粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究|大势研判

【粤开策略大势研判】券商股或起飞，行情与 2014 年下半年再度贴近

2020 年 09 月 20 日

分析师：殷越
执业编号：S0300517040001
电话：021-51782237
邮箱：yinyue@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略解盘】经济数据改善，指数继续反弹-0915》2020-09-15

《【粤开策略流动性专题】成交维持相对低位，周期性行业较为抗跌》2020-09-15

《【粤开策略解盘】量能不足，弱势整理-0916》2020-09-16

《【粤开策略解盘】北向资金活跃，市场持续筑底-0917》2020-09-17

《【粤开策略解盘】金融发力强势反弹，关注结构性机会-0918》2020-09-18

投资要点

大势研判：券商股或起飞，行情与 2014 年下半年再度贴近

2014 年 6 月底券商股启动，股指快速上涨 5、6 个交易日，而后横盘休整 20 多交易日。随后券商股再度活跃，带动股指再上台阶，又横盘 30 多个交易日后股指继续上行。**目前股指的启动节奏及做多主力板块与 2014 年趋于吻合，经济形势向好叠加改革预期，大金融板块有望持续发力，另外科技、消费等前期领涨主线在经历估值消化后具备反弹预期，在经济持续复苏势头下，市场短期趋势向好。**

上证指数未来上涨过程中还将面临双重阻力：第一阻力位在 9 月初指数向下调整的缺口处 3360 点区域，第二阻力位则处于前期市场高点 3458 点区域附近。地缘局势影响和海外扰动还未消散，其他因素还需谨慎观察。**待扰动因素进一步缓解，将增加 A 股突破阻力位的确定性。**

配置方向上，重点关注三条主线：(1)受益于经济持续复苏叠加我国资本市场深化改革的大金融板块；(2)具备长线投资价值的科技、消费板块；(3)具备盈利及估值双重催化的周期性板块。

金融板块具备拉升动力，助力市场反弹

周五券商股大涨，带领指数大幅反弹，沪指再度站上 3300 点上方。6 月下旬，金融股对强势行情的演绎起到了重要的推动作用，在重要关口，金融权重股的发力往往能够稳定市场情绪，助力指数上攻，**经济形势向好叠加行业并购重组预期，利好金融板块：**

宏观环境方面，多项经济数据表现亮眼，国内经济持续复苏的预期升温，对金融板块形成利好。**政策环境方面，资本市场改革持续深化，**监管层也在鼓励行业机构依法实现市场化并购重组，**对于金融机构而言，强强联合、走差异化发展道路将是大势所趋。事件催化方面，下周首批科创板 50ETF 基金将正式开售，有望为市场带来超过 200 亿元增量资金，在对金融板块形成利好的同时，也将对 A 股市场起到正向推动作用。**

盈利与估值赛跑，估值消化后科技、消费仍有空间

回顾 3 月下旬以来的市场走势，科技与消费股是领涨市场的主力。大致将市场的上行分为两个阶段：

第一阶段(3 月下旬-5 月下旬)：流动性改善+政策宽松。3 月下旬，海外流动性风险缓解，市场风险偏好提升；国内的疫情也逐步稳定，扩内需方向明确，政策环境宽松，**前期受疫情影响较大的可选消费、餐饮旅游等板块迎来复苏，前期由于流动性趋近明显回调的科技股，在此阶段弹性凸显。**

第二阶段(6 月上旬-7 月中旬)：政策宽松+经济修复+企业盈利改善。伴随着两会结束，政策进入兑现阶段，“内循环”战略布局下，政策环境有望持续宽松。国内经济持续复苏，供需两端均有回暖。企业盈利改善，尤其是科技成长类

的上市公司业绩表现亮点，**科技、消费板块表现持续强势。**

目前市场即将进入第三阶段，盈利与估值进行赛跑，估值消化后科技、消费仍有上升空间。经历了连续上涨之后，科技、消费等前期领涨板块的估值持续扩张，根据万得数据统计，按行业类别分类，截止 9 月 18 日，中信科技、消费行业的 2020 年预测 PEG 为分别为 2.19、1.50，**短期存在一定估值消化的需求。但另一方面，这也反映了市场愿意为此类板块的成长性给予一定的估值溢价，经过一段时间的估值消化后，估值与盈利的匹配度将重回合理区间，预计科技及消费板块的股价仍有上升空间。**

经济复苏势头向好，为反弹夯实基础

8 月经济数据与金融数据均表现亮眼，供需两端双双走强，国内经济强势复苏。经济数据全面向好，1-8 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 0.4%，增速实现由负转正；全国固定资产投资同比下滑 0.3%，较前值继续收窄 1.3 个百分点；8 月份社消零售增速 0.5%，年内首次实现正增长。**8 月经济数据延续修复，结构上有所改善。我国经济的内生动力正在逐步修复，叠加前期宽松政策具备一定滞后性，后续经济大概率将延续复苏态势。**

8 月社融规模增量为 3.58 万亿元，同比增长 1.39 万亿元，人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比增长 694 亿元，超出市场预期。**从过往的历史看，社融作为领先指标，往往先于经济企稳反弹。在较高的社融新增量带动下，社融存量增速达到 13.3%的年内高点，为后续经济的持续复苏释放了积极信号。**

配置方向：关注消费科技、周期、大金融三条主线

（一）大金融板块，重点关注券商、金融科技、保险。受益于经济持续复苏叠加我国资本市场深化改革的持续推进，券商行业具备政策与盈利的双重催化，优先关注**综合实力出众的头部券商和差异化特色鲜明的中小型券商，创新型业务的展开需要配套设施的完善，金融科技迎来发展机遇。**《保险资产管理产品管理暂行办法》配套细则规定，组合类产品取消 25%的限制，新增个人投资者，债权融资方面拓宽了企业的融资渠道，股权融资方面放松了投资范围的限制，**资产端与负债端有望合力推动保险行业的估值修复。**

（二）估值消化后，消费和科技股具备长线投资价值。在本轮估值消化过程中，消费和科技这类基金布局较多、前期涨幅较大的品种经历了大幅调整，**待估值进入合理区间之后，具备反弹动力。**

双节临近，一方面国庆黄金周是传统的消费旺季，有助于消费的提振，另一方面各地促消费政策也有望密集出台，对消费板块形成政策催化，**可关注酒店、旅游、交运、餐饮、娱乐等板块的投资机会。**

随着美股前期风险的释放，以及科创 50ETF 基金即将发售注入增量资金，长期景气上行的科技板块有望再度走强，另外从市场情绪方面看，随着市场人气的再度聚集，弹性较强的科技板块也将重获资金青睐。

（三）周期股具备盈利及估值双重催化。经济景气度不断回升，经济复苏有望延续，**传统周期行业的盈利具备改善的预期。**从估值的角度来看，**周期行业的整体估值相对较低，具备一定的估值修复空间，建筑、采掘、钢铁等行业有望优先受益。**

风险提示：经济超预期下行，政策推进不及预期，外围环境超预期走弱

目 录

一、金融板块具备拉升动力，助力市场反弹 4
二、盈利与估值赛跑，估值消化后科技、消费仍有空间 4
三、经济复苏势头向好，为反弹夯实基础 6
四、大势研判：券商股或起飞，行情与 2014 年下半年再度贴近 7
（一）大金融板块，重点关注券商、金融科技、保险 8
（二）估值消化后，消费和科技股具备长线投资价值 8
（三）周期股具备盈利及估值双重催化 9

图表目录

图表 1： 年初以来的行情走势 5
图表 2： 中信消费、科技行业估值变化 6
图表 3： 社融规模存量同比变化 7
图表 4： 沪指上方面临双重阻力 8

核心观点：

2014 年 6 月底券商股启动，股指快速上涨 5、6 个交易日，而后横盘休整 20 多交易日。随后券商股再度活跃，带动股指再上台阶，又横盘 30 多个交易日后股指继续上行。**目前股指的启动节奏及做多主力板块与 2014 年趋于吻合，经济形势向好叠加改革预期，大金融板块有望持续发力，另外科技、消费等前期领涨主线在经历估值消化后具备反弹预期，在经济持续复苏势头下，市场短期趋势向好。**

上证指数未来上涨过程中还将面临双重阻力：第一阻力位在 9 月初指数向下调整的缺口处 3360 点区域，第二阻力位则处于前期市场高点 3458 点区域附近。地缘局势影响和海外扰动还未消散，其他因素还需谨慎观察。待扰动因素进一步缓解，将增加 A 股突破阻力位的确定性。

配置方向上，重点关注三条主线：（1）受益于经济持续复苏叠加我国资本市场深化改革的大金融板块；（2）具备长线投资价值的科技、消费板块；（3）具备盈利及估值双重催化的周期性板块。

一、金融板块具备拉升动力，助力市场反弹

周五券商股大涨，带领指数大幅反弹，沪指再度站上 3300 点上方。6 月下旬，金融股对强势行情的演绎起到了重要的推动作用，在重要关口，金融权重股的发力往往能够稳定市场情绪，助力指数上攻，**经济形势向好叠加行业并购重组预期，利好金融板块：**

宏观环境方面，多项经济数据表现亮眼，国内经济持续复苏的预期升温，对金融板块形成利好。

政策环境方面，资本市场改革持续深化，监管层也在鼓励行业机构依法实现市场化并购重组，对于金融机构而言，强强联合、走差异化发展道路将是大势所趋。

事件催化方面，下周首批科创板 50ETF 基金将正式开售，有望为市场带来超过 200 亿元增量资金，在对金融板块形成利好的同时，也将对 A 股市场起到正向推动作用。

二、盈利与估值赛跑，估值消化后科技、消费仍有空间

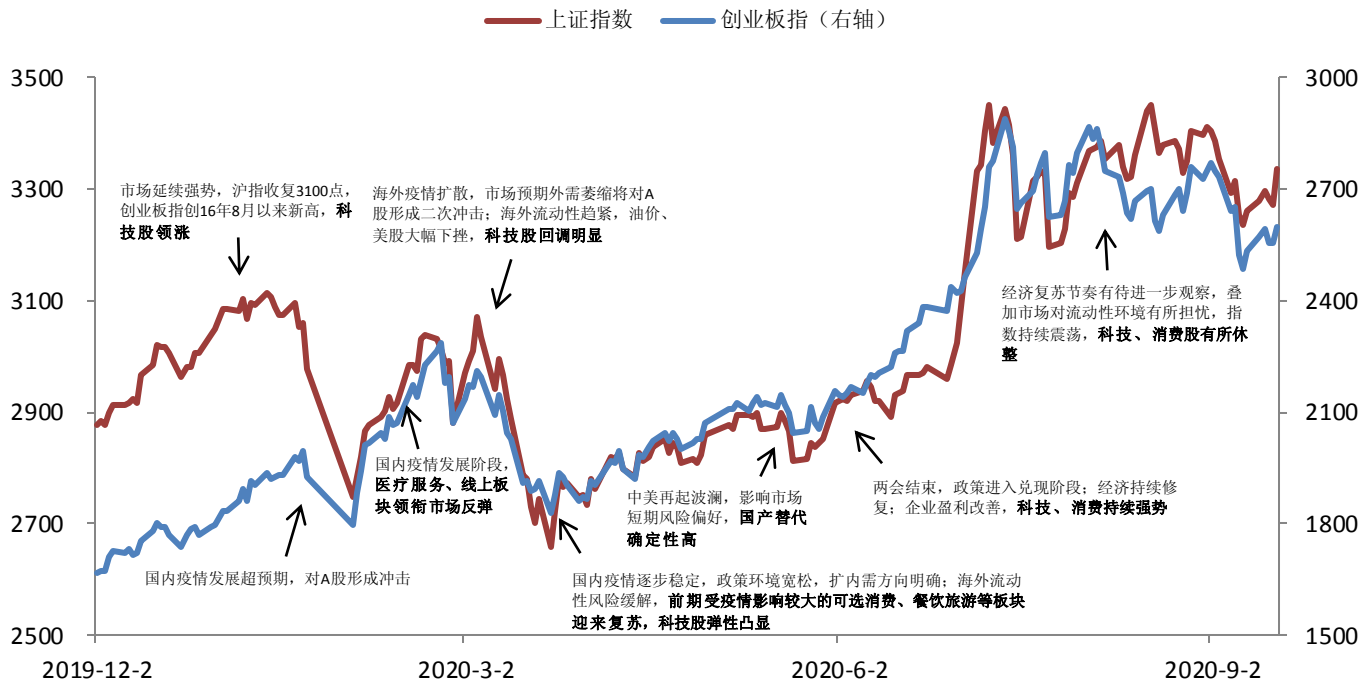
回顾 3 月下旬以来的市场走势，科技与消费股是领涨市场的主力。我们大致将市场的上行分为两个阶段：

第一阶段（3 月下旬-5 月下旬）：流动性改善+政策宽松。3 月初，海外疫情出现扩散，市场预期外需萎缩对 A 股形成二次冲击，外部环境方面，海外流动性趋紧，风险资产及避险资产齐跌，油价、美股大幅下挫，联动效应下 A 股出现大幅回调，**这一阶段科技股回调明显。**到 3 月下旬，海外流动性风险缓解，市场风险偏好提升；国内的疫情也逐步稳定，扩内需方向明确，政策环境宽松，**前期受疫情影响较大的可选消费、餐饮旅游等板块迎来复苏，科技股弹性凸显。**

第二阶段（6 月上旬-7 月中旬）：政策宽松+经济修复+企业盈利改善。伴随着两会结束，政策进入兑现阶段，“内循环”战略布局下，或将从供需两端及金融领域构建“内循环”

新格局，政策环境有望持续宽松。经济数据持续修复，国内经济持续复苏，供需两端均有回暖。企业盈利改善，尤其是科技成长类的上市公司业绩表现亮点，**科技、消费板块表现持续强势。**

图表1：年初以来的行情走势



资料来源:wind、粤开证券研究院

目前市场即将进入第三阶段，盈利与估值进行赛跑，估值消化后科技、消费仍有上升空间。经历了连续上涨之后，科技、消费等前期领涨板块的估值持续扩张，根据万得数据统计，按行业类别分类，截止 9 月 18 日，中信科技、消费行业的 2020 年预测 PEG 为分别为 2.19、1.50，**短期存在一定估值消化的需求。但另一方面，这也反映了市场愿意为此类板块的成长性给予一定的估值溢价，经过一段时间的估值消化后，估值与盈利的匹配度将重回合理区间，预计科技及消费板块的股价仍有上升空间。**

图表2：中信消费、科技行业估值变化



资料来源：wind、粤开证券研究院

三、经济复苏势头向好，为反弹夯实基础

8 月经济数据与金融数据均表现亮眼，经济复苏势头向好。

供需两端双双走强，国内经济强势复苏。经济数据全面向好，8 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，较前值提升 0.8 个百分点；1-8 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 0.4%，增速实现由负转正。1-8 月份全国固定资产投资同比下滑 0.3%，较前值继续收窄 1.3 个百分点。8 月份社消零售增速 0.5%，年内首次实现正增长。8 月经济数据延续修复，制造业出现了明显回暖，结构上有所改善。**我国经济的内生动力正在逐步修复，供需两端双双走强，叠加前期宽松政策具备一定滞后性，后续经济大概率将延续复苏态势。**

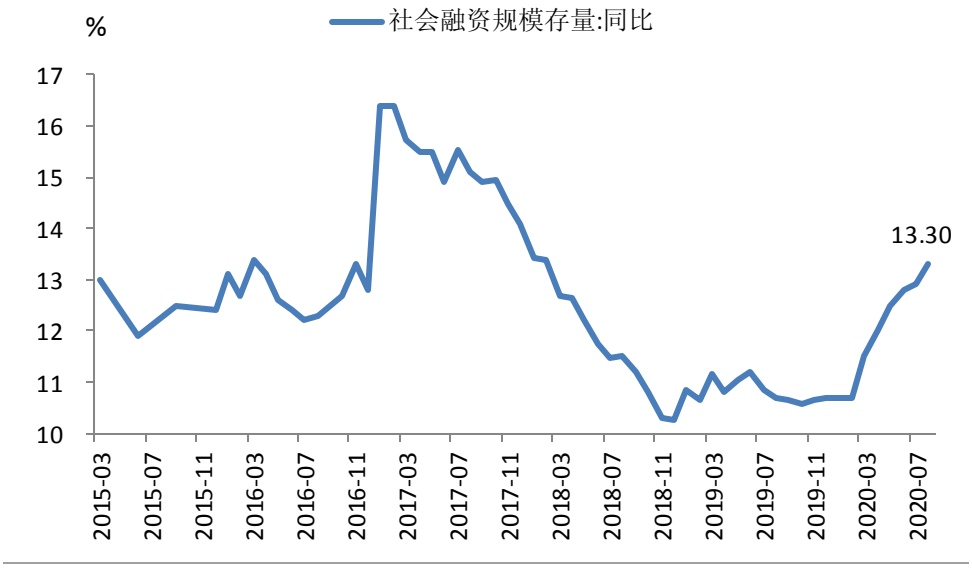
8 月社融规模增量为 3.58 万亿元，同比增长 1.39 万亿元，人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比增长 694 亿元，超出市场预期。**从过往的历史看，社融作为领先指标，往往先于经济企稳反弹。**

（1）2009 年 1 月，新增信贷创下 1.6 万亿的天量（当时的信贷情况几乎可以近似为社融），比上一年同期几乎翻倍，也成为引爆 2009 年市场行情的关键点，2009 年三季度经济触底回升。

（2）2015 年 3 季度，社融增速触底回升，从二季度的 11.9%升至三季度的 12.5%，2016 年一季度经济触底反弹。

（3）2018 年 4 季度，社融增速企稳反弹，2019 年国内经济 L 型持续筑底，反映到企业盈利方面，2018 年底，我国逐渐步入盈利周期底部，2019 年上市公司业绩显现回暖迹象。**在较高的社融新增量带动下，社融存量增速达到 13.3%的年内高点，为后续经济的持续复苏释放了积极信号。**

图表3：社融规模存量同比变化



资料来源：wind、粤开证券研究院

四、大势研判：券商股或起飞，行情与 2014 年下半年再度贴近

2014 年 6 月底券商股启动，股指快速上涨 5、6 个交易日，而后横盘休整 20 多交易日。随后券商股再度活跃，带动股指再上台阶，又横盘 30 多个交易日后股指继续上行。**目前股指的启动节奏及做多主力板块与 2014 年趋于吻合，经济形势向好叠加改革预期，大金融板块有望持续发力，另外科技、消费等前期领涨主线在经历估值消化后具备反弹预期，在经济持续复苏势头下，市场短期趋势向好。**

上证指数未来上涨过程中还将面临双重阻力：第一阻力位在 9 月初指数向下调整的缺口处 3360 点区域，第二阻力位则处于前期市场高点 3458 点区域附近。地缘局势影响和海外扰动还未消散，其他因素还需谨慎观察。待扰动因素进一步缓解，将增加 A 股突破阻力位的确定性。

图表4：沪指上方面临双重阻力



资料来源:wind、粤开证券研究院

配置方向上，重点关注三条主线：(1)受益于经济持续复苏叠加我国资本市场深化改革的大金融板块；(2)具备长线投资价值的科技、消费板块；(3)具备盈利及估值双重催化的周期性板块。

（一）大金融板块，重点关注券商、金融科技、保险

受益于经济持续复苏叠加我国资本市场深化改革的持续推进，券商行业具备政策与盈利的双重催化，优先关注**综合实力出众的头部券商和差异化特色鲜明的中小型券商，创新型业务的展开需要一系列配套设施的完善，金融科技迎来发展机遇。**

《保险资产管理产品管理暂行办法》配套细则规定，组合类产品取消 25%的限制，新增个人投资者为发行对象，债权融资方面拓宽了企业的融资渠道，股权融资方面放松了投资范围的限制，**资产端与负债端有望合力推动保险行业的估值修复。**

（二）估值消化后，消费和科技股具备长线投资价值

在本轮估值消化过程中，消费和科技这类基金布局较多、前期涨幅较大的品种经历了大幅调整，**待估值进入合理区间之后，具备反弹动力。**

双节临近，一方面国庆黄金周是传统的消费旺季，有助于消费的提振，另一方面各地促消费政策也有望密集出台，对消费板块形成政策催化，**可关注酒店、旅游、交运、餐饮、娱乐等板块的投资机会。**

随着美股前期风险的释放，以及科创 50ETF 基金即将发售注入增量资金，长期景气上行的科技板块有望再度走强，另外从市场情绪方面看，随着市场人气的再度聚集，弹性较强的科技板块也将重获资金青睐。

（三）周期股具备盈利及估值双重催化

经济景气度不断回升，经济复苏有望延续，**传统周期行业的盈利具备改善的预期。**从估值的角度来看，**周期行业的整体估值相对较低，具备一定的估值修复空间，建筑、采掘、钢铁等行业有望优先受益。**

分析师简介

殷越，上海财经大学硕士，2017 年加入粤开证券，现任首席市场分析师、新三板研究负责人。证书编号：S0300517040001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com