信义山证 汇通天下

山证策略·9月观点

震荡市坚定把握投资主线

山西证券 SHANXI SECURITIES

山西证券策略团队
分析师：
麻文宇 CFA，执业登记编码（S0760516070001）
梁迪柯 CFA.执业登记编码（S0760518070001）

策略研究/月度报告

宏观

- 供给端已经恢复至去年同期水平，需求端端持续回暖。
- 消费信心、就业率向好，需求回暖速度有望提升。
- 货币政策回归正常化，财政政策引导基建发力。

9月策略

- 经济回暖速度有望抬升，货币流动性走平，中期箱体震荡格局或将持续。
- A股估值整体合理，呈现结构性高估值格局，但比较优势下外资仍将持续流入，适当关注估值合理景气度回升较快的板块。
- 创业板以及热门题材板块估值偏高，业绩增长确定性较强，等待下一波业绩增长预期后的上涨机会。

行业配置

- 行业景气度反弹：影视、交通运输、酒店。
- 业绩确定性：建筑材料
- 估值偏低，基本面风险不大的板块：煤炭、钢铁、建材
- 长期优质赛道：医药、光伏、电子、新基建

风险提示：疫情再度大规模出现，疫苗研制进度不达预期、中美摩擦再度升级、政策力度不达预期

市场回顾
宏观分析&展望
策略建议

今年以来中国A股收益率领先全球

- 今年以来中国股指整体大幅跑赢全球其他市场，创业板跑赢纳斯达克超过20%，中证500跑赢标普500超过20%。
- 中长期来看，当前在全球疫情尚不明朗的背景下我们继续看好A股的相对优势。
- 短期来看，但市场估值因素叠加中美贸易摩擦之下我们对A股9月表现保持谨慎。

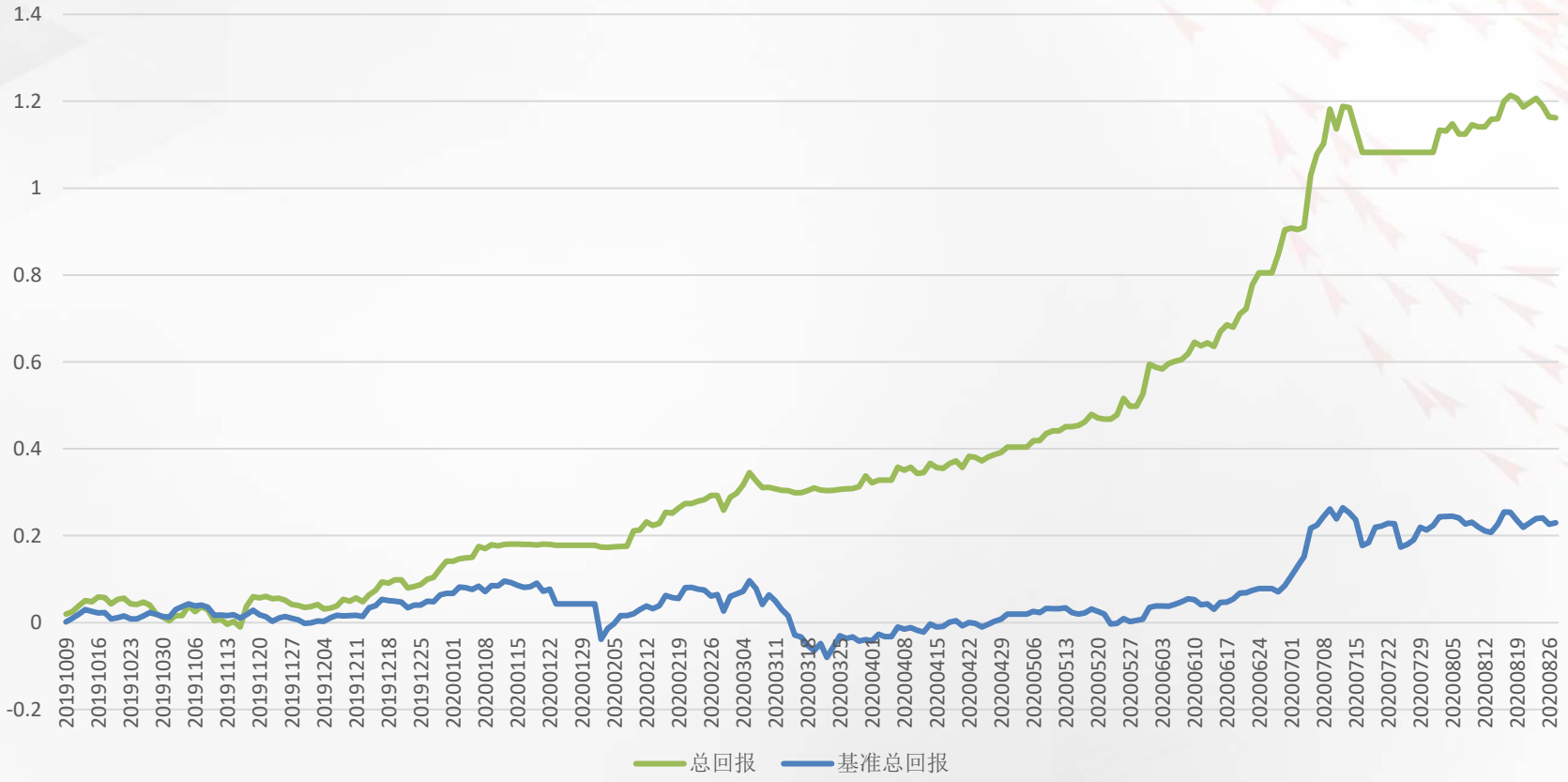


数据来源：山西证券、wind

策略表现

- 今年以来，组合表现良好，截止8月27日绝对收益116.20%，相对沪深300超额93.26%，一季度主要对超额收益贡献较大的是择时，从二季度开始绝大多数收益来源于板块选择。

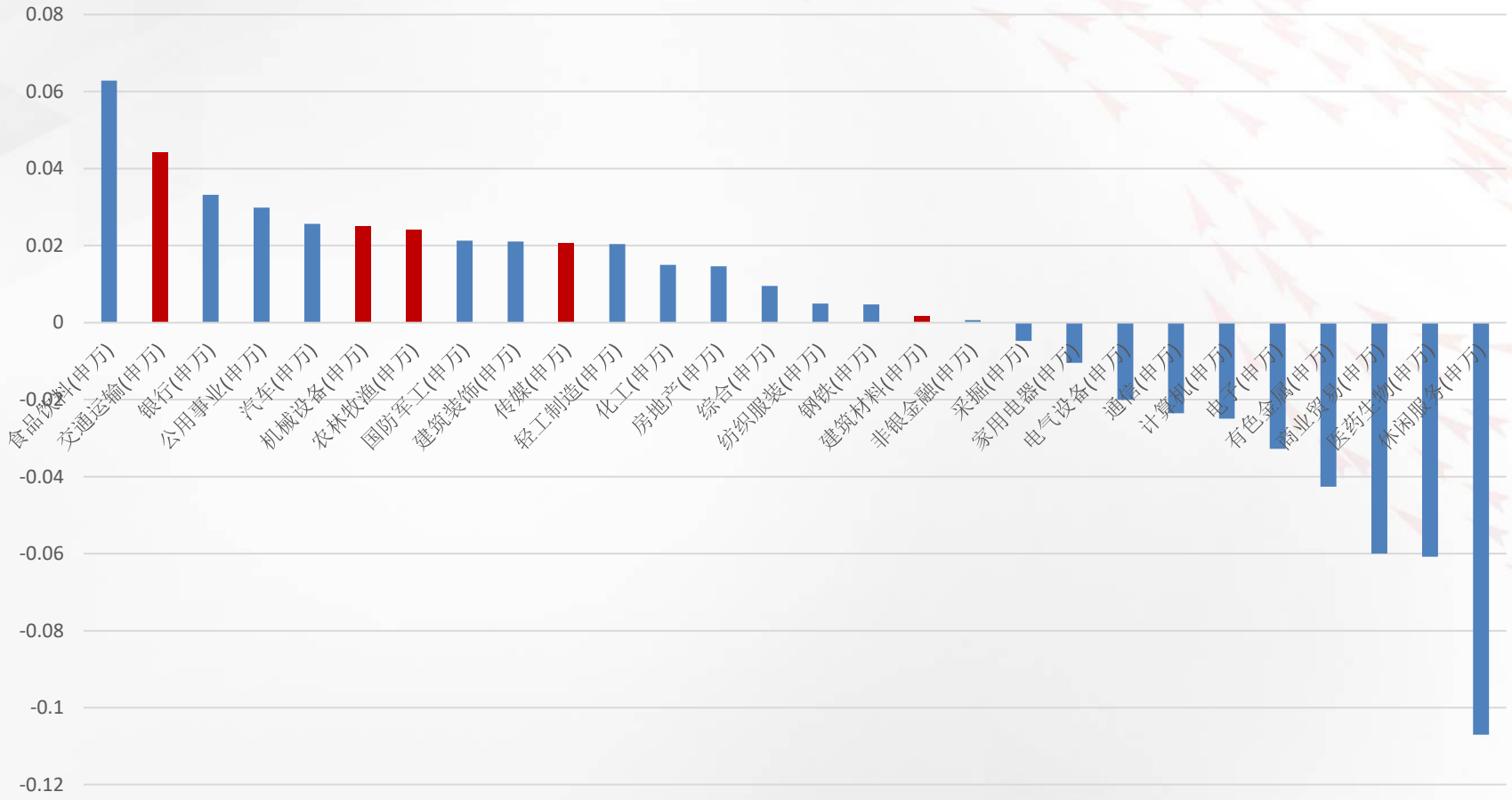
组合今年大幅跑赢沪深300



数据来源：山西证券、wind

8月我们重点推荐行表现优异

- 8月以来申万行业多数上涨。
- **我们持续推荐的5个行业全线上涨。**



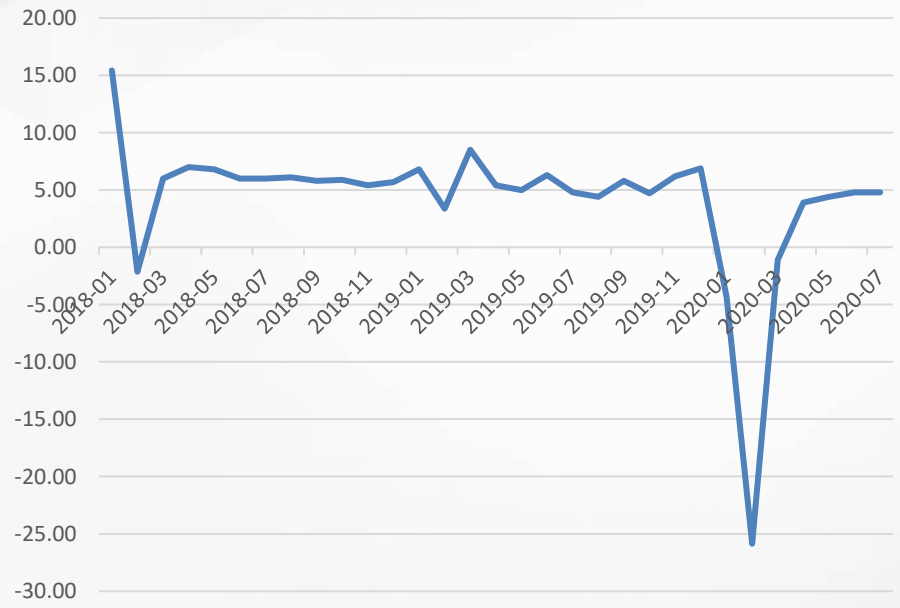
数据来源：WIND、山西证券研究所

市场回顾
宏观分析&展望
策略建议

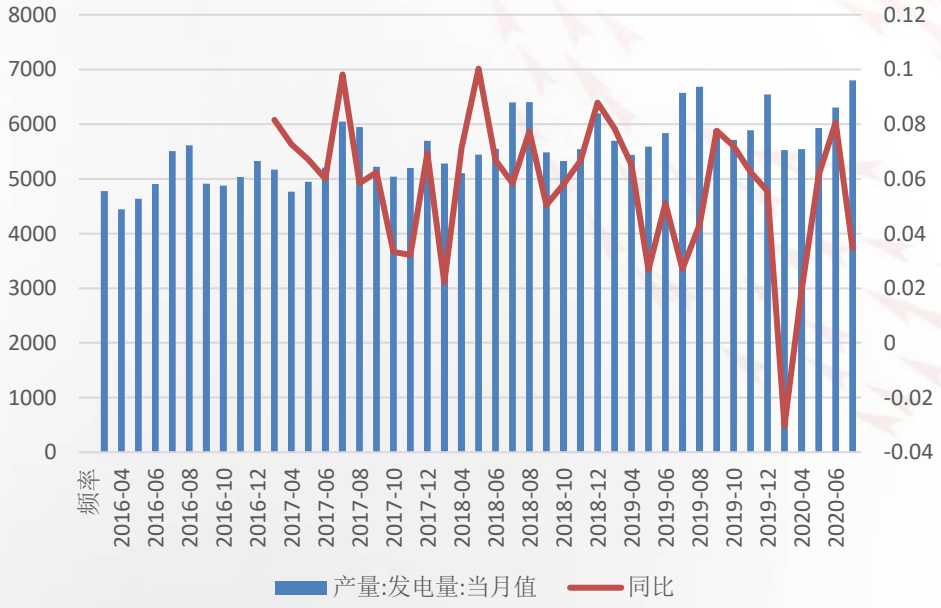
供给端：同比来看产能恢复正常

- 供给端在5月已经恢复正常，6、7月进入平台增长期，8月结合生产端高频数据（原油、化工、钢铁等行业开工率、发用电量等）预判,同比数据会有小幅抬升。

图表4 工业增加值恢复



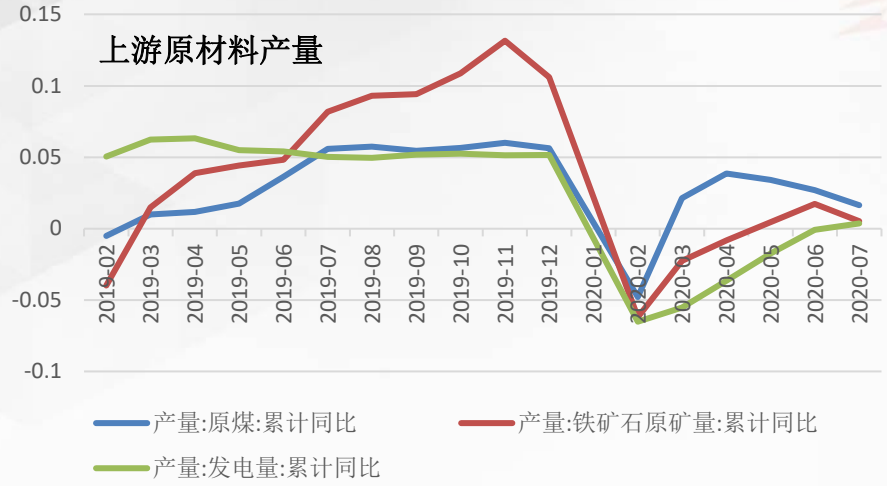
图表5 月发电量

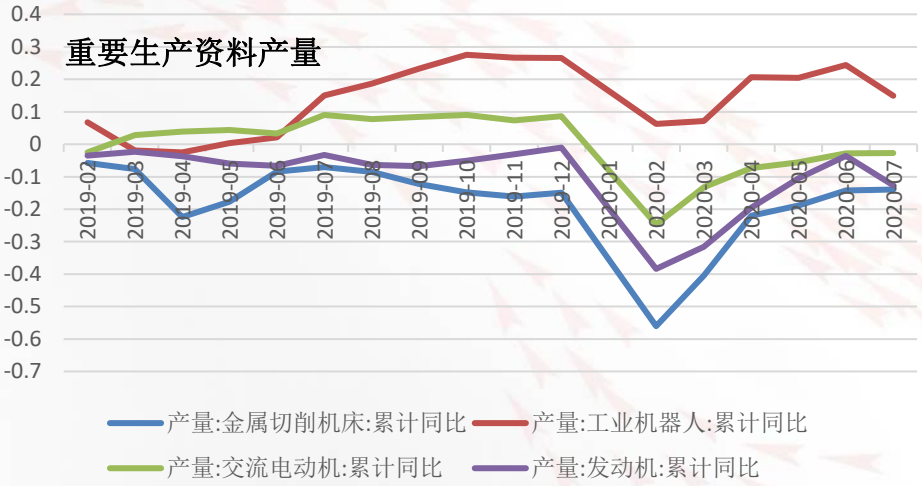


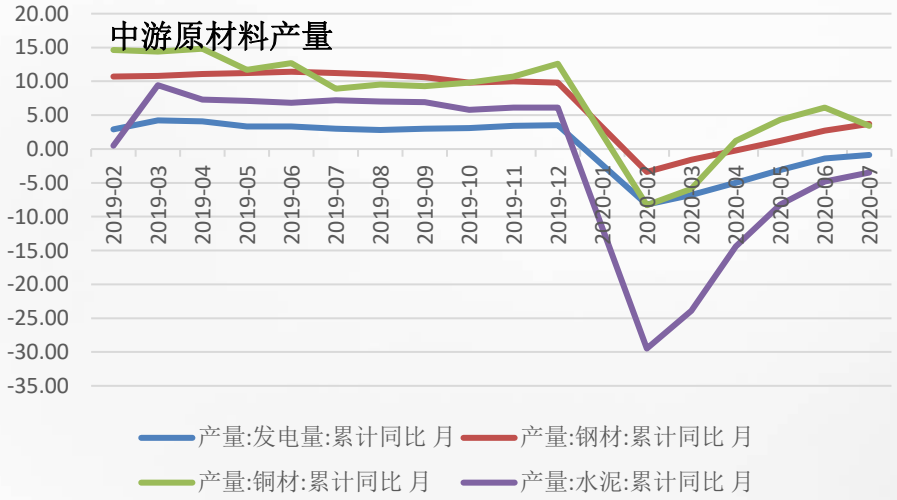
数据来源：WIND、山西证券研究所

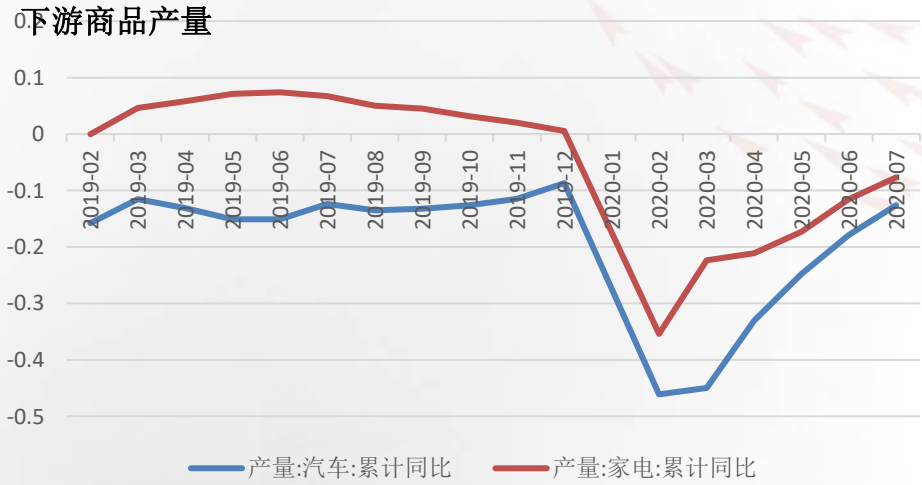
供给端：进一步回升需需求拉动

- 供给端累计同比基本已经回正，但继续上升放缓一定程度上受需求回升速度慢于供给的影响。从数据可以看出下游需求韧性较强，未来或传导至全产业链









数据来源：WIND、山西证券研究所

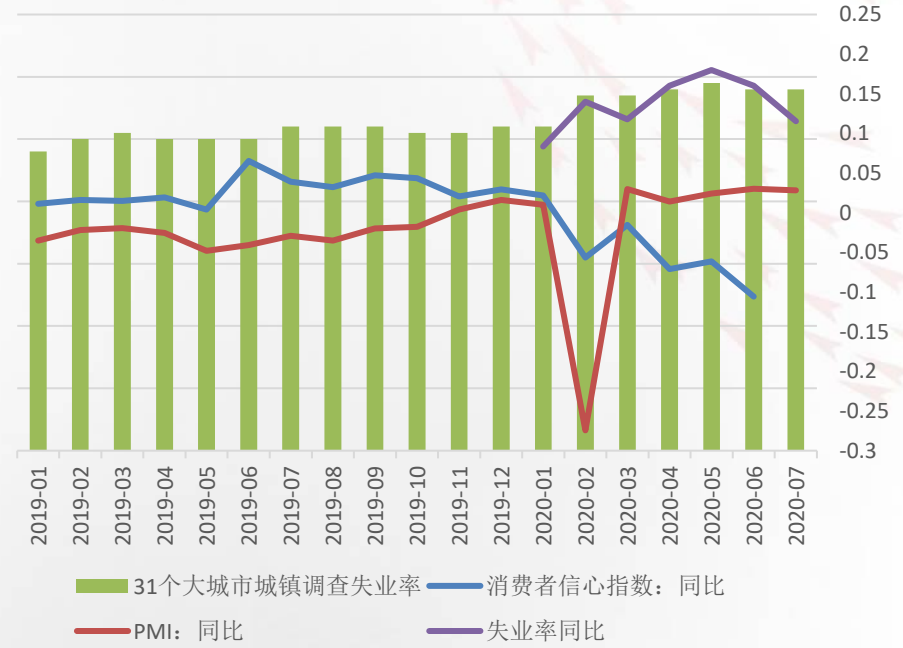
需求端：相较供给端恢复缓慢

- 从社零数据来看，需求端方面来看，消费近两个月回升速度放缓。
- 通过分析失业数据与消费者信心等先行指标，由于前期失业率走高，在5月创新高，消费者信心下降，在6、7月份降至低点，目前失业率基本企稳，未来消费者信心有望回升，从而带动消费需求回升。

社零同比



消费需求先行指标

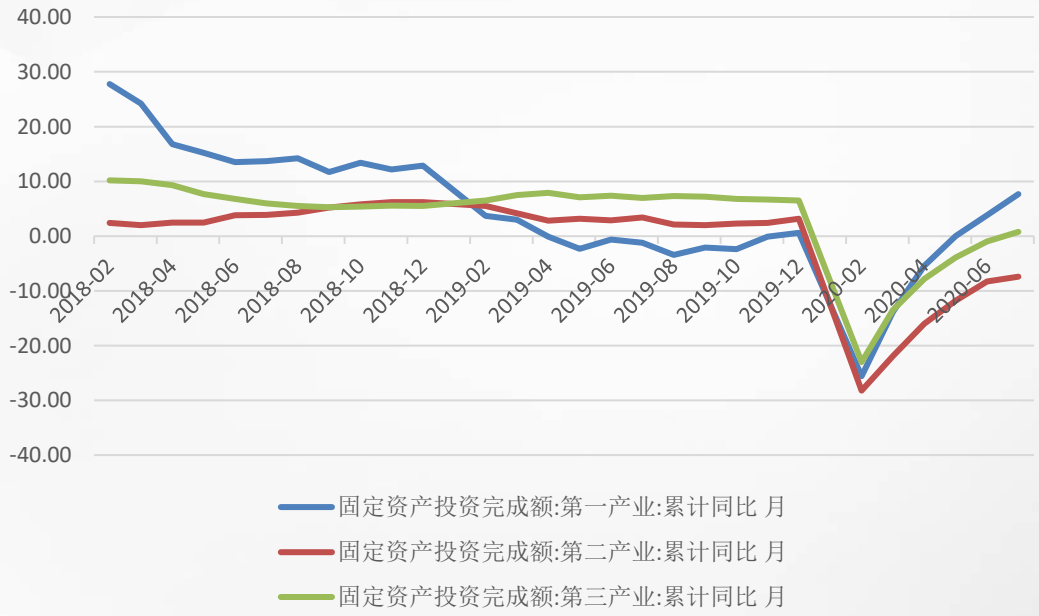


数据来源：WIND、山西证券研究所

需求端：投资持续较高速度回升

- 投资整体保持较高速度回升
- 一三产业投资回升速度快于第二产业，未来有可能带动第二产业提速。新基建未来或为主要发力点，基站和数据中心新建速度保持稳步增长，未来上升空间较大。
- 房地产投资稳步回升，地产投资受到前期新开工、销售等强劲数据的支撑，未来一两个季度可维持相对高位水平增长

图表9 一二三产业投资累计同比



图表9 房地产投资



数据来源：WIND、山西证券研究所

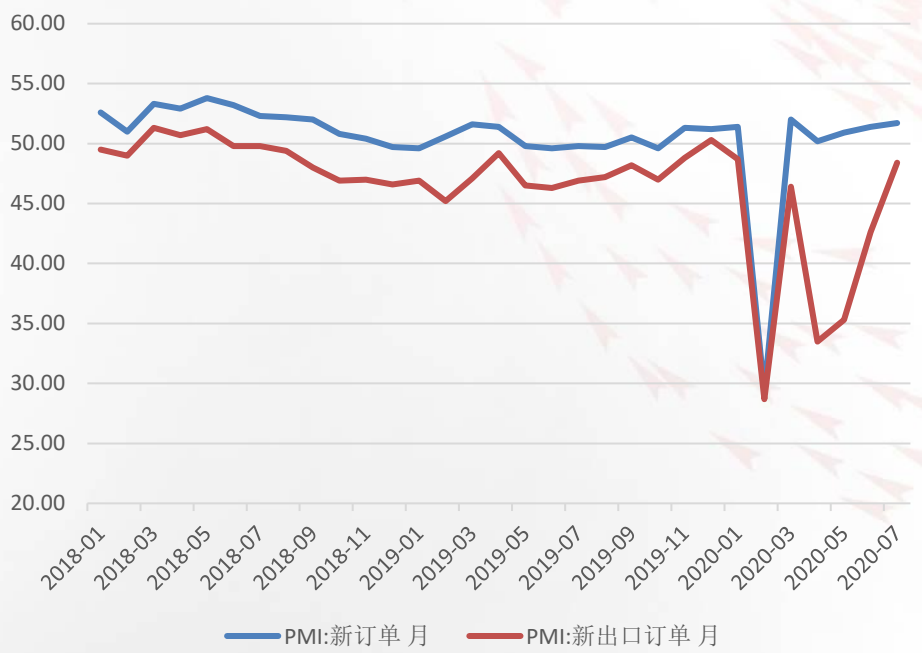
需求端：出口相对乐观

- 7月受海外疫情影响进口出现下降；6、7月出口同比上升，8月预测值进一步上升。从数据来看，我国出口量韧性较强，一定程度上弥补海外产能下降带来的需求缺口。出口订单PMI指数回归正常中枢，预计未来出口保持相对乐观。

图表12 进出口金额



图表13 PMI订单与出口订单



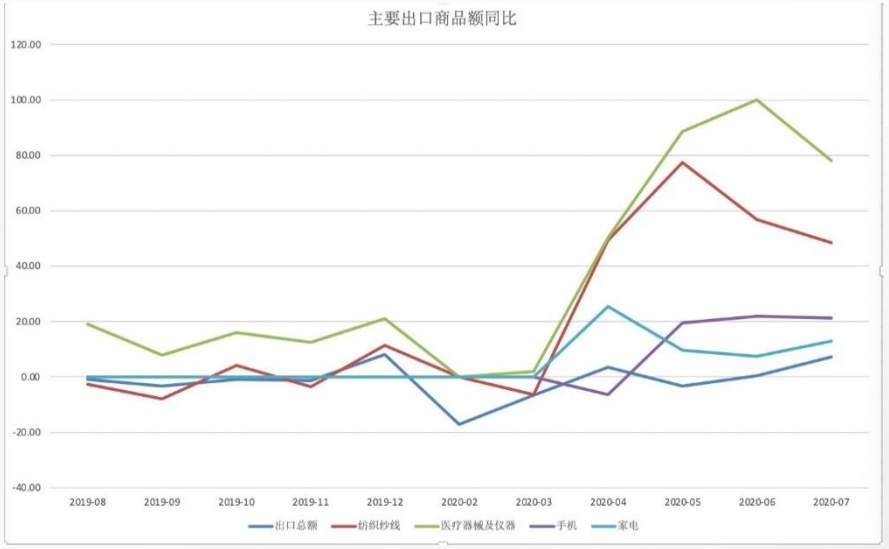
数据来源：WIND、山西证券研究所

需求端：出口相对乐观

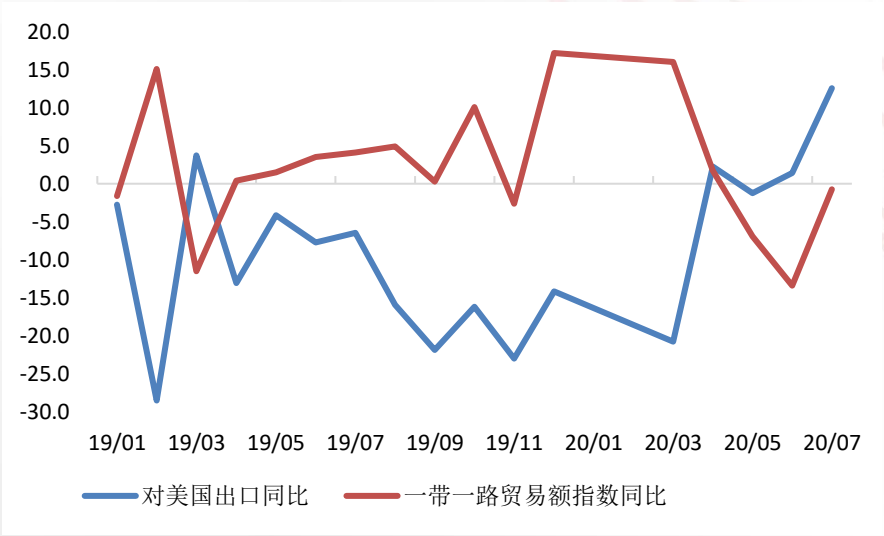
- **出口产业结构有对冲：**疫情以来，我国防疫物资与高技术商品出口量大幅增加对冲低端产品回落。我们预计，后续随着海外复工和需求回暖，防疫物资出口或下降，但劳动密集型商品与工业半成品出口也会回暖

- **对美出口与对一带一路沿线国家出口形成对冲：**因为今年中美两国间贸易环境转好且去年低基数，我们可以认为两国贸易增速年内仍能维持相对较高水平。如果后续中美贸易摩擦再度升级，对一带一路沿线国家的出口也可以形成一定程度上的对冲

防疫物资与高技术商品出口显著增加



对美国出口与对一带一路沿线国家出口对比

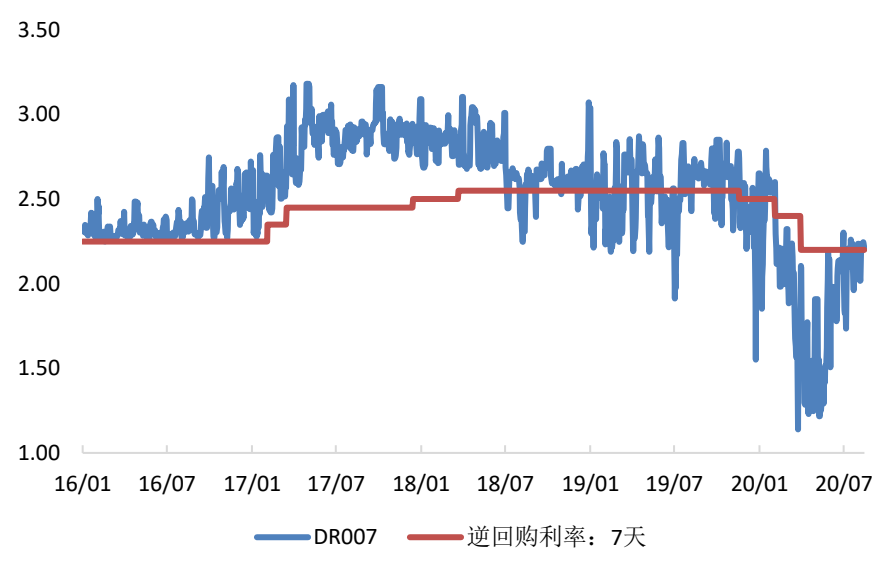


数据来源：山西证券、wind

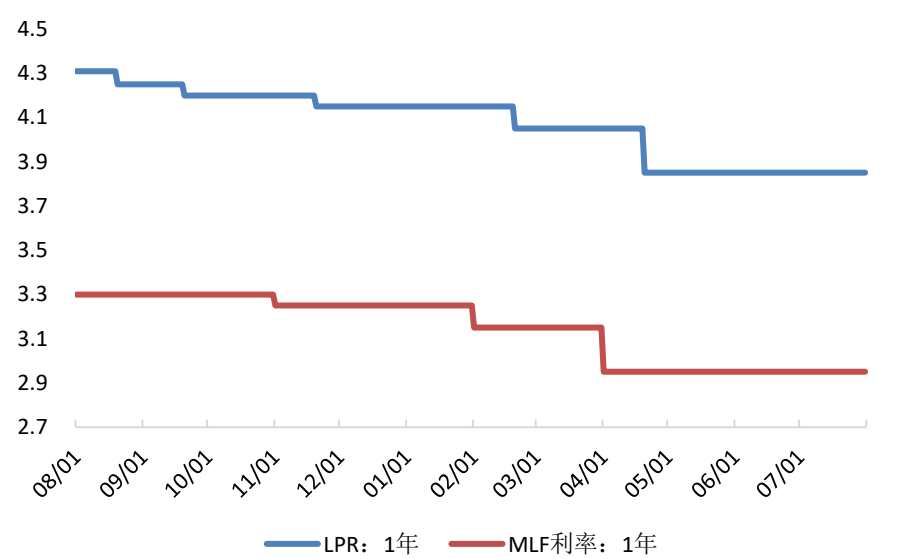
货币政策：回归常态化

- 当前货币政策以稳信用、稳货币主基调。未来货币政策导向大概率维持不变，具体表现为慎用降准、降息等总量工具，主要采用逆回购、MLF等常规操作投放基础货币。
- 在未来宏观经济稳步复苏的背景下，不太会有超预期的宽松政策；另一方面，为了呵护经济复苏，出现紧缩概率也较小

图表14 7天逆回购和DR007



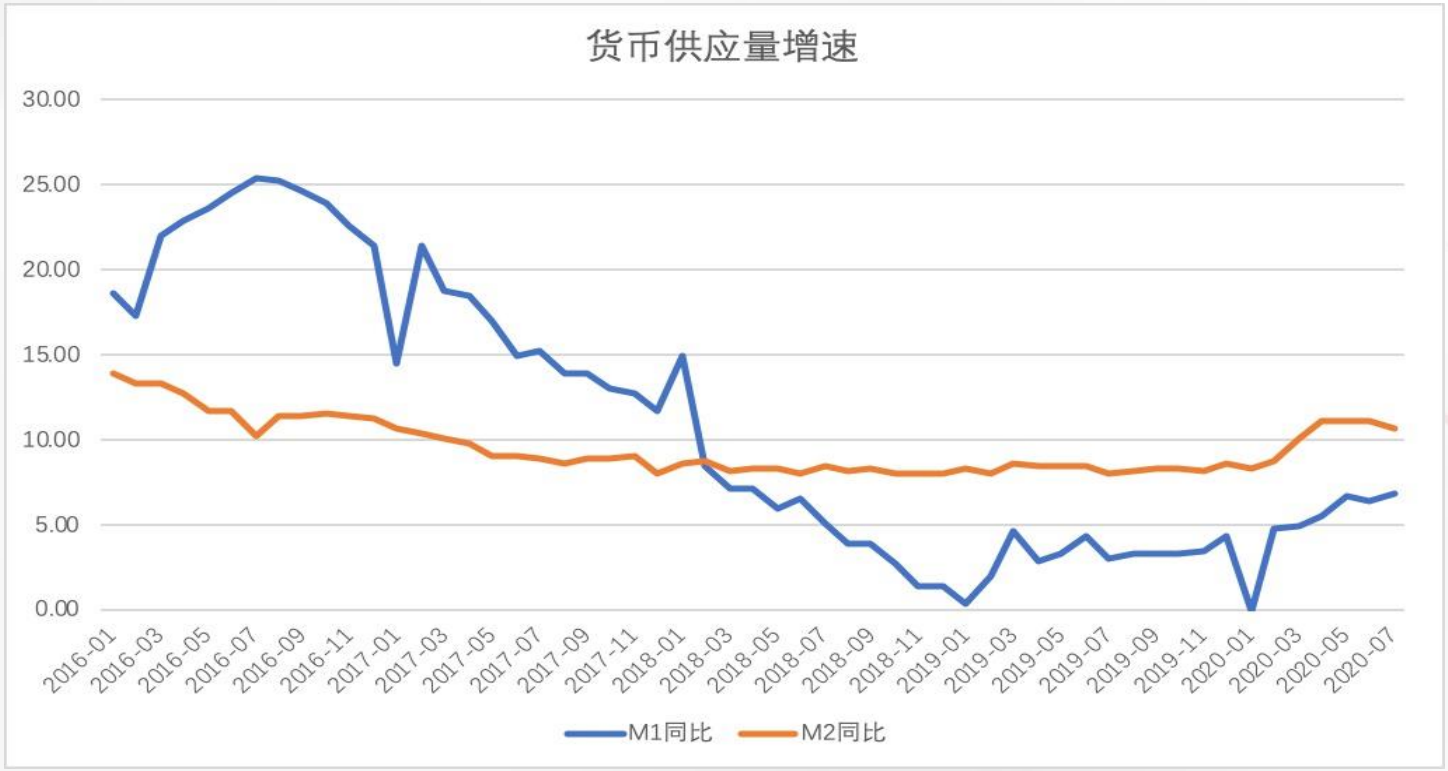
图表15 LPR



数据来源：WIND、山西证券研究所

货币政策：M2走平

- 从数据来看，M2增速出现拐点，目前增速符合目前要求，继续走升和大幅向下概率都不大。
- 中小企业现金流改善、专项债发行加快，M1同比增速仍将继续抬头



数据来源：WIND、山西证券研究所

财政政策：效果显著，有望继续发力

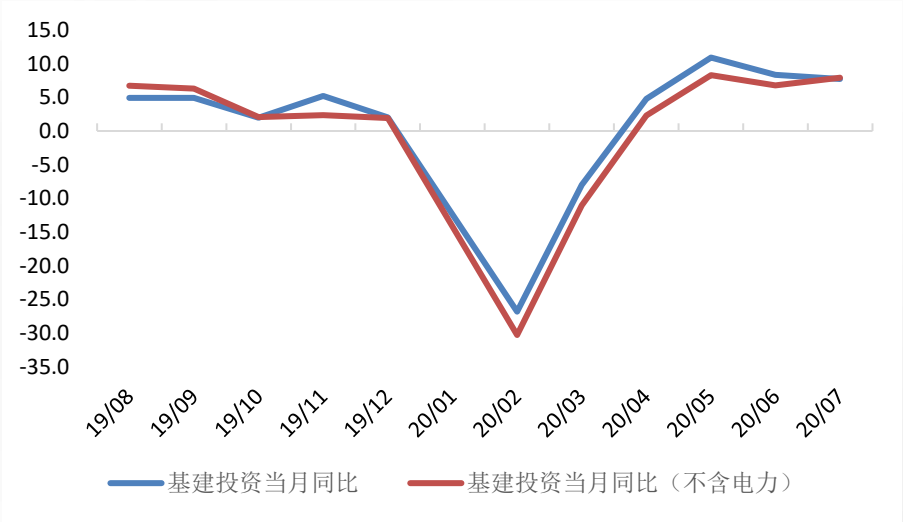
基建投资明显高于去年，反映了前期政策的发力

- 基建投资从第二季度发力，与1月份地方专项债发行相对应
- 如果刨除受水灾影响较大的电力供应行业外，7月基建剩余部分同比上升

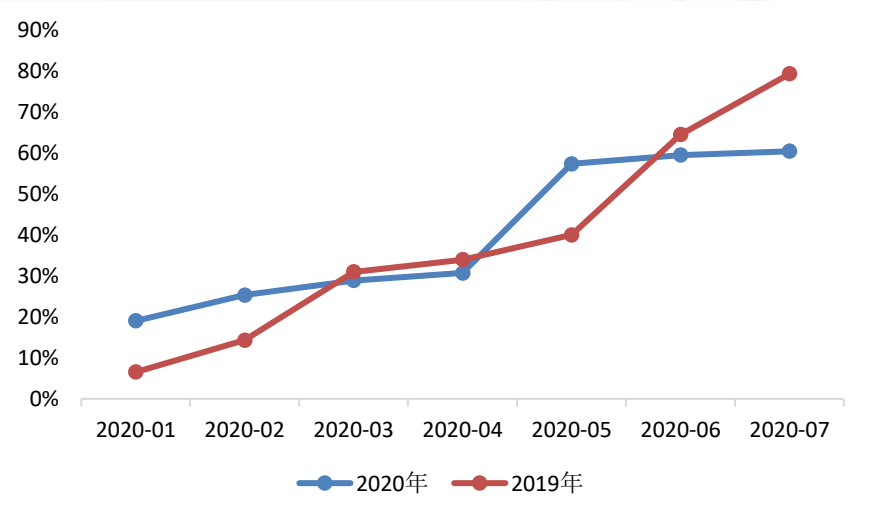
后续基建投资仍有发力空间

- 5月份是地方债发行大月，对应下半年基建投资项目落地
- 今年地方专项债发行进度已经远远落后于去年，按照今年安排，后续仍然有1.5万亿额度发行
- 项目上，水灾后，有关水利的设施，以及受灾设施修复项目审批或有加速

不含电力，基建投资同比上升



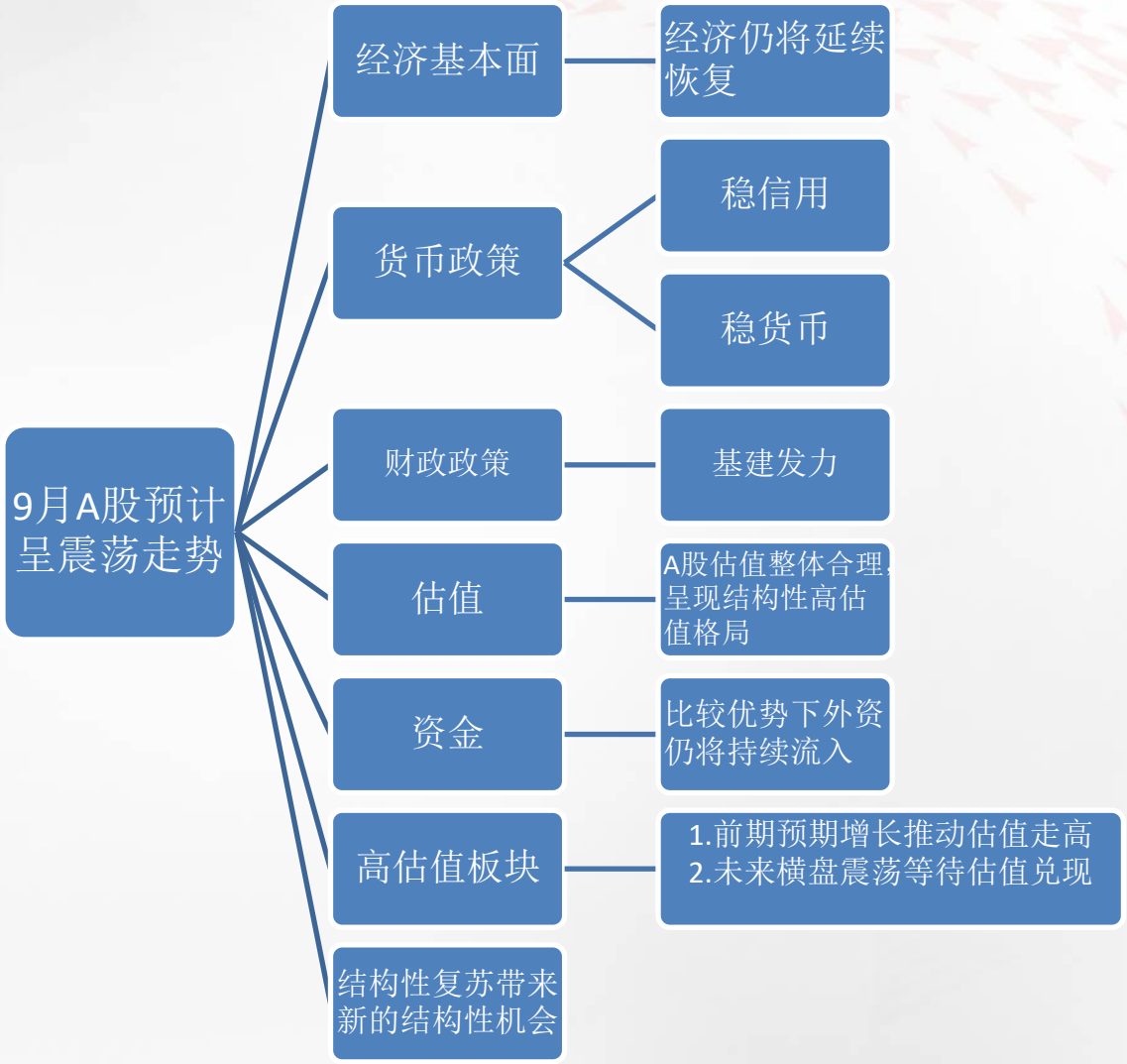
19和20年已发行专项债占全年计划发行比例对比



数据来源：山西证券、wind

市场回顾
宏观分析&展望
策略建议

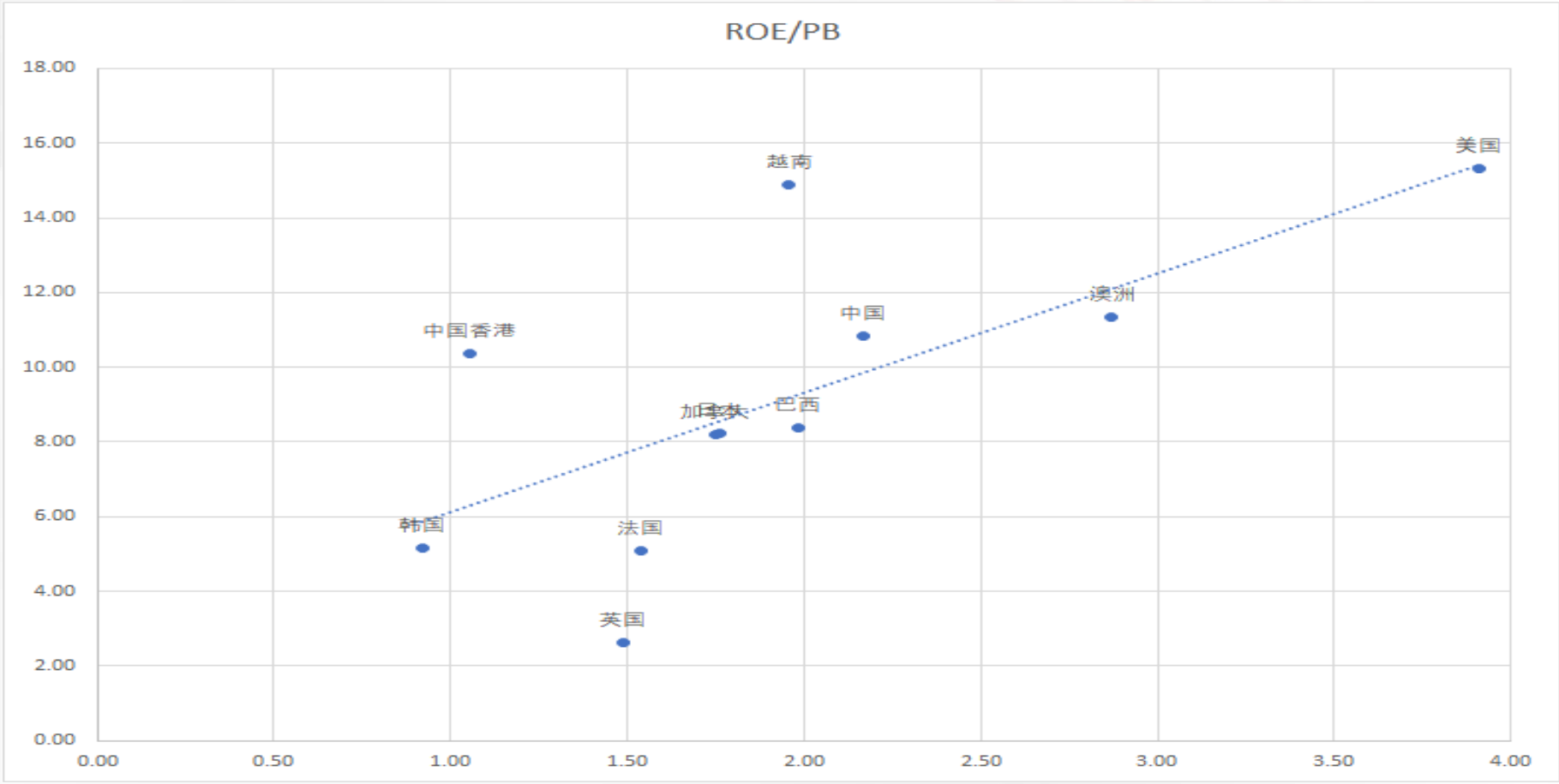
- 当前货币政策基调基本已经确定，宽信用、稳货币主基调下A股喜忧参半。



A股具备比较优势

- 从全球范围来看，A股具备明显的比较优势，仍然是9月全球主要市场中。
- 本月预期ROE略有下降，估值略有上升

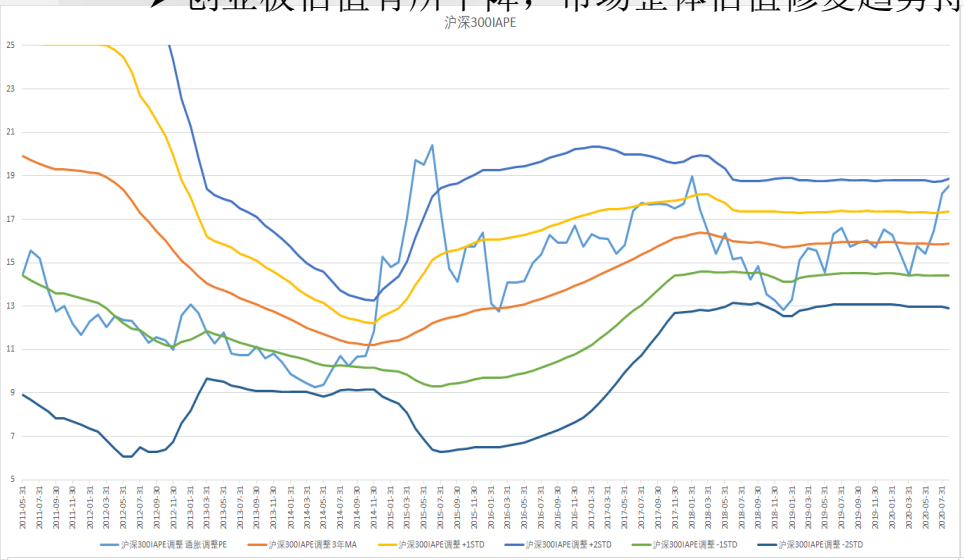
图表21 全球市场PB/ROE变化情况

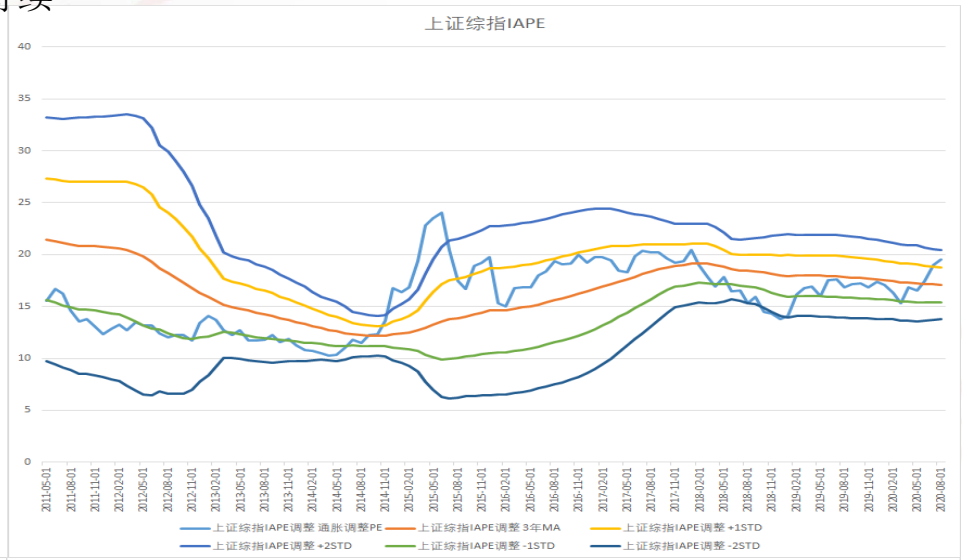


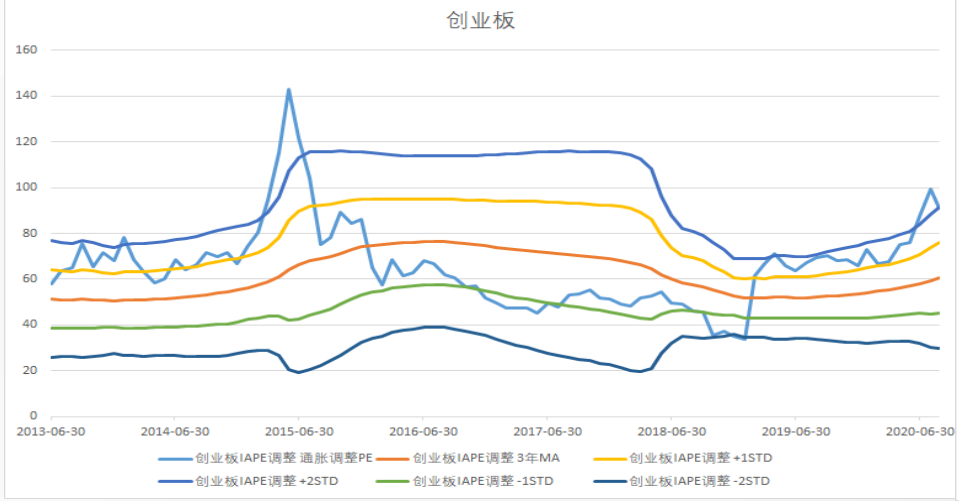
数据来源：WIND、山西证券研究所

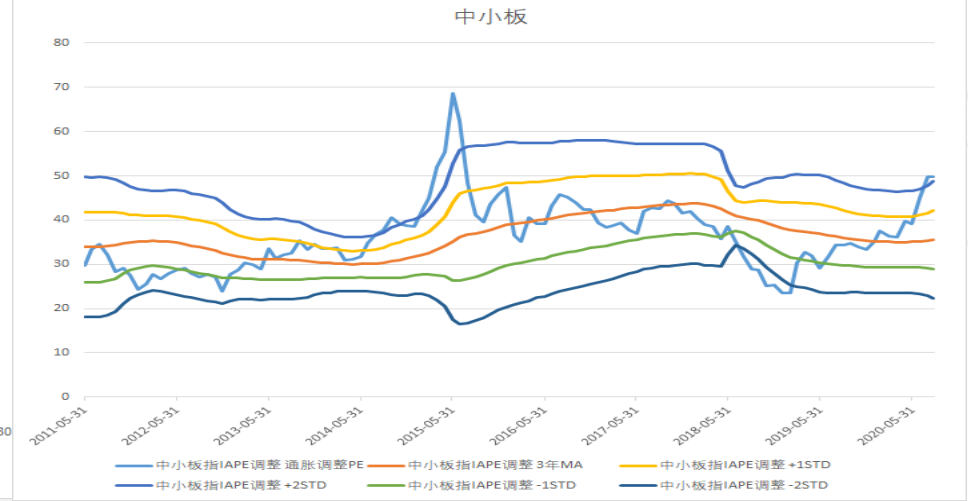
A股整体估值

- 创业板估值有所下降，市场整体估值修复趋势持续







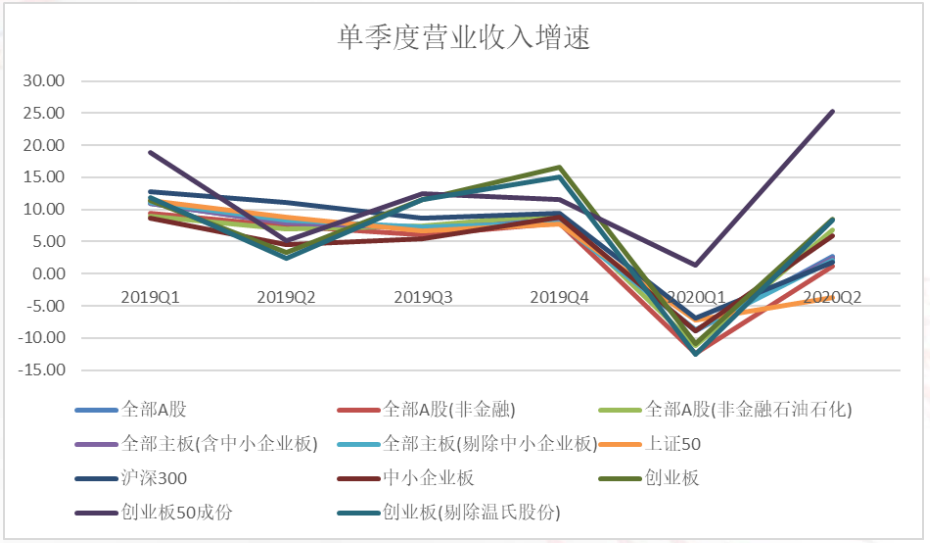


数据来源：WIND，山西证券研究所

疫情褪去A股营收增速转正，创业板表现强势，蓝筹白马回暖

- A股整体营业收入增速2020Q2较Q1强势反弹，除上证50外其他主要指数均呈现正增长。
- 在疫情得到显著控制，复工复产显著推动的大背景下Q2营收增速显著增加。
- 从趋势来看，创业板整体增长势头更为强劲，蓝筹白马增速也强势回暖。金融、石油石化拖累反弹力度。
- 创50受疫情影响较小，Q1增幅减少最小，Q2增幅增加最大。

图表：单季度营业收入增速YOY



数据来源：WIND，山西证券研究所

图表：单季度营业收入增速YOY

	趋势	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
全部A股		10.90	7.84	7.22	8.34	-8.82	2.67
全部A股(非金融)		9.40	7.39	6.11	7.83	-12.33	1.23
全部A股(非金融石油石化)		8.89	6.92	7.46	9.32	-11.22	6.80
全部主板(含中小企业板)		10.88	7.97	7.07	8.05	-8.80	2.45
全部主板(剔除中小企业板)		11.12	8.39	7.26	7.95	-8.79	2.03
上证50		11.37	8.83	6.60	7.74	-7.16	-3.66
沪深300		12.83	11.17	8.67	9.45	-6.85	1.74
中小企业板		8.66	4.47	5.52	8.84	-8.93	5.86
创业板		11.38	3.37	11.61	16.51	-10.93	8.47
创业板50成份		18.94	5.14	12.46	11.51	1.35	25.27
创业板(剔除温氏股份)		11.92	2.34	11.53	15.01	-12.58	8.28

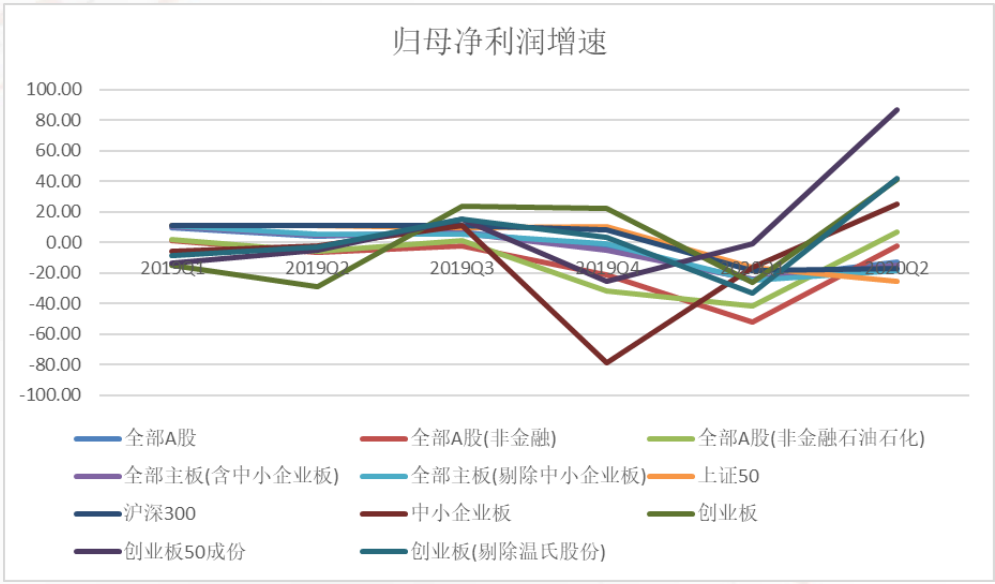
数据来源：WIND，山西证券研究所

A股利润剔除金融石油同比大幅上升，上证50逆势下降

A股整体归母净利润2020Q2整体大幅上升，中小企业板和创业板增速增幅居前。在复工复产和经济回暖的影响下，各大指数归母净利润在Q1的负增速现象得到明显改善， 仅上证50指数的负增长趋势继续恶化，银行与石油石化大幅拖累整体业绩。

代表新经济的创业板快速上升表现不俗。但是需要考虑到创业板2018-2019计提商誉导致低基数因素。2019Q2创业板业绩最低点过去，预计2020Q3同比增速将有所放缓。

图表：单季度归母净利润增速YOY



数据来源：WIND，山西证券研究所

图表：单季度归母净利润增速YOY

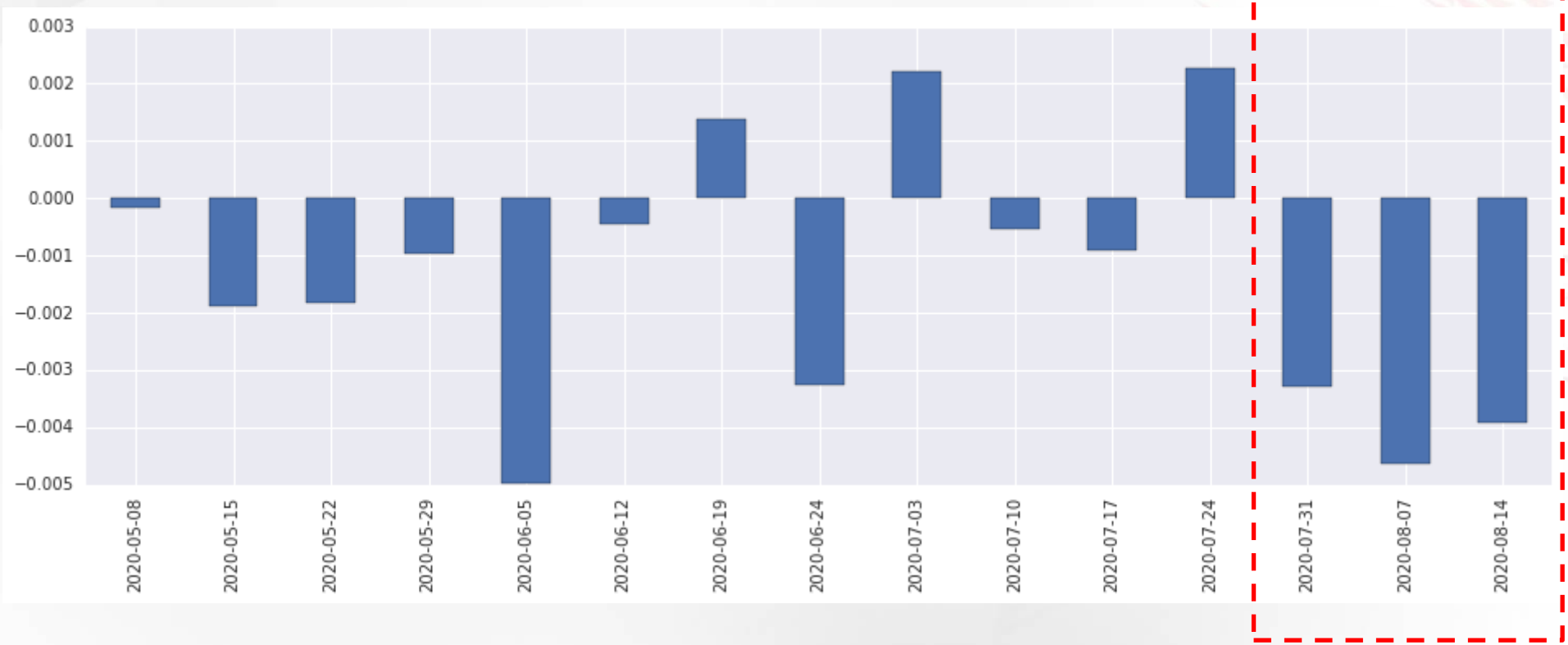
	趋势	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
全部A股		9.36	3.90	6.69	-3.40	-23.92	-13.06
全部A股(非金融)		1.23	-6.27	-2.42	-21.31	-52.29	-2.38
全部A股(非金融石油石化)		2.24	-5.71	1.28	-31.96	-41.71	7.13
全部主板(含中小企业板)		10.06	4.79	5.99	-5.18	-24.06	-15.01
全部主板(剔除中小企业板)		11.32	5.42	5.51	-0.80	-24.60	-18.64
上证50		11.06	10.90	9.57	10.48	-16.34	-25.10
沪深300		10.83	10.82	10.91	7.99	-18.32	-17.26
中小企业板		-5.45	-1.96	10.80	-78.86	-16.59	24.90
创业板		-15.07	-28.86	23.56	22.43	-26.11	41.25
创业板50成份		-13.58	-5.27	15.12	-25.66	-0.78	86.99
创业板(剔除温氏股份)		-8.62	-2.62	15.03	3.23	-33.36	42.31

数据来源：WIND，山西证券研究所

趋势策略因子收益率

- 8月整体为震荡市，趋势因子收益不加。未来震荡持续，建议量化交易策略以反转为主。

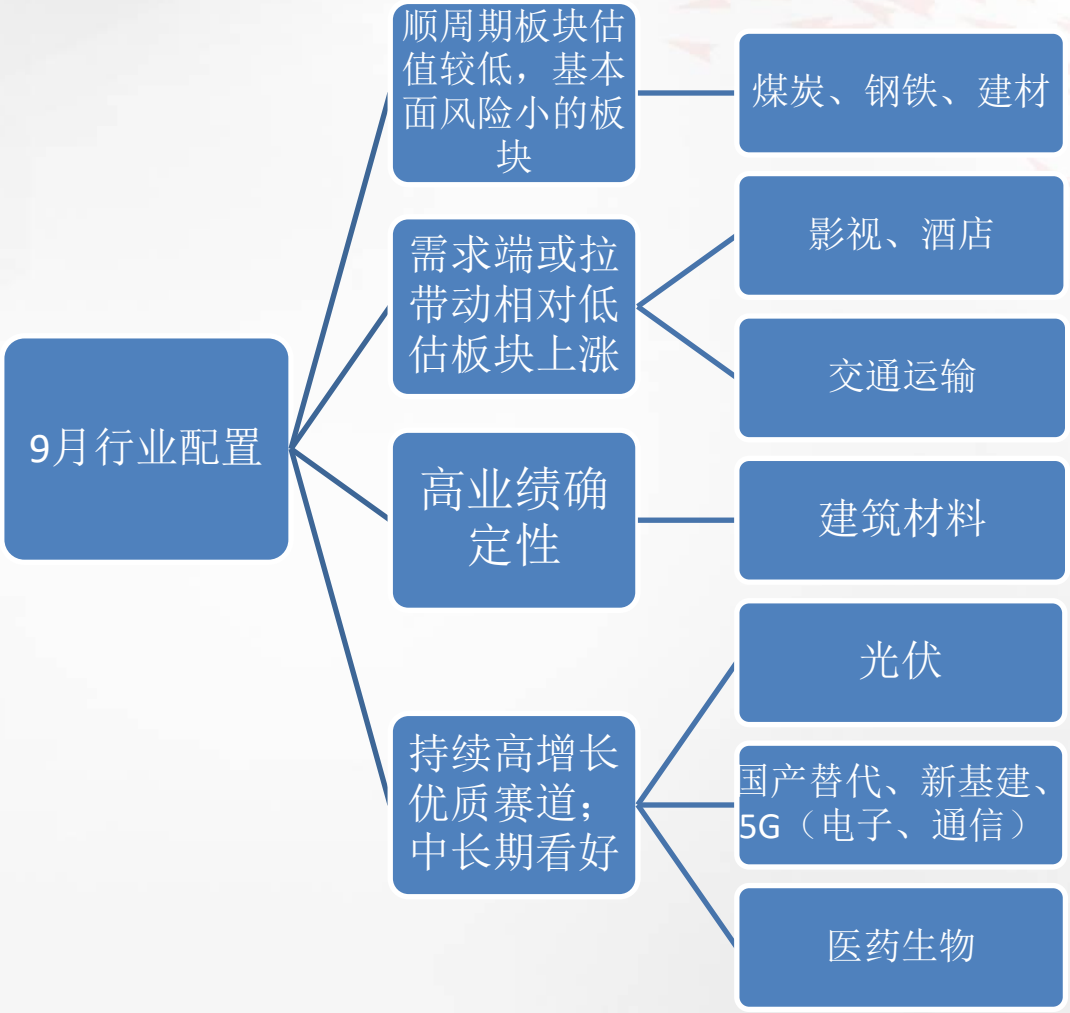
```
2020-07-31 -0.003278
2020-08-07 -0.004653
2020-08-14 -0.003915
```



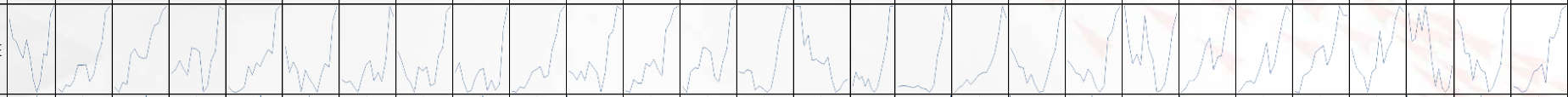
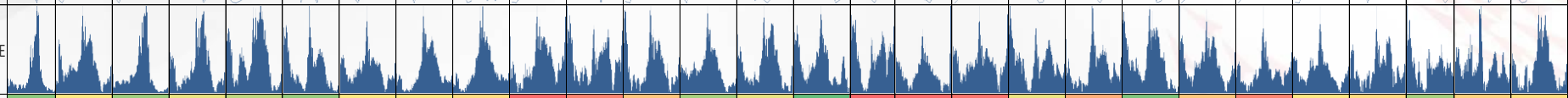
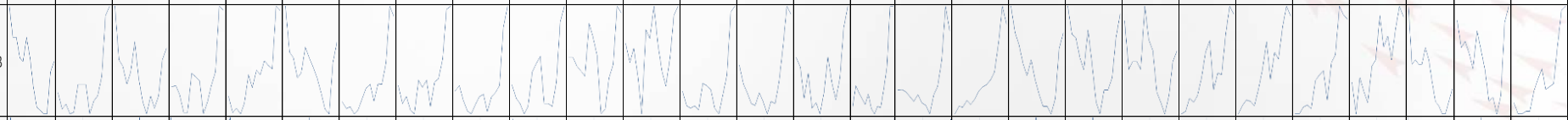
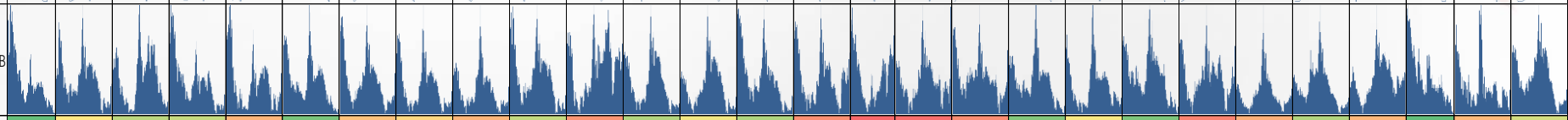
数据来源：通联数据、山西证券研究所

9月A股行业配置

- 通过对A股整体的分析我们认为9月仍应以复苏和高行业景气度估值合理板块为主线。



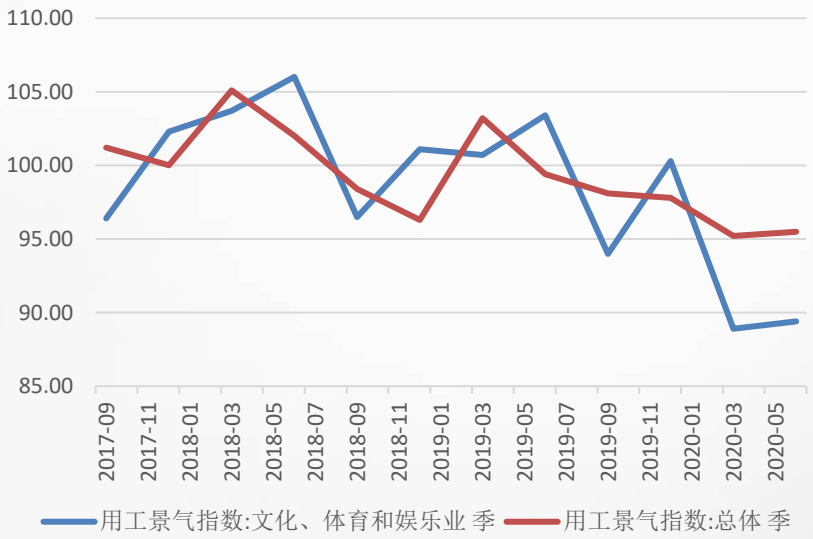
A股行业板块估值

	采掘	化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	电气设备	机械设备	国防军工	汽车	家用电器	纺织服装	轻工制造	商业贸易	农林牧渔	食品饮料	休闲服务	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
PE	14.35	30.04	13.15	45.19	17.78	11.03	41.74	33.10	77.92	30.04	21.70	32.77	28.42	27.25	23.87	47.12	102.69	57.44	23.17	23.29	9.95	59.14	80.37	51.05	46.32	6.26	19.77	49.66
过去1年PE																												
过去10年PE																												
PE分位数	18.3%	60.0%	25.8%	53.3%	37.5%	23.3%	60.0%	60.0%	65.0%	99.1%	91.6%	71.6%	29.1%	52.5%	4.1%	100.0%	99.1%	96.6%	54.1%	79.1%	14.1%	70.8%	91.6%	61.6%	65.0%	29.1%	67.5%	64.10%
PB	1.07	2.37	0.92	2.52	2.46	1.01	3.20	2.49	3.63	1.85	3.42	1.86	2.13	1.80	4.56	9.05	6.10	5.02	1.49	1.50	1.31	4.49	4.94	2.94	3.00	0.71	2.04	2.41
过去1年PB																												
过去10年PB																												
PB分位数	5.0%	45.0%	26.6%	29.1%	66.6%	10.0%	61.6%	51.6%	66.6%	28.3%	80.8%	24.1%	40.0%	23.3%	83.3%	100.0%	97.5%	84.1%	12.5%	41.6%	10.8%	88.3%	69.1%	24.1%	65.8%	4.1%	65.0%	32.5%

数据来源：Wind、山西证券研究所

影视：复苏带动行业加速回暖

- 影视行业复苏相对靠后，从影院复工后的经典电影上座高率，以及已经上映的《八佰》点映票房破纪录等现象来看，**观影热情超预期带动需求快速反弹**。
- 未来又有《姜子牙》等重要影片陆续定档，**中期行业景气度快速反弹持续性较好**，有望带动市场预期抬升。
- **目前板块整体估值合理，未来或有较大的上涨空间。**另外，疫情期间大量影视公司停业注销，行业集中度有望持续提升，建议关注优质内容储备丰富的影视龙头公司。



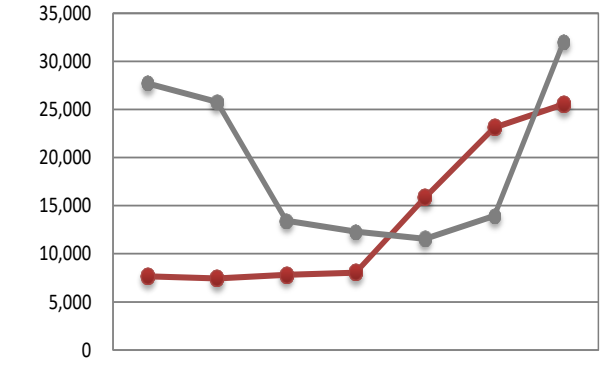


数据来源：Wind、山西证券研究所

影视：复苏带动行业加速回暖

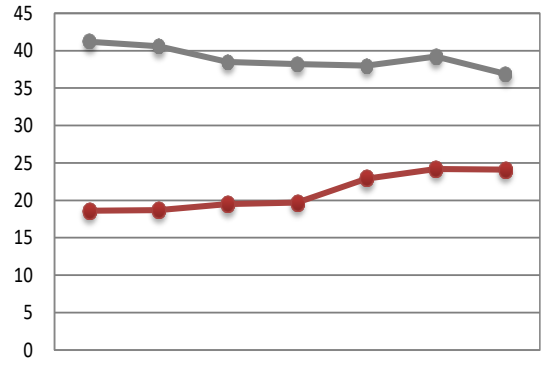
- 电影：8月17起至8月20日，《八佰》逐步扩大点映规模并增加点映格式，最后，《八佰》累计获得2.33亿元点映票房，创中国影史纪录。根据猫眼票房专业版数据显示，截止2020年8月23日15时41分37秒，电影《八佰》票房正式破7亿。《八佰》作为影院复工后的第一部重量级国产新片，拉动整体观影情绪，后期还有《姜子牙》等影片陆续上映。

大盘单日票房



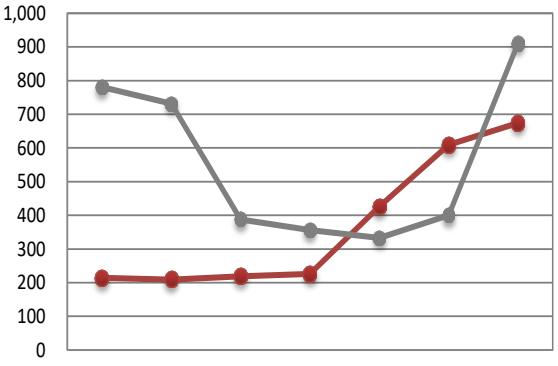
	8月17日	8月18日	8月19日	8月20日	8月21日	8月22日	8月23日
2020	7664	7427	7812	8049	15873	23131	25520
2019	27713	25791	13435	12295	11555	13955	32037

大盘单日放映场次



	8月17日	8月18日	8月19日	8月20日	8月21日	8月22日	8月23日
2020	18.6	18.7	19.5	19.7	22.9	24.2	24.1
2019	41.2	40.6	38.5	38.2	38.0	39.2	36.9

大盘单日观影人次

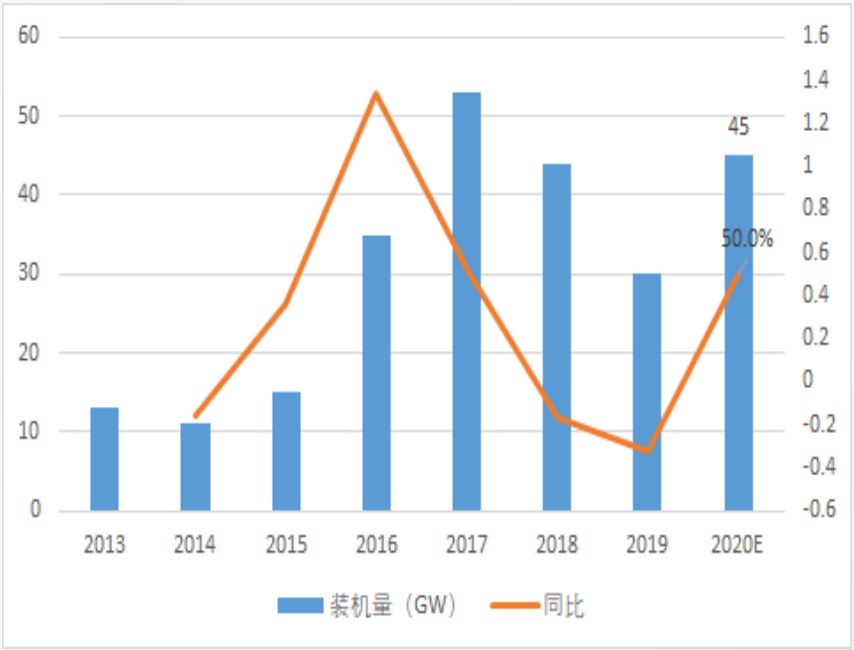


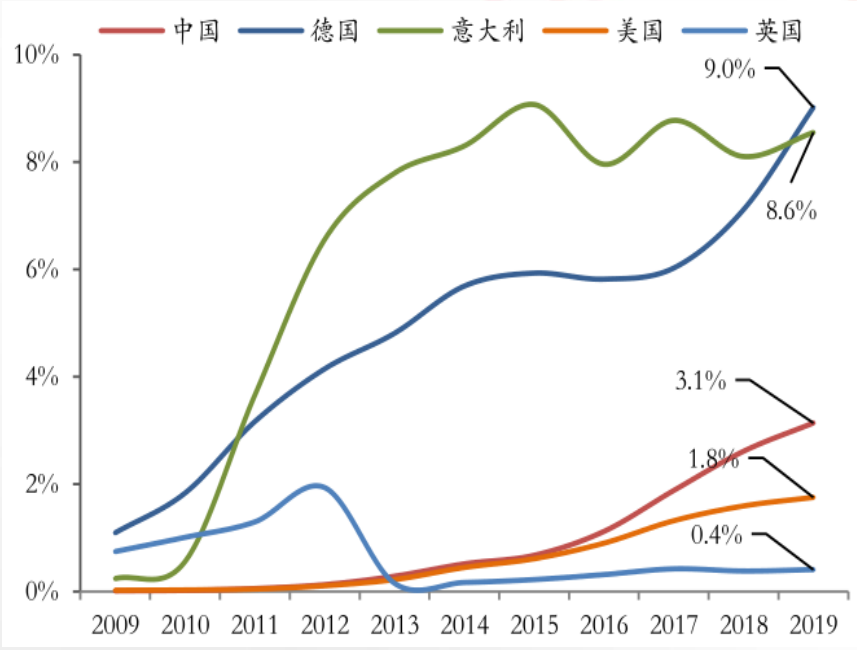
	8月17日	8月18日	8月19日	8月20日	8月21日	8月22日	8月23日
2020	214	209	219	226	426	609	674
2019	781	731	388	356	333	400	910

数据来源：Wind、山西证券研究所

光伏概念：行业景气度较高，高成长确定性

- 光伏发电成本持续下降，目前光伏发电度电成本已经明显低于一般工商业和大工业度电价
- 产业链各环节技术更新速度较快，未来度电成本有进一步下降的空间
- 目前发电渗透率较低，下游市场空间巨大
- 今年光伏装机总量确定性较强



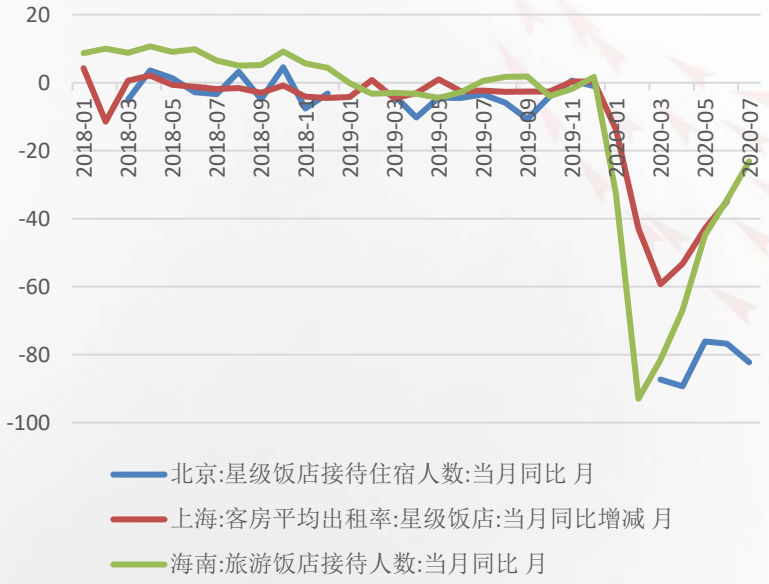


数据来源：Wind、山西证券研究所

酒店和交通：需求端或超预期

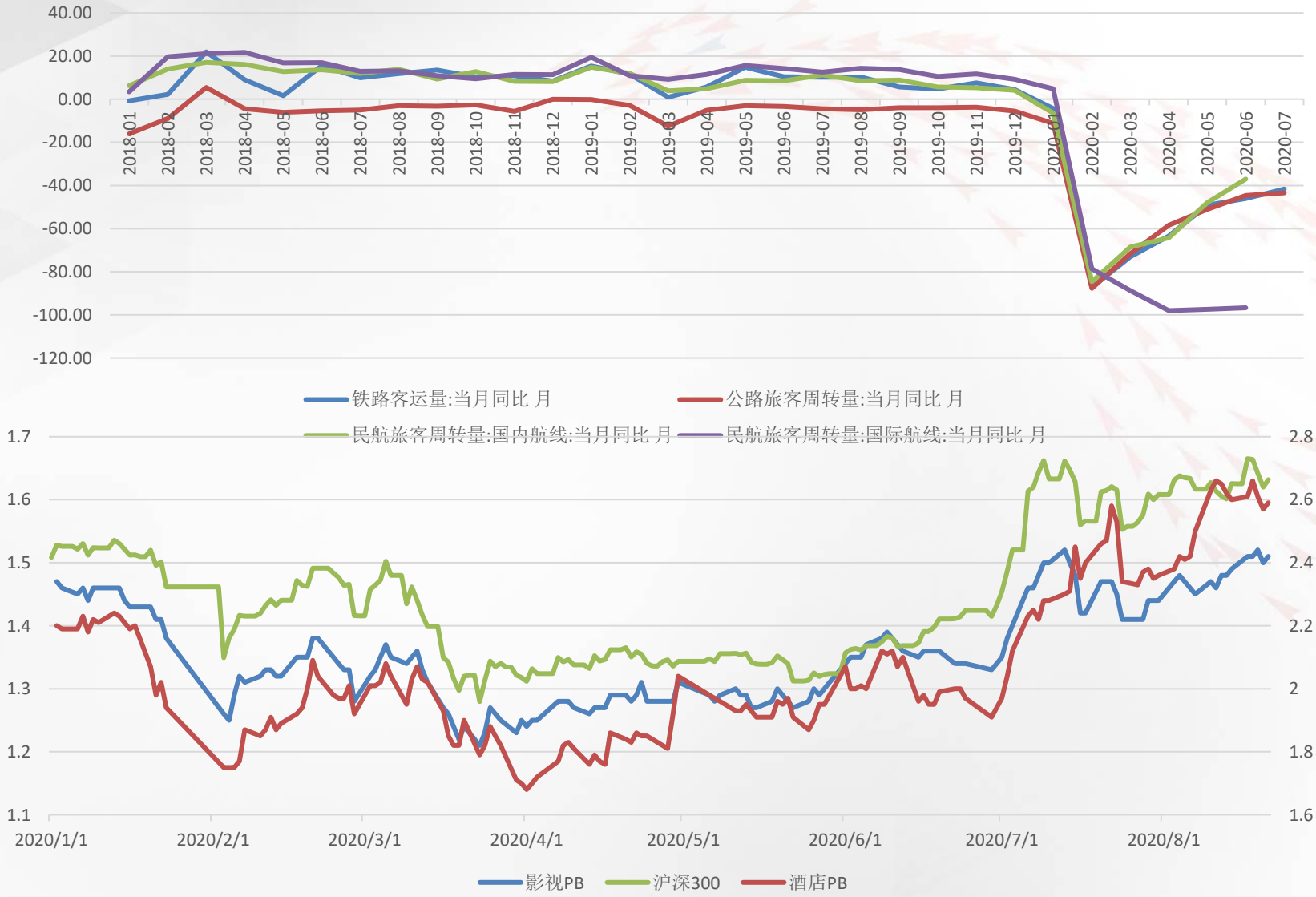
- 疫情明朗之后，各地相继放开旅游限制，从著名景点接待人数来看，复苏过后前期压抑的旅游需求产生一定的积累释放现象。随着未来政策进一步放开，行业景气度将持续回升。目前，7月份主要城市接待住宿人数已经接近去年同期水平，较6月份大幅回升。
- 今年下半年，由于海外疫情原因，出境游或将继续受限，出境转国内游人数或较往年将大幅增加
- 旅游上市公司估值较高，酒店和交通目前估值相对较低。





数据来源：Wind、山西证券研究所

酒店和交通：需求端或超预期

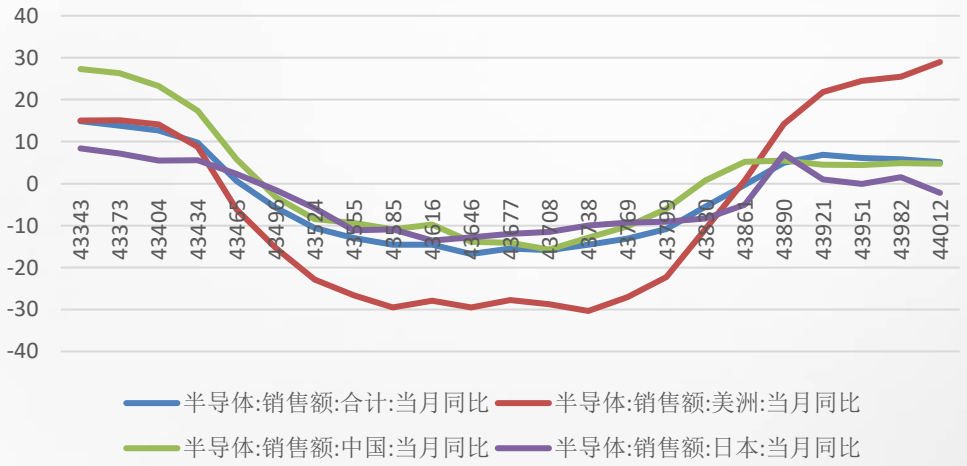


数据来源：Wind、山西证券研究所

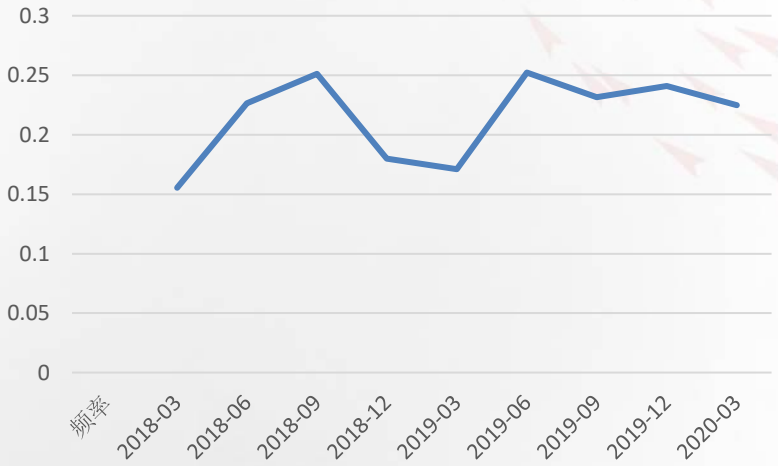
电子：国产替代长期核心主线

- 中美科技竞争在未来很长一段时间烈度将不断上升，以芯片技术为主的技术限制和封锁将越发严重，国产化长期来看是唯一出路。
- 中国市场在全市场半导体销售额占比超过20%，目前我国半导体自给率不足20%，上升空间巨大。
- 现今国际市场半导体产业链前十五大企业中，全部为欧美、日韩等公司，中国大陆公司未能入围，进口空间较大，同时也面临较大的挑战。
- 高端半导体设计和制造类似学习曲线，时间和技术积累是必经之路，很难通过大量资本投入实现弯道超车。

半导体销售额



半导体销售额占比



数据来源：Wind、山西证券研究所

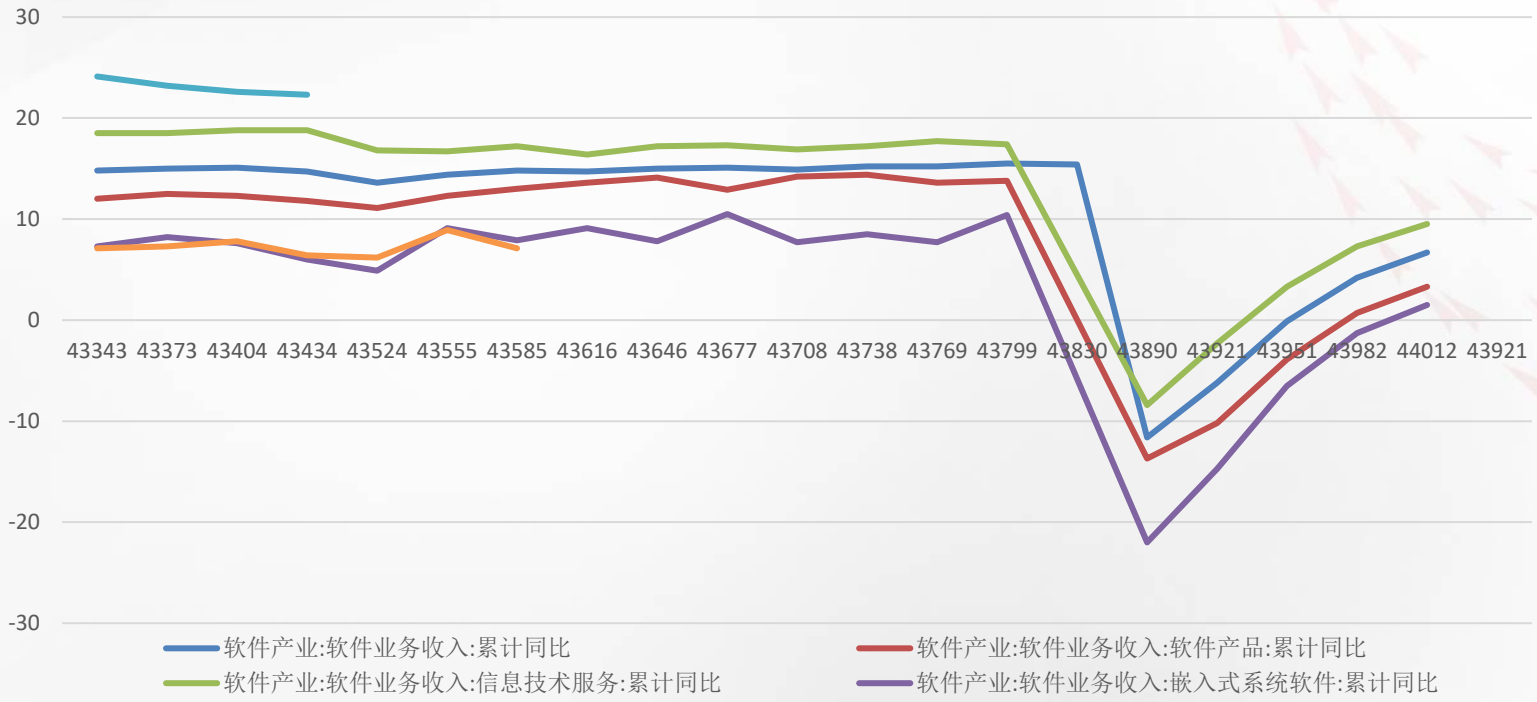
电子：国产替代长期核心主线



数据来源：Wind、山西证券研究所

通信、计算机：云计算、IDC、新基建等是未来重要经济增长点

- IDC数据中心成为新基建的重点内容，数据中心行业景气度上升，IDC作为云计算的基础设施需求持续提升，认为IDC的竞争已经从资源第一的阶段进入了资源+成本+运维多项竞争的阶段。信创项目持续推进，政府和行业同步推进，国产化已经成为了信息安全、大数据和人工智能等上层应用的基础，国家重视程度越来越高。



数据来源：Wind、山西证券研究所

医药：长期优质赛道前景可期

- 重大疫情带来政策推进。根据历史经验，重大疫情过后，往往会针对疫情暴露出的问题出台一系列的政策，从而带来医药卫生体系的改善。重点对药品、就医、支付等方面进行改善。另外，此次出现的小规模疫情反复一定程度上激发了民众保持长期医疗卫生防护意识。自上而下来看，行业将持续受到市场关注。
- 从医疗赛道来看，目前中国生物医药行业的各个领域都正处于追赶国外先进水平的阶段。参考多年前的电子产业发展，有丰富的经验可供参考，后发优势明显，追赶脚步较快。在达到世界技术前沿之前，行业将处于加速发展阶段。
- 中国眼科领域将迎来快速发展阶段。全球医疗器械行业中，前五大领域分别为体外诊断13%）、心血管（12%）、医学影像（10%）、骨科（9%）和眼科（7%）。中国医疗器械行业中，眼科目前占比仅为1%。一方面，中国医疗消费水平逐步提升；另一方面，飞秒手术、视光服务、角膜塑形镜、人工晶体、玻璃体等新术式不断发展。未来中国眼科黄金赛道有望迎来快速的发展。

数据来源：Wind、山西证券研究所

风险提示：

- 疫情再度大规模出现，疫苗研制进度不达预期
- 中美摩擦再度升级
- 政策力度不达预期

数据来源：Wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券策略团队

分析师：

麻文宇 CFA
SAC NO：S0760516070001
TEL:010-83496336
Email:mawenyu@sxzq.com

梁迪柯CFA
SAC NO：S0760518070001
TEL:010-83496302
Email:liangdike@sxzq.com