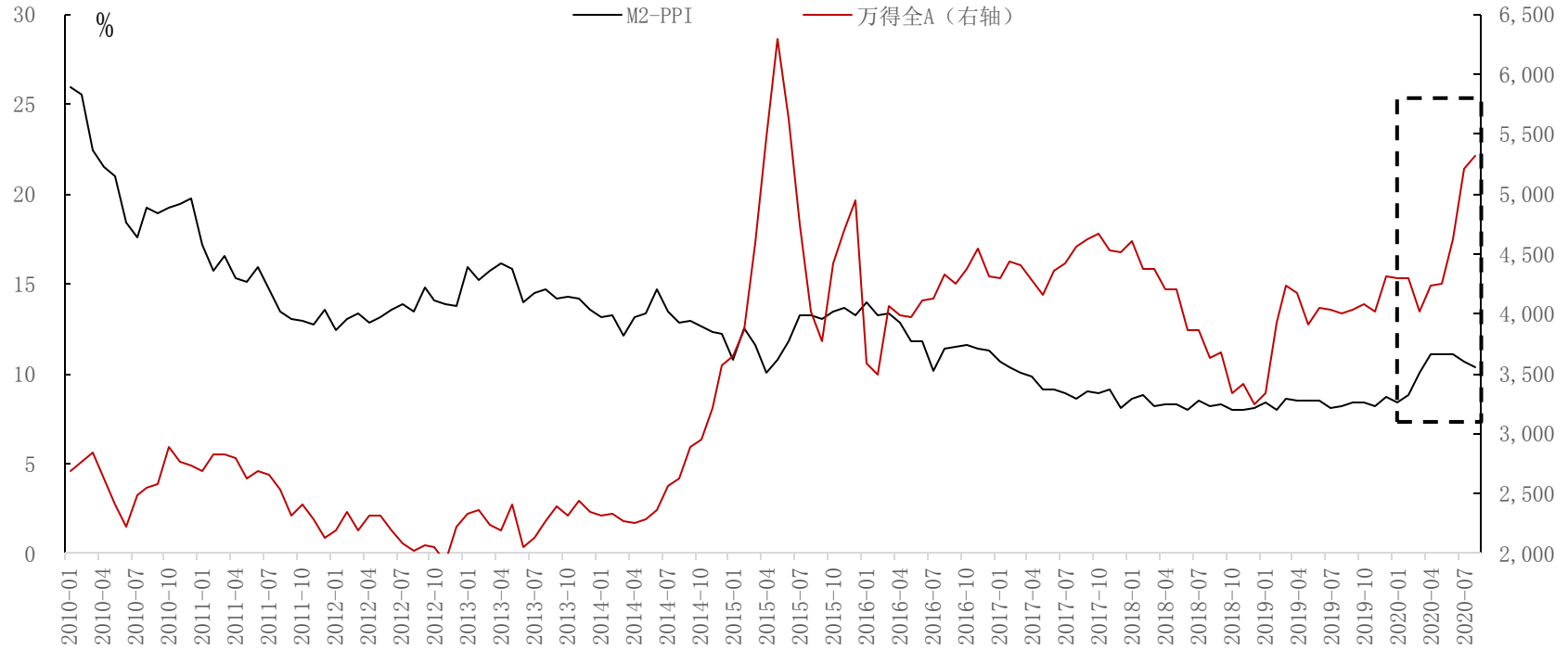



资料来源：Wind、东兴证券研究所
（设2020-01-02指数和PE值为1，数据截止9月30日）

# 估值驱动行情来源于充裕流动性支撑

■2020年年初开始，M2快速扩张，M2-PPI增速剪刀差上半年持续上升达到历史高点，6月M2同比增速达到高点11.10%，充裕的流动性为股票市场形成支撑，股票市场的估值水涨船高。

**图表：M2-PPI增速剪刀差上半年持续上升达到历史高点**

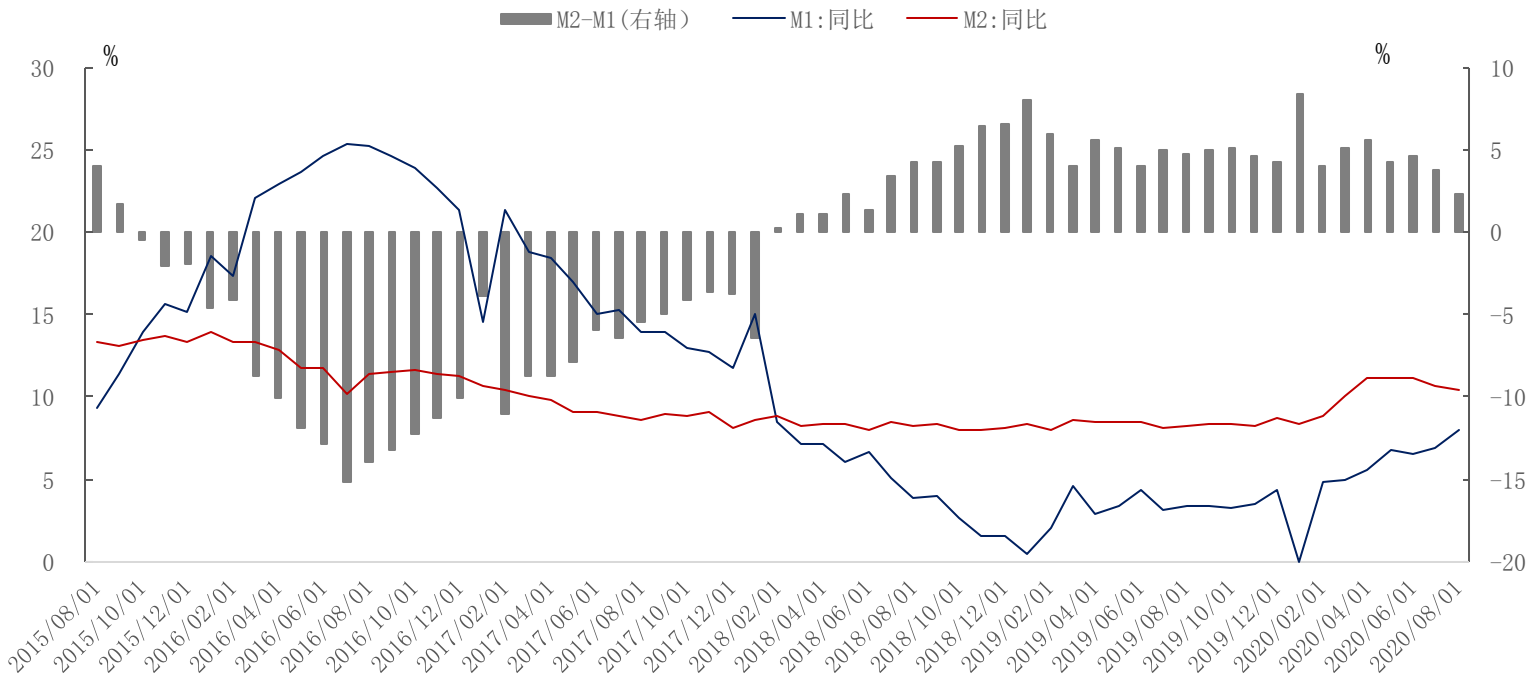



资料来源：Wind、东兴证券研究所

# M2同比增速下行，流动性趋于收紧

■7月开始，M2同比增速放缓，较6月下滑0.4%至11.70%，8月M2同比增速进一步下滑至10.4%，较前值继续回落0.3个百分点，低于预期，货币政策下半年以来持续收紧。

**图表：M2增速持续下行**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 国债收益率、DR007已回升到疫情前水平

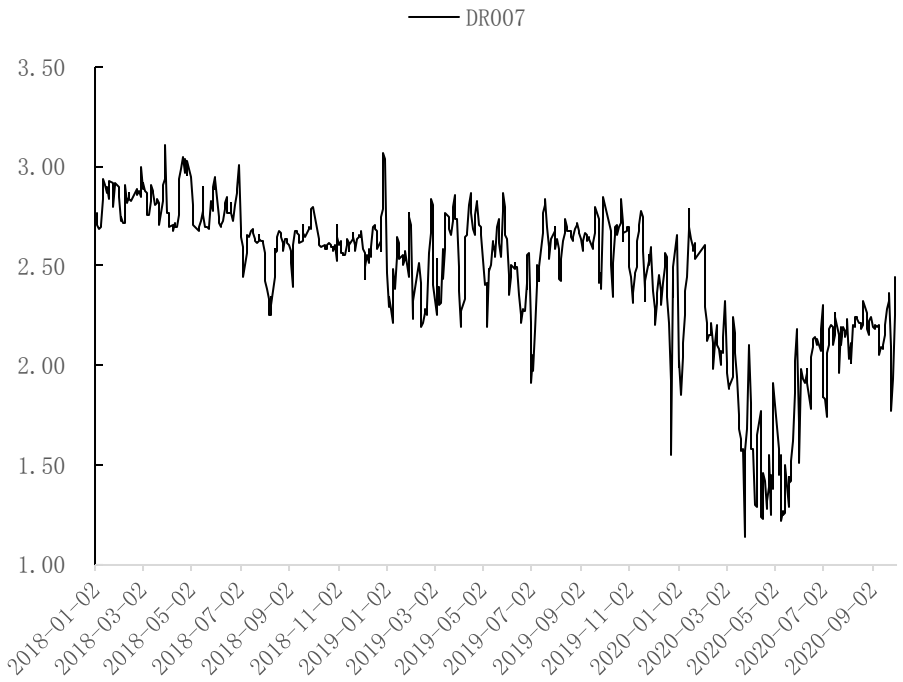
■截止9月30日，DR007上升到2.45%，10年期、1年期国债收益率分别达到3.15%、2.65%，基本恢复至2019年底水平，流动性持续收紧。

**图表：国债收益率已基本回升至2019年底水平**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

**图表：DR007已基本回升至2019年底水平**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 八月经济数据进一步确认经济复苏

■2020年9月15日，8月经济数据公布，工业增加值，固定资产投资完成额、社会消费品零售总额延续7月份的全面回升趋势，出口同比增速9.5%，超出市场预期的8.3%，再创年内新高，外需自5月以来持续回暖。

**图表：8月经济数据总体表现良好**

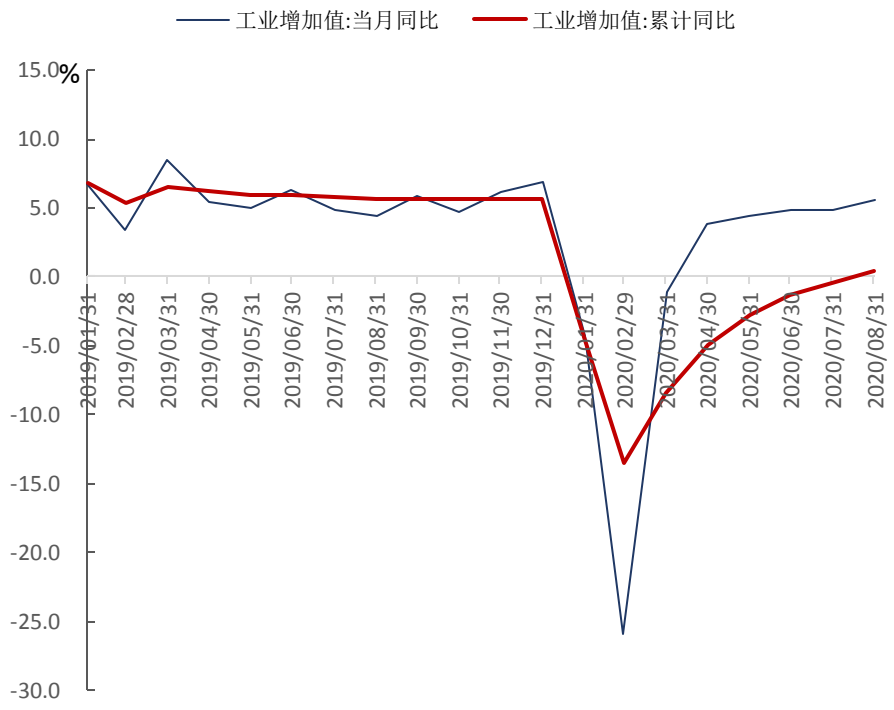
| 经济指标 | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 数据趋势 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| GDP | -6.8 | -6.8 | -6.8 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | | | 二季度GDP增速由负转正 |
| CPI/% | 5.4 | 5.2 | 4.3 | 3.3 | 2.4 | 2.5 | 2.7 | 2.4 | CPI数据略有回落 |
| M2/% | 8.4 | 8.8 | 10.1 | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 10.7 | 10.4 | 6月以来M2增速放缓 |
| 社融存量增速/% | 10.7 | 10.7 | 11.5 | 12 | 12.5 | 12.8 | 12.9 | 13.3 | 二季度以来社融增速呈现连续上升趋势 |
| 制造业PMI/% | 50 | 35.7 | 52 | 50.8 | 50.6 | 50.9 | 51.1 | 51 | 3月以来制造业PMI持续维持在荣枯线以上 |
| 工业增加值/% | -4.31 | -25.87 | -1.1 | 3.9 | 4.4 | 4.8 | 4.8 | 5.6 | 二季度以来工业增加值同比增速由负转正，8月工业增加值同比增速较上月大幅提升 |
| 固定资产投资完成额/% | | -24.5 | -16.1 | -10.3 | -6.3 | -3.1 | -1.6 | -0.3 | 三季度以来固定资产投资完成额增速降幅收窄，8月仍处于负区间 |
| 房地产开发投资/% | | -16.3 | -7.7 | -3.3 | -0.3 | 1.9 | 3.4 | 4.6 | 8月房地产开发投资累计同比增4.6%，增速较6月大幅提升 |
| 社会消费品零售总额/% | | -20.5 | -15.8 | -7.5 | -2.8 | -1.8 | -1.1 | 0.5 | 8月社零增速首次实现年内由负转正 |
| 进口/% | | -4 | -1.1 | -14.2 | -16.6 | 2.7 | -1.4 | -2.1 | 8月进口同比降2.1% |
| 出口/% | | -17.1 | -6.6 | 3.4 | -3.2 | 0.5 | 7.2 | 9.5 | 8月出口同比增速9.5%，为年内同比增速最高值 |

资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 工业生产和消费大幅回暖

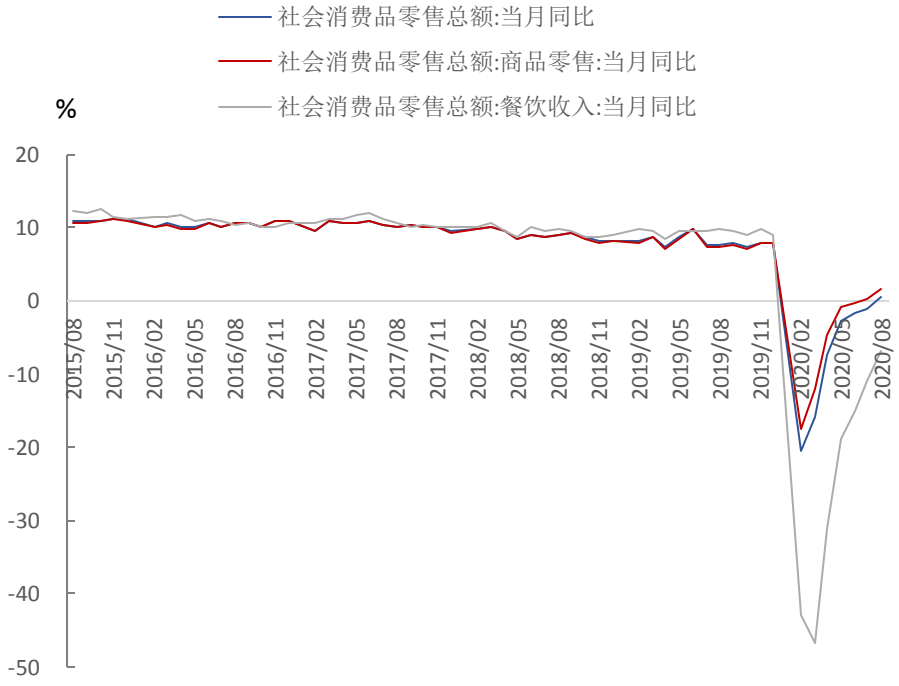
■8月工业增加值当月同比增5.6%，预期增5.1%，前值增4.8%，超出预期，延续修复趋势且边际修复速率有所加快； 8月社会消费品零售总额首次实现年内由负转正，同比增0.5%，前值-1.10%。

**图表：8月工业增加值超出预期**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

**图表：社零同比增速首次实现年内由负转正**

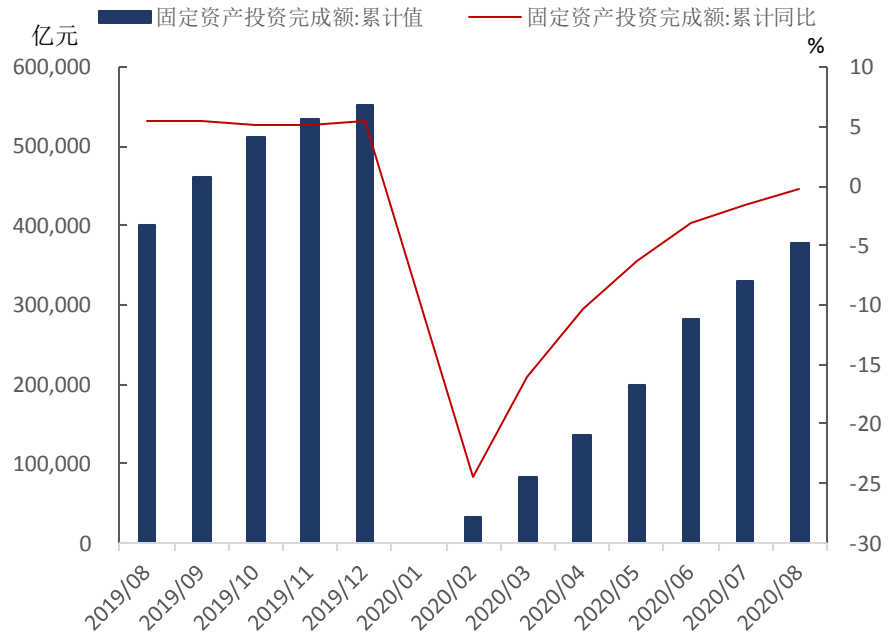



资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 投资延续V形复苏

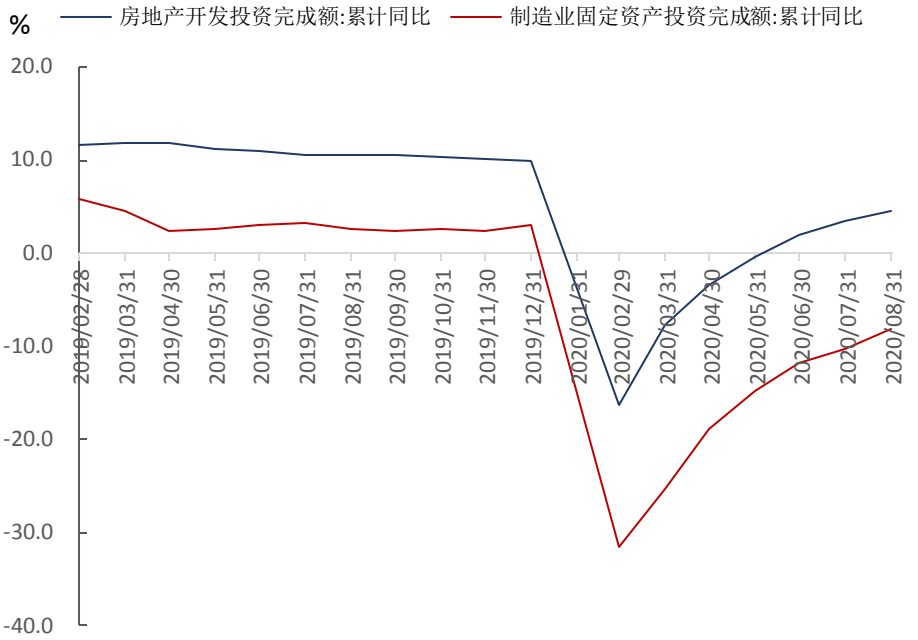
■1-8月固定资产投资完成额累计值同比下降0.3%，预期值-0.3%，前值-1.6%，基本符合市场预期，延续6月以来的缓慢复苏趋势，房地产开发投资延续强势，1-8月房地产开发投资完成额累计同比达4.6%，前值3.4%，制造业投资有所回暖，同比增速-8.1%，前值-10.2%。投资数据持续向好。

**图表：1-8月固定资产投资完成额同比-0.3%**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

**图表：房地产开发投资、制造业投资回暖**

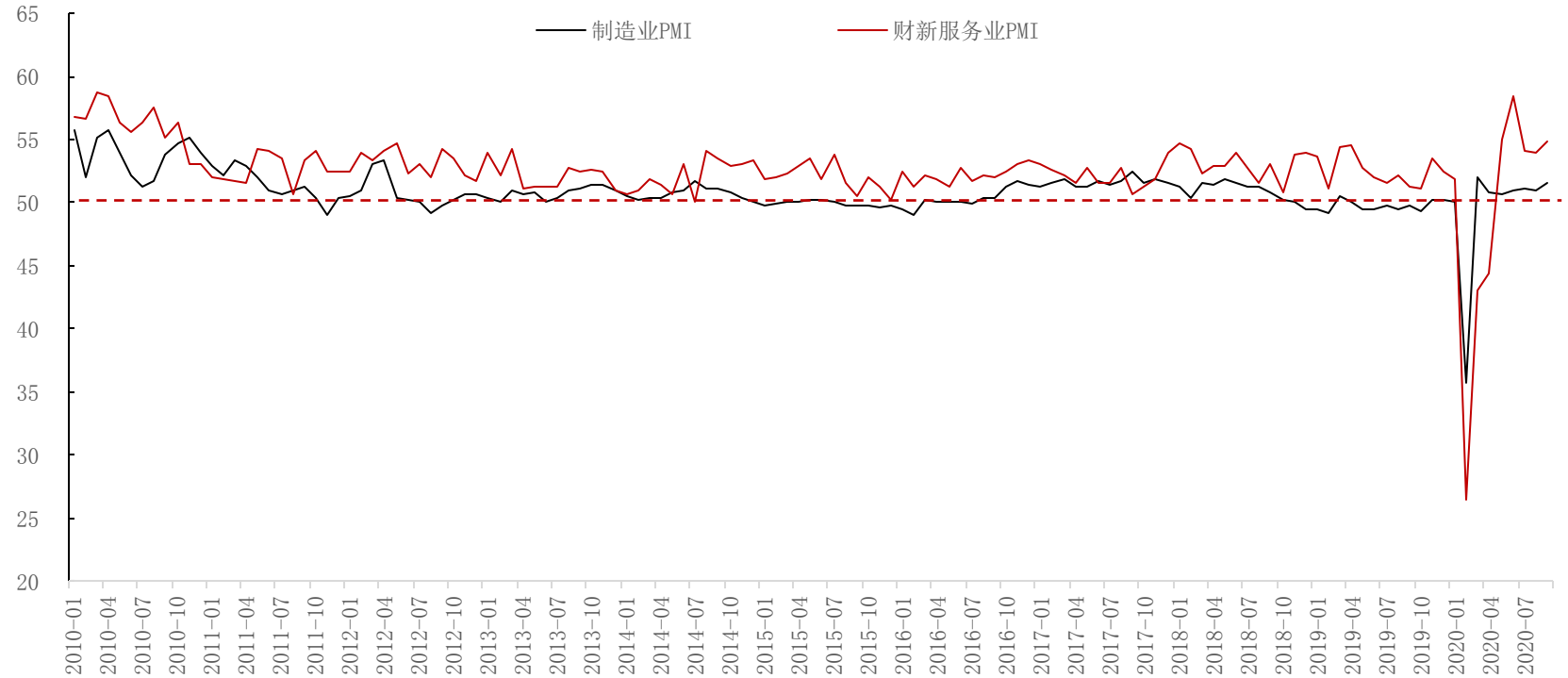



资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 9月PMI超预期，经济复苏趋势进一步确认

■9月官方制造业PMI为51.50，前值51.00，超出预期，财新中国服务业PMI54.80，前值54.00，服务业回暖速率提升，经济复苏的趋势进一步确认。

**图表：9月官方制造业PMI为51.50，超出预期**

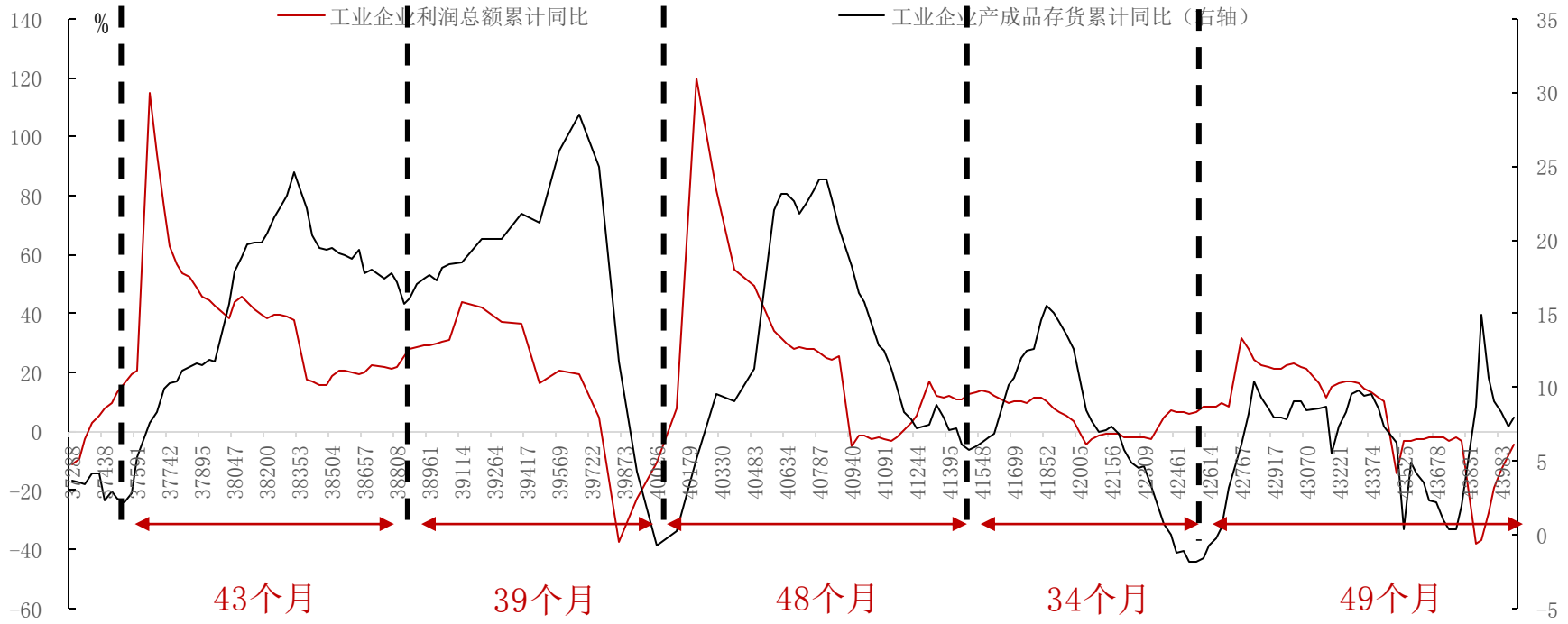



资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 库存周期由被动去库存转向主动补库存

■每轮库存周期约为40个月，2019年末，本轮产成品库存见底，2020年初本应当重新进入主动补库存，疫情打断了这一进程，企业被迫被动补库存。3月开始企业产成品库存持续下行直到8月份。8月产成品库存同比7.9%，结束了自3月以来的持续下行，开始回升，同时利润增速也大幅回升，8月同比上升至-4.40%，库存周期或从被动去库存转向主动补库存转化趋势。

**图表：8月工业企业产成品存货累计同比开始回升**

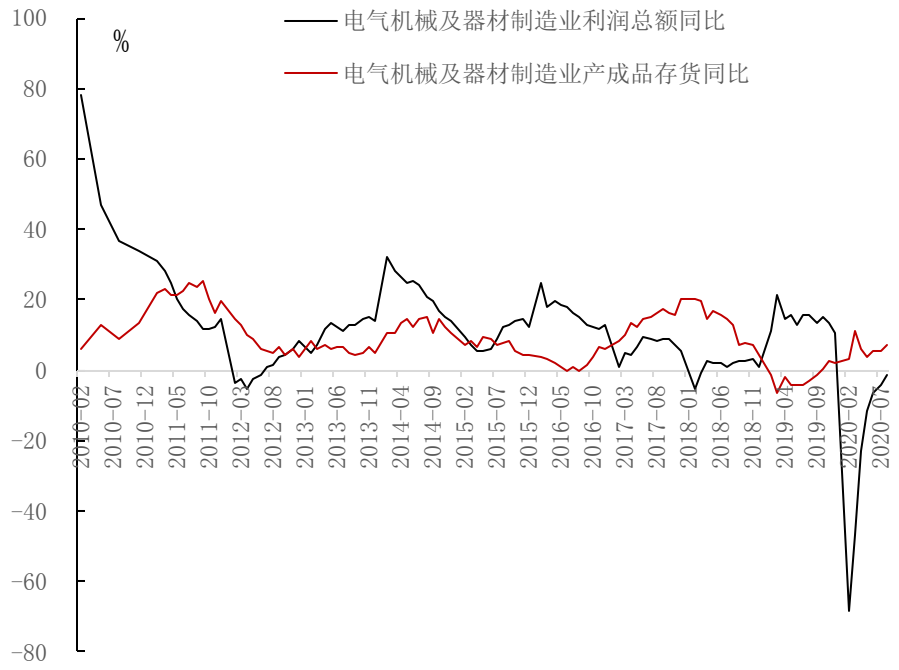



资料来源：wind，东兴证券研究所

# 部分行业进入主动补库存周期

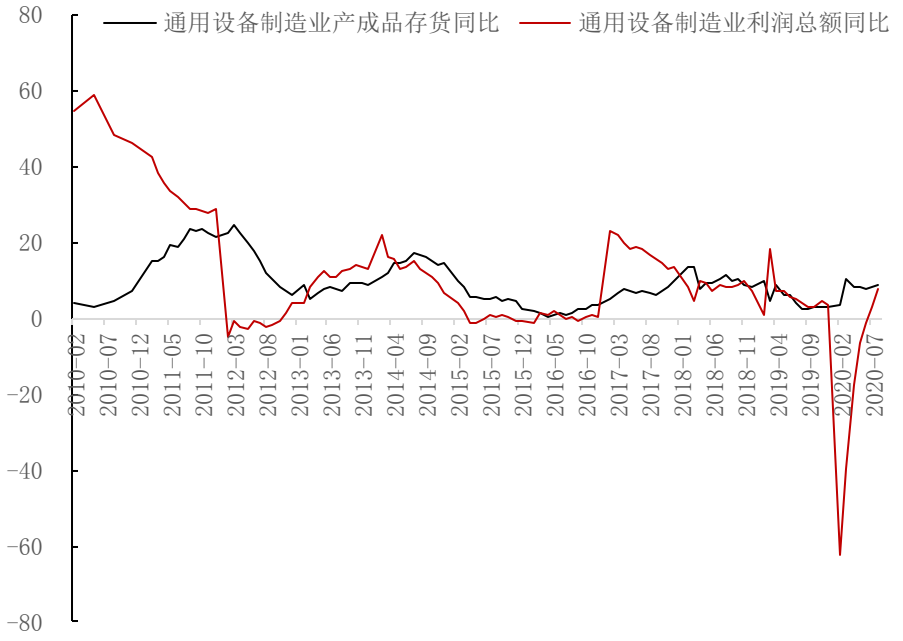
■分行业来看，电气机械及器材制造业、通用设备制造业等一些行业已率先进入主动补库存阶段。

**图表：电气机械及器材制造业处于主动补库存周期**




资料来源：wind，东兴证券研究所

**图表：通用设备制造业处于主动补库存周期**

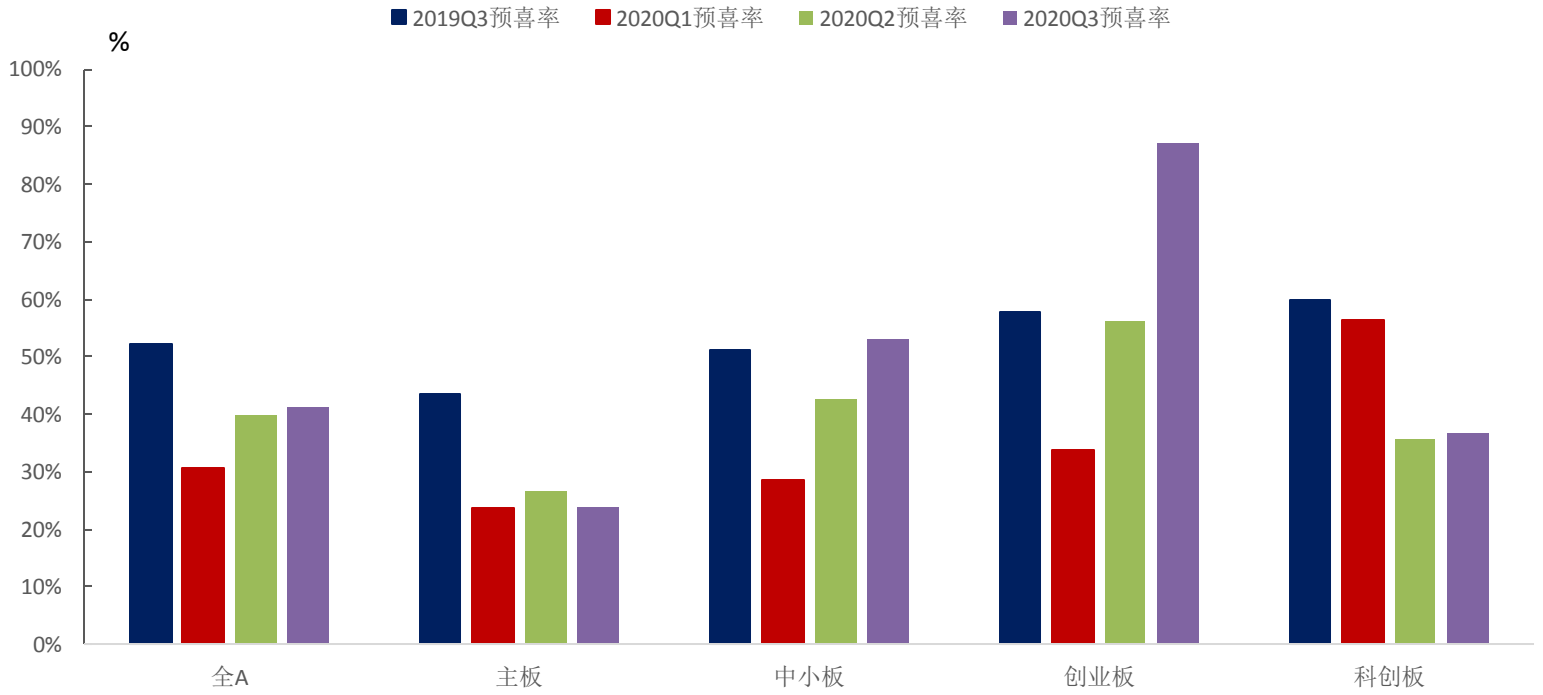



资料来源：wind，东兴证券研究所

# 三季度业绩预告显示业绩持续好转

■目前共有589家上市公司发布了三季报预告，其中业绩预告向好的公司有243家，预喜率超四成，目前披露的三季报与一季报和半年报相比，预喜率大幅上升，其中创业板三季度预喜率最高，为87.04%，其次是中小板，为53.17%，全A预喜率41.26%，科创板36.67%，主板最低，为23.99%。

**图表：三季度业绩预告显示三季度业绩持续好转**



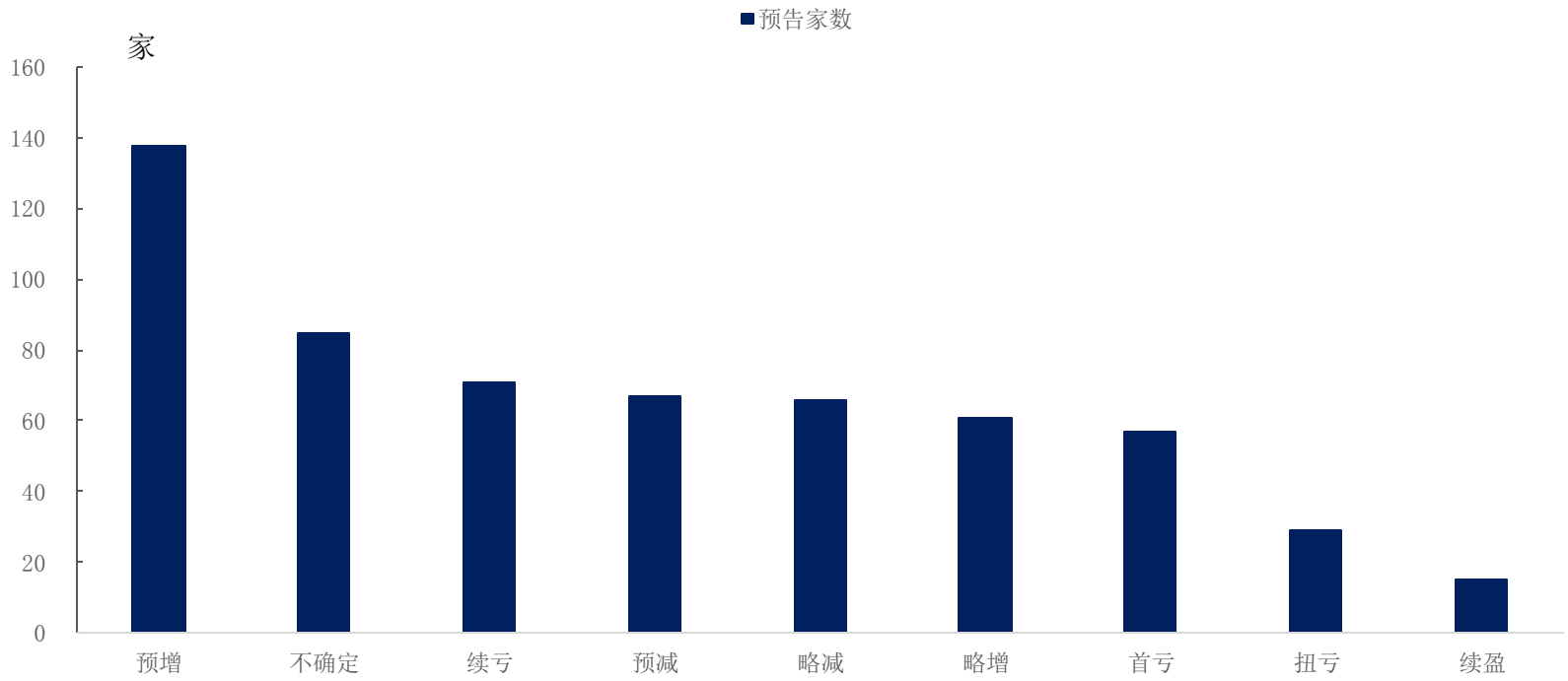

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：统计时间截止2020年9月30日

# 预喜公司中预增占比最大

■根据截止2020年9月29日上市公司的业绩预告情况，589家公司中，预增公司有138家，占比23.43%为最大值；扭亏有29家，占比4.92%；略增61家，占比10.36%；续盈15家，占比2.55%。

**图表：预增、略增公司占比较大**



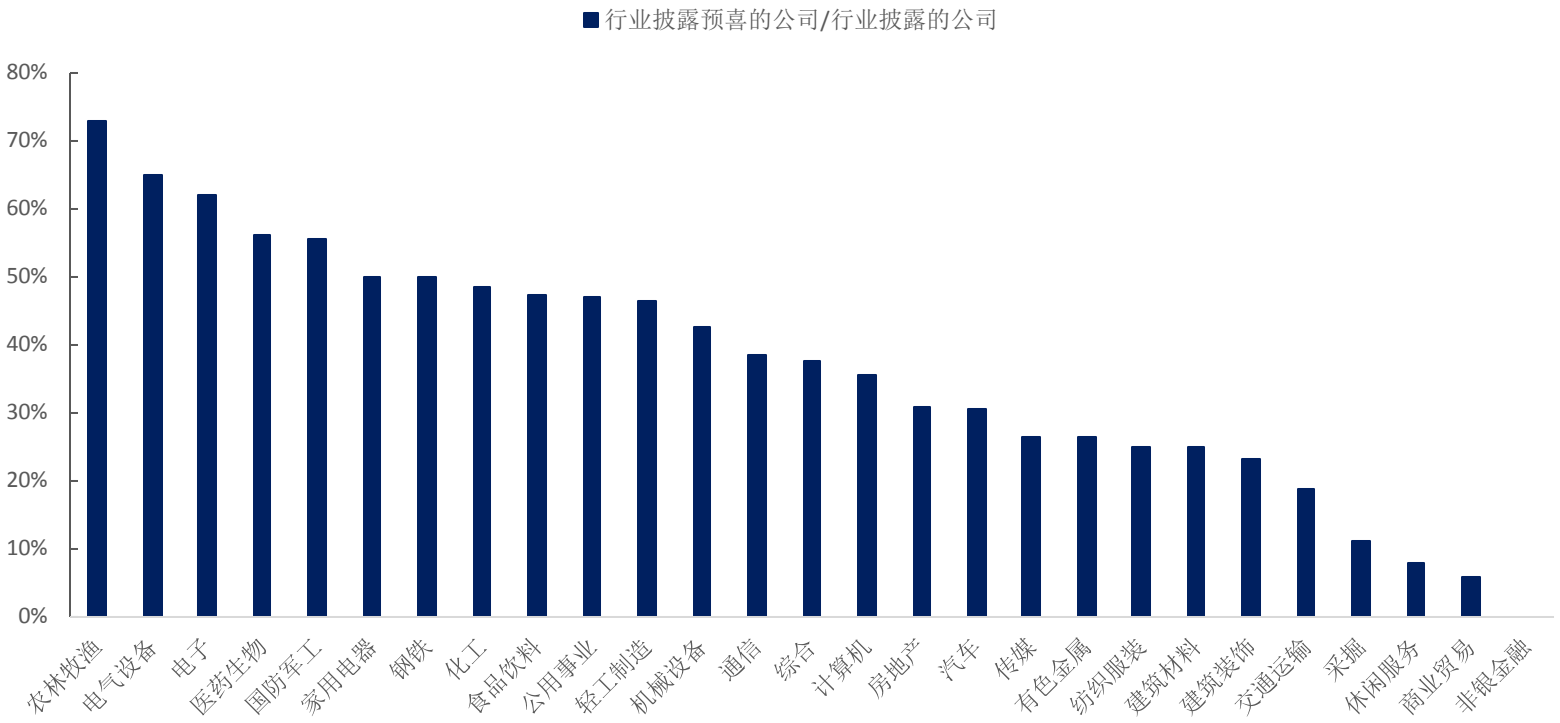

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：统计时间截止2020年9月29日

# 农林牧渔、电气设备、电子预喜率最高

■分行业来看，243家预喜公司中，农林牧渔、电气设备、电子行业披露预喜数量占披露数量的比例位居前三位。

**图表：农林牧渔、电气设备、电子行业的公司预喜家数位居前三位**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 目 录

一、市场回顾：彩云易散，抱团松动

二、核心逻辑：从估值驱动到盈利驱动

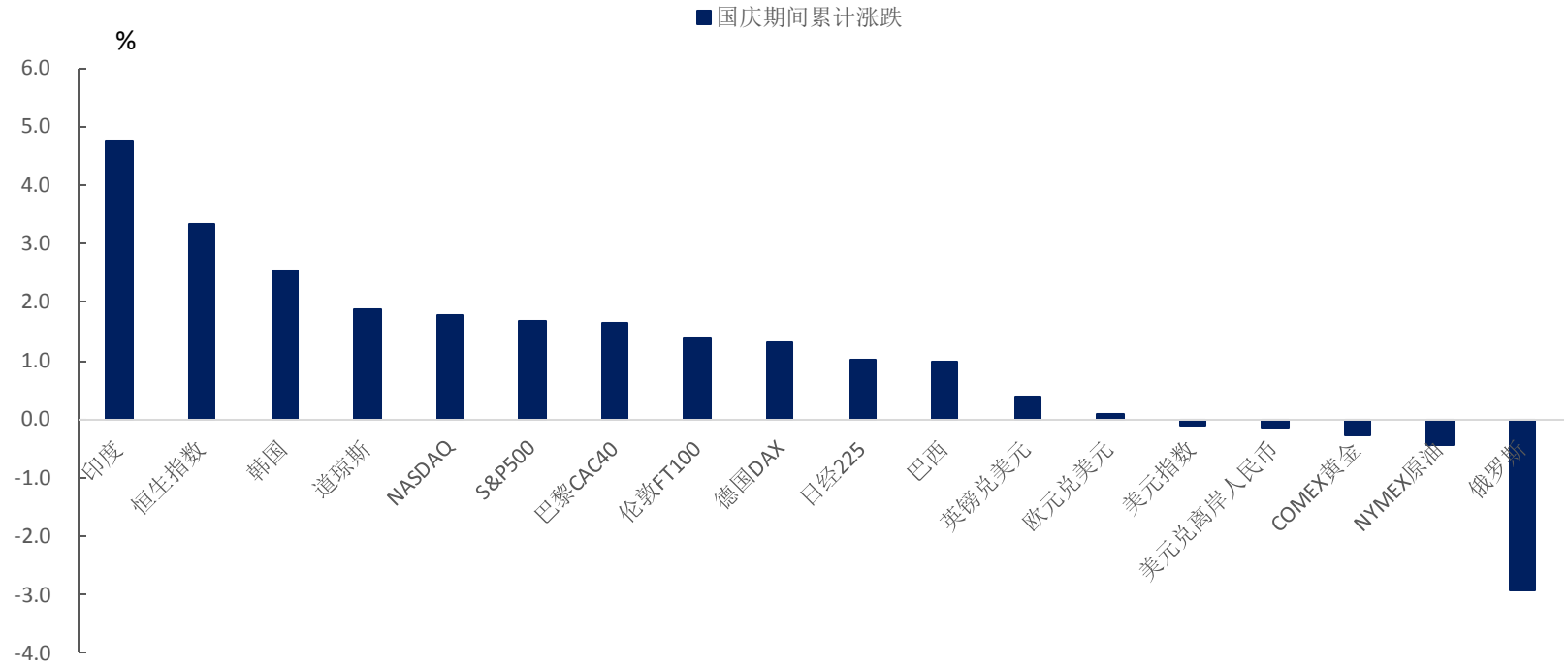
三、大势研判：信用与政策双期共振，重拾升势

四、行业配置：价值占优，成长分化

# 国庆期间全球股票市场普涨

■国庆期间，全球大类资产出现反弹表现。印度、香港、韩国、美国、法国、英国、德国、日本、巴西等股票市场表现均较为亮眼，其中印度10月1日至10月8日涨幅最大，为4.76%，恒生指数涨3.34%，纳斯达克指数涨1.76%，道琼斯指数涨1.88%，标普500指数涨1.68%，仅俄罗斯股市大幅下跌。

**图表： 海外市场在国庆期间大幅反弹**



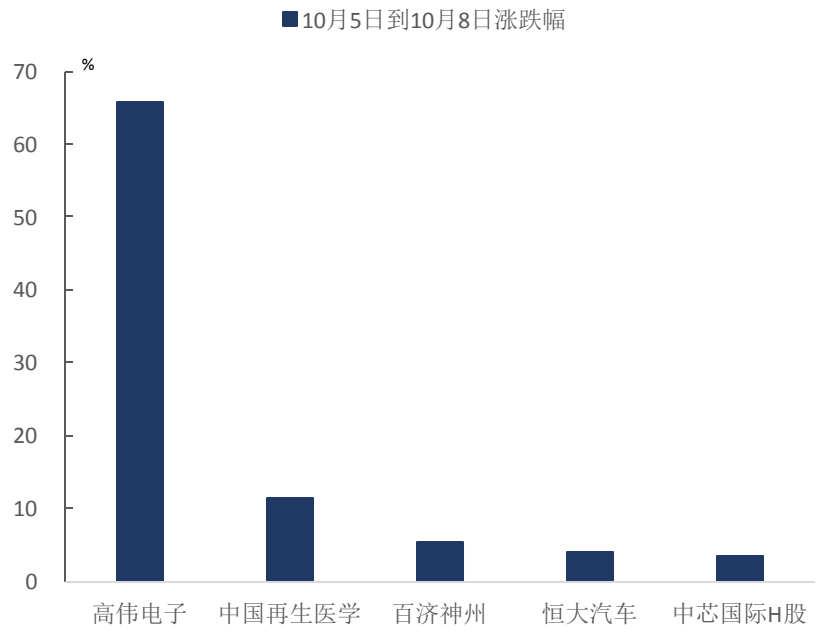

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：统计时间区间为2020年10月1日-2020年10月8日

# 海外市场反弹主要集中在科技板块

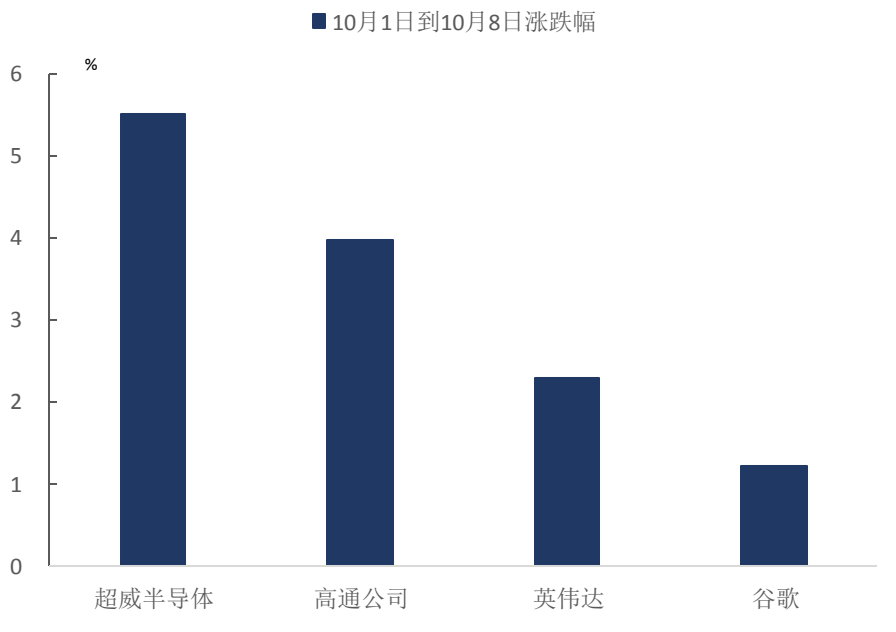
■国庆节期间，海外市场的科技板块是反弹的主力。港股市场中，高伟电子在10月5日-10月8日区间内大幅上涨，涨幅达65.68%；中国再生医学涨11.44%。美股市场中超威半导体涨幅领先，10月1日-10月8日涨幅为5.51%，高通公司涨3.96%，英伟达涨2.28%，谷歌涨1.22%。

**图表：港股市场科技板块大幅反弹**




资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：统计时间区间为2020年10月1日-2020年10月8日

**图表：美股市场科技板块大幅反弹**




资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：统计时间区间为2020年10月1日-2020年10月8日

# A股也有较强“年末效应”

■对2005年-2019年1-9月、10月、四季度上证综指的涨跌幅进行统计，10月来看，其中有10年呈现上涨趋势，四季度来看，有9年呈现上涨效应，A股“年末效应”显著。

**图表：过去15年上证综指10月份及四季度大多上涨**

| 年度 | 上证综指1-9月涨幅（%） | 上证综指10月涨幅（%） | 上证综指四季度涨幅（%） |
|---|---|---|---|
| 2005年 | -8.7550 | -5.4341 | 0.4710 |
| 2006年 | 50.9335 | 4.8829 | 52.6728 |
| 2007年 | 107.5259 | 7.2486 | -5.2364 |
| 2008年 | -56.4049 | -24.6317 | -20.6200 |
| 2009年 | 52.6482 | 7.7866 | 17.9070 |
| 2010年 | -18.9641 | 12.17 | 5.7394 |
| 2011年 | -15.9845 | 4.62 | -6.7736 |
| 2012年 | -5.1490 | -0.83 | 8.7701 |
| 2013年 | -4.1630 | -1.52 | -2.6987 |
| 2014年 | 11.7152 | 2.38 | 36.8382 |
| 2015年 | -5.6233 | 10.8 | 15.9330 |
| 2016年 | -15.1018 | 3.19 | 3.2926 |
| 2017年 | 7.9038 | 1.33 | -1.2473 |
| 2018年 | -14.6900 | -7.75 | -11.6063 |
| 2019年 | 16.4920 | 0.82 | 4.9888 |

资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 宏观政策：紧货币+宽信用（一）

■自6月以来，央行对于货币政策的表态风向明显偏紧，“稳健的货币政策”、“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”、“保持流动性合理充裕”成为关键词。

**图表：近期央行货币政策表态**

| 时间 | 事件 | 具体内容 |
|---|---|---|
| 2020年6月28日 | 央行货币政策委员会会议二季度例会 | 各类经济指标出现边际改善，**稳健的货币政策**要更加灵活适度，把支持实体经济恢复与**可持续发展**放到更加突出的位置。 |
| 2020年7月30日 | 中央政治局会议 | 对社融和货币供应量的看法由两会政府工作报告的“明显高于去年”转变为中央政治局会议**“保持合理增长”** |
| 2020年8月6日 | 第二季度货币政策执行报告 | **稳健的货币政策**要更加灵活适度、精准导向，**保持货币供应量和社会融资规模合理增长**，完善跨周期设计和调节。 |
| 2020年8月13日 | 央行2020年第二季度货币政策执行报告专栏 ｜ ④怎样看待全球低利率 | 与更低的实际中性利率和低通胀相适应，部分发达经济体实施了零利率甚至负利率政策，但从政策效果看，低利率政策效果不及预期。利率过低还会导致“资源错配”“脱实向虚”等诸多负面影响。2020年以来，人民银行**坚持实施正常的货币政策**，保持利率水平与我国发展阶段和经济形势动态适配。 |
| 2020年8月25日 | 国务院政策例行吹风会 | **保持流动性合理充裕，但不搞大水漫灌**。坚持稳健的货币政策，更加灵活适度、精准导向。**保持货币供应量和社会融资规模合理增长。** |
| 2020年9月28日 | 央行货币政策委员会会议三季度例会 | **稳健的货币政策**要更加灵活适度、精准导向，综合运用并创新多种货币政策工具，**保持流动性合理充裕**。有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。 |

资料来源：中国人民银行官网、中华人民共和国中央人民政府网，中华人民共和国财政部官网，中华人民共和国国务院新闻办公室官网，东兴证券研究所

# 宏观政策：紧货币+宽信用（二）

■由于监管趋严，银行结构性存款持续压降，负债端压力大增，为补充流动性，同业存单发行量大增，一年期AAA同业存单利率自4月以来单边上行，从4月初的1.5%上升到9月30日的3.08%，银行间流动性明显趋紧。一年期国债和十年期国开债的收益率在今年5月以来持续走高，截止到9月30日，一年期国债收益率、十年期国开债收益率甚至超过年初水平，资金面持续趋紧。

**图表：4月以来，一年期AAA同业存单利率单边上行**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

**图表：国债收益率自今年5月以来持续走高**

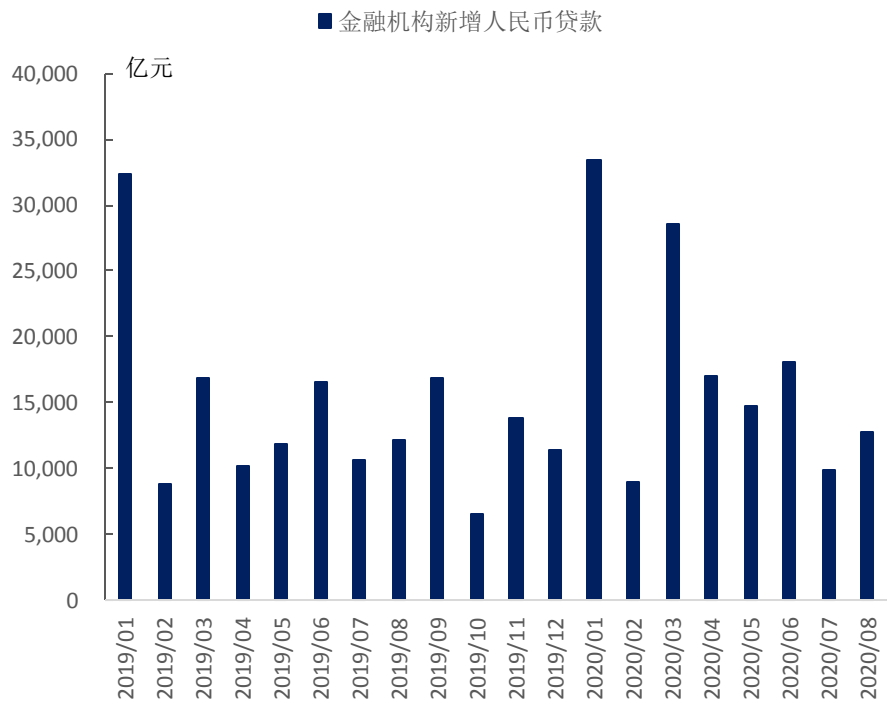



资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 宏观政策：紧货币+宽信用（三）

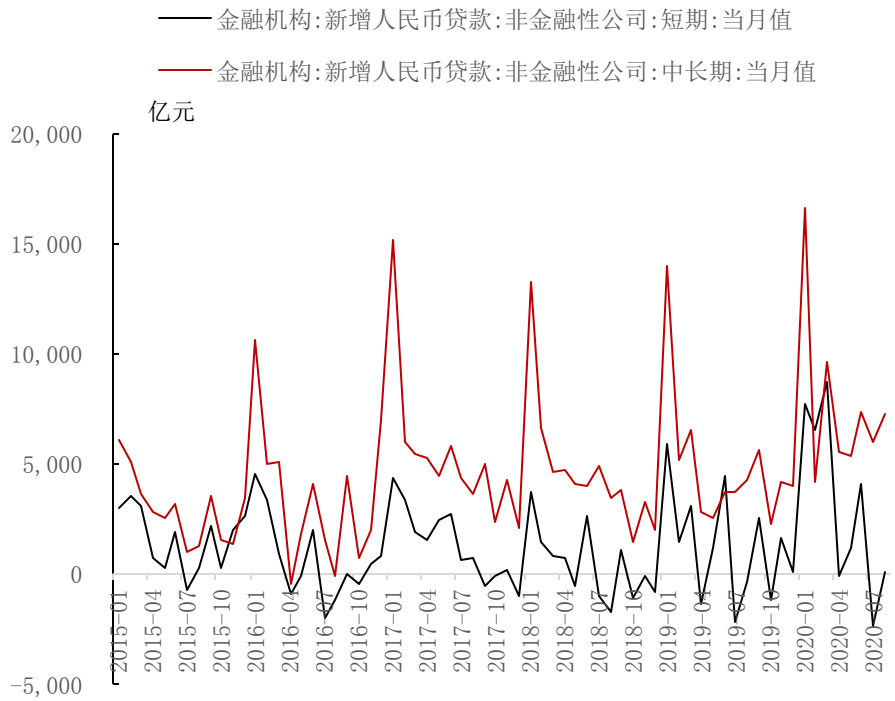
■8月份新增人民币贷款1.28万亿，前值0.99万亿，持续高增，7、8两月均超市场预期，特别是能支持基建项目和制造业的中长期贷款持续走高，政策趋向于以宽信用支撑实体经济。

**图表：新增人民币信贷持续超预期**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

**图表：中长期新增信贷持续走高**

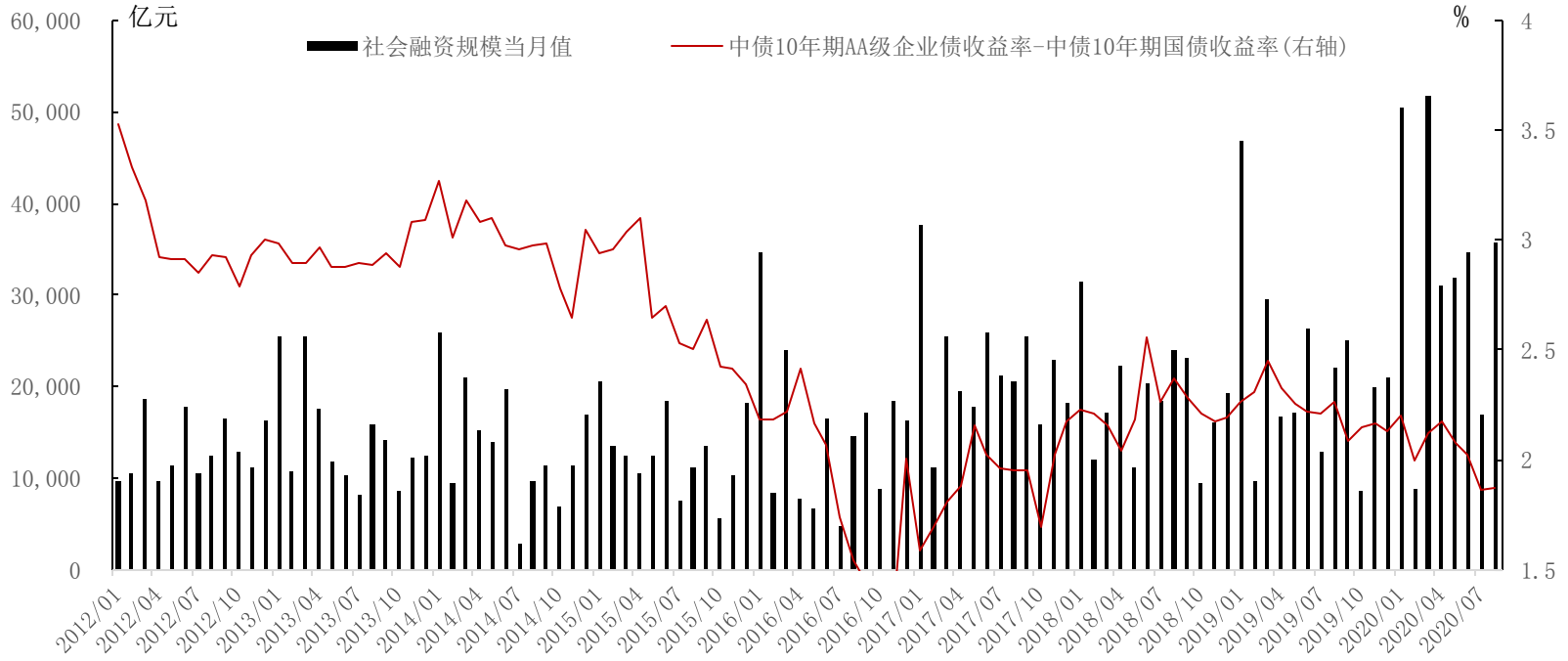



资料来源：Wind、东兴证券研究所

# “宽信用”延续：8月社融大幅增加

■8月新增社融3.58万亿元，远高于市场预期2.66万亿元，虽部分原因是6、7月为抗疫特别国债让路的地方政府债，但剔除政府债券后，新增社融规模仍有2.20万亿元，同比增速达30.41%。2013-2015年，信用利差下行，处于信用扩张周期；2016-2018年，信用利差回升，处于信用收缩周期；2019年至今，信用利差再度缓慢下行，迎来新一轮信用扩张周期。当前政策下，宽信用支持实体经济发展势头不减。

**图表：8月社融大幅增加，超市场预期，信用利差持续下行**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

# “大收紧”出现在“大放松”之后：2009年

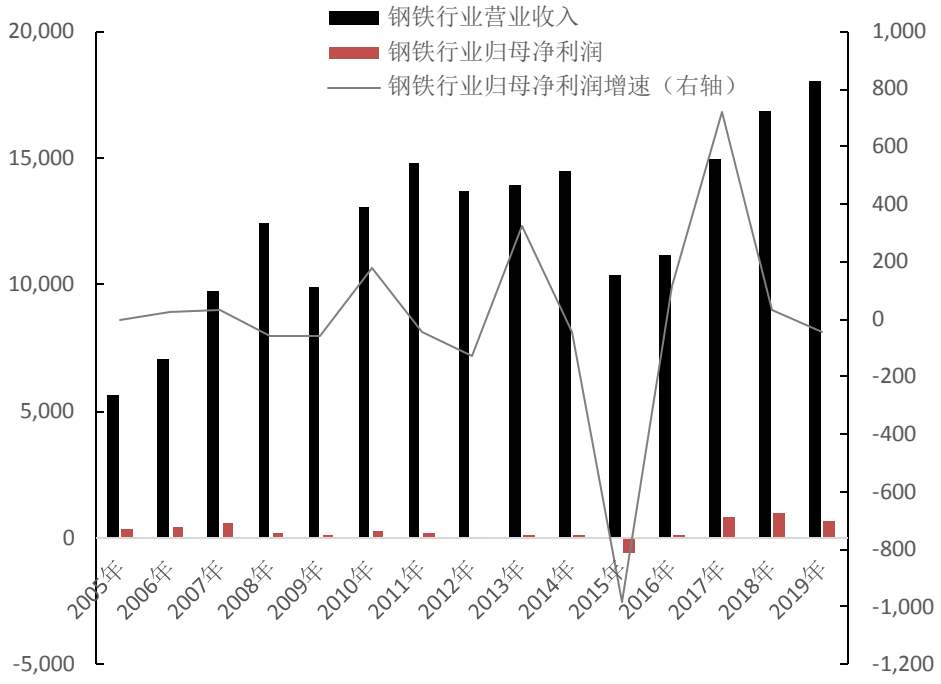
■08年的一系列强经济刺激政策导致杠杆率大幅提升、产能过剩等一系列问题，09年政策从“大放松”转向“大收紧”。

**图表：“四万亿刺激后”杠杆率大幅上升**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

**图表：08、09年钢铁行业出现产能过剩**

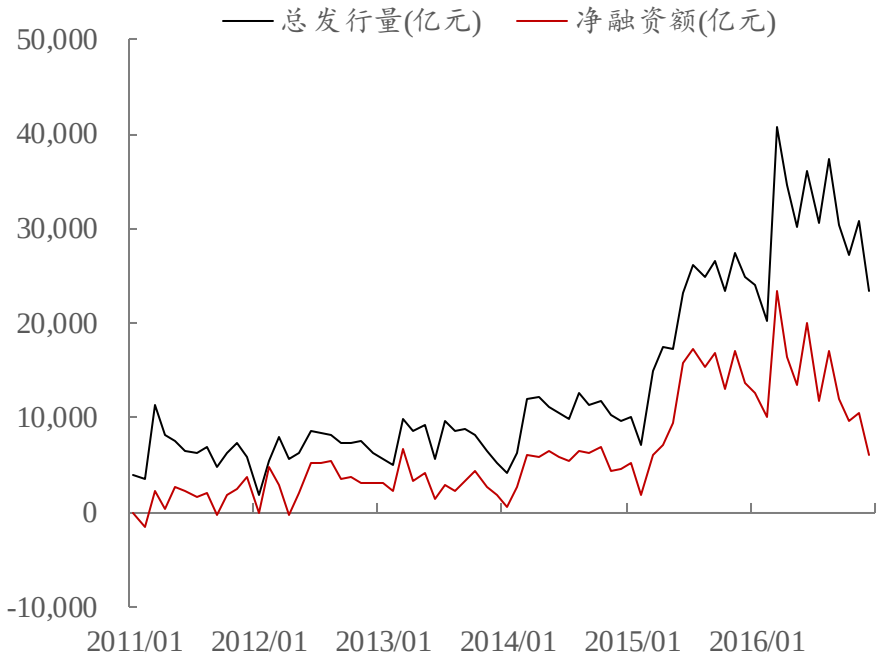



资料来源：Wind、东兴证券研究所

# “大收紧”出现在“大放松”之后：2016年

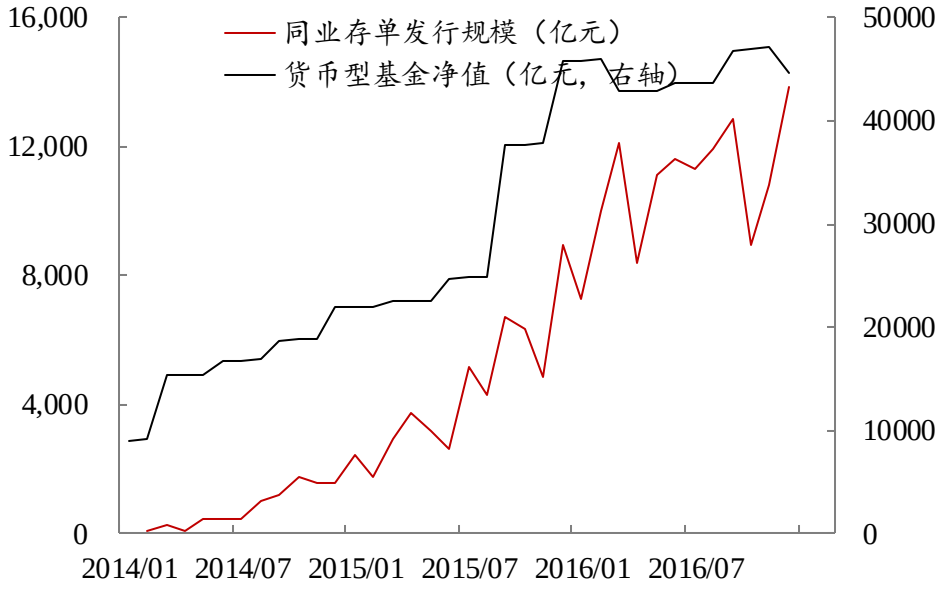
■ 14-16年，“货币松”叠加“监管松”导致监管套利、同业乱象爆发，16年政策迅速收紧，市场开始经历漫长而痛苦的去杠杆过程。

**图表：企业信用债券发行规模创新高**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

**图表：资金循环中货币型基金规模暴增**

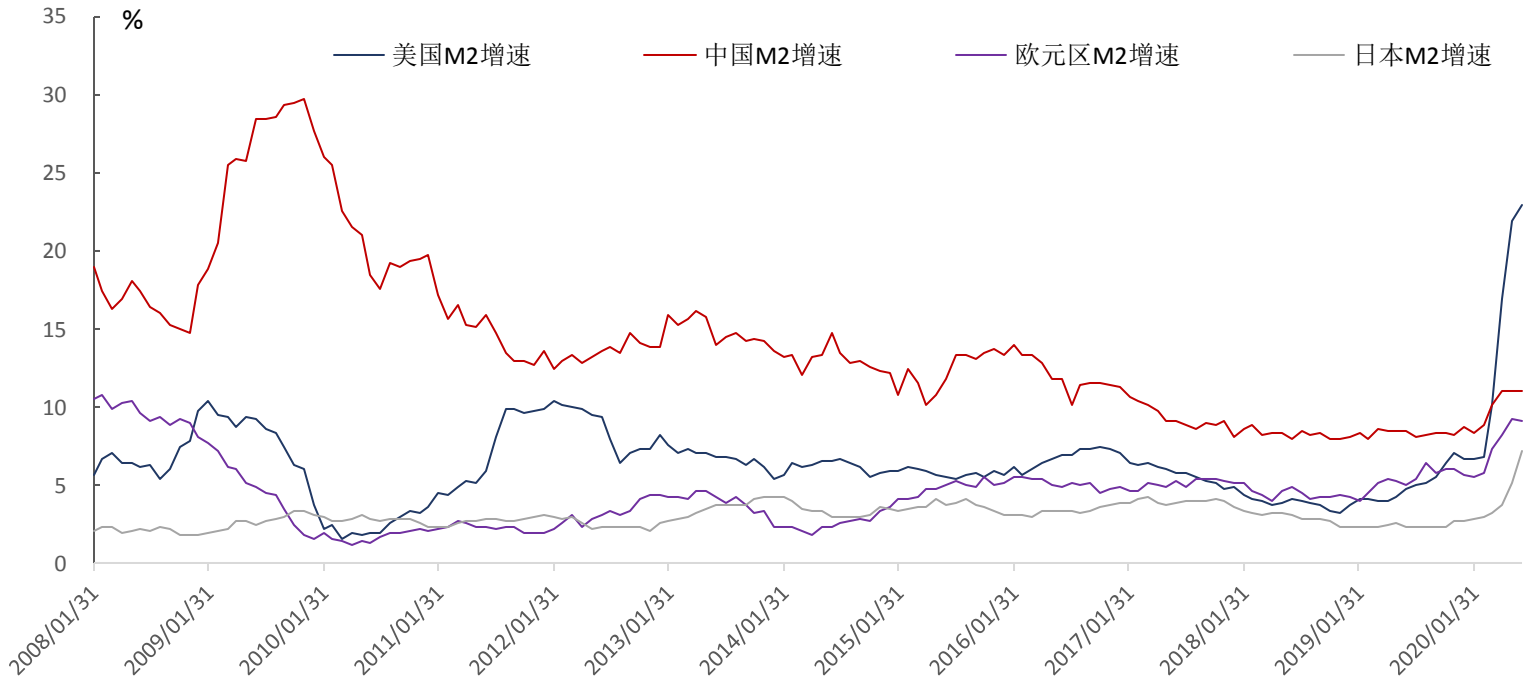



资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 2020年没有“大放松”，无从“大收紧”

■2020年，政策并没有经历“大宽松”，也就无从有“大收紧”。无论是疫情期还是疫情得到控制后，政策施行都保持高度的审慎，从M2增速来看，我国宽松力度远低于美国，央行指出部分发达经济体实施了零利率甚至负利率政策，但政策效果不及预期，且低利率政策容易带来“资源错配”、“脱实向虚”等负面影响，人民银行坚持实施正常的货币政策。没有“大宽松”的前提，当前也就自然谈不上政策“大收紧”。

**图表：M2增速来看，美国是今年宽松的主要力量**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 信用收紧主要针对房地产

■当前，政策的收紧具有较强针对性，主要集中在房地产行业，2020年下半年以来，各地房地产政策纷纷趋于收紧。

**图表：2020年7月以来重要房地产政策梳理**

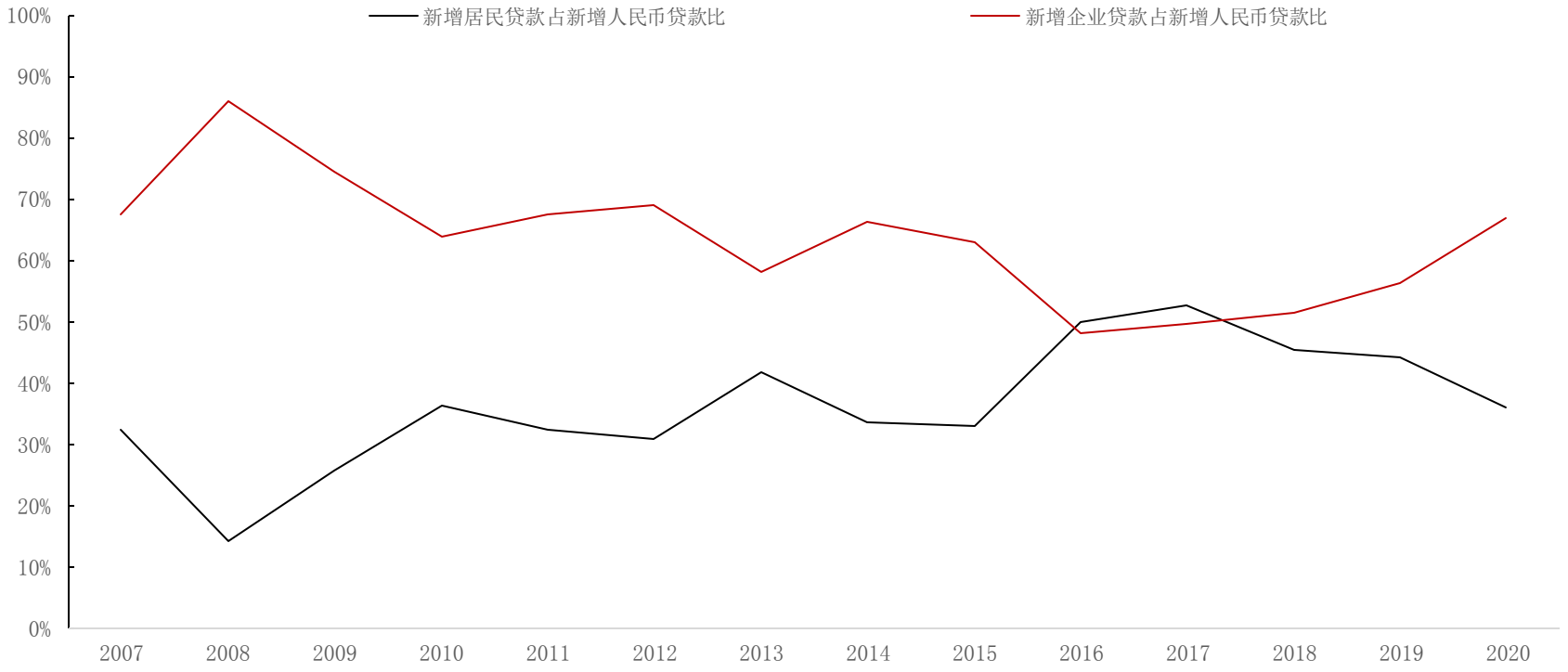
| 时间 | 文件（事件） | 具体内容 |
|---|---|---|
| 2020年7月27日 | 《海口市安居型商品住房管理办法（草案）》 | 安居型商品住房配售实行“一个家庭限购一次且限购一套”政策，符合条件的3类海口居民家庭和7类引进人才可申购一套，安居型商品住房以100平方米以下为主，最大不超过120平方米。 |
| 2020年8月20日 | 重点房地产企业座谈会 | 座谈会指出，为进一步落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度，人民银行、住房和城乡建设部会同相关部门在前期广泛征求意见的基础上，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。 |
| 2020年9月14日 | 四川省成都市《关于保持房地产市场平稳健康发展的通知》 | 增加住宅用地供应，优化供应结构，住宅用地占经营性用地的比重不低于60%，供需紧张区域不低于70%，优先确保保障性住房用地供应；继续执行好差别化信贷政策，严格审查购房首付资金来源，严防消费贷款、个人经营性贷款等违规挪用于购房；严格执行住房限购政策，加强购房资格审核，严厉打击弄虚作假行为；发挥税收调节作用，个人住房转让增值税征免年限由2年调整到5年。 |
| 2020年9月14日 | 国务院例行吹风会 | 在与房地产业界、金融业界进行广泛沟通的基础上，人民银行和住建部会同相关部门形成了对重点房地产企业的资金监测和融资管理规则。这个制度建设的目的，在于增强房地产企业融资管理的市场化、规则化和透明化。从微观的层面来说，有利于房地产企业形成稳定的金融政策预期，合理安排自身的经营活动和融资行为，矫正一些企业盲目扩张的经营行为。 |
| 2020年9月23日 | 广东省东莞市《关于调整部分住房公积金贷款和提取规定的通知》 | 定首套房最高贷款额度由120万元调整为90万元，二套房最高贷款额度由80万调整为50万元。 |

资料来源：中国政府网、中国人民银行官网，东莞市住房公积金管理中心官网，成都市人民政府官网，海口市住房和城乡建设局官网，东兴证券研究所

# 信用扩张主力从房地产转向制造业

■ 自2017年以来，新增居民贷款占新增人民币贷款之比持续下降，由2017年的52.72%下降至2020年（1-9月）的35.93%，新增企业贷款占新增人民币贷款之比则持续上升，由2017年的49.62%上升至2020年（1-9月）的66.96%，信用扩张主力逐渐从房地产转向制造业。

**图表：2020年7月以来重要房地产政策梳理**




资料来源：wind，东兴证券研究所

# 监管政策：资本市场政策周期三年一轮回

■2013-2015年，资本市场政策放松，2016-2018年监管收紧、金融去杠杆，2019至今为新一轮的政策放松。

**图表：资本市场监管政策周期**

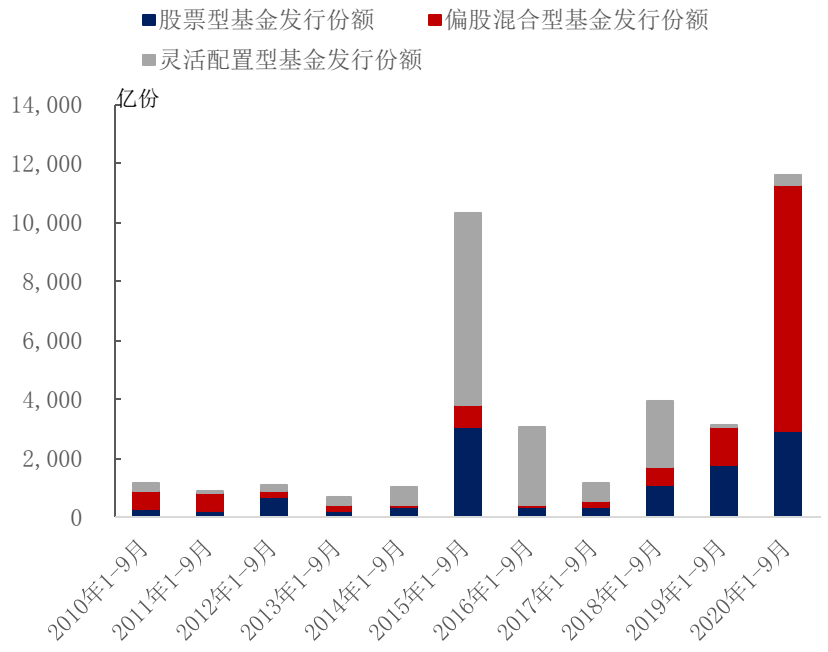
| 类别 | 政策松（2013年-2015年） | 政策紧(2016年-2018年) | 政策松(2019年-至今) |
|---|---|---|---|
| 并购重组 | 将购买资产的主体从上市公司**扩展**至上市公司及其关联人；<br>**取消**除借壳上市之外的重大资产重组的行政审批。 | 借壳上市**不能募集**配套资金；<br>借壳认定的量化指标在资产总额的基础上**增加**净资产、营收、净利润与股份四个指标；<br>“累计首次原则”计算期间由永久变为60个月；<br>**延长**新老股东的股份锁定期。 | **恢复**重组上市配套融资；**取消**重组上市认定标准中的“净利润”指标；缩短“累计首次原则”计算期间至36个月；推进创业板重组上市改革。 |
| 发行股份购买资产 | **允许**上市公司在发行股份购买资产同时募集配套资金补充流动资金，但借壳上市不允许；<br>发行股份购买资产的定价由不低于决议公告日前20日目标均价修订为允许发行人选择参考不低于20、60或120日的均价的90%。 | 募集配套资金的总额**不能超过**以发行股份方式购买资产的交易价格，且**不能用于**补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务。 | 1、精简发行条件，**取消**创业板公开发行证券最近一期末资产负债率高于45%的条件，**取消**创业板非公开发行股票连续两年盈利的条件。<br>2、优化非公开制度安排，**支持**上市公司引入战略投资者。非公开发行股票的发行价格由不得低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的9折改为8折；将锁定期缩短至18个月和6个月；将主板（中小板）、创业板非公开发行股票发行对象数量由分别不超过10名和5名，统一**调整**为不超过35名。<br>3、适当延长批文的有效期，将再融资批文有效期从6个月**延长**至12个月。 |
| 再融资 | 上市公司**允许**发行优先股进行再融资；<br>创业板定增的盈利条件由连续3年盈利**放宽**至2年，资产负债率下限设定为45%，并且对定增股份锁定期进行了差异化规定，根据发行价折扣力度给予0-36个月不同长度的锁定要求。 | 定价基准日为本次非公开发行股票发行期的首日，拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的20%，发行认购的股份自发行结束之日起36个月内不得转让。 | |
| 减持 | **提高**公司大股东持股意向的透明度。要求发行人在公开募集及上市文件中披露公开发行前持股5%以上股东的持股意向及减持意向。 | 在原规定的受限主体范围基础上**增加**了持有上市公司首次公开发行前发行的股份的股东以及持有上市公司非公开发行的股份的股东。 | |

资料来源：中国证监会、东兴证券研究所

# 驱动力一、居民存款搬家

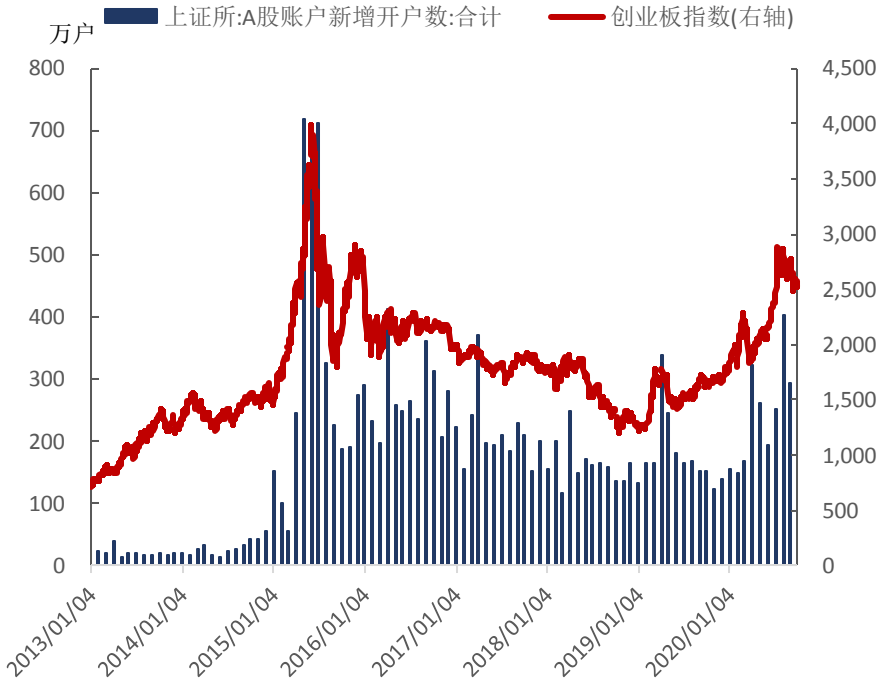
■2020年以来，公募基金发行量不断创新高，1-9月累计发行11639.87亿份，其中股票型基金份额2927.35亿份，偏股混合型基金8341.69亿份，灵活配置型基金370.82亿份，为自2010年以来最高。A股市场月度新开户数在2015年牛市期间达到峰值，年初至今新增开户数总计2048.22万户，而2014年11月至2015年6月新增开户数为2716.1740万户，投资者通过购买基金入市。

**图表：2020年1-9月公募基金新发行份额与2015年接近**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

**图表：A股新开户数低于2015年牛市期间**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 驱动力二、资本市场定位被提到史无前例的重要位置

■自2018年底以来，资本市场定位在不同重要场合多次着重提及，宽松的资本市场政策监管环境为中国经济转型升级提供原动力。

**图表：资本市场改革新周期**

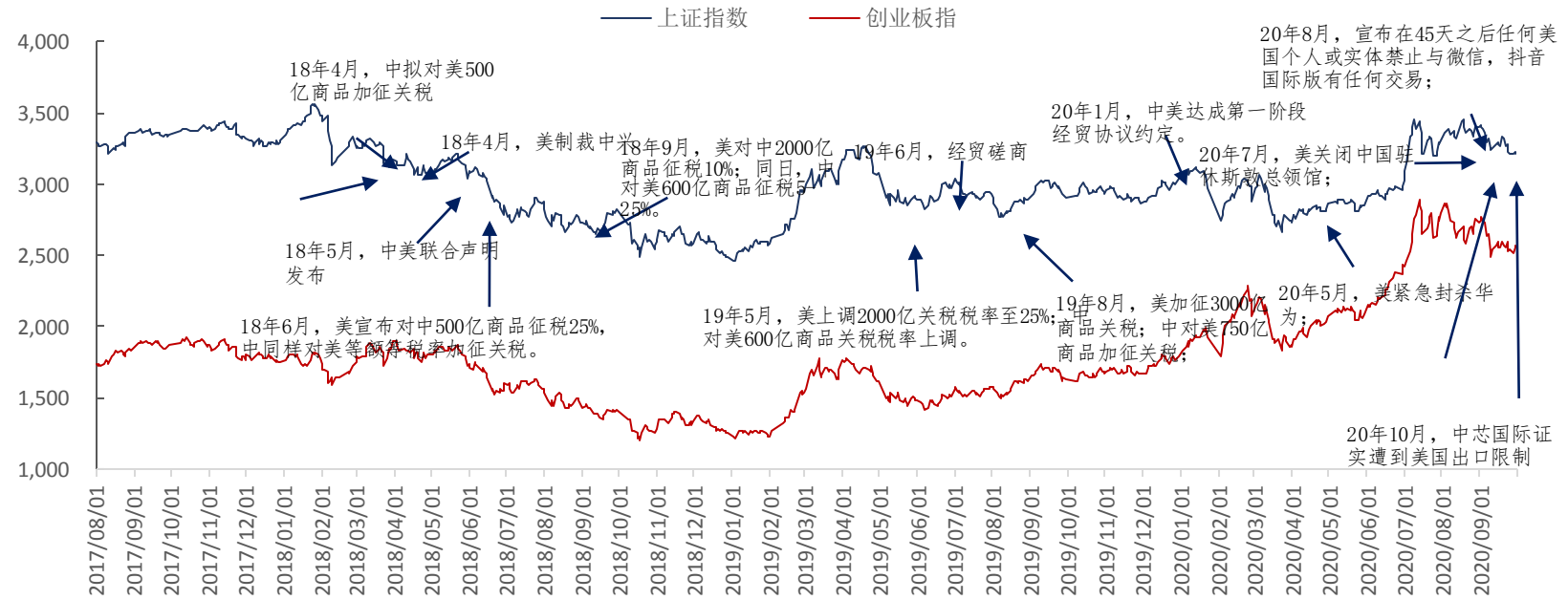
| 时间 | 文件（事件） | 具体内容 |
|---|---|---|
| 2018年12月21日 | 中央经济会议 | 会议提出，资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提高上市公司质量，完善交易制度，引导更多中长期资金进入，推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地。会议新闻稿**用近100字聚焦资本市场改革**是罕见的，这意味着资本市场将在我国金融体系中扮演更重要角色、发挥更重要作用。 |
| 2018年11月-2019年10月 | 科创板 | **国家主席习近平**于2018年11月5日在首届中国国际进口博览会开幕式上**宣布设立科创板**。<br>2019年1月，中央全面深化改革委员会第六次会议通过了《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》、《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》。<br>2019年7月22日，科创板正式开市。 |
| 2019年10月18日 | 重大资产重组新规 | 1.**缩短**“累计首次原则”计算时间至36个月；2.**取消**重组上市认定标准中的“净利润”指标；3.**允许**创业板有条件重组上市；4.**简化**信息披露要求；5.**恢复**重组上市配套融资；6.丰富重大资产重组业绩补偿协议和承诺监管措施，加大问责力度。 |
| 2019年11月8日 | 再融资新规 | 1.**放宽**创业板证券发行有关资产负债率、连续盈利和前次募集资金使用条件；2.**放宽**了非公开发行股票的定价下限、定价基准日、锁定期、减持、发行对象数量和发行规模六项限制；3.延长再融资批文有效期：从6个月**延长**至12个月。 |
| 2019年12月28日 | 新证券法 | 1.明确**全面推行证券发行注册制度**；2.显著提高证券违法违规成本；3.完善投资者保护制度；4.进一步强化信息披露要求；5.完善证券交易制度；6.落实“放管服”要求，取消相关一系列行政许可；7.压实中介机构市场“看门人”的法律职责；8.建立健全多层次资本市场体系；9.强化监管执法和风险防控；10.扩大证券法的适用范围。 |
| 2020年6月12日 | 创业板注册制 | 2020年6月证监会发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》《创业板上市公司持续监管办法（试行）》和《证券发行上市保荐业务管理办法》。<br>2020年8月24日，深圳证券交易所组织**创业板注册制首批企业上市。** |

资料来源：中国证监会、中华人民共和国中央人民政府网，东兴证券研究所

# 驱动力三、中美关系最坏预期已过，当前已常态化

■17年8月美宣布对中进行301调查；18年3月，美拟对中600亿商品征税，并在4月、6月、9月开始制裁中兴和增加征税商品数额及税率，不断恶化中美关系；19年上半年仍处于紧张局势，6月的经贸磋商并没有带来实质性的关系缓和，20年上半年摩擦延续。20年7月，美国关闭中国驻休斯顿总领馆；8月初签署行政令：45天后禁止任何个人及实体与抖音海外版，微信有任何交易；9月中，华为禁令正式生效；10月初，中芯国际证实出口被美国限制。但回顾18年以来的紧张局势，最坏预期已过，当前摩擦已常态化，对A股市场冲击有限。

**图表：中美关系最坏预期已过，当前摩擦已常态化**




资料来源：wind，公开资料整理，东兴证券研究所

# 目 录

一、市场回顾：彩云易散，抱团松动

二、核心逻辑：从估值驱动到盈利驱动

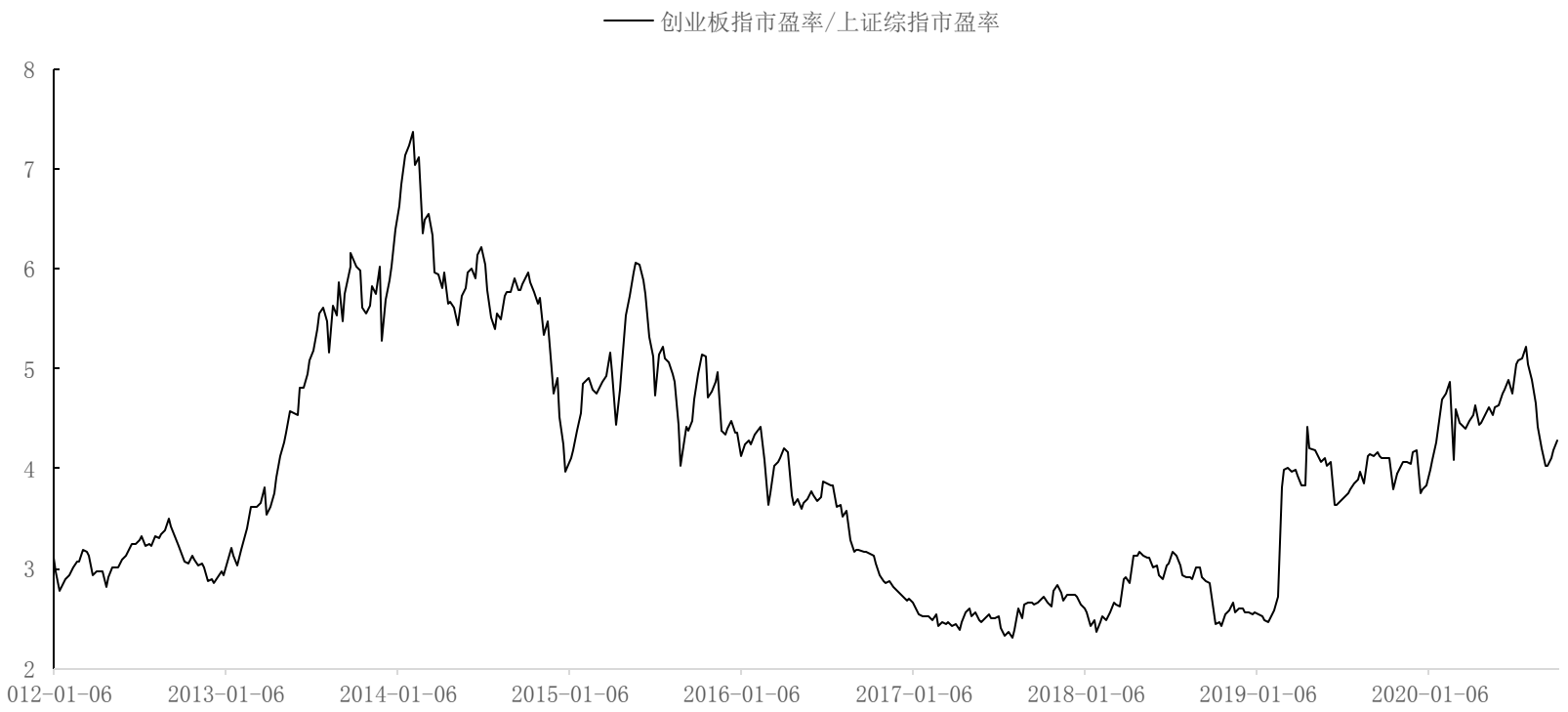
三、大势研判：信用与政策双期共振，重拾升势

四、行业配置：价值占优，成长分化

# 成长和价值的估值分化已到极致

■2019年初以来，成长股持续单边上行，成长和价值的估值分化已到极致。

**图表：19年初以来创业板与沪深300市盈率分化持续加大**

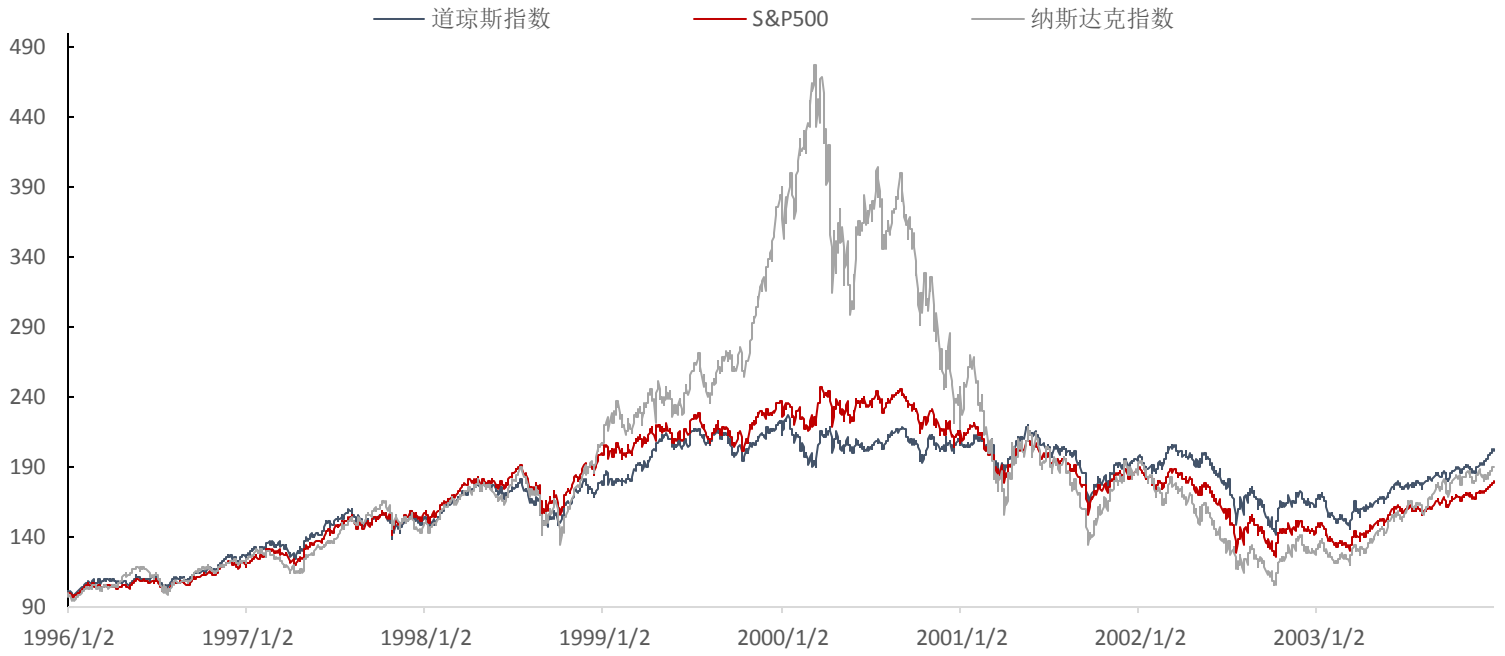



资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 美股经验：美国互联网泡沫时期同样估值分化达到极致

■2000年互联网泡沫发生前，美股成长与价值估值分化达到极致。而后，流动性迅速收紧，1999年中开始，美联储一年内六次加息，联邦基准利率由4.75%调升至了6.5%，纳斯达克指数迅速大幅下跌，纳指从2000年3月10日的最高点5048一路回调到2002年的10月9日1114.11点，下跌幅度达到77.93%，在此期间，S&P500和道琼斯指数却表现的相当稳健，价值持续跑赢成长近3年时间。

**图表：2000年初，美股纳指与道指分化达到极致**



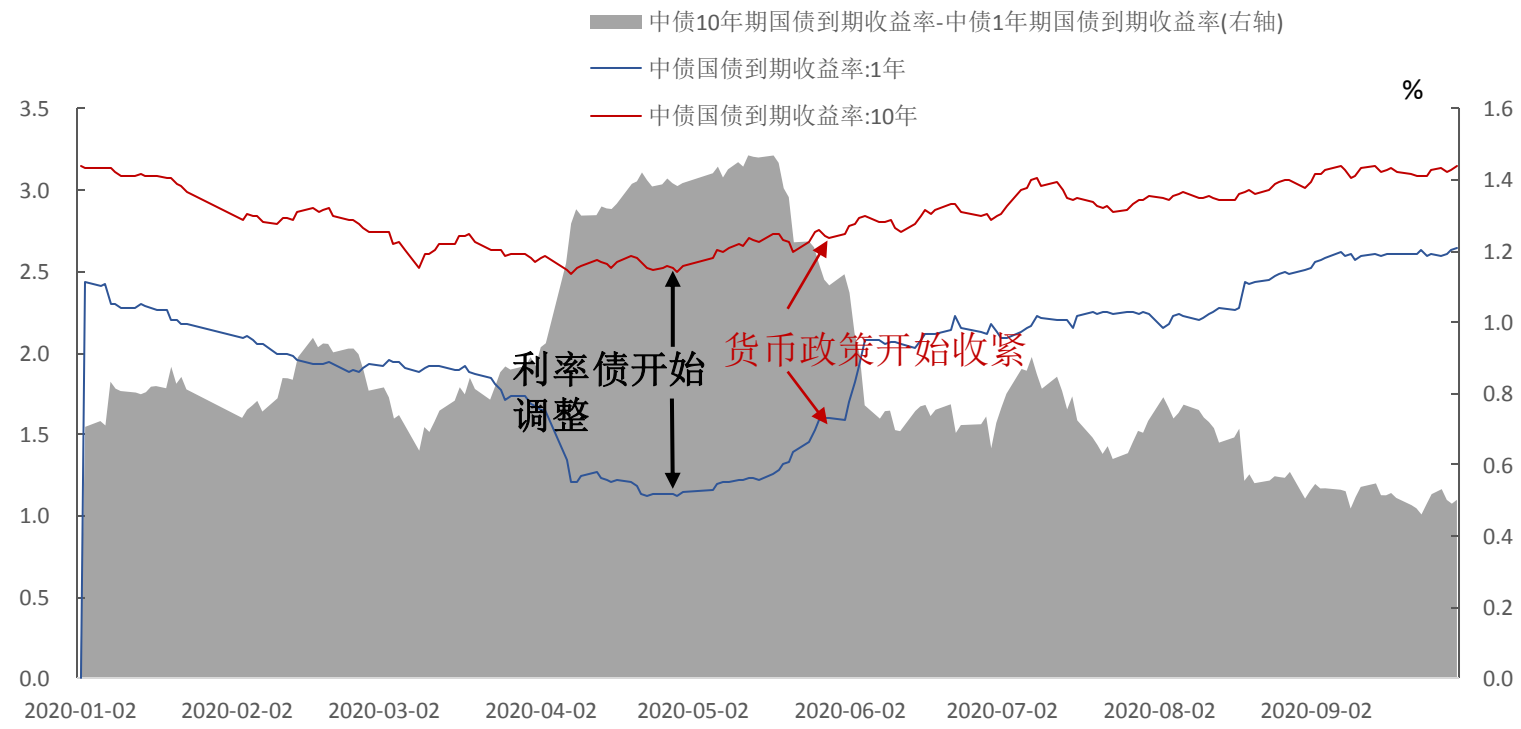

资料来源：Wind、东兴证券研究所

（设1996年1月2日为初始值100）

# 利率债已提前反应货币政策收紧预期

■今年年初以来，受疫情影响，货币政策相对宽松，直至5月底收紧，利率债从1月到5月初持续下行，5月以来，一年期、十年期国债收益率开始回升，与股票市场在7月中旬才开始调整形成鲜明对比，利率债已经提前反应货币政策收紧预期。

**图表：5月以来，一年期、十年期国债收益率开始回升**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 成长股的反应略滞后，且幅度有限

■直到7月中旬，成长板块的估值才开始有所调整，创业板指市盈率及国证成长指数市盈率震荡下行，从时间和幅度看，成长股的调整启动时间和幅度都略显滞后。自年初以来，创业板风险溢价持续下行，至7月中旬达到-1.8%的历史低点。7月中旬后，创业板风险溢价有所回升，但仍处于深度负区间，截至9月30日创业板风险溢价为-1.58%，成长股估值处于高位，仍具调整空间。

**图表：创业板指和国证成长指数PE在8月才开始下行**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

**图表：创业板风险溢价处于深度负区间**

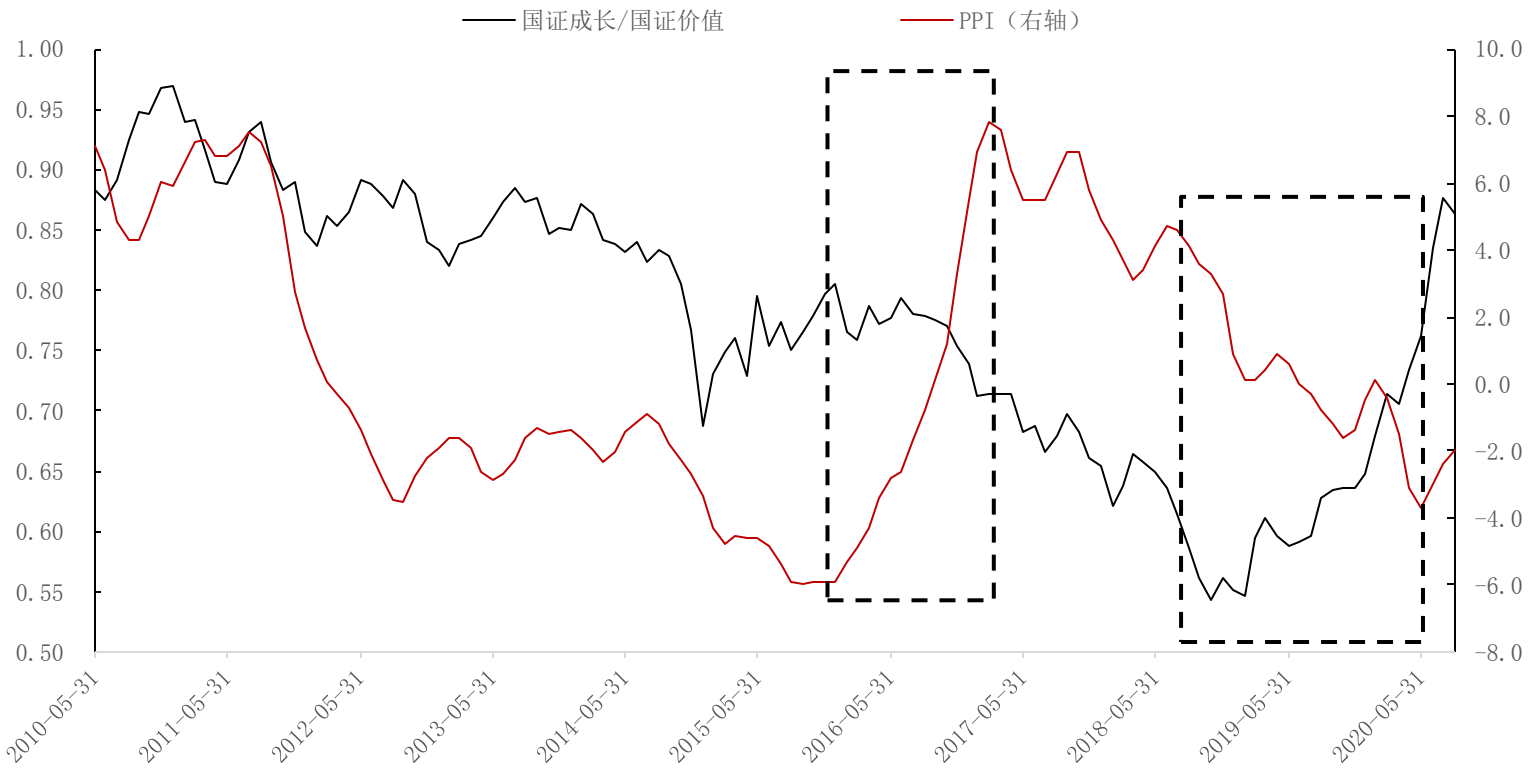



资料来源：Wind、东兴证券研究所
（创业板指数设2015年1月1日为初始值1）

# PPI再度上行，估值驱动下的成长行情难以为继

■PPI上行区间，成长往往跑输价值，反之亦然。2015年12月至2017年3月，PPI持续上行，国证成长/国证价值则大跌。2018年7月至2020年5月，PPI下行，国证成长/国证价值则大幅上涨。

**图表：PPI上行，成长往往跑输价值**

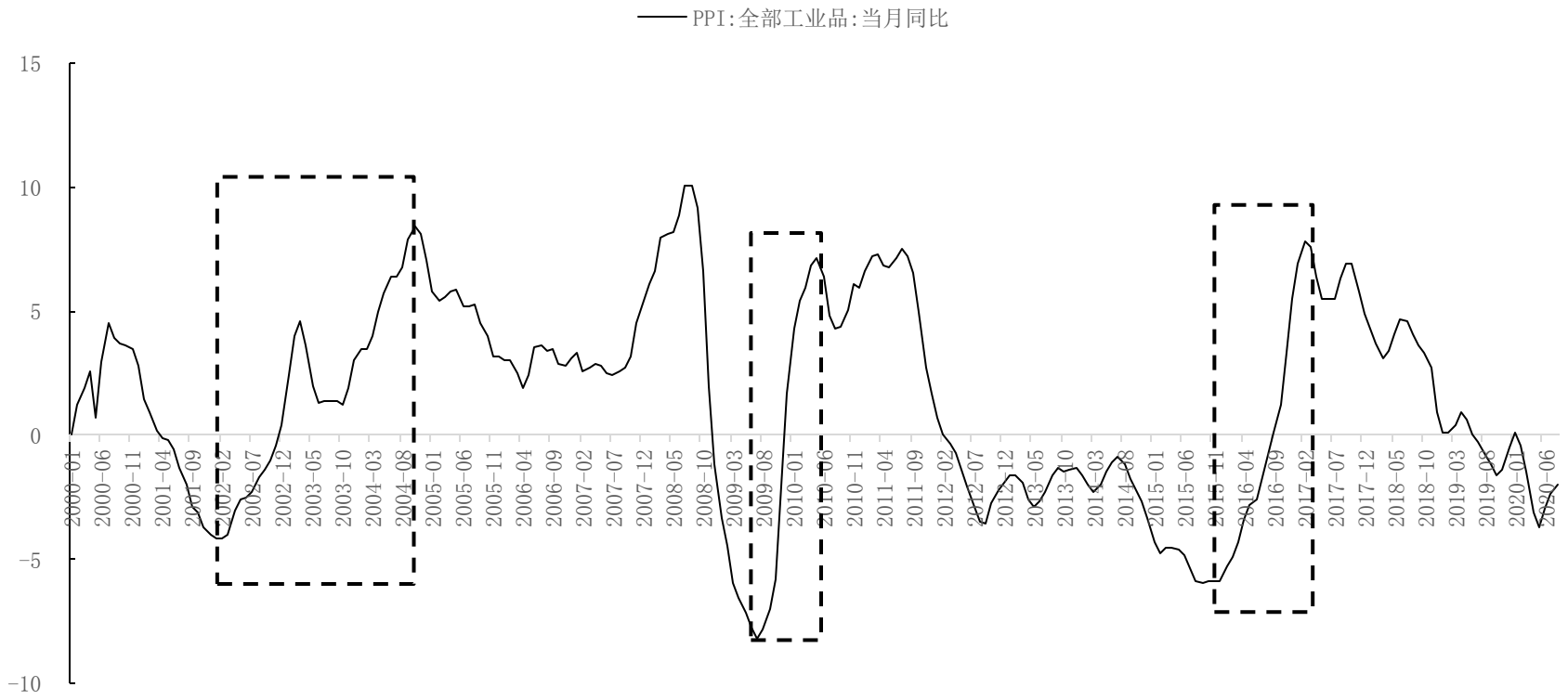



资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 2000年以来PPI三次大幅上涨

■ 自2000年以来，共出现3次PPI大幅上涨，分别为2002年2月至2004年11月、2009年7月至2010年5月和2015年12月至2017年3月。除了2009年是在4万亿刺激下导致的过热，另外两次都是经济复苏前夜出现的PPI的回升。

**图表：2000年以来共有三次PPI大幅上涨**

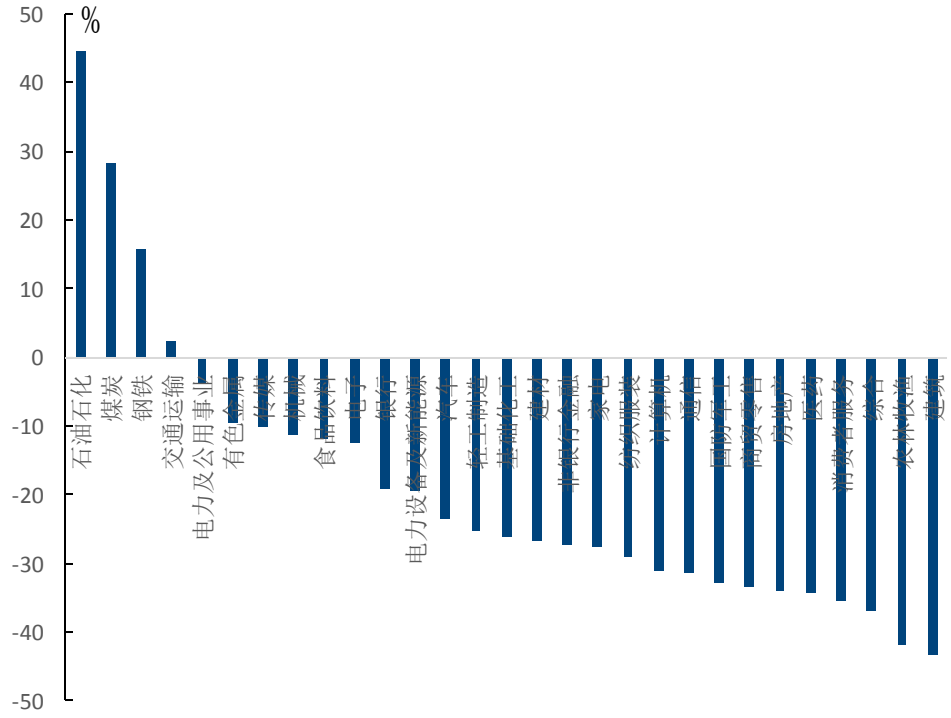



资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 2002.2-2004.11：PPI上升，价值股强势

■2002年2月至2004年11月的PPI回升区间，市场普遍下跌，只有石油石化、煤炭、钢铁、交通运输上涨。

**图表：2002年2月至2004年11月仅4个行业上涨**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

**图表：2002-2007年石油石化等行业归母净利润增速**

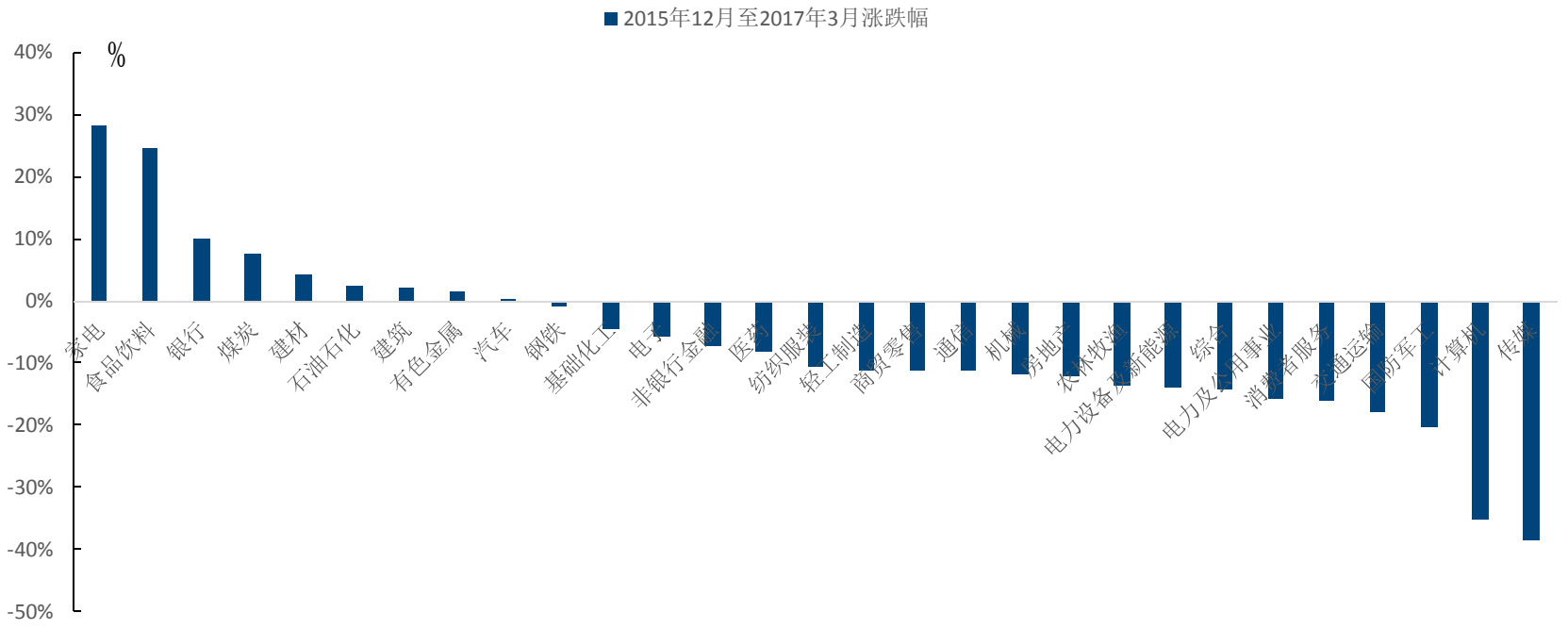
| 归母净利润增速 | 石油石化 | 煤炭 | 钢铁 | 交通运输 | 全部A股 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2002年 | 0.14% | 6.29% | 19.94% | 34.71% | 4.06% |
| 2003年 | 52.79% | 3.73% | 84.70% | -23.85% | 39.04% |
| 2004年 | 60.40% | 132.82% | 28.90% | 91.35% | 59.16% |
| 2005年 | 25.61% | 11.25% | -4.32% | -7.41% | 7.99% |
| 2006年 | 12.58% | 0.72% | 36.00% | 24.00% | 29.21% |
| 2007年 | 1.69% | 23.26% | 25.13% | 71.55% | 45.09% |
| 平均值 | 25.53% | 29.68% | 31.72% | 31.72% | 30.76% |

资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 2015.12-2017.3：PPI上升，价值股强势

■2015年12月至2017年3月，家电、食品饮料、银行、煤炭、建材领涨。

**图表：2015年12月至2017年3月，家电、食品饮料、银行、煤炭、建材领涨**

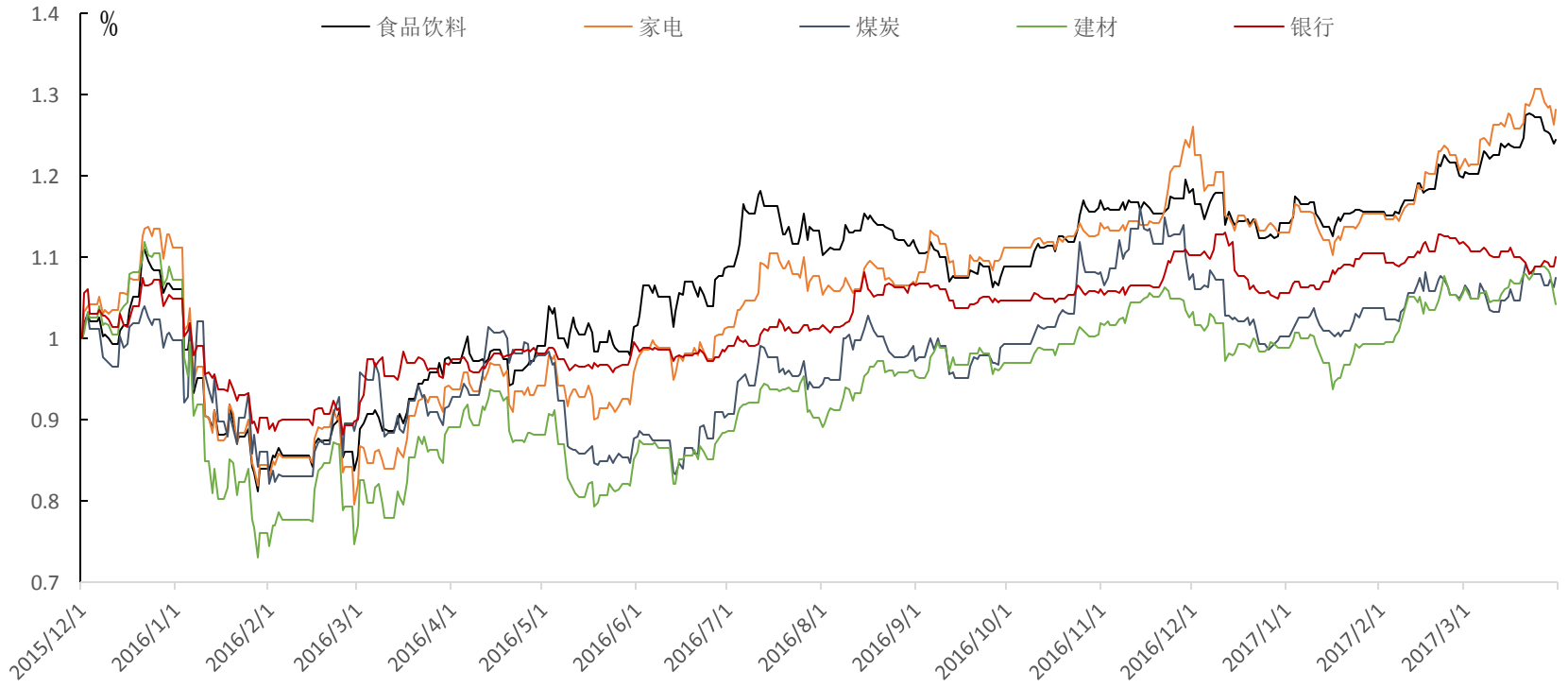



资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 2015.12-2017.3：金融先于资源品、消费品上涨

■2015年12月至2017年3月行情中，可划分为3个阶段，第一阶段是2016年3月到6月，银行率先上涨，第二阶段是2016年6月到12月煤炭、建材、食品饮料、家电同步开始上涨，第三阶段是2016年12月至2017年3月，煤炭、建材增速放缓，家电、食品饮料延续高速上涨。

**图表：银行率先上涨，煤炭、建材、家电、食品饮料紧随其后**




资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 2015.12-2017.3：业绩改善支撑价值股

■以煤炭、家电为例，2016年一季度开始，煤炭、家电归母净利润同比增速大幅提升，分别由2015年年报的-114.60%、 -7.55%提升至2016年一季报的-21.19%、15.32%，随后2016年6月在业绩大幅向好的支撑下，煤炭、家电开始上涨。

**图表：16年一季度开始，煤炭、家电归母净利润增速大幅提升**

| 归母净利润同比 | 2015一季报 | 2015中报 | 2015三季报 | 2015年报 | 2016一季报 | 2016二季报 | 2016三季报 | 2016年报 | 2017一季报 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 煤炭 | -68.18% | -74.34% | -79.95% | -114.60% | -21.19% | 38.88% | 124.77% | 893.06% | 519.88% |
| 家电 | 20.71% | 9.07% | 0.95% | -7.55% | 15.32% | 16.40% | 22.31% | 32.94% | 13.53% |
| 全部A股 | 3.51% | 8.62% | 1.47% | -0.99% | -2.04% | -4.71% | 1.86% | 5.72% | 19.73% |

资料来源：Wind、东兴证券研究所

# 行业配置：价值占优，成长分化

从估值驱动转向盈利驱动，价值行情将逐步深化，沿着三条主线进行配置：

主线一：受益于顺周期景气度向好、行业格局改善而具备成长性的行业，包括机械、建材、汽车和化工；

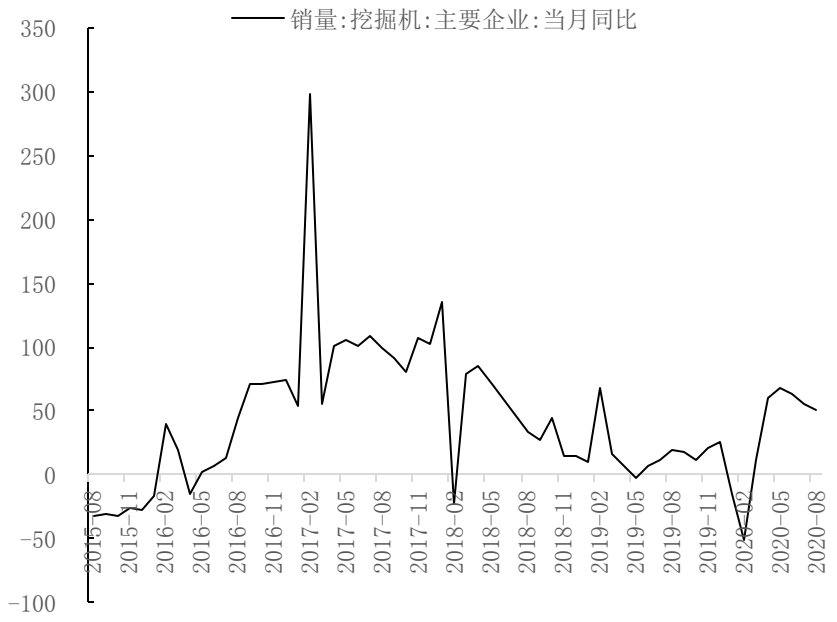
主线二：悲观预期已充分释放，估值安全边际高的金融：银行、保险、地产；

主线三：“真成长”行业，业绩确定性强、近期有催化剂的行业：光伏、新能源汽车、白酒。

# 主线一：顺周期—工程机械

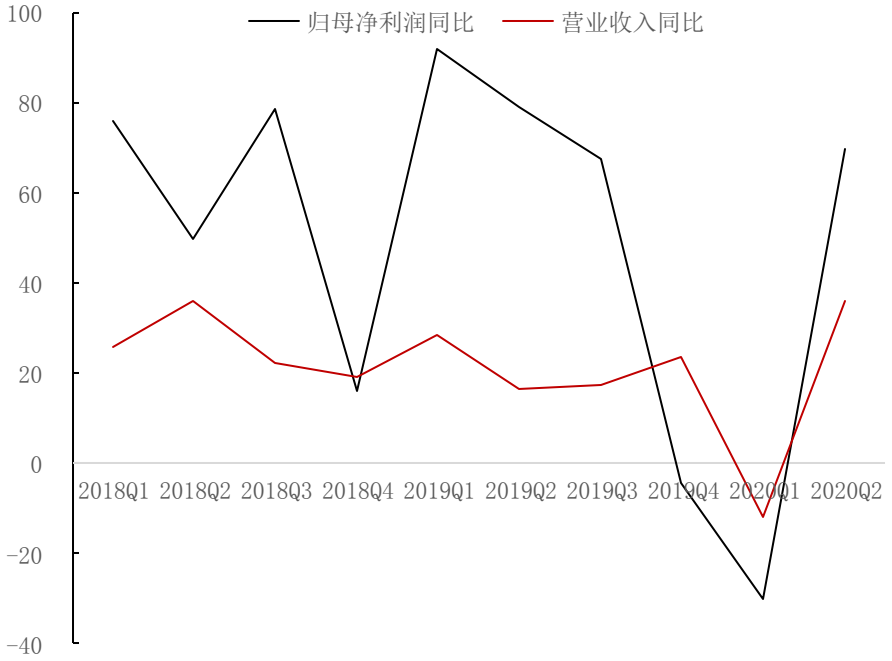
- 挖掘机销量自4月以来一直维持50%以上高增速，8月销量同比51.30%。近两年，除Q4传统营收淡季外，工程机械行业平均归母净利润同比增速达到73.76%、平均营收同比增速达到24.43。2020年Q2工程机械行业已基本摆脱疫情冲击，归母净利润同比回升至69.85%，营收同比回升到36.16%。工程机械行业处于高速成长区间。

**图表：挖掘机销量4月以来一直维持50%以上高增速**




资料来源：wind，东兴证券研究所

**图表：2020年Q2工程捷归母净利润同比大幅回升**

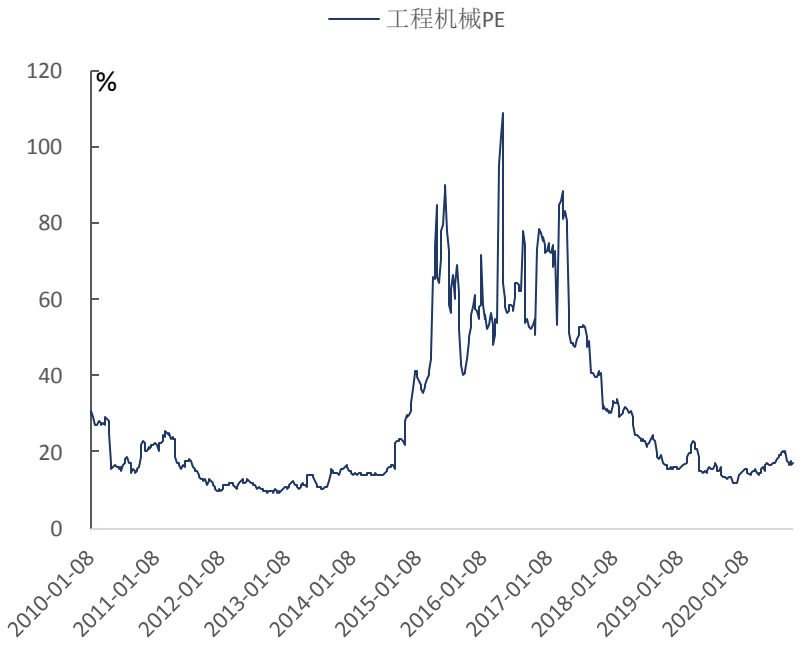



资料来源：wind，东兴证券研究所

# 主线一：顺周期—工程机械

■ 工程机械行业PE处于历史低位，截至9月30日，PE值仅为16.87，处于2010年以来的46.4%分位数。当前基建投资仍处于上行期，在基建的持续拉动下，工程机械仍有较大成长空间。

**图表：工程机械PE处于历史低位**




资料来源：wind，东兴证券研究所

**图表：基建投资处于上行区间**




资料来源：wind，东兴证券研究所

# 主线一：顺周期—建材

**建材：地产、基建拉动叠加建筑旺季，行业需求有保障。**

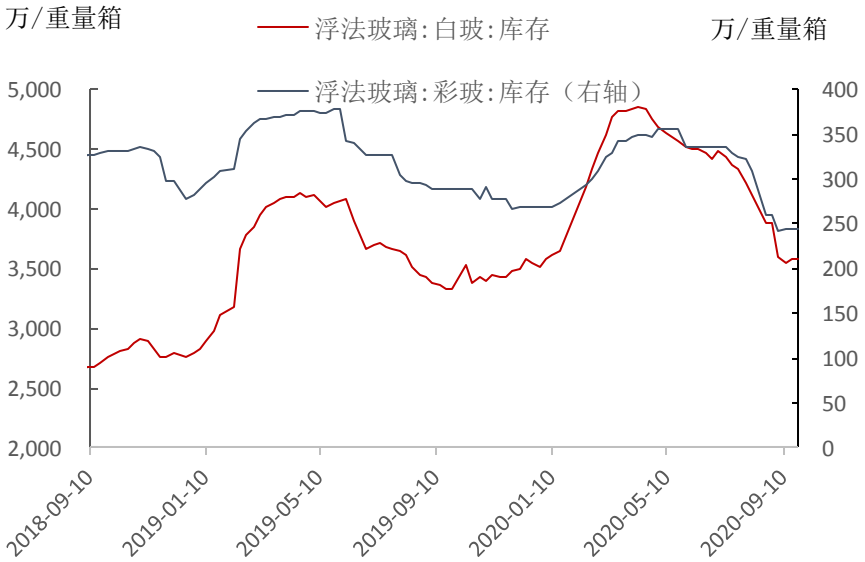
- **进入施工密集期，地产投资、基建投资持续走强叠加“金九银十”建筑旺季拉动玻璃、水泥价格大幅上涨，库存持续下降。**截至9月30日，玻璃期货结算价达到1912元/吨，自9月初以来持续处于高位震荡。水泥价格指数自7月下旬以来持续上涨，截至9月30日已升至146.33。水泥、玻璃库存均处于大幅去库阶段，自9月初以来，浮法玻璃白玻、彩玻库存分别下跌7.83%、6.51%。

**图表：玻璃价格延续高增长，水泥价格震荡**




资料来源：wind，东兴证券研究所

**图表：浮法玻璃库存下降**




资料来源：wind，东兴证券研究所

# 主线一：顺周期—建材

**建材：细分领域行业格局改善。**

■ 建材多个细分领域处于行业集中度高速提升区间，减水剂行业CR3由2015年8.79%提升到2018年的12.50%，龙头份额不断提升且仍具有较高的成长性。近年来，水泥行业进入停滞阶段，但行业内龙头市场占有率高速提升，海螺水泥市场占有率从2014年的10.18%迅速提升到2019年的18.56%。

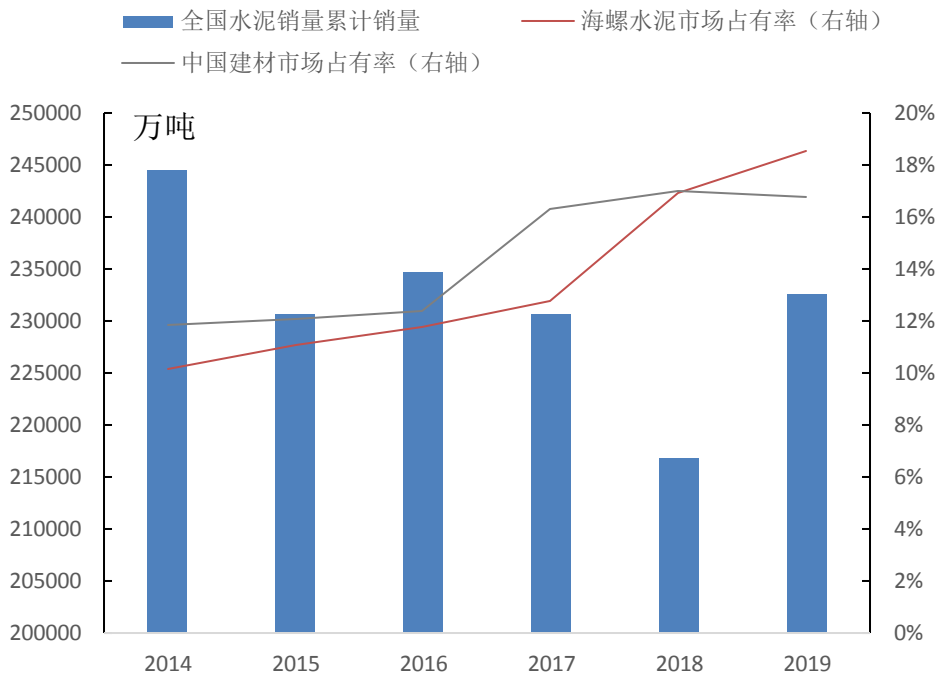
**图表：减水剂行业集中度整体呈提高趋势**

减水剂行业 Top3市场占有率

| | 2018年 | | 2017年 | | 2016年 |
|---|---|---|---|---|---|
| 江苏苏博特 | 5.48% | 江苏苏博特 | 4.22% | 江苏苏博特 | 4.36% |
| 科之杰集团 | 5.39% | 科之杰集团 | 3.53% | 科之杰集团 | 2.97% |
| 广东红墙 | 1.63% | 广东红墙 | 1.39% | 安徽中铁 | 1.66% |
| **合计** | 12.50% | | 9.14% | | 8.99% |
| | 2015年 | | 2014年 | | |
| 江苏苏博特 | 4.64% | 江苏苏博特 | 4.26% | | |
| 科之杰集团 | 3.70% | 科之杰集团 | 2.82% | | |
| 长安育才 | 2.11% | 天津飞龙 | 1.71% | | |
| | 10.45% | | 8.79% | | |

资料来源：中国混凝土网，东兴证券研究所

**图表：水泥行业龙头市占率快速提升**



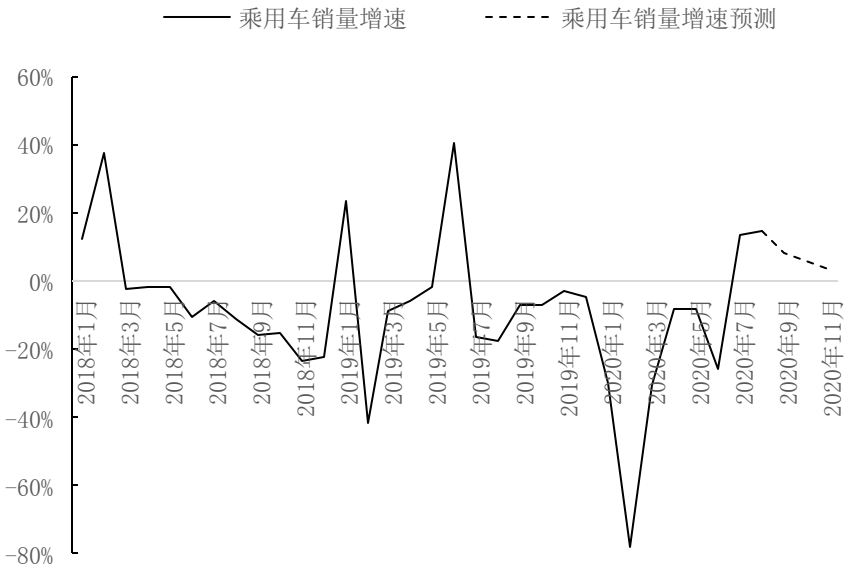

资料来源：中国水泥网，公司公告，东兴证券研究所

# 主线一：顺周期—汽车

**乘用车：顺周期Q4会即期会有业绩兑现。**

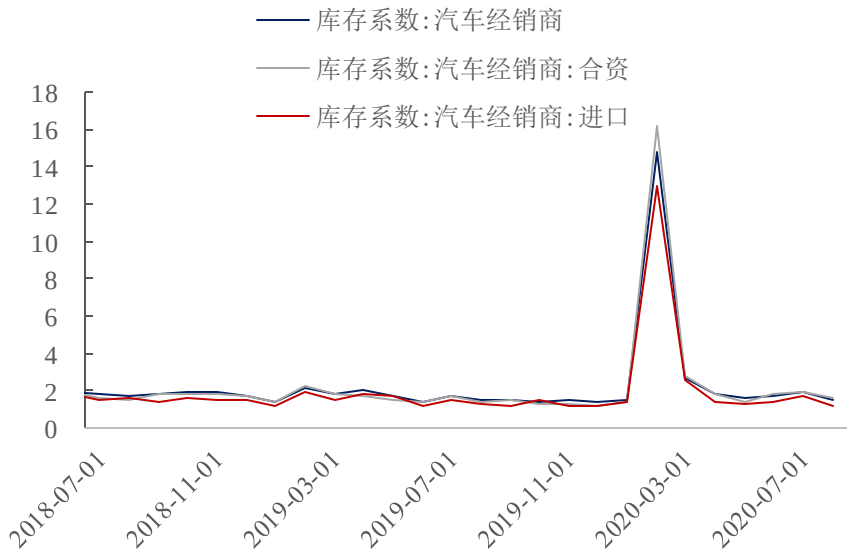
- **8月销量及库存数据来看，乘用车已基本摆脱疫情影响，恢复至正常水平，三季度业绩可兑现，预计四季度行业将回归正常中低速增长，良好业绩可延续到明年。**8月乘用车销量较7月份小幅上涨，达到1755000辆，涨幅约为5.55%，较2019年8月份同比上涨6.18%。乘用车整体销量已基本恢复正常。8月经销商库存指数为1.50，月环比下降21.47%，较2019年8月同比下降0.66%，库存基本恢复往年水平。

**图表：乘用车销量逐步恢复**




资料来源：中汽中心，东兴证券研究所

**图表：汽车经销商库存下降**



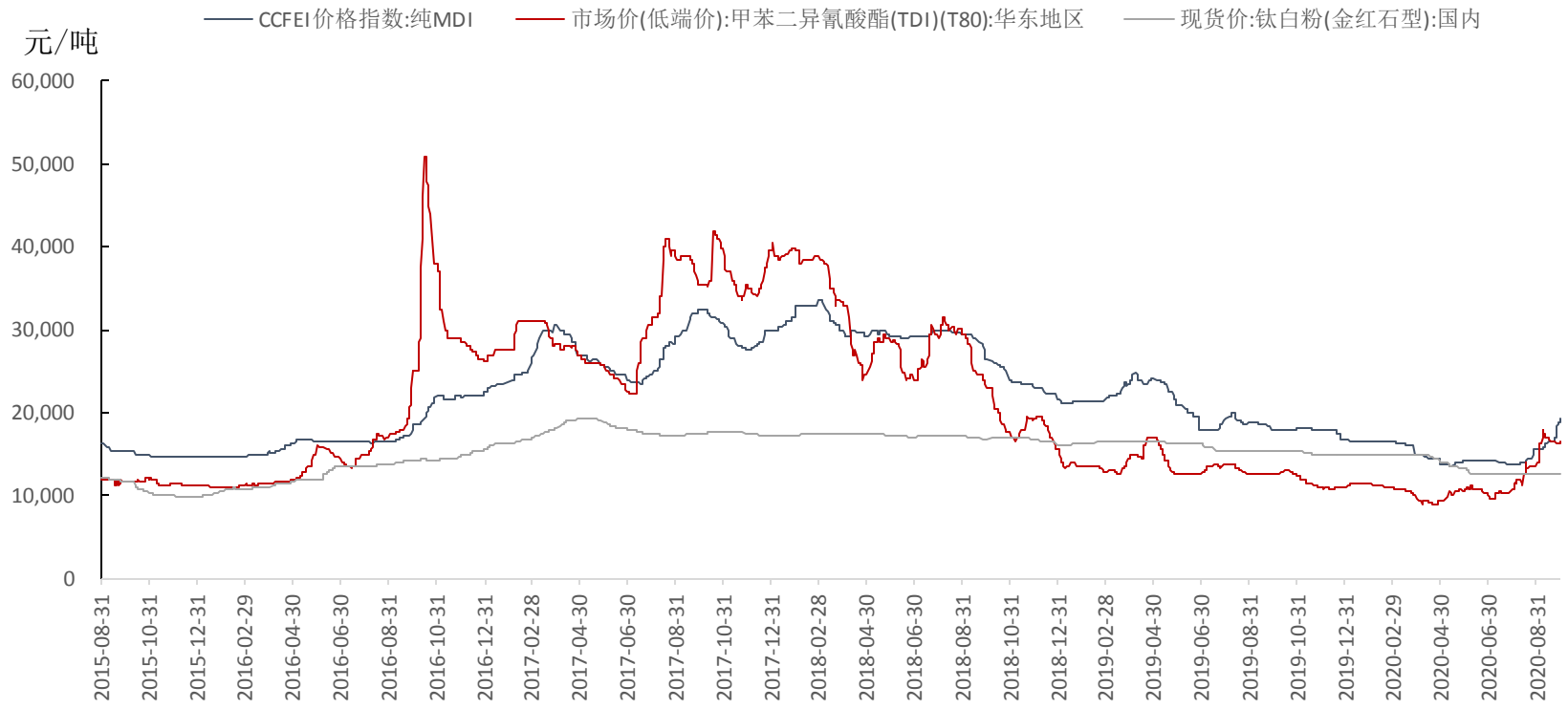

资料来源：wind，东兴证券研究所

# 主线一：顺周期—化工

**化工：关注建筑化工材料景气度回升的机会。**

■ 9月，建筑化工材料保持较高景气度，MDI、TDI价格分别上涨24.52%和17.86%，钛白粉价格维持12680元/吨不变，在基建、房地产的有力拉动下，行业仍有较大成长空间。

**图表：建筑用化工材料价格持续回升**




资料来源：wind，东兴证券研究所

# 主线二：低估值的大金融板块

■当前，银行市净率位于2010年以来最低位，保险和房地产市盈率也处于历史相对低位。截止9月30日，银行PB为0.65倍，保险PE为12.65 倍，房地产PE为8.55倍。配置金融板块估值安全边际较高。

**图表：银行PB处于历史低位**




资料来源：wind，东兴证券研究所

**图表：保险和房地产PE处于历史相对低位**

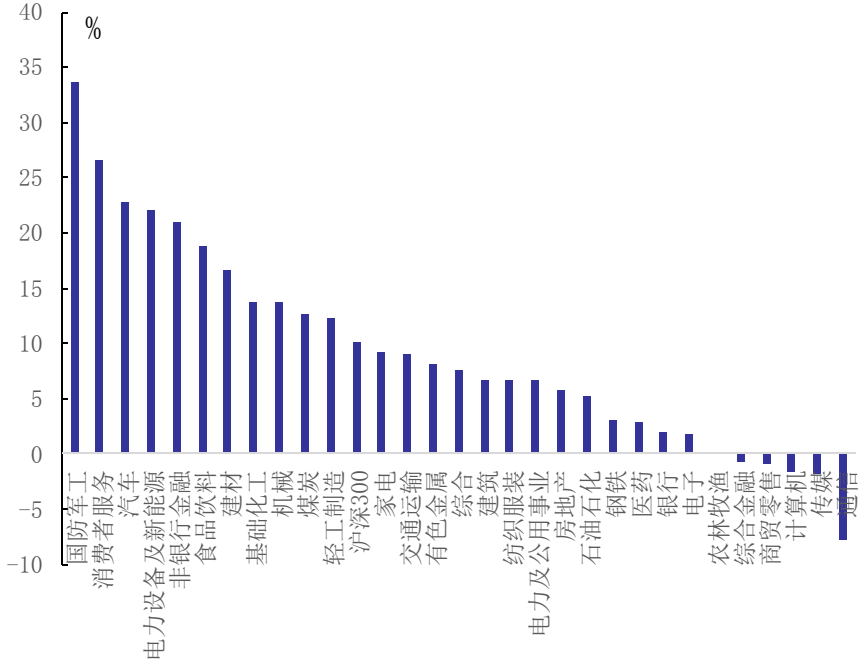



资料来源：wind，东兴证券研究所

# 主线二：低估值的大金融板块

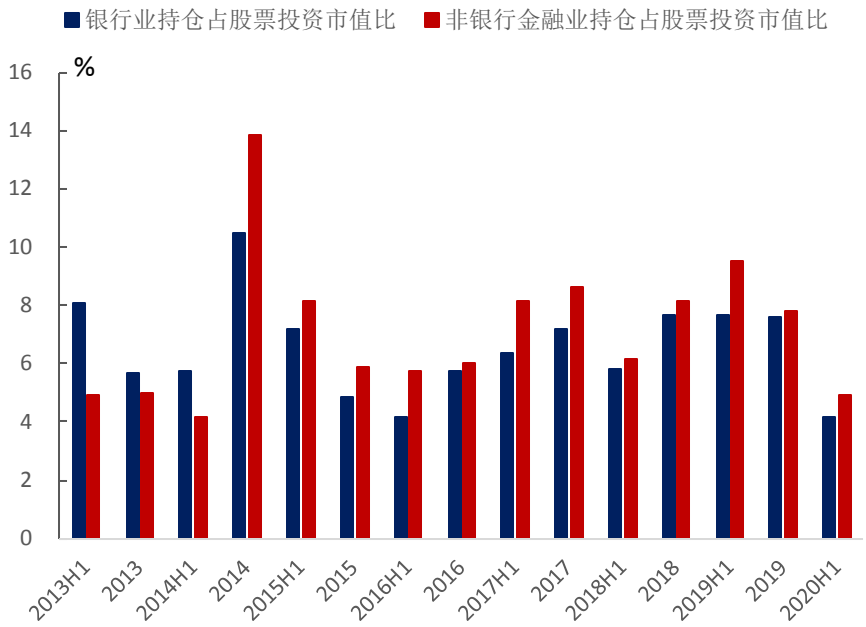
■2020H1基金配置历史低点，且Q3加仓幅度并不大。银行、非银金融仓位均处于2013年以来的低位，而从7月到9月市场表现来看，银行股涨幅有限，仅为1.94%，增配的资金应该相对有限，目前仍有加仓空间。

**图表：银行7-9月涨幅有限**




资料来源：wind，东兴证券研究所

**图表：金融股处于2013年以来低仓位**




资料来源：wind，东兴证券研究所

# 主线二：低估值的大金融板块

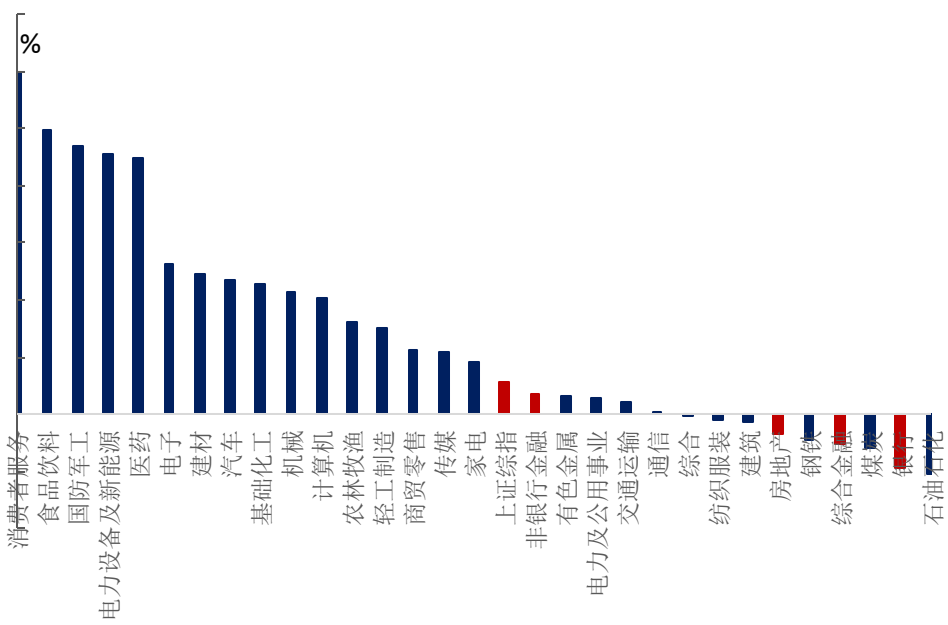
■历史来看，银行、保险、地产前三季度跑输上证综指时，在四季度大概率跑赢上证综指。统计2005年-2019年的数据，银行、保险、地产前三季度下跌而四季度反转的概率较大。今年前三季度，银行、非银行金融、房地产明显跑输上证综指。

**图表：前三季度跑输上证综指四季度跑赢的概率更大**

| 年份 | 前三季度银行相对上证综指超额收益(%) | 前三季度保险相对上证综指超额收益(%) | 前三季度房地产相对上证综指超额收益(%) | 四季度银行相对上证综指超额收益(%) | 四季度保险相对上证综指超额收益(%) | 四季度房地产相对上证综指超额收益(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2005 | 1.32 | - | 1.98 | 12.64 | - | 9.48 |
| 2006 | 15.56 | - | 17.20 | 588.86 | - | -131.83 |
| 2007 | -29.38 | 23.06 | 171.73 | 25.86 | -32.42 | -18.40 |
| 2008 | -0.26 | -8.62 | -5.91 | 1.09 | -8.95 | 35.77 |
| 2009 | 42.37 | 54.81 | 69.39 | -8.87 | -42.56 | -33.60 |
| 2010 | -10.65 | 12.62 | -4.68 | -28.15 | -2.53 | -23.51 |
| 2011 | 12.10 | -20.74 | 4.18 | 39.15 | 46.07 | -8.17 |
| 2012 | -1.88 | 28.94 | 20.51 | 125.08 | 6.63 | 90.10 |
| 2013 | 9.12 | -22.69 | -0.02 | -15.01 | 70.30 | -17.61 |
| 2014 | -6.15 | -12.17 | 20.30 | 313.27 | 751.99 | 51.79 |
| 2015 | -2.00 | -21.62 | 16.57 | -26.30 | 47.70 | 276.45 |
| 2016 | 19.62 | 14.30 | -1.12 | -10.63 | -1.84 | -26.12 |
| 2017 | 10.40 | 59.22 | -9.28 | 10.72 | 149.64 | 4.93 |
| 2018 | 17.06 | 13.18 | -10.70 | 6.50 | -15.85 | 19.74 |
| 2019 | 3.40 | 52.40 | -4.71 | 10.12 | -20.91 | 33.14 |
| 2020 | -20.11 | -15.72 | -12.22 | | | |

资料来源：wind，东兴证券研究所

**图表：1-9月金融、地产跑输上证综指**

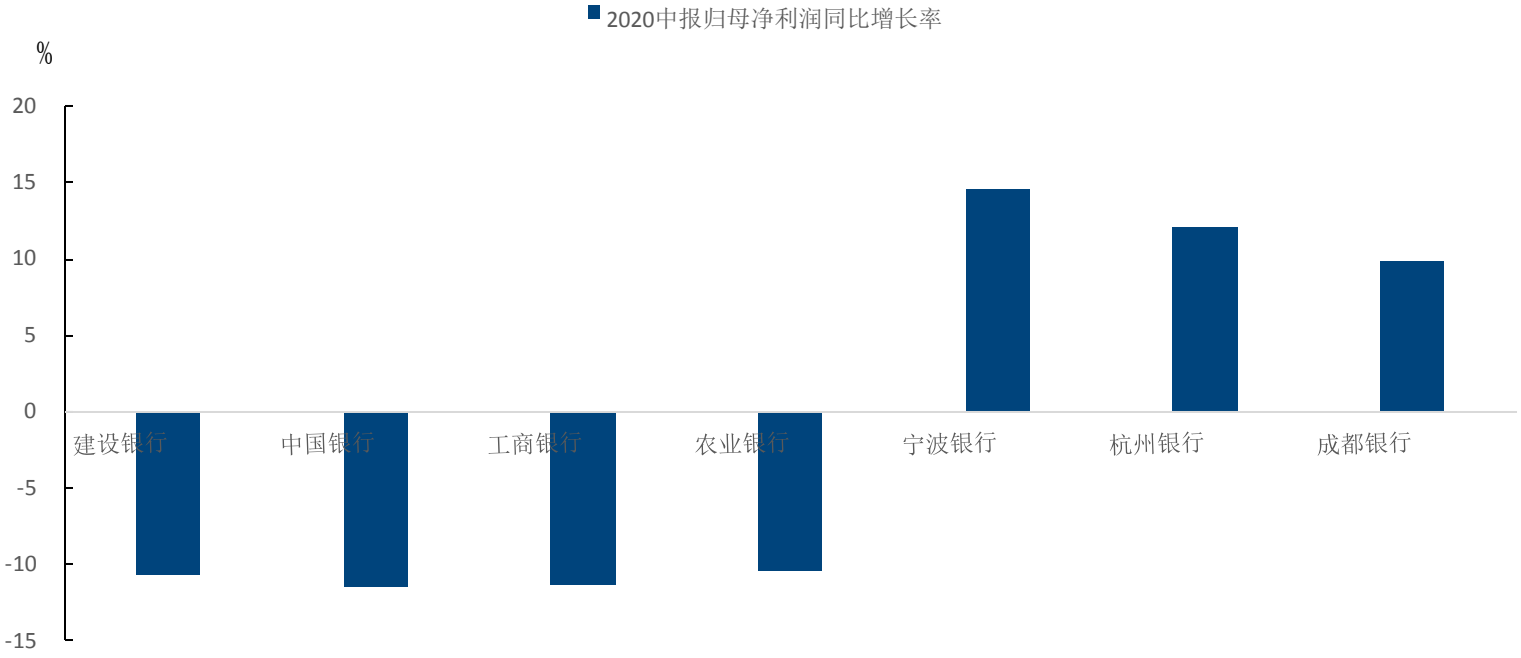



资料来源：wind，东兴证券研究所

# 主线二：低估值的大金融板块

■中报来看，银行间业绩存在显著分化。建设银行、中国银行、工商银行、农业银行等大型股份制银行2020中报归母净利润同比增长率均处于负区间，分别为-10.74%/-11.51%/-11.40%/-10.38%，宁波银行、杭州银行、成都银行等城商行的归母净利润同比增长率则显著更高，分别为14.60%、12.11%、9.91%。

**图表：银行业内部业绩大幅分化**

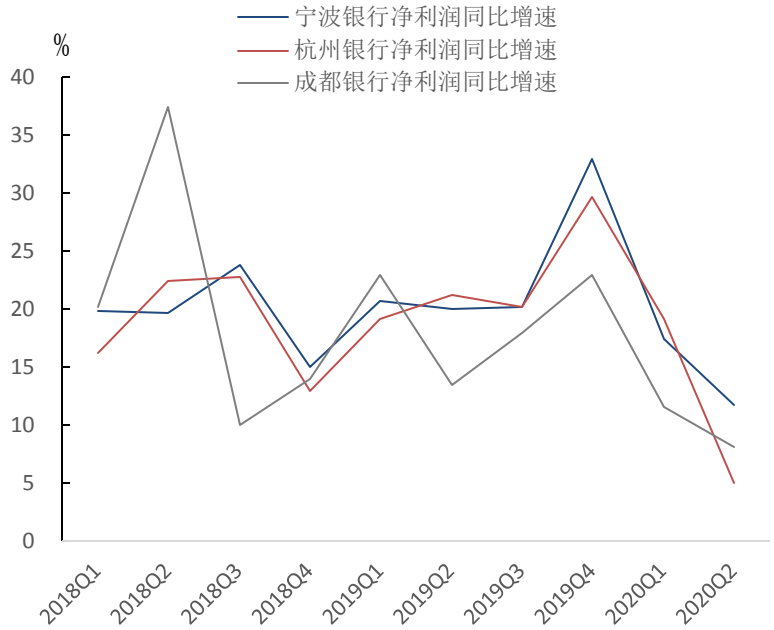



资料来源：wind，东兴证券研究所

# 主线二：低估值的大金融板块

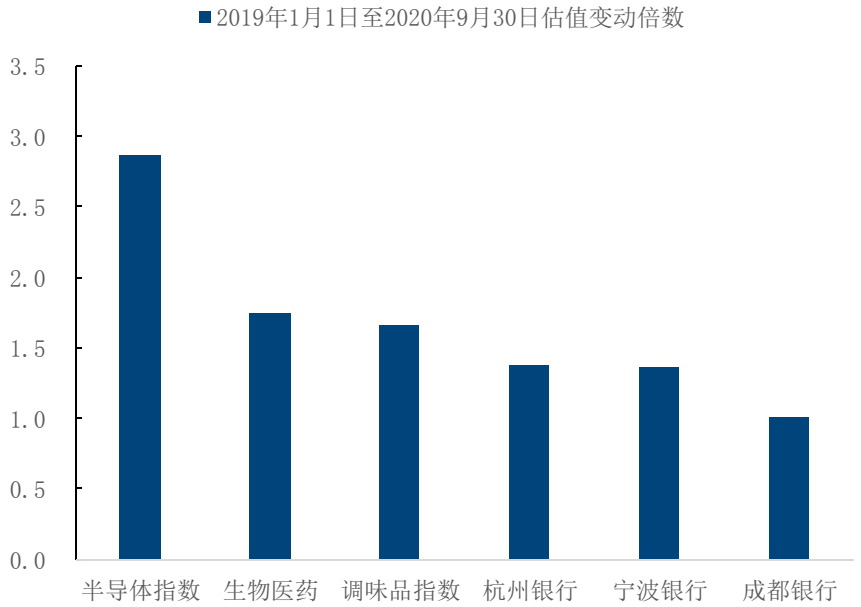
■城商行近年来始终维持较高成长速度，疫情前宁波银行、杭州银行、成都银行等城商行平均单季增速可达到约20%，但相比于成长板块，城商行估值增长却没有完全反映出其成长的确定性。

**图表：城商行近年始终维持较高增速**




资料来源：wind，东兴证券研究所

**图表：城商行估值增长幅度小于成长板块**




资料来源：wind，东兴证券研究所

# 主线二：低估值的大金融板块

■十年期国债收益率持续上行，提振险企投资端表现，截至 9月30日，十年期国债收益率达3.15%。从历史数据来看，保险行业四季度往往表现良好，2015年-2019年四季度平均收益率达到8.06%。

**图表：十年期国债收益率持续上行**




资料来源：wind，东兴证券研究所

**图表：保险股四季度往往表现良好**




资料来源：wind，东兴证券研究所

# 主线三：“真成长”-关注十四五规划事件催化

■ “十四五”将至，光伏、军工、第三代半导体、新能源汽车、生物医药等预计将成为重点规划行业。

**图表：“十四五”规划重点行业及大事整理**

| 行业 | 时间 | 文件（事件） | 具体内容 |
|---|---|---|---|
| 光伏 | 2020年4月9日 | 国家能源局《关于做好可再生能源发展“十四五”规划编制工作有关事项的通知》 | 推动可再生能源持续降低成本、扩大规模、优化布局、提质增效，实现高比例、高质量发展，**为推动“十四五”期间可再生能源成为能源消费增量主体，实现2030年非化石能源消费占比20%的战略目标奠定坚实基础。** |
| 军工 | 2020年7月30日 | 中央政治局第二十二次集体学习 | 习近平强调，要拟制好我军建设“十四五”规划，坚持自主创新战略基点，加强基础研究和原始创新，加快突破关键核心技术，加快发展战略性、前沿性、颠覆性技术，加快实施国防科技和武器装备重大战略工程，不断提高我军建设科技含量。 |
| 第三代半导体 | 2020年9月4日 | 南京世界半导体大会暨第三代半导体产业发展高峰论坛 | 国家新材料产业发展专家咨询委员会委员、第三代半导体产业技术创新战略联盟理事长吴玲透露：**国家2030计划和“十四五”国家研发计划都已经明确，第三代半导体是重要发展方向**，现在到了动议讨论实施方案的阶段。 |
| 新能源汽车 | 2020年9月29日 | 2020世界新能源汽车大会 | 科技部副部长李萌表示，在“十四五”期间，科技部持续支持新能源汽车科技创新，支持开展新能源汽车关键技术研发。工业和信息化部副部长辛国斌则表示，中国政府已经明确将新能源汽车补贴和购置税优惠政策延期两年。 |
| 生物医药 | 2020年9月22日 | 教育文化卫生体育领域专家代表座谈会 | 习近平指出，研究谋划“十四五”时期卫生健康发展，要站位全局、着眼长远，聚焦面临的老难题和新挑战。要集中力量开展关键核心技术攻关，解决一批药品、医疗器械、疫苗等领域“卡脖子”问题。要高度重视新一代信息技术应用，加快“互联网+医疗健康”发展。 |

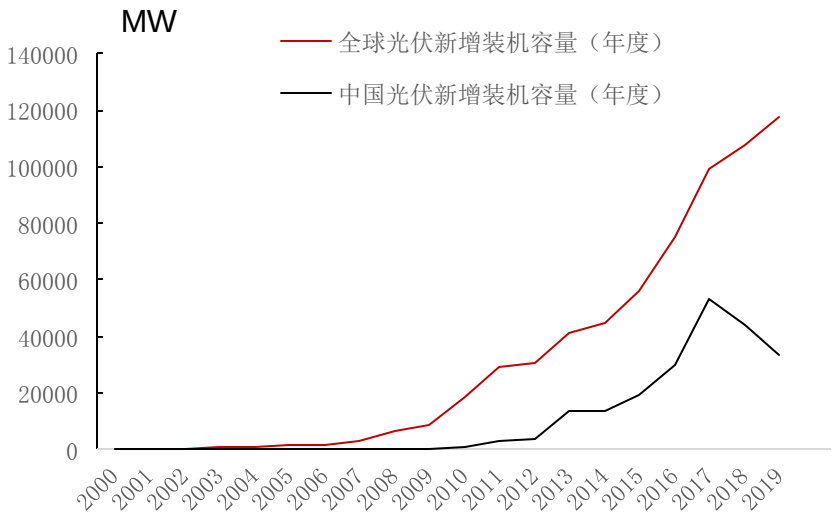
资料来源：国家能源局，世界半导体大会官网，中国政府网，新华网，东兴证券研究所

# 主线三：“真成长”—光伏

**光伏：十四五催化主线**

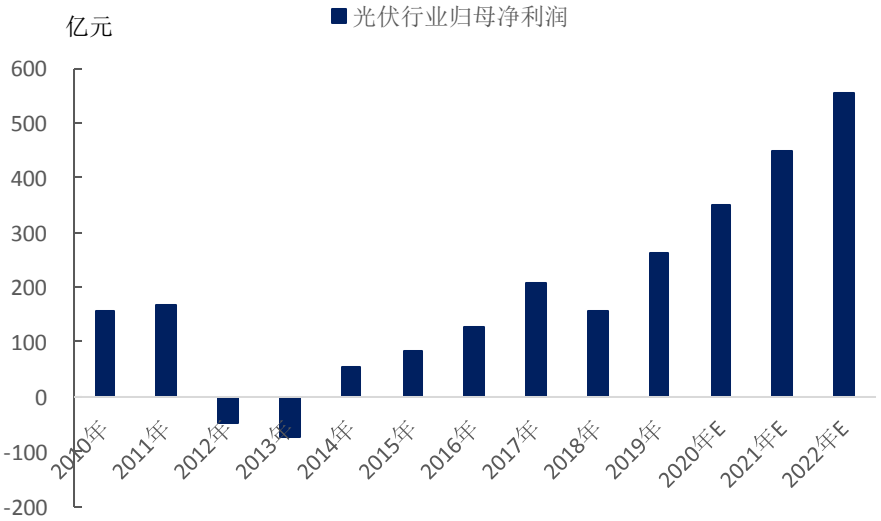
■长期需求增长确定：光伏发电成本很快会大范围低于火电，清洁能源替代；中期看行业景气度，今年全球120-130GW的装机，明年估计能到160GW，预计有30%以上的增速；短期十四五规划的刺激，可再生能源仍将是能源产业重点布局。国家能源局《关于做好可再生能源发展“十四五”规划编制工作有关事项的通知》要求，高度重视可再生能源发展“十四五”规划编制工作，为实现2030年非化石能源消费占比20%的战略目标奠定坚实基础，2019 年底非化石能源占比为15.3%，距离目标仍有一定距离，“十四五”期间以光伏为代表的非化石能源预计仍将受到重点关注和发展。

**图表：光伏行业仍处高速发展区间**




资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

**图表：光伏行业归母净利润从14年起持续增加**



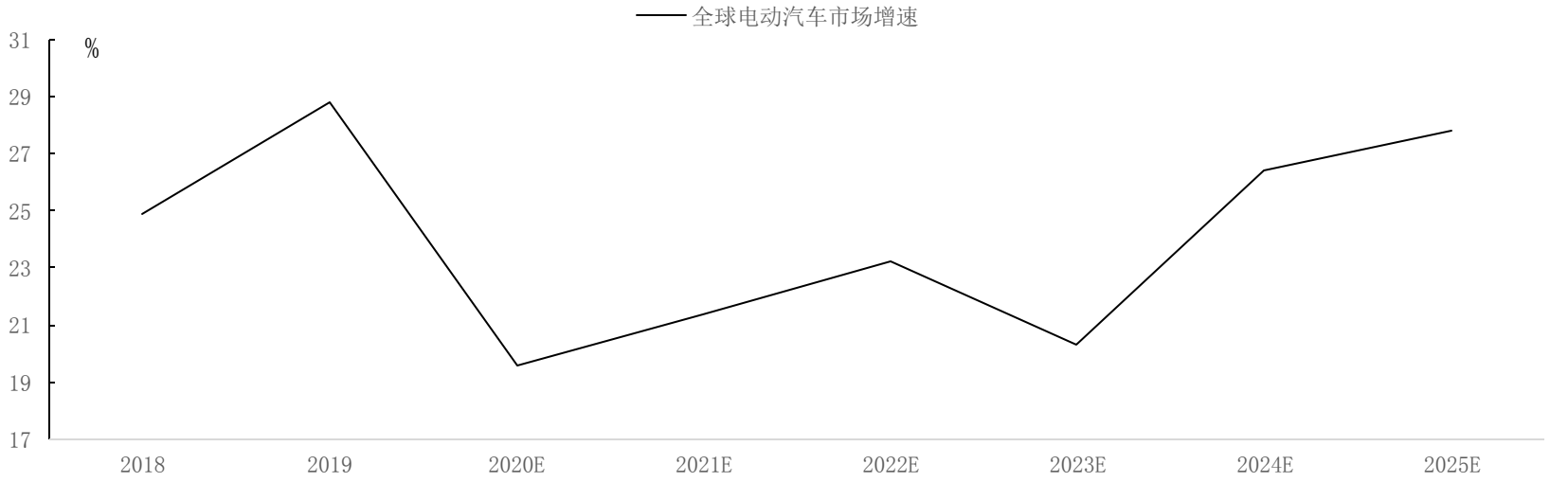

资料来源：wind、东兴证券研究所

# 主线三：“真成长”-新能源汽车

**新能源汽车：十四五催化主线**

■新能源汽车行业当前仍处于高速发展阶段，核心技术日趋成熟，逐渐在关键性能方面向燃油车看齐，在能源替换和环保监管的双重驱动下，新能源汽车仍将是汽车行业的重要发展方向，具有广阔成长空间。2020世界新能源汽车大会上，科技部副部长李萌表示，在“十四五”期间，科技部持续支持新能源汽车科技创新，支持开展新能源汽车关键技术研发。工业和信息化部副部长辛国斌则表示，中国政府已经明确将新能源汽车补贴和购置税优惠政策延期两年。预计“十四五”期间，新能源汽车仍将是重点规划发展行业。

**图表：新能源汽车行业仍处高速发展阶段**



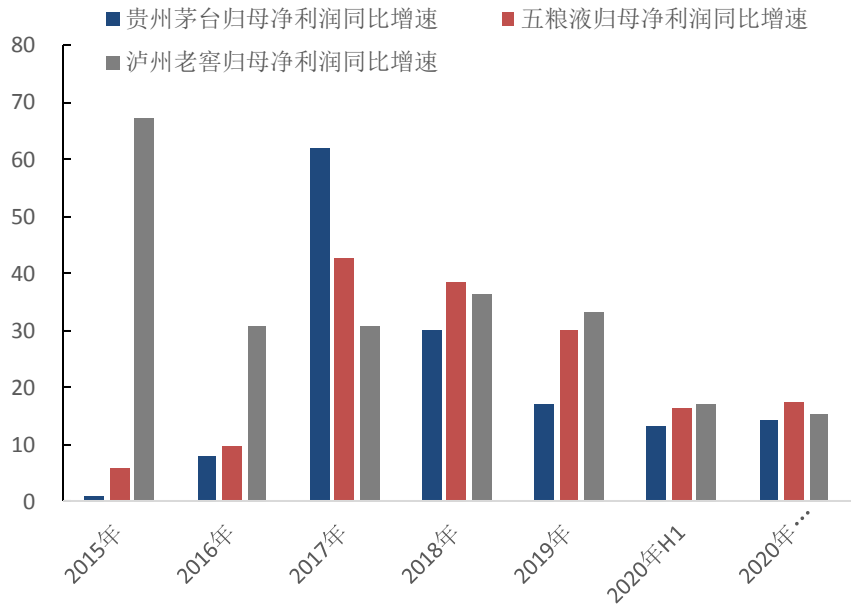

资料来源：Bis research、东兴证券研究所

# 主线三：“真成长”—白酒

**白酒：消费升级驱动**

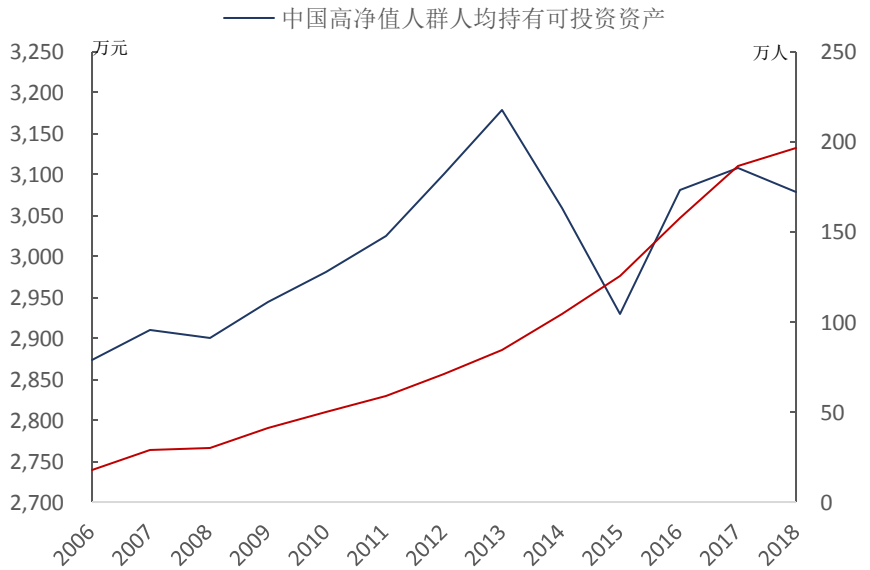
■近几年，高端白酒企业仍保持高速成长，2019年茅台、五粮液、泸州老窖归母净利润增速分别达到16.23%、29.84%、32.24%。2020年二季度，高端白酒已逐步从疫情中恢复，茅台、五粮液、泸州老窖归母净利润增速分别为13.29%/16.28%/17.12%。根据万得一致预期，预计2020全年高端白酒仍能15%左右的较高增速。同时，我国高净值人群逐年增长， 财富水平也有所提升，消费者对高价格、高品质的追求能够有效拉动高端白酒销售。

**图表：高端白酒预计仍将维持较高增速**




资料来源：wind，东兴证券研究所

**图表：我国高净值人群逐年增长**




资料来源：wind，东兴证券研究所

# 风险提示

**风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期**

# 分析师及联系人简介

## 分析师简介

分析师：杨若木，S1480510120014
十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

联系人：林莎，S1480120070056
中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020年7月加入东兴证券研究所，负责A股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪A股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

# 分析师承诺及风险提示

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

# 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

# 行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；
推荐：相对强于市场基准指数收益率5%～15%之间；
中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；
回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；
看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券 DONGXING SECURITIES

# 谢谢大家 欢迎交流