新时代证券-研究所晨报（20200731）

● 总量研究

策略研究：存在股债“跷跷板效应”吗

关于风格切换的讨论是当下的焦点。我们在 5-6 月份观察到增量资金进场后，强调消费可能会适度泡沫化，周期股可能会有绝对收益。后续周期股是否会进一步强化？通过复盘 2014 年的风格大切换，我们认为，这一次周期股的全面领涨需要经济持续改善的配合。现在的时点比较类似于 2014 年 7-9 月，低位的金融和周期板块开始有所表现，但前期的主线（食品饮料和医药）依然最强。未来 1 个月是很重要的观察期，如果政治局会议、中报、经济淡季转旺季的数据能证明经济不只是超跌反弹，则市场将迎来真正的风格切换。

● 公司研究

贵州茅台：改革深化，行稳致远

公司公布 2020 年中报，实现营收 456.34 亿元/+10.84%，归母净利润 226.02 亿元/+13.29%，销售商品、提供劳务收到的现金 464.46 亿元/+7.19%；2020Q2 实现营收 203.36 亿元/+8.79%，归母净利润 95.08 亿元/+8.92%；合同负债（含其他流动负债）较 2020Q1 增长 37%至 105.71 亿元；收入+Δ合同负债 232 亿元，同比增长 18.6%；销售回款 245.8 亿元/+19.5%；整体符合预期。系列酒经销结构持续调整，直营加速落地。高端市场格局稳定，扩容趋势持续。

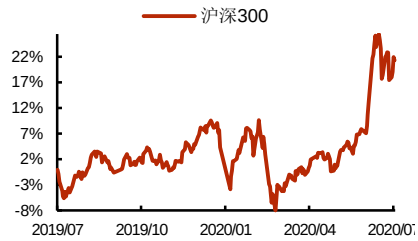
盈利预测、评级及投资建议：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 480.41/600.99/704.60 亿元，同比增长 16.6/25.1/17.2%；当前股价对应 PE 分别为 42.4/33.9/28.9X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
休闲服务	2.57%	计算机	-1.67%
建筑材料	1.71%	传媒	-1.46%
电气设备	1.52%	非银金融	-1.36%
医药生物	0.69%	国防军工	-1.36%
农林牧渔	0.55%	家用电器	-1.35%

相关报告

《复盘 2014 年的风格大切换》2020-07-30
《改革深化，行稳致远》2020-07-29

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 策略研究：复盘 2014 年的风格大切换 3
2、 公司研究 4
2.1、 贵州茅台：改革深化，行稳致远 4

1、 总量研究

1.1、 策略研究：复盘 2014 年的风格大切换

关于风格切换的讨论是当下的焦点。我们在 5-6 月份观察到增量资金进场后，强调消费可能会适度泡沫化，周期股可能会有绝对收益。后续周期股是否会进一步强化？通过复盘 2014 年的风格大切换，我们认为，这一次周期股的全面领涨需要经济持续改善的配合。现在的时点比较类似于 2014 年 7-9 月，低位的金融和周期板块开始有所表现，但前期的主线（食品饮料和医药）依然最强。未来 1 个月是很重要的观察期，如果政治局会议、中报、经济淡季转旺季的数据能证明经济不只是超跌反弹，则市场将迎来真正的风格切换。

复盘 2014：宽松信号的持续释放推动流动性向低估值扩散。2014 年 A 股市场经历了两轮大的风格切换：7 月-10 月领涨主线板块由信息科技切换为周期股，这一阶段的特点体现为：钢铁领涨，其他周期跟涨。10 月-12 月切换为金融股，这一阶段的特点体现为：券商领涨，银行、地产跟涨。市场前期的大级别领涨主线信息科技板块经过短暂的四季度休整，却并未就此落幕，在产业政策和资本市场并购重组政策利好的推动下，2015 年信息科技板块重拾上升趋势，掀起一轮波澜壮阔的大牛市。

2014 启示录：1.估值的差异度不是导致风格切换的主要原因，还需要其他维度的共振作用，才能触发市场风格的转换。2.基本面、政策面、资金面三个维度中最具有比较优势的板块容易在风格切换中脱颖而出。3.大级别领涨主线板块在重新确认景气度优势后，之前的短暂“假摔”迎来的将是加速上涨。

（2）比较 2014：目前更像 2014 年 7-9 月。综合目前各种变量来看，我们认为目前的市场环境其实更像 2014 年的 7-9 月。彼时正值增量资金加速入场的初始阶段，股市中增量的流动性开始向低估值板块扩散，同时在房地产松绑、一带一路等政策信息的刺激下，周期、金融等板块开始有所表现，但前期的领涨主线信息科技板块并未跑输市场，仍取得了不错的超额收益。市场上整体处于四季度风格大切换的“蓄势期”。

（3）配置主线探讨：后市的市场风格演变可能有两种路径：1.消费、科技等前期主线继续领涨。2.风格切换为周期等低估值板块。无论路径一还是路径二，都需要等到 7 月底政治局会议对于下半年经济工作的定调以及 8 月中下旬中报披露后，观察经济的强度，市场才会出现明确的风格信号。

行业配置建议：当下建议风格趋于中庸，配置消费为主，等待中报后期逐步关注经济的强度，开始布局金融周期。7 月的风格只是月度的补涨，不是真正的风格切换，当下处在风格不是很明确的过渡期。未来 1 个月是很重要的观察期，如果政治局会议、中报、经济淡季转旺季的数据能证明经济不只是超跌反弹，则市场将迎来真正的风格切换。券商和新能源车是可以不考虑风格，并持续配置的板块。

风险提示：房地产市场超预期下行；美股剧烈波动。

2、 公司研究

2.1、 贵州茅台：改革深化，行稳致远

事件：中报业绩增长符合预期。公司公布 2020 年中报，实现营收 456.34 亿元/+10.84%，归母净利润 226.02 亿元/+13.29%，销售商品、提供劳务收到的现金 464.46 亿元/+7.19%；2020Q2 实现营收 203.36 亿元/+8.79%，归母净利润 95.08 亿元/+8.92%；合同负债（含其他流动负债）较 2020Q1 增长 37%至 105.71 亿元；收入+Δ合同负债 232 亿元，同比增长 18.6%；销售回款 245.8 亿元/+19.5%；整体符合预期。

系列酒经销结构持续调整，直营加速落地。2020H1 公司茅台酒收入 392.6 亿元/+12.8%，系列酒 46.5 亿元/-0.1%，其中 2020Q2 茅台酒收入 170.4 亿元/+11.4%，系列酒 24.8 亿元/-1.6%，主要是报告期内国内酱香系列酒经销商净减少 393 家所致。分渠道来看 2020H1 直销收入 51.5 亿元/+222%，2020Q2 直销收入 32 亿元/+530%，加速落地趋势显著，若全部以自营渠道茅台酒（1499 元）推算，上半年自营发货约 1600 吨，与全年增量 2800 吨规划目标趋势一致，从落地看，2020 年公司分两批继续扩大 KA 商超、电商渠道招商，增量直营以提升成交价格管控能力，当前已完成与 35 家 KA 招商，预计将持续推进。

季节性纳税波动干扰二季度盈利。公司毛利率 91.46%，同降 0.40pct，销售费用率 2.55%，同降 2.28pct；管理费用率 6.57%，同降 0.16pct；净利率 54.44%，同升 0.76pct。其中 2020Q2 税金及附加占比 15.5%，同升 3.0pct，判断主要系季节性纳税因素致消费税增加 8.26 亿元至 43.18 亿元所致；销售费用率 2.5%，同降 3.5pcts，判断系二季度疫情影响户外营销及文化茅台等活动推广减少，叠加新收入准则下运输费从“销售费用”调整至“营业成本”核算（运费下降 1.14 亿元）；净利率降低 0.2pct 至 49.5%。现金回款 245.8 亿元/+19.5%，经营性现金流 126.21 亿元/-48%，主要系本期客户存款和同业存放款项净增加额减少 135 亿元所致。

盈利预测及投资建议：高端市场格局稳定，扩容趋势持续，维持“强烈推荐”评级。短期看，国家逆周期调节政策效果年内逐步显现支撑需求，非标和直营增量推升均价，全年收入有望突破千亿。长期看，高端格局稳定，按照公司“十四五”规划 5.6 万吨测算，量增价升趋势确立，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 480.41/600.99/704.60 亿元，同比增长 16.6/25.1/17.2%；当前股价对应 PE 分别为 42.4/33.9/28.9X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：济持续下行影响高端白酒需求，疫情时间拉长致商务活动频次降低等风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/