热门行业还能配置吗？除此之外还可配什么？

■ **A 股短期疲弱，但下行空间有限。**我们认为短期市场的大幅波动，更多是市场在高估值环境下的定价再平衡体现。定性而言，A 股短期的波动更多属于对前期高估值的定价再平衡，预计下行空间有限。本文将从盈利与估值角度出发，结合当前市场环境与行业比较，发掘配置机会。

■ **盈利未来弱复苏，关注周期行业表现。**消费、医药盈利仍然维持强劲增长态势，而值得注意的是，虽然轻工制造、房地产、有色金属等偏周期性行业二季度盈利同比负增长，但市场对该类行业的盈利预期转正，反映出市场对该类周期性行业的后市盈利乐观预期。

■ **热门行业整体高估，周期行业均衡估值或更优。**从行业估值分位数来看，当前热门行业基本都处于自身历史极高水平，以食品饮料、休闲服务、医药生物等为代表。站在现在时点上，配置该类热门行业或不具备明显性价比，且将承担高估值下的高波动风险，建议可关注估值相对均衡的行业，以机械设备、轻工制造、建筑材料等周期行业为代表。

■ **配置策略：建议关注两方面。**其一，可关注部分周期行业的潜在机会。在盈利-估值维度下，可关注处于第四象限的行业，即估值相对较低、业绩较好的行业，如机械设备等；其二，可关注中长期主线行业的左侧机会，以科技、消费等行业为代表。当前该类行业在市场震荡中表现疲弱，投资者可关注期间可能产生的左侧机会，站在中长期的维度来看，估值调整过程中的左侧机会，不失为中长期布局的良机。

朱肖炜
资本市场研究员
☎：0755-83169193
alphonsezhu@cmbchina.com

刘东亮
资本市场研究所所长
☎：0755-82956697
✉：liudongliang@cmbchina.com

目录

一、A 股短期表现疲弱，但料下行空间有限 1
二、从盈利观后市：未来弱复苏，关注周期行业表现 2
三、从估值看状态：热门行业整体高估，周期行业均衡估值或更优 4
四、配置策略：关注低估绩优周期，及中长期主线行业的左侧机会 5

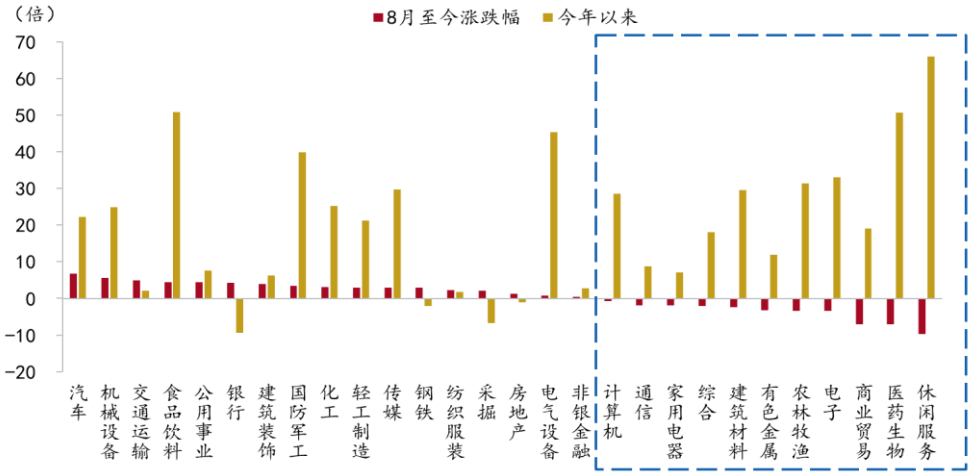
图目录

图 1：行业涨跌幅表现 1
图 2：全 A 市盈率通道 1
图 3：A 股（剔金融两油）净利润同比增速 2
图 4：全 A（剔金融两油）杜邦拆解 2
图 5：PPI 后市预期走势 3
图 6：全 A 净利润 2020 年预期表现 3
图 7：行业盈利同比及盈利预期情况 3
图 8：2020Q2 一级行业（GICS）PB-ROE 情况 4
图 9：一级行业（申万）估值分位数情况 5
图 10：机械设备当前 PE 对应未来一年收益率 5
图 11：轻工制造当前 PE 对应未来一年收益率 5
图 12：盈利-估值框架 6

一、A 股短期表现疲弱，但料下行空间有限

近一个季度以来，A 股经历了显著先扬后抑的走势。步入 9 月，指数更是出现显著调整，市场风格也在短期内发生了一定程度的变化，不论是从板块还是行业上看，前期相对强势的板块/行业近期出现不同程度的调整，而相对弱势的板块则表现出韧性。

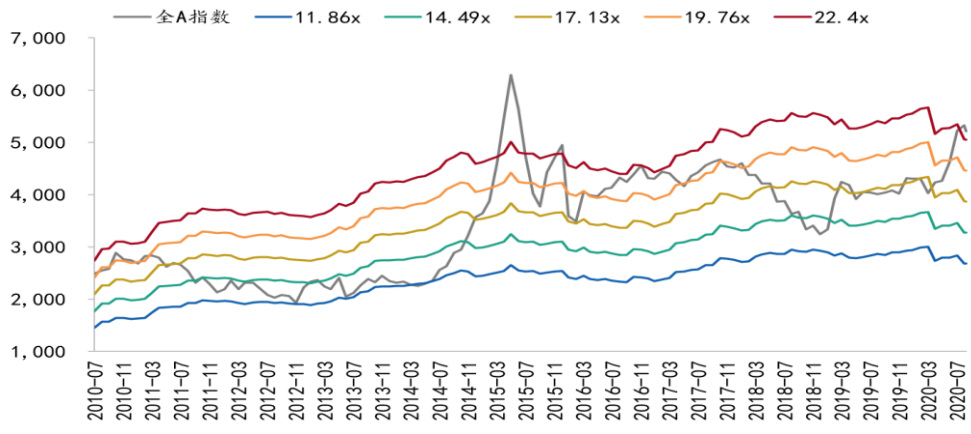
图 1：行业涨跌幅表现



资料来源：Wind、招商银行研究院

我们认为短期市场的大幅波动，更多是市场在高估值环境下的定价再平衡体现。考察 A 股整体表现，不难发现虽然短期指数振幅较大，但是估值仍然处于较高水平，截止 9 月上旬，全 A 市盈率为 23x，处历史 96 分位数水平，此外，不论是按照历史 17x 中枢，还是按照当前市场一致性预期给予 2020 年全 A 指数估值 19x 的预期来看，当前全 A 估值水平也属于超越预期中枢的状态。

图 2：全 A 市盈率通道



资料来源：Wind、招商银行研究院

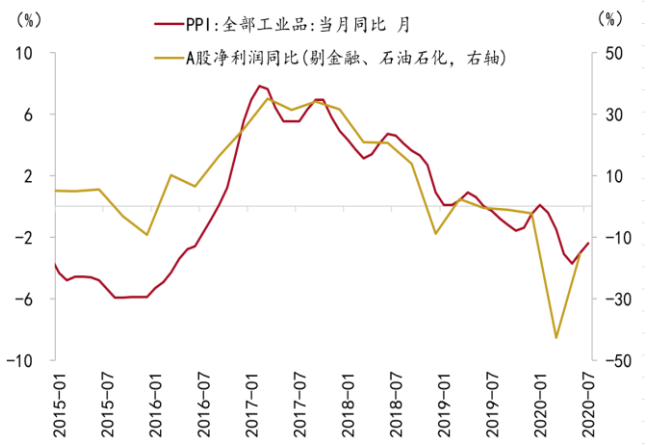
展望未来，考虑到 3-4 季度企业盈利有望持续修复，基本面的逐步企稳，将为指数的表现奠定基础，也有望成为对抗外部冲击的“减震器”。**因此，定性而言，A 股短期的波动更多属于对前期高估值的定价再平衡，预计下行空间有限。**

从策略上看，前期热门行业是否还能配置、除了热门行业之外还能配置哪些类型行业已成为市场当前比较关注的主题，本文将从盈利与估值角度出发，结合当前市场环境与行业比较，发掘配置机会。

二、从盈利观后市：未来弱复苏，关注周期行业表现

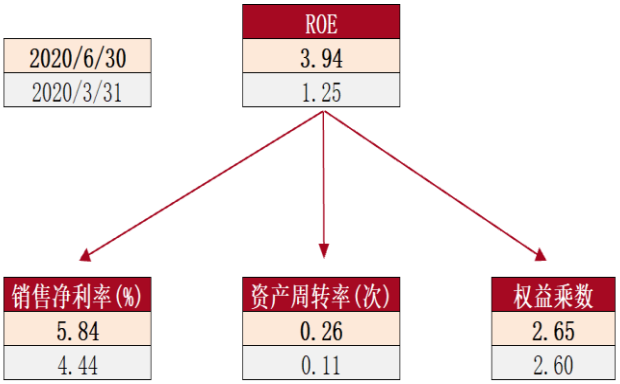
从 A 股财报披露情况看，二季度 A 股上市公司整体盈利跌幅大幅收窄，反映出疫情冲击之后，企业快速复工复产，盈利增速大幅修复。通过杜邦拆解，不难发现盈利增速大幅修复的背后，主要是由上市公司量价齐升推动，杠杆率并未出现大幅抬升，反映出上市公司经营状况较一季度有了比较明显的好转。

图 3：A 股（剔金融两油）净利润同比增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

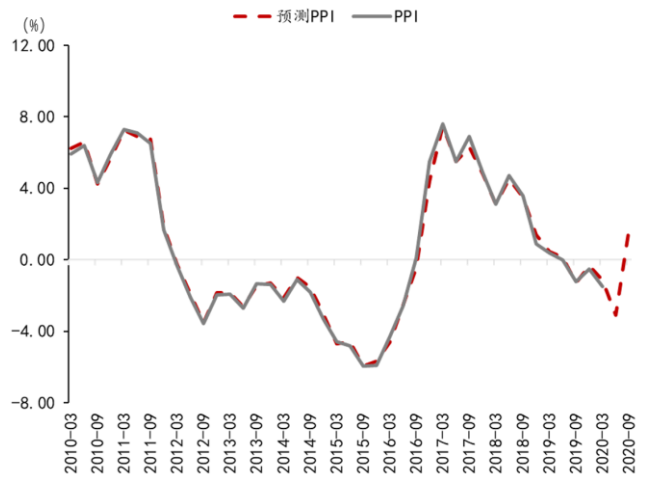
图 4：全 A（剔金融两油）杜邦拆解



资料来源：Wind、招商银行研究院

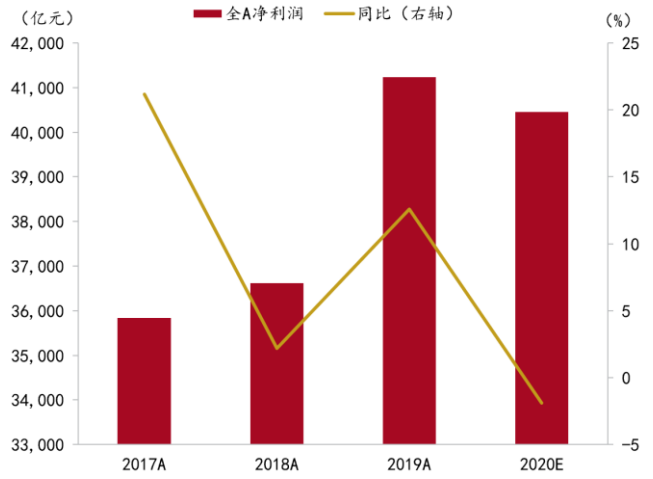
展望未来，A 股下半年盈利修复有望延续，但更多将是弱复苏格局。从市场一致性预期来看，全年盈利预期同比较去年下降约 2%。未来需要关注在盈利修复的过程中，疫情再度爆发等冲击盈利预期的风险事件。

图 5：PPI 后市预期走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

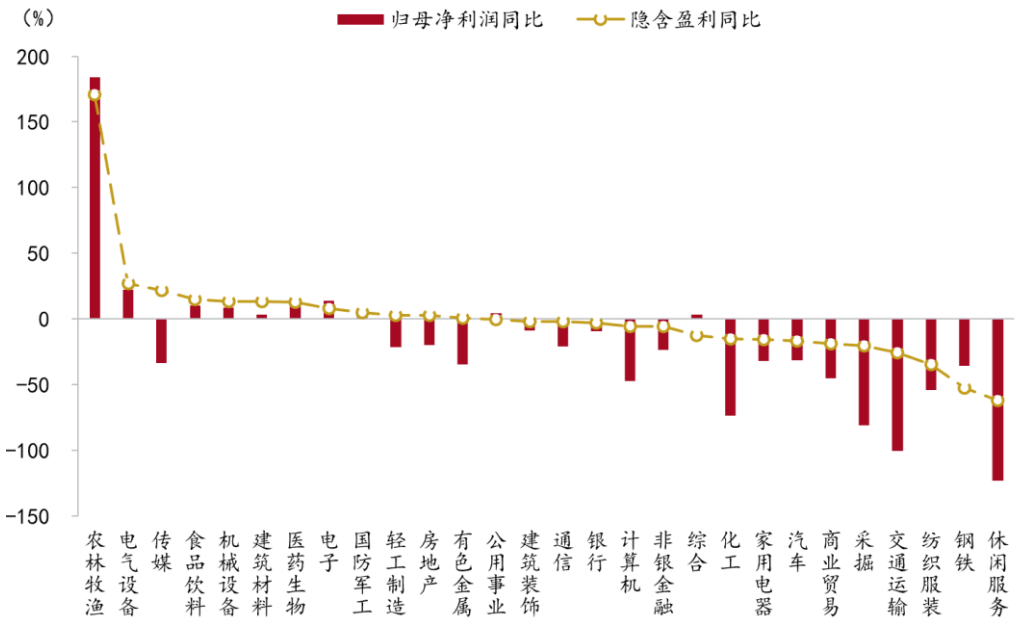
图 6：全 A 净利润 2020 年预期表现



资料来源：Wind、招商银行研究院

从行业上看，消费、医药盈利仍然维持强劲增长态势，**而值得注意的是，虽然轻工制造、房地产、有色金属等偏周期性行业二季度盈利同比负增长，但市场对该类行业的盈利预期转正，反映出市场对该类周期性行业的后市盈利乐观预期。**

图 7：行业盈利同比及盈利预期情况

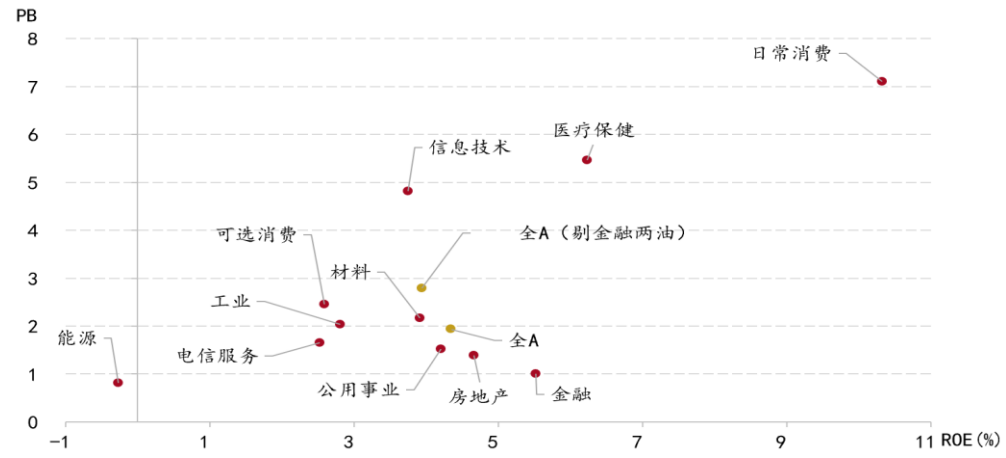


资料来源：Wind、招商银行研究院

三、从估值看状态：热门行业整体高估，周期行业均衡估值或更优

二季度之后行业结构性分化仍然明显。按照 GICS 一级行业分类，日常消费、医疗保健、金融、地产四大行业 ROE 水平超越全 A，表现出优异的盈利能力，而能源业由于疫情冲击较大，ROE 表现为负，市场对应也给予较低的估值。

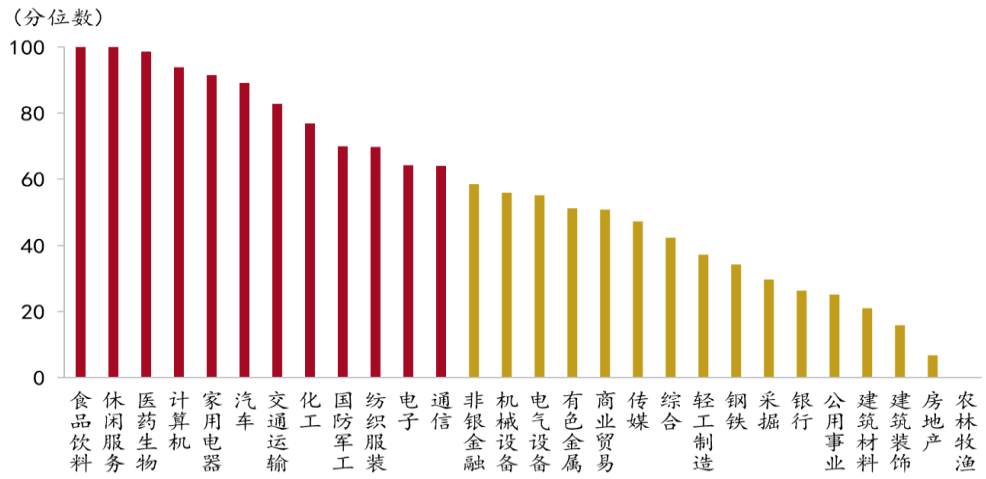
图 8：2020Q2 一级行业（GICS）PB-ROE 情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

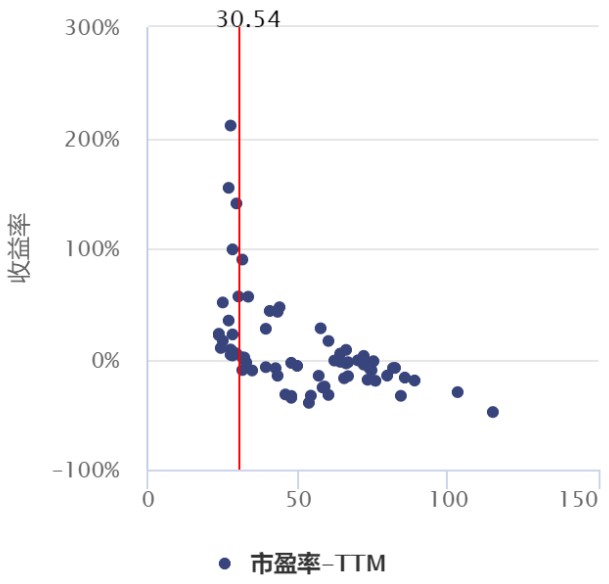
从行业估值分位数来看，当前热门行业基本都处于自身历史极高水平，以食品饮料、休闲服务、医药生物等为代表。**站在现在时点上，配置该类热门行业或不具备明显性价比，且将承担高估值下的高波动风险，建议可关注估值相对均衡的行业，以机械设备、轻工制造、建筑材料等周期行业为代表。**

图 9：一级行业（申万）估值分位数情况



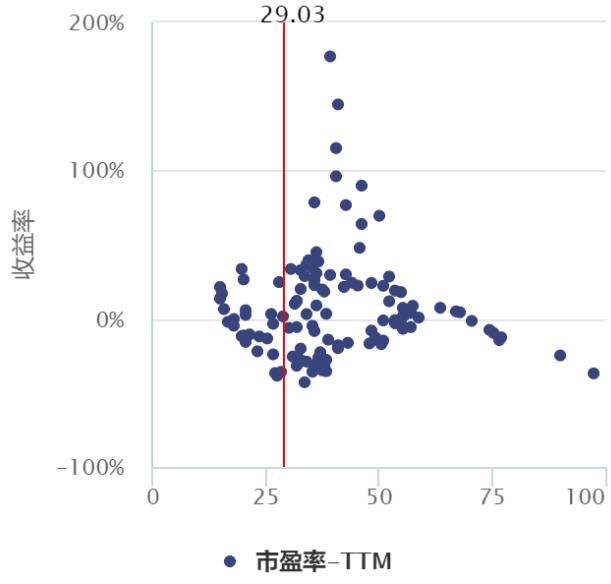
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：机械设备当前 PE 对应未来一年收益率



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 11：轻工制造当前 PE 对应未来一年收益率



资料来源：Wind、招商银行研究院

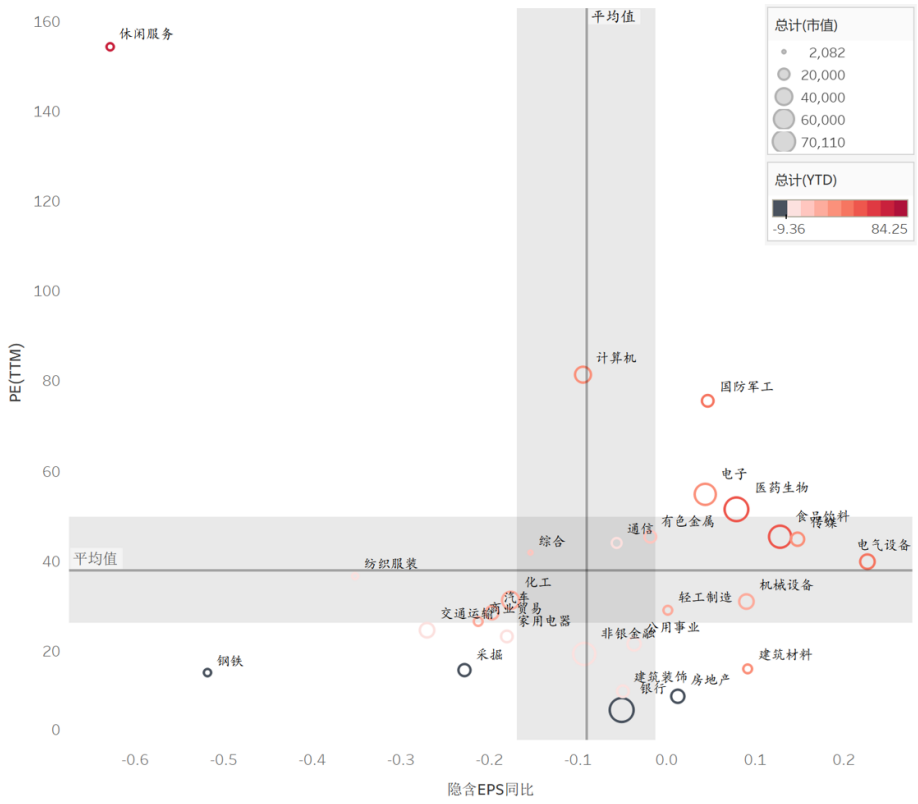
四、配置策略：关注低估绩优周期，及中长期主线行业的左侧机会

当前指数处于估值调整的状态，虽然短期表现疲弱，但我们判断在基本面逐步回暖的背景下，指数下行空间有限。因此对于新进资金而言，结合上文盈利与估值分析，建议可关注两方面机会：

其一，可关注部分周期行业的潜在机会。在盈利-估值维度下，可关注处于第四象限的行业，即估值相对较低、业绩较好的行业，如机械设备、轻工制造等。一方面，当前该类行业估值相对热门行业较为均衡，具备估值相对优势；另一方面，从市场一致性预期来看，全年盈利也有望保持较快速度正增长。整体而言，该类行业更偏周期。

其二，可关注中长期主线行业的左侧机会，以科技、消费等行业为代表。科技、消费行业为今年以来热门行业之一，估值大部分处于自身历史最高水平，虽然盈利增速向好，但过高的估值不仅意味着更高的波动性，也意味着从配置性价比上来看并不具备明显优势。当前该类行业在市场震荡中表现疲弱，投资者可关注期间可能产生的左侧机会，站在中长期的维度来看，估值调整过程中的左侧机会，不失为中长期布局的良机。

图 12：盈利-估值框架



资料来源：Wind、招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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，未经招商银行书面授权，本研究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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇