东兴证券 DONGXING SECURITIES

A股异动点评：估值收敛，并非尾声

2020 年 8 月 12 日

A 股策略 | 策略点评

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

摘要：

8 月 12 日市场大幅波动，创业板指/科创 50/沪深 300/上证综指跌 1.98%/2.23%/0.73%/0.63%，创业板指和上证综指振幅分别达 4.36%和 2.17%。前期强势板块军工、消费者服务、医药和有色跌幅居前，分别下跌 5.33%/3.07%/3.06%/2.19%；地产/交运/电子/银行的涨幅居前，分别上涨 0.96%/0.84%/0.83%/0.59%。对此，我们点评如下：

略低于预期的金融数据被用于解释近两天的债强股弱，但不是主要原因。其一、社融和信贷虽总量不及预期，但企业中长期贷款仍处于高位，“总量收缩，结构优化”的趋势明显；其二、比起已公布的金融数据，此前货币政策执行报告将信贷和社融增速修改为“合理增长”更值得关注。货币政策已从“宽信用、宽货币”转向“稳信用、稳货币”，充裕的流动性驱动的估值行情本就难以持续，用 M2 增速与 PPI 增速的剪刀差变化也能观察到这个现象。单一的数据变量难以对市场形成趋势性的扭转，只是将市场对高估值板块的担忧转为了现实。

创业板相对主板的位置、估值分化极致之后的强势股调整，类似的情况在 2014 年 2 月也发生过。当前创业板指/沪深 300/上证综指的历史分位数分别为 95.4%/78.2%/63.2%，成长与价值的估值分化达到极致。强势板块 TMT、生物医药与市场整体的估值比处于高位，已经超过 2013 年创业板牛市和 2015 年牛市尾声时期。对照来看，2014 年 2 月创业板相比行情起点（2013 年年初）的最高涨幅达到了 117%，同期上证综指跌 6.61%，强势板块与市场整体的估值分化程度还弱于现在。本次的高估值成长板块的回调类似 2014 年 2 月。

本轮调整在 7 月开始就已有迹象，强势板块开始滞涨，资金寻找“次优”板块。第一、大量的强势股在 7 月中旬新高之后开始有走弱迹象，强势股票难突破新高，同时出现成交金额缩量，这与此前量价齐升相比出现明显背离；第二、交易热度开始转移，从高度集中于 TMT 转向逐渐分散，同时期市场的波动率大幅上升；第三、强势股调整导致全市市场剧烈波动会是常态。强势板块难以出现新的逻辑支撑，资金从交易“流动性充裕预期”、转向交易“经济复苏预期”再转向交易“利空出尽板块”。最近两天表现相对较优的地产、银行、航空、机场均属于前期预期极度悲观的板块。

行情演绎的第二阶段，强势股趋弱、弱势股补涨，行情未到尾声。我们在此前的周报《钟摆回落，热点扩散》中提出：“行情演绎分为三个阶段：阶段一、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）；阶段二、资金退而抱团次优成长、前期滞涨的板块（7 月中旬以来）；阶段三、强势板块回调行情结束或强势板块震荡上行带来低估值板块全面上涨的全面牛市行情。”阶段三可遇不可求，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），或演变为全面牛市（如 2014 年下半-2015 年上半年的行情）。年初以来成长股的单边行情是充裕的流动性驱动的估值水涨船高，6 月-7 月份相对强势的建材、水泥源于市场对基建发力托底经济的强烈预期。当流动性和基建发力难以在边际上有更多的改善，强势板块与弱势板块的估值差就已达到极致。强势板块高位震荡，弱势板块短期相对占优，估值钟摆回落的过程中波动加大难以避免。考虑到 7 月以来“经济复苏+货币政策中性偏紧”的基调已经确立，短期内不会发生转向，行情演绎还在阶段二，并不是尾声。

风险提示：疫情发展超出预期，中美关系恶化

目 录

事件.....3
观点 1：金融数据不是引发调整的主要原因.....3
观点 2：调整源于估值极端分化的收敛回落.....4
观点 3：行情演绎阶段二，并非尾声.....4
风险提示.....6

插图目录

图 1： M2 增速与 PPI 增速剪刀差缩小.....错误!未定义书签。
图 2： 2019 年以来的行情主要是估值驱动.....错误!未定义书签。
图 3： 2013-2014.02，创业板大幅上涨，主板弱势.....4
图 4： 2019-2020.07，创业板大幅上涨，主板弱势.....4

表格目录

表 1：全部 A 股成交金额前 100 的公司行业分布.....5

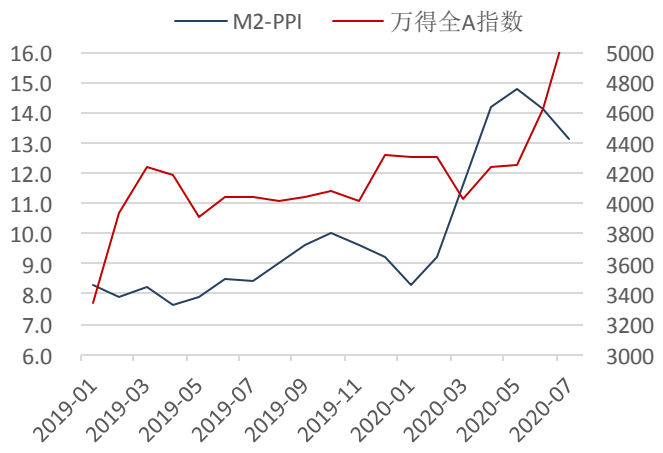
事件：

8 月 12 日市场大幅波动，创业板指/科创 50/沪深 300/上证综指分别收跌 1.98%/2.23%/0.73%/0.63%，其中创业板指和上证指数振幅达 4.36%和 2.17%。前期强势板块军工、消费者服务、医药和有色跌幅居前，分别下跌 5.33%/3.07%/3.06%/2.19%；地产/交运/电子/银行的涨幅居前，分别上涨 0.96%/0.84%/0.83%/0.59%。对此，我们点评如下。

观点 1：金融数据不是引发调整的主要原因

略低于预期的金融数据被用于解释近两天的债强股弱，但不是主要原因。其一、社融和信贷虽总量不及预期，但企业中长期贷款仍处于高位，符合加大对制造业支持的政策取向，“总量收缩，结构优化”的趋势明显；其二、比起已经公布的金融数据，此前货币政策执行报告将信贷和社融增速修改为“合理增长”更值得关注，表明实体经济已经度过最艰难的时期，货币政策从“宽信用、宽货币”“转向“稳信用、稳货币”，充裕的流动性驱动的估值行情本就难以持续，用 M2 增速与 PPI 增速的剪刀差变化也能观察到这个现象。单一的数据变量难以对市场形成趋势性的扭转，只是将市场对高估值板块的担忧转为了现实。

图1：M2 增速与 PPI 增速剪刀差缩小



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2：2019 年以来的行情主要是估值驱动



资料来源：wind、东兴证券研究所

观点 2：调整源于估值极端分化的收敛回落

创业板相对主板的位置、估值分化极致之后的强势股调整，类似的情况在 2014 年 2 月也发生过。当前创业板指/沪深 300/上证综指相比过去十年的历史分位数已达到 95.4%/78.2%/63.2%，成长相对价值的估值分化达到极致。强势板块电子、计算机、生物医药、通信的市盈率相比历史分位数更是达到 95.7%、98.3%、99.6%、65.3%。进一步统计计算机、电子、通信、生物医药行业所有公司的 PE 中值分别达 69.6/55.0/57.3/54.6，而 wind 全 A 所有公司的估值中位数为 37.45，这些行业的 Wind 全 A 的估值比已达到 1.86/1.47/1.53/1.46，超过 2013 年创业板牛市和 2015 年牛市尾声时期。对照来看，2014 年 2 月创业板相比行情起点（2013 年年初）的最高涨幅也达到了 117%，而同时期内主板基本不动，上证综指同期跌 6.61%。当时的计算机、电子、通信与 wind 全 A 的估值中位数比值分别为 1.49/1.52/1.39，估值分化的程度还弱于现在。本次的高估值成长板块的回调有点类似 2014 年 2 月。

图 3：2013-2014.02，创业板大幅上涨，主板弱势



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 4：2019-2020.07，创业板大幅上涨，主板弱势



资料来源：wind、东兴证券研究所

观点 3：行情演绎阶段二，并非尾声

本轮调整在 7 月开始就已有所迹象，强势板块开始滞涨，资金寻找“次优”板块。第一、大量的强势股在 7 月中旬新高之后开始有走弱迹象，强势股票难突破新高，同时出现成交金额缩量，这与此前量价齐升的情况相比是较为明显的背离；第二、交易热度开始转移，统计全市场成交金额前 100 的公司，从高度集中于 TMT 转向逐渐分散，同时期市场的波动率大幅上升；第三、强势股调整导致全市市场剧烈波动会是常态。强

势板块难以出现新的逻辑支撑，资金从交易“流动性充裕预期”、转向交易“经济复苏预期”再转向交易“利空出尽板块”。最近两天表现相对较优的地产、银行、航空、机场均属于前期预期极度悲观的板块。

表1：全部 A 股成交金额前 100 的公司行业分布

1 月		2 月		3 月		4 月	
行业	个数	行业	个数	行业	个数	行业	个数
电子	30	电子	27	电子	24	电子	21
计算机	12	计算机	13	计算机	14	医药	15
非银金融	8	非银金融	8	非银金融	9	计算机	12
传媒	6	电新	7	通信	8	电力设备及新能源	7
农林牧渔	5	医药	7	医药	7	非银金融	7
5 月		6 月		7 月		8 月 1 日-8 月 8 日	
行业	个数	行业	个数	行业	个数	行业	个数
电子	30	电子	29	电子	20	电子	19
医药	12	医药	16	非银金融	20	医药	14
计算机	10	非银金融	8	医药	10	非银金融	10
电新/非银/医药/有色	6	计算机	6	计算机	9	国防军工	8
		传媒/电新/食品饮料/通信	5	食品饮料/有色	6	电新/有色/计算机	6

资料来源：wind、东兴证券研究所

行情演绎的第二阶段，强势股趋弱、弱势股补涨，行情未到尾声。我们在此前的周报《钟摆回落，热点扩散》中提出：“行情演绎分为三个阶段：阶段一、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）；阶段二、资金退而抱团次优成长、前期滞涨的板块（7 月中旬以来）；阶段三、强势板块回调行情结束或强势板块震荡上行带来低估值板块全面上涨的全面牛市行情。”阶段三可遇不可求，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），或演变为全面牛市（如 2014 年下半-2015 年上半年的行情）。年初以来成长股的单边行情是充裕的流动性驱动的估值水涨船高，6 月-7 月份相对强势的建材、水泥源于市场对基建发力托底经济的强烈预期。当流动性和基建发力难以在边际上有更多的改善，强势板块与弱势板块的估值差就已达到极致。强势板块高位震荡，弱势板块短期相对占优，估值钟摆回落的过程中波动加大难以避免。考虑到 7 月以来“经济复苏+货币政策中性偏紧”的基调已经确立，短期内不会发生转向，行情演绎还在阶段二，并不是尾声。

风险提示

疫情发展超出预期，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