中航证券金融研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

# 行业判断比风格判断重要：可选消费配置价值显现

A 股策略分析报告　　2020 年 7 月 5 日

**核心观点**

- 市场关于成长风格是否会让位于低估值风格的争论已经白热化。
- A 股 3 月末反弹以来高估值与低估值的分化远没有必选消费与可选消费的分化剧烈。
- 风格的趋势性分化一定需要货币政策方向性的持续施力（收紧或者放松），背后体现的是工业品价格、企业利润增速，整体信用水平。
- 当下策略的制定应以行业为锚，而非以风格为锚。目前不具备判断风格的基础，风格上应该均衡配置。
- 考虑到我国疫情的防控能力和疫苗研发进度，可选消费的基本面很难更差，左侧布局可选消费类行业的机会值得重视。

股市有风险入市须谨慎

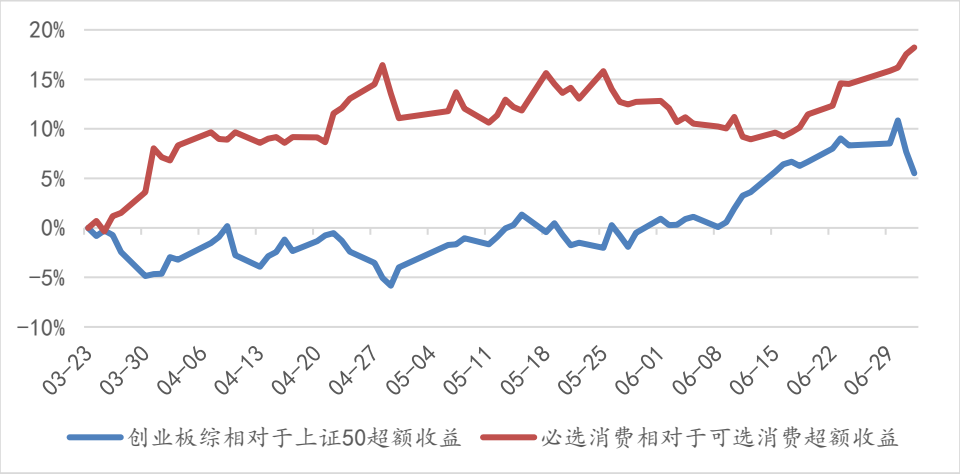
中航证券金融研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

近期 A 股在金融、地产的带动下创出疫情以来新高，颇具牛市意味。相较于上涨势头能否延续，市场的关注点更加集中于高估值成长风格是否会让位于低估值价值风格。但是 A 股 3 月末反弹以来高估值与低估值的分化远没有必选消费与可选消费的分化剧烈。探讨风格剧烈分化之后是否会发生转换的这一论题本身就欠缺逻辑依据。

**图 1：风格分化远没有行业分化严重**




*资料来源：Wind，中航证券金融研究所*

沪深两市核心指数当中 TTM 市盈率最大的创业板综（146X）与市盈率最小的上证 50（10.86X）一直到六月初都处于纠缠的状态，近期创业板综才略有超额收益。反观必选消费相对于可选消费的超额收益，基本上可以说必选消费（医药和食品饮料）叠加一部分逆周期属性的科技主导了此轮反弹的行情。

核心指数当中创业板指上涨幅度最大，其内在原因并不是因为创业板指代表成长风格（创业板综的估值更大），而是因为创业板指当中必选医药的权重最大。

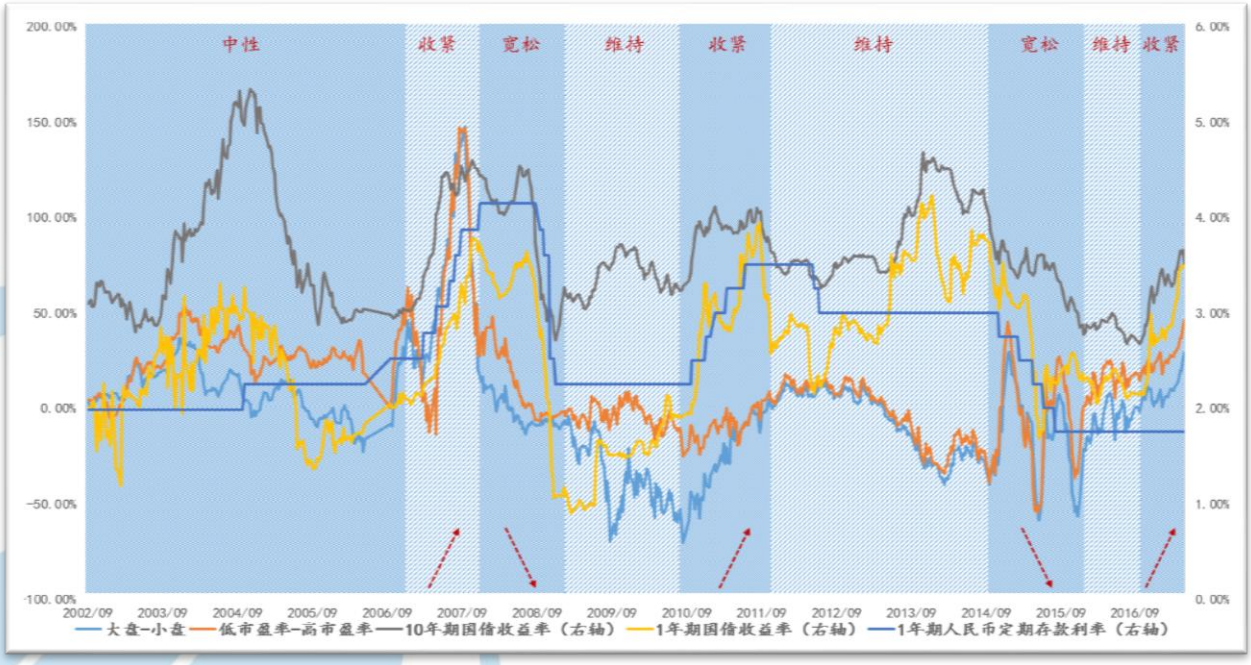
**图 2：创业板指领涨是因为医药占比高（2020 年 7 月 3 日）**

| | 创业板指 | | 上证50 | | 上证指数 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 所属行业 | 总市值（亿元） | 占比 | 总市值（亿元） | 占比 | 总市值（亿元） | 占比 |
| 农林牧渔 | 1,605.64 | 3.50% | N/A | N/A | 2,955.73 | 0.70% |
| 食品饮料 | 895.89 | 2.00% | 21,284.15 | 10.80% | 34,125.90 | 8.00% |
| 医药生物 | 15,366.90 | 33.90% | 7,974.10 | 4.00% | 24,574.73 | 5.80% |
| | 深圳成指 | | 中小板指 | | 中证500 | |
| 所属行业 | 总市值（亿元） | 占比 | 总市值（亿元） | 占比 | 总市值（亿元） | 占比 |
| 农林牧渔 | 8,894.47 | 4.40% | 5,046.91 | 7.90% | 2,531.95 | 2.50% |
| 食品饮料 | 16,287.57 | 8.00% | 2,161.74 | 3.40% | 3,426.32 | 3.40% |
| 医药生物 | 29,738.01 | 14.60% | 5,681.26 | 8.80% | 14,834.62 | 14.80% |

*资料来源：Wind，中航证券金融研究所*

真正驱动风格发生趋势性巨大分化的核心因素是货币政策以及与之相对应的无风险利率。高市盈率股票的分红与自由现金流在远期，而低市盈率股票的分红与自由现金流在近期，无论使用何种估值方法，高估值股票对于无风险利率的敏感性一定强于低估值股票。高估值股票类似于长久期债券，而低估值股票类似于短久期债券。当无风险利率趋势性上行时，价值风格超额收益显现（07 年、16-17 年）；当无风险利率下行时，成长风格超额收益显现（09 年、15 年）。

**图 3：货币政策是风格轮动的核心驱动力**




*资料来源：Wind，中航证券金融研究所*

目前在货币政策温和宽松叠加工业价格缓慢恢复的情况下强行对高、低估值的投资风格下一个判断有点过于主观。二季度经济数据恢复明显，从对结构性存款和资金空转的监管、连续降息的中断来看货币政策边际上也确实有所转紧，似乎对价值风格的论断产生一定支持。但是从近期的一系列高频数据来看经济反弹的斜率有所放缓。下半年 CPI 预计继续回落，PPI 出现正值概率较小，民营、小微尚未从疫情的冲击中走出来，我们认为货币政策的基调大幅转向至紧缩的可能性微乎其微。另外一方面，进一步大幅度连续放水的可能性也很小。

决定低估值与高估值孰优孰劣的核心变量无法形成清晰合力，我们主张风格上的均衡配置，当下行业判断比风格判断更加重要：可选消费的左侧配置价值逐渐显现。

2 月疫情爆发以来可选消费业绩受到的冲击非常大。对 Q1 申万二级行业进行梳理，受疫情影响最深的前 25 个行业中可选消费居多，而受疫情影响最轻的 25 个行业中必选消费居多，此外还有一些逆周期属性的军工和科技。这也印证了一季度医药和食品饮料是方向性资产。

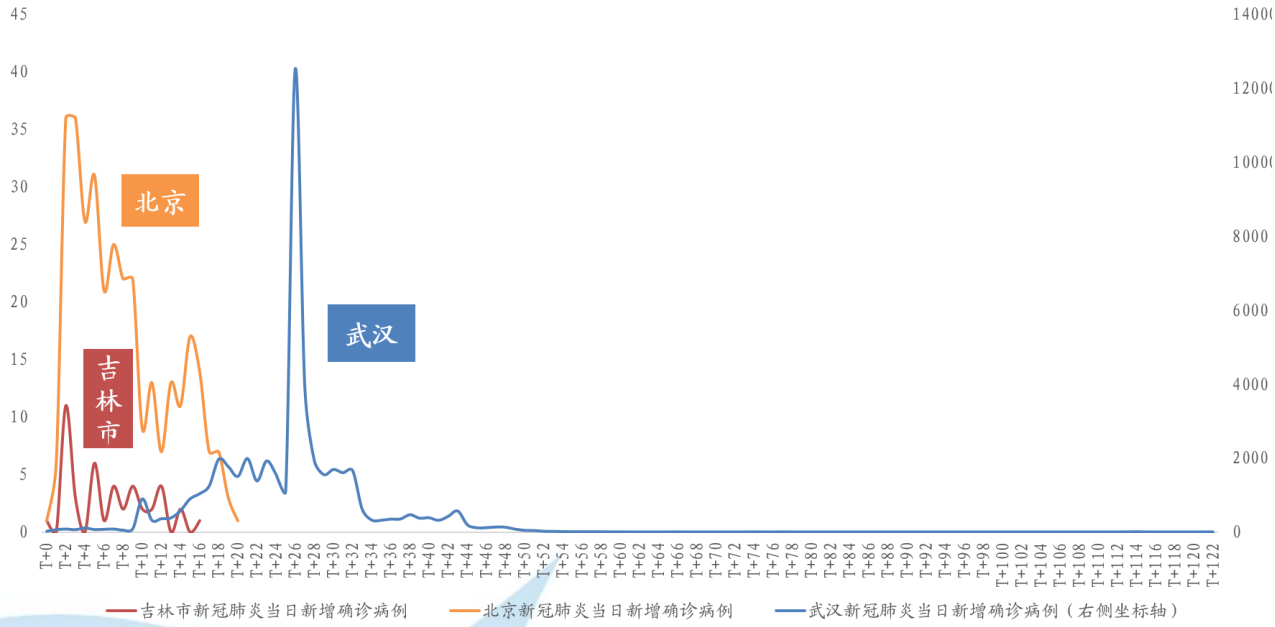
**图 4：2020Q1 申万二级行业同比净利增速后 25/前 25**

| | | | |
|---|---|---|---|
| SW餐饮 II | -2044% | SW医药商业 II | -6% |
| SW园林工程 II | -458% | SW水务 II | -4% |
| SW航空运输 II | -327% | SW橡胶 | -3% |
| SW酒店 II | -272% | SW电子制造 | -3% |
| SW石油开采 II | -254% | SW医疗器械 II | 1% |
| SW石油化工 | -228% | SW饮料制造 | 3% |
| SW景点 | -185% | SW银行 II | 6% |
| SW金属制品 II | -184% | SW互联网传媒 | 6% |
| SW专业零售 | -158% | SW元件 II | 10% |
| SW汽车服务 II | -149% | SW黄金 II | 10% |
| SW计算机设备 II | -139% | SW综合 II | 12% |
| SW公交 II | -136% | SW造纸 II | 13% |
| SW高速公路 II | -135% | SW农产品加工 | 13% |
| SW旅游综合 II | -128% | SW电源设备 | 18% |
| SW计算机应用 | -113% | SW航运 II | 26% |
| SW汽车整车 | -106% | SW采掘服务 | 27% |
| SW机场 II | -105% | SW化学纤维 | 31% |
| SW文化传媒 | -103% | SW动物保健 II | 37% |
| SW其他轻工制造 II | -99% | SW船舶制造 II | 57% |
| SW农业综合 II | -98% | SW航空装备 II | 59% |
| SW装修装饰 II | -92% | SW渔业 | 67% |
| SW稀有金属 | -90% | SW视听器材 | 82% |
| SW服装家纺 | -89% | SW半导体 | 96% |
| SW林业 II | -80% | SW畜禽养殖 II | 985% |
| SW营销传播 | -79% | SW饲料 II | 1468% |

*资料来源：Wind，中航证券金融研究所*

但是，随着北京的疫情得到控制，我们国家的制度优势一再被确认，未来国内再次爆发疫情以至于显著影响到工业生产和经济活动的可能性非常小。

**图 5：国内三个新冠疫情中心新增收敛速度**




*资料来源：Wind，中航证券金融研究所*

同时，我国疫苗研发进展较为顺利。许多接触人流量大的行业，如航空公司、铁路系统、军队系统已经开始大范围接种疫苗。到明年年初我国可能就能正式全面推广新冠疫苗。

**图 6：全球疫苗研发进展（数据截至 6 月末）**

| 研发机构 | 疫苗类型 | 临床前研究 | 临床试验阶段 | | | 临床试验进度 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ⅰ期 | Ⅱ期 | Ⅲ期 | |
| 牛津大学/阿斯利康 | 非复制型腺病毒载体疫苗 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | Phase 2b/3 |
| 康希诺生物/军科院 | 非复制型腺病毒载体疫苗 | ✓ | ✓ | ✓ | | Phase 2 |
| Moderna/NIAID | mRNA疫苗 | ✓ | ✓ | ✓ | | Phase 2 |
| 中国生物/武汉所 | 灭活疫苗 | ✓ | ✓ | ✓ | | Phase ½ |
| 中国生物/北京所 | 灭活疫苗 | ✓ | ✓ | ✓ | | Phase ½ |
| 科兴生物 | 灭活疫苗 | ✓ | ✓ | ✓ | | Phase ½ |
| Novavax | 重组蛋白亚单位疫苗 | ✓ | ✓ | ✓ | | Phase ½ |
| BioNTech/辉瑞/复星医药 | mRNA疫苗 | ✓ | ✓ | ✓ | | Phase ½ |
| 昆明所 | 灭活疫苗 | ✓ | ✓ | | | Phase 1 |
| Inovio/康泰生物 | DNA疫苗 | ✓ | ✓ | | | Phase 1 |
| Gamaleya Research Institute | 非复制型腺病毒载体疫苗 | ✓ | ✓ | | | Phase 1 |
| 帝国理工学院 | mRNA疫苗 | ✓ | ✓ | | | Phase 1 |
| Curevac | mRNA疫苗 | ✓ | ✓ | | | Phase 1 |
| 智飞生物/中国科学院微生物研究所 | 重组蛋白亚单位疫苗 | ✓ | ✓ | | | Phase 1 |
| 沃森生物/苏州艾博 | mRNA疫苗 | ✓ | | | | 临床前试验 |
| 润泽生物 | 重组蛋白亚单位疫苗 | ✓ | | | | 临床前试验 |
| 康希诺生物/Precision NanoSystems | mRNA疫苗 | ✓ | | | | 临床前试验 |
| 华兰生物 | 灭活疫苗 | ✓ | | | | 临床前试验 |

*资料来源：中航证券金融研究所*

目前部分可选消费的数据已经得到恢复，但大部分股价处于低位。考虑到我国的防疫体系和疫苗研发进度，这些受疫情影响最大的可选消费行业的业绩很难更差。

**图 7：消费领域的恢复情况（限额以上零售额同比增速%）**

| 必选消费 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 影响不大 | 中西药品类 | 粮油、食品类 | 饮料类 | 烟酒类 | |
| 2020-02 | 0.20 | 9.70 | 3.10 | -15.70 | |
| 2020-03 | 8.00 | 19.20 | 6.30 | -9.40 | |
| 2020-04 | 8.60 | 18.20 | 12.90 | 7.10 | |
| 2020-05 | 7.30 | 11.40 | 16.70 | 10.40 | |
| **可选消费** | | | | | |
| 基本恢复 | 日用品类 | 体育、娱乐用品类 | 通讯器材类 | 文化办公用品类 | 书报杂志类 | 化妆品类 |
| 2020-02 | -6.60 | -4.00 | -8.80 | -8.90 | -32.70 | -14.10 |
| 2020-03 | 0.30 | -7.10 | 6.50 | 6.10 | 3.60 | -11.60 |
| 2020-04 | 8.30 | 11.60 | 12.20 | 6.50 | -11.50 | 3.50 |
| 2020-05 | 17.30 | 15.40 | 11.40 | 1.90 | 10.80 | 12.90 |
| 尚未恢复 | 汽车类 | 建筑及装潢材料类 | 家用电器和音像器材类 | 金银珠宝类 | 石油及制品类 | 服装鞋帽针纺织品类 |
| 2020-02 | -37.00 | -30.50 | -30.00 | -41.10 | -26.20 | -30.90 |
| 2020-03 | -18.10 | -13.90 | -29.70 | -30.10 | -18.80 | -34.80 |
| 2020-04 | 0.00 | -5.80 | -8.50 | -12.10 | -14.10 | -18.50 |
| 2020-05 | 3.50 | 1.90 | 4.30 | -3.90 | -14.00 | -0.60 |

*资料来源：Wind，中航证券金融研究所*

综上，我们认为与其用有限的逻辑主观断定风格上的趋势，不如探究行业上相对业绩变化的可能性。目前医药和食饮等必选消费相对可选消费的超额收益已经较为极端，未来这种极端的情况有可能得到修正。二季度许多以绝对收益为导向的机构投资者也没有能够把握好上涨的机会，目前从安全垫、风险收益比和业绩改善的角度，我们认为可选消费的配置价值是比较突出的。风格上我们主张均衡配置，重点关注可选消费当中的航空、机场、餐饮、旅游和电影等。

## 投资评级定义

**我们设定的上市公司投资评级如下：**

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

**我们设定的行业投资评级如下：**

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，金融学博士，中航证券首席经济学家，金融研究所所长。

## 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，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

**免责声明：**

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。