东兴证券 DONGXING SECURITIES

“三低”补涨的行情演绎：如何看待低估值板块的后续机会？

2020 年 8 月 18 日

A 股策略 | 策略报告

分析师	杨若木 电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
	林瑾璐 电话：010-66554046	邮箱：linjl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070002
	曹奕丰 电话：13761603579	邮箱：caoyf_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050005
联系人	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070056
	曹钧鹏 电话：010-66554065	邮箱：caojp@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070038

摘要：

数据发布带来市场扰动，成长与价值出现波动，“三低”板块补涨（低市盈率、低市净率、低价股指数）。上周初金融数据发布，社融和信贷数据见顶的预期，前两个交易日成长股调整；上周五经济数据发布，复苏不及预期、缓解政策收紧的担忧，市场普涨，成长优于价值。政策与增长预期反复扰动之下，资金涌入“三低”板块，低市盈率、低市净率、低价股指数占优，其余风格指数出现不同程度调整。

“三低”板块的补涨只是估值收敛过程中的一步，行情还没有结束。第一、此前市场所担忧的外围扰动边际影响越来越小，北向资金在波动之后延续持续流入；第二、周中市场出现剧烈波动，但大跌当天也即刻回到收敛状态，成交金额、融资余额等依旧维持高位；第三、上周前两个交易日成长板块的调整已经反映了市场对货币政策收紧担忧的预期，而在经济数据公布之后，军工、食品饮料、计算机等转而领涨，强势板块韧性犹存。

全面牛未至，两端布局，抱紧高景气和低估值。成长股的逻辑来自于充足的流动性水平，价值股的逻辑来自于经济基本面复苏超预期。能否走到全面牛市，取决于两点：1.信用扩张周期能否延续，社融增速长时间维持高增长；2.经济复苏持续稳健。目前来看并不具备这样的条件，这决定了市场还处于强势股震荡，前期滞涨板块补涨的阶段。在此逻辑之下，行业配置建议关注高景气成长和悲观预期已到极致的低估值板块。具体包括：第一、维持推荐高景气成长的行业，包括军工、电子、医药和机械；第二、短期具备“利空出尽”交易属性、抢先布局四季度低估值切换行情且股息率较高的“类债券属性”行业，包括银行、地产和航空。

风险提示：经济复苏不及预期，中美关系恶化

目 录

1. 分析师观点.....3
2. 自由问答.....11
风险提示.....14

1. 分析师及联系人观点

【策略·杨若木&林莎】

第一、低估值板块起来的逻辑；第二、怎么看待后续行情演绎；第三、行业配置建议。

首先，低估值起来的逻辑，可以概括为资金寻找“估值底部、预期底部”，边际改善空间最大的方向。这也是我们在上个周末策略周报中强调的核心逻辑：“三低”补涨，低市盈率、低市净率和低价股板块阶段占优。上周是本轮低估值行情的前奏，启动的原因是成长和价值的逻辑阶段性受到了冲击。成长股的逻辑来自于充足的流动性水平（今年年初开始启动），价值股的逻辑来自于经济基本面复苏超预期（经济从疫情冲击走向复苏途中发生）。上周发布的 7 月的经济、金融数据给这两种逻辑都形成了一定的冲击和扰动。其一、周初就发布的金融数据，信贷和社融增速不及预期，引发市场对货币政策收紧的担忧，对流动性最为敏感的成长股出现较大幅度调整；其二、上周五的经济数据，消费和投资都相对较弱，经济复苏斜率放缓，考虑到这个原因，政策短时间内反而不太可能进一步收紧，市场开始普涨，成长相对优于价值。这种政策与增长预期的反复背离与冲击之下，市场波动进一步放大，资金继续寻找新的洼地，所以我们看到“三低”板块开始领涨全市场。所以目前的宏观环境组合是 “经济缓慢复苏、宏观流动性不松不紧”，科技、消费和部分周期细分领域的前期已经涨幅较大，继续边际改善的难度很大，再看低估值板块，此前悲观预期已经打到极致，往后来看都是边际改善，今天的行情是延续上周低估值补涨行情的加速版。

其次，怎么看待“低估值”补涨行情，补涨只是估值从极端分化走向估值收敛过程中的一步，并不意味着强势板块行情的结束。第一、我们看到在上周之前，市场都在担心的是中美关系有没有可能导致外资恐慌性出逃，是否对 A 股形成大幅的压制。但是从实际情况来看，外围的边际影响越来越小，北向资金也只是在小幅波动之后延续持续流入。所以外部因素不构成主要冲击；第二、内部来看，上周的周中市场出现剧烈波动，当天收盘即刻回到收敛状态，成交金额、融资余额等依旧维持高位；第三、上周前两个交易日成长板块的调整已经反映了市场对货币政策收紧担忧的预期，而在周五经济数据公布之后，军工、食品饮料、计算机等转而领涨，强势板块韧性还是存在的。今天来看，除了低估值的洼地继续被填平之外，我们推荐的另一端高成长板块，包括军工、电子等也较为强势。

最后，未来怎么看，行业配置怎么布局。我们把行情演绎分为三个阶段，目前已经走到了第二阶段中后期。第一阶段是：资金抱团成长性预期最高的板块，形成第一批强势板块（今年上半年）；第二阶段是、资金退而抱团次优板块、前期滞涨的板块开始补涨（7 月中旬以来）；第三阶段是、强势板块回调行情结束 或

强势板块震荡上行、低估值板块也走向泡沫化的全面牛市行情。”阶段三有点类似于 2014 下半年到 2015 年上半年，属于可遇不可求，也可能演变为全面回调（如 2018 年 2 月之后的情形），或资金继续抱团高景气度板块（结构性牛市）。在宏观环境没有大的拐点出现之前，市场还是继续处于第二阶段：强势股震荡，前期滞涨板块补涨的阶段。基于这个逻辑，行业配置我们建议建议关注高景气成长和悲观预期已到极致的低估值板块。具体包括：第一、维持我们在八月份的月报中推荐高景气成长主线，这些行业因为有持续成长性而具备消化高估值的能力，包括军工、电子、医药和机械；第二、抢先布局低估值切换行情，低估值的行业从短期来看具备“利空出尽”交易属性、并且因为股息率较高而具有“类债券属性”行业，包括银行、地产和交运。**此外，考虑到低估值板块的基金配置仓位处于历史低位、估值分化已经达到极致、往后经济向上复苏的确定性更强,所以我们觉得从现在看到年底会有一轮行情,会是一轮类似今年7月初大金融行情的放大版。**

【金融地产·林瑾璐 曹钧鹏】

银行板块：

首先是板块行情表现，目前估值有多低？然后是，为什么我们认为当前是银行股估值底部？最后是，如何看待未来板块空间以及我们的个股推荐。

年初到今天收盘为止，中信银行业指数下跌 3.0%，3 月中累计最大跌幅曾达到过-19.2%。银行股投资逻辑并不顺畅，主要受到让利实体以及疫情爆发以来经济走势不确定性加剧的很大影响。

整个上半年，银行业指数涨跌幅多数时间垫底全行业，板块估值也不断创出新低，目前估值已经下探至 0.75 倍 20 年 PB，估值隐含不良率高达 14%。另外，我们统计的公募基金重仓持有银行股也是达到了历史低位，二季度为 1.8 个百分点。这个指标从 2013 年至今季度均值在 4-5%左右，银行股有大行情，比如 14 年底，17 年可以在 6%以上。

站在当前时点，我们认为银行股利空已经基本落地，板块具有估值底部修复的较大空间。下半年大概率既有绝对收益又有相对收益。

为什么说目前是估值底。从三个角度来看，①短期来看，市场对银行业中报业绩下调已有充分预期，部分上市城商行业绩仍可能好于预期。

根据上周一银保监会披露的行业数据，商业银行中报实现盈利超过 1 万亿元，同比下滑 9.4%，这是近年来首次出现负增长，哪怕是之前大力处置不良和计提拨备的 14-15 年，行业仍保持了 1.5%的微幅正增长。之前几周有不少媒体已经报道了监管部门在指导银行业压降利润，因此周一银保监会公布的行业数据，没有给

市场带来震动，第二天，周二收盘银行涨了 2.6%，上周整周银行也上涨了 2.6%。也就是说，目前估值已经充分反映了市场对于银行中报业绩整体负增长的预期；此外，我们认为部分上市城商行由于区位优势明显、经营审慎，近年信贷结构优化成效也很显著，在大幅计提拨备应对未来资产风险之余，仍可能实现较好的业绩增长，中报业绩存在好于预期的可能。

第二个角度，拉长一些来看，②一直压制估值的银行让利实体，这一政策任务得到了明确。不确定性担忧消除。

从年初以来一直提到的金融体系全年让利 1.5 万亿元，单从规模看，1.5 万亿元着实不少，而且也没有明确如何让利，因此市场担忧一直较重。到 7 月 10 日，央行举行 2020 年上半年金融统计数据新闻发布会，介绍这 1.5 万亿元分三块，给予了明确：

第一块是利率的下行实现对实体经济的让利，包括贷款利率下行、债券利率下行、通过再贷款再贴现政策支持的优惠利率贷款发放。

第二块就是直达实体的货币政策工具加上延期还款付息政策工具（目前把普惠小微贷款应延尽延，延期到明年 3 月）大约让利 2300 亿的规模。

第三块是通过银行减少收费 3200 亿元。

以上这三大块加在一起大数是 1.5 万亿元。央行这一表态，使得银行让利实体的任务得到明确，不确定性消除。

第三个角度，③宏观大环境偏有利叠加银行资产质量表现大概率好于预期。首先，货币政策边际收紧，但整体还是宽松基调，下半年社融增量下降，但增速有望维持平稳，信贷增速也能维持平稳，保证了银行规模增长，以量补价实现较平稳的营收增长。

更为重要的是，我们认为银行资产质量稳健性经得起验证。经过近 5 年信贷结构优化，包括核销处置不良、新投放信贷更加审慎，疫情爆发前，存量贷款资产质量远好于 2013 年此前一轮不良压力大爆发时期。我们可以看下，行业信贷结构，13 年末银保监会数据，整个银行业制造业和批发零售业贷款占总贷款的 40%，17 年末下降到了 32%，18-19 年上市行数据来看，还有进一步下降。

按揭+基建+地产等低风险贷款占比在 17 年末达到 54%，比 13 年提升 9 个百分点。也就是说，高风险类贷款占比下降，低风险贷款占比上升的趋势，在 18-19 年仍然很明显。因此，银行存量贷款已经得到不断优化。此次疫情影响对资产质量冲击比较有限，冲击较大的餐饮旅游等行业，在银行信贷占比不到 10%。因此，我们认为伴随经济复苏持续，上市银行资产质量表现可能好于预期。

以上是我们为什么说银行板块处于估值底部。从中报业绩预期充分、全年让利实体得到明确，经济修复下银行不良压力远好于 2013-14 年估值前低时期，这几个角度来看。

如何看板块空间？主要取决于后续资产质量表现、经济复苏持续性以及市场投资风格变化。从行业维度来看，我们对资产质量表现较有信心，银行业息差由于较低的新投放贷款利率滞后影响，存在下行压力。因此我们保守对标此前银行息差在货币政策延续宽松后面临收窄压力，而资产质量不再大幅恶化的 16 年，银行板块仍有 15-20%的空间。

个股推荐方面，我们推荐业务特色鲜明、高盈利能力、基本面优异的招商银行、宁波银行、常熟银行；此外，估值低位、存业绩弹性的兴业银行、光大银行以及具有区位优势的城商行，如江苏银行。

详见 2020 年 3 月 22 日报告《招商银行（600036）：盈利维持高增，零售业务持续发力》、2019 年 4 月 26 日报告《宁波银行（002142）：盈利超预期增长，资产质量持续优异 20200426》、2020 年 4 月 23 日报告《常熟银行（601128）：小微金融领军者，疫情对经营影响不大 20200423》、2019 年 10 月 30 日报告《兴业银行（601166）：PPOP 延续高增，资产质量平稳》、2020 年 3 月 30 日报告《光大银行（601818）：息差走阔带动盈利高增，“一流财富管理银行”转型潜力大》、2020 年 8 月 16 日报告《江苏银行（600919）：稳健经营做实风险抵补，拨备前利润维持平稳》。

非银板块：

首先是证券板块。周末深交所发布消息称，创业板注册制首批企业即将于 8 月 24 日上市，这是 A 股全面注册制推行再迈出重要一步。创业板注册制在科创板基础上继续监督审核环节的优化，有效缩短创新企业上市流程，将监管职责转移给交易所和证券公司，审批效率更高，各主体做到分工明确各司其职，企业的上市周期得到明显缩短；同时将定价权赋予证券公司及市场，证券公司通过投行和投研部门对企业资质的严格把关，积极与市场对接，使得上市定价更加灵活和市场化；券商的定位因此从之前的“上市中介”上升至“全流程参与者”，权、责均有所扩大，存在感显著提升，同时在跟投机制下，“投行+直投”模式也为券商带来更大的利润空间。随着市场有序扩容，券商有望持续收获市场红利。

周五证监会发布就《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定（试行）》开始公开征求意见，我们认为该规定对证券行业构成确定性利好。首先，此次规范主要明确券商和第三方机构合作进行证券业务时各自的责任边际，规范内控和展业行为。**对于外部机构而言，**仅提供网络环境不参与证券业务的要求便于责任划分，其将更加专注框架管理和场景构建，有效提升运营效率，有意愿开展券商业务的可以谋求

券商牌照。**而对于券商而言，**无序竞争问题将得到有效解决，在和第三方机构合作过程中的话语权和服务定价能力将大幅提升，客户粘性也将得到增强；**权责明确后投资顾问和产品代销收入将有效回流到券商，**深度参与第三方业务模式下的业务推广将提升客户服务的专业性和认可度，降低业务风险和业务纠纷频率，提高证券公司声誉。

此外我们预计部分有能力的证券公司将集中加强内部系统建设，加快打造自身综合性能更强大的互联网大数据平台。对于投资者而言，个人信息安全性料将提高，业务相关费用也有望逐步下降。此外，该规定允许证券公司租用商业银行和保险公司的网络平台开展证券业务活动，但前提为其与相关银行、险企存在股权控制关系或有共同的实控人，这为银行系或金控系券商提供了更大的业务空间，增强集团内协同，也为未来的 金融分阶段混业化提供了试验田。

当前行业的投资逻辑仍然是基于业绩预期和资本市场改革和政策调整均对行业构成中长期利好，市场交易放量带来的交易佣金收入增加、即科创板注册制落地后创业板注册制带来的投行+直投业绩增量等，我们仍然推荐业绩确定性强，更受益于行业改革红利的头部券商。

其次是保险板块。上市险企 7 月保费数据已经出炉，负债端呈现出了一定的分化，财险整体优于寿险，但同时板块整体改善趋势持续。**寿险方面**，平安寿、太平寿和人保寿累计增速放大，其中太平寿险 7 月单月保费同比增长超 15%；其余几家公司累计增速有所放缓，其中太保寿险 7 月单月保费同比减少近 11%。**财险方面**，除人保财外，其余几家公司保费均加速增长，其中太平财险 7 月单月保费增长近 28%。**整体上看，新华人寿和太保财险分别以 30.1%和 13.3%的累计同比增速领跑。**新单方面，披露数据的平安寿险和人保寿险 7 月新单保费同比降幅均有所扩大，累计降幅分别为 11.0%和 4.8%，主要原因在于两家公司产品策略的调整和产品更新。

本周末，银保监会郭树清主席近期在《求是》刊文，他指出，将推动养老基金在资本市场上的占比达到世界平均水平，未来险资参与资本市场的规模和深度都将不断扩大。保险板块当前在负债端并无明显分歧，近期展现的更多为市场属性（β），随着中长期资金的持续进入，险企业绩及价值增长确定性进一步增强，相应预期也可适度提高。

当前估值仅 0.7-1.19xPEV 的四大上市险企从中长期角度均为优质投资标的，安全边际和弹性齐备，继续推荐。

地产板块：

上周地产股表现出色，在周涨幅榜上位列第一，今天地产股表现也不错。我给大家汇报下我们近期的观点，主要回答三个问题。

首先，第一个问题，地产股为啥涨？

除了估值较低以外，我们觉得主要归因于 3 个原因，扎实的基本面，稳健的政策和经济复苏、流动性边际收紧。

我们讲地产股有扎实的基本面，主要是说销售、业绩两方面。截止 7 月，商品房销售面积和销售金额分别同比下降 5.8%和 2.1%，降幅在继续收窄。那我们看最重要的边际量，7 月单月的销售面积和销售金额分别同比上涨 9.5%和 16.6%，这个涨幅还是挺可观的。推动 7 月单月销售良好表现的我们认为有三个因素：房企积极推货（今年房企货值排布的话，明显更侧重于下半年），需求韧性和去年同期的低基数。往后看的话，我们认为以上的三个因素至少在 Q3 仍然有效。Q4 的话可能没有 Q3 这么强，但也不差。全年我们预计销售面积或与去年持平，销售金额同比增长 4%。这个预测比我们上半年的预测有所上调。在新冠疫情之下，地产全年如果能录得如此优秀的销售表现，那我们可能不得不说是有一些超市场预期的。这其实对估值有一定的提振。

业绩方面的话，今年仍处于一个竣工向上的一个周期之内，对于房企来讲，大部分都是期房销售的，竣工意味着达到收入条件，可以确认收入了，所以我们觉得业绩在年内也是没有问题的。

政策方面可能是大家除了销售之外最关心的。大家都知道，政策对行业是区间管理的，上有顶下有底。17 年以来地产政策的颗粒度越发细微，自上而下总量型的政策，比如央行直接干预首付比或者按揭利率下限这种政策看不到了，更多是因城施策这种政策，并且逆周期双向调节。这样就逐渐熨平了地产行业基本面波动，我们看到向销售、新开工、开发投资包括房价这样的基本面数据波动幅度大幅降低。那我们知道，以前政策的传导路径是政策宽松，然后房地产市场量价齐升，这就意味着房企的资产，主要是存货就更有价值，这样可以系统性的拉升地产股估值，也就是所谓的贝塔行情。但很明显，现在看不到这样的情况了，也就是地产股不会随政策而动，而主要是随销售而动。

市场可能会担心，Q3 以来销售表现很好，地产政策会不会有所收紧。那其实政策对房地产市场过热的容忍度是很低的，7 月以来也看到一些热点城市政策收紧，但我们认为这不会对板块长期走势形成太大的干扰。我认为，投资地产股的话，相比大家关心政策的具体操作，比如在杭州、宁波这些区域政策收紧了等等，其实不如关心政策目标。只要政策目标是以稳为主，则房地产市场大概率会平稳运行，房地产量、价齐升得机

会很难看到，贝塔行情很难看到。大家只需要关心个股的销售、业绩、杠杆、运营，商业模式这些就好了。总之一句话，自上而下关心政策的意义在下降，自下而上关心个股的重要性在上升。

最后一个，经济复苏，无风险利率上行在一定程度上也相对利好价值股，地产股是典型的价值股，他的价值来自于他持有的土地，土地资产流动性非常好，可能目前来看净利率开始进入一个下行周期，但是下行幅度也不是很大。所以地产股也会受益于经济复苏和无风险利率上行。

第二个问题，地产股还能不能涨？

我们认为是可以的。

我们看到，疫情后龙头市占率提升非常明显。行业市场空间未来很长一段时间或许都处于顶部。长期看地产还是一个很赚钱的行业。并且，现在地产股估值很低。主流的地产股，

金地集团仅有 7.2X（过去 20 年 10.6%分位数上）、保利 7.2X（过去 20 年 13.4%分位数上）、华侨城 5.1X（过去 20 年 3.6%分位数上）、荣盛发展 4.0X（过去 20 年 3.1%分位数上）、万科 8.3X（过去 20 年 10.2%分位数上）。中南 9X（过去 20 年 5.1%分位数上）

第三个问题，我们当下重点推荐的标的有哪些？

首先，像万科、保利、金地集团这样的优质龙头公司我们是长期推荐的。他们的模式就是高周转，这是一种内生增长的商业模式。稳定的基本面给这些公司稳定的经营环境，成长型房企很难再像以前一样借助政策周期，弯道超车，挤进龙头的行业来。

其次，二线成长型房企中首推金科股份。在 A 股二线成长型标的中金科股份的销售增速是最快的，高周转、强激励助力公司成长，并且土储也比较充足。

最后说一下我们推荐标的的顺序，金科股份、金地集团、保利地产和万科。

详见 2020 年 4 月 3 日报告《万科 A（000002）：钱地人三优势护航主业，非房业务延续优质基因》、2019 年 4 月 16 日报告《保利地产（600048）年报点评：土储布局奠定销售增长基础 少数股东损益占比料将改善》、2019 年 5 月 7 日报告《金地集团（600383）：销售增长后劲十足 竣工计划高增驱动业绩释放》、2019 年 4 月 3 日报告《金科股份（000656）年报点评：销售规模首次破千亿，川渝市场助力业绩创新高》。

【交运·曹奕丰】

对于交运行业我们的主要观点如下。

交运里面很多子板块在疫情过后修复的效果是比较好的，但市场的预期始终处于较低水平。我们认为这

里面一定存在估值修复的空间。

具体到子版块，我们认为有两个板块比较符合现阶段“低估值且预期尚未修复”的情况。一个是高速公路板块，还有一个是港股的航空。

对于高速公路板块，我们上半年一直在推荐，因为高速公路免费以及疫情本身对车流量造成的影响并没有财报的那么明显，因此存在比较明显的预期差。

一方面，高速公路虽然是免费了 3 个月，但如果能通过收费年限补偿把这免费的部分补回来，那从 DCF 估值的角度，真正损失的其实只是 3 个月的运营成本。另一方面，高速公路重新收费之后，从现有已经披露的 5 月和 6 月的通行费数据看，大部分路产的通行费收入已经基本恢复到接近去年同期水平，部分已经超过去年同期，恢复的是比较好的。

而虽然基本面没有什么问题，但高速公路公司的股价在疫情期间下跌后却一直没有明显回升的。因此我们认为板块存在较大的预期差。

对于高速公路公司来说，一般情况下，能够满足几个关键的条件，长期来看都是不错的投资。第一个是前提条件，DCF 净值要高于当前股价，也就是从绝对估值层面足够便宜；第二个，这个公司主业很集中，再投资比较谨慎且收益率较高。第三点，在没有大型资本开支的阶段，公司乐于分红。基本上满足这几点，投资能稳定的赚到钱，而且比较放心。

今年疫情期间股价的下跌实际上给投资者提供了较强的安全边际，也就是高股息率。很多 A 股高速公路如果计算 2021 年的股息率可以达到 6%以上，港股更加便宜，部分公司 2021 年的预期股息率能够达到 8%以上，且后续业绩还能继续增长。

推荐标的以高股息的公司为主，A 股这边**宁沪高速，皖通高速，粤高速 A** 都是比较不错的标的，港股的宁沪和皖通更便宜，能买港股建议港股，以及**越秀交通基建**也是很优质的公司，这几个都是值得关注的高速公路股。

第二个是近期比较关注的航空机场板块。需要说明的是航空板块三大航我们主要推荐港股，因为港股估值较 A 股便宜的多，包含着更加悲观的预期，修复的空间也更大。对于 A 股的三大航，我们暂时不做推荐。

近期，受到疫苗研制进度超预期的影响，航空机场都有一定程度的上涨。从行业运输量来看，7 月国内线需求整体恢复到去年同期的七成以上，环比继续改善，继春秋之后，吉祥也实现了国内航线运力投放的同比正增长。客座率方面环比改善约 4 个点，各航司客座率提升至 70%以上。相比于疫情期间，航空业在国内实现了很好的恢复。

但考虑到大量的宽体机依旧无法执飞国际航线，飞机整体利用率严重偏低，且国际线恢复大概率要到2021 年，航空业现阶段还难言乐观。因此，对于航空业来说，足够低的估值才是能够实现估值修复的关键。故我们认为深度破净的 H 股三大航有估值修复的基础，但暂时不推荐估值相对更高的 A 股三大航。

A 股中型航司方面，春秋吉祥因为机型以窄体机为主，特别是春秋航空为纯窄体机，调度灵活，故恢复程度明显好于三大航。我们认为调度灵活的中型航司借助疫情期间的快速恢复，能够占据更大的增量市场份额，有助于企业长期的发展，故同样值得关注。

机场方面，我们首推估值最低的北京首都机场股份，推荐逻辑与航空类似，虽然行业短期还难言乐观，但极低的估值给予公司很大的修复空间。

详见 2020 年 4 月 27 日报告《宁沪高速（600377）：一季度亏损低于预期，静待免费期结束》、2020 年 3 月 30 日报告《皖通高速（600012）： 合宁高速收入重回增长，改扩建成本低于预期》、2020 年 4 月 13 日报告《粤高速 A（000429）：业绩符合预期，佛开扩建完成进入增长期》、2020 年 7 月 25 日报告《越秀交通基建(1052.HK)：中部战略初现规模，新购路产潜力不俗》、2020 年 3 月 29 日报告《北京首都机场股份(0694.HK)：2020 年业绩承压，股价超跌凸显配置价值》。

2. 自由问答

1. 请问如何看待“银保监会主席郭树清：金融机构要采取更审慎的财务会计制度，充分暴露不良资产”的最新发言？国内上市银行的不良一直在 1.5-2%之间，各类银行（四大行、商业银行、地方城市银行）实际的不良比例到底是多少？除银行和监管披露的年报之外，是否有相关数据或者渠道去评估？

【金融地产·林瑾璐】银行的实际不良率很难客观给出，因为在不良出现早期，银行一般会通过协商、重组、展期等方式，延缓不良贷款的暴露；直到问题恶化到难以操作才会体现在报表上，因此账面不良往往滞后于真实资产质量变化。从披露的公开数据来看，一般可以参考不良+关注贷款率、逾期贷款率这类先行指标，判断资产质量情况；或者通过草根调研基层从业人员，了解某些地区、某项业务的资产质量变化情况。

实际上，影响银行股估值的重要因素是市场预期不良率的变化，主要看以下几点：（1）近期不良走势（不良生成和处置情况）；（2）宏观经济形势，GDP 增速大致走平、新生成不良就会下降；（3）信用市场流动性：信用投放（贷款、债券、股票、非标）增加时，市场流动性改善、企业信用可得性提高，企业流动性向好，则信贷偿还能力提高。

2. A股的机场标的里有相对看好的吗？

【交运·曹奕丰】A股机场近期空间不是特别大。本身如上海机场、白云机场，都是主打免税逻辑。但国际航线暂时没有恢复，这种情况下免税消费是起不来的。疫苗的铺开可能保守估计会到明年，因此机场免税的恢复言之尚早。同时，近期海南离岛免税的政策对未来机场免税消费会有一定分流影响，也会对机场估值产生一定负面影响。

3. 在疫情恢复的环境下，三大航对比看哪家更好？

【交运·曹奕丰】国航近期恢复的较慢，主要是由于宽体机这段时间依旧无法执飞国际航线，而国航的宽体机占比是最高的。相比而言，东航和南航近期会恢复的稍快一些。但总体而言，三大航的恢复趋势是比较趋同的，不会有太大差异。

4. 请问交运行业如何看高铁和铁路货运？

【交运·曹奕丰】京沪高铁毫无疑问是优质资产，但是作为一个价格受到国家政策严格管制的行业，估值已经接近机场了，不能算便宜。货运方面大秦铁路类债券，比较适合喜好高分红的投资者。

5. 能否分析下中远海控的上涨原因？

【交运·曹奕丰】海运的增长主要是预期差造成的。疫情期间大家普遍预期需求会很差，导致船东大规模的停航，超过10%的运力闲置。然而由于欧美大规模的宽松，拉动需求，且中国快速从疫情中恢复，导致贸易量并没有明显的减少，进而造成了船舶装载率超预期。

大部分时间，航运是买方市场，货主有较强议价权，这时候运价没有太大提升空间。但当船舶的装载率达到一定程度时，航运市场就会从买方市场变成卖方市场，船东议价权大大提升。此时运价会出现大幅的增长。运价的快速上涨是海控近期股价上涨的主要原因。

6. 房地产股首推哪几只？推荐的逻辑是？

【金融地产·林瑾璐 曹钧鹏】首推金科股份，其销售增速在龙头和二线地产商中都属于增速比较好的，自身依靠高周转和强激励来推高销售增速。个股推荐的顺序是金科股份、金地集团、保利、万科，后三者都

属于长期推荐，依靠高周转内生增长。

详见 2020 年 4 月 3 日报告《万科 A（000002）：钱地人三优势护航主业，非房业务延续优质基因》、2019 年 4 月 16 日报告《保利地产（600048）年报点评：土储布局奠定销售增长基础 少数股东损益占比料将改善》、2019 年 5 月 7 日报告《金地集团（600383）：销售增长后劲十足 竣工计划高增驱动业绩释放》、2019 年 4 月 3 日报告《金科股份（000656）年报点评：销售规模首次破千亿，川渝市场助力业绩创新高》。

7. 下半年后，精装房新开数，交付套数，趋势如何？

【金融地产·林瑾璐 曹钧鹏】我们预计全年新开工低个位数增长，增速相比 2019 年是下降的，因为影响新开工的因素较多，如房企的土储结构、房地产融资监管环境等。当前房企融资监管比较严格，我们认为房企下半年主要依靠金融杠杆，因此会加快开工。交付套数和竣工有关，依据对竣工增长的判断及户均面积得到竣工套数，可以用于判断交易套数。

8. 请问地产行业如何看待地产后端、家装、建材，软体？

【金融地产·林瑾璐 曹钧鹏】地产后周期主要受竣工的影响，开发投资和竣工今年都还可以。开发投资今年预计实现 6%的正增长，竣工修复的趋势预计会一直持续到 2021 年的中期，所以现在看，后周期的这些行业受益于竣工的高增长。精装房占比有提升到 35%的政策激励，同样会利好地产后周期如家装、装修建材等行业。

9. 请问从策略的角度来看，估值的修复到风格的切换在历史上大概需要多久的时间维度？您刚在路演里分享的三个阶段在持续时间上大概是怎样的？

【策略·杨若木&林莎】估值修复到风格切换没有明确的时间维度。我们提到的三个阶段，第一阶段是资金抱团成长性预期最高的板块，形成第一批强势板块，时间大约在今年上半年。第二阶段，资金退而抱团次优板块、前期滞涨的板块开始补涨，时间大约是今年 7 月中旬以来。我们预计，第二阶段可能会持续到 9 月份，核心逻辑是今年以来上半年流动的行情接近尾声，在成长和价值估值达到分化后，前期滞涨的板块会有不错的收益。这个阶段大家选择次优板块，预计会从从 7 月中旬持续到 9 月份。第三阶段，可能发生强势板块回调行情结束或强势板块震荡上行、低估值板块也走向泡沫化的全面牛市行情两种可能。我们预计从 9 月份或四季度开始第三阶段。现在看到 7 月份经济复苏的数据是斜率放缓的，如果到 8 月份有更多的经济数

据给予验证的话，可能帮我们进一步验证第三阶段的行情。

从这次的情况，我们更倾向，第二种情况会发生，低估值持续往上走。

目前，我们维持在八月份的月报中推荐高景气成长主线，包括军工、电子、医药和机械，这些行业因为有持续成长性而具备消化高估值的能力；另外，我们的观点是继续布局低估值，9 月份开始的低估值全面补涨的行情将会是 7 月份低估值补涨的放大版。

风险提示

经济复苏不及预期，中美关系恶化

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，担任首席策略研究员。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 15%～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