

策略周报

静候趋势归来

海外风险冲击尚存，盈利上行趋势不改。

- **A 股盈利底部复苏，中小创修复程度显著。**本周全部 A 股半年报业绩披露完成，整体来看，各板块盈利增速均有所回暖，但相较疫情冲击前的正常水平仍有距离。不同板块间分化较大，中小创盈利恢复明显优于主板。沪深 300 与中小板指与创业板指盈利增速差持续扩大。总体来看，A 股盈利仍处于自疫情冲击低点修复进程中早期，盈利修复进行时。
- **海外流动性宽松预期松动，外资短期加速净流出。**8 月以来北上资金呈现持续净流出状态，国内经济复苏斜率趋缓而海外进入加速修复阶段，地缘政治因素也加剧了市场风险偏好波动，导致北上资金出现流出。海外疫苗的推进以及美国经济的复苏使得市场对于海外流动性宽松的预期进一步减弱。未来联储货币宽松的预期也出现一定分歧。前期流动性宽松逻辑下美股估值快速提升时期接近尾声。
- **海外风险波动，市场风险偏好高位震荡。**本周市场依然在高位震荡，海外市场波动带来 A 股风险偏好快速下行。海外股市仍处于博弈阶段，但尚未到趋势性下跌的时候，首先，债券市场对货币政策和流动性的敏感度一般高于股市，而美债并未跟随美股下跌，说明交易端还在博弈中，一致预期尚未形成；其次海外经济复苏预期加速仍需要后续的就业和通胀数据的上行来加以佐证。预计大选结束前，市场将维持博弈震荡。横向比较下，当前 A 股估值水平低于发达国家水平，往后看，市场风险偏好短期难有大幅提升，但基本面复苏趋势延续，盈利复苏尚处早期，风险偏好中枢维持高位不改。
- **估值分化，盈利为锚，逐步关注低估值顺周期板块配置机会。**中报显示，除金融地产板块盈利增速持续下降外，其余板块 2 季度盈利增速均有不同程度的改善，其中周期成长板块上升 53 个百分点，提升幅度最大；必需消费从一季度的 9%增长至 25%。一级行业方面，通信、农林牧渔、军工和电力设备增速居前，其中农林牧渔和军工较一季度增速大幅下滑。消费电子、新能源汽车为代表的成长主线维持稳定高增长。半导体、通信设备、装饰材料等二级行业环比高增。从近期的市场表现也可以看出，以汽车、电子、化工为例，业绩确定性高、未来盈利预期确定上行而估值尚可的行业，近期表现相对占优。未来随着分母端逻辑的趋弱，盈利因子仍将占据主导。配置方向上，可逐步增加低估值顺周期板块的配置比例，随着下游需求回暖，前期库存得到去化，经济复苏趋势确定，利率上行趋势下，金融板块利空出尽配置价值逐步显现。前期强势的科技和消费板块即将迎来估值分化，产业趋势向上、业绩确定性高而估值尚可的行业有望依然维持强势。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化**

相关研究报告

《A 股市场季度策略——敬慎待时，中坚坚守》20200406

《A 股市场中期策略——顺势而为》20200706

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

联系人：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119040001

目录

观点回顾.....4

策略周观点：静候趋势回归.....5

风险提示.....7

图表目录

图表 1. 2020H1 整体上市公司盈利增速有所提升 5
图表 2.中小创盈利增速回归正值，远超主板 5
图表 3. 7 月以来北上资金呈现持续净流出状态 5
图表 4. 全球市场估值水平对比（2009 年起） 6
图表 5.市场风险偏好仍处于年内高位震荡 6
图表 6. 大类板块过去 4 个季度盈利增速及 ROE 6

观点回顾

——20200706《顺势而为》：走出疫情冲击，下半年A股市场主线归来，关注科技主线机会。下半年市场将大概率处于盈利弱复苏与流动性宽松延续的宏观环境之中，对于权益资产相对友好。配置上顺势而为，把握科技景气度。

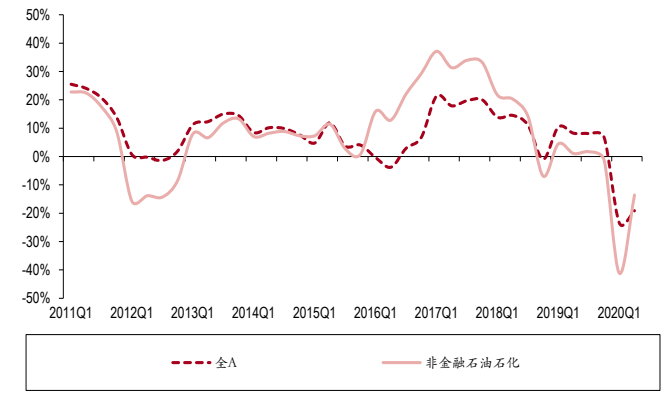
——20200718《上行趋势不改，回归盈利主线》：经济超预期改善，市场上行趋势不改，重回盈利主线。宏观环境尚处于复苏早期，监管降温市场重新回归理性。市场重回盈利主线。

——20200823《无畏调整，等待下一轮上行》：做多趋势不改，蓄势下一轮上涨。政策定国内经济复苏持续，结构呈现分化，中美波折尚存但风险可控，国内政策带来正面提振，A股上行趋势不改，蓄势下一轮上涨。

策略周观点：静候趋势回归

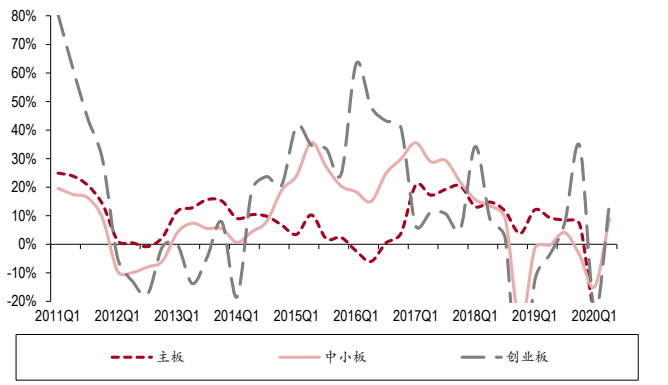
A 股盈利底部复苏，中小创修复程度显著。本周全部 A 股半年报业绩披露完成，整体来看，各板块盈利增速均有所回暖，全 A 盈利增速-19.1%，相较一季度上升 4.3 个百分点，但相较疫情冲击前的正常水平仍有距离。不同板块间分化较大，非金融石油石化口径下全 A 增速改善幅度大于全部 A 股，中小创板块的盈利增速分别较一季度回升 25.1、37.7 个百分点，盈利恢复明显优于主板。沪深 300 与中小板指与创业板指盈利增速差持续扩大。沪深 300 盈利增速-18.7%，略低于一季度，中小板指与创业板指的盈利增速分别为 16.7%和 22.8%，较 1 季度上升 14.6 与 25.1 个百分点，远超去年同期水平。

图表 1. 2020H1 整体上市公司盈利增速有所提升



资料来源：万得，中银证券

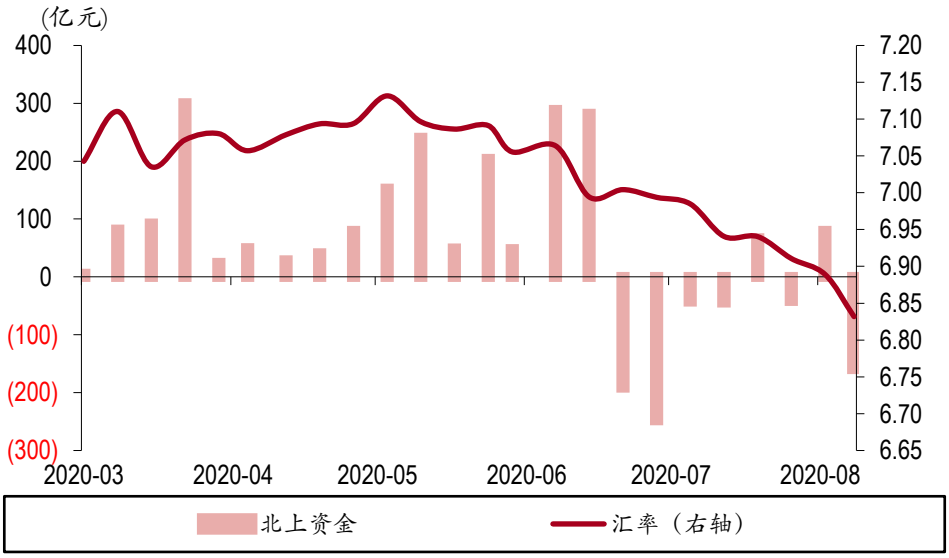
图表 2.中小创盈利增速回归正值，远超主板



资料来源：万得，中银证券

海外流动性宽松预期松动，外资短期加速净流出。8 月以来北上资金呈现持续净流出状态，国内经济复苏斜率趋缓而海外进入加速修复阶段，地缘政治因素也加剧了市场风险偏好波动，导致北上资金出现流出。海外疫苗的推进以及美国经济的复苏使得市场对于海外流动性宽松的预期进一步减弱。27 日美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 会议上宣布新的货币政策框架，2012 年以来的“通胀跟踪制”将转换为“平均通胀跟踪制”。其中，基于新框架将“达到将充分就业”置于“维持价格稳定”目标之前，未来联储货币宽松的预期也出现一定分歧。前期流动性宽松逻辑下美股估值快速提升时期接近尾声。

图表 3. 7 月以来北上资金呈现持续净流出状态



资料来源：万得，中银证券

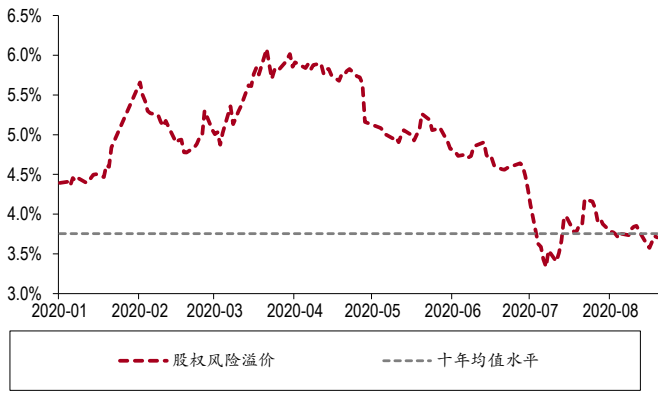
海外风险波动，市场风险偏好高位震荡。本周市场依然在高位震荡，海外市场波动带来 A 股风险偏好快速下行。海外股市仍处于博弈阶段，但尚未到趋势性下跌的时候，首先，债券市场对货币政策和流动性的敏感度一般高于股市，而美债并未跟随美股下跌，说明交易端还在博弈中，一致预期尚未形成；其次海外经济复苏预期加速仍需要后续的就业和通胀数据的上行来加以佐证。预计大选结束前，市场将维持博弈震荡。横向比较下，当前 A 股估值水平低于发达国家水平，往后看，总量货币政策宽松难以为继，美国大选前，中美博弈进入常态化阶段，不排除中美摩擦阶段性升级的可能，市场风险偏好短期难有大幅提升，这也是近期股票资产陷入窄幅震荡的重要原因。但基本面复苏趋势延续，盈利复苏尚处早期，风险偏好中枢维持高位不改。

图表 4. 全球市场估值水平对比（2009 年起）

	上证综指	深证成指	创业板指
当前分位	69.10%	83.30%	87.20%
当前值	15.97	32.92	67.27
中位数	14.05	22.72	51.00
均值+标准差	19.98	35.06	68.04
均值-标准差	10.03	14.67	36.58
	标普500	纳斯达克	道琼斯工业
当前分位	99.60%	99.40%	99.70%
当前值	33.71	64.77	28.03
中位数	19.44	31.29	16.49
均值+标准差	23.50	40.75	20.88
均值-标准差	15.80	24.44	13.94

资料来源：万得，中银证券

图表 5.市场风险偏好仍处于年内高位震荡



资料来源：万得，中银证券

估值分化，盈利为锚，逐步关注低估值顺周期板块配置机会。中报显示，除金融地产板块盈利增速持续下降外，其余板块 2 季度盈利增速均有不同程度的改善，其中周期成长板块上升 53 个百分点，提升幅度最大；必需消费从一季度的 9%增长至 25%。一级行业方面，通信、农林牧渔、军工和电力设备增速居前，其中农林牧渔和军工较一季度增速大幅下滑。消费电子、新能源汽车为代表的成长主线维持稳定高增长。半导体、通信设备、装饰材料等二级行业环比高增。从近期的市场表现也可以看出，以汽车、电子、化工为例，业绩确定性高、未来盈利预期确定上行而估值尚可的行业，近期表现相对占优。未来随着分母端逻辑的趋弱，盈利因子仍将占据主导。配置方向上，可逐步增加低估值顺周期板块的配置比例，随着下游需求回暖，前期库存得到去化，经济复苏趋势确定，利率上行趋势下，金融板块利空出尽配置价值逐步显现。前期强势的科技和消费板块即将迎来估值分化，产业趋势向上、业绩确定性高而估值尚可的行业有望依然维持强势，

图表 6. 大类板块过去 4 个季度盈利增速及 ROE

大类板块	盈利增速				ROE			
	2020H1	2020Q1	2019H2	2019Q3	2020H1	2020Q1	2019H2	2019Q3
周期资源	-66.0%	-91.0%	-13.0%	-15.4%	4.6%	5.8%	7.4%	8.4%
周期制造	-14.0%	-57.0%	-35.0%	-15.0%	4.2%	3.7%	4.9%	7.1%
金融地产	-13.0%	-5.0%	14.0%	16.0%	12.4%	11.5%	12.0%	12.3%
必需消费	25.0%	9.0%	14.0%	16.1%	14.0%	12.8%	12.9%	13.2%
可选消费	-37.0%	-63.0%	7.0%	5.5%	7.1%	7.6%	9.4%	9.0%
基建	-52.0%	-84.0%	7.0%	13.3%	5.2%	6.0%	8.0%	8.6%
周期成长	18.0%	-35.0%	8.0%	4.5%	5.1%	4.1%	4.9%	5.2%
成长	-13.0%	-18.0%	152.0%	-13.4%	0.2%	0.3%	0.6%	-0.4%

资料来源：万得，中银证券

风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371