2020 年 07 月 06 日
策略类●证券研究报告

我们关于风格变化的思考（系列 1）

主题报告

行业分化达到极值，风格变化短期顺势展开

分析师 谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20377198

分析师 李蕙
SAC 执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsc.cn

投资要点

◆ **行业估值和持仓分化达到极值，理论上低估值金融周期板块存在修复基础。**

◆ 估值分化已经达到极值：2019 年至今，科技消费板块的估值提升更为明显，甚至存在局部板块估值过热状况；而比较来看，金融周期板块估值则被抑制。

- 首先，比较低估值金融周期行业与科技行业之间的估值裂口，虽然当前估值裂口较 2015 年极值还有距离，但可能来说，当前估值裂口已经接近历史极值区域。在我们统计 2010 年至今历史共 126 个月份中，假设分别比较房地产与电子、非银与电子、房地产与计算机、非银与计算机等板块间的估值裂口的变化，可以看到，当前估值裂口虽然有进一步向上拉升空间，但可持续的时间有限，在过去历史上更大的估值裂口存在时间分别仅占 10.3%、28.6%、5.6%和 7.9%。
- 其次，比较低估值金融周期行业与消费行业之间的估值裂口变化，可以明显看到，当前已经无限接近甚至超越历史极值。其中，假设分别比较非银、房地产与食品饮料行业的估值裂口，当前估值裂口即是 2010 年至今的最大值；分别比较非银、房地产与医药生物行业的估值裂口，房地产与医药生物当前估值裂口为 2010 年至今最大值，而非银与医药生物的估值裂口在历史上仅有 2015 年 5 月单月实现了超越。

◆ 持仓分化也已经接近极值区域，从 2014 年至今约 6-7 年时间来看，公募基金的配置重点持续向医药生物、电子、食品饮料等科技消费代表行业集中。

- 假设将行业按照科技、消费、金融、周期四大行业风格进行分类，观察 14-19 年公募基金在四大风格的超配和低配情况，可以看到，基金持仓分化有以下几个转折过程：1）2015 年科技与周期类的持股分化达到 20%极值，随后 2016 年该持仓分化明显收敛，主要表现为科技超配明显下降；2）2017 年消费类与周期类的持股分化达到约 20%的极值，随后该持仓分化有所收敛，主要表现为周期低配幅度开始减小；3）2020Q1 至 2020Q2 期间，消费类和金融类的持仓分化大概率接近或达到极值 20%；结合 2015 年和 2017 年持仓分化达到极值后的持仓表现，消费类和金融类的持仓分化面临收敛。

◆ **叠加基本面和事件共振，短期低估值板块配置价值提升。**1）根据统计局披露的经济相关数据，Q2 我国经济持续复苏态势良好，为金融周期等顺周期的低估值板块活跃创造基础条件；2）券商成为低估值行业反弹龙头，行业事件推升人气热度；3）从资金表现来看，低估值板块的投资价值可能至少短期获得市场认同。

◆ **行业配置建议：**在资金推动之下，我们倾向于认为，包括非银、房地产、银行、采掘、公用事业、交运、有色、化工等低估值板块整体都将迎来一轮估值修复周期。其中，我们尤为建议关注受益资本市场改革和事件驱动的证券行业、以及当前估值处于历史底部且 Q2 盈利环比改善确定性较高的房地产周期板块。

◆ **风险提示：**疫情二次爆发、美股超预期调整、中美博弈超预期等。

相关报告

低估值行业短期投资机会获得市场认同-策略周报 2020-07-05

小长假期间外部风险可能有所积聚-策略周报 2020-06-27

短期风险偏好可能面临博弈反复-策略周报 2020-06-21

变数下寻找安全边际-2020 年中期策略报告 2020-06-21

短期波动风险可能趋向增加-策略周报 2020-06-14

内容目录

一、上半年金融周期板块表现滞后 3
二、行业估值和机构持仓分化已经接近甚至达到极值 4
（一）金融周期相对科技消费估值分化已经触到历史极值 4
（二）金融周期和科技消费的行业持仓分化接近历史极值区域 7
1、公募基金配置重点持续向科技消费类集中 7
2、消费类和金融类基金配置分化达到极值，存在收敛需求 8
三、叠加基本面和事件共振，短期低估值板块配置价值提升 9
（一）Q2 经济复苏良好为顺周期的低估值板块创造活跃前提 9
（二）券商成为低估值行业反弹龙头，行业事件推升人气 10
（三）流动性相对宽裕，短期增量资金涌入低估值板块 11
（四）低估值行业配置建议 11
1、重点关注受益资本市场改革和事件驱动的证券行业 12
2、关注处于估值底部且 Q2 环比改善相对确定的房地产周期板块 12
四、风险提示 13

图表目录

图 1：2020 年上半年行业估值变化 3
图 2： 2020 年上半年行业涨跌情况 3
图 3：部分热点板块 PE 估值区位 5
图 4：部分热点板块过去 10 年 PE 估值高于当前值的时间占比 5
图 5：房地产与计算机行业估值对比 5
图 6：房地产与电子行业估值对比 5
图 7：非银金融与计算机行业估值对比 6
图 8：非银金融与电子行业估值对比 6
图 9：房地产与食品饮料估值对比 6
图 10：房地产与医药生物估值对比 6
图 11：非银与食品饮料估值对比 7
图 12：非银与医药生物估值对比 7
图 13：2020Q1 行业超配和低配情况 8
图 14：公募基金在四大行业风格的超配和低配情况 9
图 15：工业增加值连续 2 个月实现正增长 10
图 16：5 月份房地产投资基本转正 10
图 17：上周北向资金再度加速流入 11
图 18：上周成交金额快速放大，连续 2 日破万亿 11
图 19：行业当前估值所处的历史区间比较 12
图 20：十大城市商品房销售情况 13
图 21：30 大中城市商品房成交情况 13

表 1：行业 PE 显著分化 4
表 2：低估值板块与科技板块的估值裂口当前所处阶段 6
表 3：公募基金大类行业相对配置情况（较标准配置超配或低配百分比） 7
表 4：6 月 PMI 指数变化明显好于市场预期，出口订单指数显著修复 9

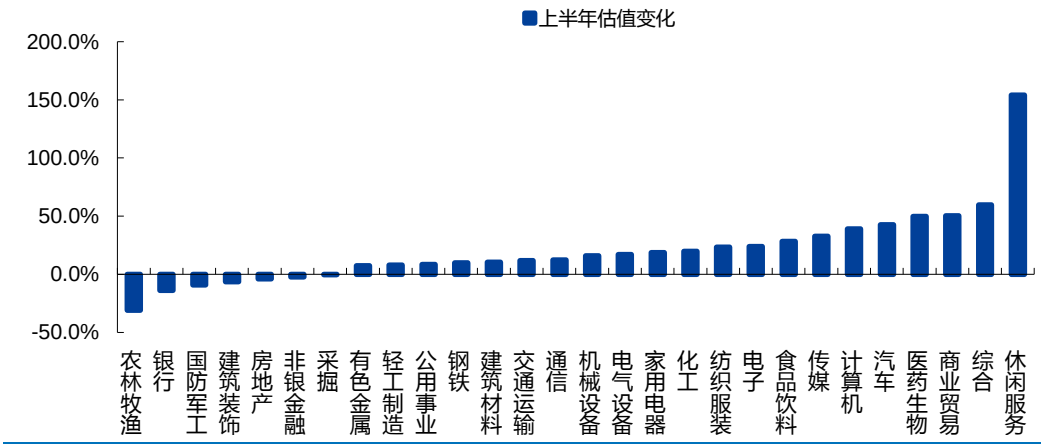
一、上半年金融周期板块表现滞后

2020 年上半年，在突发新冠疫情冲击之下，为应对流动性危机和刺激经济，全球央行“大放水”，流动性预期全面转向宽松。以国内资金供应来看，2020 年 1-5 月，我国新增社融规模 17.4 万亿，较去年同期多增比例为 45%；新增人民币贷款规模 10.3 万亿，较去年同期多增比例为 28%；3 月至 5 月，M2 增速连续 3 个月在 10%以上。

在上半年流动性宽松背景下，国内 A 股多数行业估值均较 2019 年末有所提升；其中，2020 年上半年行业估值下滑的行业仅有 7 个，行业占比仅 25%；分别为农林牧渔、银行、军工、建筑装饰、房地产、非银和采掘。

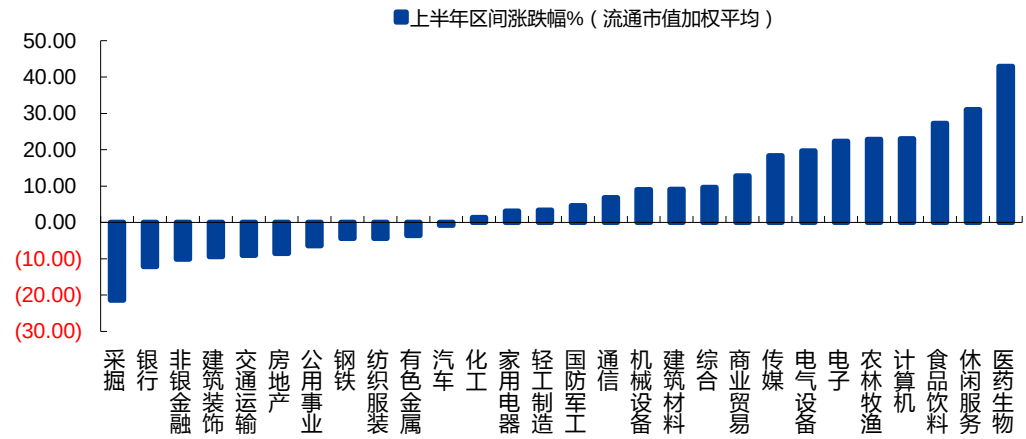
同时，假设进一步比较 2020 年上半年行业涨跌情况，在 7 个估值下滑的行业中剔除涨幅相对居前的农林牧渔和军工，上半年行业估值下滑且滞涨的仅剩银行、建筑装饰、房地产、非银和采掘等 5 个行业，主要集中于金融周期行业。

图 1：2020 年上半年行业估值变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2： 2020 年上半年行业涨跌情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、行业估值和机构持仓分化已经接近甚至达到极值

（一）金融周期相对科技消费估值分化已经触到历史极值

2019 年至今，行业估值呈现明显的结构性分化趋势。其中，科技消费板块的估值提升更为明显，如白酒、生物制品、医疗器械、半导体、元件、软件开放、IT 服务等热点板块，甚至存在局部板块估值过热状况，PE 估值已显著超越过去 10 年的历史 PE 中值。而比较来看，大金融、大周期行业估值则被抑制，银行、非银等金融板块估值低于历史中值超过 10%，房地产、建筑装饰等大周期代表板块估值甚至接近过去 10 年的历史底限。

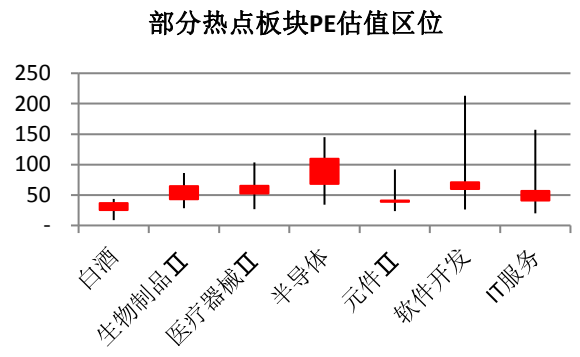
表 1：行业 PE 显著分化（当前估值 6 月 30 日）

	当前 PE	历史 PE 中值	当前 PE 较中值超越幅度	历史 PE 最大值	历史 PE 最小值
科技类代表行业：超越历史中值					
电子	48.02	44.25	8.5%	88.19	21.26
计算机	68.75	47.02	46.2%	133.66	26.62
传媒	42.41	37.94	11.8%	115.90	18.54
通信	43.22	40.53	6.6%	81.57	15.42
消费类代表行业：明显超越历史中值，接近历史估值高点					
食品饮料	41.72	28.33	47.2%	44.85	15.31
休闲服务	78.02	39.06	99.7%	78.39	23.81
医药生物	51.42	36.87	39.5%	65.31	23.66
大金融代表行业：低于历史中值					
银行	5.86	6.58	-10.9%	15.11	4.58
非银金融	16.47	19.62	-16.1%	40.99	11.13
大周期代表行业：明显低于历史中值，接近历史估值低点					
房地产	9.07	15.37	-41.0%	30.49	7.80
建筑装饰	8.41	12.78	-34.2%	35.45	7.76
采掘	14.40	16.15	-10.9%	78.23	10.45

资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：历史估值数据为 2010 年至 2020 年 6 月的行业月末 PE 数据，行业 PE 计算方式为剔除负值的历史 TTM 值

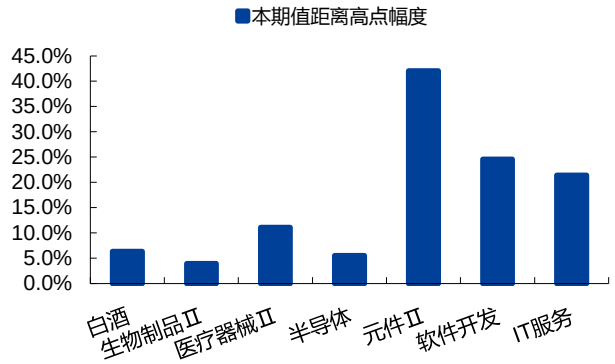
图 3：部分热点板块 PE 估值区位



资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：K 线图高点、低点分别对应于 2010 年至今 10 年内交易板块的 PE 估值最高点和最低点，实体柱上下分别对应于期间中位值和当期值；当期值较历史中值高则为红柱，否则为绿柱

图 4：部分热点板块过去 10 年 PE 估值高于当前值的时间占比



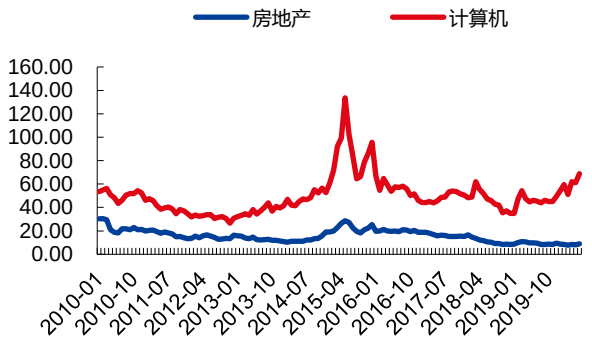
资料来源：Wind，华金证券研究所

但截止到 2020 年 6 月底，金融周期等估值受抑制行业与科技消费等受追捧行业之间的估值裂口已经趋向 2010 年至今以来的历史极值。

假设我们选择非银和房地产行业作为低估值金融周期板块的代表，以电子和计算机行业作为科技类板块代表，以医药生物和食品饮料作为消费类板块代表；分别对比行业间估值裂口变化。

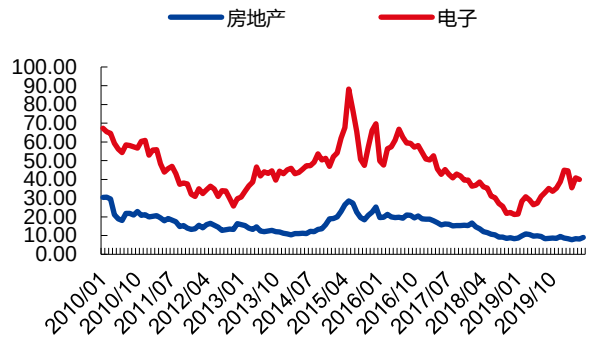
首先，比较低估值金融周期行业与科技行业之间的估值裂口变化（如下图），虽然当前估值裂口距离 2015 年中出现历史极值还有空间，但可能来说，当前估值裂口已经处于历史极值区域。在我们统计 2010 年至今历史共 126 个月份中，假设分别比较房地产与电子、非银与电子、房地产与计算机、非银与计算机等板块间的估值裂口的变化，可以看到，当前估值裂口虽然有进一步向上拉升空间，但可持续的时间有限，在过去历史上更大的估值裂口存在时间分别仅占 10.3%、28.6%、5.6%和 7.9%。

图 5：房地产与计算机行业估值对比



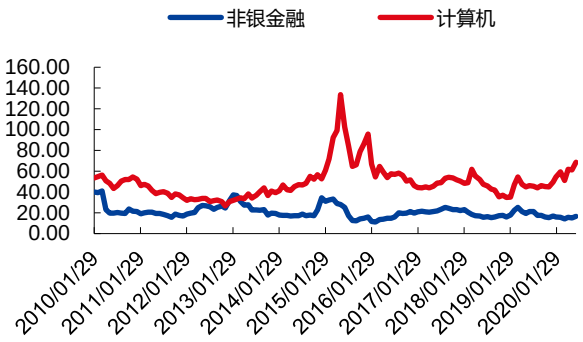
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：房地产与电子行业估值对比



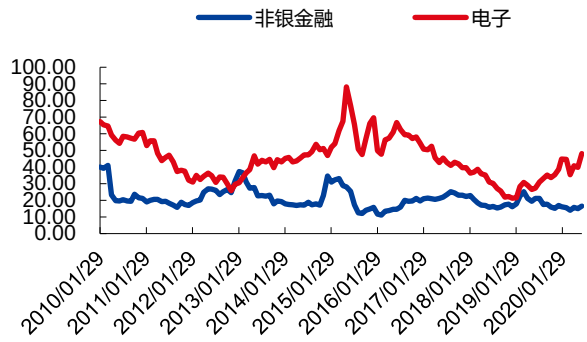
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：非银金融与计算机行业估值对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：非银金融与电子行业估值对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

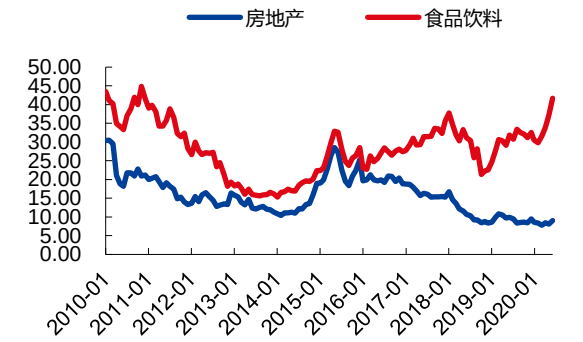
表 2：低估值板块与科技板块的估值裂口当前所处阶段

行业估值裂口对比	当前裂口值（行业估值差）	2010 年至今估值裂口超越当前的月份数量	估值裂口超越当前月份数占比
房地产-电子	39.0	13	10.3%
非银-电子	31.5	36	28.6%
房地产-计算机	59.7	7	5.6%
非银-计算机	52.3	10	7.9%

资料来源：Wind，华金证券研究所

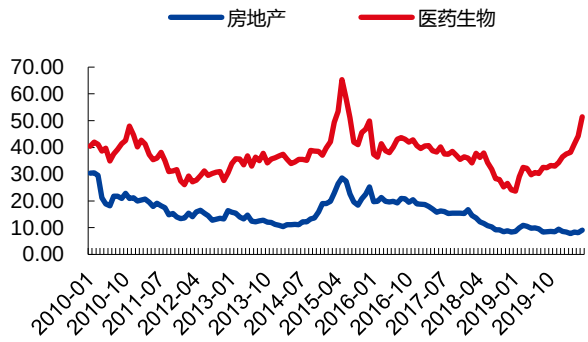
其次，比较低估值金融周期行业与消费行业之间的估值裂口变化（如下图），可以明显看到，当前已经无限接近甚至超越历史极值。其中，假设分别比较非银、房地产与食品饮料行业的估值裂口，当前估值裂口即是 2010 年至今的最大值；分别比较非银、房地产与医药生物行业的估值裂口，房地产与医药生物当前估值裂口为 2010 年至今最大值，而非银与医药生物的估值裂口在历史上仅有 2015 年 5 月单月实现了超越。

图 9：房地产与食品饮料估值对比



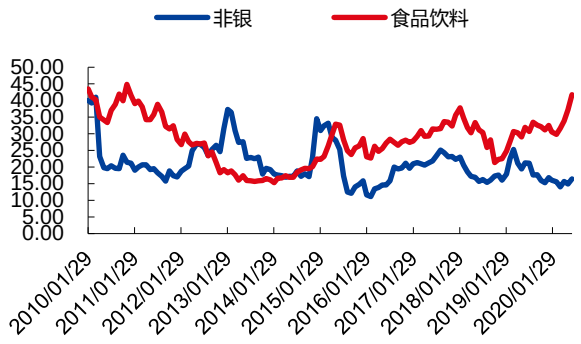
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：房地产与医药生物估值对比



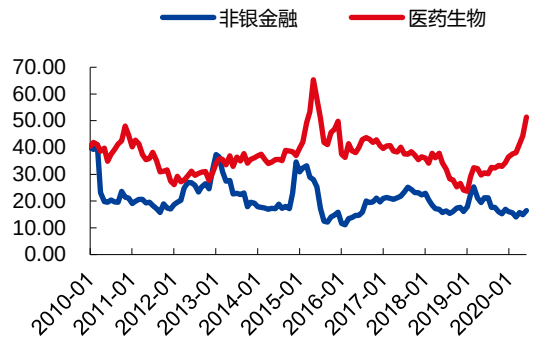
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：非银与食品饮料估值对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：非银与医药生物估值对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）金融周期和科技消费的行业持仓分化接近历史极值区域

1、公募基金配置重点持续向科技消费类集中

从 2014 年至今约 6-7 年时间来看，公募基金的配置重点持续向医药生物、电子、食品饮料等科技消费代表行业集中；而银行、采掘、公用事业、交运、化工等周期金融行业则持续低配。从 2020Q1 最新报告期来看，公募基金依旧明显低配金融、采矿、公用事业、交运等板块。

表 3：公募基金大类行业相对配置情况（较标准配置超配或低配百分比）

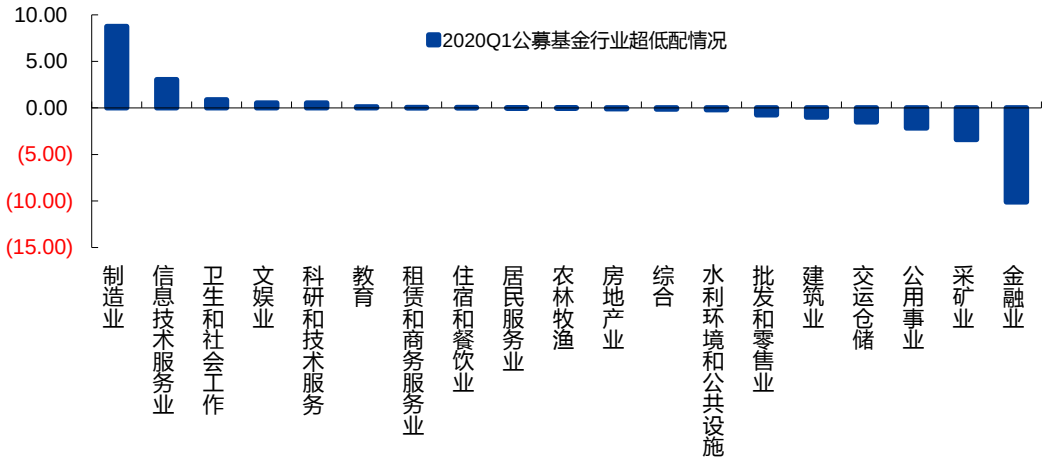
行业名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
医药生物	3.79	3.65	3.93	2.25	4.02	3.79
电子	-0.74	1.40	2.50	4.58	1.61	3.72
食品饮料	0.83	-0.05	0.87	5.24	3.78	3.61
家用电器	1.26	0.65	1.39	2.98	1.59	1.93
传媒	0.12	0.14	-1.01	-0.24	0.28	1.21
计算机	0.23	6.76	1.79	-0.97	1.86	0.76
房地产	3.25	-1.20	-1.92	-0.45	1.17	0.67
休闲服务	0.26	0.91	0.26	0.16	0.50	0.57
电气设备	0.36	0.03	0.37	1.07	0.55	0.52
国防军工	0.47	0.83	1.28	0.43	0.30	0.36
建筑材料	0.00	-0.16	0.10	0.35	-0.02	0.19
农林牧渔	0.14	0.55	0.73	0.35	1.00	0.05
综合	-0.07	0.71	0.08	-0.17	0.03	-0.04
有色金属	-0.63	-0.28	0.34	0.12	-0.71	-0.06
通信	4.04	1.62	0.95	0.06	0.07	-0.07
轻工制造	-0.23	0.50	1.12	0.39	0.41	-0.12
汽车	-5.02	-0.43	0.60	-0.86	-0.61	-0.32
商业贸易	-0.06	-0.46	-0.76	-0.08	0.35	-0.44
纺织服装	-0.14	1.03	0.16	-0.43	-0.24	-0.44
钢铁	-0.52	-0.80	-0.62	-0.48	-0.67	-0.49
机械设备	4.23	0.80	0.96	-0.54	-0.22	-0.75

行业名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
建筑装饰	-1.21	-1.32	-0.33	-1.28	-0.39	-0.94
非银金融	0.13	-1.37	-0.81	1.18	0.29	-1.02
化工	-1.33	-0.04	0.25	-1.43	-1.74	-1.32
交通运输	-2.30	-1.85	-2.10	-2.19	-1.76	-1.51
公用事业	-0.92	-1.89	-1.50	-1.96	-1.86	-2.27
采掘	-6.41	-4.12	-3.24	-3.30	-3.20	-2.58
银行	0.42	-5.71	-5.45	-4.88	-6.43	-5.63

资料来源：Wind，华金证券研究所

备注:，计算方式：行业持仓占比-行业标准配置占比

图 13：2020Q1 行业超配和低配情况

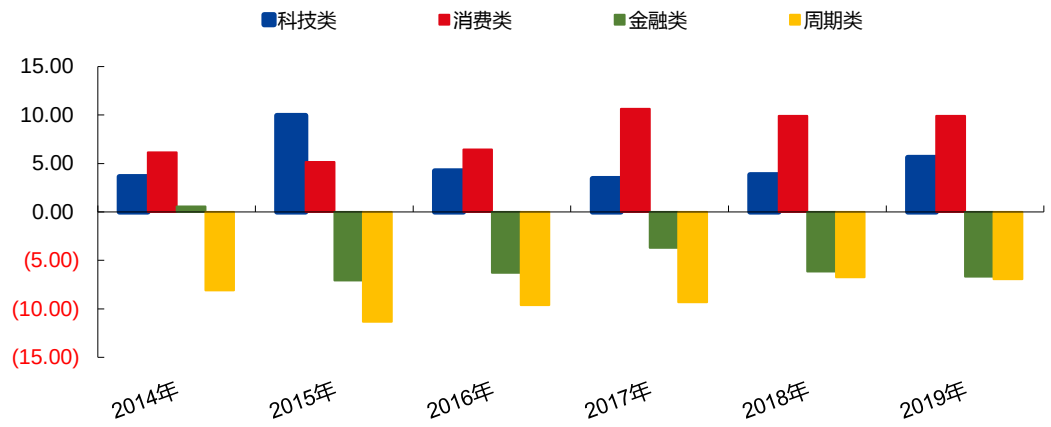


资料来源：Wind，华金证券研究所

2、消费类和金融类基金配置分化达到极值，存在收敛需求

假设将大类行业按照科技、消费、金融、周期四大行业风格进行分类，其中，将电子、计算机、传媒、通信等 TMT 行业归为科技类；将医药、家电、食品饮料、休闲服务等归类为消费类，将非银和银行等归类为金融类，将房地产、建材、建筑装饰、公用事业、采掘、钢铁、交运等归类为周期类。观察 2014-2019 年公募基金在四大风格的超配和低配情况，可以看到，基金持仓分化有以下几个转折过程：**1）2015 年科技与周期类的持股分化达到 20%极值，随后在 2016 年该持仓分化明显收敛，主要表现为科技超配明显下降；2）2017 年消费类与周期类的持股分化达到约 20%的极值，随后该持仓分化有所收敛，主要表现为周期低配幅度开始减小；3）2019 年，我们可以看到，消费类与金融类的持仓分化开始接近极值，达到 17%；而 2020Q1，金融的低配比例进一步增加，以证监会行业进行统计，金融业低配比例在 2020Q1 达到 10%，推测来看，2020Q1 至 2020Q2 期间，消费类和金融类的持仓分化大概率接近或达到极值 20%；结合 2015 年和 2017 年持仓分化达到极值后的持仓表现，可能至少来说，消费类和金融类的持仓分化面临收敛。**

图 14：公募基金在四大行业风格的超配和低配情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、叠加基本面和事件共振，短期低估值板块配置价值提升

理论上来说，在当前板块估值分化和持仓分化都已经接近或者达到历史极值区域的背景下，低估值金融周期板块其估值和持仓偏好存在回归需求。而叠加二季度国内经济复苏状况良好及行业事件推升热度，短期以金融周期为代表的低估值板块配置价值预计显著提升。

（一）Q2 经济复苏良好为顺周期的低估值板块创造活跃前提

根据统计局披露的经济相关数据，Q2 我国经济持续复苏态势良好，为金融周期等顺周期的低估值板块活跃创造基础条件；根据万得一致预期，2020Q2 当季度 GDP 增速预计将达到 2.9%，较 2020Q1GDP 增速-6.8%，回升显著。1）6 月中采制造业 PMI 指数明显好于市场预期。6 月 PMI 制造业指数出现回升，或反映 6 月份制造业生产经营改善力度较 5 月有所提升。其中，尤其是新出口订单 PMI 指数修复较为明显，或反应至少 6 月份外贸出口需求有所改善。2）工业增加值上，4 月和 5 月连续 2 月同比正增长；1-5 月份，全国规模以上工业增加值仅同比下降 2.8%，可能来说，因疫情带来的生产供应缺口基本已经得到弥补。分行业来看，5 月份，41 个大类行业中有 30 个行业增加值保持同比增长，实现增长的行业数持续上升。3）社零消费数据持续边际改善，5 月份，社会消费品零售总额同比名义仅下降 2.8%，已经基本回到去年同期水平。按消费类型分，即便是前期因疫情造成较大影响的餐饮行业，其行业需求在疫情得到控制之后，连续 2 个月环比明显改善。同时，线上消费也爆发强大活力，1-5 月实现同比增长 4.5%。4）1-5 月，全国固定资产投资降幅明显收窄；其中，房地产投资同比下降 0.3%，降幅比 1-4 月份收窄 3 个百分点，基本回到去年同期水平。

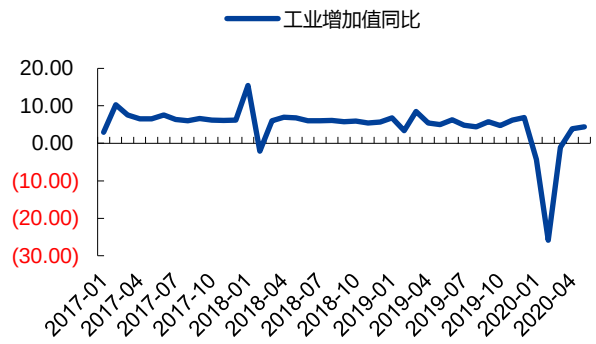
表 4：6 月 PMI 指数变化明显好于市场预期，出口订单指数显著修复

时间	PMI	生产	新订单	新出口订单	在手订单	产成品库存	采购量	进口	出厂价格	原材料购进价格	原材料库存	从业人员	供货商配送时间	生产经营活动预期
2019-01	49.5	50.9	49.6	46.9	43.7	47.1	49.1	47.1	44.5	46.3	48.1	47.8	50.1	52.5

时间	PMI	生产	新订单	新出口订单	在手订单	产成品库存	采购量	进口	出厂价格	原材料购进价格	原材料库存	从业人员	供货商配送时间	生产经营活动预期
2019-02	49.2	49.5	50.6	45.2	43.6	46.4	48.3	44.8	48.5	51.9	46.3	47.5	49.8	56.2
2019-03	50.5	52.7	51.6	47.1	46.4	47.0	51.2	48.7	51.4	53.5	48.4	47.6	50.2	56.8
2019-04	50.1	52.1	51.4	49.2	44.0	46.5	51.1	49.7	52.0	53.1	47.2	47.2	49.9	56.5
2019-05	49.4	51.7	49.8	46.5	44.3	48.1	50.5	47.1	49.0	51.8	47.4	47.0	50.9	54.5
2019-06	49.4	51.3	49.6	46.3	44.5	48.1	49.7	46.8	45.4	49.0	48.2	46.9	50.2	53.4
2019-07	49.7	52.1	49.8	46.9	44.7	47.0	50.4	47.4	46.9	50.7	48.0	47.1	50.1	53.6
2019-08	49.5	51.9	49.7	47.2	44.8	47.8	49.3	46.7	46.7	48.6	47.5	46.9	50.3	53.3
2019-09	49.8	52.3	50.5	48.2	44.7	47.1	50.4	47.1	49.9	52.2	47.6	47.0	50.5	54.4
2019-10	49.3	50.8	49.6	47.0	44.9	46.7	49.8	46.9	48.0	50.4	47.4	47.3	50.1	54.2
2019-11	50.2	52.6	51.3	48.8	44.9	46.4	51.0	49.8	47.3	49.0	47.8	47.3	50.5	54.9
2019-12	50.2	53.2	51.2	50.3	45.0	45.6	51.3	49.9	49.2	51.8	47.2	47.3	51.1	54.4
2020-01	50.0	51.3	51.4	48.7	46.3	46.0	51.6	49.0	49.0	53.8	47.1	47.5	49.9	57.9
2020-02	35.7	27.8	29.3	28.7	35.6	46.1	29.3	31.9	44.3	51.4	33.9	31.8	32.1	41.8
2020-03	52.0	54.1	52.0	46.4	46.3	49.1	52.7	48.4	43.8	45.5	49.0	50.9	48.2	54.4
2020-04	50.8	53.7	50.2	33.5	43.6	49.3	52.0	43.9	42.2	42.5	48.2	50.2	50.1	54.0
2020-05	50.6	53.2	50.9	35.3	44.1	47.3	50.8	45.3	48.7	51.6	47.3	49.4	50.5	57.9
2020-06	50.9	53.9	51.4	42.6	44.8	46.8	51.8	47.0	52.4	56.8	47.6	49.1	50.5	57.5
本期差额	0.3	0.7	0.5	7.3	0.7	-0.5	1.0	1.7	3.7	5.2	0.3	-0.3	-	-0.4

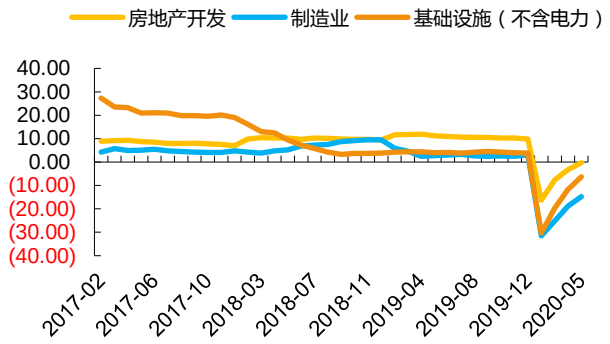
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：工业增加值连续 2 个月实现正增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：5 月份房地产投资基本转正



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）券商成为低估值行业反弹龙头，行业事件推升人气

首先，新三板精选层创设和创业板注册制试点使得券商的关注度显著升温。1）新三板精选层首批股票颖泰生物、艾融软件在 6 月 23 日至 24 日期间已完成网下询价， 7 月 1 日正式开启新三板精选层网上打新。根据全国股转公司数据显示，截至 7 月 3 日，21 家精选层上市公司已经启动发行、11 家已经审核通过、36 家审核已经受理；新三板精选层即将正式开板。2）创业

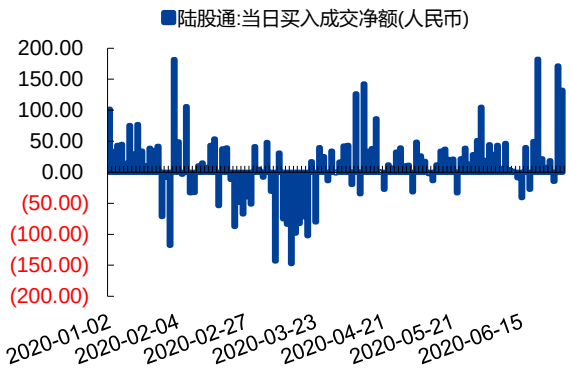
板注册制试点快速推进，截至 7 月 3 日，深交所已经披露 9 批共 187 家创业板 IPO 注册受理名单，同时，自 6 月 30 日起，深交所已经开始接受新申报企业申报创业板 IPO 注册。

其次，“拟向商业银行发放券商牌照”和“龙头券商合并传言”共同推升券商行业的话题热度。1）端午小长假，关于“商业银行试点设立券商”的消息成为市场热议的焦点。虽然证监会回应政策尚在讨论中，且不会对现有行业格局形成大的冲击；但可能来说，在金融业加速开放和改革、及国内监管层有意推动直接融资比例上升的大背景下，该政策长期来看是具有想象空间的；2）7 月 2 日下午，中信证券和中信建投再度传言合并；虽然晚间上市公司及相关主体均予以否认，但市场对于发展“航母级券商”的热议不止。

（三）流动性相对宽裕，短期增量资金涌入低估值板块

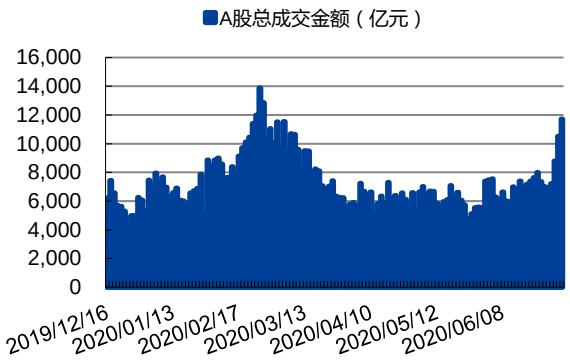
从资金表现来看，低估值板块的投资价值可能至少短期获得市场认同。首先，增量资金加速流入；其中，在 7 月 2 日至 3 日，在低估值行业表现最为突出的两个交易日，北向资金连续日均净流入超过百亿元；同时，融资资金流入总额环比也明显增长，日平均融资买入净额超过百亿。其次，成交活跃度明显放大；其中，换手率明显提升，7 月 2 日至 3 日，以沪深 300 为代表的大市值换手率明显上行，接近今年春节前后的换手率高位；同时，成交金额也明显放大，连续 2 日成交金额破万亿，活跃度提升明显。

图 17：上周北向资金再度加速流入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 18：上周成交金额快速放大，连续 2 日破万亿



资料来源：Wind，华金证券研究所

（四）低估值行业配置建议

在当前资金推动之下，我们倾向于认为，包括非银、房地产、银行、采掘、公用事业、交运、有色、化工等低估值板块整体都将迎来一轮估值修复周期。其中，我们尤为建议关注受益资本市场改革和事件驱动的证券行业、以及当前估值处于历史底部且 Q2 盈利环比改善确定性较高的房地产周期板块。

1、重点关注受益资本市场改革和事件驱动的证券行业

首先，资本市场做大做强，优质券商持续受益：2019 年以来，促进资本市场完善发展的政策不断推出，如 1）科创板注册制成功试行；2）创业板注册制落地；3）交易制度微创新，涨跌停板比例升至 20%；4）放开再融资等。向商业银行发放券商牌照，认为也意在做大直接融资，做强资本市场。认为资本市场做大做强，优质券商将持续受益。此外流动性宽松也为市场估值中枢上移提供支撑，低估值板块吸引力明显。

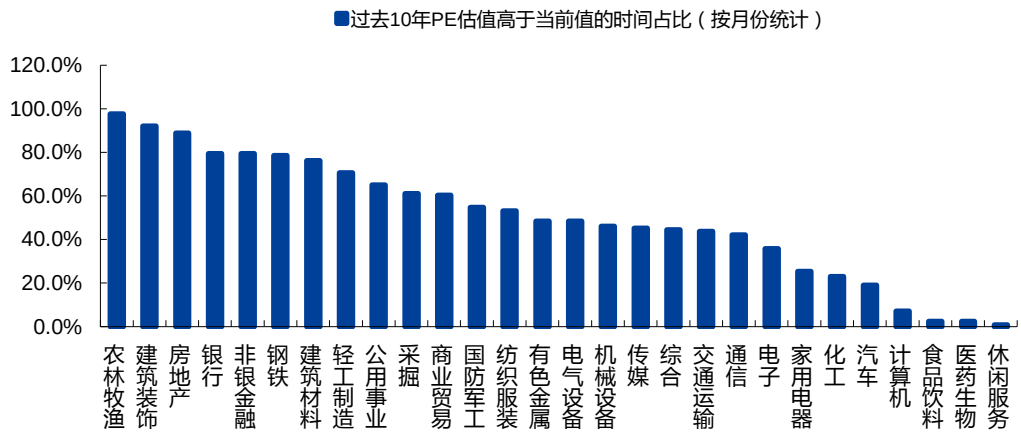
其次，板块盈利能力相对确定。基于上市券商 1-5 月母公司口径净利润和下半年市场保持平稳的假设，我们估算上市券商 Q220 净利润平均同比增幅可达 50%以上，H120 净利润同比增长预计 10-15%。受益于 Q219、Q319 的低基数，我们预计上市券商 1-3 季度净利润同比增幅将扩大至 20%左右，全年净利润同比增幅约 30%左右。业绩增幅不断扩大，有望对券商股股价产生正面推动效应。

第三，板块估值处于历史低位：受市场风格和宏观环境不明朗影响，券商板块长期低迷，行业平均 PB 于 1.5-1.7x 盘整近 4 个月，大型券商尤其低估。利率下行、流动性宽裕态势不减假设下，预期股市景气将持续，机构持仓较低下，认为券商板块整体仍有一定向上空间。参考过去 5 年平均 PB，板块估值中枢有望上移至 2.00x 左右。

2、关注处于估值底部且 Q2 环比改善相对确定的房地产周期板块

首先，房地产周期板块估值处于历史底部：比较 2010 年至今房地产周期板块的估值情况，以房地产、建材、建筑装饰等行业举例来看，其中，房地产板块当前 PE 为 9X，较历史 PE 中值向下偏离 41%，过去 10 年中约有 90%的时间里房地产行业估值较当前更高；建筑材料行业当前 PE 为 13X，较历史 PE 中值向下偏离约 30%，过去 10 年中约有 76%的时间建材行业估值较当前更高；建筑装饰行业当前 PE 为 8.4X，较历史 PE 中值向下偏离约 34%，过去 10 年中约有 92%的时间建筑装饰行业估值较当前更高。

图 19：行业当前估值所处的历史区间比较

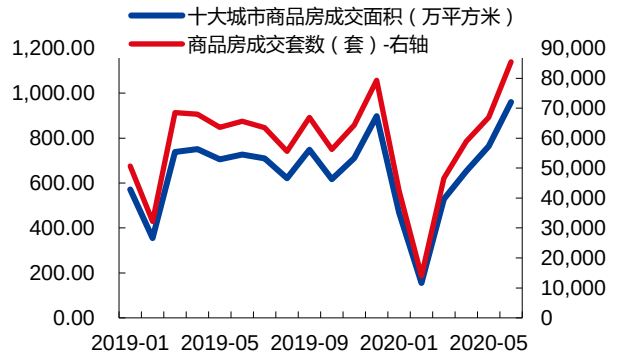


资料来源：Wind，华金证券研究所

其次，二季度房地产销售数据明显回暖，预计将提振房地产周期板块 Q2 业绩。根据披露的十大城市商品房销售数据和 30 大中城市的商品房销售数据，可以看到，自春节之后，房地产销

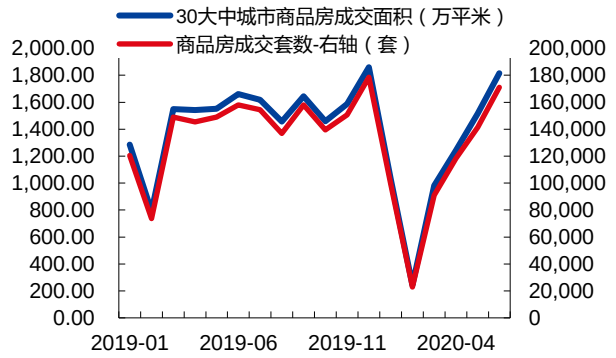
售数据则持续回暖。其中，十大城市商品房二季度销售面积较去年同比增长 8.9%、销售套数同比增加 7%；30 大中城市商品房二季度销售面积虽然较去年同比依旧下降 4.8%，但最新披露的 6 月销售数据明显提升，6 月 30 大中城市商品房销售面积实现正增长 8.2%、销售套数实现正增长 9.4%。

图 20：十大城市商品房销售情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 21：30 大中城市商品房成交情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

四、风险提示

1、疫情出现二次爆发

假设疫情出现二次全面爆发，全球经济或再度陷入“暂停”，我国经济复苏展望可能面临修正。在此背景下，全球资产恐怕将再次面临集中抛售。

2、中美博弈超预期

假设中美博弈激烈程度超出预期，预计将重挫我国风险偏好。同时，可能导致海外资金避险情绪增加，海外资金可能出现超预期回流等。

3、美股超预期调整

当前 A 股与海外市场的联动性已经逐渐提升，假设美股出现超预期调整，短期势必极大冲击 A 股风险偏好，甚至引发流动性风险。

分析师声明

谭志勇、李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn