



国信证券
GUOSEN SECURITIES

2020年中期策略

后小康时代，从“周期”到“趋势”

证券分析师：燕翔

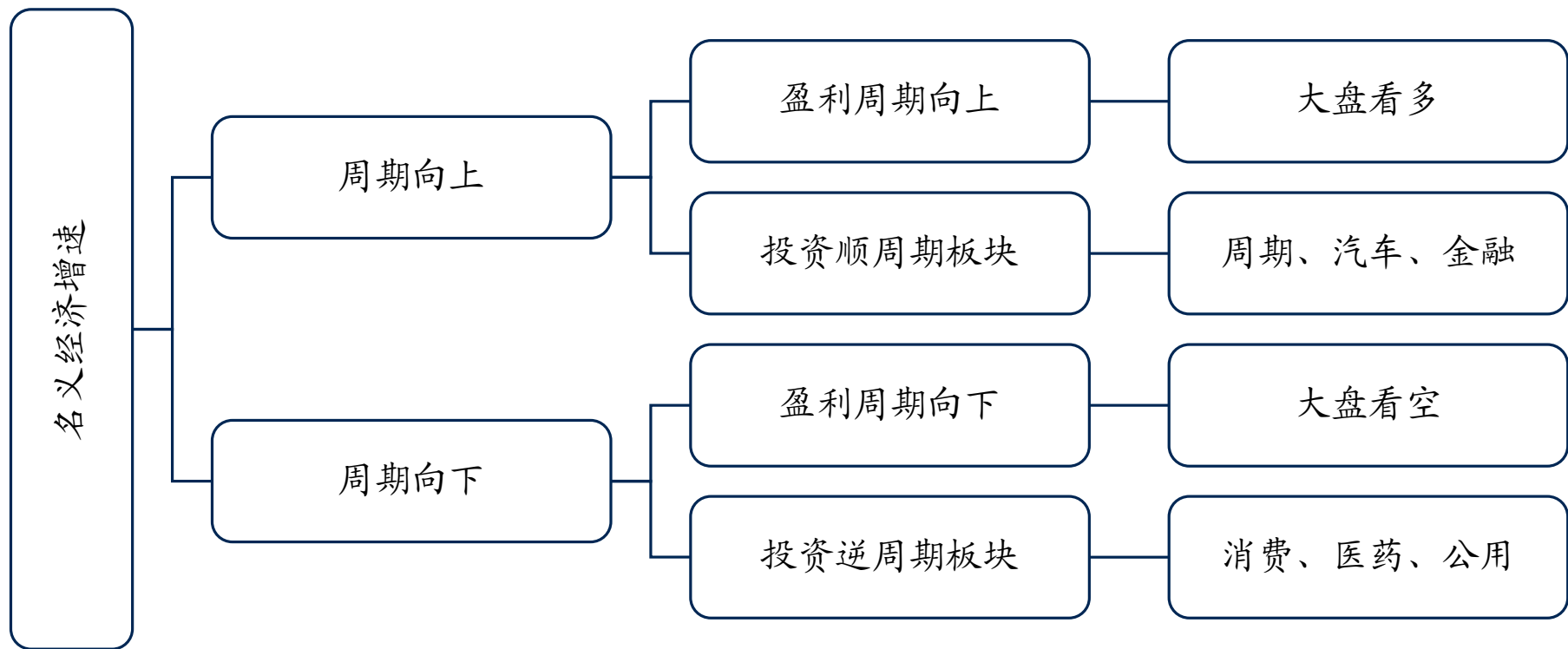
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080002

日期：2020年7月5日

目录

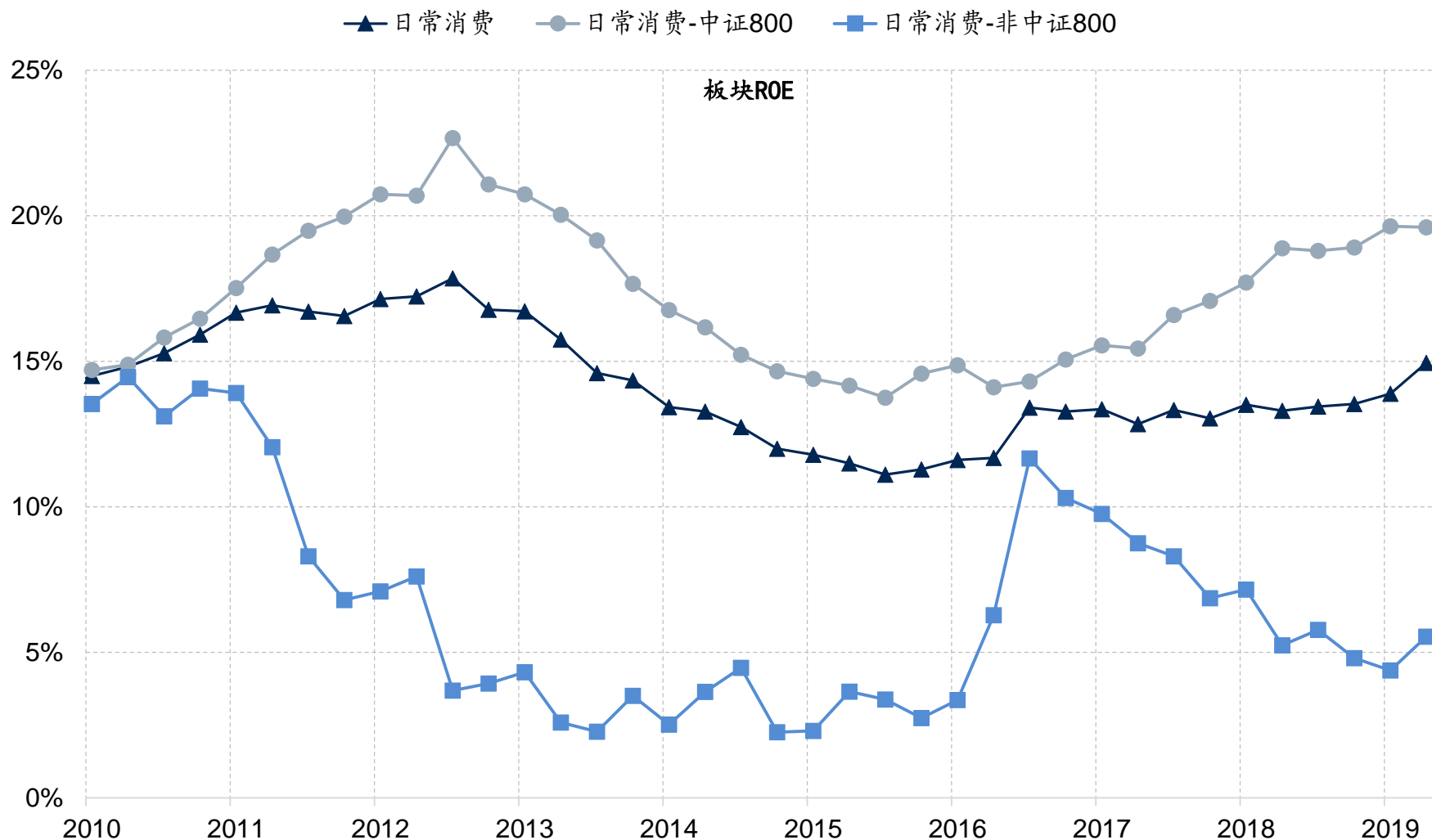
- ◆ 长期：从趋势主义到周期主义格
- ◆ 短期：估值分化收敛与流动性拐点

传统自上而下投资框架在失效



传统自上而下框架的最大逻辑，在于需求变化是影响企业盈利弹性的最大变量
名义经济增速的波动，产生经济周期和板块轮动

消费股大行情，自上而下分析困境



数据来源：WIND，国信证券经济研究所整理

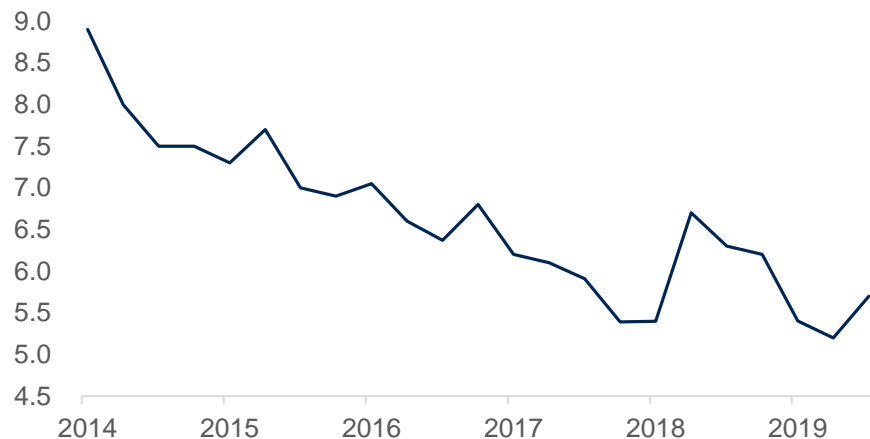
消费股大行情，自上而下分析困境

- 从2016年开始，消费股开始了一轮大行情，是后面几年里市场最大的趋势（Momentum）
- 一般认为消费股ROE可以持续较高，但ROE持续稳定较高可以获得绝对收益，但不是获得超额收益的充分条件，反例：1992年至今美股必须消费板块（ROE远高于大盘，无超额收益）
- 这波消费股行情，宏观分析完全失效

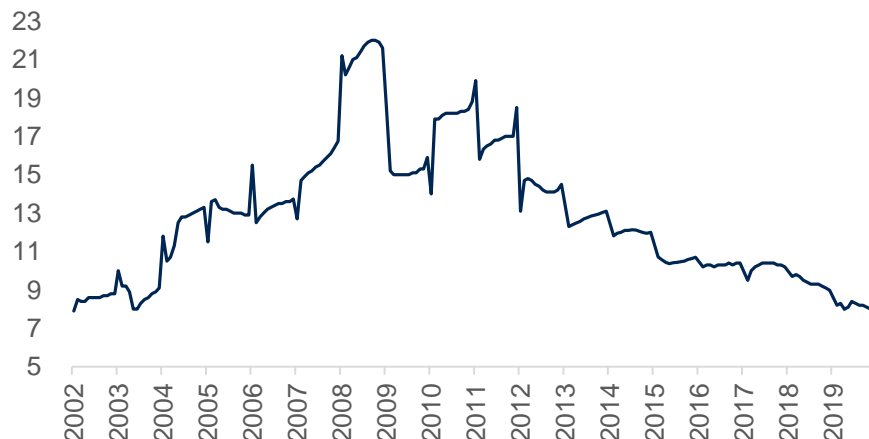
——日常消费超额收益：日常消费指数 ÷ 沪深300指数



——全国居民人均消费支出:累计实际同比

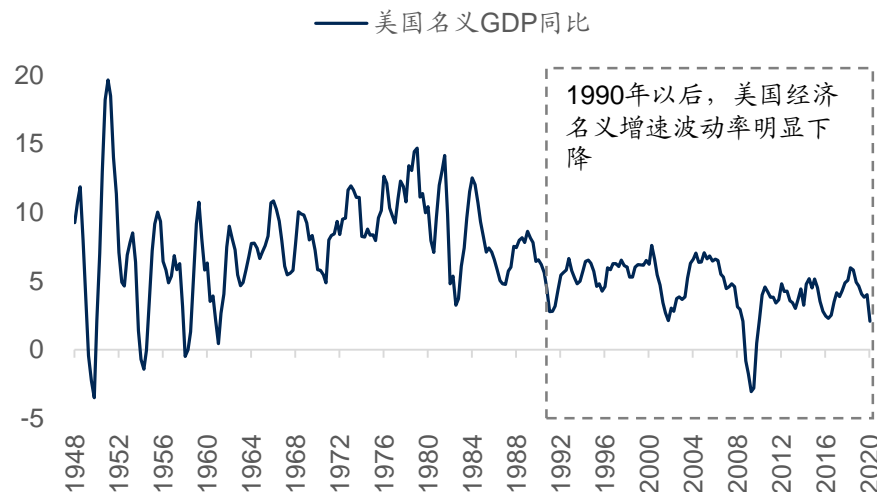
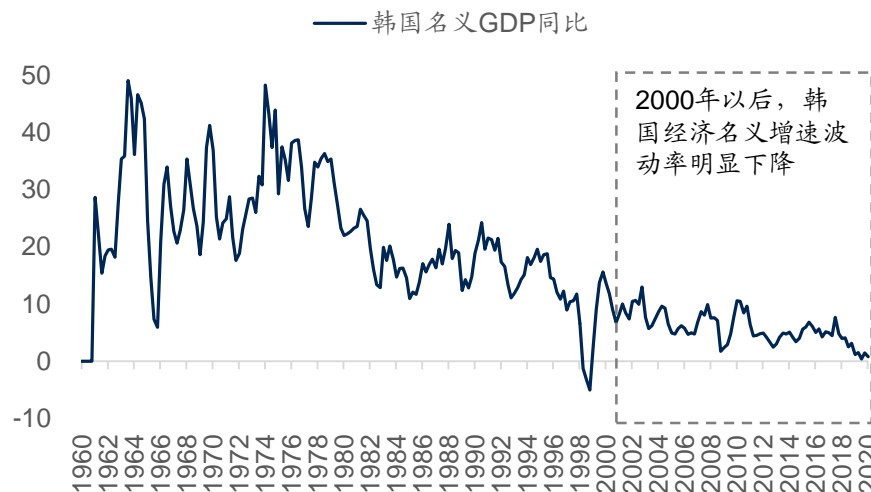
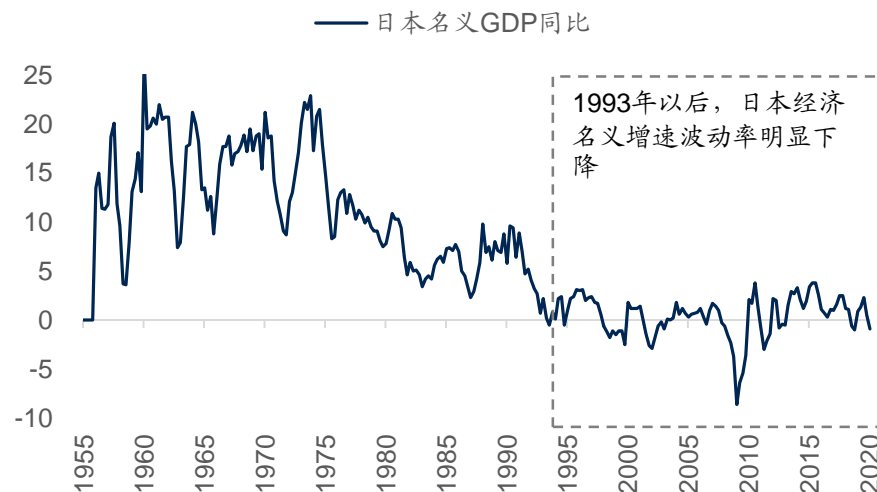
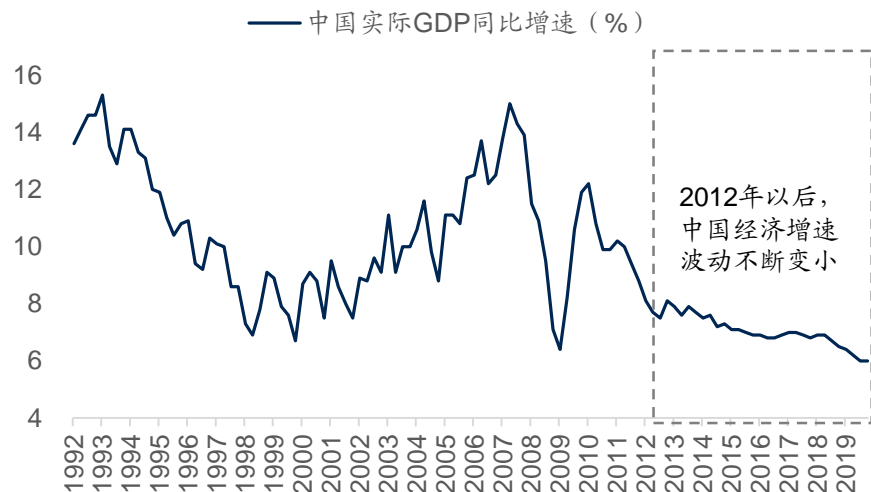


——社会消费品零售总额: 累计同比



数据来源：WIND，国信证券经济研究所整理

经济成熟阶段名义经济增速波动大幅下降



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

美股必需消费板块超额收益轨迹



数据来源：WIND，《美股七十年》，国信证券经济研究所整理

美股医疗保健板块超额收益轨迹

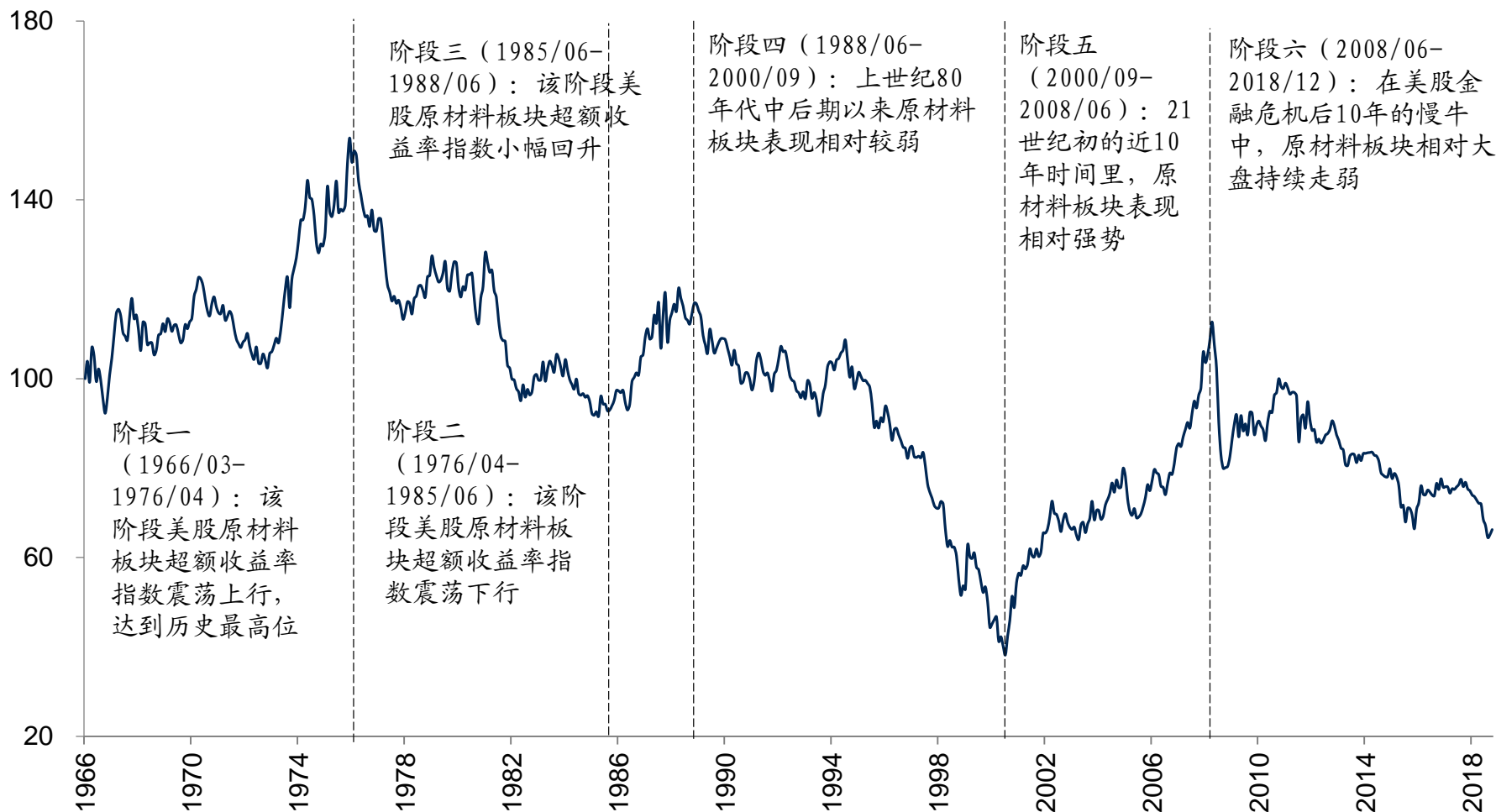
— 美股医疗保健行业超额收益



数据来源：WIND，《美股七十年》，国信证券经济研究所整理

美股原材料板块超额收益轨迹

— 美股原材料行业超额收益



数据来源: WIND, 《美股七十年》, 国信证券经济研究所整理

美股能源板块超额收益轨迹

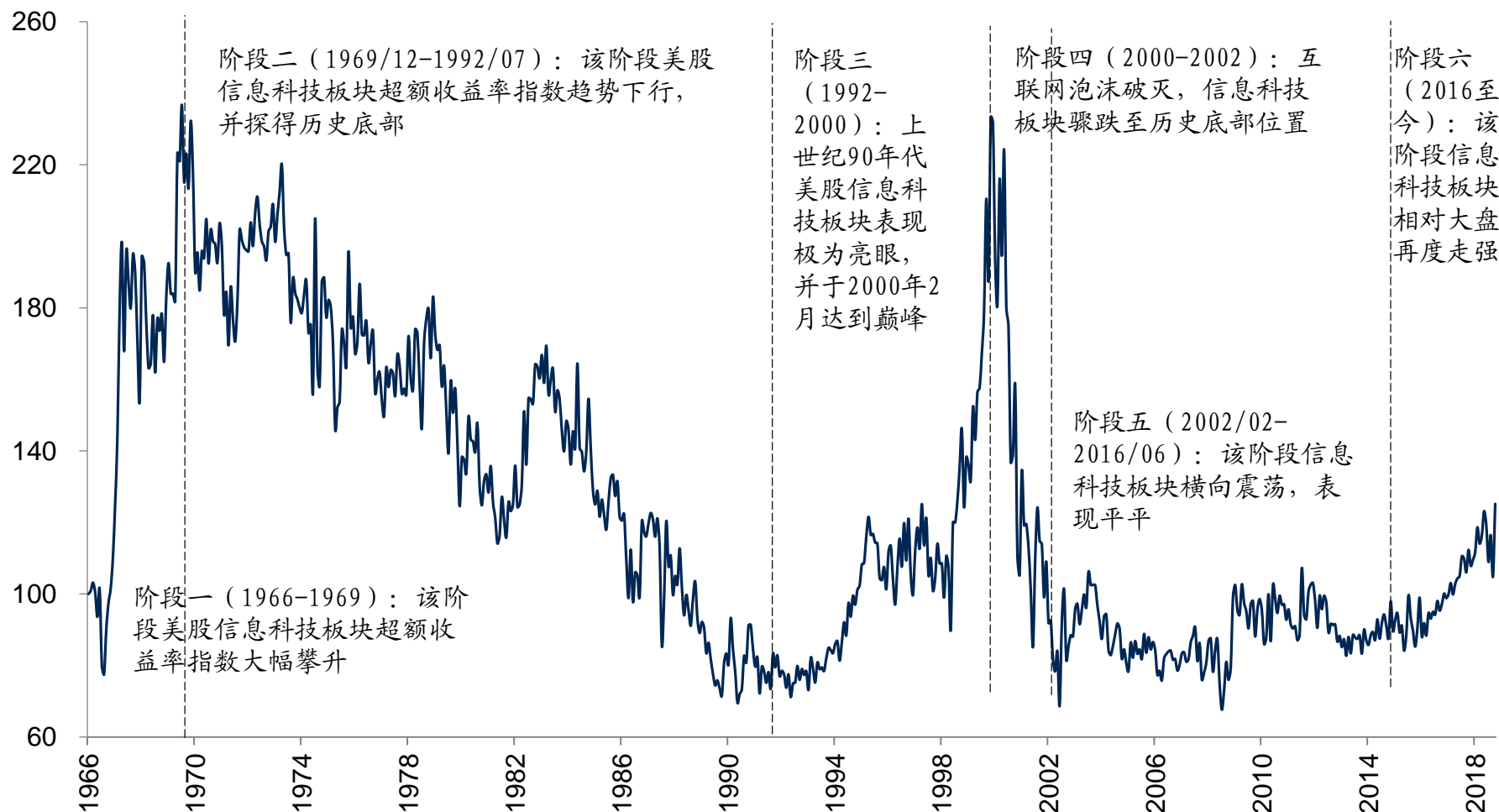
— 美股能源行业超额收益



数据来源：WIND，《美股七十年》，国信证券经济研究所整理

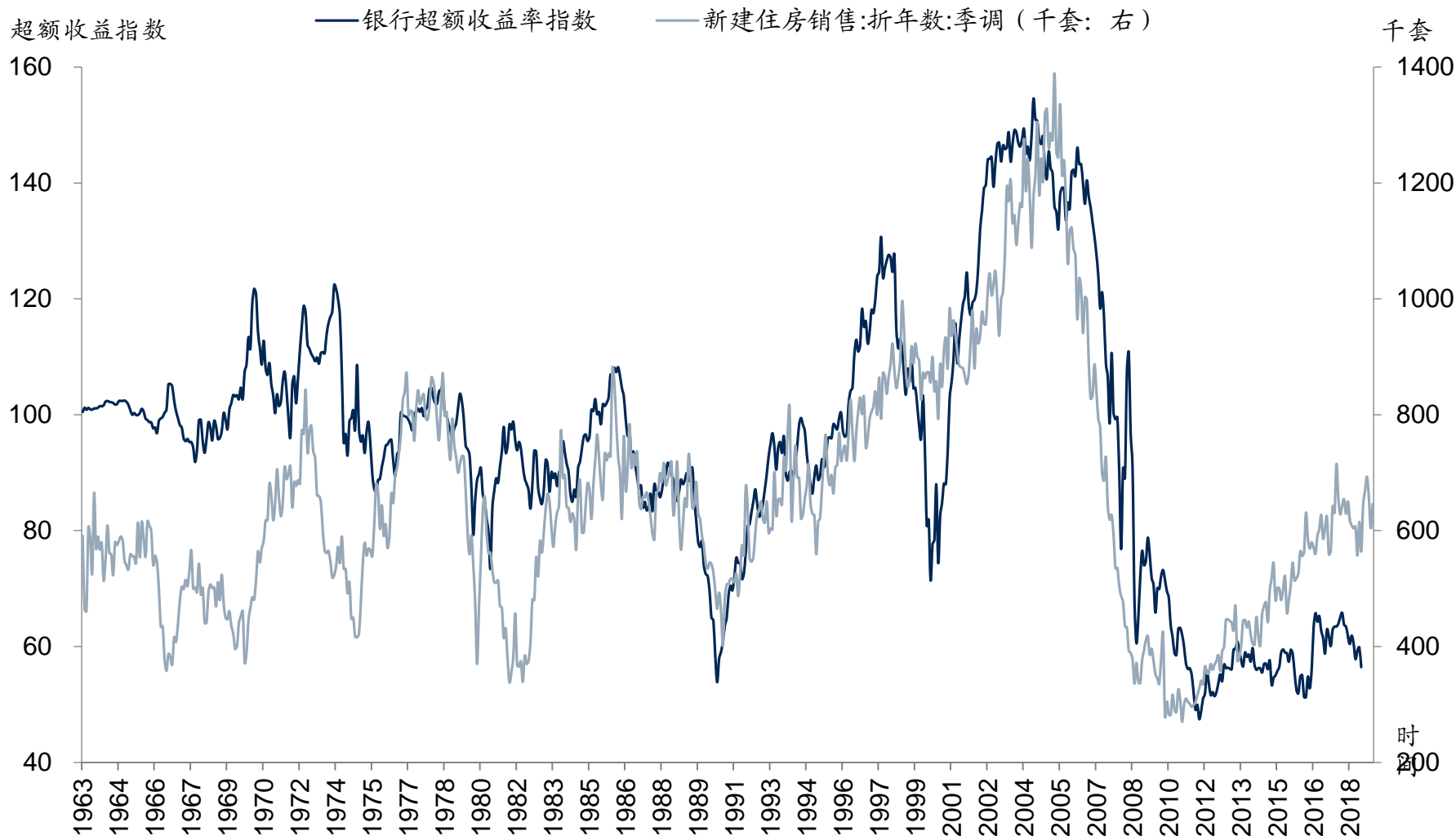
美股信息技术板块超额收益轨迹

— 美股信息技术行业超额收益



数据来源: WIND, 《美股七十年》, 国信证券经济研究所整理

美股金融板块超额收益轨迹



数据来源: WIND, 《美股七十年》, 国信证券经济研究所整理

长期低利率+低名义增速下的日本股市

— 日本银行业超额收益



— 日本制药行业超额收益



数据来源：WIND，国信证券经济研究所整理

估值分化差异很难说有band的约束

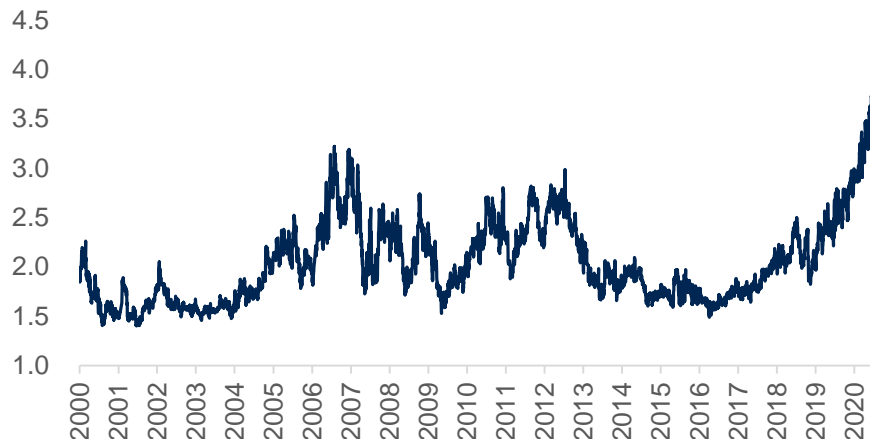
——市净率：房地产行业 ——相对市净率：房地产行业vsWind全A



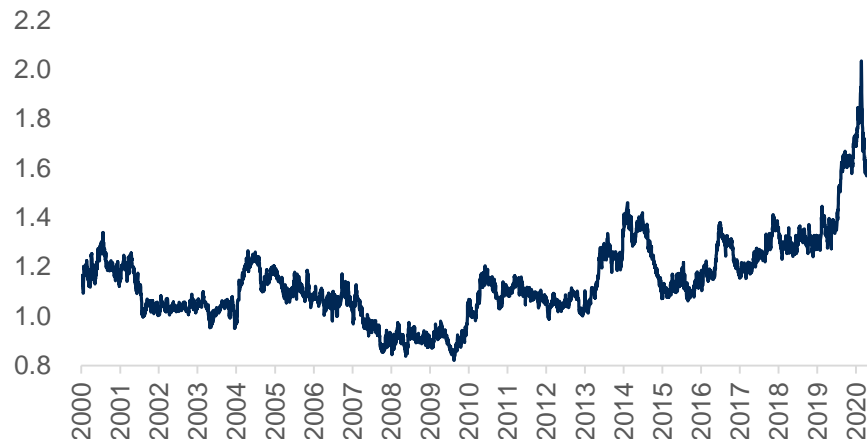
——市盈率：房地产行业 ——相对市盈率：房地产行业vsWind全A



——食品饮料板块个股PB: 75分位数 ÷ 25分位数



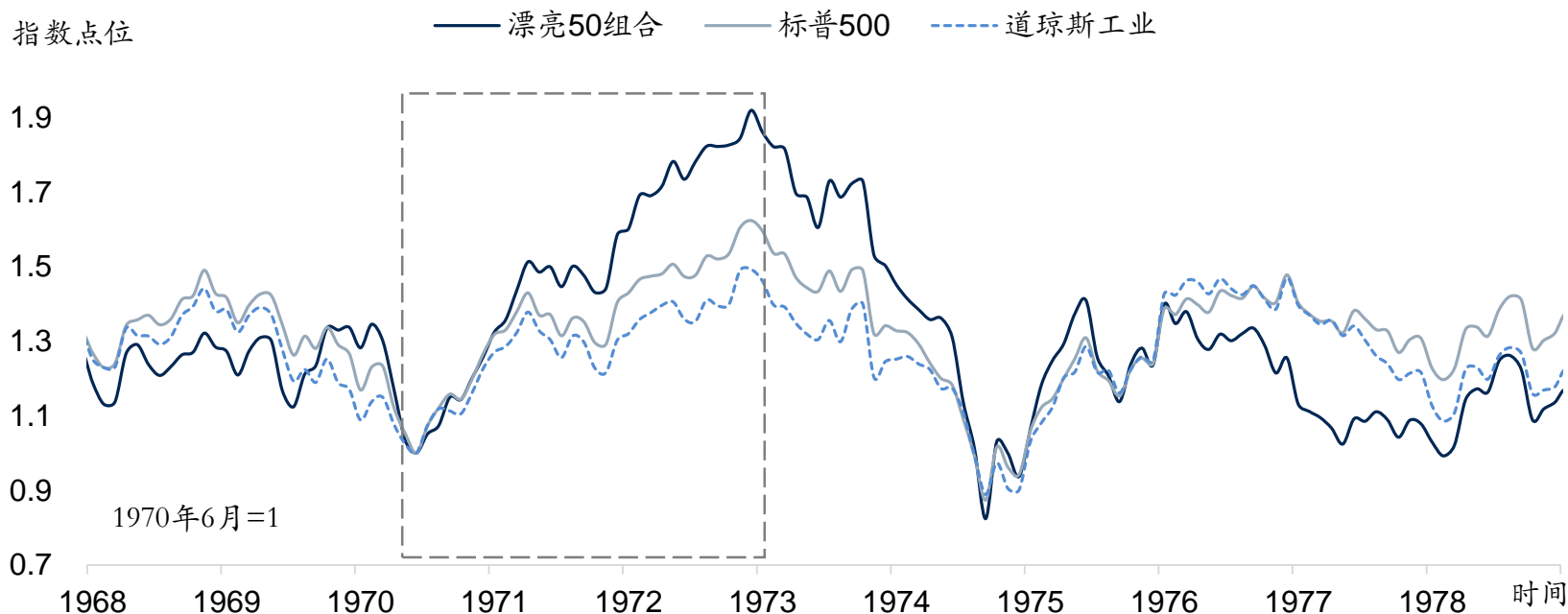
——板块市净率中位数 ÷ 市场整体：电子



数据来源：WIND，国信证券经济研究所整理

“漂亮50” 行情的逻辑与故事

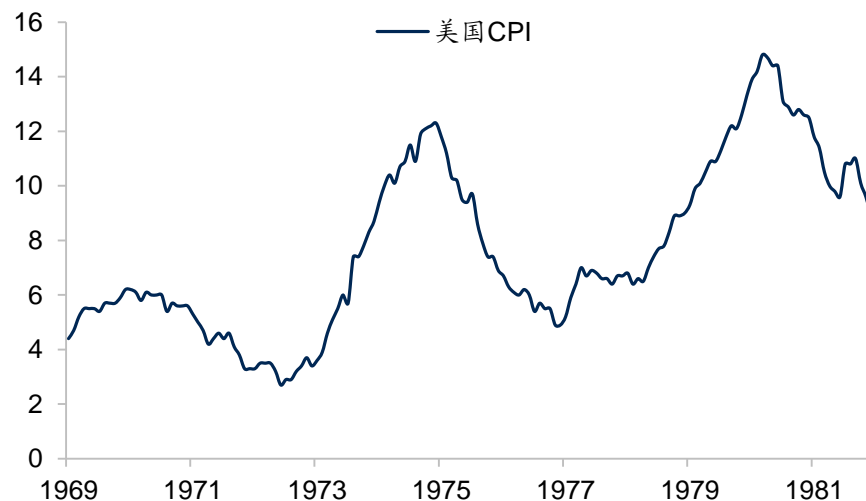
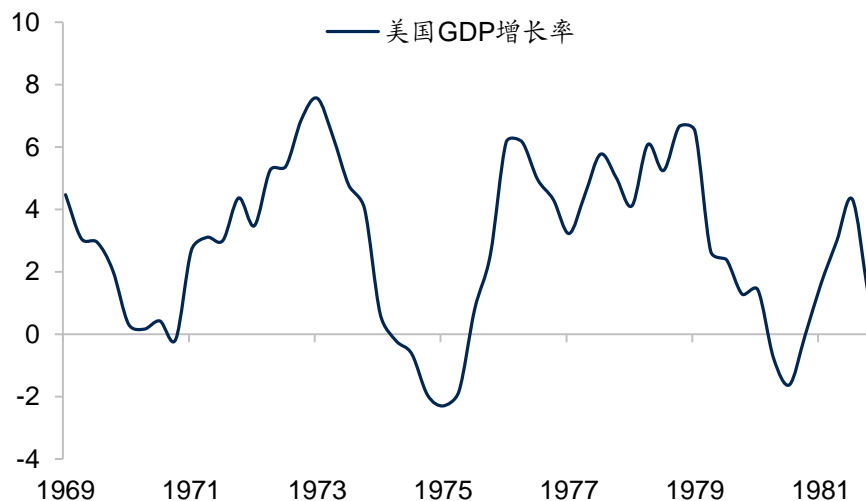
- “漂亮50” 发生超额收益的时间：1970年6月到1972年12月
- “漂亮50” 不完全是蓝筹股行情，道琼斯工业指数跑输标普500
- “漂亮50” 公司主要集中的行业：食品、医药、电子
- “漂亮50” 中没有大“大公司”：通用汽车、AT&T、美国钢铁



数据来源：Wind，《美股七十年》，国信证券经济研究所整理

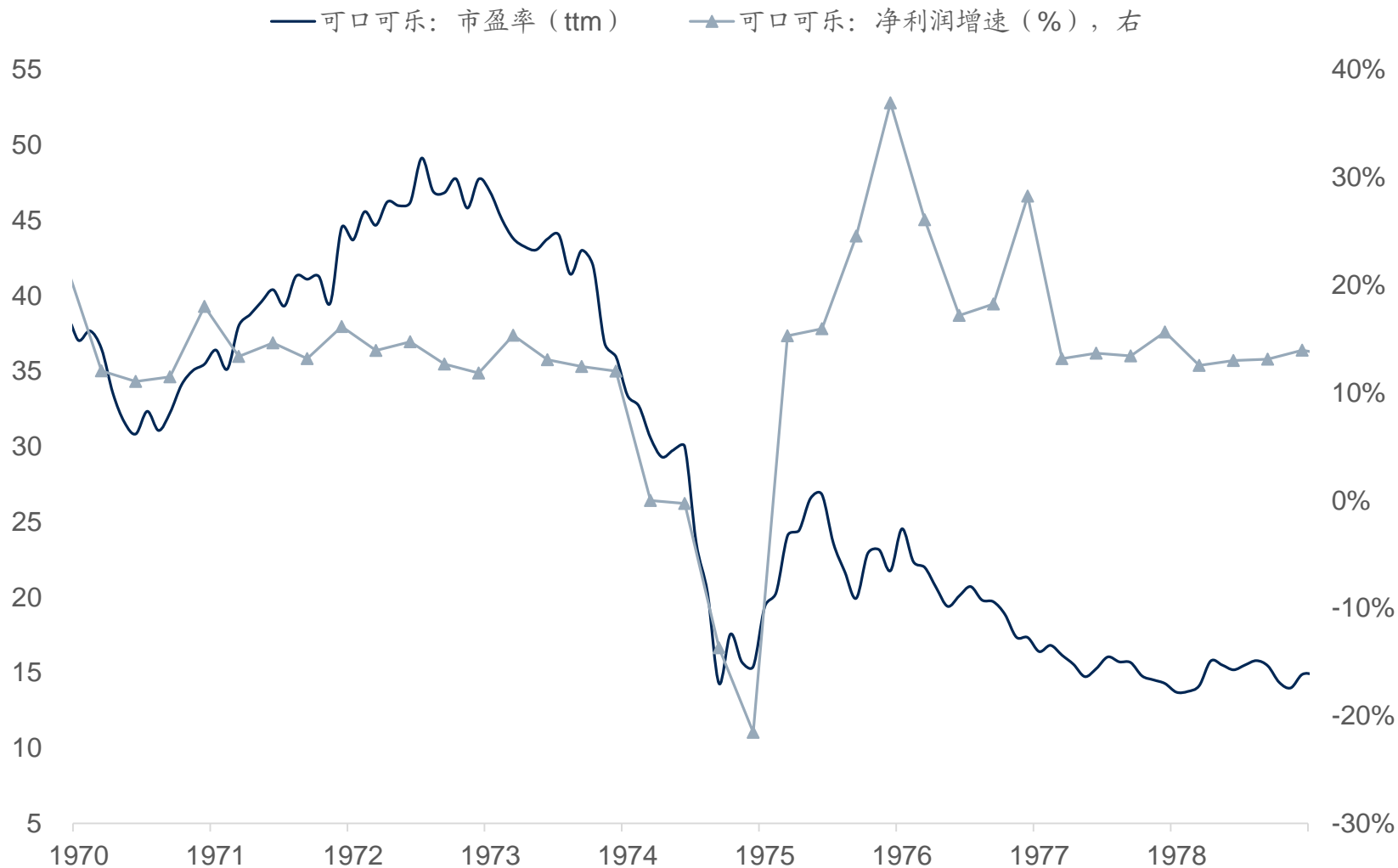
“漂亮50”的宏观背景：经济向上、通胀向下

- 1969年开始，经济增速持续下降，通货膨胀巨高不下，美国陷入经济危机。
- 1971年，尼克松总统颁布了新经济政策，经济恢复增长。
- 1973年末，第一次石油危机的爆发使美国再次进入经济衰退。
- 1975年一季度，经济见底，企业投资和居民消费支撑着美国经济的复苏与繁荣。
- 1979年，二次石油危机的入侵和通货膨胀的持续攀升使得美国经济陷入全面滞胀。
- 1981年，里根总统上台并提出新的经济复兴计划，经济小幅反弹。
- GDP向上、CPI向下，是一个罕见的组合，这个组合下，经济整体的名义增速较低。



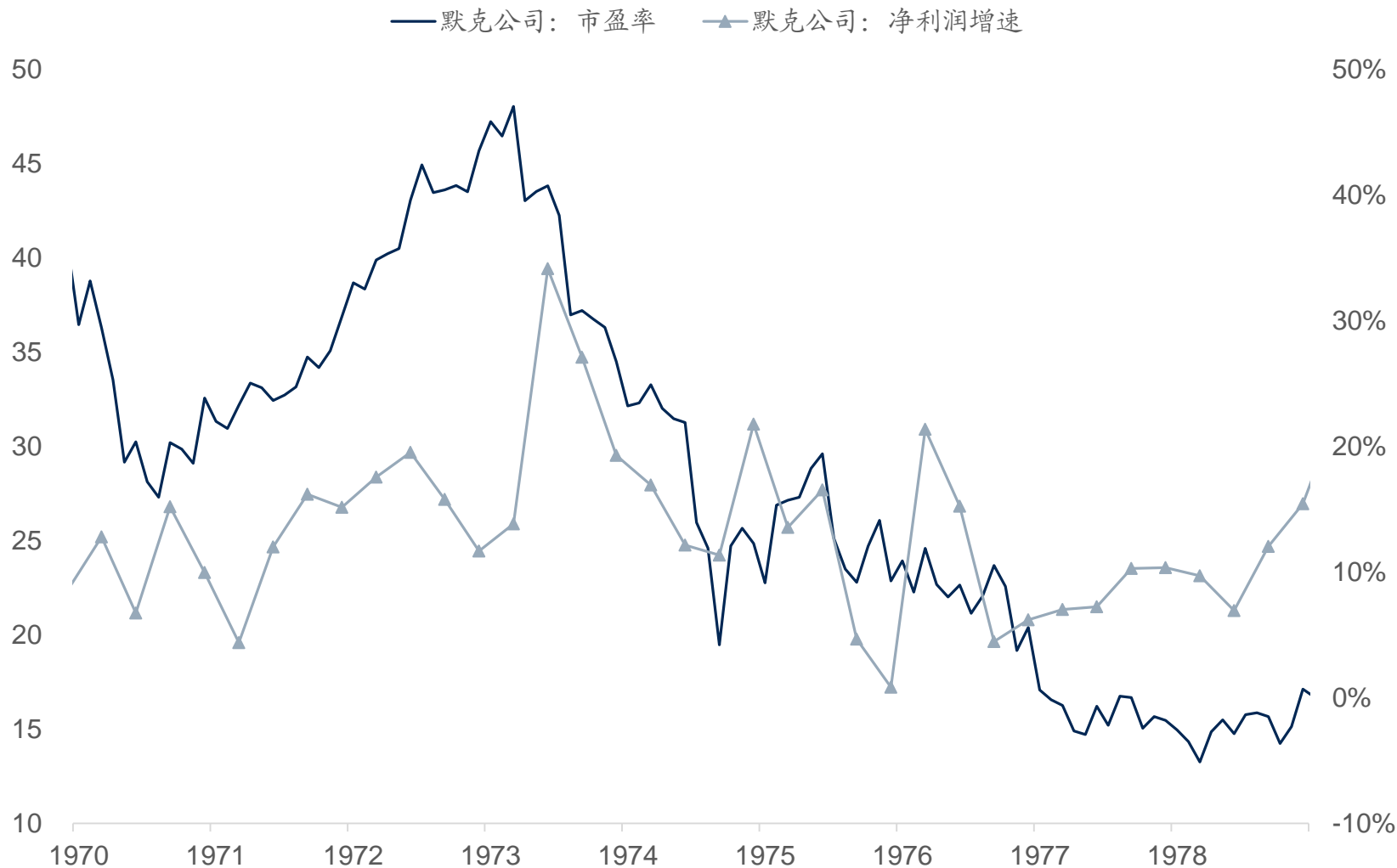
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

可口可乐

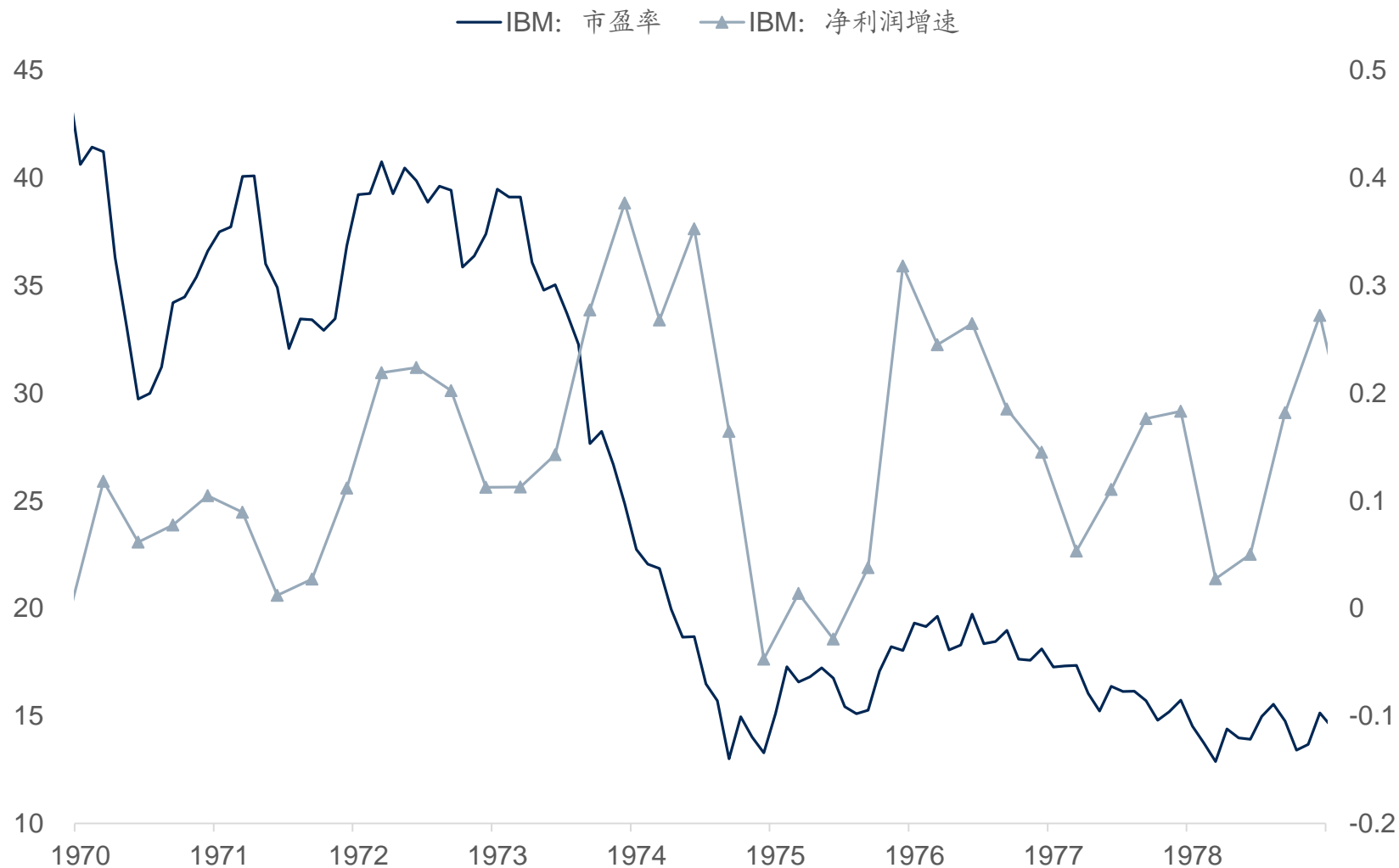


数据来源: WIND, 《美股七十年》, 国信证券经济研究所整理

默克公司

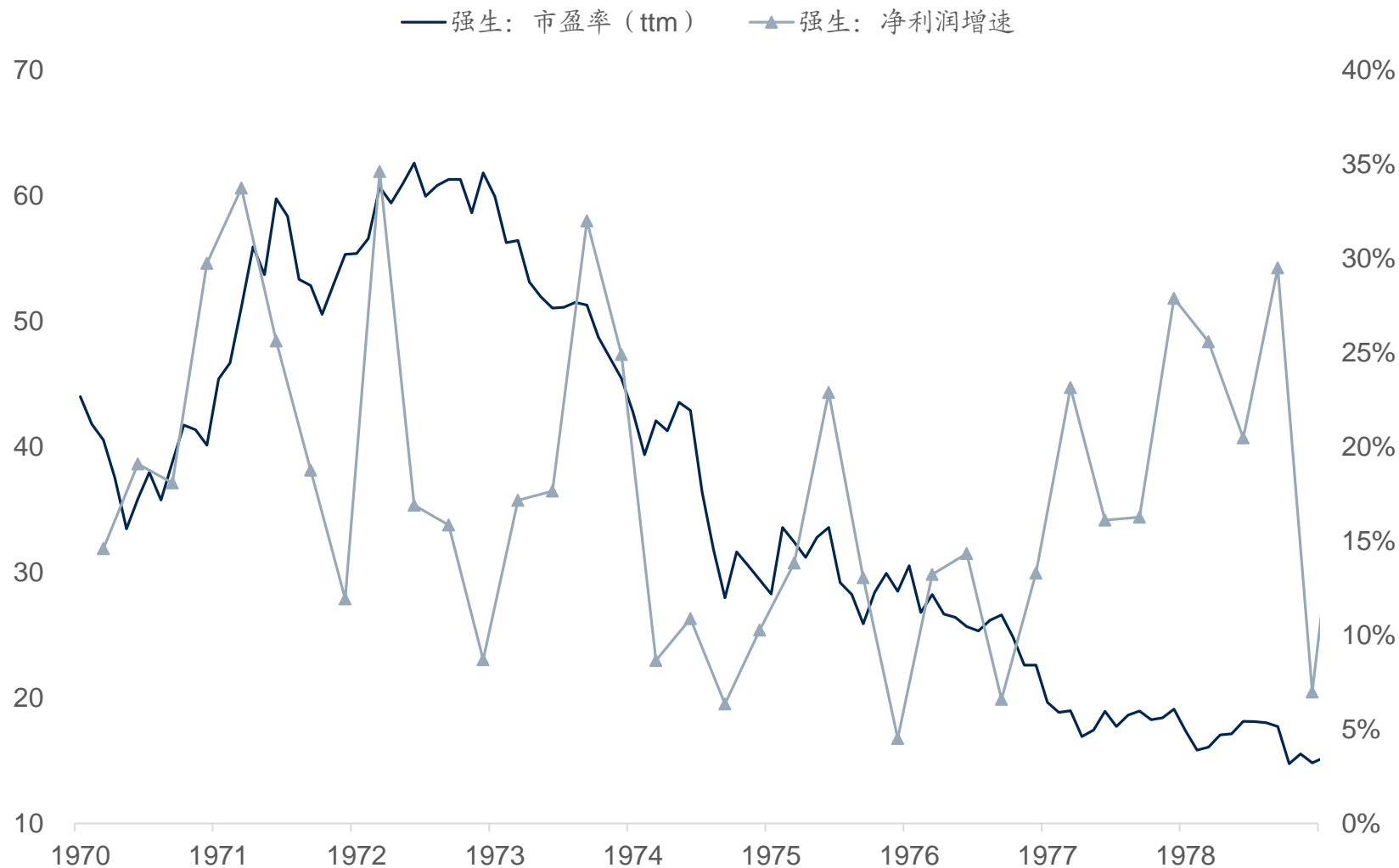


数据来源：WIND，《美股七十年》，国信证券经济研究所整理



数据来源: WIND, 《美股七十年》, 国信证券经济研究所整理

强生公司



数据来源：WIND，《美股七十年》，国信证券经济研究所整理

生拔估值行情的历史经验

- “生拔估值”行情，逻辑类型有两种
- 第一种“复苏初期”，即发生在经济复苏的初期，此时股价表现领先于基本面表现。这种情况下可以指望用业绩修复估值。
- 第二种是“极度宽松”，货币政策或者其他政策改革。这种情况基本都是用股价下跌修复估值。（A股2015、美股87股灾）

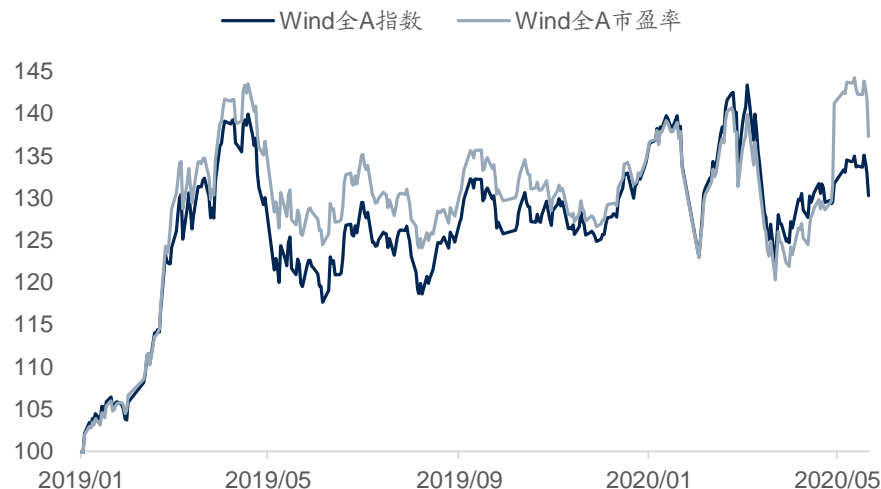


表 1：2000年至今A股历次“生拔估值”行情汇总

时间	Wind全A 指数	Wind全 A市盈率	EPS (倒轧)	Wind全A 涨跌幅	PE 变化率	EPS 变化率	估值贡献度 (PE变化率 ÷ 指数涨幅)
2000-12-31	1,571	69.0	23	57%	35%	16%	61%
2006-12-31	1,450	39.3	37	112%	86%	14%	76%
2009-12-31	2,940	35.1	84	105%	143%	-16%	136%
2014-12-31	3,573	17.4	205	52%	40%	9%	77%
2015-12-31	4,949	23.2	214	38%	33%	4%	85%
2019-12-31	4,316	17.5	247	33%	33%	0%	100%

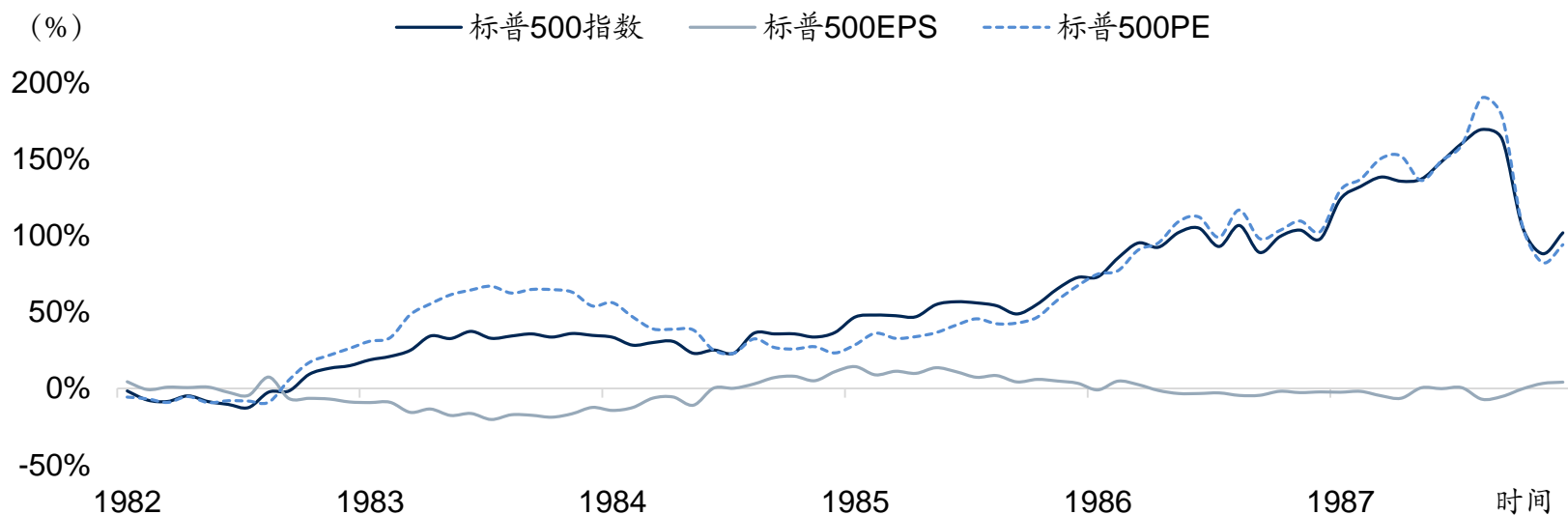
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

数据来源：WIND，国信证券经济研究所整理

美股的“改革牛”：82年到87年的生拔估值



- 80年代美股的上涨经历了改革带来的资产重估到企业盈利再生的过程。牛市大致可以分为两个阶段，1987年股灾前牛市靠估值驱动，之后靠基本面业绩驱动。
- 第一阶段：从1982年到1987年，标普500指数大概上涨了有一倍多，从收益率构成的分解来看，基本上全部是估值的贡献。
- 第二阶段：改革红利释放企业盈利再生。1986年以后美国上市公司盈利能力显著提升，牛市进入了盈利再生的第二阶段。



数据来源：Wind，《美股七十年》，国信证券经济研究所整理

2019年上证综指行情走势一览

—Wind全A指数



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

疯狂的回购，极致的财务杠杆率

公司名称	所属行业	资产负债率	公司名称	所属行业	资产负债率	公司名称	所属行业	资产负债率
百胜餐饮	可选消费	292	西联汇款	信息技术	103	信安金融	金融	95
威瑞信	信息技术	172	惠普公司(HP)	信息技术	102	美国保德信金融	金融	94
SBA通信	房地产	147	IDEXX实验室	医疗保健	101	联合包裹服务	工业	94
菲利普莫里斯国际	日常消费	127	金佰利	日常消费	100	穆迪公司	金融	93
麦当劳	可选消费	119	美国航空	工业	100	嘉信理财	金融	93
汽车地带	可选消费	116	LAMB WESTON	日常消费	100	联合数据系统	信息技术	92
TRANSDIGM	工业	115	波音	工业	100	AMCOR	材料	92
艾伯维(ABBVIE)	医疗保健	114	马斯可木业	工业	99	大都会人寿	金融	92
摩托罗拉	信息技术	114	高露洁	日常消费	98	北美信托	金融	92
NRG能源	公用事业	111	高通公司	信息技术	97	美源伯根	医疗保健	92
L BRANDS	可选消费	111	洛克希德马丁	工业	97	第一共和银行	金融	91
HCA HEALTHCARE	医疗保健	107	希尔顿酒店	可选消费	96	硅谷银行	金融	91
希悦尔包装	材料	107	阿默普莱斯金融	金融	96	自动数据处理	信息技术	91
MSCI明晟	金融	105	奥莱利汽车	可选消费	96	万豪国际	可选消费	91
欧特克	信息技术	104	林肯国民	金融	95	康宝浓汤	日常消费	91
家得宝	可选消费	104	星巴克	可选消费	95	摩根士丹利	金融	90

数据来源：Wind，《美股七十年》，国信证券经济研究所整理

◆ A股板块长期投资趋势展望：从“周期主义”到“趋势主义”

- 中国经济名义增速高增长高波动时代也过去了，周期性板块整体上没有太大机会
- 中国的地产周期可能并未走完，金融板块或许还会有一次大的波动切换
- 科技板块可能是未来最大的“周期性”板块
- 消费和医药预计是未来长期投资趋势最好的板块，中国目前可能刚进入大消费时代，我们或许比美国落后一个阶段

◆ 短期方向判断：等待流动性拐点

- 估值本身是交易的结果，不是交易的原因，单纯因为估值高了就要跌低了就要涨，是质疑市场的有效性，行情转折一般是有外力催化的。
- 从经验事实上看，估值差距是没有band的，没有天花板和地板的限制
- 流动性拐点（A股2009年、2015年行情转折的原因）可能是最大的风险
- 通货膨胀起来，如果通胀起来，市场风格可能会彻底改变

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

感谢观赏

Thanks for Watching