东兴证券 DONGXING SECURITIES

震荡中抱紧价值板块

2020 年 9 月 6 日

A 股策略 | 策略专题

分析师	杨若木	电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号： S1480510120014
联系人	林莎	电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号： S1480120070056

投资摘要：

资金抱团开始松动， 成长板块大幅回调。上周 A 股、美股、港股主要指数下跌。前期资金抱团的强势板块出现大幅度回调，特别是最后两个交易日。9 月 3 日至 9 月 4 日，A 股中，医药板块、调味品板块均大幅下跌，跌幅超过上证综指和创业板指。NASDAQ 指数、恒生科技指数分别下跌 6.17%和 4.06%，同时 VIX 指数飙升。统计数据来看，这两个交易日跌幅最大的公司，主要集中在年初以来涨幅最大的成长板块。

估值分化已达极致，宏观环境不支持成长股估值的持续走高。经历了长时间的成长股的单边行情之后，市场的估值分化已经达到极致。我们在 8 月 30 日的策略报告《提前布局年末的价值行情》提出：本轮行情会经历“成长—价值——成长”三个阶段。当下宏观经济环境并不支持估值持续走高。成长占优的时期已经过去，PPI 的回升和货币政策边际不再宽松都制约成长股估值的走高。从现在到年末都是价值配置性价比更高的时期。A 股历史上也曾经出现过类似的情况，2014 年 2 月也出现过估值极端分化的情况，而后价值大幅跑赢成长。

美股的经验亦是如此：2000 年互联网泡沫破灭前，同样估值分化达到极致，而后价值开始跑赢成长。2000 年互联网泡沫发生前，美股成长与价值估值分化达到极致，而后流动性收紧，纳斯达克指数迅速大幅下跌但 S&P500 和道琼斯指数表现稳健，价值持续跑赢成长近 3 年。当前，尽管我们也认为并不会出现 2000 年互联网泡沫破灭后成长股持续近 3 年大跌的行情，但是同样估值分化已达极致，流动性由宽松转向中性，价值的配置性价比高于成长。

行业配置：三条主线挖掘价值板块。第一、悲观预期已经充分释放的低估值板块：包括银行和保险；第二、长周期景气度向好、短期高频数据也在明显改善的行业：工程机械（存量替换、新增需求）；新能源汽车（长期政策驱动，短期销量增速转正）；建材（投资驱动产业链）；化工（顺周期细分领域、新材料长期向好）；第三、短期业绩高增长的地产后周期产业链，厨电、白电、轻工（家居）。此外，中报业绩披露已结束，特别关注中报业绩向好且估值相对较低的板块。

风险提示:政策推进不及预期，宏观经济下行，疫情发展超出预期

目 录

1. 资金抱团成长开始松动，强势板块出现大幅回调 3
2. 估值分化已达极致，宏观经济环境不支持估值持续走高 5
3. 互联网泡沫时期同样估值分化达到极致，而后价值持续跑赢成长 7
4. 建议布局低估值价值股，看好中报业绩改善行业 ..... 错误!未定义书签。
5. 中报分析：机械、建材和基础化工业绩改善大且估值低 11
6. 风险提示 12

插图目录

图 1：上周主要指数全面回调 ..... 错误!未定义书签。
图 2：调味品、医药等前期强势板块 9.3-9.4 大幅回调 ..... 错误!未定义书签。
图 3：美股、港股科技板块 9.3-9.4 均大幅下跌 3
图 4：9.3-9.4，VIX 指数飙升 4
图 5：汽车、基础化工、电子、机械等板块领涨 4
图 6：亏损股、低价股指数补涨 5
图 7：2020 年 7 月估值严重分化 5
图 8：PPI 与创业板指对比 5
图 9：短端利率与长端利率对比 6
图 10：7 月份社融大幅下滑，不及预期 6
图 11：2014 年同样呈现估值分化趋势但弱于当前 6
图 12：2000 年初，美股纳指与道指分化达到极致 7
图 13：美联储一年内连续 6 次加息 7
图 14：1998 年开始，信息技术行业还是进入停滞期 8
图 15：成长股总体业绩表现优于价值股 8
图 16：医药、电子、通信等成长行业业绩表现良好 8
图 17：Q2 业绩大幅反弹 11
图 18：相比往年，A 股市场业绩仍表现较差 11
图 19：主板、创业板业绩分化极大 11
图 20：通信、机械、汽车、电子业绩明显改善 12

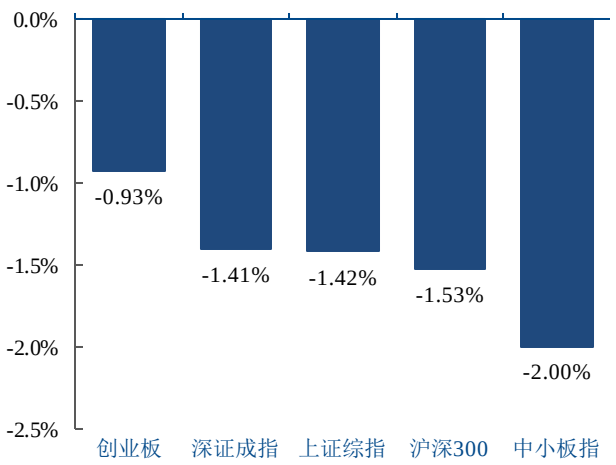
表格目录

表 1 前期领涨个股 9.3-9.4 跌幅最大 4

1. 资金抱团成长开始松动， 强势板块出现大幅回调

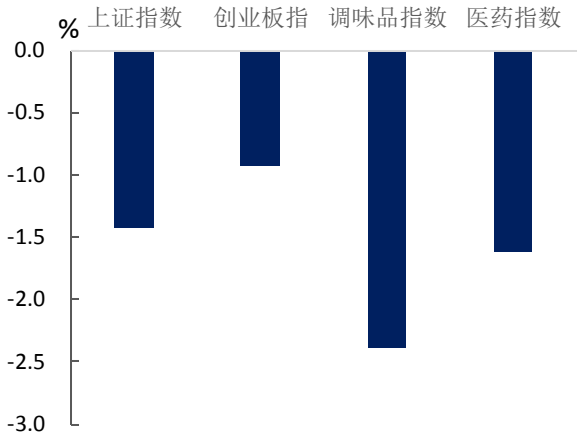
上周整个 A 股市场面临较大回调压力，主要指数全面下跌，创业板指下跌 0.93%，上证综指跌 1.42%，中小板指下跌 2%。前期资金抱团的强势板块开始出现大幅度回调，特别是最后两天。9 月 3 日至 9 月 4 日，A 股中，医药板块、调味品板块均大幅下跌，调味品指数下跌 2.40%，医药指数下跌 1.62%，跌幅超过上证综指和创业板指的-1.42%和-0.93%。美股、港股科技股也于 9 月 3 日与 9 月 4 日出现暴跌，分别下跌 6.17%和 4.06%。美股大跌同时伴随着 VIX 指数的飙升，9 月 3 日和 4 日，VIX 指数分别达到自 6 月 11 日以来的高点 33.60 和 30.75，投资者恐慌情绪较高。

图 1：上周主要指数全面回调



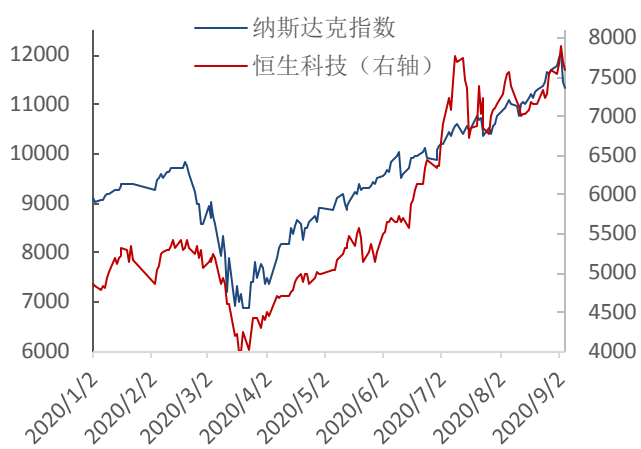
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2：调味品、医药等前期强势板块 9.3-9.4 大幅回调



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 3：美股、港股科技板块 9.3-9.4 均大幅下跌



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 4：9.3-9.4，VIX 指数飙升

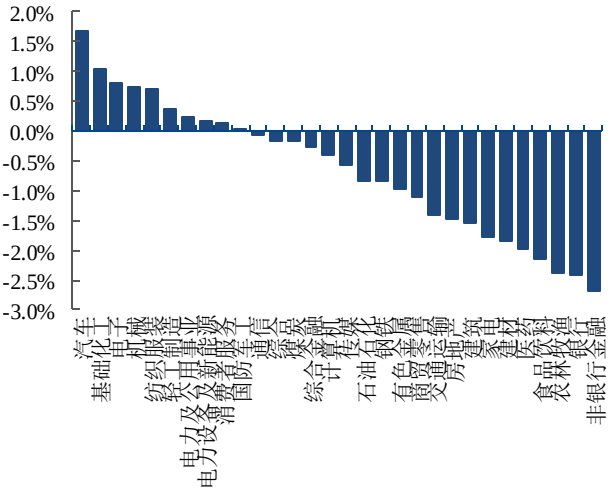


资料来源：wind、东兴证券研究所

行业层面，上周涨幅排名前五的板块分别为汽车、基础化工、电子、机械、纺织服装，涨幅分别为 1.68%、1.04%、0.81%、0.75%、0.71%。跌幅排名前五的板块则分别为非银行金融、银行、农林牧渔、食品饮料、医药，跌幅分别为-2.68%、-2.41%、-2.38%、-2.14%、-1.98%。而从风格来看，亏损股和低价股补涨趋势明显，分别上涨 2.27%和 1.43%。

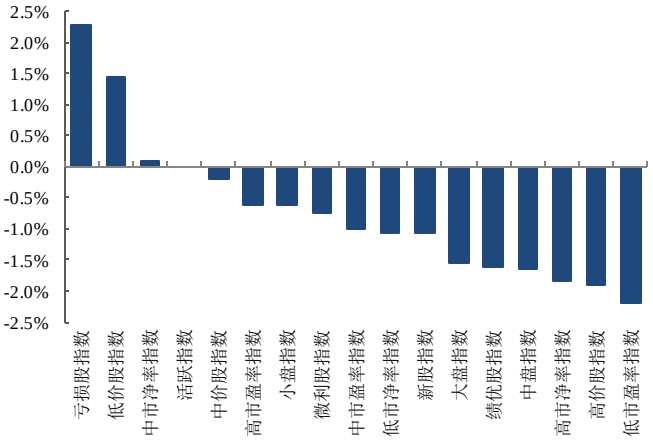
9 月 3 日至 9 月 4 日跌幅最大的公司，主要集中在年初以来涨幅最大的成长板块。自年初以来涨幅最大的 500 家公司在 9 月 3 日至 9 月 4 日平均跌幅最大，达到-2.12%。而自年初以来涨幅最小的公司在 9 月 3 日至 9 月 4 日则平均上涨 0.02%。

图 5：汽车、基础化工、电子、机械等板块领涨



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 6： 亏损股、低价股指数补涨



资料来源：wind、东兴证券研究所

表 1：前期领涨个股 9.3-9.4 跌幅最大

年初至 9 月 2 日涨跌幅排名	年初至 9 月 2 日涨跌幅（%）	9 月 3 日至 9 月 4 日涨跌幅（%）
1-500	140.7743	-2.1227
501-1000	58.9039	-1.4263
1001-1500	34.4866	-0.5090
1501-2000	20.3508	-0.2131
2001-2500	10.3564	-0.2839
2501-3000	1.9403	-0.4598
3001-3500	-7.2434	-0.4087
3501-3987	-25.0188	0.0197

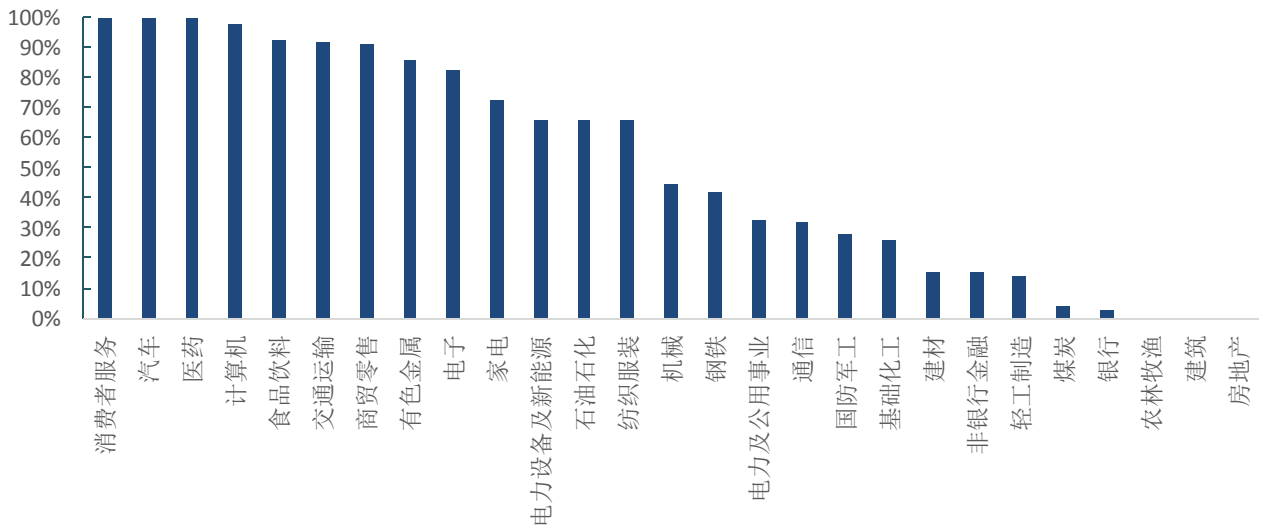
资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 估值分化已达极致，宏观经济环境不支持估值持续走高

2019 年初至 2020 年 7 月，市场整体呈成长单边上行趋势，成长股、价值股估值持续分化，已经达到极致。从 7 月的估值水平来看，估值最高的医药、汽车、食品饮料的估值历史分位数接近 100%，估值最低的银行、建筑、房地产历史分位数则仅为的 1.5%、0.2%、0.1%。我们在 8 月 30 日的策略报告《提前布局年末的价值行情》提出：本轮行情会经历“成长—价值——成长”三个阶段。

当下宏观经济环境并不支持估值持续走高。成长占优的时期已经过去，PPI 的回升和货币政策边际不再宽松都制约成长股估值的走高。7 月 PPI 同比数据虽然仍处负区间，但已较 6 月份大幅回升，达到-2.4%，PPI 回升会对成长板块形成压制。成长板块的持续走高依靠持续低利率，但今年 5 月以来，货币政策开始收紧，一周 SHIBOR 利率、一年期和十年期国债收益率都开始触底回升，短端利率和长端利率均呈现持续上升趋势。7 月新增社会融资总额 1.69 万亿，前值 3.43 万亿，市场预计 1.85 万亿元，社会融资也未达预期。从现在到年末都是价值配置性价比更高的时期。

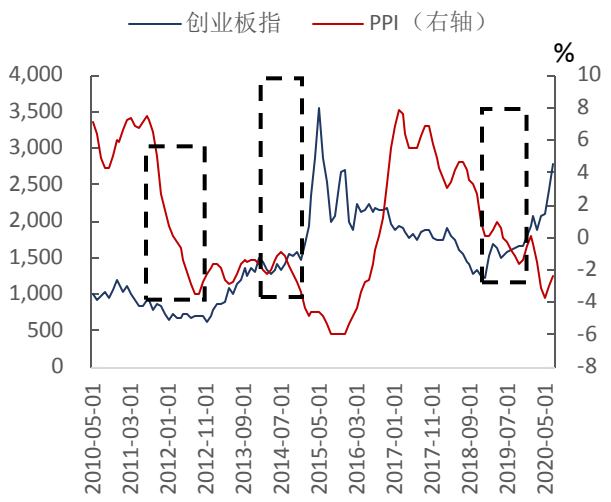
图 7：2020 年 7 月估值严重分化



资料来源：wind、东兴证券研究所

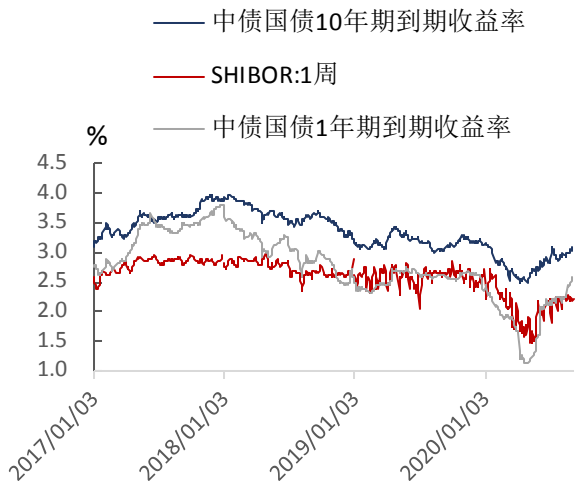
（除银行估值用 PB 和 wind 全 A 的 PB 计算外，其他行业及 wind 全 A 均用 PE 计算）

图 8：PPI 与创业板指对比



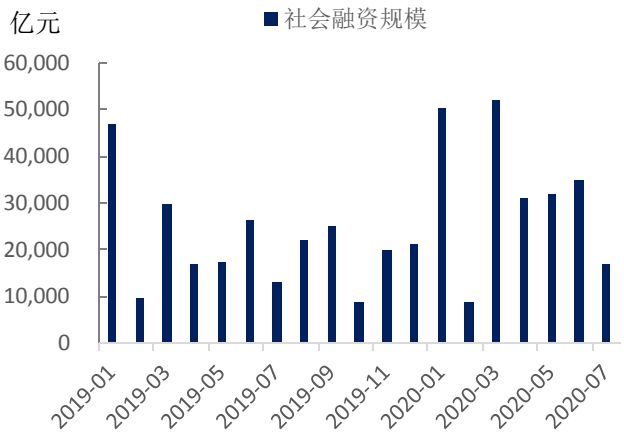
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 9：短端利率与长端利率对比



资料来源：wind、东兴证券研究所

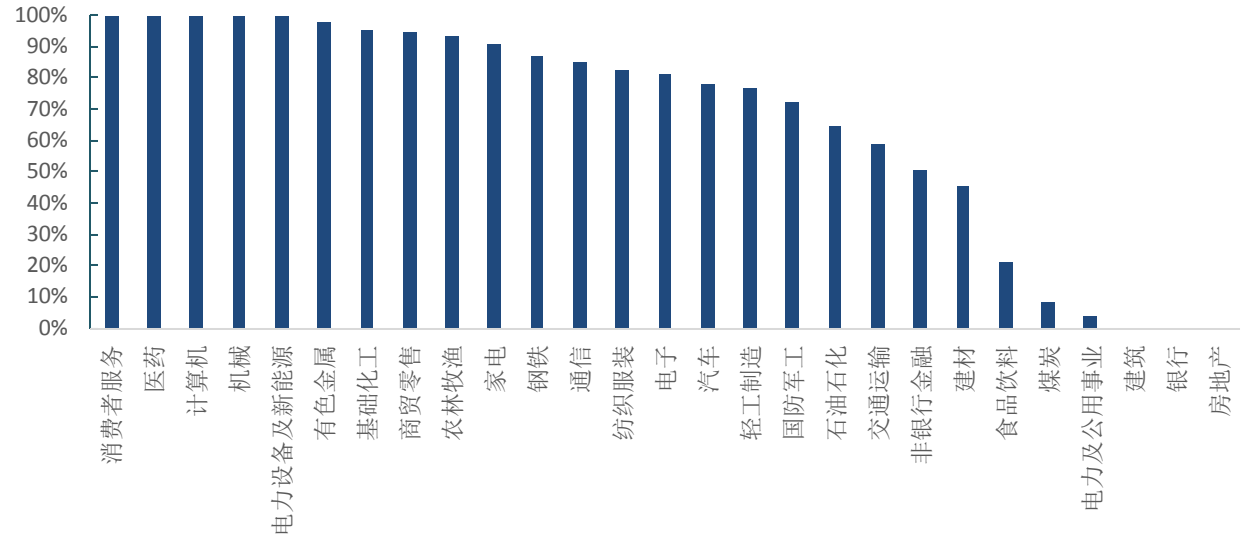
图 10： 7 月份社融大幅下滑，不及预期



资料来源：wind、东兴证券研究所

A 股历史上也曾经出现过类似的情况，2014 年 2 月也出现过估值极端分化的情况，而后价值大幅跑赢成长。2014 年 2 月时，估值最高行业如电力设备及新能源等估值历史分位数接近 100%，估值最低行业历史分位数如银行、地产等接近 0%。2014 年 2 月估值分化达到极致后，出现强势股回调行情，价值大幅跑赢成长，预计本轮行情也将出现类似走势。

图 11：2014 年同样呈现估值分化趋势但弱于当前



资料来源：wind、东兴证券研究所

（除银行估值用 PB 和 wind 全 A 的 PB 计算外，其他行业及 wind 全 A 均用 PE 计算）

3. 互联网泡沫时期同样估值分化达到极致，而后价值持续跑赢成长

2000 年互联网泡沫发生前，美股成长与价值估值分化达到极致，纳斯达克指数从 1998 年 1 月 2 日的 1574.1 上涨到 2000 年 3 月 10 日的 5048.62，涨幅达 221.5%，这一时期标普 500 的涨幅仅为 43.76%。而后，流动性迅速收紧，1999 年中开始，一年内美联储六次加息，联邦基准利率由 4.75%调升至了 6.5%，纳斯达克指数迅速大幅下跌，纳指从 2000 年 3 月 10 日的最高点 5048 一路回调到 2002 年的 10 月 9 日 1114.11 点，下跌幅度达到 77.93%，在此期间，S&P500 和道琼斯指数却表现的相当稳健，价值持续跑赢成长近 3 年时间。

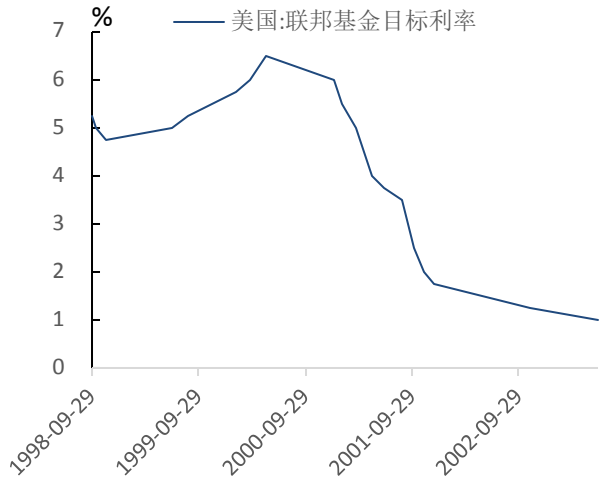
图 12：2000 年初，美股纳指与道指分化达到极致



资料来源：wind、东兴证券研究所

（将 1998 年 1 月 1 日设为初始值 100）

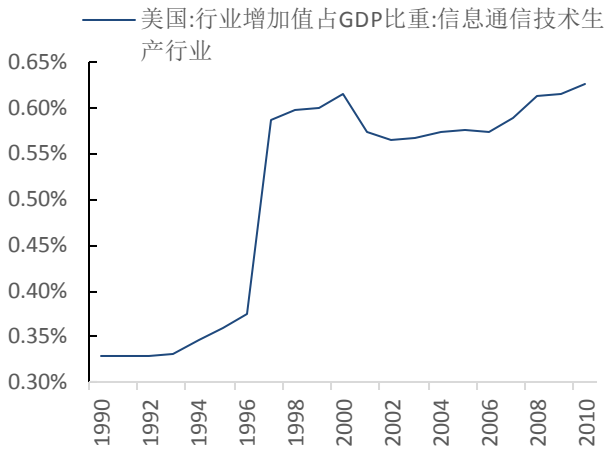
图 13：美联储一年内连续 6 次加息



资料来源：wind、东兴证券研究所

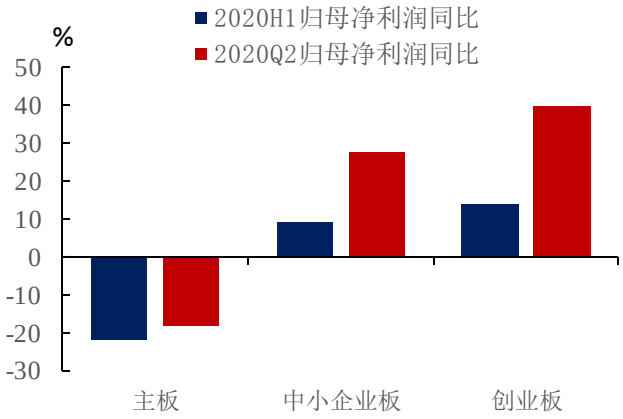
当前，尽管我们认为并不会出现 2000 年互联网泡沫破灭后成长股持续近 3 年大跌的行情，但是同样估值分化已达极致，流动性由宽松转向中性，价值的配置性价比高于成长。本轮行情中难以出现互联网泡沫时的长期大跌行情，虽然自 4、5 月份以来，我国流动性从极为宽松的状态逐渐收紧，但目前货币政策相对中性，且继续收紧的可能性不大。另一方面，从基本面来看，互联网泡沫时，美国信息技术等行业在经历了 1992 年-1997 年高速成长后，于 1998 年开始进入停滞期，业绩上的孱弱表现使得投资者逐渐丧失信心。而从中报业绩表现来看，创业板成长股整体优于主板价值股，医药、电子、通信、计算机等成长股也表现良好，坚实的业绩表现能够有效支撑投资者信心。但是当前与互联网泡沫时期同样的估值分化达到极致、流动性逐步收紧信号仍然提示后市价值跑赢成长行情。

图 14：1998 年开始，信息技术行业还是进入停滞期



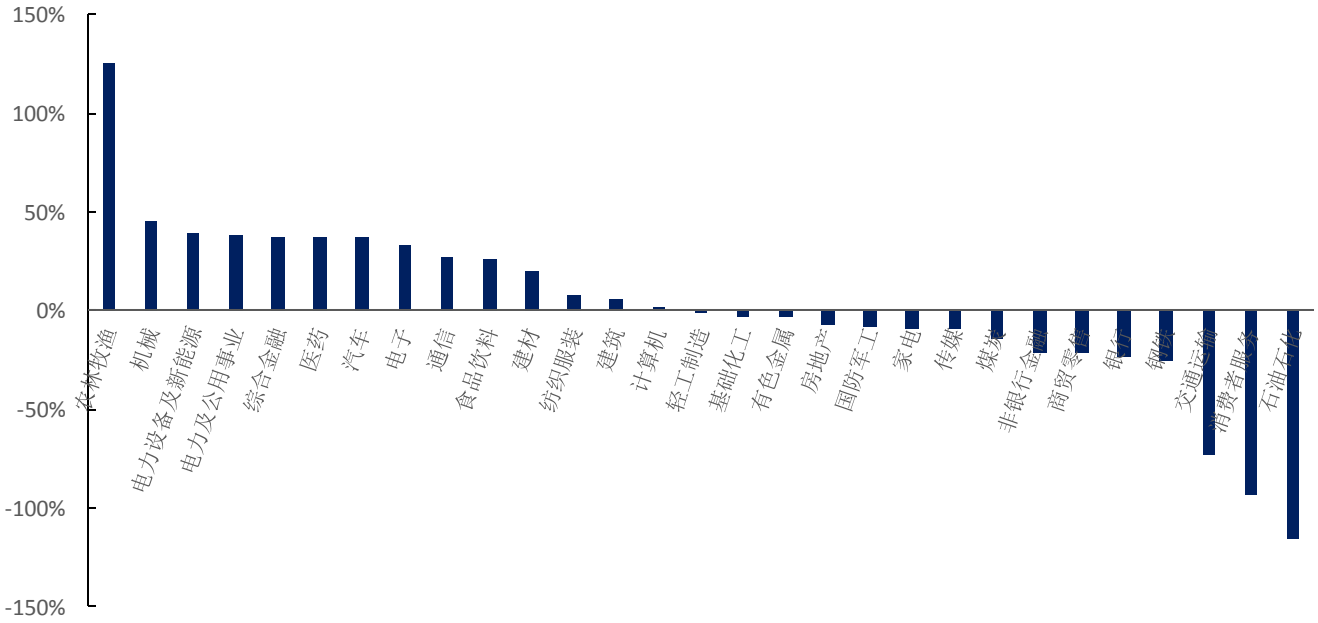
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 15：成长股总体业绩表现优于价值股



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 16：医药、电子、通信等成长行业业绩表现良好



资料来源：wind、东兴证券研究所

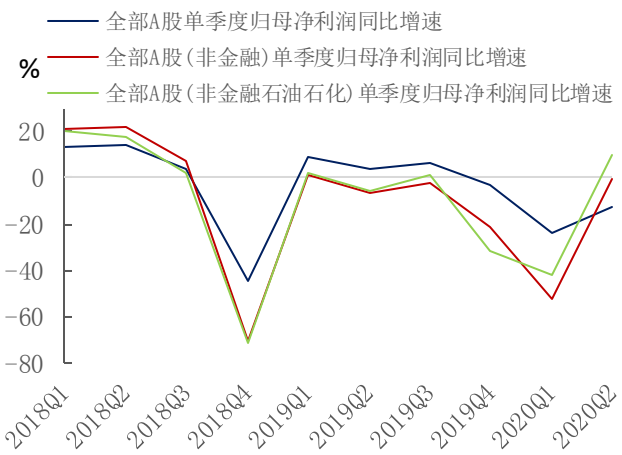
4. 行业配置：三条主线挖掘价值板块

行业配置方面，我们建议从三条主线挖掘价值板块。PPI 回升及货币政策拐点对成长板块形成压制，价值板块的配置性价比在上升。第一、悲观预期已经充分释放的低估值板块：包括银行和保险；第二、长周期景气度向好、短期高频数据也在明显改善的行业：工程机械（存量替换、新增需求）；新能源汽车（长期政策驱动，短期销量增速转正）；建材（投资驱动产业链）；化工（顺周期细分领域、新材料长期向好）；第三、短期业绩高增长的地产后周期产业链，厨电、白电、轻工（家居）。

5. 中报分析：机械、建材和基础化工业绩改善大且估值低

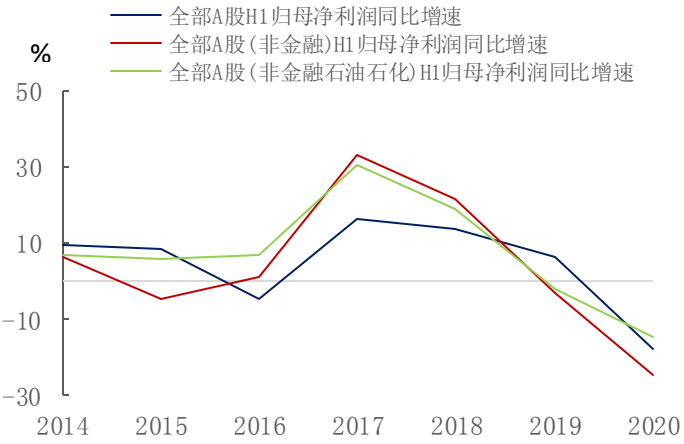
一季度业绩触底后，二季度 A 股市场归母净利润同比大幅回升，全部 A 股、全部 A 股（非金融）和全 A（非金融石油石化）Q2 归母净利润同比分别回升到-12.21%/-0.39%/9.47%。分板块来看，主板、创业板二季度业绩分化极大，主板归母净利润同比 Q2 仍处负区间，仅为-18.38%，创业板归母净利润同比 Q2 则已达到 39.89%。

图 17：Q2 业绩大幅反弹



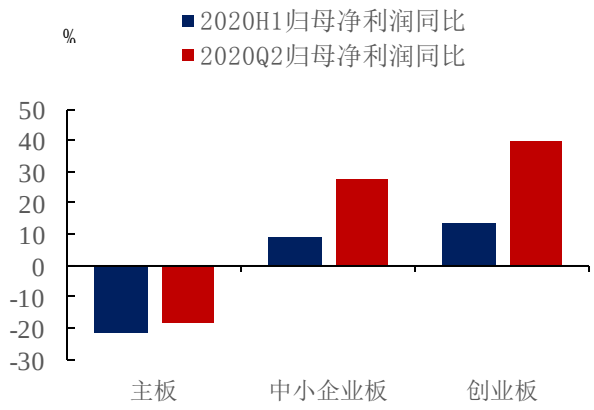
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 18：相比往年，A 股市场业绩仍表现较差



资料来源：wind、东兴证券研究所

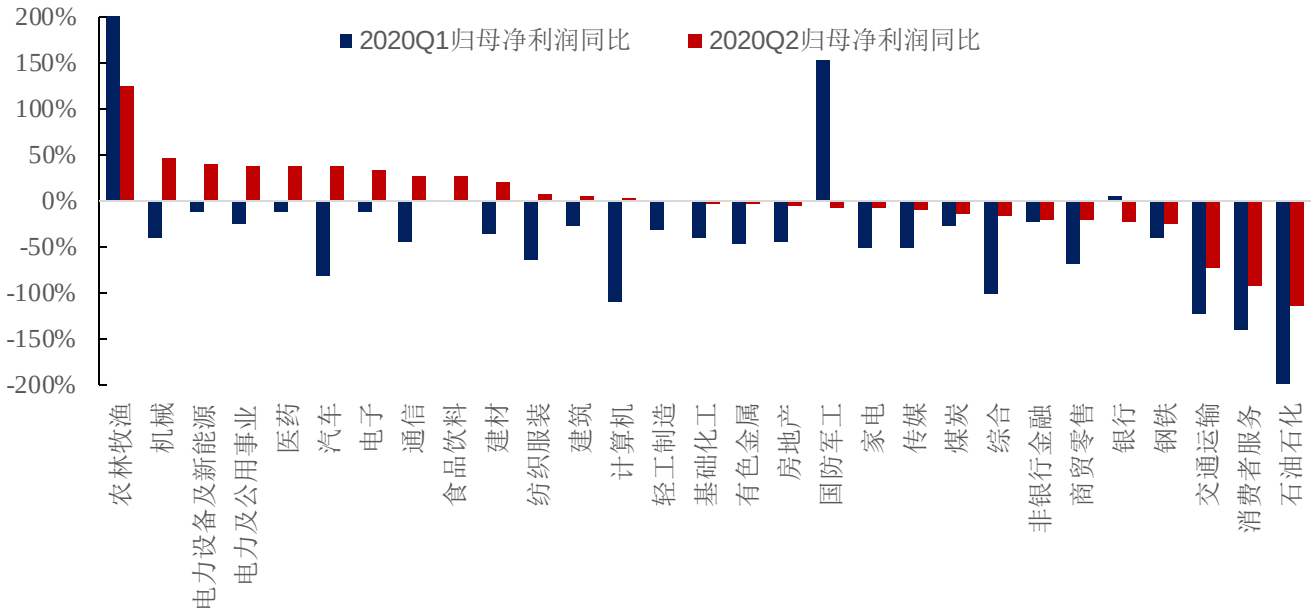
图 19：主板、创业板业绩分化极大



资料来源：wind，东兴证券研究所

相较于Q1,机械、建材、基础化工行业业绩大幅改善且当前估值较低。机械归母净利润同比由Q1的-41.22%回升到Q2的45.55%，主要受到通用设备、工程机械子行业的优良业绩表现拉动，当前行业估值/wind全A估值历史分位数仅处在45%；建材归母净利润同比由Q1的-36.06%回升到Q2的19.94%，主要受益于装饰材料子行业的拉动，装饰材料Q2环比高达1192.33%，当前行业估值/wind全A估值历史分位数仅处在15%；基础化工归母净利润同比由Q1的-41.81%回升到Q2的-2.83%，当前行业估值/wind全A估值历史分位数仅处在26%。

图20：通信、机械、汽车、电子业绩明显改善



资料来源：wind、东兴证券研究所

6. 风险提示

政策推进不及预期，宏观经济下行，疫情发展超出预期

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526