2020 年 09 月 15 日
策略类●证券研究报告

我们关于风格变化的思考（系列 2）

主题报告

中报隐含的风格变化逻辑

分析师 谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20377198

分析师 李蕙
SAC 执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsc.cn

投资要点

- 我们在报告《风格变化思考系列 1：行业分化达到极值》一文中曾经提示到，截止到今年 6-7 月，从估值和资金配置角度来看，风格变化已经具备实际发生的前提条件。

- 我们可以观察到，从资金流向上，7 月至今 A 股市场以金融周期为代表的低估值板块关注度较此前有明显升温。展望四季度，我们倾向于认为，四季度发生风格变化的概率正在上升。

- 复盘 2013 年至今的历史行情来看，共有三段较为明显的风格变化，即：2014 年四季度，投资风格从 2013 年显著的科技消费结构性行情向金融周期板块进行切换；2016 年四季度，投资风格从 2015-2016 年初惯性延续的科技偏好向以金融周期为代表的白马蓝筹股切换；2019 年三四季度，投资风格从 2017-2018 年以金融周期为代表的白马蓝筹股行情向科技消费板块切换。**而三段风格变化都呈现出一个明显的业绩共性特征，即风格变化之前的投资主线板块，在最新的财报中表现并不十分理想，或行业业绩增速放缓、或行业比较成长优势下降。**

- 结合历史复盘经验推测，基于 2020 年中期财报，可能已经具备风格变化的业绩条件，即科技消费主线板块的比较优势可能正在下降。1）20Q2 科技消费板块收入和净利润增速的提升幅度并未高于周期板块；净利润同比增速比较来看，消费板块 2020H1 较 2020Q1 提升幅度为 17.8 个百分点、科技板块为 30.8 个百分点、周期板块为 22 个百分点；并未显现出显著差异；2）偏周期性行业 Q2 资产周转率提升可能更为明显，供需两端恢复较好；3）周期板块中 Q2 业绩改善的上市公司占比更高，不论是上市公司正增长公司数量占比提升幅度，还是业绩边际改善的公司数量占比；4）展望来看，在华为禁令、及宏观层面上工业体系持续较消费体系呈现更强复苏的背景下，可能科技消费比较优势短期面临进一步下降。

- **四季度板块配置建议：增配低估值周期金融核心品种。**我们认为，风格变化的多个前提条件可能已经得到满足，包括业绩、估值分化和资金配置分化。四季度，A 股市场发生较为明显的风格变化概率正在上升，以周期金融为代表的低估值板块配置价值预计将凸显。其中，对于具备业绩支撑且估值匹配度相对较优的公用事业、机械设备、交运、汽车、精细化工等行业，建议重点关注；对于四季度需求可能出现拉动的采掘、有色等行业，建议适当关注。

- **风险提示：**经济持续复苏预期被打破、今年冬季国内疫情超预期爆发、中美、中印关系恶化超出预期、及其他系统性风险。

相关报告

恐慌情绪得到快速释放，短期或逐渐趋向稳定-策略周报 2020-09-13

短期“恐高”情绪或有蔓延，分化继续-策略周报 2020-09-06

情绪暂时回暖，后市突破还需主线明朗-策略周报 2020-08-30

静待业绩和注册制开市等不确定性落地-策略周报 2020-08-23

分歧凸显，市场需要重新达成共识-策略周报 2020-08-16

内容目录

一、复盘过去风格变化发生时期的业绩背景 5
（一）2014 年风格变化：科技消费成长增速出现放缓 6
（二）2016 年风格变化：科技板块比较成长优势下降 7
（三）2019 年风格变化：偏周期类行业增长动能减弱 9
（四）复盘总结 11
二、2020 年中期盘点：可能已经具备风格变化的业绩条件 11
（一）总体上二季度经济复苏逻辑得到验证 11
（二）但 20Q2 科技消费主线板块业绩比较优势可能出现下降 12
1、Q2 科技消费板块收入和净利润增速的提升幅度并未高于周期板块 12
2、偏周期性行业 Q2 资产周转率提升可能更为明显 12
3、周期板块中 Q2 业绩改善的上市公司占比更高 13
三、结合下半年展望，科技消费业绩比较优势或继续回落 14
（一）华为禁令是科技板块难以忽视的短期风险 14
（二）国内工业较消费持续更强的复苏凸显周期板块的比较优势 15
四、科技消费相对金融周期估值分化依旧在极值区域 17
五、四季度板块配置建议：增配低估值周期金融核心品种 19
六、风险提示 21

图表目录

图 1：融资净买入额（2020 年 7 月至 2020 年 9 月 9 日） 4
图 2：陆股通资金净流入（2020 年 7 月至 2020 年 9 月 9 日） 4
图 3：沪深 300 指数走势并未显著优于深 100（科技和消费构成） 5
图 4：沪深 300 指数走势并未显著优于创业板指 5
图 5：沪深 300 指数和创业板指数对比图 6
图 6：A 股上市公司 Q2 营业收入增速明显回升 11
图 7：A 股上市公司 Q2 净利润增速明显回升 11
图 8：工业体系复苏力度持续高于社零 16
图 9：挖掘机销量保持较高增速 16
图 10：7 月开始水泥价格开始反弹 16
图 11：日均钢材产量重心依旧在拔高 17
图 12：钢材库存下降，可能重新进入补库周期 17
图 13：机械设备与计算机行业估值对比 17
图 14：机械设备与电子行业估值对比 17
图 15：非银金融与计算机行业估值对比 18
图 16：非银金融与电子行业估值对比 18
图 17：机械设备与食品饮料估值对比 18
图 18：机械设备与医药生物估值对比 18
图 19：非银与食品饮料估值对比 18
图 20：非银与医药生物估值对比 18
图 21：机械行业 PE 估值处于历史中枢附近 21
图 22：公用事业行业 PE 估值处于历史中枢之下 21
图 23：交运行业 PE 估值处于中枢下方 21

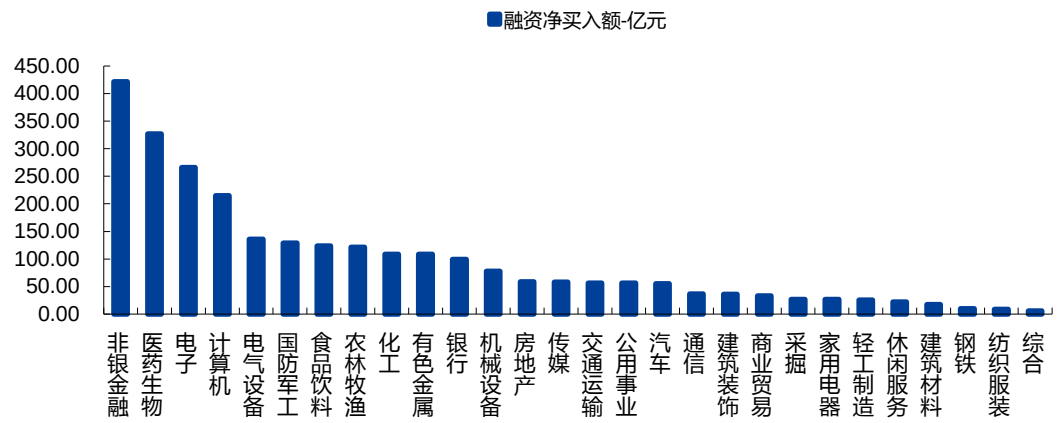
图 24：汽车行业 PE 估值 21

表 1：2014H1 净利润同比增速边际下滑排名前 15 位行业 7
表 2：2013 年净利润同比增速边际提升排名前 15 位行业 7
表 3：2016H1 净利润同比增速边际提升排名前 15 位行业 8
表 4：2015 年较 2014 年净利润增速边际变化靠前和靠后的行业列表 9
表 5：2019H1 净利润同比增速边际提升排名前 15 位行业 10
表 6：2018 年较 2018 年上半年净利润增速边际变化靠前和靠后的行业列表 10
表 7：不同属性的大类板块 2020H1 业绩增速及业绩边际改善幅度对比 12
表 8：2020Q2 资产周转率边际提升幅度排名靠前的行业 13
表 9：行业上市公司实现业绩改善的概率 13
表 10：华为已经披露的国内核心供应商名单（不完全统计） 15
表 11：汽车细分行业 20Q2 业绩：汽车整车表现尤为突出 19
表 12：机械设备细分行业 20Q2 业绩：通用机械和专用设备表现尤为突出 19
表 13：公用事业行业 20Q2 业绩：电力、燃气等细分板块表现更为突出 19
表 14：交运行业 20Q2 业绩：航运、物流、航空业绩改善潜力相对凸显 20
表 15：化工行业 20Q2 业绩：以塑料为代表的精细化工、化工材料类业绩改善潜力更高 20

我们在报告《风格变化思考系列 1：行业分化达到极值》一文中曾经提示到，假设将 A 股上市公司根据行业属性划分为科技、消费、周期、金融四大类，截止到今年 6-7 月，金融周期相对于科技消费的估值分化已经达到历史极值，同时，金融周期相对于科技消费的持仓分化也接近历史极值区域。可以说，在今年 6-7 月，从估值和资金配置角度来看，风格变化已经具备实际发生的前提条件。

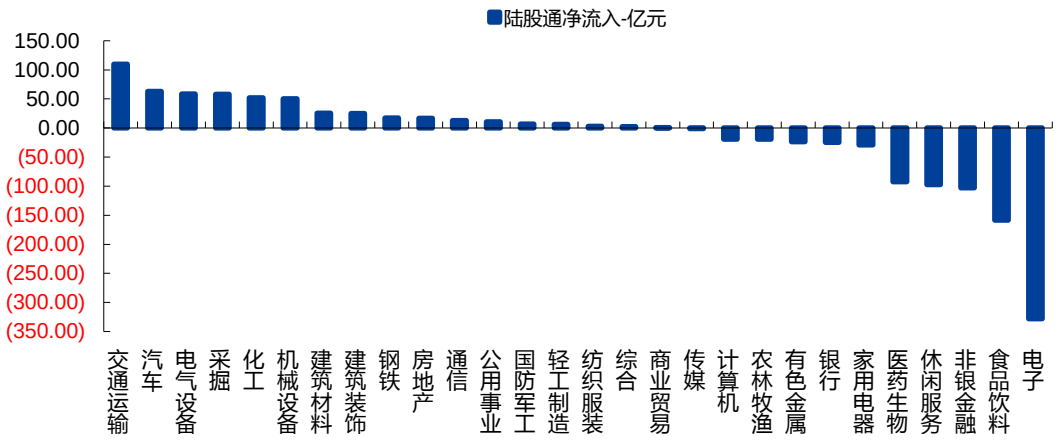
当前，已经过去了约 2 个月时间，我们可以明显观察到，A 股市场以金融周期为代表的低估值板块关注度较此前有明显升温。首先，7 月上旬以非银为代表的板块有一轮明显的拉升行情，以券商 ETF 来看，短短 2 周交易日时间拉升幅度超过 30%。其次，资金买入金融周期板块意愿显著提升；其中，融资资金来看，非银、有色、化工等金融周期板块进入 7 月至今净流入金额排名靠前的前十行业；北向资金来看，交运、汽车、采掘、化工、机械设备、建材、建筑装饰、钢铁、房地产等金融周期板块分别位列资金净流入前列，而电子、食品饮料等科技消费板块则暂时被冷落。

图 1：融资净买入额（2020 年 7 月至 2020 年 9 月 9 日）



资料来源：Wind，华金证券研究所

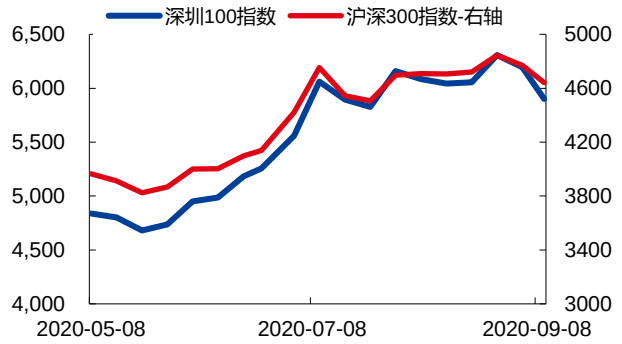
图 2：陆股通资金净流入（2020 年 7 月至 2020 年 9 月 9 日）



资料来源：Wind，华金证券研究所

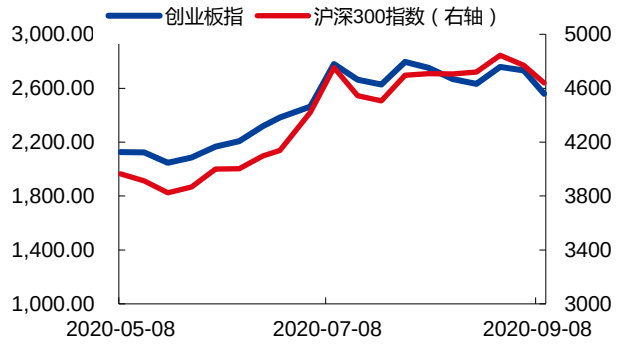
但可能来说，截止到当前 9 月中上旬，可能严格意义上的风格变化并未发生；虽然在 7 月上旬以非银为代表的金融周期板块明显拉升时，市场已有不少声音认为风格变化已经出现；但回顾 7 月下旬至今走势来看，我们可能并未发现金融周期板块显著超越科技消费板块，反而是以食品加工业为代表的消费板块股价和估值持续向上创出新高。

图 3：沪深 300 指数走势并未显著优于深 100（科技和消费构成）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：沪深 300 指数走势并未显著优于创业板指



资料来源：Wind，华金证券研究所

展望四季度，市场是否会再次尝试风格变化？我们倾向于认为，四季度发生风格变化的概率正在上升。通过复盘过去风格变化发生时期的业绩背景，可以发现，从 2020H1 中期业绩来看，发生风格变化的业绩条件可能已经满足，四季度风格变化或一触即发。同时，我们在复盘过去风格变化时还有个小发现，即过去 10 年历史上的较大规模的风格变化都是发生在当年的四季度前后。

一、复盘过去风格变化发生时期的业绩背景

为更好的界定过去 10 年风格变化发生的时间及周期，我们选择了市场上两个代表性指数作为行情复盘的比较对象。其中，我们选择沪深 300 指数作为蓝筹白马股和金融周期板块的代表，选择了创业板指作为科技消费板块的代表。

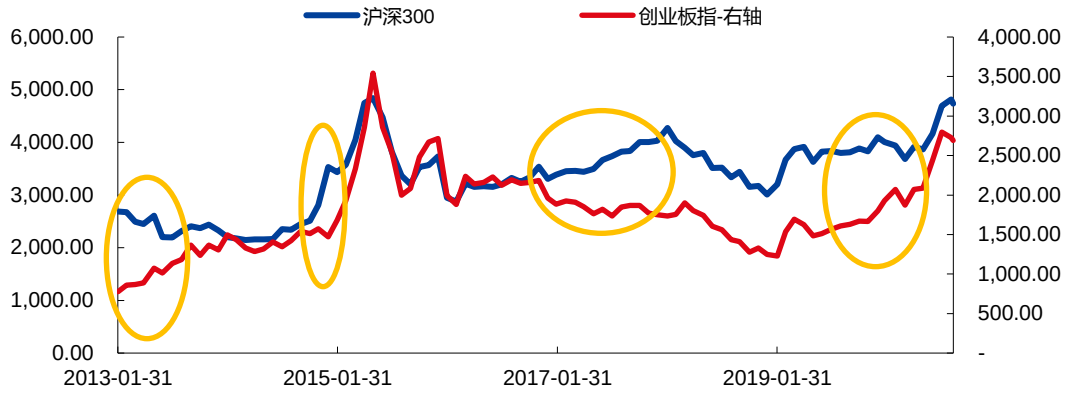
- 沪深 300 指数是由上海交易所和深圳交易所市值大、流动性好的 300 只股票，是国内蓝筹白马股代表指数。同时，沪深 300 指数金融行业权重达到 27.8%、房地产、工业、材料、公用事业、能源等周期行业权重合计占比超过 20%，可以较大程度上代表金融周期板块。
- 创业板指信息技术行业权重占比达到 27.7%、医疗保健和可选必选消费行业合计权重占比超过 40%，创业板指可以较大程度上代表科技消费板块。

复盘 2013 年至今的历史行情来看，共有四段较为明显的行业结构性行情；2013 年，行业风格偏向于科技消费，科技消费涨、金融周期跌；2014 年四季度，行业风格偏向于金融周期，金融周期涨、科技消费跌；2017 年，行业风格偏向于金融周期，金融周期涨、科技消费跌；2019 年二季度至今，行业风格偏向于科技消费，科技消费涨、金融周期平或更慢上涨。其中，风格变

化可能发生在 2014 年、2016 年、2019 年几个重要的时间节点，1）2014 年四季度向前回溯，投资风格从 2013 年显著的科技消费结构性行情向金融周期板块进行切换；2）2016 年末至 2017 年初，投资风格从 2015-2016 年初惯性延续的科技偏好向以金融周期为代表的白马蓝筹股切换；3）2019 年三四季度，投资风格从 2017-2018 年以金融周期为代表的白马蓝筹股行情向科技消费板块切换。

我们尝试着复盘 2014 年、2016 年、2019 年三个重要的风格变化时期数据，来观察当行业风格变化发生时，从行业业绩比较角度，正在出现怎样的变化。

图 5：沪深 300 指数和创业板指数对比图



资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）2014 年风格变化：科技消费成长增速出现放缓

2014 年从科技消费向金融周期板块风格变化实际发生在当年四季度；但回溯来看，自 2014 年二季度开始，贯穿 2013 年至 2014 年一季度的以科技消费为代表的结构性行情就出现了停滞。

2014 年中期财务报告是风格变化实际发生前披露的最新一期财报；因此，可能来说，2014 年下半年的投资决策更多地会以其作为主要的业绩观察报告。假设以 2014 中期财务报告作为行业比较基础，可以看到，2013 年股票涨幅居前的行业包括通信、电子、医药生物、计算机等科技消费板块并未表现出显著优于金融周期板块的业绩走向；其中，通信、电子、家电、医药生物、计算机等领涨的科技消费板块分别位列 2014H1 行业增速边际放缓前 15 位。

而对比此前一个财报周期，以 2013 年财务报告进行行业比较，通信、电子、传媒等科技消费板块业绩表现是要明显优于金融周期板块的；上述科技消费类行业，无论是实际净利润增速、或是净利润同比增速提升幅度等，均排名行业前列。

简单推测来看，科技消费板块在 2013 年出现的股价和估值更为明显的提升是有业绩为基础的；而当 2014 年科技消费业绩暂时出现放缓时，上述板块的股价和估值抬升动能也逐渐出现减弱迹象，因此，从业绩层面来看当时风格变化条件可能已经满足。

表 1：2014H1 净利润同比增速边际下滑排名前 15 位行业

行业	2013 年净利润同比	2014H1 净利润同比	2014 年净利润同比	2014H1 较 2013 年净利润增速边际变化	2014 较 2014H1 净利润增速边际变化
有色金属	43.1%	-49.4%	-100.6%	-92.5%	-51.3%
通信	93.8%	40.5%	52.7%	-53.3%	12.2%
非银金融	58.7%	25.8%	50.2%	-32.9%	24.4%
商业贸易	7.8%	-18.3%	-13.9%	-26.1%	4.4%
电子	57.5%	38.7%	19.5%	-18.8%	-19.2%
房地产	15.1%	-2.9%	1.3%	-18.0%	4.2%
建筑装饰	36.7%	19.0%	11.8%	-17.6%	-7.2%
公用事业	40.2%	22.7%	10.5%	-17.6%	-12.2%
家用电器	29.2%	12.8%	13.4%	-16.5%	0.6%
汽车	32.6%	23.1%	13.5%	-9.5%	-9.5%
食品饮料	-3.9%	-11.2%	-10.2%	-7.3%	1.0%
计算机	14.4%	7.8%	25.0%	-6.6%	17.2%
医药生物	16.3%	12.7%	14.2%	-3.6%	1.4%
银行	12.8%	10.6%	7.7%	-2.2%	-2.9%

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 2：2013 年净利润同比增速边际提升排名前 15 位行业

行业	2012 年净利润同比	2013H1 净利润同比	2013 年净利润同比	2013H1 较 2012 年净利润增速边际变化	2013 年较 2013H1 净利润增速边际变化	2013 年较 2012 年净利润增速边际变化
通信	-34.8%	23.9%	93.8%	58.7%	69.9%	128.5%
有色金属	-61.1%	-40.0%	43.1%	21.1%	83.1%	104.2%
建筑材料	-44.5%	11.4%	48.7%	55.9%	37.3%	93.2%
非银金融	-25.0%	38.0%	58.7%	63.1%	20.7%	83.8%
电子	-13.9%	41.9%	57.5%	55.8%	15.6%	71.3%
传媒	-14.4%	-5.1%	38.2%	9.4%	43.2%	52.6%
汽车	-14.2%	14.9%	32.6%	29.1%	17.7%	46.8%
建筑装饰	-6.5%	25.9%	36.7%	32.4%	10.7%	43.1%
轻工制造	-23.5%	14.9%	17.6%	38.4%	2.6%	41.0%
纺织服装	-23.6%	5.3%	15.0%	28.8%	9.8%	38.6%
国防军工	-27.2%	-26.4%	-0.3%	0.8%	26.0%	26.8%
农林牧渔	-33.8%	-23.1%	-10.2%	10.7%	12.9%	23.6%
医药生物	0.4%	14.0%	16.3%	13.5%	2.4%	15.9%
计算机	-0.8%	5.9%	14.4%	6.7%	8.4%	15.1%
机械设备	-25.9%	-31.2%	-14.6%	-5.3%	16.6%	11.3%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）2016 年风格变化：科技板块比较成长优势下降

与 2014 年风格变化发生的时间类似，2016 年从科技股向蓝筹白马股进行风格变化的实际发生时间也是当年的四季度。虽然自 2016 年初科技板块由于此前 2013-2015 年累积的过大涨幅

表现相对疲弱，跌幅居行业前列；但同期沪深 300 指数跌幅也达到 12.8%，以金融周期为代表的白马蓝筹股并未表现出明显的赚钱效应。

2016 年中期财务报告是当年风格变化实际发生前披露的最新一期财报，推测来看，2016 年中期业绩或实质性影响了四季度投资决策并推动风格变化展开。

以 2016 中期财务报告为基础进行行业比较，可以发现，1）以当期净利润同比边际变化来看，钢铁、农林牧渔、国防军工、计算机、综合、建筑材料、商业贸易、电气设备、家用电器、房地产等排名行业前十位；其中，科技板块大约只占据其中一席，而对比来看，偏周期类行业却在前十中占据了至少六席；科技板块的高成长性预期未得到验证，反而是偏周期行业表现出更高的业绩增长潜力。2）在净利润增速边际下滑排名靠前的行业列表中，休闲服务、电子等科技类代表行业被揽括其中，强化了市场对于科技类企业业绩比较优势下滑的判断。

同时，如果更进一步去观察 2016 年度财务报告，计算机、通信、传媒等暂未在 2016 上半年出现净利润同比增速明显放缓的科技类行业，却在 2016 年财报中净利润增速出现显著放缓。

而对比 2016 年中期之前的一个披露周期财报，即以 2015 年度财务报告为基础进行行业比较，科技板块的成长性是得到了验证的。1）统计 2015 年较 2014 年净利润增速边际提升超过 20 个百分点的行业，其中，28 个行业中共有 5 个行业入选，包括有色、休闲服务、非银、传媒、轻工制造等，以休闲服务、传媒等为代表的科技类行业占据其中 2 席；2）以当期业绩增速放缓幅度排名前十行业来看，科技类行业中仅有通信行业被纳入。

因此，简单推测来看， 2016 年中期当科技行业的净利润增速出现放缓、成长性未能得到继续验证的背景下，发生风格变化的业绩条件已经达成。

表 3：2016H1 净利润同比增速边际提升排名前 15 位行业

行业	2015 年净利润同比	2016H1 净利润同比	2016 年净利润同比	2016H1 较 2016 年净利润增速边际变化	2016 年较 2016H1 净利润增速边际变化	2016 年较 2015 年净利润增速边际变化
钢铁	-843.6%	-183.3%	-130.5%	660.3%	52.8%	713.1%
农林牧渔	23.0%	194.0%	137.4%	170.9%	-56.5%	114.4%
国防军工	-49.8%	91.7%	51.6%	141.5%	-40.1%	101.4%
计算机	16.3%	77.3%	30.1%	61.0%	-47.2%	13.8%
综合	-62.4%	-20.5%	95.0%	41.9%	115.5%	157.4%
建筑材料	-49.6%	-11.5%	72.6%	38.1%	84.2%	122.2%
商业贸易	-31.1%	3.8%	86.6%	34.9%	82.8%	117.7%
电气设备	6.8%	35.0%	14.8%	28.2%	-20.2%	8.0%
家用电器	-5.6%	20.5%	32.4%	26.1%	12.0%	38.0%
房地产	11.9%	19.0%	40.6%	7.1%	21.5%	28.7%
化工	-6.0%	0.2%	37.8%	6.1%	37.7%	43.8%
汽车	12.5%	15.7%	17.2%	3.2%	1.5%	4.7%
通信	14.7%	17.6%	-35.6%	3.0%	-53.3%	-50.3%
传媒	54.0%	56.2%	39.9%	2.2%	-16.3%	-14.1%

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 4：2015 年较 2014 年净利润增速边际变化靠前和靠后的行业列表

行业	2014 年净利润同比	2015 年净利润同比	2016H1 净利润同比	2015 年较 2014 年净利润增速边际变化
有色金属	-100.6%	572.9%	46.8%	673.5%
休闲服务	-3.2%	63.1%	22.4%	66.2%
非银金融	50.2%	79.4%	-45.0%	29.3%
传媒	27.5%	54.0%	56.2%	26.5%
轻工制造	15.8%	37.2%	29.0%	21.5%
家用电器	13.4%	-5.6%	20.5%	-19.0%
纺织服装	17.1%	-10.2%	-8.1%	-27.4%
通信	52.7%	14.7%	17.6%	-38.1%
交通运输	45.4%	3.4%	-23.5%	-42.0%
建筑材料	3.8%	-49.6%	-11.5%	-53.4%
采掘	-22.4%	-80.0%	-109.6%	-57.7%
国防军工	9.4%	-49.8%	91.7%	-59.2%
综合	38.0%	-62.4%	-20.5%	-100.4%
电气设备	130.3%	6.8%	35.0%	-123.5%
钢铁	12.4%	-843.6%	-183.3%	-856.0%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）2019 年风格变化：偏周期类行业增长动能减弱

与 2014 年、2016 年风格变化发生的时间类似，2019 年从偏周期的蓝筹白马股向科技消费板块进行风格变化的实际发生时间也是当年的三四季度。虽然 2019 年一季度 A 股出现了一轮全面行情，科技消费板块由于更高的股价弹性表现更为突出，但总体上，当年一季度板块间行情并未出现明显分化。

2019 年中期财务报告是当年风格变化实际发生前披露的最新一期财报，推测来看，2019 年中期业绩变化及预期展望，可能成为了影响本次风格变化的重要业绩参考依据。

以 2019 中期财务报告为基础进行行业比较，可以发现，1）以当期净利润同比边际变化来看，农林牧渔、传媒、计算机、非银、机械设备、电气设备、国防军工、交运、电子、纺织服装等排名行业前十位，其中，偏周期的蓝筹白马股在前十行业中占据 5 席，科技消费板块则占据 4 席，可能来说，偏周期的蓝筹白马股并未表现出显著优于科技消费的成长性。2）在净利润增速边际下滑排名前十的行业列表中，钢铁、采掘、建材、化工等共 7 个偏周期行业被纳入，而科技消费板块中只有通信、食品饮料等 2 个行业被纳入，可能来说，以金融周期为代表的蓝筹白马股业绩增长动能正逐渐减弱。

而比较此前一个报告季，以 2018 年财务报告为基础进行行业比较，偏周期的蓝筹白马股还是具备一定比较优势的。统计 2018 年较 2018 年上半年净利润增速的边际改善情况，1）增速继续得到提升的行业共有 4 个，3 个为偏周期性行业，分别为综合、农林牧渔和采掘，偏周期性行业表现更优；2）位列增速边际放缓前十的行业中，包括医药生物、纺织服装、轻工制造、计算机、传媒等主要的科技消费类行业尽墨。

因此，可能来说，在 2019 年中期偏周期类的蓝筹白马股业绩比较优势出现下滑的背景下，发生风格变化的业绩条件已经达成。

表 5：2019H1 净利润同比增速边际提升排名前 15 位行业

行业	2018H1 净利润增速	2018 年净利润增速	2019H1 净利润增速	2019H1 较 2018 年净利润增速的边际变化
农林牧渔	-49.8%	-29.3%	112.5%	141.8%
传媒	5.4%	-140.1%	-20.4%	119.7%
计算机	30.5%	-51.6%	37.5%	89.1%
非银金融	8.3%	-17.2%	68.4%	85.6%
机械设备	13.8%	-38.8%	30.2%	69.0%
电气设备	-3.2%	-48.1%	7.2%	55.3%
国防军工	25.0%	-13.2%	32.4%	45.6%
交通运输	-1.5%	-14.4%	14.4%	28.8%
电子	0.8%	-27.7%	-5.0%	22.7%
纺织服装	6.0%	-37.2%	-16.9%	20.2%
家用电器	23.0%	-9.7%	9.5%	19.2%
轻工制造	12.2%	-41.9%	-24.3%	17.7%
医药生物	27.7%	-9.0%	6.5%	15.4%
有色金属	38.0%	-47.5%	-32.5%	15.0%

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 6：2018 年较 2018 年上半年净利润增速边际变化靠前和靠后的行业列表

行业	2018H1 净利润同比	2018 年净利润同比	2019H1 净利润同比	2018 年较 2018H1 净利润增速边际变化
综合	8.2%	120.5%	27.2%	112.2%
农林牧渔	-49.8%	-29.3%	112.5%	20.4%
采掘	36.7%	50.3%	9.1%	13.6%
通信	-69.5%	-67.3%	-174.9%	2.2%
医药生物	27.7%	-9.0%	6.5%	-36.7%
国防军工	25.0%	-13.2%	32.4%	-38.3%
纺织服装	6.0%	-37.2%	-16.9%	-43.2%
电气设备	-3.2%	-48.1%	7.2%	-44.9%
机械设备	13.8%	-38.8%	30.2%	-52.6%
轻工制造	12.2%	-41.9%	-24.3%	-54.2%
计算机	30.5%	-51.6%	37.5%	-82.1%
有色金属	38.0%	-47.5%	-32.5%	-85.5%
钢铁	131.3%	35.2%	-38.2%	-96.1%
传媒	5.4%	-140.1%	-20.4%	-145.5%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（四）复盘总结

总结来看，通过复盘 2014 年、2016 年和 2019 年风格变化的业绩背景，可以发现，三段时期都呈现出一个明显的业绩共性特征；即风格变化之前的投资主线板块，在最新的财报中表现并不十分理想，或行业业绩增速放缓、或行业比较成长优势下降。

同时，三段时期还都呈现出两个细节特征，其一，假设以半年作为观察周期，风格变化发生在行业业绩出现变化的第一个半年；其二，三四季度、尤其是四季度是风格变化发生的重要时间窗口。

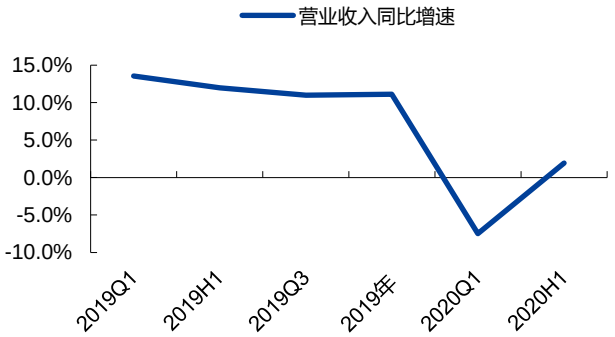
二、2020 年中期盘点：可能已经具备风格变化的业绩条件

（一）总体上二季度经济复苏逻辑得到验证

剔除银行/两桶油/四大航企/ST 之后，对于披露中报的合计 3716 家 A 股上市公司，2020 年上半年共实现营业收入 18.48 万亿，同比增长 1.9%；实现净利润 1.1 万亿，同比增长-12.6%。比较 2020Q1 上市公司业绩来看，上述公司收入同比增长-7.5%、净利润同比增长-31.1%，上市公司 Q2 业绩有明显回升，复苏逻辑得到验证。

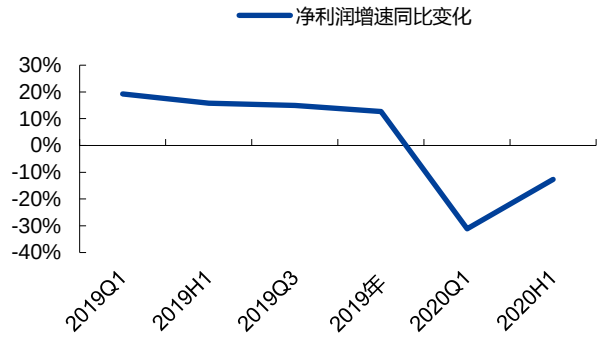
- 分行业：首先，28 个大类行业中共有 25 个行业 2020H1 净利润增速较 2020Q1 边际提升，绝大多数行业经营状况边际改善；其次，105 个二级细分行业中共有 91 个行业 2020H1 净利润增速较 2020Q1 边际提升，业绩边际改善的行业比例达到 86.7%。
- 分个股：首先，业绩边际改善比例来看；3716 家 A 股上市公司中共有 2412 家上市公司实现 2020H1 净利润增速较 2020Q1 边际提升，二季度净利润增速边际改善的上市公司占比达到 65%。其次，实现正增长的上市公司数量来看；2020Q1 实现正增长的公司数量为 1238 家，占比 33%；2020Q2 实现正增长公司数量达到 1924 家，占比过半，正增长公司数量明显增长。

图 6：A 股上市公司 Q2 营业收入增速明显回升



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：A 股上市公司 Q2 净利润增速明显回升



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）但 20Q2 科技消费主线板块业绩比较优势可能出现下降

1、Q2 科技消费板块收入和净利润增速的提升幅度并未高于周期板块

将行业板块根据属性划分为科技、消费、周期、金融等四大类。可以发现，作为上半年行情主线的科技、消费大类板块，虽然 H1 净利润增速总体依旧会优于周期板块，2020H1 消费、科技和周期分别净利润同比增速为-1.7%、-14.4%和-20.7%；但比较 Q2 业绩改善幅度，可能科技消费板块业绩的改善幅度并不明显高于周期板块：首先，净利润同比增速比较来看，消费板块 2020H1 较 2020Q1 提升幅度为 17.8 个百分点、科技板块为 30.8 个百分点、周期板块为 22 个百分点；并未显现出显著差异；其次，收入同比增速比较来看，消费板块 2020H1 较 2020Q1 提升幅度为 7.5 个百分点、科技板块为 7.8 个百分点、周期板块为 7.9 个百分点，同样未出现显著的板块差异。

表 7：不同属性的大类板块 2020H1 业绩增速及业绩边际改善幅度对比

行业	20Q1 净利润增速	20H1 净利润增速	净利润增速变化	20Q1 收入增速	20H1 收入增速	收入增速变化
食品饮料	-0.2%	10.5%	10.8%	0.6%	6.5%	6.0%
医药生物	-11.8%	15.9%	27.7%	-5.9%	-0.1%	5.8%
休闲服务	-149.9%	-119.6%	30.2%	-48.7%	-45.1%	3.6%
家用电器	-52.0%	-31.5%	20.5%	-24.1%	-11.3%	12.8%
消费	**-19.5%**	**-1.7%**	**17.8%**	**-11.5%**	**-4.0%**	**7.5%**
计算机	-117.2%	-44.6%	72.6%	-12.4%	1.4%	13.9%
电子	-8.8%	14.4%	23.2%	-2.9%	4.2%	7.1%
通信	-50.0%	-19.6%	30.3%	-9.0%	0.1%	9.1%
传媒	-51.1%	-36.4%	14.7%	-18.2%	-15.2%	3.0%
科技	**-45.1%**	**-14.4%**	**30.8%**	**-7.7%**	**0.1%**	**7.8%**
采掘	-25.3%	-19.7%	5.5%	-3.4%	-1.6%	1.7%
钢铁	-35.5%	-28.7%	6.8%	-1.4%	0.7%	2.2%
建筑材料	-37.2%	-1.3%	35.9%	-22.2%	-1.9%	20.3%
化工	-40.8%	-20.9%	19.9%	-10.7%	-0.9%	9.8%
有色金属	-44.3%	-24.2%	20.1%	7.8%	13.7%	5.8%
交通运输	-62.9%	-41.2%	21.6%	-2.2%	5.3%	7.5%
机械设备	-44.8%	3.8%	48.6%	-13.1%	4.2%	17.3%
周期	**-42.7%**	**-20.7%**	**22.0%**	**-4.5%**	**3.3%**	**7.9%**

资料来源：Wind，华金证券研究所

2、偏周期性行业 Q2 资产周转率提升可能更为明显

2020 年一季度，当时由于受到疫情影响，供给和需求都出现了较大萎缩，资产周转率有较大下滑。比较 2020Q2 较 2020Q1 资产周转率同比增速的变化情况，可以看到，Q2 期间，汽车、机械设备、建筑材料、电气设备、计算机、建筑装饰、纺织服装等行业资产周转率的改善更为显著，资产周转率同比增速的改善幅度均达到 20 个百分点。而将上述 7 个行业进行分类，机械设备、建筑材料、建筑装饰、电气设备等均属于偏周期性行业，而汽车也属于偏周期消费行业；整体而言，可能周期性行情供需恢复在 Q2 表现更好一些。

表 8：2020Q2 资产周转率边际提升幅度排名靠前的行业

板块	Q1 资产周转率同比增速	Q2 资产周转率同比增速	Q2 资产周转率边际变化	2019Q1 资产周转率	2020Q1 资产周转率	2019H1 资产周转率	2020H1 资产周转率
汽车	-31.6%	2.8%	34.4%	0.20	0.14	0.41	0.35
机械设备	-19.7%	8.1%	27.9%	0.12	0.10	0.26	0.25
建筑材料	-39.6%	-12.0%	27.6%	0.14	0.08	0.34	0.26
电气设备	-14.4%	11.5%	25.9%	0.10	0.09	0.23	0.23
计算机	-17.4%	7.1%	24.5%	0.13	0.11	0.28	0.27
建筑装饰	-19.0%	4.2%	23.2%	0.14	0.11	0.31	0.29
纺织服装	-16.1%	5.4%	21.5%	0.16	0.13	0.31	0.29

资料来源：Wind，华金证券研究所

3、周期板块中 Q2 业绩改善的上市公司占比更高

假设观察行业中具体公司的业绩表现，比较具体上市公司 2020Q2 较 2020Q1 经营改善的情况，周期板块表现明显更优。其中，不论是上市公司正增长公司数量占比提升幅度，还是业绩边际改善的公司数量占比，偏周期性行业均排名靠前。1）2020Q2 实现正增长的公司数量占比提升幅度排名靠前的行业依次为，非银金融、建筑材料、建筑装饰、电气设备和通信，前五行业中偏周期板块占据其中四席。2）2020Q2 实现业绩边际改善的公司数量占比排名靠前的行业依次为家用电器、建筑装饰、交通运输、商业贸易、非银金融，前五行业中偏周期行业占据三席。

表 9：行业上市公司实现业绩改善的概率

行业	2020Q1 实现正增长公司数量占比	2020Q2 实现正增长公司数量占比	Q2 较 Q1 正增长公司占比提升幅度	Q2 较 Q1 净利润增速实现边际提升的公司占比
非银金融	28.8%	72.5%	43.8%	72.5%
建筑装饰	16.5%	56.7%	40.2%	75.6%
建筑材料	25.4%	62.7%	37.3%	62.7%
电气设备	33.3%	67.7%	34.3%	58.1%
通信	20.0%	53.0%	33.0%	64.0%
汽车	26.6%	59.2%	32.5%	62.1%
国防军工	28.8%	60.3%	31.5%	47.9%
计算机	27.3%	57.9%	30.6%	58.3%
家用电器	24.1%	53.7%	29.6%	85.2%
机械设备	31.5%	60.9%	29.4%	66.3%
食品饮料	40.2%	68.5%	28.3%	67.4%
轻工制造	26.0%	52.8%	26.8%	65.9%
商业贸易	23.5%	48.2%	24.7%	74.1%
总计	31.6%	54.6%	23.1%	61.2%
化工	31.2%	53.6%	22.4%	64.7%
综合	37.0%	59.3%	22.2%	48.1%
有色金属	30.3%	52.1%	21.8%	56.3%
交通运输	20.0%	41.8%	21.8%	75.5%
纺织服装	16.5%	38.0%	21.5%	60.8%
医药生物	40.7%	57.5%	16.9%	63.6%
电子	42.4%	58.7%	16.3%	55.4%

行业	2020Q1 实现正增长公司数量占比	2020Q2 实现正增长公司数量占比	Q2 较 Q1 正增长公司占比提升幅度	Q2 较 Q1 净利润增速实现边际提升的公司占比
公用事业	37.7%	53.9%	16.2%	62.3%
传媒	26.3%	41.4%	15.1%	52.6%
房地产	33.3%	44.7%	11.4%	48.0%
休闲服务	2.9%	11.8%	8.8%	47.1%
钢铁	21.2%	27.3%	6.1%	60.6%
采掘	25.0%	30.0%	5.0%	51.7%
农林牧渔	56.3%	58.8%	2.5%	43.8%
银行	97.2%	16.7%	-80.6%	0.0%

资料来源：Wind，华金证券研究所

三、结合下半年展望，科技消费业绩比较优势或继续回落

（一）华为禁令是科技板块难以忽视的短期风险

9 月 15 日，美国对华为的芯片供应禁令将正式生效，届时使用到美方技术的芯片企业不得在未经允许的情况下向华为供货，除非获得“特殊许可证”。根据目前国外主要芯片生产商台积电、联发科、三星、海力士等对于华为禁令的回应，以及此前高通、联发科等芯片公司向美国申请在禁令后继续供货未得到消息回复，9 月 15 日之后华为恐将逐渐面临无芯片可用的不利状况。

- 今年 7 月，台积电透露，受美国政府对华为公司禁令的影响，台积电自 5 月 15 日起就未再接受过任何来自华为的订单；如果美国政府对华为的制裁不变，公司将在 9 月 14 日之后停止对华为的供货。
- 今年 8 月，在美国升级华为禁令背景下，联发科重申，将遵循全球贸易相关法令规定的立场，目前已经依照规定向美方提出继续供货华为的申请，静待美方审核中。
- 今年 9 月，根据韩国媒体报道，由于华为禁令影响，韩国三星电子与 SK 海力士将在禁令预定生效的 9 月 15 日起，停止对华为提供存储类芯片。

华为作为全球 500 强企业，作为全球通信产业的领军企业、及全球市场份额前二的智能手机龙头企业，拥有极其庞大的电子及通信产业链体系，与其发生业务往来的国内供应商数量众多；根据 2019 年年报披露，华为拥有 1300 多家主力供应商。假设仅从 A 股的电子行业中梳理华为概念上市公司数量和权重占比，可以看到，国内 292 家电子上市公司中有 75 家上市公司或多或少可能与华为存在业务往来，数量占比达到 25%；而上述华为概念股在电子行业中市值和净利润占比更是达到 53%和 61%，华为概念股的行业地位举足轻重。

简单推测来看，在华为因禁令举步艰难的背景下，华为庞大的供应链体系也将面临实质性影响；考虑到华为产业链在 A 股以电子为代表的科技行业中所占权重，预计华为禁令至少会影响 A 股科技行业短期业绩预期。假设仅以华为已经披露的国内核心供应商名单来看，不少公司与华为已经深度合作，例如深南电路、舜宇光学华为系的收入贡献占比可能达到 3 成、比亚迪占据收入

4 成的手机部件与组装业务正在与华为进行开展全面战略合作等，因华为禁令可能带来的短期业绩影响可能不容小觑。

表 10：华为已经披露的国内核心供应商名单（不完全统计）

证券代码	证券简称	总市值	2019 年营业总收入-亿元	2019 年归母净利润-亿元
002475.SZ	立讯精密	3,607.17	625.16	47.14
002594.SZ	比亚迪	2,345.93	1,277.39	16.14
000725.SZ	京东方 A	1,844.32	1,160.60	19.19
300433.SZ	蓝思科技	1,425.19	302.58	24.69
2382.HK	舜宇光学科技	1,287.70	379.07	39.91
002241.SZ	歌尔股份	1,261.70	351.48	12.81
2018.HK	瑞声科技	571.62	181.31	22.22
002916.SZ	深南电路	567.78	105.24	12.33
002179.SZ	中航光电	500.35	91.59	10.71
002463.SZ	沪电股份	321.08	71.29	12.06
000050.SZ	深天马 A	310.29	302.82	8.29
600487.SH	亨通光电	308.73	317.60	13.62
000988.SZ	华工科技	226.54	54.60	5.03
002281.SZ	光迅科技	223.28	53.38	3.58
002217.SZ	合力泰	172.34	185.00	10.80
6869.HK	长飞光纤光缆	101.10	77.42	8.01
002309.SZ	中利集团	53.53	118.25	0.55

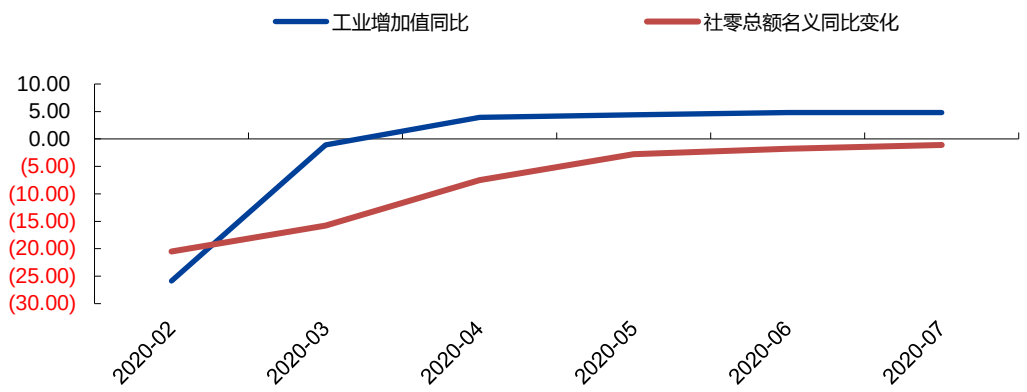
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）国内工业较消费持续更强的复苏凸显周期板块的比较优势

二季度，在疫情得到控制，经济开始逐渐复苏以来，以周期为代表的工业体系就表现出较消费更为明显的复苏力度，因此，从上市公司 Q2 业绩比较来看，我们看到了偏周期类板块较其他行业板块更为明显的业绩边际改善。

而 7 月以来，工业体系较消费依旧展现更强的幅度力度，展望来看，偏周期性行业的业绩比较优势可能进一步得到巩固。1）工业端数据来看，工业增加值继续正增长，7 月份全国规模以上工业增加值同比增长 4.8%。比较 7 月和 6 月同比增速变化，当月同比提升幅度靠前的行业有，汽车制造业、电气制造业和金属制品业。2）消费端数据来看，社零数据虽延续边际改善，但 7 月份社会消费品零售总额依旧同比名义下降 1.1%，其中，除汽车以外的消费品零售额下降 2.4%。而比较 7 月和 6 月同比增速变化，15 个大类中，除汽车和金银珠宝外，其他商品品类消费增速均出现回落，回落幅度最为明显的有家用电器、化妆品及日用品。3）1-7 月，房地产投资同比增长 3.4%，增速比 1-6 月份继续扩大 1.5 个百分点。4）7-8 月 PPI 同比降幅持续收窄，工业出厂价格向好迹象未改。

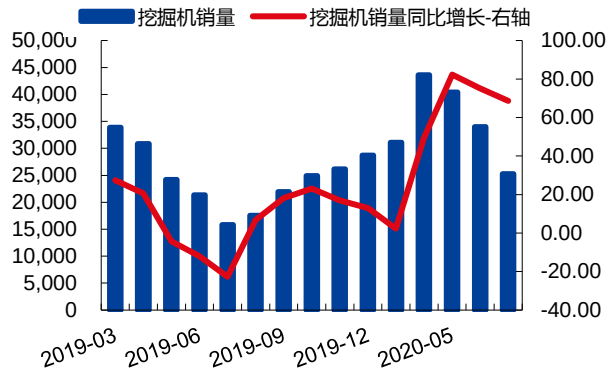
图 8：工业体系复苏力度持续高于社零



资料来源：Wind，华金证券研究所

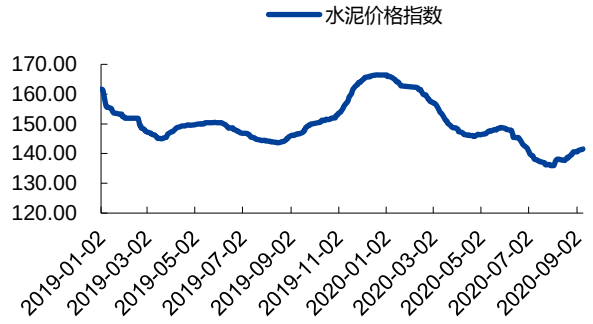
同时，从高频微观数据来看，部分周期行业需求依旧旺盛。1）挖掘机销量持续高增。中国工程机械工业协会统计显示，今年 8 月共计销售挖掘机 20939 台，同比增长 51.3%，连续五个月同比增速超 50%；其中国内销售 18076 台，同比增长 56.3%；出口来看，8 月份出口 2863 台，同比增长 25.7%。2）水泥价格开始反弹。根据万得引用的中国水泥网数据显示，全国水泥价格指数自 7 月初开始出现反弹迹象。3）从钢材高频的产量和库存数据来看，钢材产量依旧处于上升周期，而钢材库存在经历了此前回落之后目前持续保持平稳，可能钢材的总体表观消费量依旧较好。

图 9：挖掘机销量保持较高增速



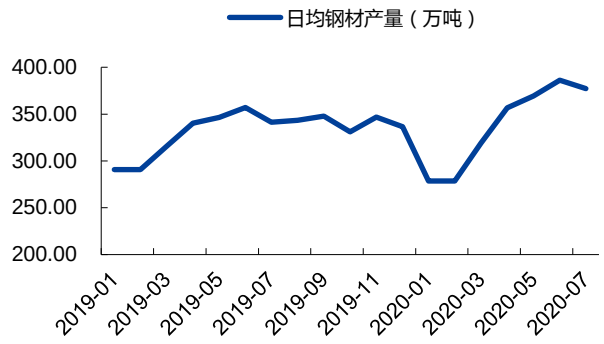
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：7 月开始水泥价格开始反弹



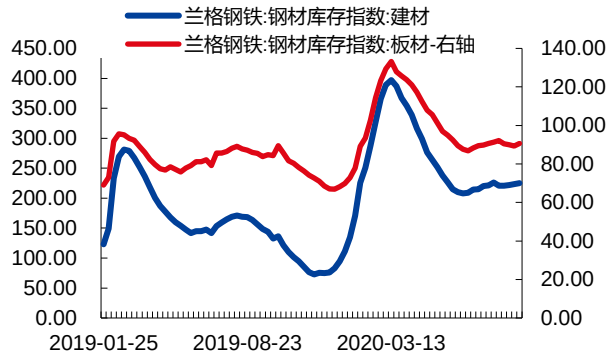
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：日均钢材产量重心依旧在拔高



资料来源：华金证券研究所

图 12：钢材库存下降，可能重新进入补库周期



资料来源：华金证券研究所

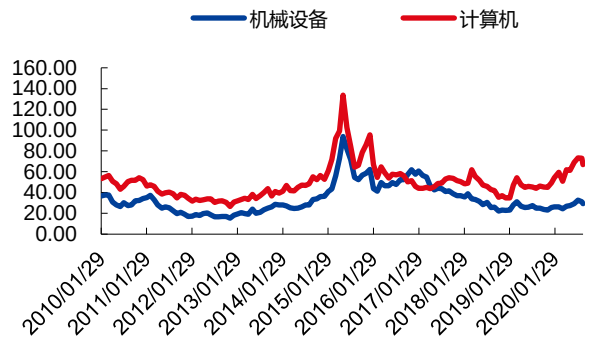
四、科技消费相对金融周期估值分化依旧在极值区域

虽然近段时间以来，以科技消费为代表的高估值板块出现了一定幅度的调整，但截至最新来看，科技消费相对金融周期的估值分化依旧在历史极值区域。

假设我们选择非银和机械设备行业作为低估值金融周期板块的代表，以电子和计算机行业作为科技类板块代表，以医药生物和食品饮料作为消费类板块代表；分别对比行业间估值裂口变化。

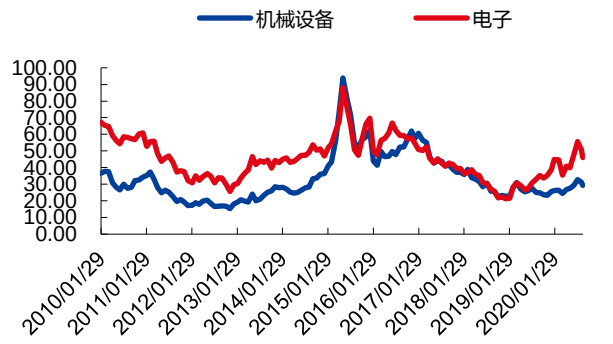
首先，比较低估值金融周期行业与科技行业之间的估值裂口变化（如下图），虽然当前估值裂口距离 2015 年中出现历史极值还有空间，但可能来说，当前估值裂口已经处于历史极值区域，尤其是与科技行业中的部分板块，例如软件开发、半导体等。在我们统计 2010 年至今历史共 129 个月份中，假设分别比较机械设备与电子、非银与电子、机械设备与计算机、非银与计算机等板块间的估值裂口的变化，可以看到，在过去历史上更大的估值裂口存在时间分别仅占 45%、42.6%、3%和 18%。

图 13：机械设备与计算机行业估值对比



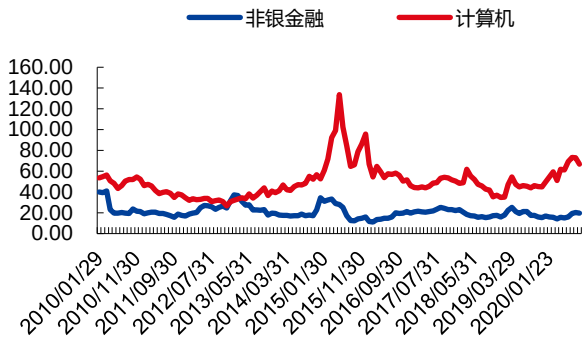
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：机械设备与电子行业估值对比



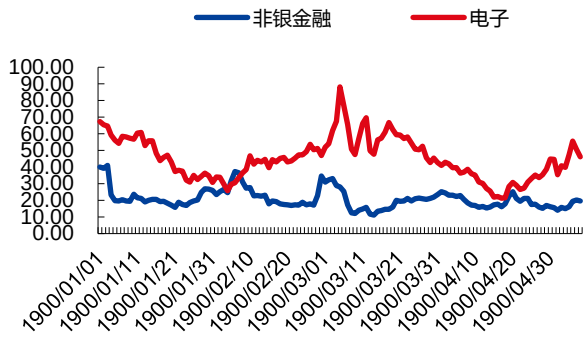
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：非银金融与计算机行业估值对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

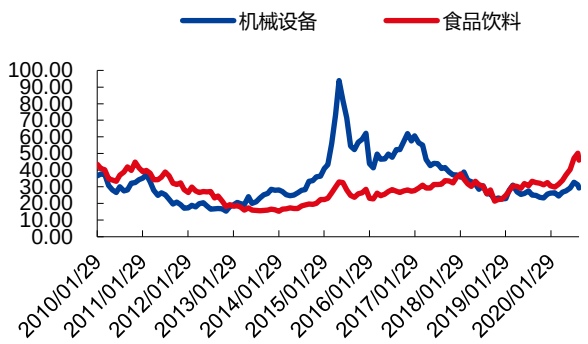
图 16：非银金融与电子行业估值对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

其次，比较低估值金融周期行业与消费行业之间的估值裂口变化（如下图），可以明显看到，当前正处于历史极值区域。其中，假设分别比较当前非银与食品饮料、机械设备与食品饮料、非银与医药生物、机械设备与医药生物的行业估值裂口，在 2010 年至今历史共 129 个月份中，更大的估值裂口存在时间占比分别仅为 3%、5.5%、15%和 13%，并主要出现在今年 5-8 月期间。

图 17：机械设备与食品饮料估值对比



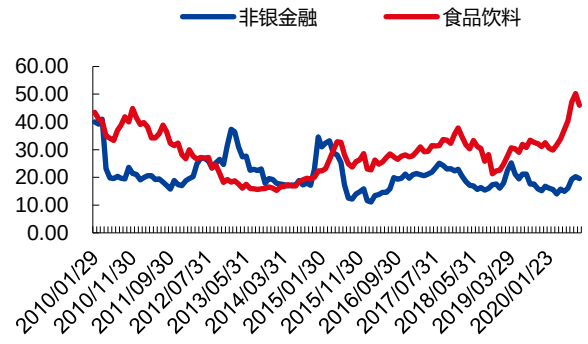
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 18：机械设备与医药生物估值对比



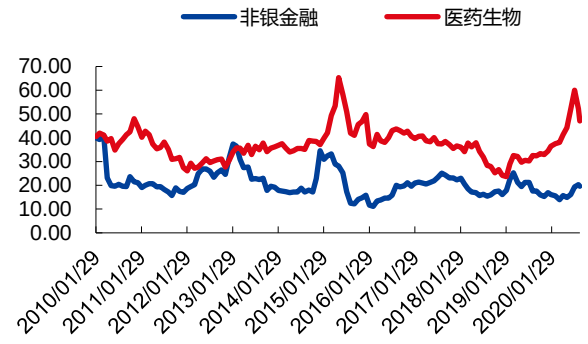
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 19：非银与食品饮料估值对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 20：非银与医药生物估值对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

五、四季度板块配置建议：增配低估值周期金融核心品种

结合我们上文的分析，我们认为，风格变化的多个前提条件可能已经得到满足，包括业绩、估值分化和资金配置分化。四季度，A 股市场发生较为明显的风格变化概率正在上升，以周期金融为代表的低估值板块配置价值预计将凸显。其中，对于具备业绩支撑且估值匹配度相对较优的公用事业、机械设备、交运、汽车、精细化工等行业，建议重点关注；对于四季度需求可能出现拉动的采掘、有色等行业，建议适当关注。

- 根据 2020 年中期财报，公用事业、机械设备、交运和汽车行业的业绩表现可圈可点。1）以 Q2 行业净利润增速比较来看，机械设备和公用事业行业表现突出；其中，机械设备净利润增速同比增长 38%、公用事业净利润增速同比增长 35.9%、汽车净利润增速同比增长 31.6%，增速排名位列大类行业第三、第五和第六位；2）以行业净利润增速边际修复力度比较来看，Q2 比较 Q1，汽车净利润增速边际提升 107.8 个百分点，机械设备净利润增速边际提升 82.9 个百分点、公用事业净利润增速边际提升 61.5 个百分点、交运净利润增速边际提升 41 个百分点、化工净利润增速边际提升 35 个百分点，表现突出；其中，汽车、机械设备和公用事业净利润改善力度分别位列大类行业前五。

表 11：汽车细分行业 20Q2 业绩：汽车整车表现尤为突出

细分行业	上市公司数量	2020Q1 净利润同比	2020Q2 净利润同比	2020H1 净利润同比	20H1 较 20Q1 净利润增速边际变化
其他交运设备 II	8	-37.0%	44.2%	12.8%	49.8%
汽车整车	18	-101.6%	74.2%	-19.6%	82.0%
汽车零部件 II	133	-46.8%	-6.3%	-27.1%	19.6%
汽车服务 II	10	-122.6%	17.7%	-55.3%	67.3%

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 12：机械设备细分行业 20Q2 业绩：通用机械和专用设备表现尤为突出

细分行业	上市公司数量	2020Q1 净利润同比	2020Q2 净利润同比	2020H1 净利润同比	20H1 较 20Q1 净利润增速边际变化
通用机械	114	-39.6%	87.5%	29.0%	68.6%
专用设备	187	-38.0%	45.9%	10.3%	48.3%
仪器仪表 II	35	-37.8%	5.4%	-9.1%	28.8%
运输设备 II	18	-48.5%	-8.6%	-22.6%	25.9%
金属制品 II	17	-174.7%	57.8%	-58.5%	116.2%

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 13：公用事业行业 20Q2 业绩：电力、燃气等细分板块表现更为突出

细分行业	上市公司数量	2020Q1 净利润同比	2020Q2 净利润同比	2020H1 净利润同比	20H1 较 20Q1 净利润增速边际变化
水务 II	19	-3.2%	31.8%	16.1%	19.3%
电力	73	-27.6%	44.4%	9.4%	37.0%
燃气 II	19	-21.5%	20.9%	-4.2%	17.3%

细分行业	上市公司数量	2020Q1 净利润同比	2020Q2 净利润同比	2020H1 净利润同比	20H1 较 20Q1 净利润增速边际变化
环保工程及服务Ⅱ	56	-26.4%	-10.2%	-16.1%	10.4%

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 14：交运行业 20Q2 业绩：航运、物流、航空业绩改善潜力相对凸显

细分行业	上市公司数量	2020Q1 净利润同比	2020Q2 净利润同比	2020H1 净利润同比	20H1 较 20Q1 净利润增速边际变化
航运Ⅱ	10	29.1%	286.0%	127.5%	98.4%
物流Ⅱ	38	-21.2%	10.6%	-2.6%	18.6%
港口Ⅱ	19	-15.6%	-15.0%	-15.3%	0.4%
铁路运输Ⅱ	5	-62.1%	-57.6%	-59.7%	2.4%
高速公路Ⅱ	21	-134.9%	-58.9%	-96.0%	38.9%
公交Ⅱ	9	-136.6%	37.5%	-100.5%	36.0%
机场Ⅱ	4	-105.3%	-133.0%	-118.7%	-13.4%
航空运输Ⅱ	4	-180.7%	-131.2%	-160.4%	20.3%

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 15：化工行业 20Q2 业绩：以塑料为代表的精细化工、化工材料类业绩改善潜力更高

细分行业	上市公司数量	2020Q1 净利润同比	2020Q2 净利润同比	2020H1 净利润同比	20H1 较 20Q1 净利润增速边际变化
塑料	32	-42.7%	392.6%	175.6%	218.3%
化学纤维	24	41.2%	13.0%	22.6%	-18.6%
橡胶	19	-3.3%	24.8%	13.3%	16.6%
化学制品	218	-40.0%	-16.4%	-27.0%	13.0%
化学原料	32	-59.9%	-56.4%	-58.1%	1.8%
石油化工	18	-181.7%	-57.5%	-120.0%	61.7%

资料来源：Wind，华金证券研究所

- 从估值来看，公用事业、机械设备、交运、汽车行业当前估值均处于过去 10 年估值中枢附近或估值中枢下方，估值风险相对较小。1）机械设备行业来看，当前整体 PE 估值为 29.27X，而 2010 年至今机械行业估值中值为 28.24X，估值高点为 94X，机械行业估值风险整体可控；2）公用事业行业来看，当前整体 PE 估值为 18.66X，而 2010 年至今公用事业行业估值中值为 20.14X，估值高点为 34.16X，估值风险可控且依旧有进一步抬升空间；3）交运行业来看，当前整体 PE 估值为 21.79X，略高于 2010 年至今交运板块估值中值 18X，但比较估值高点 34.9X，交运行业估值风险可控；4）汽车行业来看，当前整体 PE 估值为 25.66X，高于 2010 年至今交运板块估值中值 19.12X，但比较估值高点 33X，交运行业估值风险还是相对可控的。

图 21：机械行业 PE 估值处于历史中枢附近



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 22：公用事业行业 PE 估值处于历史中枢之下



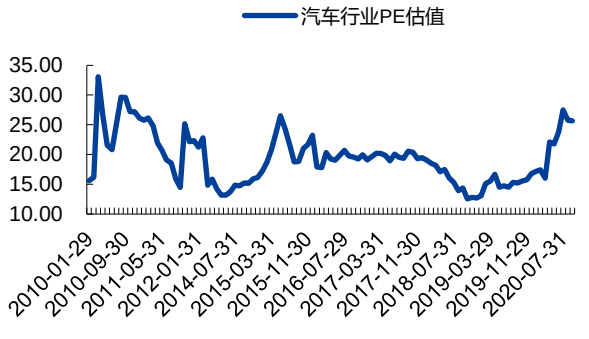
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 23：交运行业 PE 估值处于中枢下方



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 24：汽车行业 PE 估值



资料来源：Wind，华金证券研究所

六、风险提示

1、经济持续复苏预期被打破

偏周期类板块获得资金持续关注的前提条件是经济复苏逻辑延续，假设国内经济复苏预期被打破，则周期和金融板块可能面临较大调整。

2、今年冬季国内疫情超预期爆发

根据目前医学界的判断，新冠疫情可能在今年冬季面临再度爆发。目前，仅从国内经济体系来看，疫情影响已经基本消除，假设今年冬季发生国内疫情爆发超预期的极小概率事件，虽然可能由于疫苗研制顺利对冲一部分恐慌情绪，但短期预计还是不可避免将冲击市场。

3、中美、中印关系恶化超出预期

目前，中美在多个方面博弈呈加剧局面，市场普遍预期大选后中美关系将迎来缓和窗口，假设在大选之后，中美关系走向未达到市场预期，可能引发担忧情绪蔓延。

同时，中印目前的冲突暂时被管制在极小范围，假设发生极端事件，可能引发市场避险情绪快速上升。

分析师声明

谭志勇、李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn