信义山证 汇通天下

山证策略·7月观点

比较优势下A股有望继续成为资金洼地

山西证券 SHANXI SECURITIES

山西证券策略团队
分析师：
麻文宇 CFA，执业登记编码（S0760516070001）
梁迪柯 CFA.执业登记编码（S0760518070001）

策略研究/月度报告

宏观

- 供给端基本恢复至去年同期水平，需求端仍待修复。
- 消费信心、就业以及外需拖累需求，需求回暖速度或低于预期。
- 货币政策多空因素交织，财政政策仍以稳定为主。

7月策略

- 经济回暖速度或低于预期，A股业绩可能承压、货币流动性降低，当前不支持市场进入全面牛市。
- A股估值整体合理，呈现结构性高估值格局，但比较优势下外资仍将持续流入，预计大盘维持震荡。
- 虽估值偏高，但业绩预期估值匹配、受疫情冲击小、制度改革，7月创业板抱团行情仍将持续。

行业配置

- 疫情冲击小、业绩可兑现、估值合理的板块：游戏、云计算、信创国产替代、TWS。
- 行业景气度维持高位或反转的板块：猪、黄金。

风险提示：疫情再度大规模出现，疫苗研制进度不达预期、中美摩擦再度升级、政策力度不达预期

市场回顾

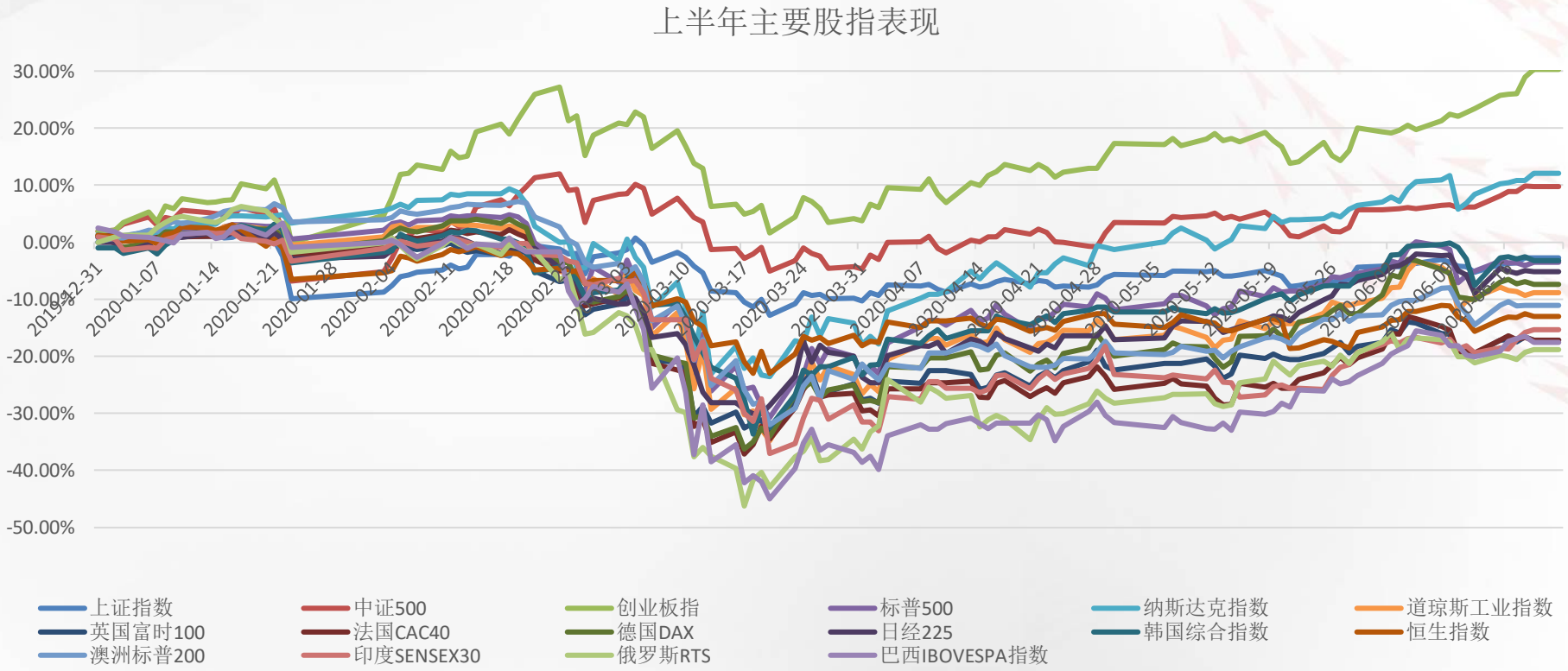
宏观分析&展望

策略建议

上半年中国资产牛冠全球

- 今年以来中国股指整体大幅跑赢全球其他市场，创业板跑赢纳斯达克超过20%，中证500跑赢标普500超过13%，中国资产牛冠全球印证了我们之前中长期看好中国资产的观点。
- 当前在全球市场估值虚高的背景下我们继续看好A股的相对优势。
- 但市场估值与流动性因素叠加中美贸易摩擦之下我们对A股7月表现保持谨慎。

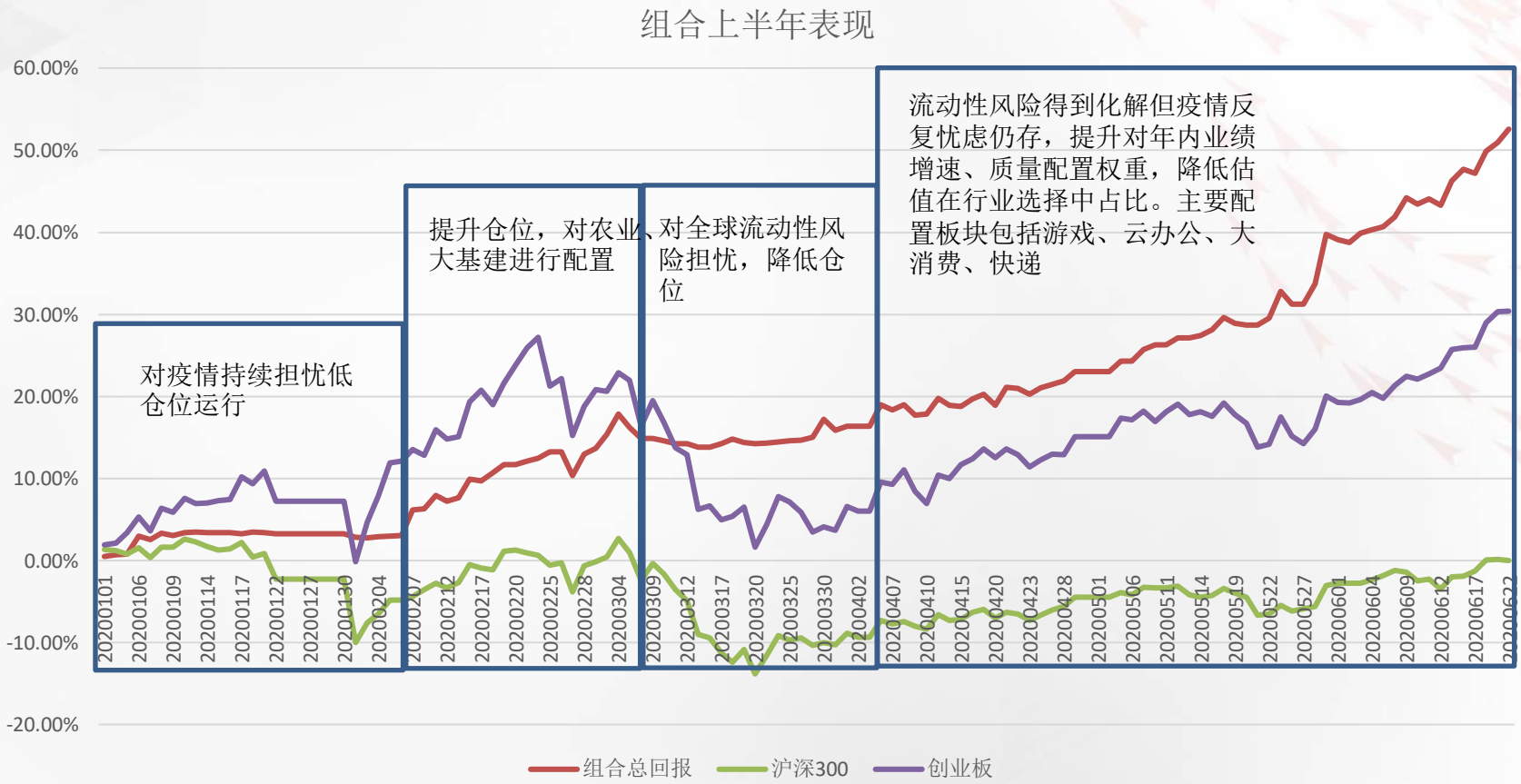
图表1 上半年全球主要指数表现



数据来源：山西证券、wind

- 今年上半年组合表现良好，截止6月23日绝对收益54.23%，相对沪深300超额53.73%，相对创业板超额23.23%。一季度主要对超额收益贡献较大的是择时，二季度以来绝大多数收益来源于板块选择。

图表2 组合上半年大幅跑赢沪深300与创业板

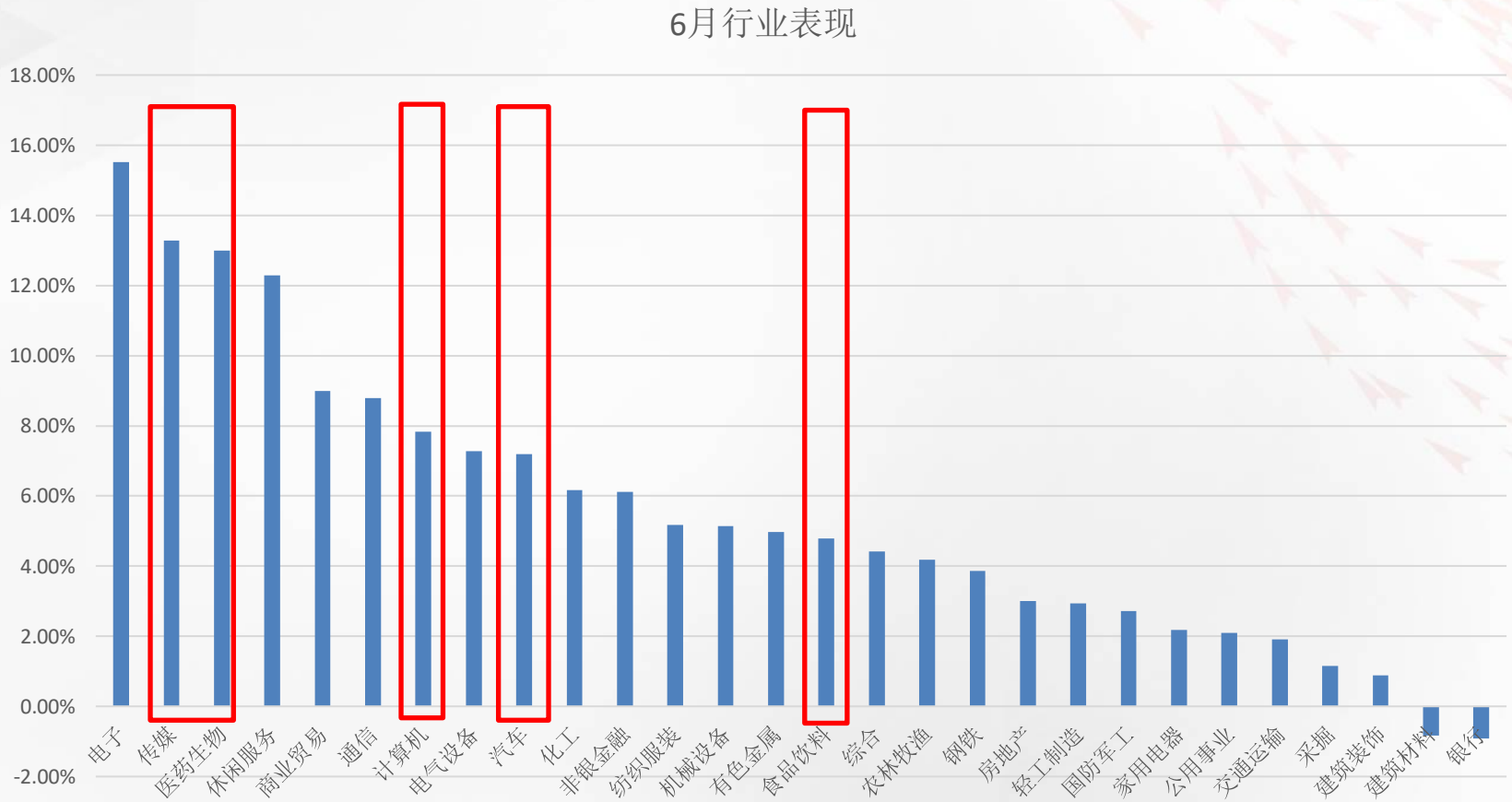


数据来源：山西证券、wind

6月我们重点推荐行表现优异

- 6月以来申万行业多数上涨。
- **我们重点推荐的5个行业全线上涨，传媒、医药涨幅居前。**

图表3 申万行业多数上涨



数据来源：WIND、山西证券研究所

市场回顾

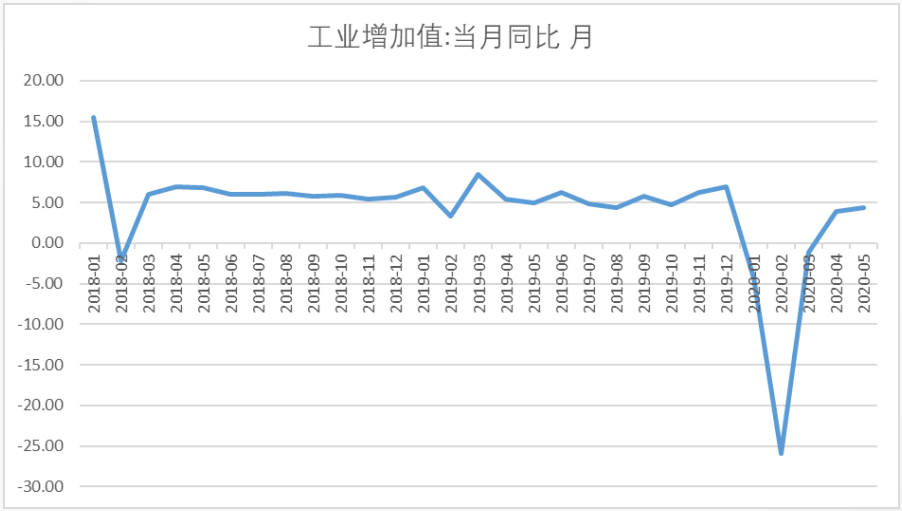
宏观分析&展望

策略建议

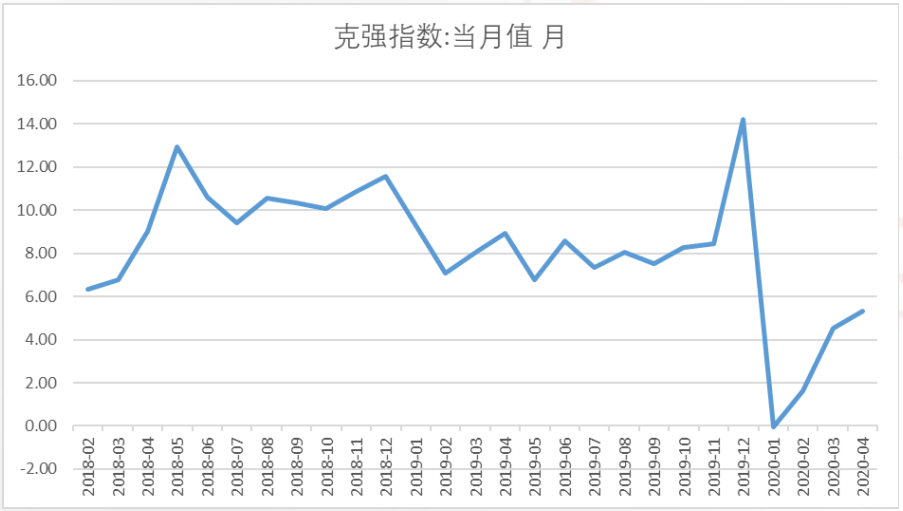
供给端预计6月已经恢复正常

- 五月份，从工业增加值同比数据来看已经接近疫情之前中枢范围。根据克强指数，截至五月份，生产基本已经恢复到去年同期水平。就国内疫情控制情况和复工情况来看，如果能保持产能恢复速度，到六月份供给端基本已经恢复正常。

图表4 工业增加值恢复



图表5 克强指数反弹

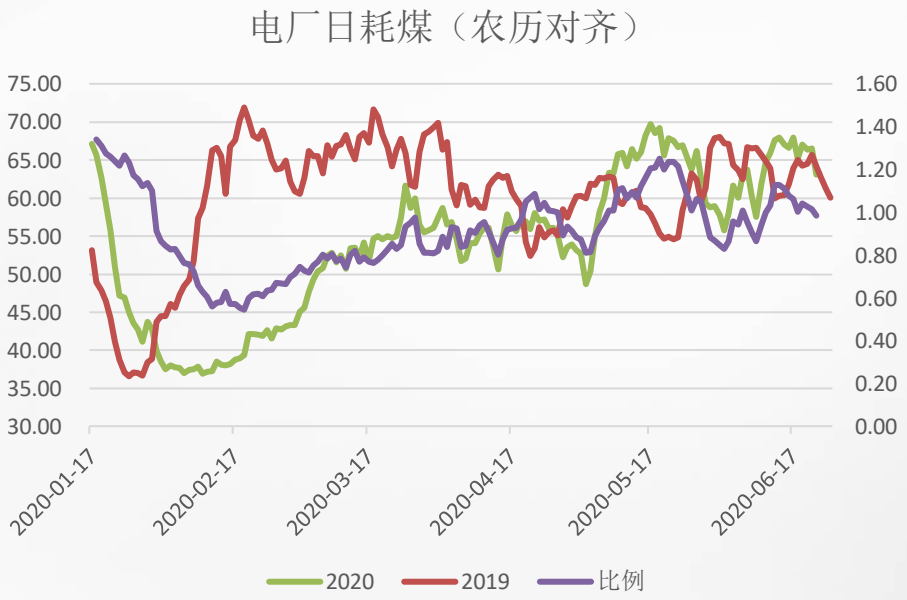


数据来源：WIND、山西证券研究所

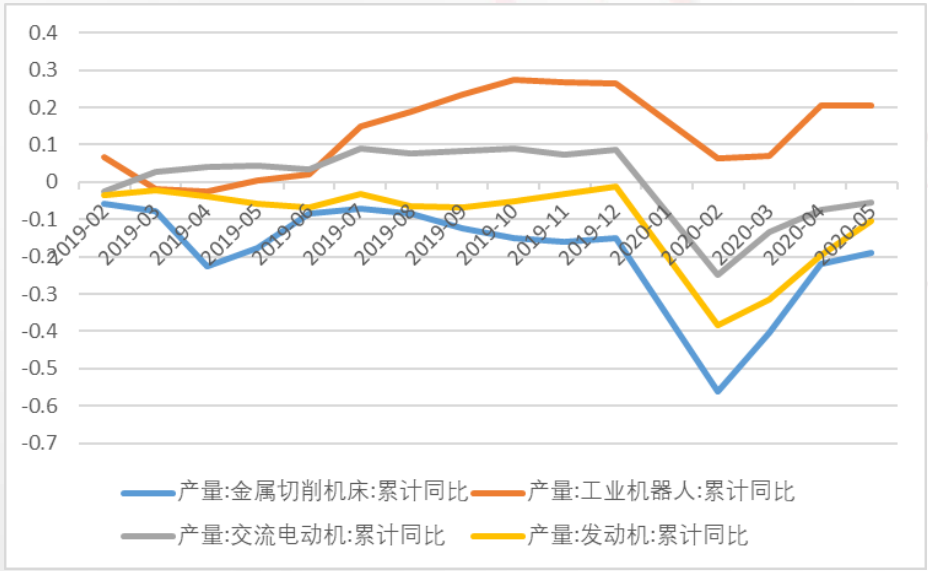
供给端预计6月已经恢复常态化

- 用电数据方面，从5月超出去年20%左右水平回落至6月与去年持平来看，我们预计供给端修复已经在5月结束，6月进入常态化阶段。
- 然而，我们预计7-8月供给进一步向上补齐一季度停工影响概率不高，主要因素是下游总需求不足。总需求（消费、投资、出口）不足压制供给端继续向上修复。

图表6 用电与去年同期已经持平



图表7 重要生产资料产量同比



数据来源：WIND、山西证券研究所

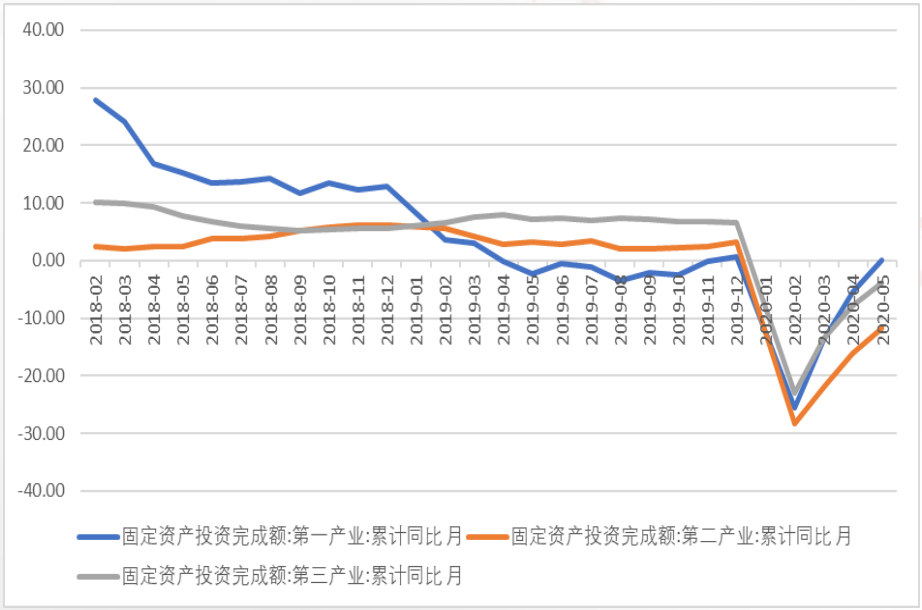
需求端整体仍未达到去年同期水平

- 需求端方面来看，消费、投资5月修复继续延续，继续看消费者信心在疫情得到控制的背景下预计6月可以恢复到正增长。
- 但是参考失业数据与消费者信心，我们预计消费还将受到一定拖累，6-7月增速难以回到去年同期水平。
- 投资我们认为回升速度将超过消费，新老基建、房地产有望补足消费、出口、生产投入不足的情况，稳定经济基本盘。

图表8 社零同比



图表9 三大产业投资同比

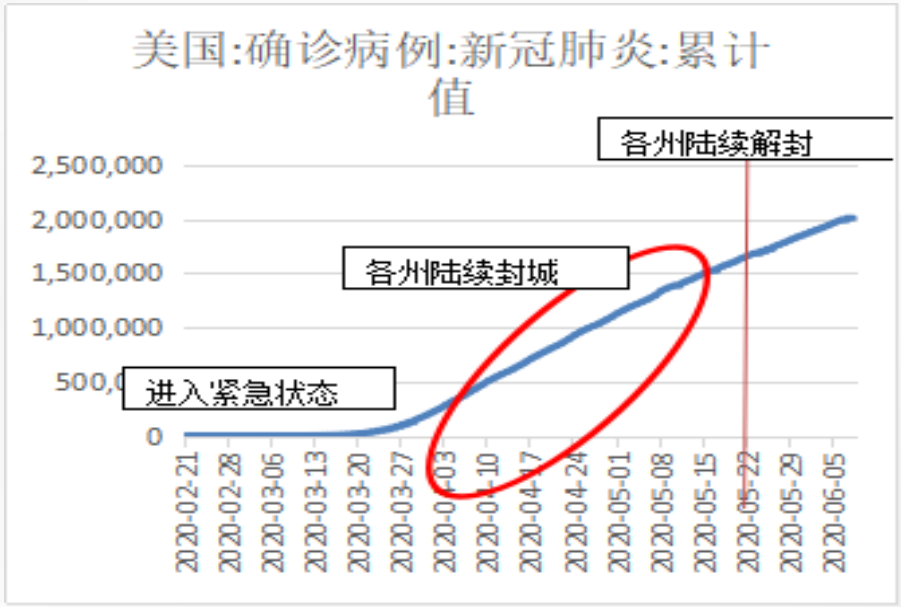


数据来源：WIND、山西证券研究所

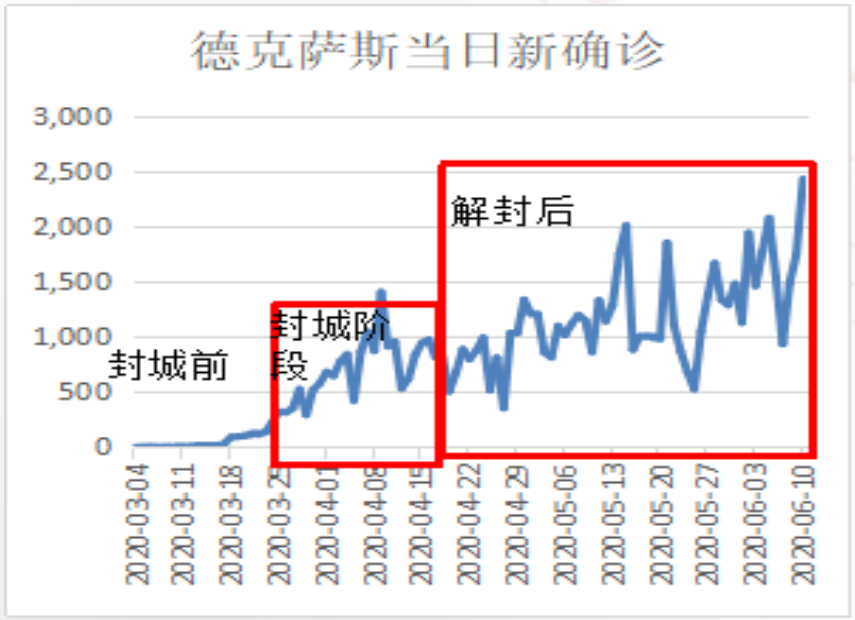
海外疫情持续反复

- 美国疫情二次爆发，率先解封的德克萨斯单日新增病例突破新高，犹他州、加州病例人数也显著增加，病毒二次爆发风险的可能性显著增加。
- 部分新兴经济体，如俄罗斯、巴西、印度、智利疫情冲击较为严重而且没有明显转好的迹象，疫情的持续影响也会削弱上述国家对外需求和供给。

图表10 美国疫情



图表11 解封后疫情再起

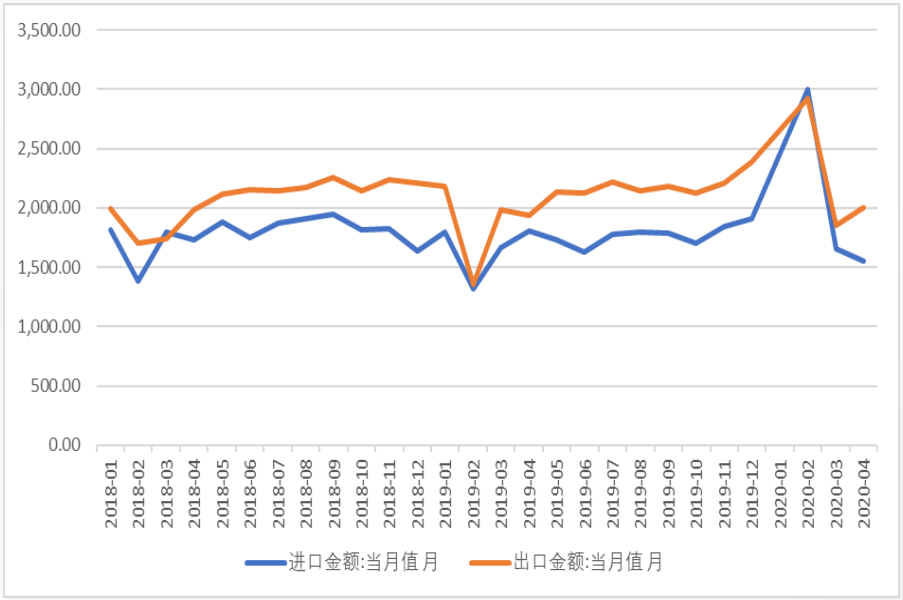


数据来源：WIND、山西证券研究所

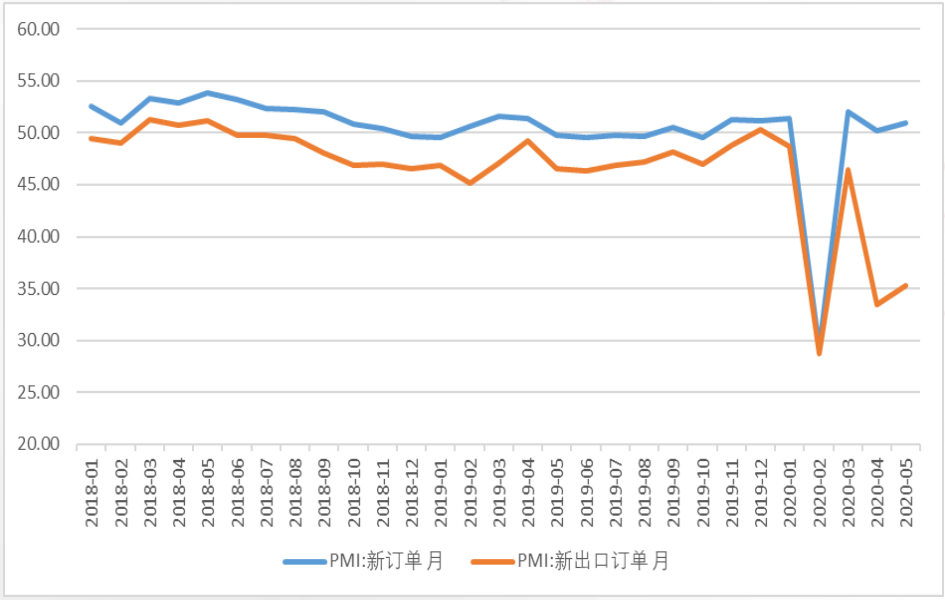
出口短期仍难乐观

- 受海外疫情影响，海外需求整体仍然不足，预计6-7月出口仍然将会低位震荡。
- 当前政策已经明确支持出口转内销的思路保护出口基本盘，但也侧面证实了对下半年出口难有起色的预期。
- 我们判断下半年经济仍将受到海外需求不足的拖累，部分出口型上市公司业绩可能受到较大影响。

图表12 进出口金额



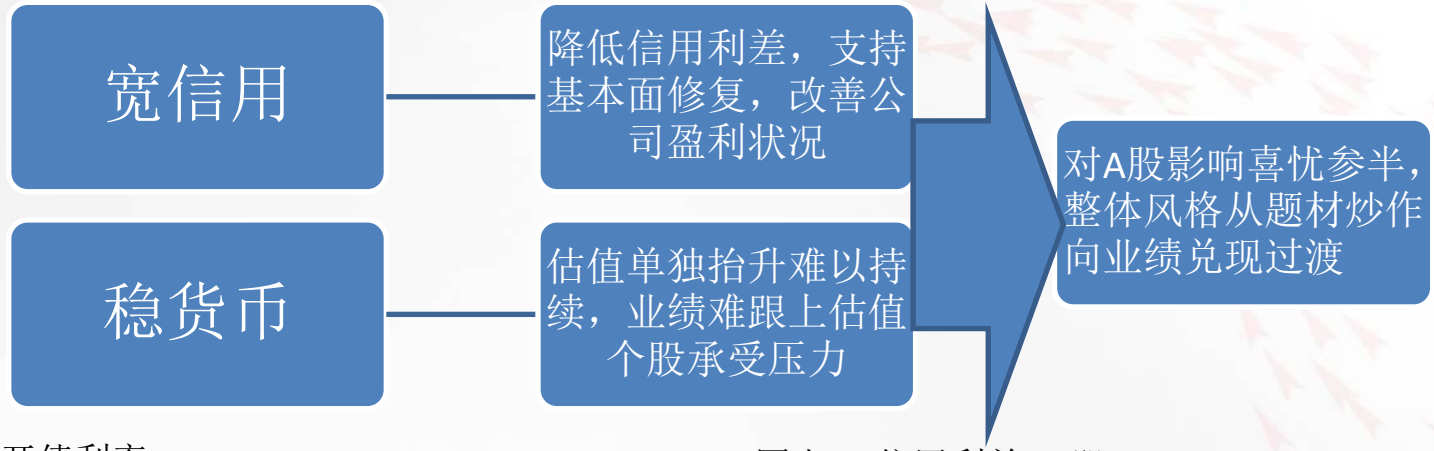
图表13 PMI订单与出口订单



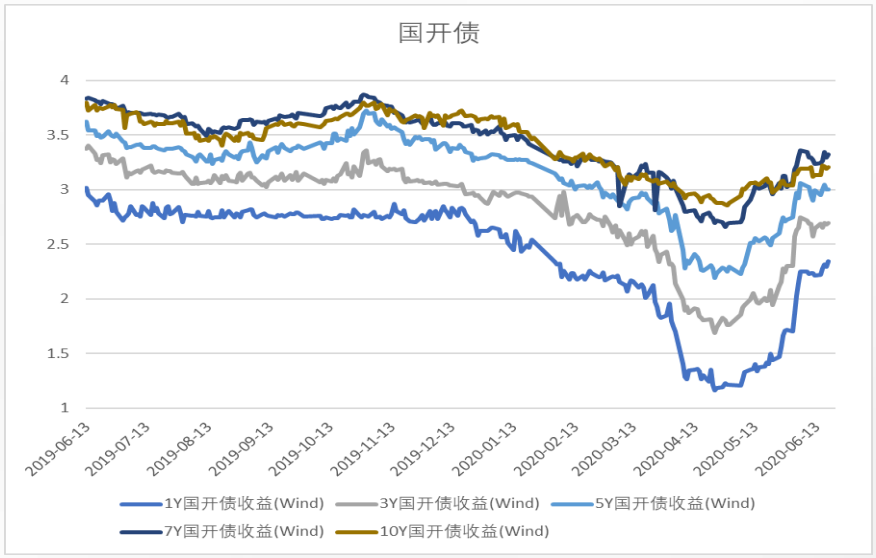
数据来源：WIND、山西证券研究所

货币政策多空双显

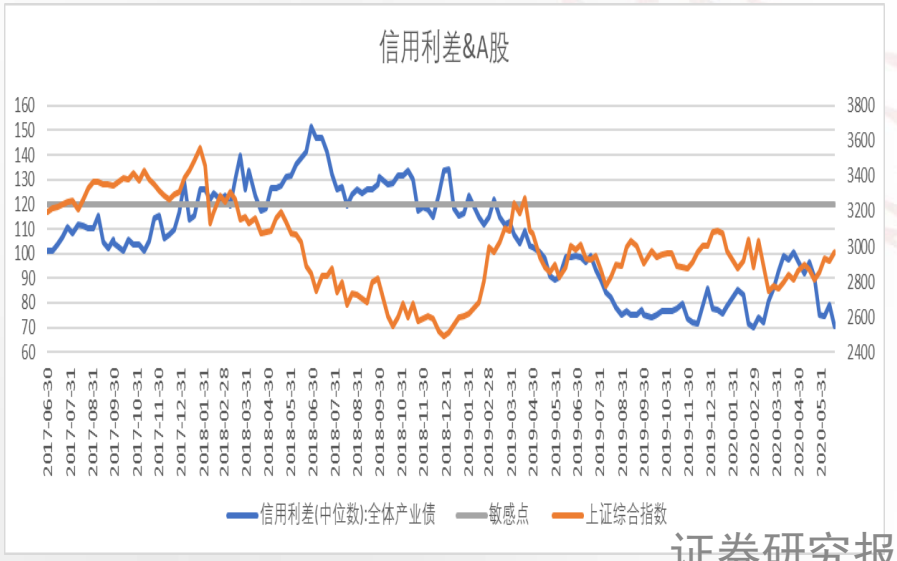
- 当前货币政策基调基本已经确定，宽信用、稳货币主基调下A股喜忧参半。



图表14 国开债利率



图表15 信用利差&A股

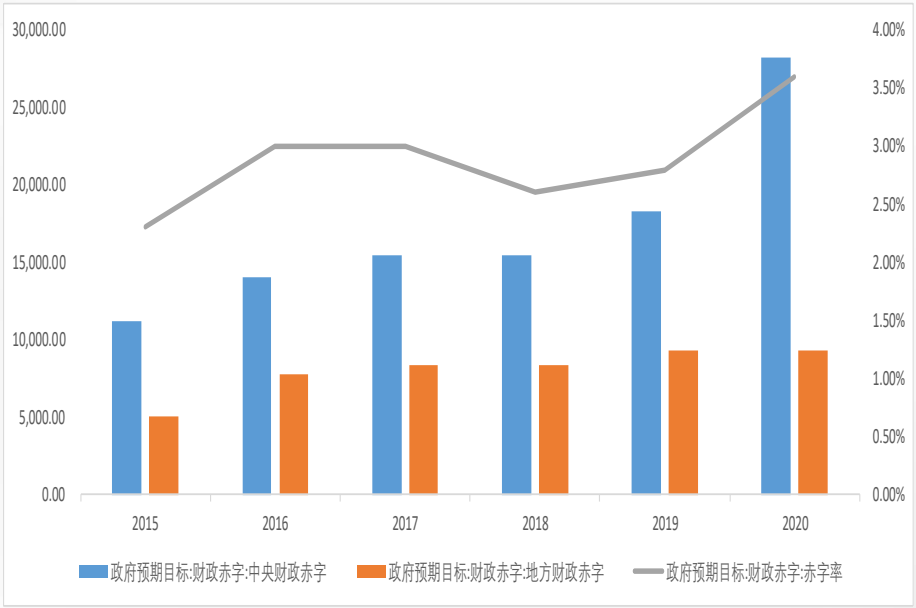


数据来源：WIND、山西证券研究所

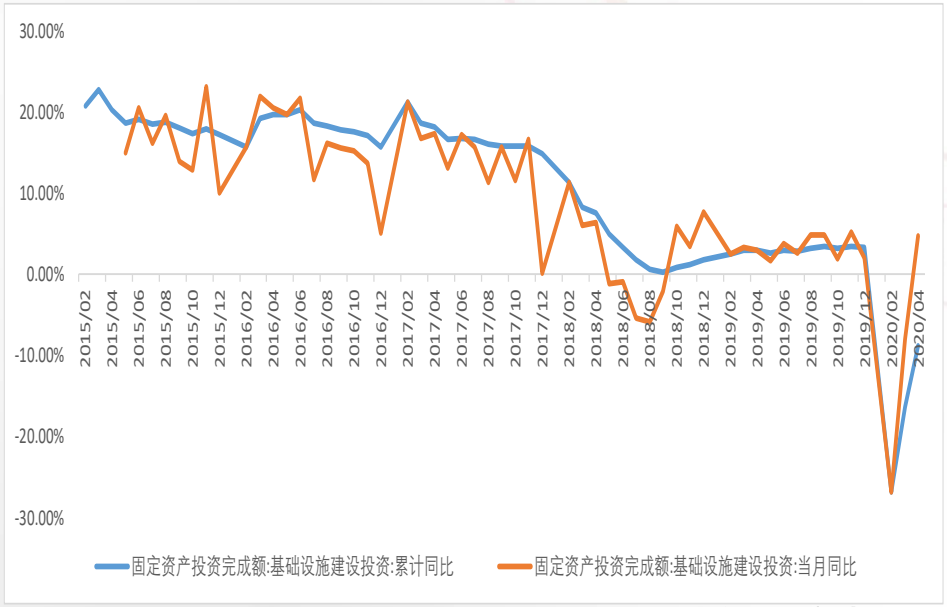
财政政策稳定为主

- 由于疫情对社会和经济的影响范围是全面的，影响程度超过正常年份，故财政政策聚焦于稳民生、保就业，而非过度地关注经济指标。
- 总体来看，虽然财政端约有8.6万亿的增量，但其中直接用于财政扩张的仅有1.6万亿，财政资金主要用于保就业，保民生。财政计划更利好消费方向而非基建方向。
- 基建计划从目前的来看低于市场预期，但是5-6月反弹速度迅猛增速由负转正，消化了部分中上游产品库存，预计下半年需求主要来源是补库存。

图表16 政府财政赤字



图表17 基建投资增速迅速转正



数据来源：WIND、山西证券研究所

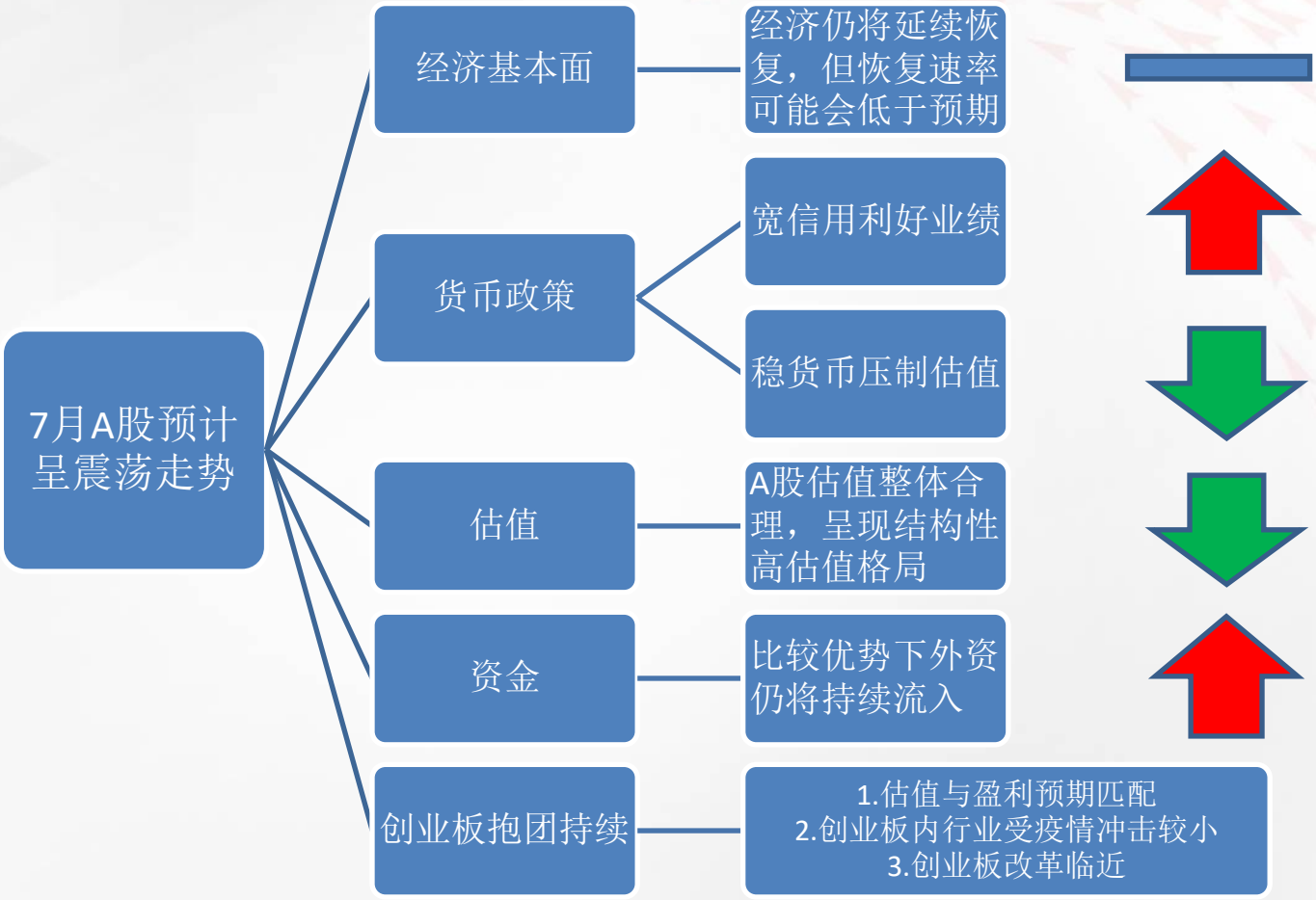
市场回顾

宏观分析&展望

策略建议

山西证券 SHANXI SECURITIES

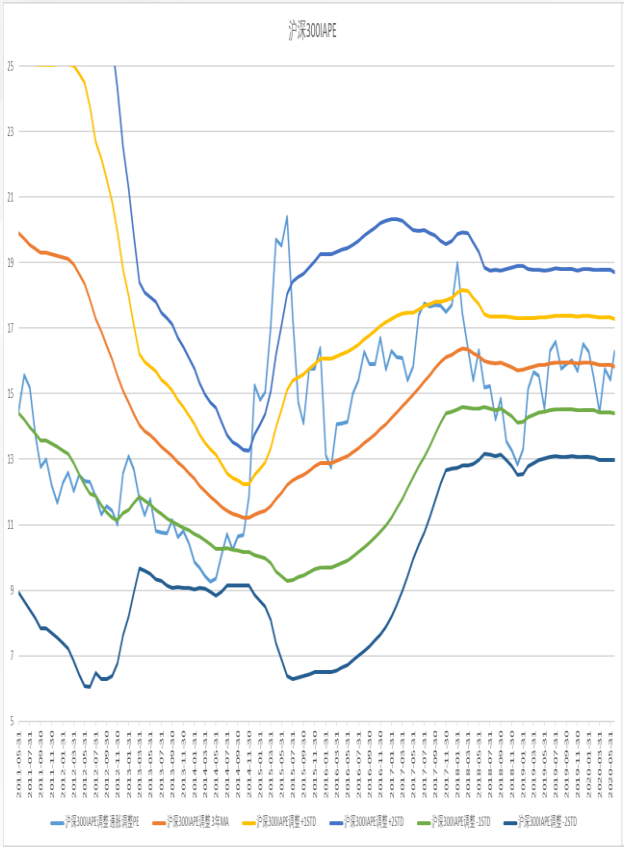
- 当前货币政策基调基本已经确定，宽信用、稳货币主基调下A股喜忧参半。



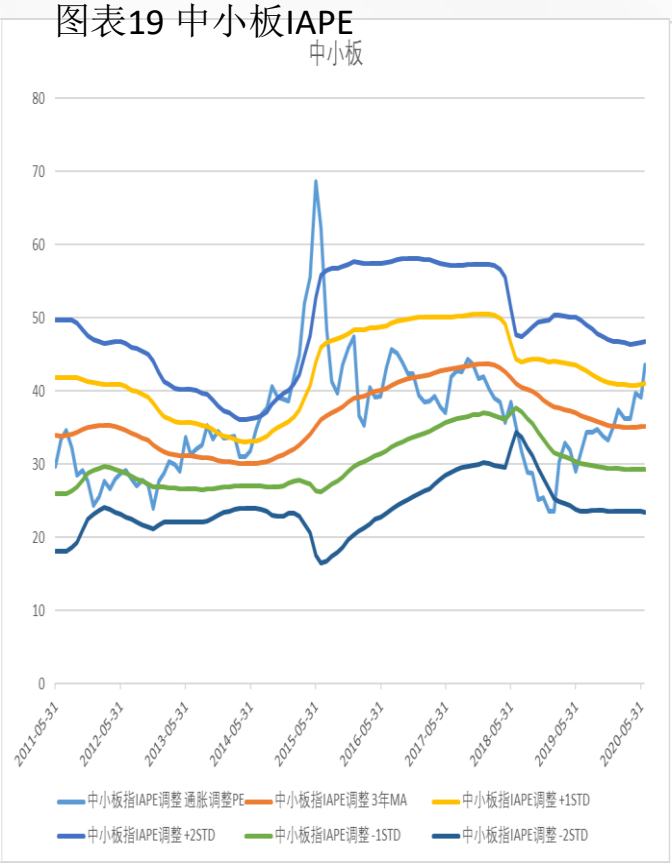
A股整体估值合理，确定性因素导致结构性高估值现象

- 目前A股估值整体较为合理，沪深300、上证、上证50基本在历史3年均值附近震荡，中小创整体估值较近三年的水平偏高，创业板估值更是突破2倍标准差水平，主要因素在于对疫情风险的规避和对年内业绩确定性的追逐。

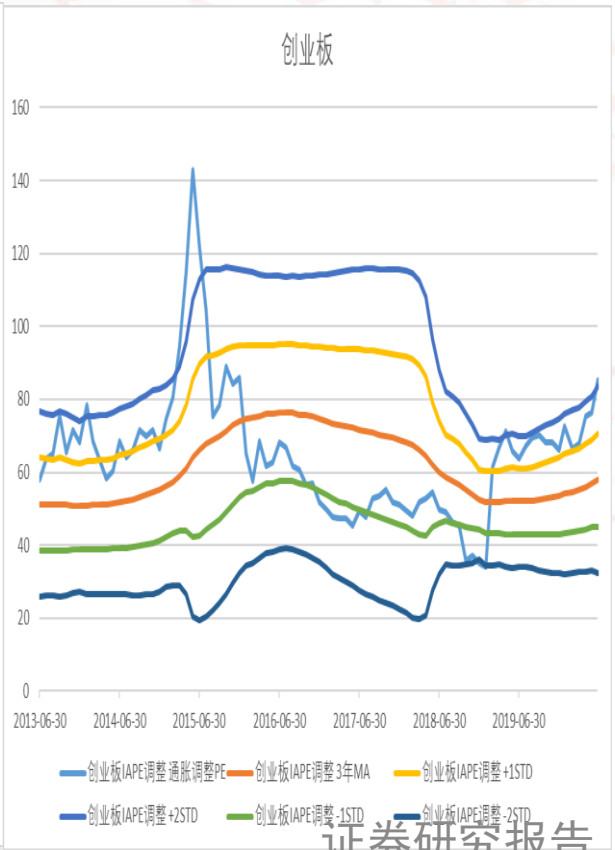
图表18 沪深300IAPE



图表19 中小板IAPE



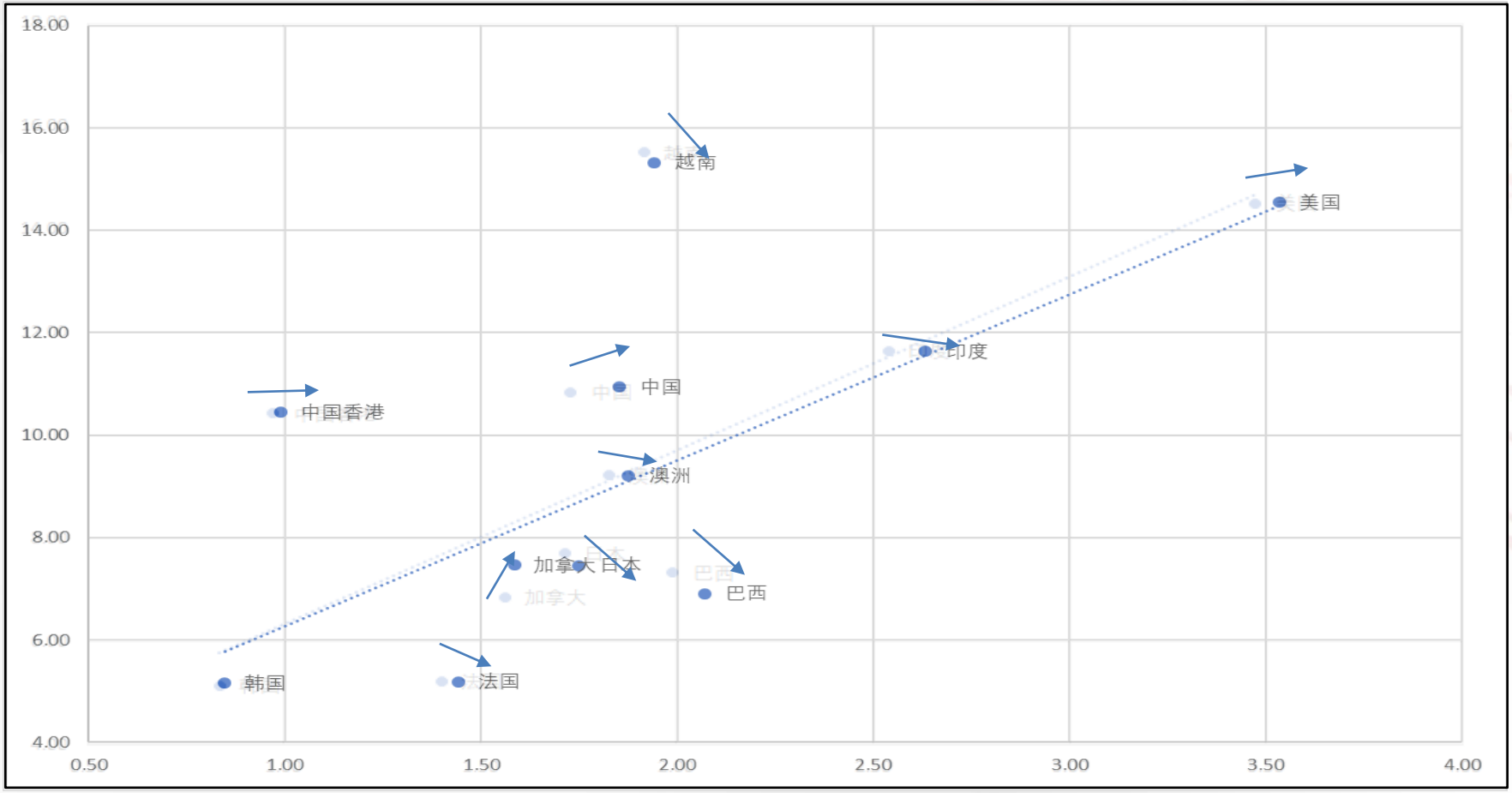
图表20 创业板IAPE



数据来源：WIND、山西证券研究所

- 从全球范围来看，A股具备明显的比较优势，也是6月全球主要市场中，为数不多估值上升由业绩预期上升推动。

图表21 全球市场PB/ROE变化情况

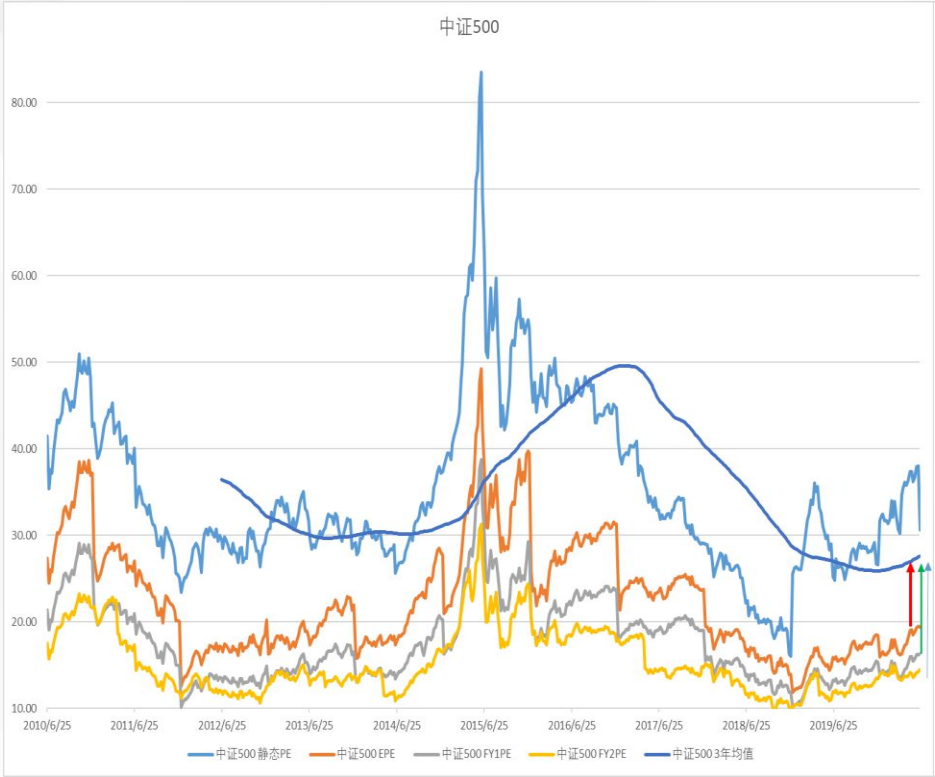


数据来源：WIND、山西证券研究所

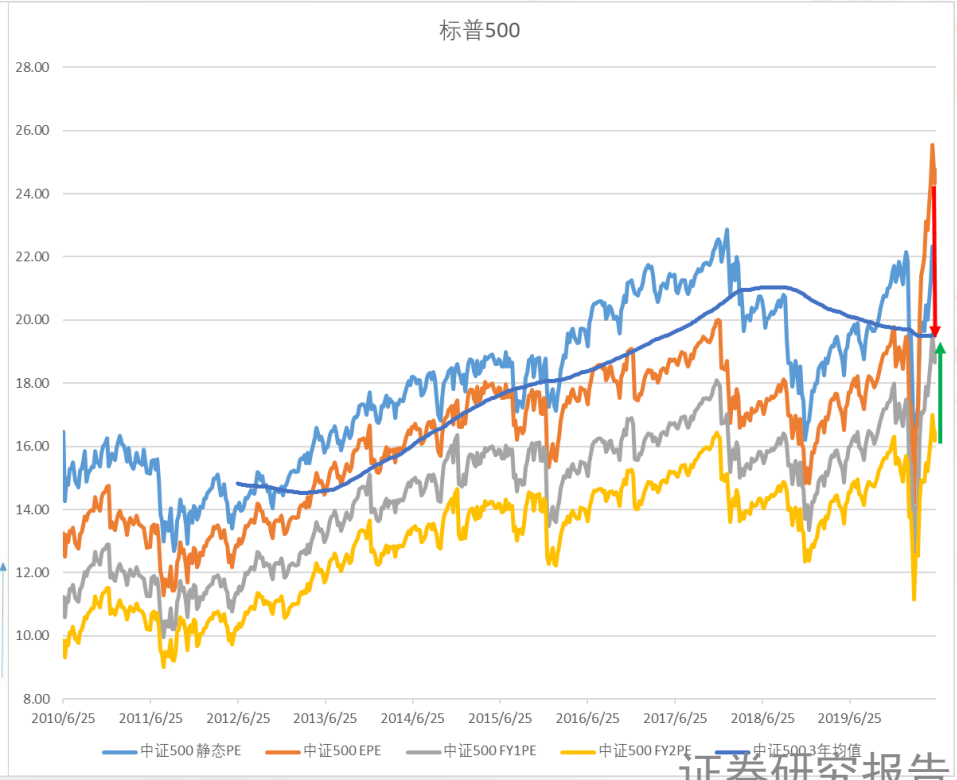
A股当前性价比显著高于美股

- 与美股对比，A股目前预期PE在5年移动平均PE下方而美股大幅超过历史均值，但是考虑到美联储预期3年不会退出刺激政策的表态来看，预计美股高估值仍将延续，假设3年后在美联储恢复常态化运作后PE回归均值，标普500预计3年年化收益率约为6%，而同期中证500的3年年华收益率预计在28%，A股性价比明显高于美股。

图表22 中证500市盈率



图表23 标普500市盈率



数据来源：Bloomberg、山西证券研究

- 4月策略我们明确提出看好中国资产，外资将持续流入A股得到市场验证，年内外资通过陆股通持续流入A股金额接近1200亿元，我们认为在我国经济率先走出泥潭、A股比较优势明显的大背景下预计7月外资仍将加速流入A股。

图表24 陆股通年内累计净流入



数据来源：WIND、山西证券研究所

创业板行情仍将延续

- 从2019年中到2020年中，创业板大幅上涨形成一波牛市格局，今年以来更是冠绝全球市场，表现完胜同期纳斯达克。

- 我们认为当前创业板行情7月仍将延续，主要有3点原因：
- 1. 当前创业板估值仍然合理，结合盈利预期来看当前性价比较高。
- 2. 创业板内行业受疫情冲击较小，甚至得益于疫情，年内业绩确定性高，资金有望继续抱团。
- 3. 创业板改革临近，制度优胜劣汰助力指数走强。

图表25 创业板近一年表现

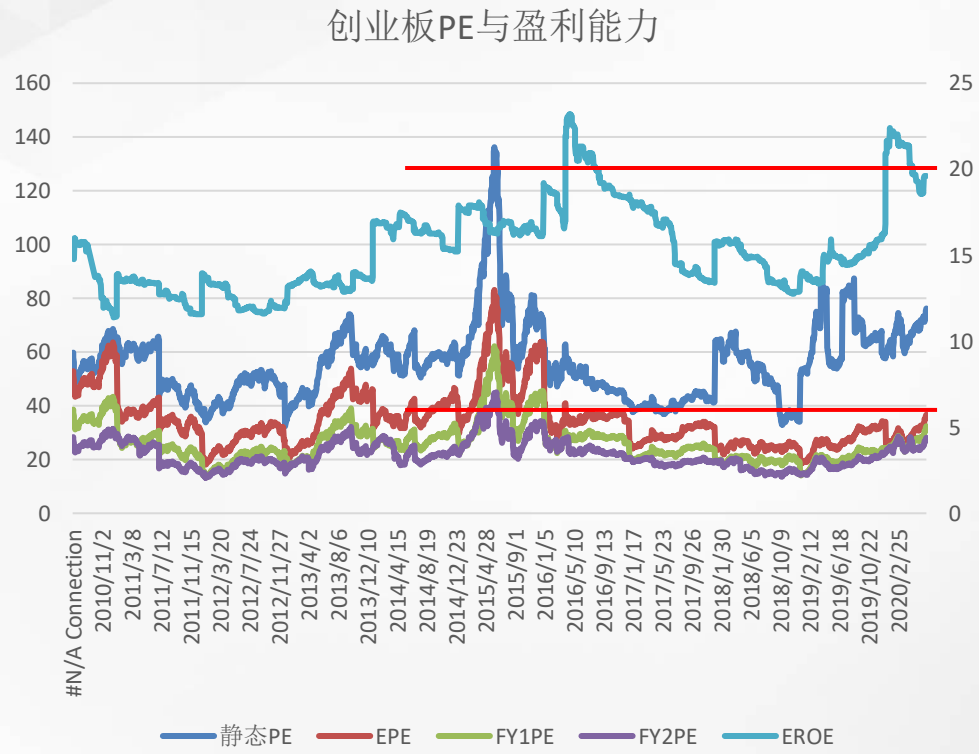


数据来源：WIND、山西证券研究所

当前创业板估值仍然合理，结合盈利预期来看当前性价比较高

- 创业板估值短期走高，静态PE与2015年8月左右相似，但预期PE与2014年初以及2016年类似。
- 但是盈利能力预期来看，当前预期水平是要显著高于2014年，也要高于2016年末水平。
- 当前指数与业绩增速预期匹配，没有明显高估的情况出现，未来走势取决于业绩预期。

图表26创业板PE与盈利能力



图表27 创业板走势与业绩增速预期



数据来源：WIND、山西证券研究所

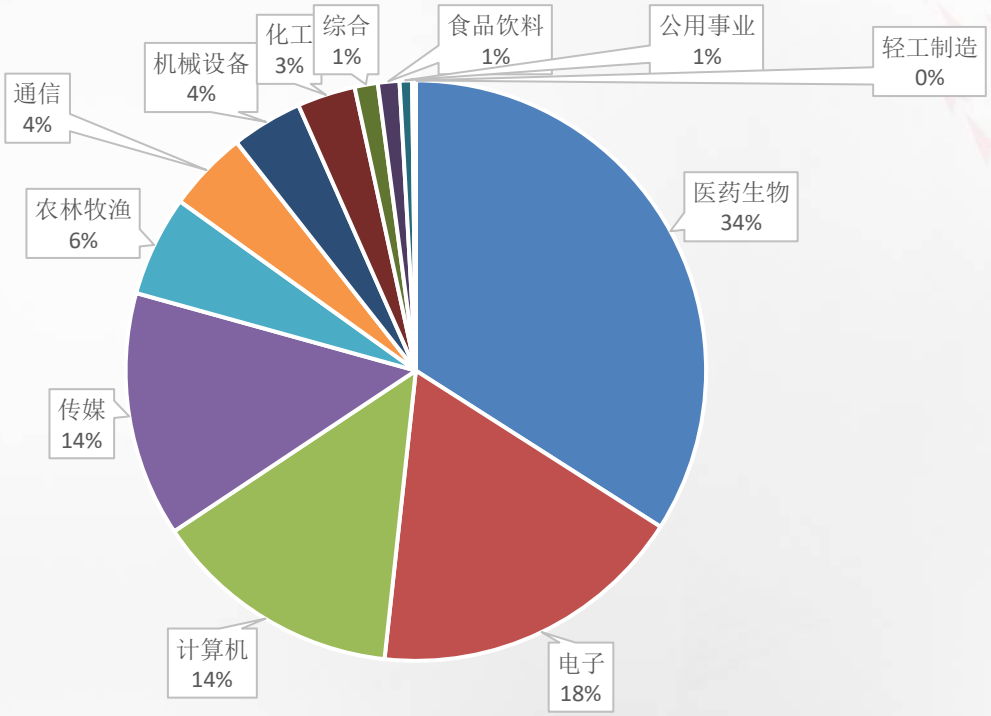
当前创业板估值仍然合理，结合盈利预期来看当前性价比较高

- 从创业板内行业分布来看，医药、计算机占比较高，这两个行业受疫情负面影响不大，下半年疫情的不确定性不会对这些板块产生较大冲击。此外，传媒板块中游戏板块占比持续增加，年内业绩具备确定性，对指数也有支撑效果。

- 我们认为部分追逐确定性资金仍将持续抱团，7月创业板整体仍然具备机会。

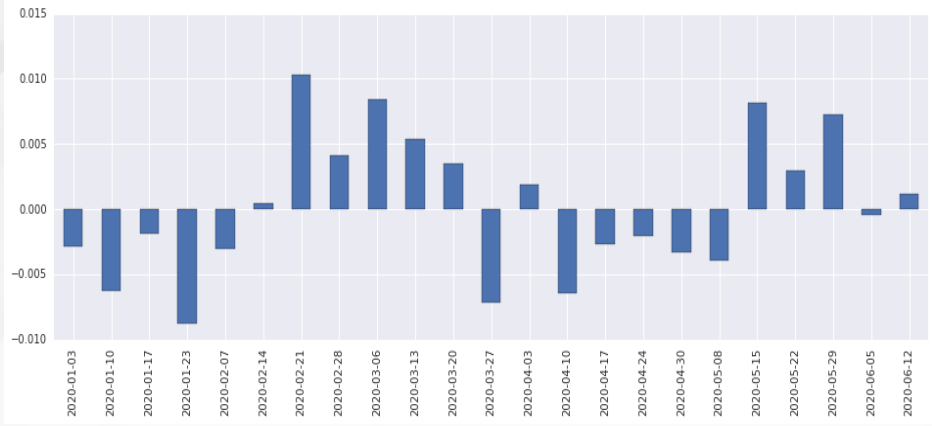
- 电子、农林牧渔、机械板块也都具备较高景气度也一定程度上对创业板起到支撑作用。

图表28 创业板板块分布

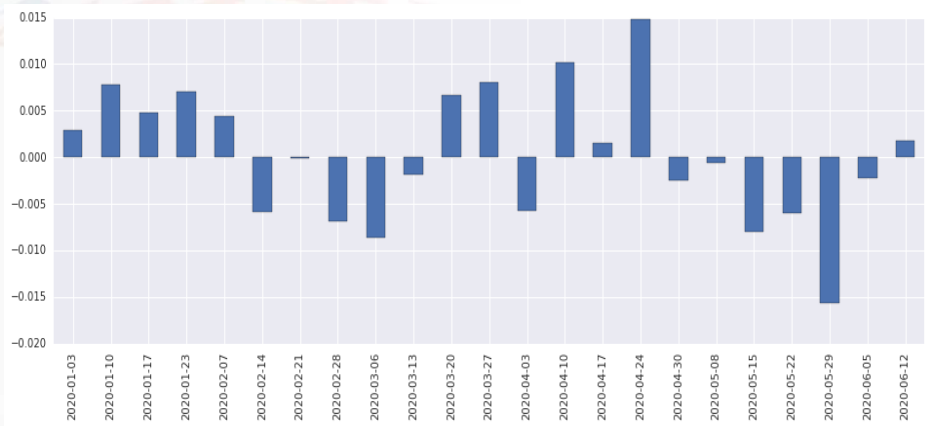


数据来源：WIND、山西证券研究所

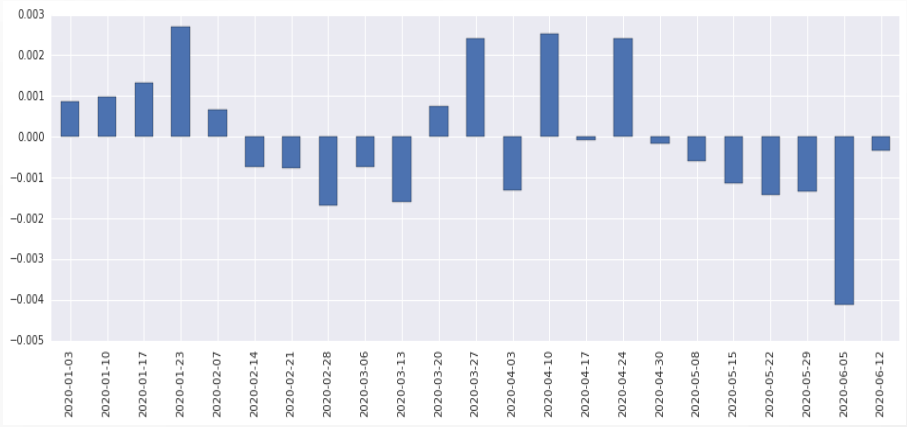
图表29 低估值因子



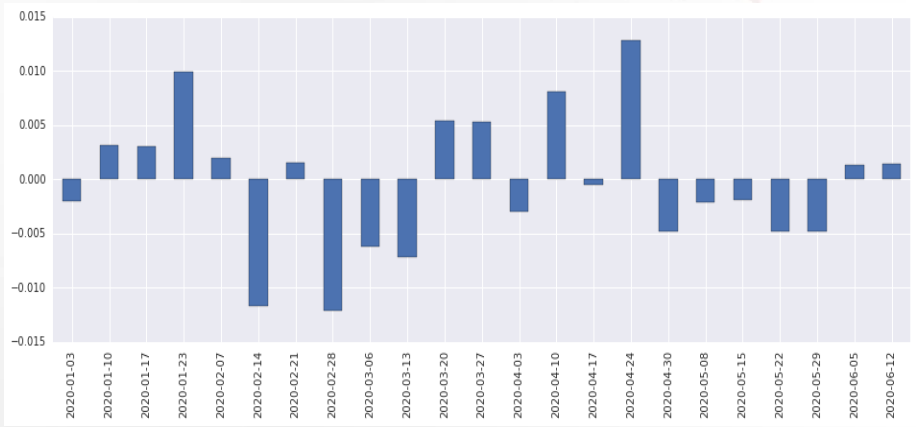
图表30 收益质量因子



图表31 趋势因子



图表32 规模因子

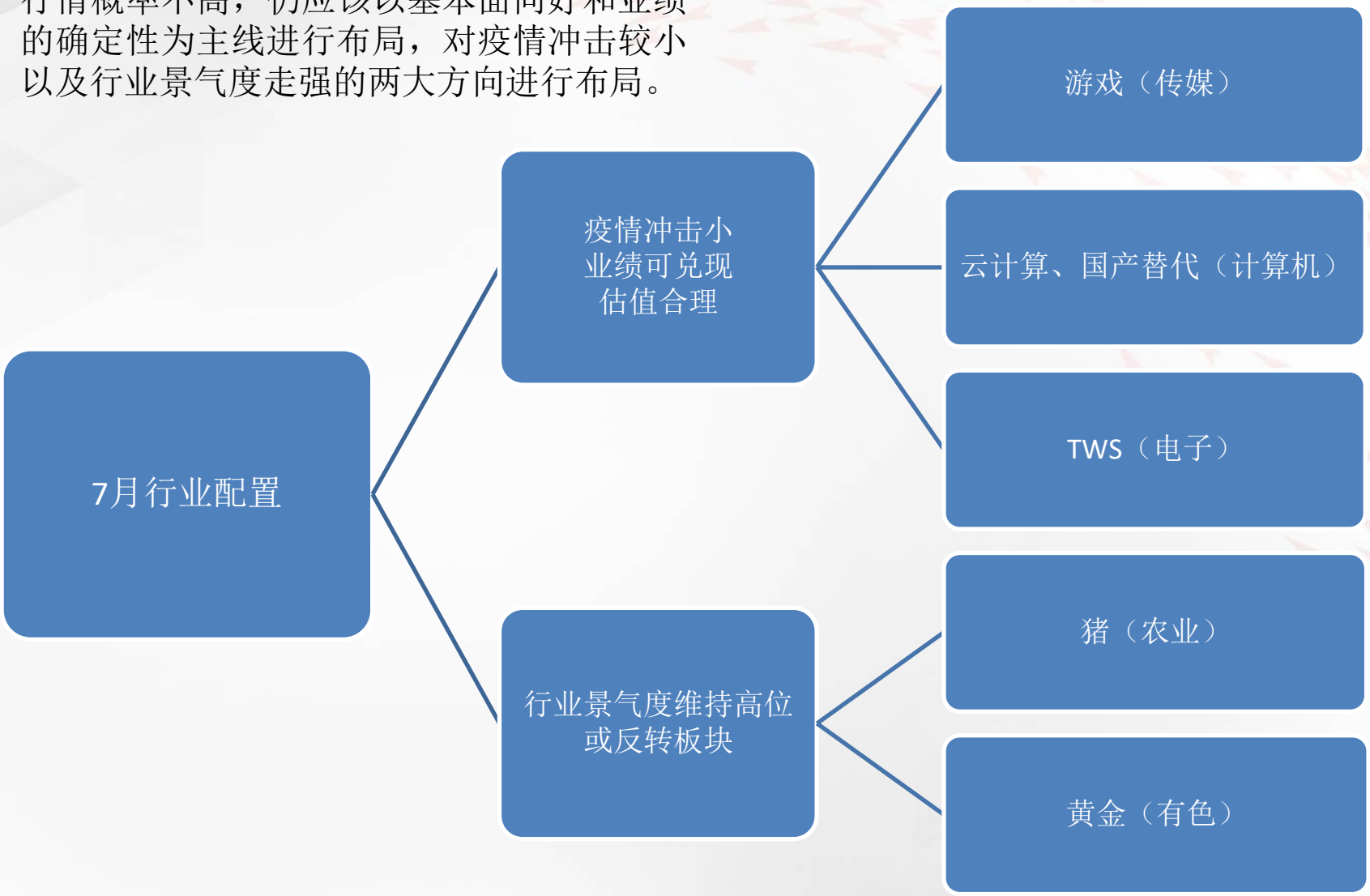


数据来源：WIND、山西证券研究所

7月A股行业配置

山西证券 SHANXI SECURITIES

- 通过对A股整体的分析我们认为7月估值提升行情概率不高，仍应该以基本面向好和业绩的确定性为主线进行布局，对疫情冲击较小以及行业景气度走强的两大方向进行布局。



游戏：景气度延续高位

- 游戏行业在上半年出现了超高的景气度，得益于疫情的影响行业规模快速增长，上市公司营收、盈利能力以及FCF上半年都大幅提升。4-5月复工复产后用户使用时间有所下降但是行业整体仍然维持高增速增长。目前来看版号的审批与发放平稳，龙头游戏公司项目储备充足，预计下半年会有新游戏持续推出，有望带动行业景气度继续维持高位。

- 6 月 10 日，移动数据监测平台 Adjust 和游戏引擎商 Unity Technologies 发布了一份报告，阐释了超休闲游戏近期的发展情况。报告显示，2019 年 12 月至 2020年 3 月间，超休闲游戏全球安装量增长了 103%，并且，相比 2019 年 12 月，2020年 3 月，会话量增加了 72%。更重要的是，用户与广告的交互也在增加， 2019年第 4 季度至 2020 年第 1 季度间，所有地区的 IPM（每千次展示安装量）都有显著增长，其中，亚太地区陡增 71%，欧洲、非洲、中东提高了 64%。

- 腾讯的报告中也指出一季度“吃鸡”和王者荣耀收入增速达到了40%+和30%+，景气度大幅提升。

- 此外，考虑到下半年疫情仍有不断反复的风险，组合内增加游戏板块配置可以有效对冲疫情风险的影响。

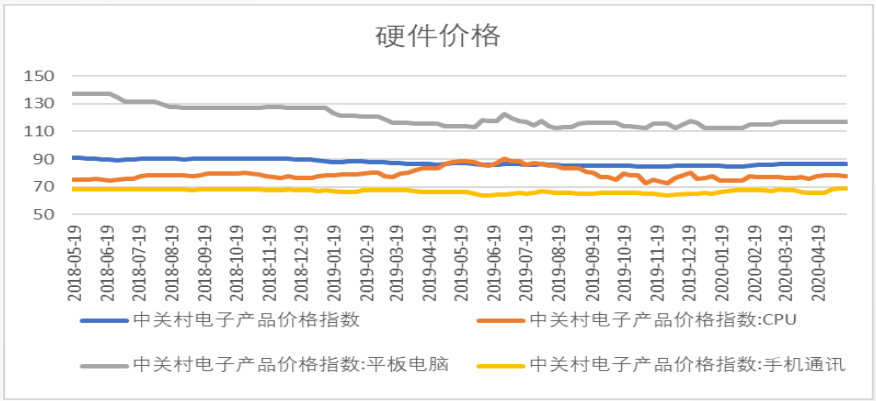
- 短期来看，腾讯游戏年度发布会以及7月Chinajoy展会将会有更多的云游戏平台或云游戏产品信息发布，行业整体有望受到正向刺激。

数据来源：Wind、山西证券研究所

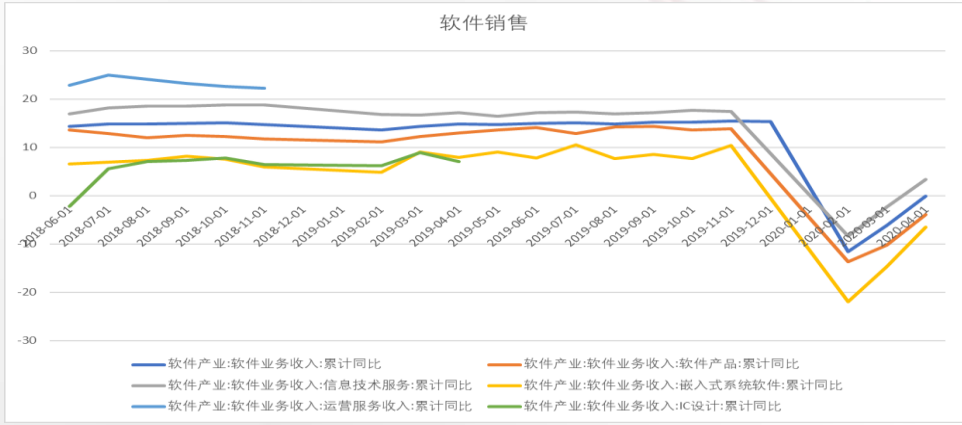
- 中美科技战持续激化，先是对华为的设备、EDA 限制进一步收紧，接下来就是对我国多所大学进行“精准”打击。我们认为，这次美国对中国大学的制裁，很可能只是一个开始，未来相关的研究工具，尤其是类似于 Matlab、AutoCAD、EDA、CAE 等核心工业软件，美国对我国的限制会更加严格，而且制裁的范围可能还会扩大，大学、科研机构甚至是企业都可能受到影响。我国在工业软件领域同美国等国家存在很大的差距，此次制裁短期内对我国理工类研发工作造成非常大的影响，研究人员需要加快寻找替代品；长期来看，国家需要加大对工业软件的扶持力度，引导科研院所、高校和科技企业积极投身工业软件研发，并培育生态市场，尽快走出工业软件这个“无人区”。我们继续看好信创行业国产替代行情。

- 此外，疫情加速数字化进程，协同办公、视频会议等SAAS应用需求快速增长。当前全球软件行业SaaS云化收入比重约为22%，未来3年预计全球SAAS市场复合增速将超20%，中国市场增速高于全球。

图表33 计算机相关硬件价格



图表34 软件销售情况



数据来源：Wind、山西证券研究所

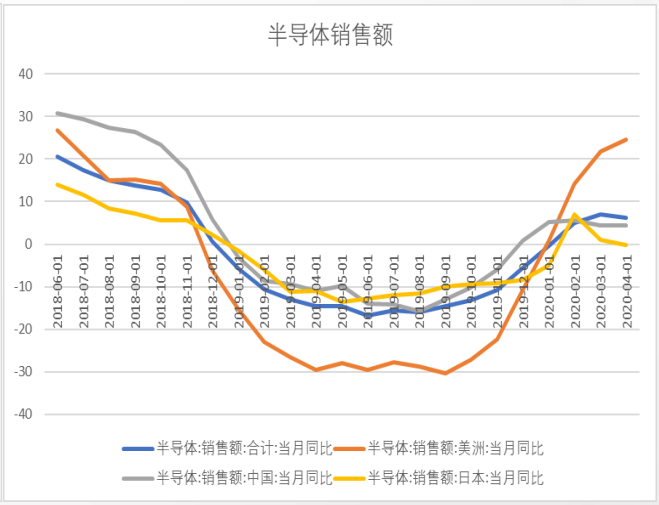
电子：618TWS耳机销量大幅增加成为爆款

- TWS耳机1Q全球出货同比增长86%，618期间苹果销售数据亮眼：根据Canalys数据，1Q20全球TWS出货4380万台（YoY86%），其中苹果出货1810万台（YoY60%），华为出货200万台（YoY261%）。根据各电商平台销售数据，在618期间，苏宁平台Airpods2登上爆款排行，京东平台苹果产品5秒成交额破亿元，天猫平台苹果产品半天即超去年全天成交额。认为，面对智能手机的匹配需求和对传统有线耳机的替代需求，TWS成长空间依旧广阔。

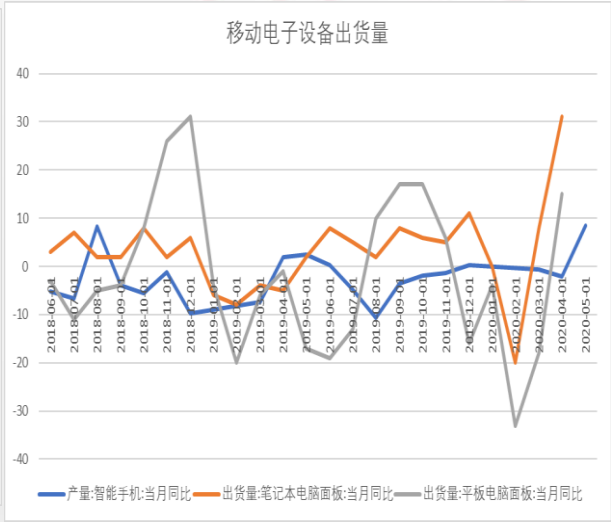
图表35 费城、台湾电子行业指数



图表36 半导体销售情况



图表37移动电子设备出货量



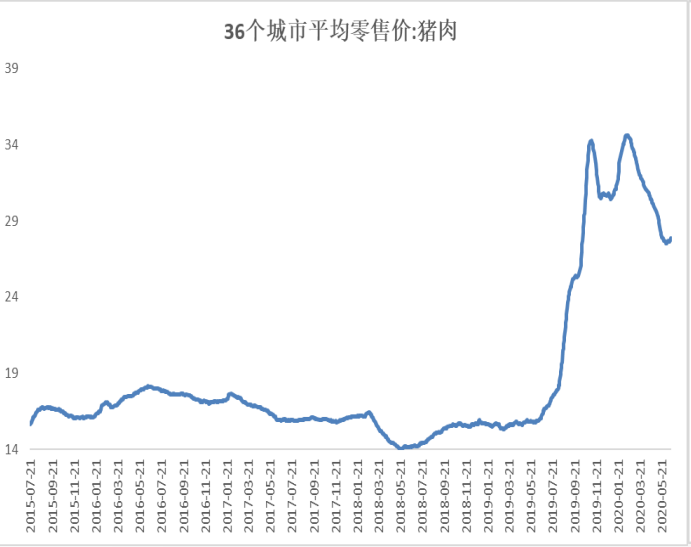
数据来源：Wind、山西证券研究所

猪：猪肉需求迅速反弹，非洲猪瘟有扩散迹象，继续看好猪肉板块

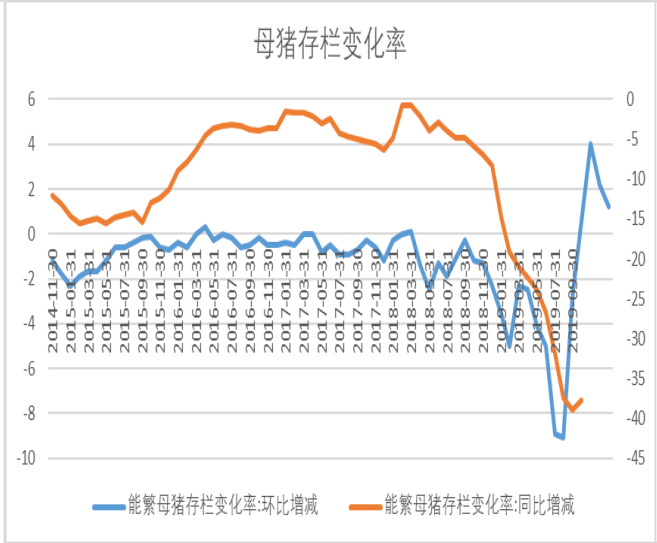
- 6月底猪价快速上涨，疫情有二次抬头迹象：由于受到北京新发地疫情影响，水产品的需求减弱，进口肉出库受限，短期内利好国内猪肉市场，市场需求增多，6月底猪价快速上涨。近期，南方部分地区由于密集降雨和河水的冲刷，非瘟疫情有扩散现象，江西、福建和广东地区有疫情抬头迹象。

- 猪肉存栏补齐预期从之前的2020年6月、9月、12月进一步向后拖延，考虑到非洲猪瘟再度抬头的迹象出现，我们预计存栏补足时间可能会出现在2021年下半年以后，在新冠疫情下半年不会大规模再度爆发的背景下预计2020年全年猪肉价格仍会再度走强。

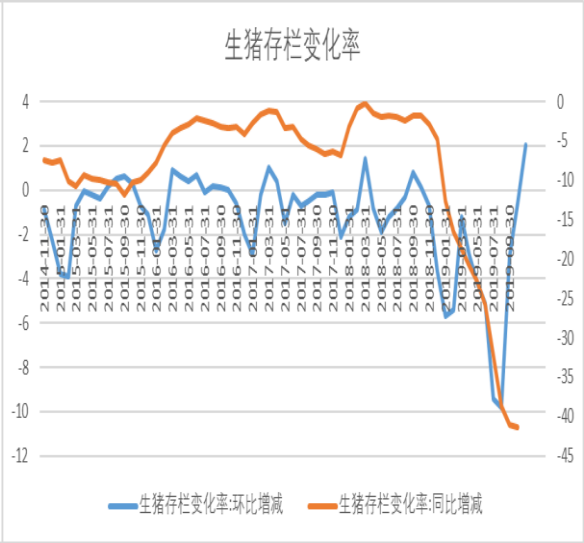
图表38 猪肉价格



图表39 母猪存栏



图表40 生猪存栏



数据来源：Wind、山西证券研究所

黄金：美股横盘后黄金将继续闪耀

- 我们认为黄金后市仍将继续走强，主要原因有3：

- 1.美国经济恢复速度较其他主要经济体偏慢，叠加美联储持续宽松，美元指数有望高位回落。
- 2.美股估值位于高位，资金有望寻找新的蓄水池。
- 3.油价大幅回升，通胀预期再起。

图表41 黄金价格



图表42 美元指数



图表43 石油价格



数据来源：Wind、山西证券研究所

风险提示：

- 疫情再度大规模出现，疫苗研制进度不达预期
- 中美摩擦再度升级
- 政策力度不达预期

数据来源：Wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券策略团队

分析师：

麻文宇 CFA
SAC NO：S0760516070001
TEL:010-83496336
Email:mawenyu@sxzq.com

梁迪柯CFA
SAC NO：S0760518070001
TEL:010-83496302
Email:liangdike@sxzq.com