策略

現在與14年底的異同

核心結論：①類似14年底，本輪牛市至今成長價值分化嚴重，從分化持續的時間和空間來看，有動力實現階段性再平衡。②這次再平衡驅動力、經濟結構和投資者結構與14年底不同，市場再平衡幅度將低於14年底。③這次是轉型升級牛，科技和消費升級是中長期趨勢，中短期經濟復蘇帶來順週期輪漲，從早週期向後週期演變，尤其重視券商。

相似背景：牛市前半段成長價值分化嚴重。A股存在典型的價值成長風格輪換特徵，輪換週期一般為2-3年。12-15年牛市是典型的成長占優行情，並且前期成長價值分化較為嚴重，其背後原因是主板基本面數據弱于創業板。由於創業板表現顯著優於主板，從基金持倉角度看，這一時期以TMT板塊為代表的成長股大幅超配，而以傳統行業為代表的價值股大幅低配。19年起市場風格再次回歸成長，雖然19年創業板和上證綜指表現差異不大，但今年上半年的新冠肺炎疫情加劇了成長價值的分化。這是因為以上證綜指為代表的主板主要是金融地產等傳統行業，疫情衝擊使得基本面形態由19Q3-Q4的圓弧底變成20Q1再砸深坑，受基本面拖累主板表現不佳，而創業板指19年下半年就已經進入牛市3浪上漲，疫情沒有影響其趨勢，由於指數中70%左右是TMT和醫藥，基本面反而受益於疫情。當前與14年類似，成長與價值分化嚴重，時間上看從19年年初至今成長優於價值已達7個季度，空間上看成長價值兩者的收益相差也較大，因此從時間和空間上看成長價值均有動力實現再平衡。

差異之處：再平衡驅動力和上漲幅度。14年底，在金融地產明顯低估低配背景下，大規模降息降准、疊加金融創新、融資融券等業務的快速發展，以及一帶一路主題催化共同推動了成長價值再平衡。當前成長價值再平衡的驅動力是經濟復蘇帶來的基本面驅動。三季度基本面數據回升將推動早週期行業率先上漲。未來隨著經濟持續復蘇和金改進一步落地，我們認為市場將向後週期板塊演繹，即擴散到金融地產行業。當前發生類似14年底市場風格突變現象的概率很低，一方面當前處經濟轉型升級時期，大力推動科技創新已成市場共識，投資者對於產業轉型升級更加堅定，另一方面，機構投資者發展壯大能夠減小市場波動，這是因為機構投資者代表的是市場上的成熟資金，機構投資者更能堅定於自身賽道，有利於市場的穩定。

應對策略：行穩致遠。今年下半年基本面已經開始逐步修復，資金面+基本面雙輪驅動使得市場處於牛市爆發期，即牛市3浪上漲階段。其中，創業板指19年下半年就已經進入牛市3浪上漲，疫情沒有影響其趨勢，因為指數中70%左右是TMT和醫藥，基本面反而受益於疫情。最近一段時間市場成交低迷，這體現投資者因對未來不確定性的擔憂而持觀望心態，考慮到資金面和基本面向好的兩大因素未變，我們判斷牛市3浪上漲趨勢不變。展望未來的一年半到兩年，即這輪牛市的終點，科技仍是產業主線，基本面將更強，如計算機、新能源產業鏈等。同時，需兼顧經濟復蘇邏輯，疫情衝擊過去後主板基本面正在逐步改善，行情有望從早週期向後週期板塊蔓延。我們首推券商，不僅有短期輪漲補漲的邏輯，也有金改帶來的長期盈利能力提高的邏輯。此外，隨著三季度隨著基本面修復的趨勢逐步確認，早週期行業已經上漲，四季度則重點關注銀行地產等低估的後週期板塊。

風險提示：向上超預期：疫情快速有效控制，國內改革大力推進；向下超預期：疫情傳播不確定性增加，中美貿易關係惡化。

宏觀

我們不一樣——再論為何A股會有風格切換！

風格切換週期領漲。今年前7個月，A股是典型的成長股牛市，其中醫療保健、信息技術等行業領漲，這兩大行業最新的TTM市盈率都在70倍以上，超高估值意味著市場相信其有著超高的成長性。而領跌的則是金融和地產等行業，這兩大行業最新的TTM市盈率僅在10倍左右，超低估值意味著市場認為其缺乏成長性。然而從8月份以來，此前領漲醫療保健、信息技術等行業出現下跌，排行墊底；而此前滯漲的金融、地產等週期行業則小幅上漲，排行領先。

成長牛市倚重消費。2010年以來，隨著中國經濟轉型，消費增速持續超過投資增速，與消費有關的日常消費、醫療保健和信息技術三大成長股行業長期領漲。這非常類似於美股過去的30年，由於消費主導經濟，同樣是科技、醫藥、消費等行業長期領漲。今年在疫情之下，美國投資受損最嚴重，而消費受到的影響相對較小，且在巨額財政補貼之下迅速復蘇，尤其網絡零售2季度單季增速高達44.4%，從而支撐消費和科技等行業繼續領漲。

消費偏弱水牛難繼。相比於美國消費的迅速復蘇，中國的消費表現偏弱，一直到8月份增速才勉強轉正，比美國的6月份轉正晚了兩個月。消費的表現偏弱，意味著消費有關行業的基本面並沒有市場預期的那麼樂觀。從利潤表現來看，今年醫療保健和信息科技行業的高利潤增速是建立在低基數的基礎之上，其真實的利潤水平僅與18年同期基本相當。因而近兩年的成長股牛市，其本質是利率下降帶來的估值水平大幅提升。但如今中國的利率水平已經大幅上升，這意味著部分成長股行業的高估值存在大幅下行的風險。

經濟復蘇週期崛起。在過去20年，歐日經濟長期停滯，美國經濟總量翻番，而中國經濟總量增長了10倍，歷史已經證明了中國經濟的成長性。我們認為，隨著都市化和都市圈的建設，地產週期仍有支撐，貨幣放水依然可以拉動房地產和相關經濟發展。這也是今年在4月份以後發生的現象，隨著社融增速的大幅回升，今年7/8兩個月的全國地產銷售額增速領跑各項經濟指標。而由於市場偏見的存在，金融地產等行業的估值位於歷史最低位，其下跌的空間不大，加上經濟復蘇盈利改善，這些行業在未來反而有獲得絕對收益的機會。

收入再升支出仍高，財政積極經濟向好——8月財政數據點評

財政收入增速再升。8月財政收入同比增速繼續回升至5.3%，創19年11月以來增速新高，其中中央（3.5%）收入增速略有回落，地方（6.9%）收入增速有所上行。稅收收入增速回升至7%，非稅收入增速降幅繼續收窄至-1.4%。財政收入增速回升主因經濟持續復蘇。

分項收入漲跌互現。8月主要收入項目中，去年同期低基數使得增值稅收入增速由負轉正；消費稅增速則有所回落；企業所得稅增速在低基數效應下明顯提升；個人所得稅增速高位略降；進口貨物增值稅、消費稅增速小幅回落，印證進口增速有所放緩；土地和房產相關稅收增速漲跌互現。

支出增速回落仍高。在去年同期基數走低的背景下，8月財政支出同比增速回落至8.7%，但仍在年內次高點，其中中央（-10.8%）支出增速降幅再度擴大，而地方（12.7%）支出增速自高位回落。支出增速處高位主要受到地方支出的支撐，新增財政資金直達基層有效保障地方財力。

債務付息繼續領跑。1-8月各項分項支出中，債務付息（13.6%）支出增速繼續領跑，而社保就業（10.9%）、衛生健康（5.4%）、農林水（2.7%）支出增速較高、緊隨其後，其餘各分項支出普遍錄得負增長，而支出增速較1-7月多數回升。

基金收入增速上行。8月政府性基金收入累計同比增速2.3%，較1-7月增速繼續上行，其中中央增速降幅收窄至-16.7%，地方增速繼續上行至3.5%，土地出讓收入增速有所回升至9%。

積極財政延續，經濟依然向好。受經濟持續改善所帶動，8月財政收入增速再升，而支出增速雖有回落，但也在年內次高點。由於疫情影響以及兩會召開時間的推遲，當前財政支出進度明顯慢于往年同期水平，根據政府預算安排，年內後四個月政府債券發行額度比去年同期多增1.5萬億，這意味著積極財政政策仍將延續，而經濟復蘇向好的勢頭也不會改變。

行業研究

保險：長端利率上行+“開門紅”預售，保險板塊估值向上空間打開

非銀行金融子行業近期表現：最近5個交易日（9月14日-9月18日）保險行業、多元金融行業、證券行業均跑贏滬深300指數。多元金融行業上漲3.73%，證券行業上漲3.86%，保險行業上漲8.01%，非銀金融行業上漲5.43%，滬深300指數上漲2.37%。

證券：9月交易量環比回落，同比上升明顯；8月券商行業淨利潤同比增長47%，環比下滑53%。1）截至9月18日，9月市場日均股基交易額8902億元，同比+50%，環比-19%。完成IPO 36家，募集資金308億元，增發17家，募集資金231億元。企業債發行268億元，公司債發行1675億元。滬深300指數2020年9月-1.64%，上證綜指-1.70%，創業板指數-4.85%，中債總全價指數-0.37%。2）中證協公佈券商行業8月財務經營情況，134家券商實現營業收入375億元，同比增40%，環比下降42%；實現淨利潤141億元，同比增47%，環比下降53%。從主要經營業務來看，代理買賣證券淨收入119億元，環比下降29%；證券承銷與保薦業務淨收入69億元，環比下降4%；財務顧問業務淨收入6億元，環比增2%；資管淨收入20億元，環比下降10%；證券投資收益95億元，環比下降65%。3）中性假設下預計2020年行業淨利潤同比+35%，預計經紀、投行、資本、資管中介、自營業務收入分別同比增長66%、66%、23%、18%、30%。4）目前（2020年9月18日）券商行業平均估值2.3x 2020E P/B，推薦低估值龍頭。

保險：長端利率上行+“開門紅”在即，資產端和負債端均有望持續改善，估值提升空間大。1）上市險企披露8月保費數據，中國平安新單保費仍承壓。五家上市險企8月單月壽險原保費收入同比小幅下滑0.9%，前八個月累計增長4.5%。中國平安個人業務新單保費8月單月繼續同比下滑11%，前八個月累計下滑14.5%。2）預計四季度人司將陸續啟動“開門紅”預售，考慮年金險產品相對吸引力提升和基數較低，2021年一季度保費有望高增長。中國人壽已推出“鑫耀東方”年金險，作為首個2021開門紅產品。3）十年期國債收益率穩步回升至3.1%左右，保險公司投資端壓力已顯著緩解。我們認為，未來隨著經濟持續復蘇，長端利率有望繼續上行，保險公司估值向上空間打開。4）2020年9月18日保險板塊估值0.67-1.23倍2020年P/EV，我們認為伴隨經濟復蘇，負債端和資產端的同時改善，將帶動保險板塊估值顯著修復。

多元金融：政策紅利時代已經過去，信託行業進入平穩轉型期。2018年以來信託行業資產規模逐季下滑，2020年二季度末信託資產合計21.3萬億元，同比-6%。其中信託報酬率和實際收益率較2019年回升明顯。2020二季度信託平均年化報酬率1.26%，同比+60bps；年化綜合實際收益率6.25%，同比+ 39%。

行業排序及重點公司推薦：行業推薦排序為證券>保險>信託>租賃。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

公用事業：8月電量增速提升，三季度煤電盈利仍好

8月電量增長明顯，9月電煤需求回落。據國家能源局，8月全社會用電量0.73萬億度，YOY+7.7%，較7月YOY+2.3%改善。據國家統計局，8月火電發電量YOY+6.2%，而7月YOY-0.7%，我們認為，9月秋汛，可能再度壓制火電產能利用率，同時也壓制煤炭需求，短期煤價上漲主要由於旺季後補庫存需求，故9月1-18日，秦港動力煤Q5500均價環比+2%（同比仍-2%），因此，我們預計火電三季度仍將改善。

秋汛接力夏汛，水電業績可期。據“長江電力”公眾號，9月17日2時，溪洛渡水庫入庫流量達到18200立方米每秒，迎來溪洛渡自2013年建庫以來最大洪峰。我們認為，這預示著今年秋汛或好於往年，水電發電量有望大增，業績可期。

國家電網剝離競爭性業務，市場化競爭格局下火電有望獲得更高收益。據國務院官網，9月17日國常會提出，加快電網企業剝離裝備製造等競爭性業務。我們認為，在短期，剝離將使電網旗下的供電生產等業務退出，減少發電企業的競爭壓力，有利於存量火電公司擴大市場份額。中長期，輸配電價更加透明，電源競爭完全市場化，火電有望憑藉其穩定性、低成本、調峰便利等優勢獲得更高收益。

新疆增量配電網可接入常規電源，夯實綜合能源服務基礎。據國網信通援引新疆發改委，新疆明確增量配電網作為公用電網的定位，與公用電網享受同等權利。允許增量配電網接入常規火電、風電、光伏、水電、儲能等各類電源。允許增量配電網內的電源和用戶，同等參與新疆電力市場化交易。據“愛能界”公眾號，改變過去增量配電網接入大電網再從大電網輸送並降壓的機制，有利於降低終端客戶的用電成本。我們認為，這種改變將培育增量配電網的客戶基礎，有利於後續綜合能源服務業務的開展。據“能源雜誌”公眾號援引國家電網預測，2020~2025年，我國綜合能源服務市場潛力將從0.5萬億~0.6萬億元增長到0.8萬億~1.2萬億元。增量配電網接入常規電源，將培育綜合能源服務成長的土壤，建議關注綜合能源服務領域的有力競爭者。

經濟轉型階段，火電有較好的消費屬性，估值應該修復。據“李導聊天室”公眾號，按照30年的服役期限計算，15歲以上火電機組共3.1億千瓦，可服役到2030年左右，即26%的火電機組未來十年的折舊成本或將大幅下降。我們認為，電力市場化改革提升了行業自主定價權，有助於提升行業估值，市場化的海外電力龍頭PE在15-20倍，國內估值5-15倍並不合理。長期看，我國電力需求仍有上漲空間，我們認為行業理應取得更好的估值。

風險提示。（1）疫情風險未完全解除，用電量增速的不確定性。（2）新能源和儲能等競爭性能源的不確定性。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團－海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮　閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢　閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。