信义山证 汇通天下

山证策略·10月观点

存量博弈下再平衡仍是市场主线

山西证券 SHANXI SECURITIES

策略研究/月度报告

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）

投资要点

基本面

- 宏观：目前，供给端恢复进入平台期，需求端恢复较慢，整体看经济向上修复斜率略有放缓。基建及地产投资小幅不及预期，汽车和服务类消费持续增长，带动消费进一步回暖。
- 政策：经济持续转回暖，货币政策已基本回归常态化。10月末五中全会召开，研究十四五规划，建议投资者关注政策利好板块。
- 市场：A股进入防御阶段，指数震荡，成交缩量，A股转入结构性行情。

10月策略

- 我们对A股4季度保持震荡的判断，震荡之中我们认为市场机会仍然存在，A股四季度的重头戏我们认为仍将是板块再平衡，我们持续推荐低估值顺周期板块。
- 此外，我们推荐投资者关注阶段景气度改善的板块，如传媒、旅游，以及流感疫苗，目前北京、上海等地流感疫苗已经出现供不应求的局面，预计后续流感疫苗的接种人次有望持续走高，投资者可适当关注。
- 主题投资方面，建议投资者关注新冠疫苗。欧美确诊人数再度走高，多个新冠疫苗有望在年底上市，新冠疫苗板块具备阶段性投资机会。

行业配置

- 低估值顺周期：煤炭；阶段景气度改善：传媒、旅游、流感疫苗；景气度维持高位（板块内alpha机会）：汽车、工程机械；主题投资：新冠疫苗。

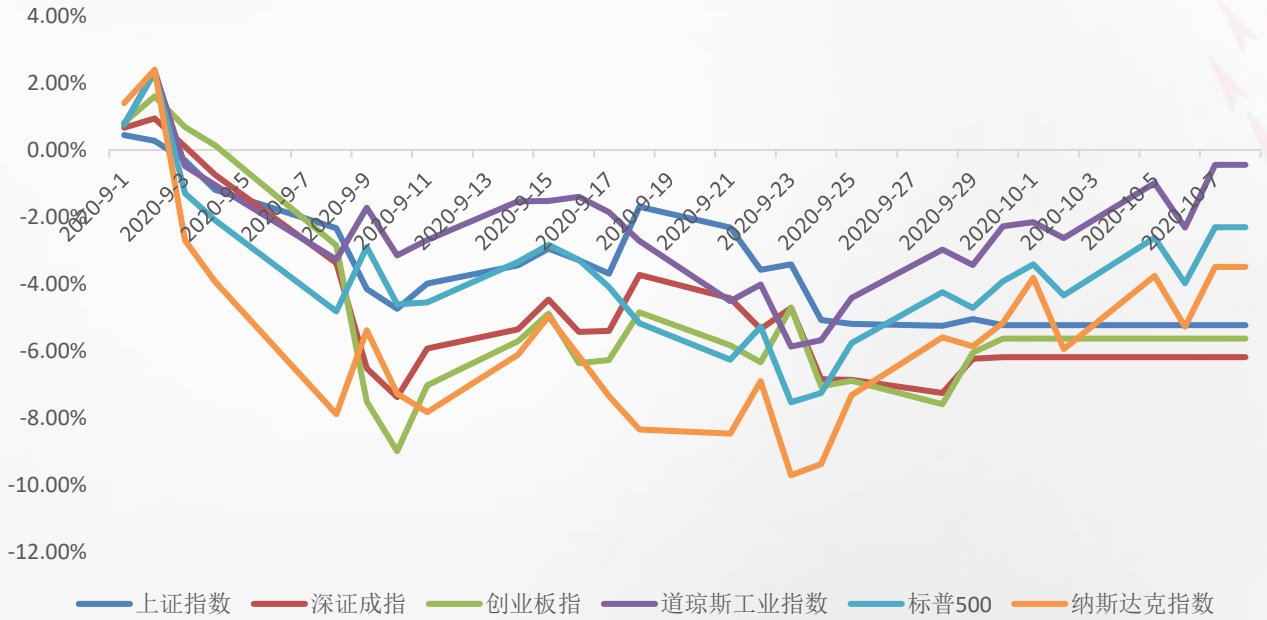
风险提示：中美摩擦升级；疫苗研制进度不达预期；政策力度不达预期

市场回顾
宏观分析&展望
市场分析&展望
策略建议

- **中美主要股指悉数下跌，纳指跌幅居前。**原因有三：其一，今年以来主要股指涨幅较大，估值偏高。其二，美联储维持零利率政策，市场预期的负利率落空；其三，9月下旬欧美确诊病例持续走高，欧美政府计划再度实施封锁政策。

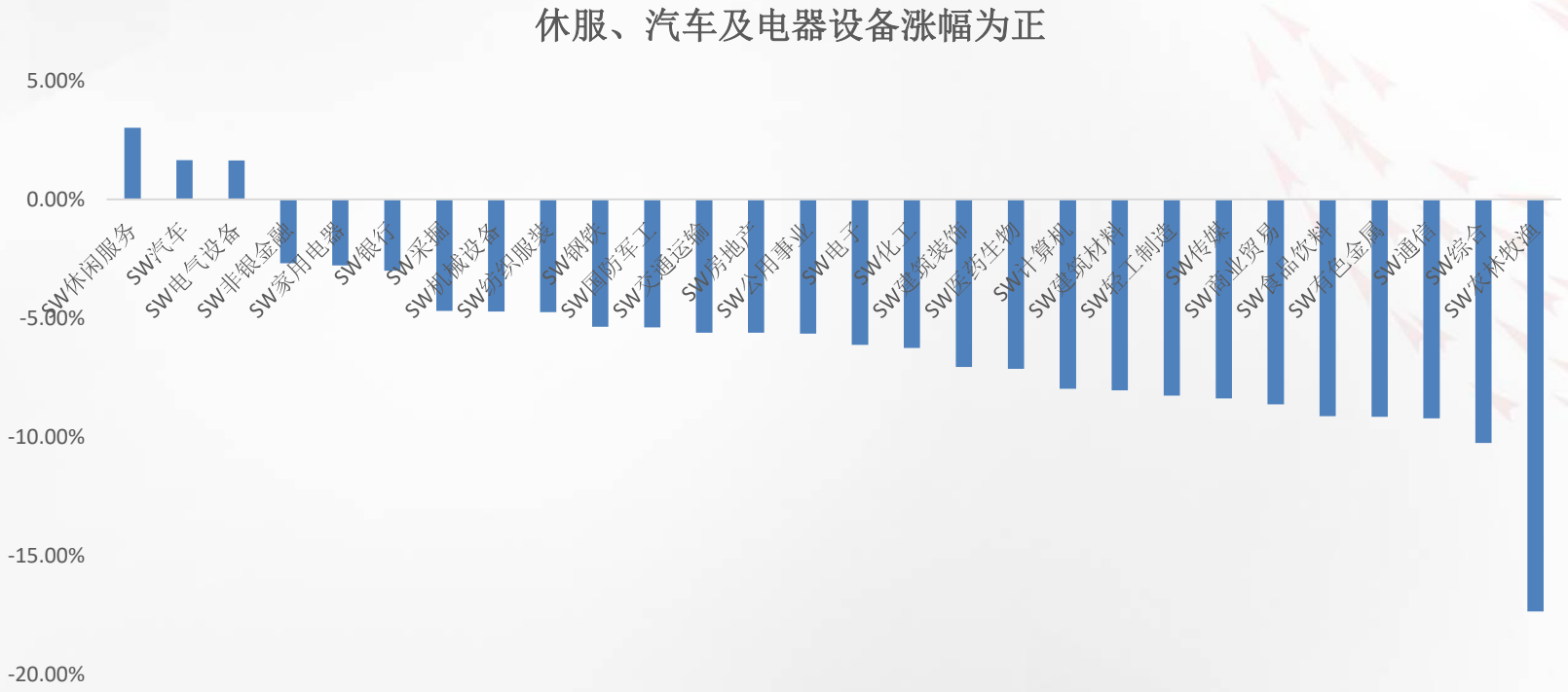
- A股进入防御阶段，9月份以来，配置盘资金开始从前期热点板块流出，流入低估值板块。交易型资金自8月以来大幅流出。表现在走势上，即是指数震荡，成交缩量，A股由全面牛市转为结构性行情。

全球股市回调，A股跌幅较小



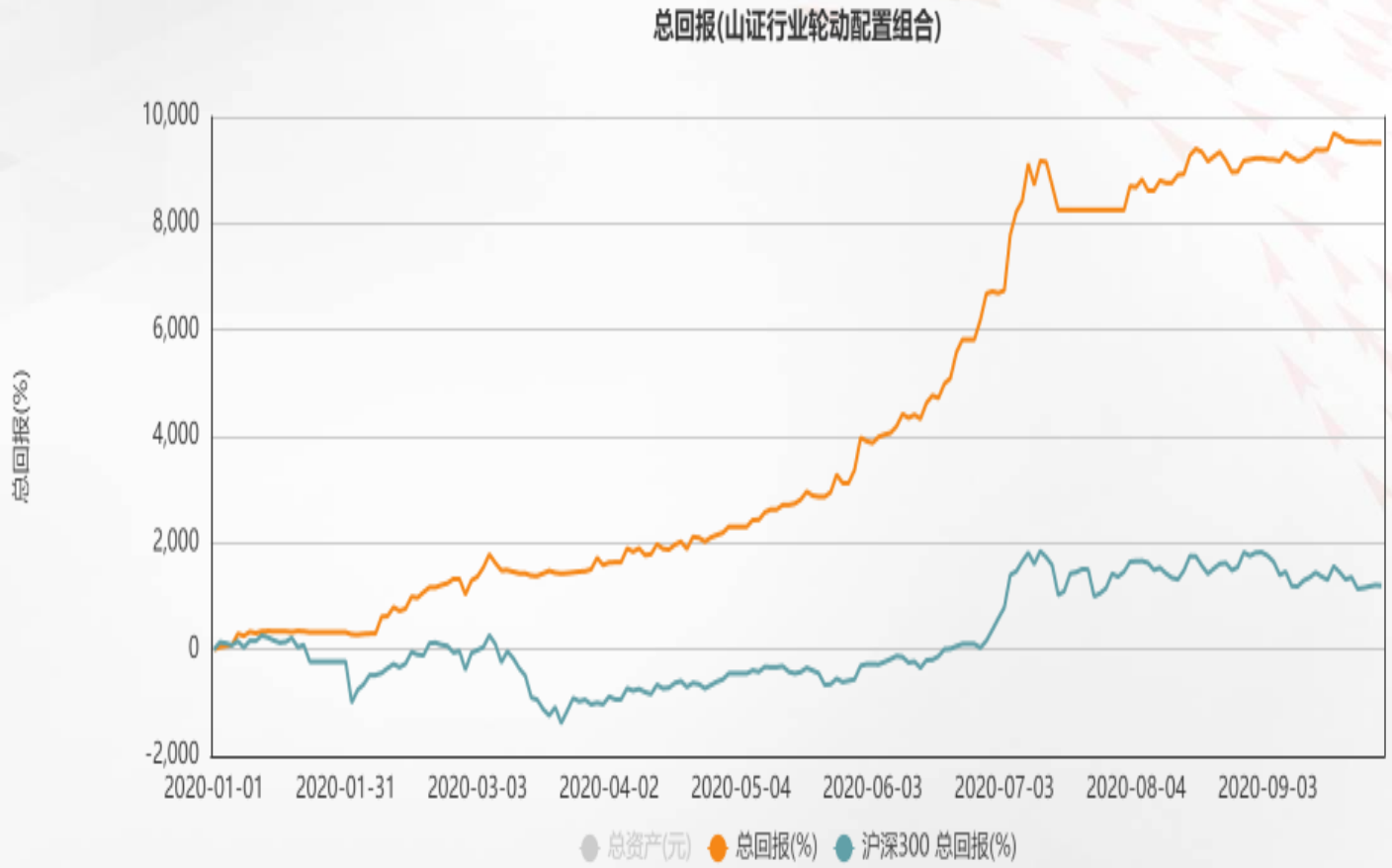
数据来源：山西证券、wind

- **行业方面，仅有汽车、休服、电气设备三个板块上涨。**
- **配置型资金和交易型资金分歧明显。**配置型资金由前期热点板块流出，大幅流入低估值顺周期板块。交易型资金热衷于创业板低价股、注册制新股炒作。资金的分歧使得市场难以形成合力，个股表现优异但未能形成趋势性行情。



数据来源：WIND、山西证券研究所

- 9月份，山证行业轮动配置组合总收益为1.64%；超额收益为6.39%。



数据来源：WIND、山西证券研究所

市场回顾
基本面分析&展望
市场分析&展望
策略建议

需求：向上修复斜率放缓，前期政策效果逐步显现

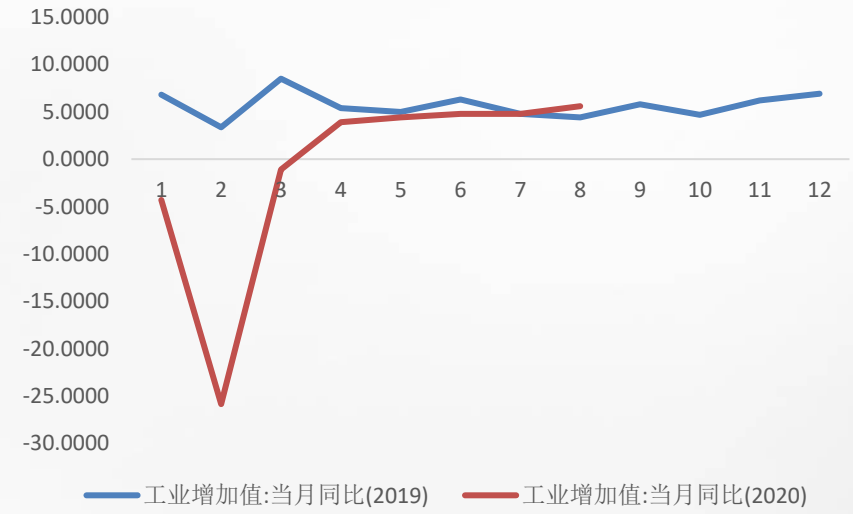
目前，供给端恢复进入平台期，需求端修复速度也有所放缓，整体来看经济向上修复态势不变但斜率略有放缓

- 8月，工业增加值当月同比增速已超过去年同期，但修复速度明显放缓，步入平台期；
- 需求端成为后续的主要边际驱动力，是经济修复的关键。汽车制造对应消费需求；计算机通讯制造对应消费和出口需求。

展望第四季度，我们认为经济将进一步向上修复，供给端在需求端的带动下进一步地恢复，供给需求形成合力带动经济增速显著回升

- 前期政策效果逐步显现：汽车消费
- 防疫限制放开：传媒（影视）
- 双11购物节：可选消费
- 制造业投资在盈利企稳背景下也有望逐步企稳回升。

工业增加值当月同比增速已超过去年同期



目前工业产出是需求带动逻辑



数据来源：WIND、山西证券研究所

投资——基建：全年增速小幅不及预期

基建投资力度小幅不及预期，原因有三：

- 经济恢复速度超预期，基建对冲经济下行的必要性降低；
- 地方政府优质储备项目不足，及部分基建资金被用于棚改项目；
- 夏季洪涝灾害影响项目施工进程，且今年的专项债发行速度低于去年。

后续基建投资仍有发力空间，但全年增速或小幅不及预期

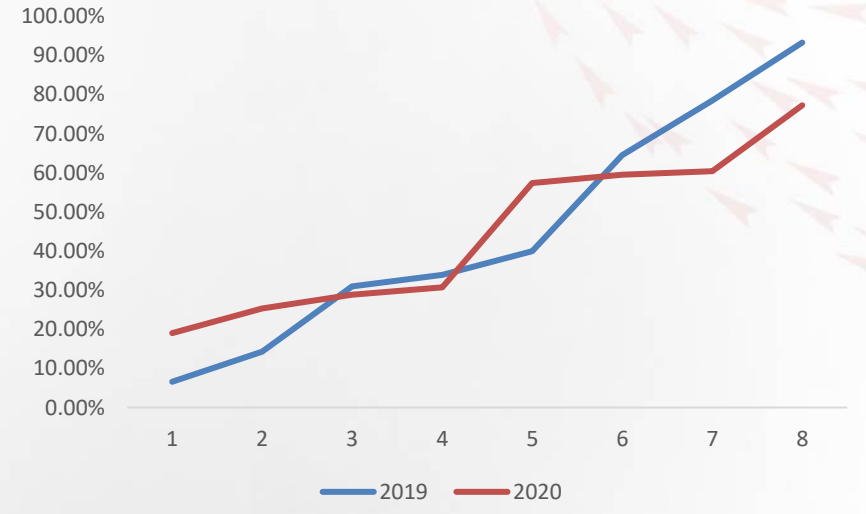
- **资金方面，**1-9月地方债累计发行56792.55亿元，新增债券完成全年额度的91.01%，额度基本使用完毕。
- **项目上，**水灾后，有关水利的设施，以及受灾设施修复项目审批或有加速。

如果假设今年新增地方专项债额度80%用于基建，四季度基建的当月增速有望达到两位数，全年基建增速最终能够回到6%-7%左右。（我们年初预计为8%，市场最乐观预计为10%以上）

基建反弹增速小幅不及预期



19和20年已发行专项债占全年计划发行比例对比



数据来源：WIND、山西证券研究所

投资——地产：三道红线下地产扩张速度放缓

山西证券 SHANXI SECURITIES

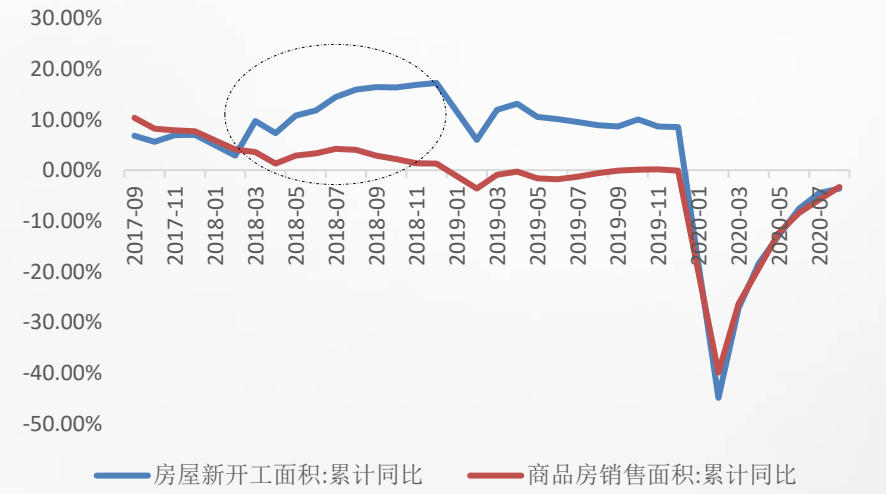
三道红线控制房企有息债务增长

- 监管部门设置房企融资三道红线，为“剔除预收款后的资产负债率不得高于70%、净负债率不得高于100%、现金短债比不小于1倍”
- 多数房地产企业均至少有1项不满足监管指标，房地产融资受限下土地购置、新开工等指标将持续回落

房企扩展速度放缓，竣工仍有韧性

- **新开工：抢开工现象大概率不会再演，地产步入下行周期。**18年时，新开工增速与销售、施工出现背离，原因在于销售尚可的情况下，房企通过新开工来加速回款。当下市场热度降低，新开工抢销售意义不大。
- **竣工：**竣工韧性较强。从新开工、销售等数据来看，地产竣工有望持续走高。即使在疫情期间，施工韧性也较强，可适当关注地产后周期板块，但其风险在于客户过于集中。

新开工数据回暖，但仍低于去年同期



施工韧性较强



数据来源：WIND、山西证券研究所

消费：汽车和服务类消费带动消费进一步回暖

汽车消费预计稳中有升，其他主要可选消费也有较大概率修复

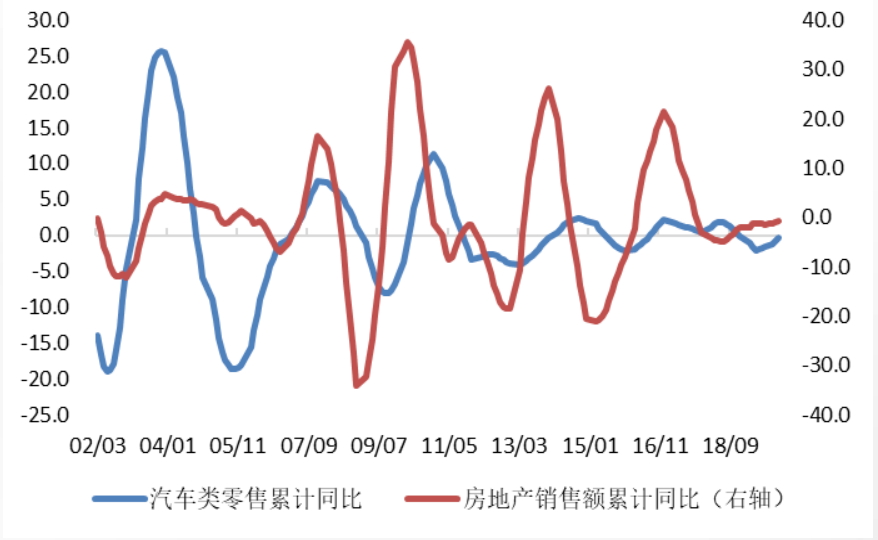
- 房地产销售同比和M1同比对后续2个季度左右的汽车零售同比有支撑、去年低基数效应、部分地市出台支持汽车购置政策。

服务类消费大概率回暖

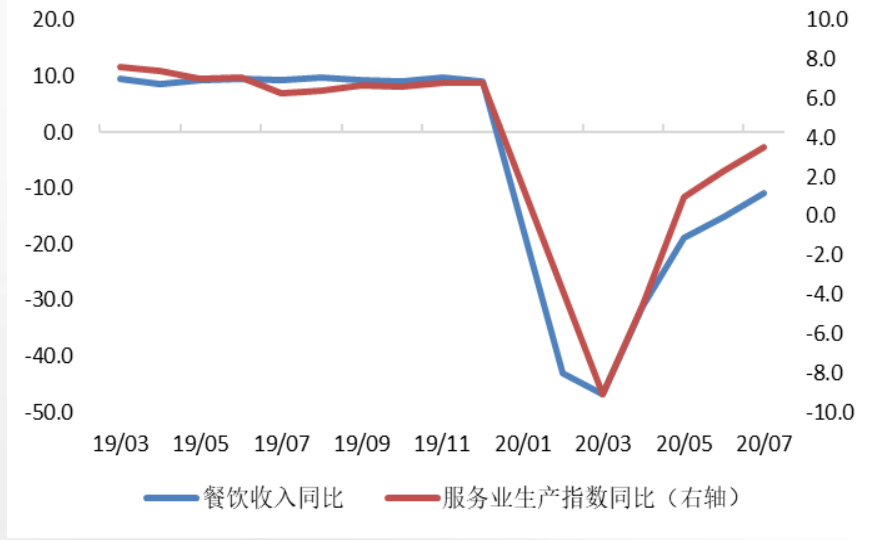
- 服务类消费在服务业复工带动下持续恢复，但服务业和餐饮由于受影响时间较长，故恢复过程较为缓慢，但其确定性较高，后续服务类消费大概率延续回暖态势。

预计社零增速在转正后，后续月份将逐月恢复，年底单月增速有望达到3%左右

不考虑疫情扰动，房地产销售领先汽车2个季度



服务业的复工与餐饮消费的弱恢复



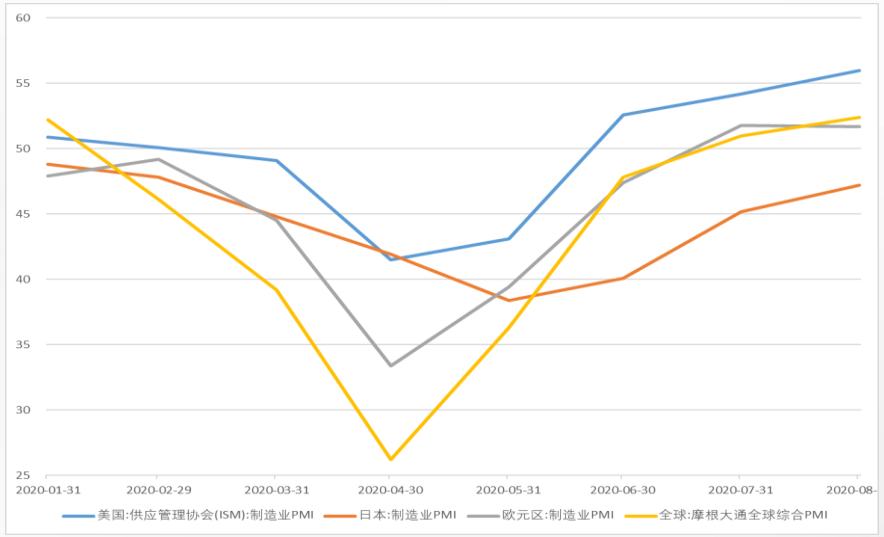
数据来源：WIND、山西证券研究所

进出口：出口回暖势头延续

- **全球经济企稳：**全球经济出现企稳走强特征，欧、美PMI已经重回扩张区间，日韩也开始企稳。
- **中美经贸谈判顺利：**中美经贸谈判顺利，当前经贸从中美角力的主战场转向相互维系关系的纽带。此外，我们的出口产业以及国别之间也有对冲，出现集体疲软的概率不高。
- **出口品结构形成对冲：**疫情以来，我国防疫物资与高技术商品出口量大幅增加对冲低端产品回落。三季度后续随着海外复工和需求回暖，防疫物资出口已经开始下降。但随着北半球进入流感季，新冠疫情二次爆发的风险增加，防疫物资的出口或再度上升。

预计下半年月度出口同比增速平均在4%左右，全年增速回到0%附近

全球经济企稳走强



防疫物资与高技术商品出口显著增加



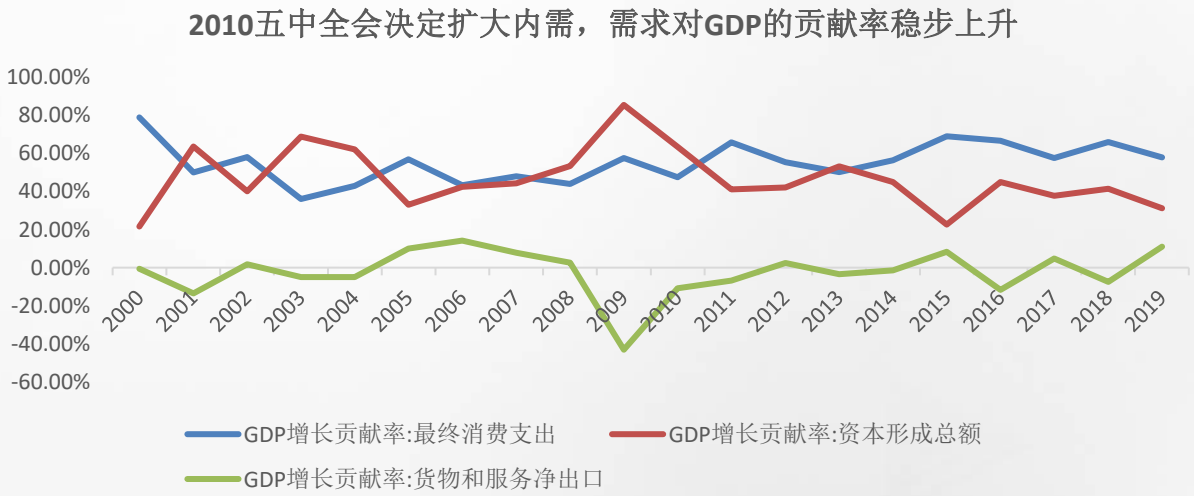
数据来源：WIND、山西证券研究所

政策：五中全会于月末召开，关注政策利好方向

会议召开时间：中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议于10月26日至29日在北京召开。**会议内容：**研究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。

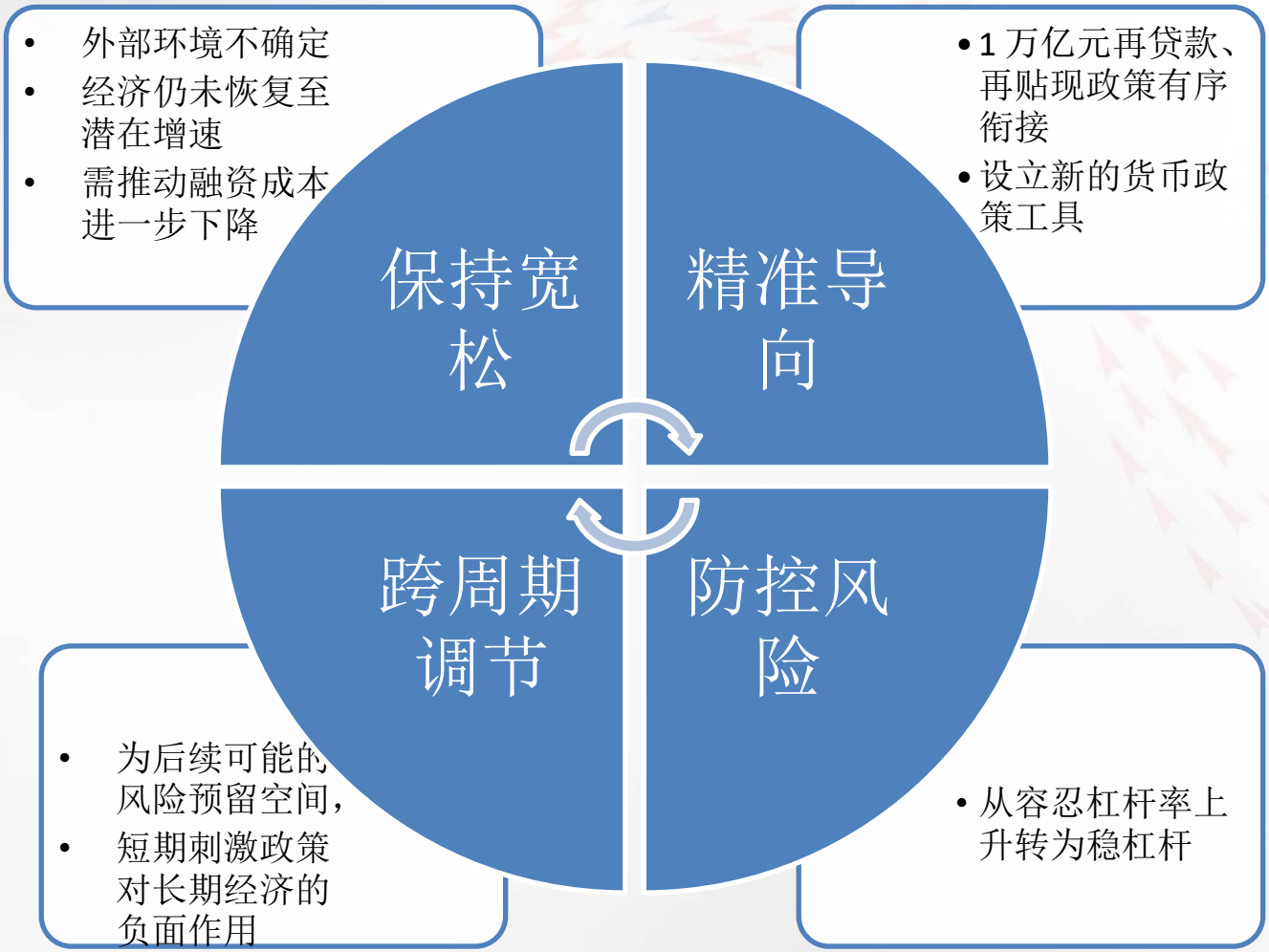
在历史上，五中全会的主要任务是下一个五年规划。本次五中全会召开前夕，中央提出了要推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。**本次五中全会将围绕如何打造双循环的经济格局而展开。我们建议投资者关注三个可能的政策利好方向：**

- **其一，消费、医药产业及产品结构升级的机会。**随着我国居民收入稳步提高，居民对消费医药的需求愈加庞大。目前出国消费及进口是满足我国居民消费重要的途径，但随着双循环的推进，产品升级、服务升级有望获得政策利好。
- 其二，自主可控。无论中美关系如何变化，自主可控已经成为我国社会共识，也必然是十四五规划重点支持的领域，投资者可关注相关板块。
- 其三，新基建。重点关注新能源、光伏、通信等领域出台新的产业支持政策。



数据来源：WIND、山西证券研究所

货币政策：总量宽松，货币政策已基本常态化



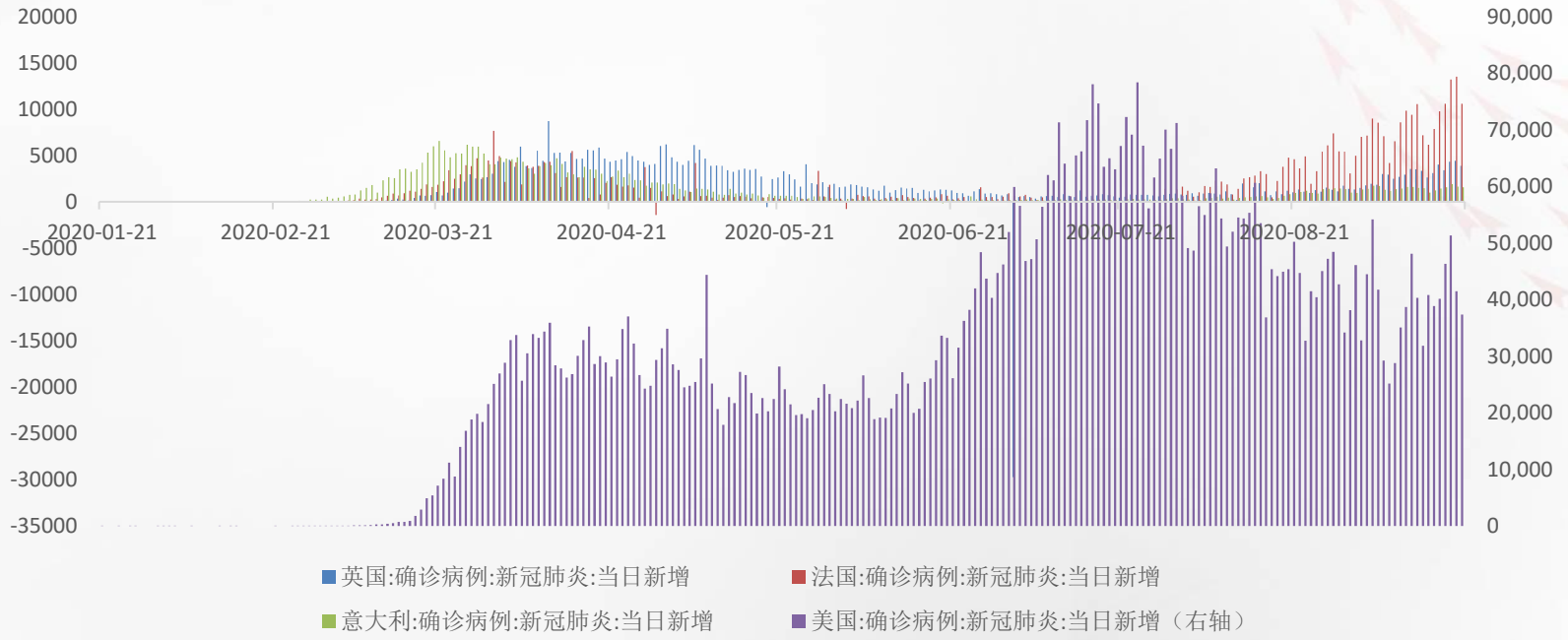
数据来源：山西证券、wind

假期要闻：欧美多地疫情卷土重来，美国总统特朗普确诊新冠

- **截至10月7日，美国已经报告超过750万人确诊，21万人死亡。**美国顶级传染病专家安东尼·福奇在一次会议上强调，若秋冬季节防范不佳，美国新冠死亡人数或将达到40万。

- **10月3日，美国总统特朗普与其妻子梅拉尼娅均宣布确诊新冠。**虽然特朗普3天后就重回白宫，但其竞选团队多人确诊，对其选情不利。据美国媒体统计，白宫、特朗普的竞选团队及相关人员中已有20多人确诊。**新冠疫情也并未改变特朗普的想法，特朗普愿意就第二轮刺激方案中的航空业、中小企业补贴等方面签字，但其他方面仍不愿意让步。综合各方分析来看，市场认为大规模财政刺激方案在大选前通过的概率较低。**

欧美新冠确诊病例再度上升



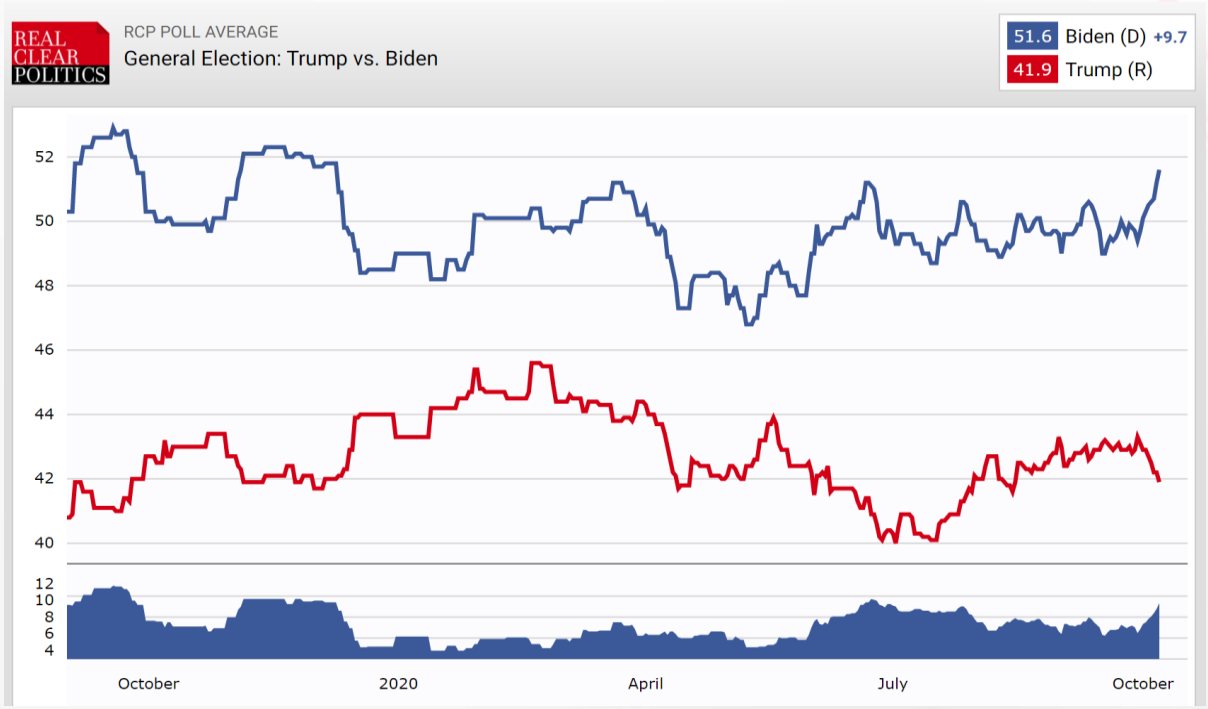
数据来源：Wind、山西证券研究所

假期要闻：美国大选对A股扰动或提供布局良机

- 特朗普确诊新冠这一消息并未给他带来过多同情分，选民重新聚焦疫情反而使其支持率下降。

- 当前A股对中美关系反应开始钝化，中美当前已经从前两年的贸易战、政治合作，转向政治纠纷+科技竞争，而经贸再度成为维系中美关系正常化的压舱石，对A股实质影响有限。市场一旦对美国大选等消息产生较大幅度反应或为投资者提供中短期布局良机。

美国大选民调



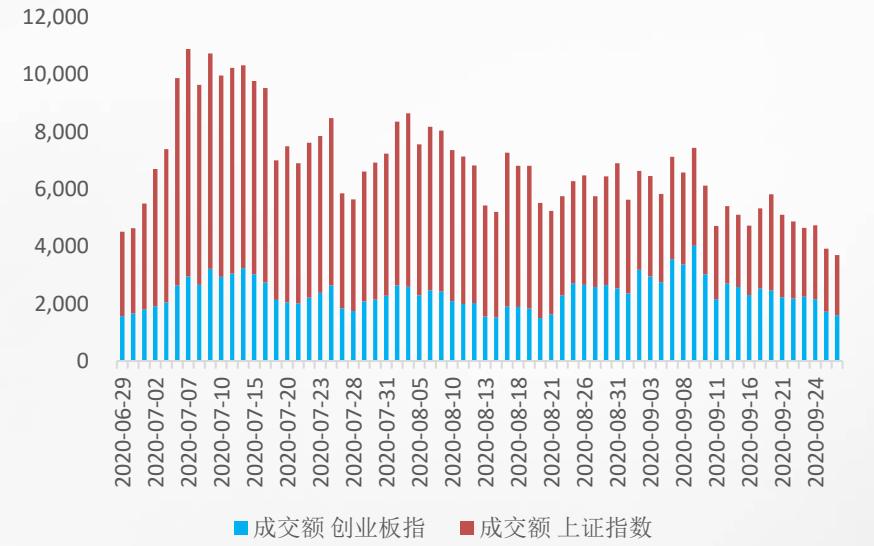
数据来源：RCP、山西证券研究所

市场回顾
宏观分析&展望
市场分析&展望
策略建议

情绪降温，交投清淡：

- **总成交量下行。**9月成交额继续下降，9月末日均成交额跌至5000亿以下。
- **监管边际趋严，低价股指数大幅下跌。对于热点事件中可能存在的**违规行为（天山生物、国联国金合并事件），监管更加介入，并更加注重预期管理，引导投资者树立价值投资的理念。
- **创业板成交额维持高位，沪指成交额持续缩量。**与7月份成交额高点相比，沪指的成交额持续缩量，但创业板成交额仍旧维持高位，创业板仍受资金关注。

9月份成交继续缩量



创业板内部题材活跃，权重回调



数据来源：WIND、山西证券研究所

指数估值：整体合理但呈现结构化高估

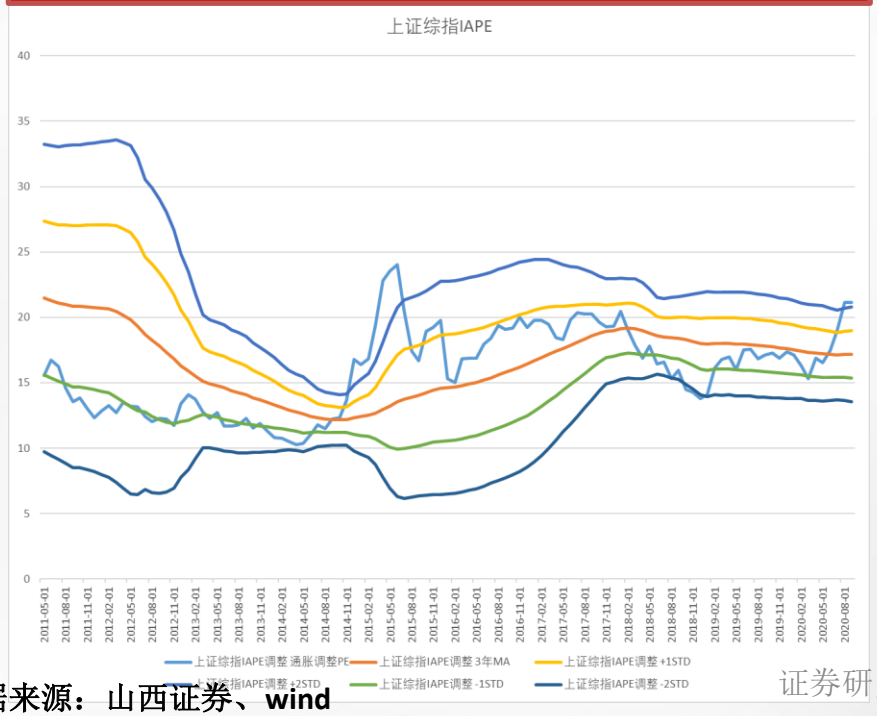
A股估值整体合理，结构化高估现象明显：

- 在流动性整体宽松的大背景下，A股当前估值虽然较前期有明显上涨，但仍在合理范围。
- 但结构化高估现象开始明显，白马与成长估值显著上行。

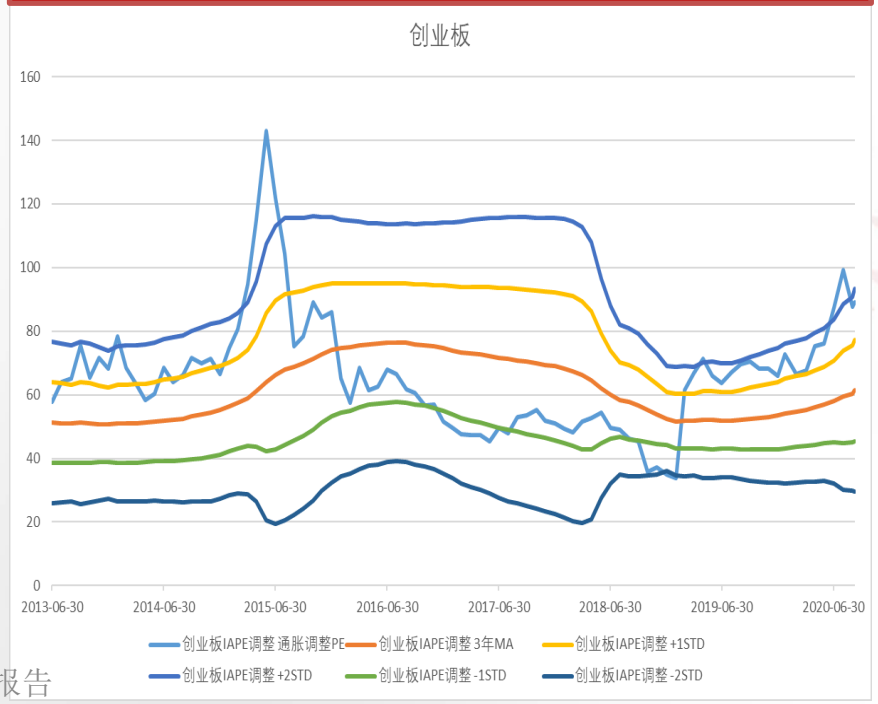
四季度行情重点在于业绩上行与估值下行之间的较量：

- 从货币政策和市场情绪来看，估值已经形成拐点，均值回复的下行趋势形成。
- 但考虑到四季度经济回暖仍然乐观，预计EPS上行将抵消部分估值下行压力。

上证整体估值仍在合理范围



成长与白马显著偏高



数据来源：山西证券、wind

证券研究报告

行业估值：行业间估值分化严重，存在再平衡动力

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	14.7	29.7	14.2	42.0	15.1	9.9	41.2	29.3	74.8	28.2	23.3	35.5	26.8	24.5	17.5	44.2	161.1	49.0	20.0	23.2	9.3	52.0	74.5	40.9	39.6	6.4	18.9	39.6
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	23.5%	57.9%	26.8%	50.4%	26.0%	12.6%	60.5%	48.7%	62.1%	95.7%	98.3%	78.1%	26.0%	47.8%	0.0%	98.3%	100.0%	92.4%	28.5%	79.8%	10.0%	60.5%	88.2%	43.6%	36.9%	35.2%	58.8%	44.5%
PB	1.0	2.3	0.9	2.2	2.2	0.9	3.5	2.5	3.3	1.9	3.4	1.9	2.0	1.7	3.9	9.2	6.8	4.8	1.3	1.5	1.2	4.2	4.6	2.8	2.7	0.7	2.0	2.1
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	3.3%	38.6%	26.0%	20.1%	57.1%	2.5%	73.1%	50.4%	62.1%	37.8%	79.8%	26.0%	31.9%	17.6%	64.7%	99.1%	98.3%	83.1%	3.3%	39.4%	3.3%	86.5%	63.8%	22.6%	44.5%	1.6%	61.3%	22.6%

山证策略

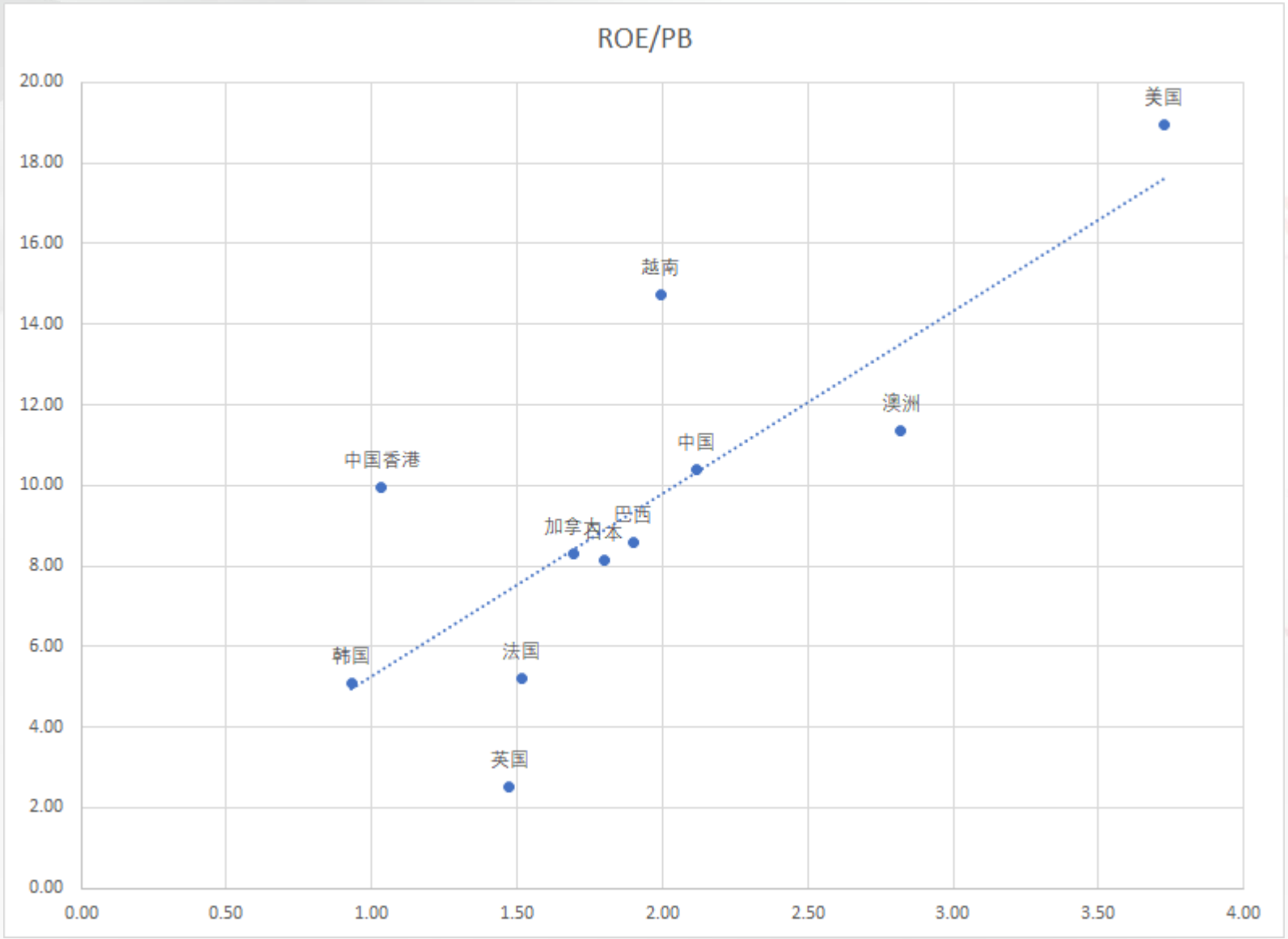
长按识别二维码

公众号：sxzq-yjs

数据截止时间：2020.09.09

数据来源：WIND，山西证券研究所

国际比较：A股估值已回归至合理价值附近



数据来源：WIND、山西证券研究所

资金：外资流入放缓，基金发行规模下降

外资及内资增量放缓，预计10月份将是延续场内博弈行情。

- **比较优势下我们判断外资仍将持续流入，但是性价比降低或影响外资持续流入的速度**虽然A股相对海外市场仍然有较强的比价优势，但是在经历了快速上涨后，A股相对全球其他市场优势有所减弱，预计外资流入速度四季度将有所减慢。
- **9月，基金发行数量仍旧维持高位，发行份额持续下降**。7月份两市大涨带动基金份额发行显著放量，此后随着市场降温，基金发行份额持续回调。

陆股通流入情况



基金发行份额



数据来源：山西证券、wind

市场回顾
宏观分析&展望
市场分析&展望
策略建议

A股四季度大概率延续7月以来的震荡市

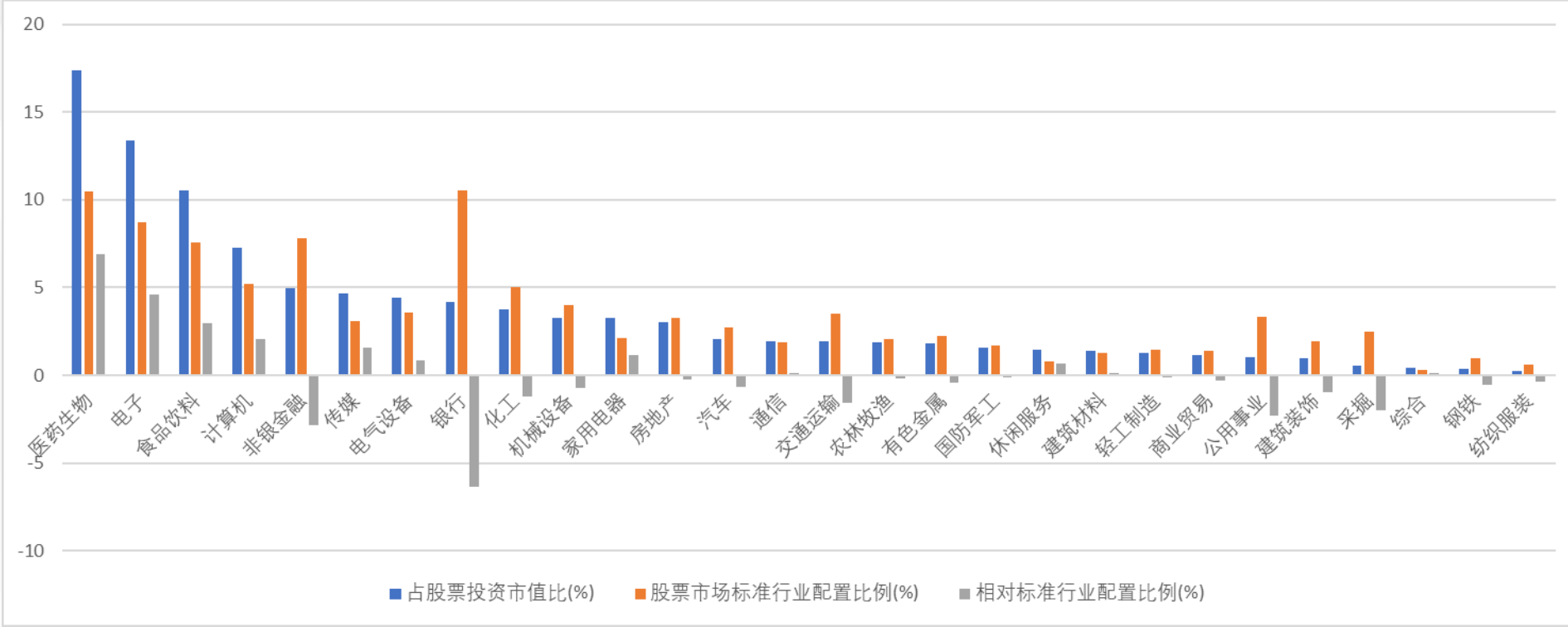


数据来源：山西证券、wind

- 基金对各行业持股比例与基准形成较大幅度偏差，其中医药、电子、食品饮料、计算机出现显著超配的趋势，这一偏离现象有望在市场重归震荡后获得再平衡的机会。

- 此外，行业之间的估值偏离程度较大，存在再平衡的动力。

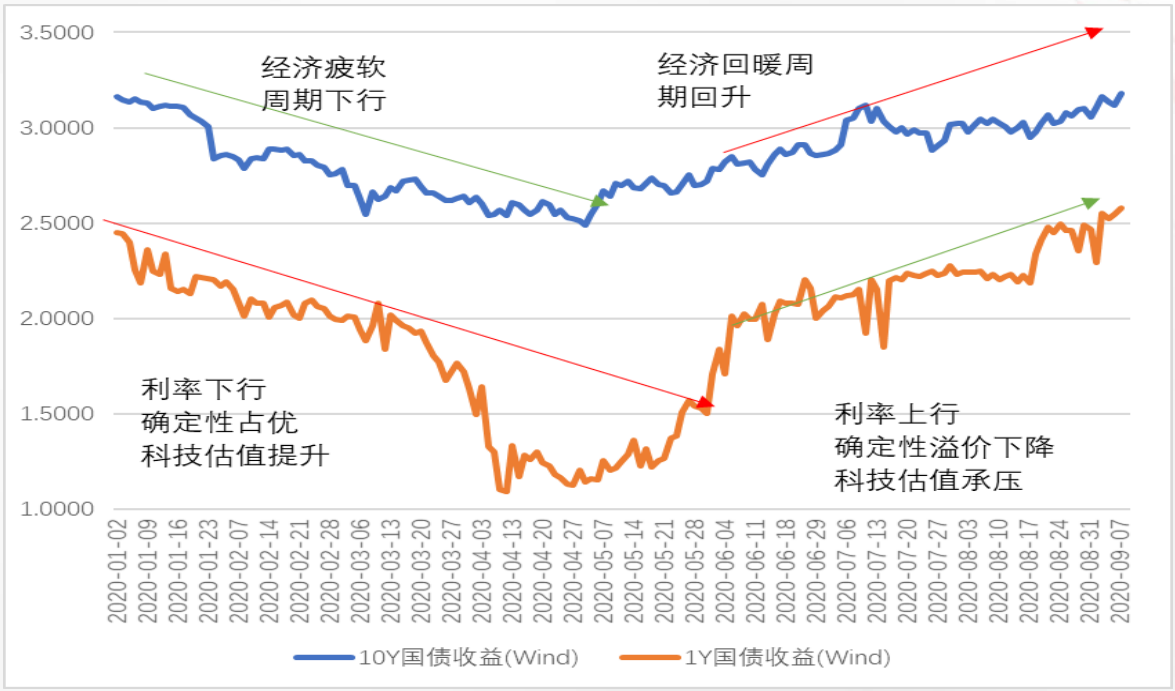
基金持股行业与基准形成较大幅度偏离



数据来源：山西证券、wind

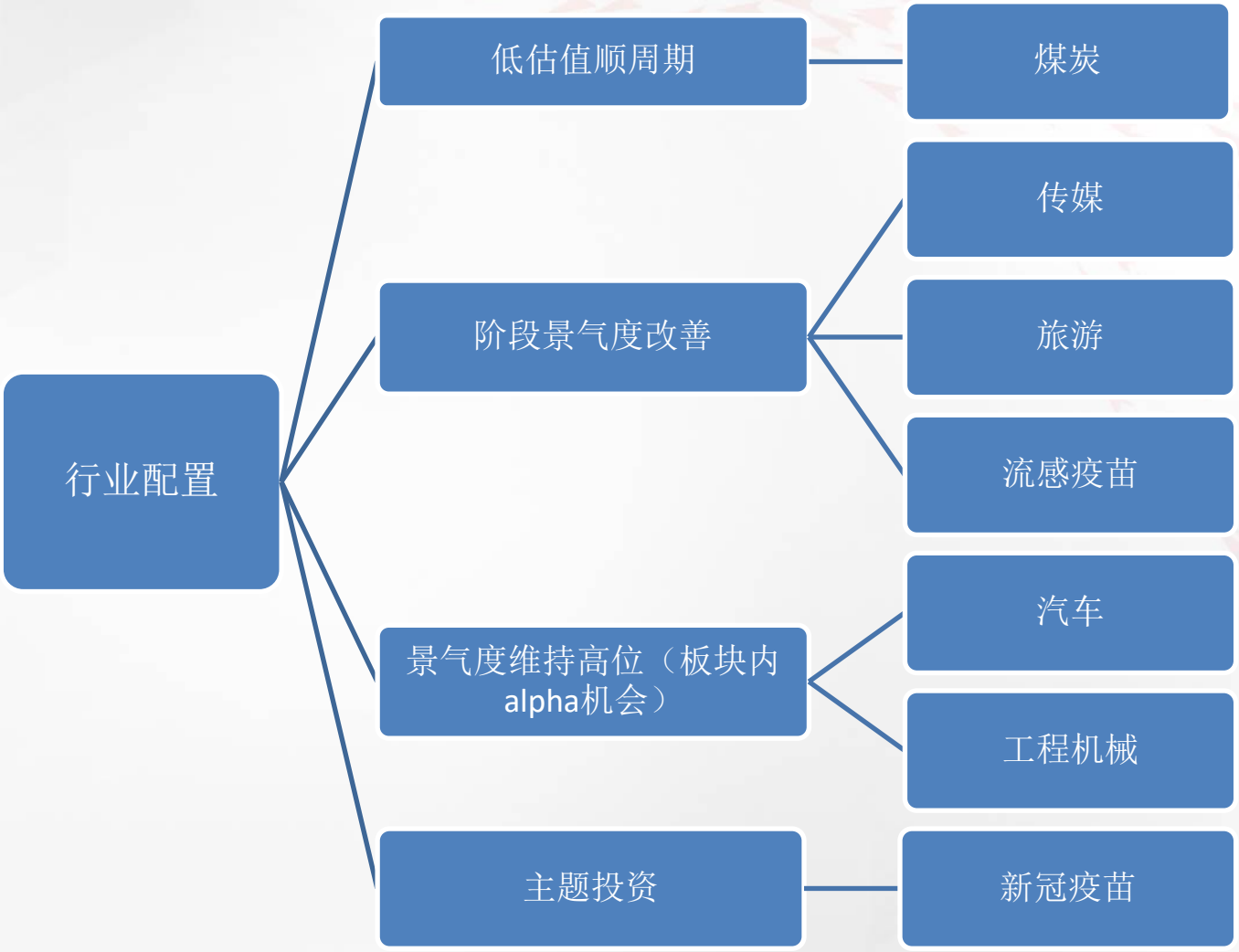
- 各板块年内涨跌幅存在较大差异，盈利较多的板块有获利了结重新布局的动力。
- 四季度公募基金有保排名的需求，会对仓位有一些调整与指数尽量匹配。
- 随着疫情好转与经济转暖，确定性和低估值的天秤开始从确定性向低估值转移，确定性与估值之间的再平衡有望出现。

全球范围A股性价比仍然较高



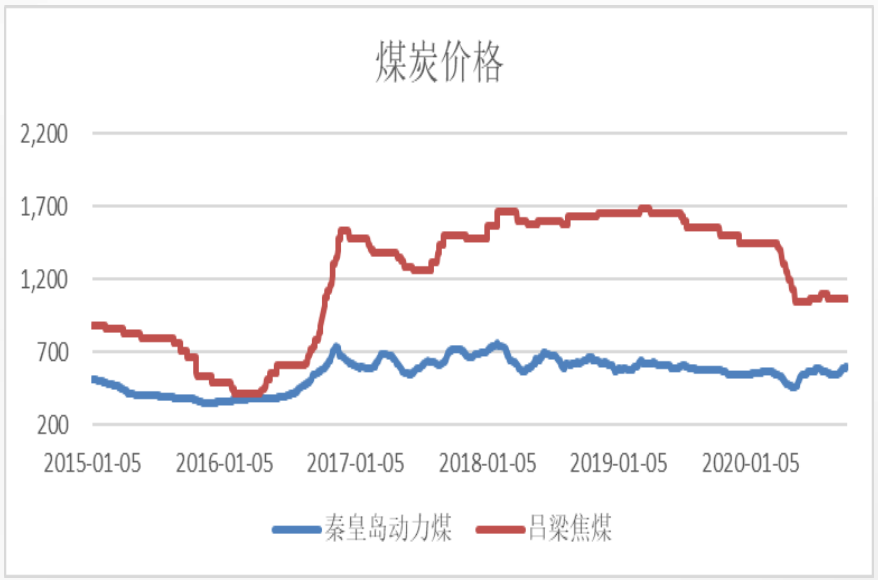
数据来源：山西证券、wind

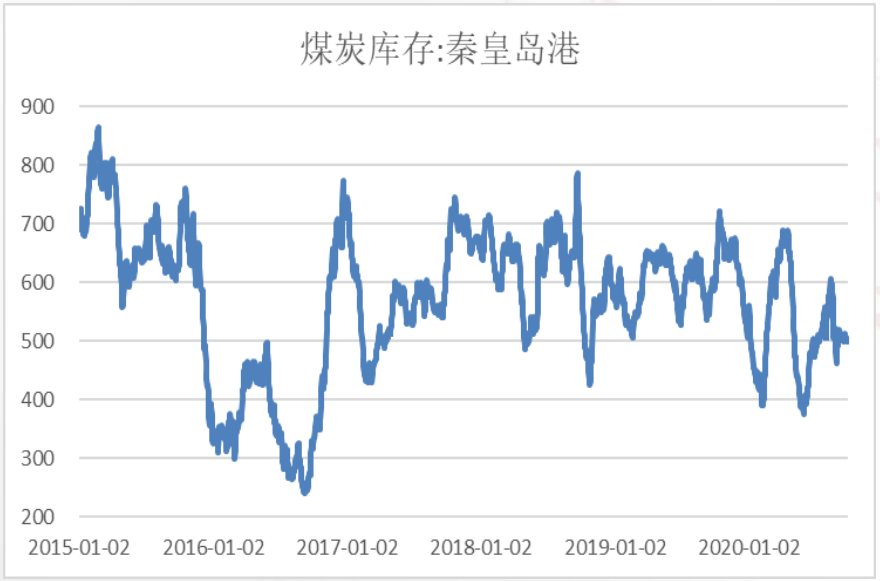
- 以基本面向好、估值合理以及业绩的确定性为主线进行布局，重点关注四大方向。



数据来源：WIND、山西证券研究所

- **尽管目前煤价已有较大涨幅，但趋势仍然向上，未来主要的风险和关注点是煤价到达红色区间后进口或国内供给政策可能的放松。**
- 本轮快速上涨主要由于供给偏紧且旺季去库充分的情况下，“十一”假期备库及部分冬储需求使得9月以来电厂采购需求较好，在价格上的反应较为剧烈，运输方面大秦线因脱轨事故后运量受影响及十月的秋季检修预期进一步推动了看涨情绪。总体来看，煤炭供给依然偏紧，下游需求边际改善。预计短期内煤炭市场仍将偏强运行，后期需关注下游电厂补库存情况。本轮快速上涨主要是供给驱动，若国内供给（内蒙古倒查二十年+煤管票偏紧）和进口煤限制政策不变，在港口库存健康及运输受限（大秦线近期运量受限+10月秋季检修）的情况下，考虑到北方的煤炭冬储及十一假期储煤，电厂采购节奏提前。





数据来源：Wind、山西证券研究所

医药：秋冬呼吸道疾病高发，关注疫苗板块的投资机会

山西证券 SHANXI SECURITIES

- **新冠疫苗：**WTO在二季度时预计2021年8月左右疫苗将准备就绪，根据现在各家疫苗的研发情况来看或更为乐观。**预计今年年末或明年年初能实现量产。根据我们对以往疫苗研发经验的统计来看三期临床成功率一般在70%左右。在新冠疫苗正式上市前，相关板块仍会持续受到市场关注。**

- **流感疫苗：**由于新冠疫情仍未彻底消除，且新冠和流感的表现具备一定的相似性，未避免两种疾病混淆，接种流感疫苗来区分是有效的选择。目前北京、上海等地流感疫苗已经出现供不应求的局面，预计后续流感疫苗的接种人次有望持续走高，建议投资者关注相关的投资机会。

国内药企研发进度及研发成功概率

研发单位	技术路线	进展			产能（剂）	疫苗研发成功率
		Ⅰ期	Ⅱ期	Ⅲ期		
国药中生武汉所	灭活	4月12日		6月24日于阿联酋开展临床	1亿	70%（公开Ⅰ Ⅱ期转阳率100% * 预计Ⅲ期成功率70%）
军科院&康希诺	Ad5腺病毒载体	3月18日	4月9日	已获批加拿大临床	1亿	90%（公开Ⅰ Ⅱ期转阳率100% * 预计Ⅲ期成功率90%）获军队批件
国药中生北京所&病毒所	灭活	4月27日		6月24日于阿联酋开展临床	1.2亿	70%（公开Ⅰ Ⅱ期转阳率100% * 预计Ⅲ期成功率70%）
科兴生物&浙江疾控	灭活	4月16日		6月11日于巴西开展临床	1亿	63%（公开结果Ⅰ Ⅱ期结果积极90% *预计Ⅲ期成功率70%）
智飞生物	重组蛋白亚单位疫苗	6月24日	7月10日		3亿	14%（假设Ⅰ Ⅱ期结果积极20% *预计Ⅲ期成功率70%）
中国医学科学院	灭活		6月20日			
沃森生物&苏州艾博	mRNA	6月25日			核酸疫苗产量容易释放	14%（假设Ⅰ Ⅱ期结果积极20% *预计Ⅲ期成功率70%）
复兴&BioNTech	mRNA	7月14日				63%（假设Ⅰ Ⅱ期结果积极90% *预计Ⅲ期成功率70%）

国外药企研发进度

研发单位	技术路线	进展
Modema&NIAID/CEPI	mRNA疫苗	临床Ⅱ期，公布积极数据；Ⅲ期延迟
BioNTech&复星医药&Pfizer	mRNA疫苗	临床Ⅰ/Ⅱ期，公布积极数据
阿斯利康&牛津大学	腺病毒疫苗	临床Ⅲ期
Generxine.Inc.	DNA疫苗	临床Ⅰ/Ⅱ期
GSK&三叶草生物制药	重组蛋白亚单位疫苗	临床Ⅰ期
Vaxine Pty Ltd	重组蛋白疫苗	临床Ⅰ期
Novavax	重组蛋白纳米颗粒疫苗	临床Ⅰ期
CureVac& CEPI	mRNA疫苗	临床Ⅰ期

数据来源：山西证券、wind

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
Email:zhaizichao@sxzq.com