

渐入佳境，估值降维进行时

——A股市场策略快评

报告摘要：

- 贴现率下行驱动的“金融供给侧慢牛”印证“渐入佳境”。今日A股大涨，成交额自2月以来再次突破万亿。我们在6.7《渐入佳境——A股20年中期策略展望》提出全球修复成主旋律，A股处于“盈利修复+流动性维持宽松”的权益友好环境，配置从修复线索寻找“估值降维”；即使在地缘政治、海外疫情反复等市场分歧较大的时候，我们始终强调“金融条件宽松是A股最核心矛盾”，利用冲击配置“业绩修复弹性”。
- A股估值继续修复的驱动力来自于盈利预期改善以及风险偏好提升。影响估值的三因素：（1）利率水平：5月以来短端利率中枢有所上移，但我们始终判断货币政策趋势性收紧需等到Q4，本周短端利率回落印证不再构成制约因素。（2）A股盈利预期改善：6月PMI和BCI等景气调查指标改善，PMI新出口订单好转对应外需回暖，6月百强房企销售超预期，皆印证我们“全球经济修复是主旋律”的判断。（3）A股风险偏好提升：国常会与陆家嘴金融论坛夯实“金融供给侧改革”主线、“减少干预”等表述有助于提升市场风险偏好。因此盈利预期改善与风险偏好提升共同驱动A股估值继续修复。
- A股“风格切换”的三个条件目前满足一个半，因此“估值降维”优于“风格切换”。（1）低估值行业景气度是否显著占优？符合一半，我们在中期策略展望中指出下半年中国经济可持续修复，6月起预期的经济数据初步印证，但由于“混合型财政”刺激和“房住不炒”，强复苏可能性很小；（2）货币政策是否趋势性收紧？未符合，本周短端利率回落初步印证；（3）相对估值与机构仓位分布是否比较极致？基本符合。
- “估值降维”进行时，景气度的修复弹性重于绝对估值高低，我们建议继续从“业绩修复弹性”中寻找“合理估值”。我们反复强调寻找“修复”将替代上半年寻找“免疫”的逻辑，投资者对“确定性溢价”需求边际下降，因此“估值降维”是配置主线。6.28《估值降维，循序渐进》中我们借助最新的广发各行业中报/年报盈利预测展开了“估值降维”具体方法：经济修复高频数据验证，因此“估值降维”下沉至“修复”主线，沿着20年盈利增速改善弹性最大、估值处于A股历史分位数（64%）以下象限行业依次为，休闲服务、商贸零售、通信、建材、地产、非银金融，近日常上述行业表现优异印证A股“估值降维”进行时！
- 金融供给侧慢牛，配置继续坚定“估值降维”。（1）居民消费需求修复（休闲服务、零售）；（2）出口修复（机械设备、白电、苹果链消费电子）；（3）供给需求修复两重一新（建材/重卡、医疗信息化/新能源车）。
- 核心假设风险。疫情持续性不确定，对经济与企业盈利造成冲击。

分析师：戴康



SAC 执证号：S0260517120004

SFC CE No. BOA313



021-60750651



daikang@gf.com.cn

分析师：郑恺



SAC 执证号：S0260515090004



021-60750638



zhengkai@gf.com.cn

请注意，郑恺并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

底线思维：20年两会政府工作报告点评	2020-05-22
A股确认“盈利底”：——19年报20年一季报业绩速览	2020-04-30
疫情下基金配置的避风港：——主动偏股型基金20年一季报配置分析	2020-04-22

表1: “估值降维”沿着业绩修复弹性的合理估值展开: 休闲服务、零售、建材、地产、非银等

行业	ROE (TTM)	H1预测利润增速 (%)	业绩修复弹性		估值象限			
			盈利加速 (%) H1-Q1	盈利加速 (%) 全年-Q1	PE (TTM)	PE分位数 (2010以来)	相对PE分位数 (2010以来)	PB分位数
计算机	0.9%	-5%	120%	137%	92.8	82%	69%	33.6%
交通运输	4.8%	-40%	83%	93%	27.9	88%	80%	1.6%
休闲服务	5.7%	-70%	80%	110%	115.1	63%	61%	13.6%
采掘	5.0%	-10%	75%	80%	10.4	12%	10%	0.0%
商业贸易	5.2%	0%	73%	81%	24.6	21%	6%	16.0%
通信	-3.2%	5%	60%	75%	49.8	43%	23%	0.0%
建筑材料	14.4%	10%	48%	58%	14.0	27%	13%	60.8%
房地产	12.2%	5%	47%	57%	11.5	15%	5%	0.8%
机械设备	3.5%	0%	46%	58%	49.5	68%	58%	45.6%
非银金融	10.1%	20%	44%	14%	16.0	18%	10%	11.2%
传媒	-3.4%	-10%	40%	55%	63.1	82%	76%	4.0%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 利润增速为归母净利润增速, 预测值来自广发行业分析师, 盈利加速幅度是累计归母净利润增速之差, 相对PE是相对wind全A

广发投资策略研究小组

- 戴康：CFA，首席分析师，中国人民大学经济学硕士，10年A股策略研究经验。2019年荣获新财富最佳分析师策略研究第二名、II CHINA投资组合策略第一名、金牛奖最具价值首席分析师、中国保险资产管理业协会“十佳路演嘉宾”等多项重要奖项。荣获2018年新财富第三名、最具价值金牛分析师、IAMAC第一名。
- 郑恺：资深分析师（行业比较），华东师范大学金融学硕士，7年A股策略研究经验。
- 曹柳龙：CPA，资深分析师（行业比较），华东师范大学管理学硕士，6年A股策略研究经验。
- 俞一奇：资深分析师（专题研究），波士顿大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 陈伟斌：CPA，资深分析师（专题研究），复旦大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 倪赓：高级分析师（主题策略），中山大学经济学硕士，3年A股策略研究经验。
- 韦冀星：（行业比较），美国杜兰大学金融学硕士，3年A股策略研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。