新时代证券-研究所晨报（20200914）

● 总量研究

宏观经济：下半年 CPI 增速下滑对企业利润冲击不大

8 月，中国 PPI 同比增速从 7 月的-2.4%回升至-2%，同时 CPI 同比增速从 2.7%下降至 2.4%，下半年翘尾因素减弱，CPI 增速将趋势性下降。下半年经济继续修复，PPI 增速大概率持续回升，整体的企业利润将继续改善。

8 月核心 CPI 同比增长 0.5%，增速持平前值。核心 CPI 增速可能已经处于拐点，随着经济改善，后续或将回升。随着国内外经济修复，加上关于疫苗的好消息越来越多，需求逐渐恢复，PPI 增速或逐渐上升至 0 上方。

策略研究：2006-2007 年牛市中的三次震荡

本文复盘 2006-2007 年牛市中的三次震荡，发现，货币政策收紧、IPO 增加、股市监管增强这些利空在 2006-2007 年的牛市中不断出现，但只带来了震荡，并没有改变牛市的方向。

站在当下，我们认为过去一段时间的震荡，也没有改变股市政策、盈利趋势、居民资金趋势三个中的任何一个，所以依然是牛市中的震荡。9 月随时可能结束震荡，开启新的上涨。

● 行业研究

2020 年银行业中报点评：银行景气指数回升，分化格局初步显现

上半年银行业净利润负增长，系拨备计提力度大所致。并且，净息差整体收窄，盈利水平下降；资产规模增长，负债结构得以优化；不良率小幅提升，资本充足率有所降低。

投资建议：目前商业银行估值已经处于历史底部，随着中报业绩发布，市场已经充分预期银行板块的悲观疫情，未来商业银行利润进一步向下的空间被压缩，整体板块抵御风险的能力会进一步增强，建议投资者优选区域优势较为明显的城商行赛道，重点关注并长期持有。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
电气设备	4.52%	银行	-0.79%
电子	3.06%	钢铁	-0.39%
传媒	2.01%	房地产	-0.36%
医药生物	1.97%	采掘	-0.17%
食品饮料	1.78%	国防军工	-0.03%

相关报告

《2006-2007 年牛市中的三次震荡》2020-09-13

《下半年 CPI 增速下滑对企业利润冲击不大》2020-09-13

《银行景气指数回升，分化格局初步显现》2020-09-10

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 宏观经济：下半年 CPI 增速下滑对企业利润冲击不大 3
1.2、 策略研究：2006-2007 年牛市中的三次震荡 3
2、 行业研究 4
2.1、 2020 年银行业中报点评：银行景气指数回升，分化格局初步显现 4

1、 总量研究

1.1、 宏观经济：下半年 CPI 增速下滑对企业利润冲击不大

8 月，中国 PPI 同比增速从 7 月的-2.4%回升至-2%，同时 CPI 同比增速从 2.7%下降至 2.4%，下半年翘尾因素减弱，CPI 增速将趋势性下降。一般认为，CPI 增速和下游企业利润密切相关，CPI 增速下行，下游企业利润将受到负面冲击，但是这需要具体问题具体分析。2019 年下半年猪肉价格飙升，拉升了 CPI 增速，但是这只改善了养殖企业的利润，对其他行业的利润影响并不大。同样地，2020 年 CPI 增速下滑，是由于猪肉价格的高基数效应，这对养殖企业利润的负面冲击较大，但是对其他行业利润影响不大。

下半年经济继续修复，PPI 增速大概率持续回升，整体的企业利润将继续改善。从结构上看，生产资料 PPI 增速回升幅度大于生活资料 PPI 增速，中上游企业盈利改善加快。下游企业生产生活资料，需求弹性相对小，受疫情的影响较弱。国有企业处于中上游且承担较多民生责任，加上中上游产品价格弹性大，疫情初期对中上游企业的负面冲击大于下游企业。随着基建投资和房地产投资的推进，中上游产品需求增加，产品价格增速快速上升，中上游企业的盈利增速高于下游企业，中上游企业累计利润增速逐渐追赶下游企业。

供需再平衡，CPI 同比增速回落。8 月 CPI 同比上升 2.4%，环比上升 0.4%，同比增速回落，猪肉价格对 CPI 的同比拉动减弱。猪肉供需再平衡，5 月底以来猪肉价格持续上涨，至 8 月中旬趋于平稳。随着学校开学，以及中秋节、国庆节临近，猪肉价格存在上涨压力，不过在高基数的抑制下，猪肉价格对 CPI 的同比拉动将逐渐减弱。

8 月核心 CPI 同比增长 0.5%，增速持平前值。核心 CPI 增速可能已经处于拐点，随着经济改善，后续或将回升。非食品 CPI 同比增长 0.1%，增速较前值回升 0.1 个百分点，这意味着需求在改善。

经济持续修复，PPI 同比、环比继续回升。8 月 PPI 同比降幅从前值 2.4%收窄至 2%。随着国内外经济修复，加上关于疫苗的好消息越来越多，需求逐渐恢复，PPI 增速或逐渐上升至 0 上方。

风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化。

1.2、 策略研究：2006-2007 年牛市中的三次震荡

市场的震荡让部分投资者有所担心，担心 2020 年最肥美的一段行情可能已经结束，我们认为，这种心理主要是由于投资者对 2015 年 Q3-2020 年 Q1 的震荡市印象过于深刻，已经忘记了牛市的样子。本文复盘 2006-2007 年牛市中的三次震荡，发现，货币政策收紧、IPO 增加、股市监管增强这些利空在 2006-2007 年的牛市中不断出现，但只带来了震荡，并没有改变牛市的方向。站在当下，我们认为过去一段时间的震荡，也没有改变股市政策、盈利趋势、居民资金趋势三个中的任何一个，所以依然是牛市中的震荡。9 月随时可能结束震荡，开启新的上涨。

（1）2006-2007 年牛市的核心是股权分置改革、盈利大幅改善、居民资金入市。

（2）第一次震荡：2006 年 6-8 月。2005 年 12 月-2006 年 5 月，上证综指持续涨了半年，期间基本面层面最大的变化是经济拐点确立，经济进入上行周期，虽然上市公司盈利直到 2006 年中报才确立拐头，但各类宏观指标在 2005 年 Q3 已经全

面拐头，并持续改善到了 2006 年上半年。由于经济调控，经济的回升在 2006 年 Q2 被打断，但是事后来看，调控只带来了的经济一个季度的下行，后续经济继续高速增长，期间上市公司 ROE 逐季改善，毫无调整。

（3）第二次震荡：2007 年 1-2 月。2006 年 8 月-2007 年 1 月，上证综指又一次持续涨了半年，之前的经济调控并没有压制住经济，经济继续加速增长，上市公司利润大幅增长，信贷火爆。由此带来的新问题是通胀，2007 年 1 月，股市开始担心通胀，加息预期回升。但是加息也没改变经济上行的趋势，对经济的影响小于 2006 年 6 月的经济调控。

（4）第三次震荡：2007 年 5-7 月。2007 年 3-5 月，上证综指持续涨了一个季度，垃圾股暴涨，经济和上市公司盈利均维持不断超预期的趋势。5-7 月市场迎来调整，第一个重要利空是 5 月 30 日财政部决定上调印花税，指数剧烈连续调整了一周。之后随着三大报口气缓和、证监会批准了 4 只新基金等事件，股市反弹到前期高点。但 6 月下旬-7 月又出现了新的调整，主要利空是加息预期。7 月中加息落地，股市开始新的上涨。

（5）总结&当下我们的判断：牛市中的调整，随时可能会结束。货币政策收紧、IPO 增加、股市监管增强这些利空在 2006-2007 年的牛市中不断出现，但是并没有改变牛市的方向，主要是因为股权分置改革、经济和盈利不断改善、居民资金入市三大逻辑没有改变。站在当下，我们认为经济会逐步改善、新证券法和注册制改革持续优化股市基础制度、居民增配股市，这三大趋势也已经形成，虽然力度上比 2006-2007 年更弱，但是方向是持续改善的。对股市来说，7 月中旬以来的震荡已经到了尾声，9 月随时可以结束震荡，进入新一轮中枢抬升的上涨。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 行业研究

2.1、 2020 年银行业中报点评：银行景气指数回升，分化格局初步显现

净利润负增长，系拨备计提力度大所致。受新冠疫情和让利幅度加大等政策影响，上半年银行业净利润同比增速为-9.41%，为近年来首次出现净利润负增长的情况。上半年 36 家上市银行 PPOP 增速为 6.82%，同营业收入趋势相似。上半年各大银行计提拨备的力度大大增加，以用于消化不良资产。因此，从实质上看，拨备为净利润带来较大的负面影响，实际拨备前利润增速较年初略有降低，但仍然表现较好。

净息差整体收窄，盈利水平下降。上半年商业银行的净息差较去年同期下降 9bp 至 2.09%。与去年同期相较，股份制银行上半年净息差仅下滑 1bp。生息资产收益率和计息负债成本率均下滑，系银行积极响应政策号召，导致收益缩减的缘故。上半年银行业整体 ROE 水平为 5.56%，ROA 同时也在不断下降，今年上半年为 0.44%。

资产规模增长，负债结构得以优化。总资产规模同比为 19.41%，增速较年初上升 1.18%。上半年上市银行贷款增速为 13.13%，较去年同期增速上升 1.69%，是为规模增长的重要贡献因素。上半年存款规模不断扩大，银行响应监管要求，注重存款规模的发展，未过多注重同业负债，负债端结构得到较好的改善。我们测算 36 家上市银行占比较年初下降了 25bp。

不良率小幅提升，资本充足率有所降低。上半年商业银行不良贷款余额 2.74

万亿元，较上季末增加 1,243 亿元，不良率为 1.94%，相较于一季度末和去年同期分别上升了 3bp 和 8bp。其中农商行不良颇高，上市银行个贷不良率升高。而城商行上半年不仅净利润下滑幅度最小，且不良率较年初下降 15bp，在各类银行中独树一帜。近年来反映资本充足率的三大比率皆呈现上升趋势。上半年，商业银行整体核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别为 10.47%，11.61%和 14.21%，分别较年初下降了 0.41%，0.33%和 0.31%

投资建议：随着下半年产出缺口由负转正，经济增速持续回升，对商业银行资产质量的担忧将得到缓解，风格切换的节奏也将进一步加快，上半年对银行盈利贡献较高的生息资产下半年的贡献将会下降，而净息差对银行利润的负贡献在下半年也将有所收窄，非息收入对银行利润的贡献将进一步提升。目前商业银行估值已经处于历史底部，随着中报业绩发布，市场已经充分预期银行板块的悲观疫情，未来商业银行利润进一步向下的空间被压缩，整体板块抵御风险的能力会进一步增强，建议投资者优选区域优势较为明显的城商行赛道，重点关注并长期持有。

风险提示：经济下行压力增加，企业盈利下行，资产质量大幅恶化；金融监管政策超预期；中美贸易摩擦升温。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/