

重回元起，寻踪货币

——2020年下半年策略展望

中期策略报告

- ◆ **大势判断：货币是估值的锚，市场仍低估。**预计下半年上市公司盈利增速逐季回升,2020年全A盈利增速1.8%、全A非金融盈利增速-7%。从政策经济周期的角度看，企业盈利是一种货币现象，通常两者对于市场估值的含义是一致的。不过，在疫情的冲击下，今年市场最大的特点是货币快速增长的同时，大隔离导致货币向EPS的转化不畅。鉴于伴随着疫情缓解和人类应对疫情的物质保障与技术水平的提升，大隔离并非疫情必然的结果，展望后市，货币向EPS的转化机制将逐步恢复，进一步结合100年前美国大流感的研究发现，在天灾、战争等外生灾难的冲击下，货币而非EPS可能是市场估值更合适的锚。目前，A股市值/M2约为28%、历史分位为43.7%，仍处于略有低估的状态。
- ◆ **消费：关注可选消费。**一季度乘用车现金流环比改善，最新的供销数据也表明汽车行业正在曲折复苏，家电行业由PE-G向PB-ROE估值逻辑转化的态势越发清晰，除了消费者服务外，可选消费的PB估值基本都在50%以下，具有一定的性价比。
- ◆ **周期：走出至暗时刻，寻找结构性机会。**目前，景气度比较高、估值水平又偏低的性价比较高的周期类行业主要有：上游中的有色，中游的电力设备及新能源，下游的建筑、国防军工。除上述板块，二级行业中的房地产服务和工程机械值得关注。往后看，预计与基建更相关的基础化工、建材、机械、轻工更能受益于复工复产，石油、有色等上游超跌的标的在下半年可能会迎来超跌反弹机会。
- ◆ **TMT：技术封锁短空长多。**自上而下地看，随着物流改善、通胀回落，以及美股恐慌非理性下半场结束、美元指数有望见顶回落，中国的风险溢价有望下降，在风格上利好中小创风格。自下而上地看，消费电子等越发拥有生活必需品属性，全球电子产业链复苏共振难言结束，大博弈意味着贸易摩擦可缓和但技术封锁难缓和，大博弈越升级越意味着内部政策对冲越坚定，中国的科技投入也会越坚定，有助于增强科创企业创造货币化盈利的能力。
- ◆ **金融：下半年表现有望好于上半年。**扩表可能对银行利润形成支撑，但在经济增长乏力的背景下，下半年一般贷款利率显著回升的概率较低，下半年商业银行的利润增速仍有可能承受一定压力，资产端收益率回升空间有限也不利于保险的表现。结合金融板块和市场仍处于低估水平，下半年板块表现有望强于上半年。
- ◆ **周期轮动下的修正：**在剔除掉市场的系统性影响之后，对M2的弹性大于等于0.5的一级行业主要有：家电、医药、食品饮料、电子、计算机、消费者服务、汽车、通信、农林牧渔、建材、国防军工等11个行业，基本上集中在消费和科创领域。结合上半年的表现看，**后续家电、汽车等可选消费有望补涨，石化化工、有色等部分周期品和金融标的有望超跌反弹。**
- ◆ **风险提示：**病毒出现经验无法理解的变异；货币投放方式出现问题，以至于后续货币投放乏力；迟迟无法实现防疫策略转变的风险。

分析师

谢超 (执业证书编号 : S0930517100001)
 010-56513031
 xiechao@ebscn.com

李瑾 (执业证书编号 : S0930518100001)
 010-56513142
 lijin@ebscn.com

联系人

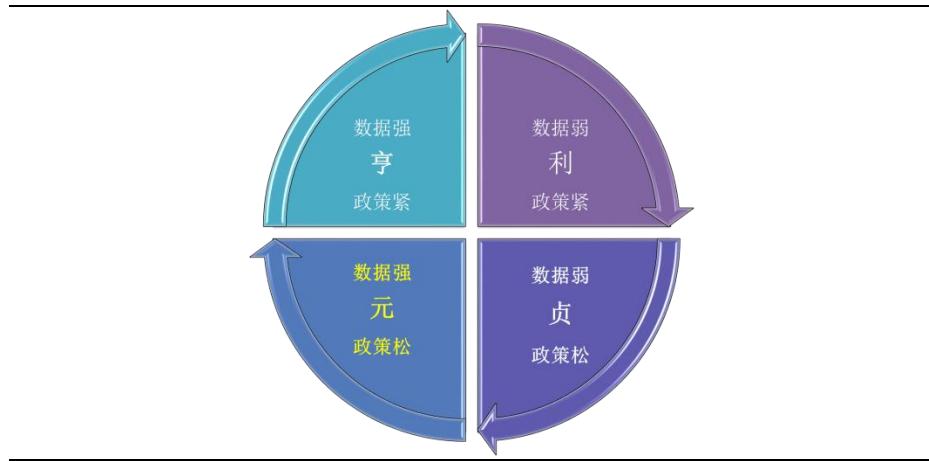
黄亚铷
 021-52523815
 huangyjr@ebscn.com

黄凯松
 021-52523813
 huangkaisong@ebscn.com

前言：疫情是检验企业质地的自然实验

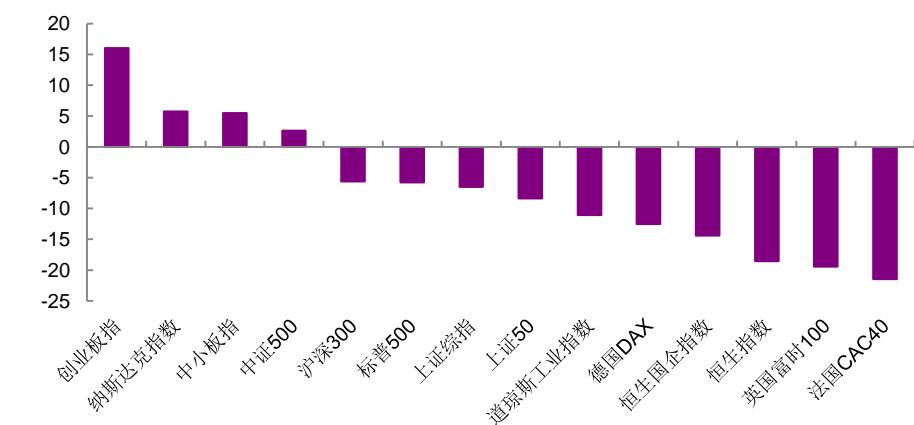
在去年年底，基于政策经济周期的分析框架，我们发布了两篇关于今年的年度策略展望《藏在现金流里的三条超额收益线——2020年策略展望一：行业比较篇》（20191203）和《弱元起，新牛市——2020年A股策略展望二：大势判断篇》（20191204），提出了：大势上，看弱复苏驱动的新牛市；行业上，看好TMT、汽车和小家电等地产竣工产业链；风格上看好中小创。截止到5月31日，目前看，风格判断大致是准确的，行业判断差强人意，大势判断明显没有兑现。

图1：元起是政策经济周期的第一阶段



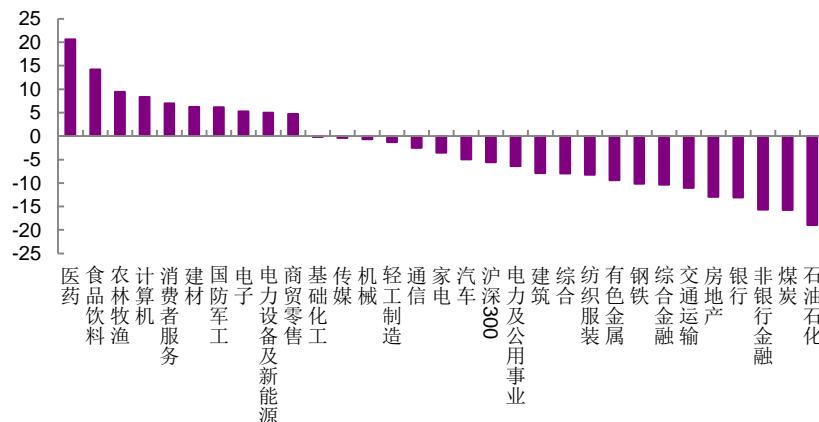
资料来源：Wind，光大证券研究所

图2：主要指数今年以来涨跌幅（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所。截止到2020年5月31日

图 3：各行业及沪深 300 今年以来涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止到 2020 年 5 月 31 日

大势判断没有兑现和一季度的疫情冲击直接相关，这样一个超预期的外生冲击对于检验上市公司的成色而言是一个良好的自然实验。尤其是在大多数企业都遭受到现金流冲击的背景下，如果一个企业依然能够保持较好的现金流表现，这样的企业无疑是值得投资者重视的。事实上，这样一个思路也和我们一直使用的政策经济周期分析框架相符合，作为一种货币主义的分析框架，我们认为企业盈利是一种货币现象，尤其是在遭受外生冲击时，企业创造现金流的能力对于企业的可持续发展而言显得尤为重要。因此，在对下半年的市场策略进行展望时，我们将继续从政策经济周期的框架出发，按照“宏观货币—中观现金流—微观 EPS”的路径去寻踪货币转化为 EPS 的路径，探讨市场下半年的投资方向。

1、大势判断：货币是估值的锚，市场仍低估

通常情况下，货币既具有内生性，也具有外生性。表现在它和名义 GDP 的关系上，有些时间段是经济增长决定货币变动、这体现了货币的内生性，有些时间段则是货币领先于经济增长，这体现了货币的外生性，这时的货币主要是政策意图的体现。也就是说，在政策经济周期的框架下，货币在一些区间是重要的政策信号。

图 4: M2 同比增速 (季均值, %) 与名义 GDP 同比增速 (%)

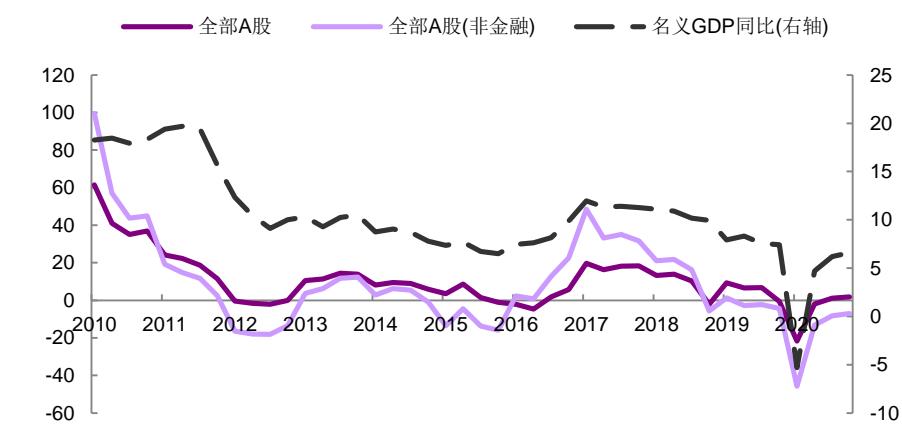


资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截至 2020Q1

今年一季度基本上属于这种情况，在一季度 GDP 增速空前大幅负增长的情况下，货币却逆势高增，这很难用货币内生性去解释，应该解读为一种比较强的政策信号。在这样一种货币和 GDP 走势的背离下，也造成了市场在估值认识方面的分歧：市场目前到底是低估还是高估？

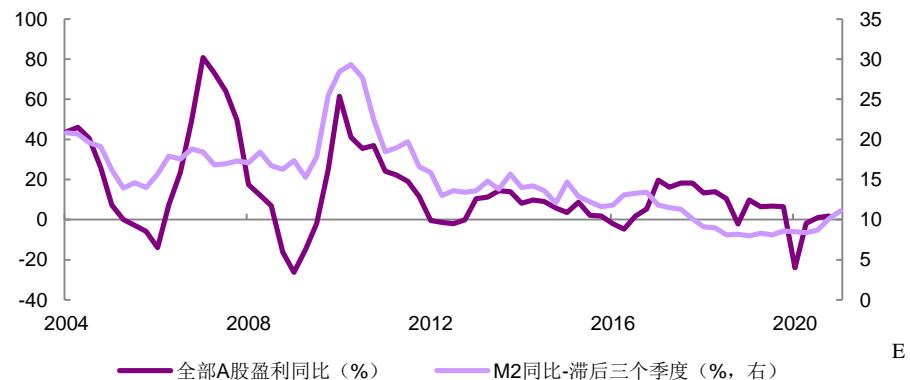
这个分歧在今年的一季报披露完毕后显著变大了，因为股指的 PE 出现了非常不平滑的跃升。出现这种现象是非常容易理解的，因为企业盈利增速的变动轨迹和经济增长的变动轨迹基本一致，无需等到 4 月 30 号，一季度实际 GDP 增速 -6.8% 已经暗示了一季度企业盈利的大幅下滑。

图 5: 名义 GDP 增速与全 A、全 A 非金融净利润同比增速 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 注: 2020 一季度为实际数据, 二、三季度及全年为光大证券研究所预测

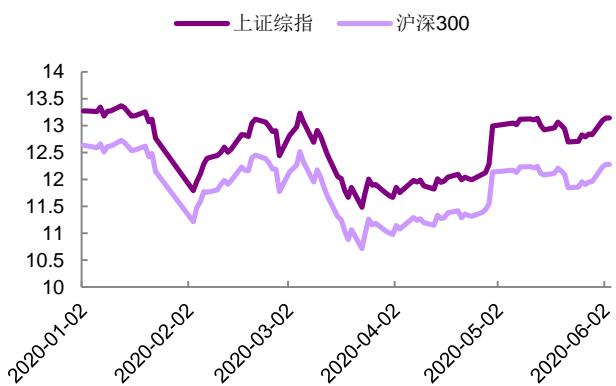
图 6：全 A 盈利同比增速与滞后三个季度的 M2 同比增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

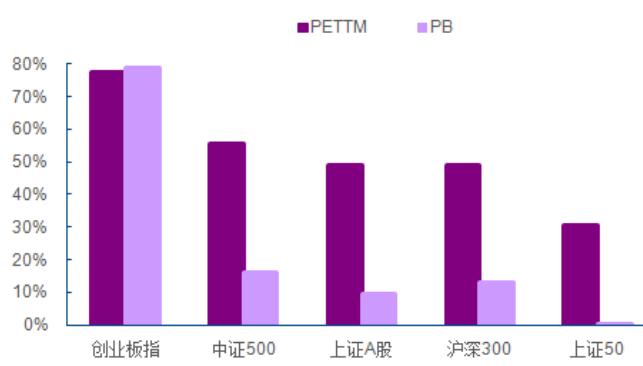
虽然这个结果不意外，但它确实带来了一定程度的困惑。例如，在今年4月份的最后一周，无论是上证指数还是沪深300的PETTM都出现跃变，其中上证综指PETTM由4月27日的12.09倍跃升至4月30日的12.99倍，同期沪深300PETTM由11.39倍跃升至12.13倍。这很明显是一季报密集披露造成的，虽然没有出现投资者之前担忧的由杀估值转向杀业绩的问题，但一季报披露之后从PETTM的角度看，创业板指、沪深300、中证500和上证A指等主要股指的估值已经进入到偏贵的区间，截止到5月31日，创业板指、沪深300、中证500和上证A指估值分位数分别是78%、49%、56%和49%。

图 7：今年以来上证综指、沪深300 日度 PETTM



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：创业板指、中证500、沪深300 和上证A指估值分位数



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据时间区间为2012年10月12日至2020年5月31日，数据为周度数据

从政策经济周期的角度看，估值的本质是未来的盈利预期。当前的盈利变动可以通过趋势外推的预期形成方式来影响未来的盈利预期，政策取向也

可以通过理性预期的方式来决定未来的盈利预期¹。因此，在一季报披露完毕后，市场之所以没有从杀估值进展到杀业绩，根本原因是 M2 逆势高增释放的政策信号，使得投资者摆脱了适应性预期下的过度担忧，愿意对未来多少表示一些乐观。

更为一般性的来看，政策经济周期作为一种货币主义的分析框架，在这个框架下，企业盈利的本质是一种货币现象，通常而言，企业盈利和货币应该表示出比较一致的信号，当疫情打断了货币向盈利转化的过程时，这两个指标就会出现严重背离。根据《美国大流感 1918：股市没那么糟——百年前战争、病毒与股市的互动启示》（20200425）的研究，我们认为这个中断只是暂时的，这意味着货币向盈利的转化终究会恢复，因此，从中长期的角度看，在疫情这种自然灾害的冲击下，货币而非盈利是估值更合适的锚，具体而言，股市市值/M2 将比 PETTM 更适合衡量外生灾难冲击下的市场估值水平²。以 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 5 月 24 日为考察区间，目前 A 股市值/M2 为 27.9%、历史估值分位为 43.7%，仍处于低估区间。

图 9：A 股目前的估值水平



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 28 日

2、行业比较：寻踪货币向盈利的转化

如前所述，估值的本质是未来的盈利预期。在一季报之后，市场估值在一季报之后的被动上升，显示了货币逆势高增对于市场预期的支撑作用。当前，社消、投资、六大发电集团耗煤量等数据表明，中国经济正在快速恢复，这意味着微观层面上，货币向企业盈利的转化正在恢复。那些能够更快地将

¹ 《从政策经济周期，如何推导出一季度修复？——“超悦策略”方法论系列之二》，谢超、陈治中、黄亚铷、李瑾，2019 年 2 月 25 日。

² 《从货币看市场略有低估——策略方法论之九：再论估值的锚》，黄亚铷、谢超、李瑾、黄凯松，2020 年 4 月 19 日。

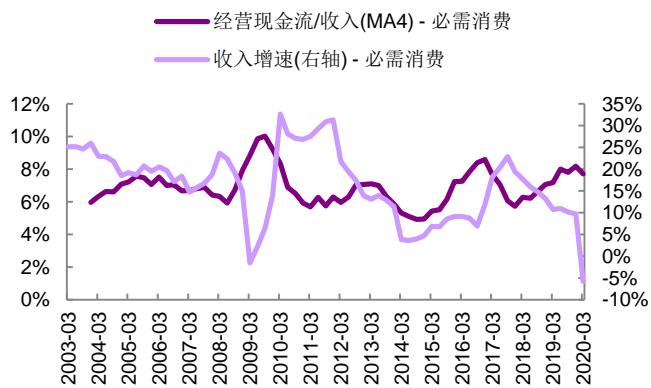
货币转化为企业盈利的行业，更有可能成为获取超额收益的行业。因此，我们将从追踪货币向盈利转化的思路去探讨下半年的行业比较问题。由于涉及**29个一级行业和近百个二级行业**，难以用统一的框架进行比较分析，为了尽可能地使得行业比较具有逻辑上的一惯性、可比性，我们将以现金流为切入点、作为一条线串起各行业的比较，与此同时，结合各行业最新的中观和微观数据去探讨其最新的景气动向，以此跟踪货币转化为各行业盈利的快慢。

2.1、消费：关注可选消费

2.1.1、必需消费：一季度受损小，估值已到历史高点

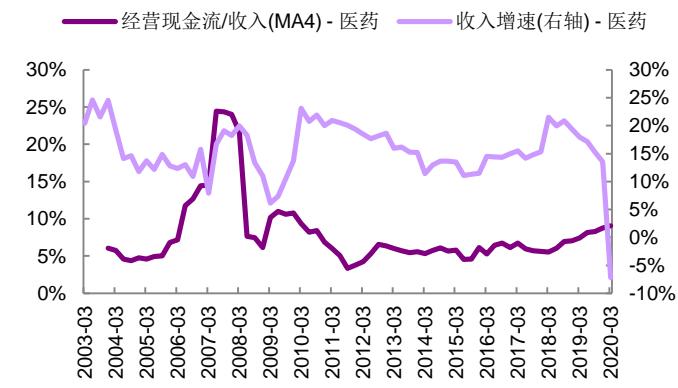
在一季度疫情冲击下的泥沙俱下中，四大必需消费品整体的营收增速也大幅下降至-5.85%（前值9.69%，2019年同期10.76%），与此同时，**现金流³**的表现却异常强劲，一季度经营性现金流净额/营收为7.71%（前值8.18%，2019年同期7.17%）。

图 10：必需消费品现金流与营收同比增速



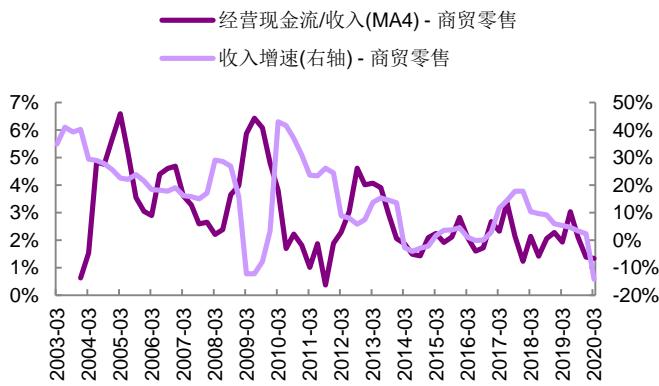
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 11：医药现金流与营收增速 (%)



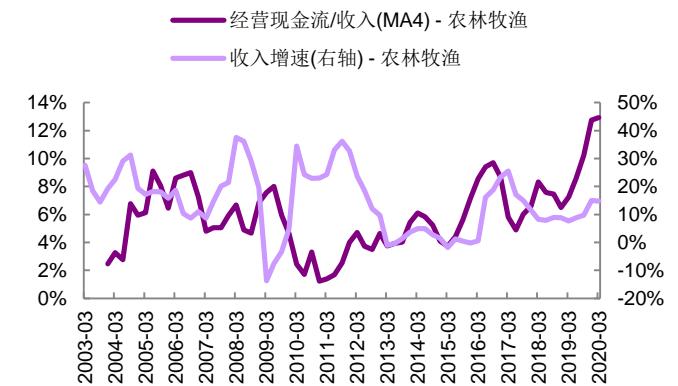
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 12：商贸零售现金流与收入增速 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

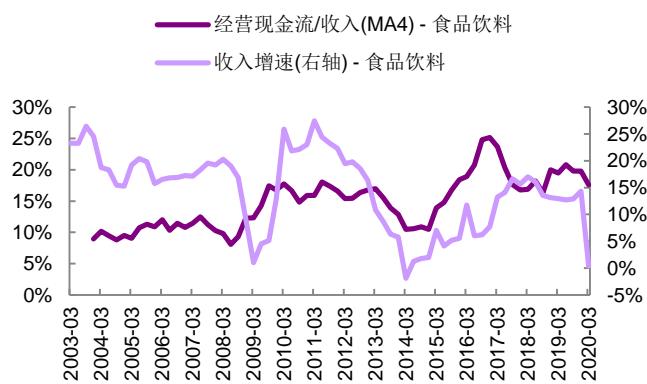
图 13：农林牧渔现金流与营收增速 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

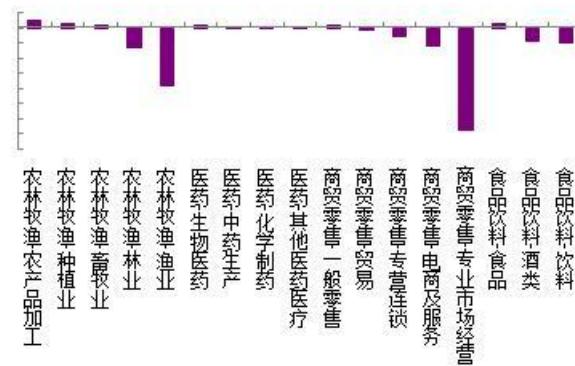
³ 本文中的“现金流”均指“经营性现金流净额/营业收入（MA4）”。

图 14：食品饮料现金流与营收增速（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 15：必需消费：2020Q1 经营现金流/总收入(MA4)相比 2019 年的环比变动



资料来源：Wind、光大证券研究所，单位：个百分点

(1) 医药行业：超额收益或降低

分行业来看，各个行业背后的逻辑并不一样。对于医药行业而言，疫情虽然严重冲击了它的营收，1 季度增速仅有-7.2%（前值 13.51%，同期 17.97%），但却利好它的现金流表现，2020Q1 医药行业的现金流持续改善至 9.08%（前值 8.76%，2019 年同期 7.42%）。如图 3 所示，强劲的现金流表现完全对冲掉了营收大幅下滑的不利影响，带动医药板块股价整体大幅上涨 20.4%，涨幅位列 29 个一级行业第一名。

往后看，疫情依旧是影响医药行业下半年表现的关键因素。如下表所列，除了新冠肺炎没有导致中青年人成为死亡主要群体外，无论是从传播效率，还是从患者病死率上来看，如果没有及时的隔离措施，我们经历的这一波似乎并不明显弱于 100 年前的美国大流感。100 年前的美国大流感来了三波、持续了三年，对于当前的新冠病毒，无论是中国的张文宏医生，还是美国的福奇博士，中外有很多具有社会影响力专家，都在担忧今年秋冬病毒会再次来袭⁴。这意味着至少在今年下半年，疫情对于医药行业的支撑作用可能不会很快消失，但另一方面考虑中国在一季度的战疫中积极增加防疫物资的生产，这意味着即便下半年疫情回潮，对医药行业现金流的利好可能不及上半年。与此同时，自 2012 年 12 月 1 日至 2020 年 5 月 15 日，医药行业的 PETTM、PB、PS 分位数依次是 98.5%、78.5%、66.9%，无论从哪个角度看都已经偏高估。因此，综合考虑下来，我们认为下半年医药行业的超额收益或将降低。

⁴<http://v.people.cn/n1/2020/0329/c413792-31652721.html>;
<http://world.people.com.cn/n1/2020/0414/c1002-31672768.html>

表1：新冠肺炎与美国1918大流感的一些对比

	新冠肺炎	美国1918年大流感
传染性	截至4月20日，全球211个国家累计确诊病例248.8万例，占全球总人口的0.03%；累计确诊病例最多的美国，病例80.1万例，占美国总人口的0.24%。	遍及全球，全球患病率大约1/3
病患死亡率	截至4月20日，各国病患死亡率从0.17%-20%不等，全球平均死亡率6.9%	全球平均来看6%
总人口死亡率	截至4月20日，各国累计患病死亡总数17.2例，占全球总人口的0.002%	全球算数平均死亡率1.15%，总死亡率2%
怪异的症状	武汉中心医院两位医生被ECMO救回后肤色发黑；细胞因子风暴、ARDS等	细胞因子风暴、ARDS、皮下气肿、口鼻等处喷射状出血、肠粘膜和子宫粘膜出血；严重的紫绀让人误以为是黑死病回来了
患者复阳问题	虽然复阳病例报道，但基本上不再具有传染性，自身病情也不太严重	作为威尔逊一战期间的重要外交顾问，豪斯上校曾于1918年3月、11月20日、1919年1月三次患上流感
病毒侵犯器官	不只是肺，心肝脾肾等重要脏器和生殖系统均有损伤	除了肺等主要内脏外，大脑和神经系统也是病毒攻击的方向
时间跨度	2019年年底有病例报道，此前或有更温和病株流行，2020年9月或有第二波来袭	至少持续了三年
尸体处理	纽约在无人岛上挖掘墓地埋葬尸体	病患死的太快、太多，尸体远远超出社会处理能力，死尸通常会被放在活人家里好多天，活人慢慢习惯了和死人住在一起
社会恐慌		美国总统威尔逊对大流感视若无睹，全身心投入到打赢战争的政治事业中。美国相关部门和媒体刻意掩盖大流感真相，出现塔西佗陷阱现象，加重了民众恐慌。互助精神消失，社会濒于解体：人与人之间的信任土崩瓦解，人们变得极端自私自利；儿童卫生局号召民众暂时接纳父母垂死或已双亡的儿童，应者寥寥；如果向邻居求助，他们不会进行帮助，恐惧之下人人自危。
国际冲突风险		美国一些官员刻意将大流感描绘成德国的阴谋，刻意的煽动起公众的情绪，迫使卫生部门浪费宝贵的战疫资源去调查这些阴谋背后的媒介。当时，一位名叫托马斯的旅行推销员被怀疑是传播流感的德国间谍被捕，后被释放，在10月17日费城有759人死于流感的第二天，他的尸体被发现在一家旅馆，手腕和喉咙都被割断。警方判定是自杀。

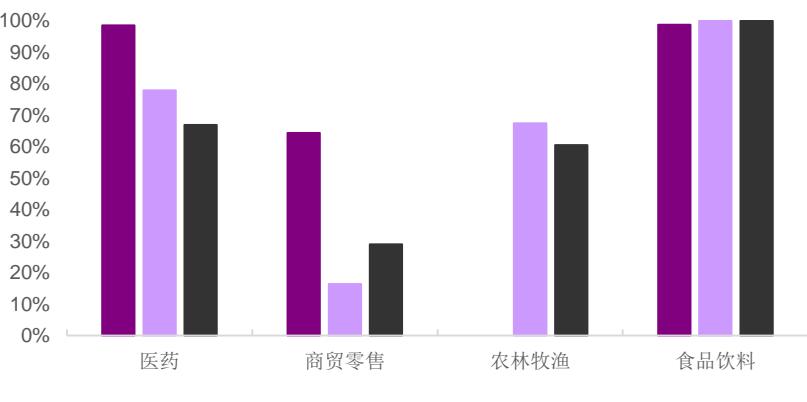
资料来源：Wind, THE CORONAVIRUS AND THE GREAT INFLUENZA PANDEMIC:LESSONS FROM THE “SPANISH FLU” FOR THE CORONAVIRUS’S POTENTIAL EFFECTS ON MORTALITY AND ECONOMIC ACTIVITY (2020年3月)，《大流感——最致命瘟疫的史诗》，光大证券研究所整理。

表2：新冠肺炎疫情初期及现阶段我国防疫物资日产能对比（万件/日）

防疫物资	2020年2月3日	2020年4月8日
口罩	1480.6	超1亿只
医用N95口罩	11.6	340
一次性医用防护服	2	150
自动式红外体温检测仪	0.15	1
手持式红外体温检测仪	1.5	40
核酸检测试剂	77.3	306

资料来源：光大证券研究所根据国务院联防联控机制新闻发布会所公布信息整理。

图 16：必需消费各一级行业的 PE、PB 和 PS 分位数



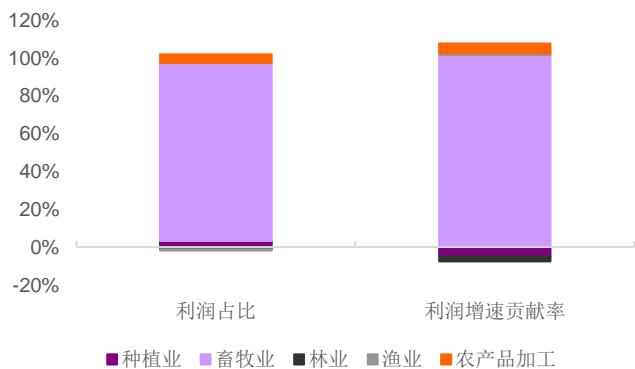
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据时间区间为 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 5 月 15 日

(2) 农林牧渔：景气已经越过高点

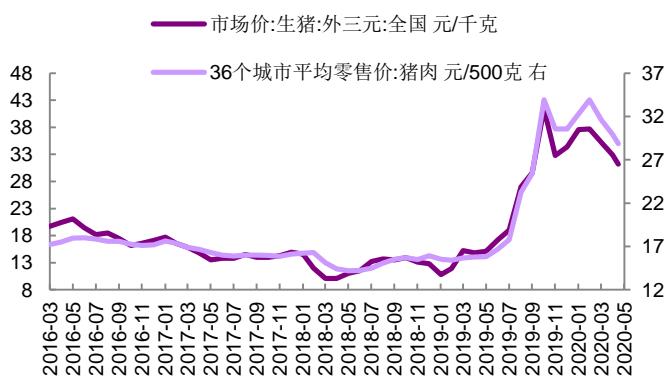
农林牧渔的 Q1 营收增速环比略降至 14.77%（前值 15.04%，同期 7.67%），现金流进一步上行至 4.83%（前值 2.5%，同期 -0.71%）。如图 3 所示，现金流和营收的高景气带动板块上涨排名第 3。农林牧渔一季度如此的高景气，从二级行业现金流表现看，主要受益于农产品加工、种植、养殖景气度的提升，但从行业一季度利润构成来看，一季度农林牧渔行业净利润的 94.0%、增速的 101.5% 由养猪为主的畜牧养殖行业贡献。因此，**农林牧渔一季度的高景气依然是猪周期高位的体现。**

图 17：2020 年 1 季度农林牧渔行业归母净利润的二级行业构成以及净利润增速的二级行业贡献



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 18：生猪及猪肉零售价格



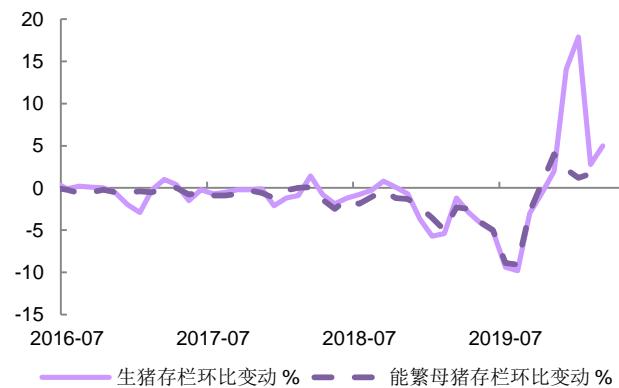
资料来源：Wind、光大证券研究所。数据区间为 2017 年 12 月 1 日至 2020 年 5 月 10 日

图 19：农林牧渔净利润增速与 CPI 猪肉分项同比增速 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所。数据截至 2020 年 4 月

图 20：生猪存栏量及能繁母猪存栏量的环比变动 (%)



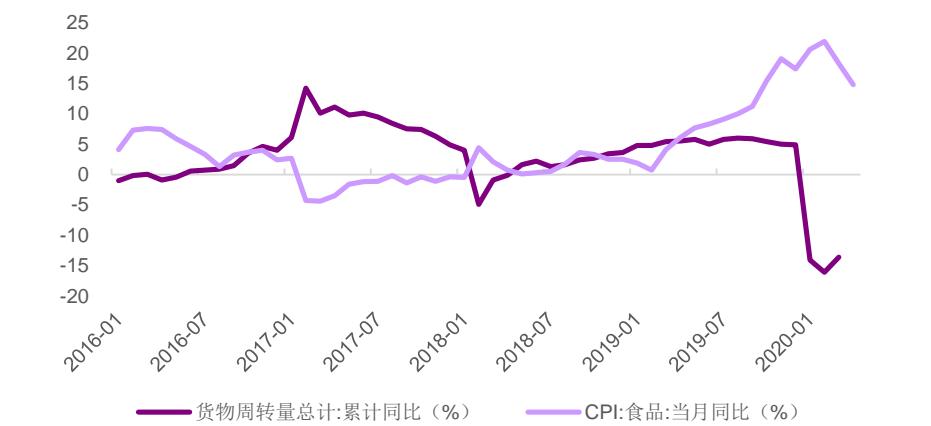
资料来源：Wind、光大证券研究所。数据截至 2020 年 3 月

值得注意的是，生猪存栏量环比增速已经从 2019 年 10 月转正，CPI 中的猪肉价格同比增速也在 4 月下降。截止到 5 月 10 日，外三元生猪价格已经降至 31.2 元/公斤，同比虽然还有 109% 的涨幅，但相比于今年 2 月 20 号 39.5 元/公斤的高点，已经下降了 21%。根据光大证券研究所农业团队的判断，今年猪价整体均价 25—28 元/公斤，前高后低，明年价格将随着产能修复，价格中枢将有所下降。目前农林牧渔的 PE 估值分位为 0%，作为一个典型的周期行业，这并非低估的信号，与此同时，该行业的 PB 已经达到 67%，意味着农林牧渔很有可能已越过景气高点，2020 年景气度可能回落。

(3) 食品饮料：下半年超额收益或下降，垄断势力仍支持长期看好

受到疫情的影响，食品饮料的 Q1 营收增速大幅下降至 0.37%（前值 14.5%，同期 12.97%），但食品饮料行业的现金流维持在 17.59% 的高位（前值 19.78%，同期 19.5%），带动整个行业上涨 11.5%，位列一级行业第五位（图 3）。不过，整个食品饮料行业的估值无论是从 PE、PB 还是 PS 的角度看，都已经处于几乎 100% 的历史分位，这是一个需要重视的风险。从二级行业的角度看，酒类和饮料的现金流都有一定程度的恶化，食品类的现金流是环比明显改善的，这可能是因为疫情一方面会引发一些对于生活必需品的预防性需求，另一方面隔离也造成物流不畅、供给不足的问题。伴随着中国疫情已经基本得到控制，预防性需求下降、货物运输出现明显改善，预计食品类价格上涨压力将进一步回落，这可能不利于食品类企业现金流的持续改善。

图 21：物流与食品通胀

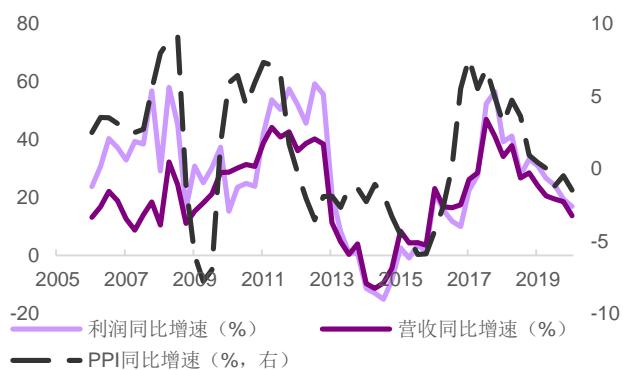


资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据时间区间为 2016 年 1 月 1 日至 2020 年 5 月 15 日

另外一方面，食品饮料行业中存在大量由品牌造就的具有较强垄断势力⁵的企业，使得必需消费品行业具备了一定的抗周期属性，在面对疫情的外生冲击时体现了较好的抵抗力，其中，白酒龙头（仅指贵州茅台、五粮液，下同）由品牌造就的垄断势力无疑是最强的。与此同时，对于两大白酒龙头而言，它们并不是简单的消费品，而是同时具备周期品和抗通胀的优质投资品属性，因而 PPI 和 CPI 都会对白酒龙头业绩产生影响。从数据上看，似乎是 PPI 决定了白酒的成长性，这意味着白酒本身具备较强的周期品属性；与此同时，白酒龙头的 ROE 与 CPI 高度相关，这样一个高度相关性的背后，很可能是 CPI 的走高有利于白酒龙头提价，有助于提高其销售净利率和资产周转率。展望下半年，CPI、PPI 可能会暂时处于下降或者低位，这可能会对白酒行情产生暂时的压制，不过，考虑到世界各国都在以高度宽松的货币对冲疫情产生的冲击，快速攀升的 M2 有可能对明年的通胀形势产生一定扰动，再加上 2020Q1 的毛利率与 ROE 表明白酒龙头的垄断势力依旧较高，因此从较长视角来看，高端白酒仍旧可能是具有长期投资价值的品种。

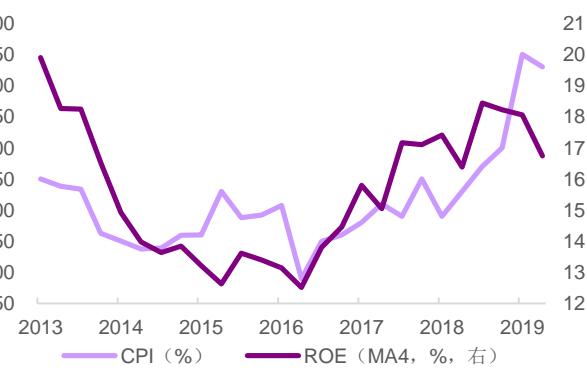
图 22：白酒龙头营收、净利润与 PPI 同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：截至 2020 年 Q1

图 23：白酒龙头 ROE 与 CPI 同比增速

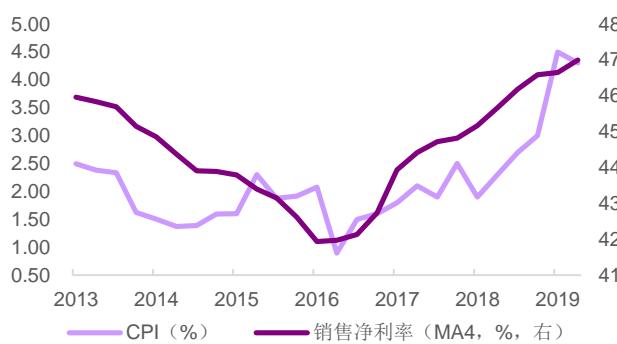


资料来源：Wind，光大证券研究所

注：截至 2020 年 Q1

⁵《垄断、周期与巴纳姆的核心资产——策略方法论之四：长期超额收益的来源》，谢超、陈治中、黄亚铷、李瑾、黄凯松，2019 年 7 月 21 日

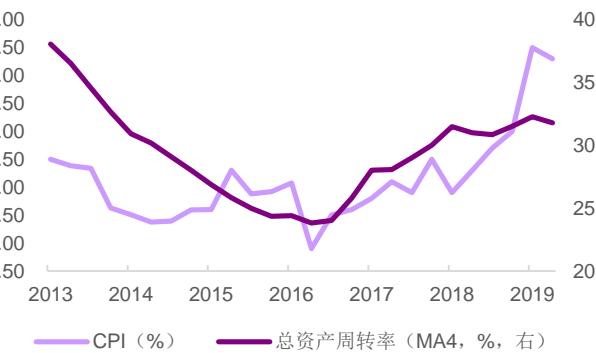
图 24：白酒龙头销售净利率与 CPI 同比增速



资料来源：Wind, 光大证券研究所

注：截至 2020 年 Q1

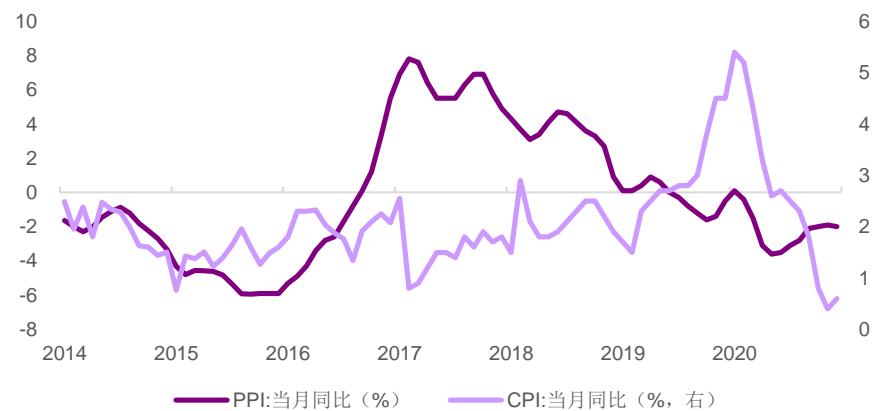
图 25：白酒龙头总资产周转率与 CPI 同比增速



资料来源：Wind, 光大证券研究所

注：截至 2020 年 Q1

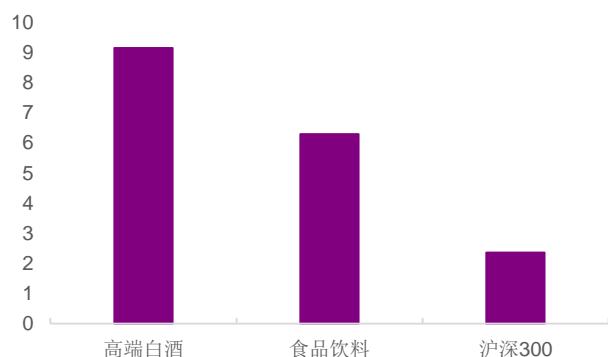
图 26：CPI、PPI 同比增速和下半年预期



资料来源：Wind、光大证券研究所

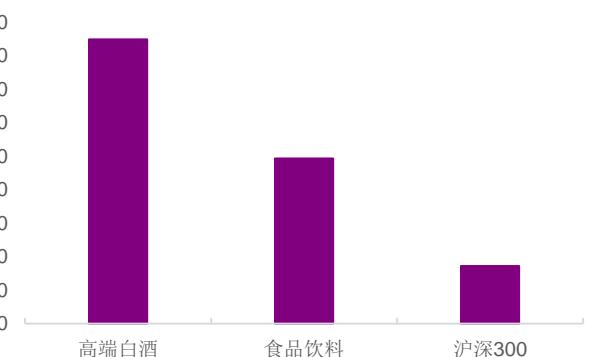
注：2020 年 5 月至 2020 年 12 月数值为光大证券研究所宏观团队预测值

图 27：2020 年 Q1 白酒龙头、食品饮料、沪深 300 指数 ROE 对比



资料来源：Wind, 光大证券研究所, 单位: %

图 28：2020 年 Q1 白酒龙头、食品饮料、沪深 300 指数的毛利率对比

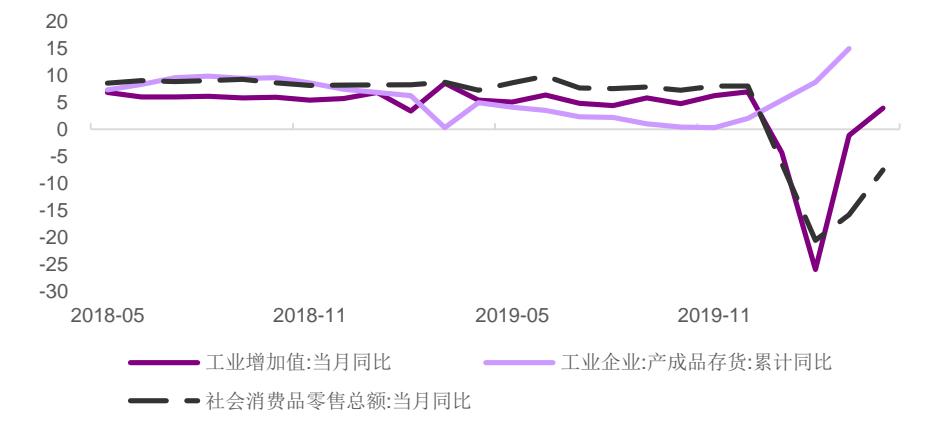


资料来源：Wind, 光大证券研究所, 单位: %

(4) 商贸零售：前景仍需观察

商贸零售在一季度的疫情冲击中受伤害较大，营收增速下行至-14.1%（前值2.37%，同期5.37%），不过现金流仅小幅下行至1.34%（前值1.39%，同期1.93%）。这样一个营收和现金流表现虽然导致商贸零售是表现最差的必需消费品，涨幅仅有0.47%，但依然跑赢了沪深300，在一级行业中排名第12位（图3）。虽然商贸零售的估值看起来并不如其他必需消费品那么贵，但由于新冠病毒尚未被完全肃清，因此相比于生产的快速反弹，社消的恢复进度并不理想，工业生产的库存累积问题比较明显，再加上病毒有可能在今年秋冬回潮，因此商贸零售下半年的表现仍需观察。

图 29：社消、工业增加值与库存累计同比（%）

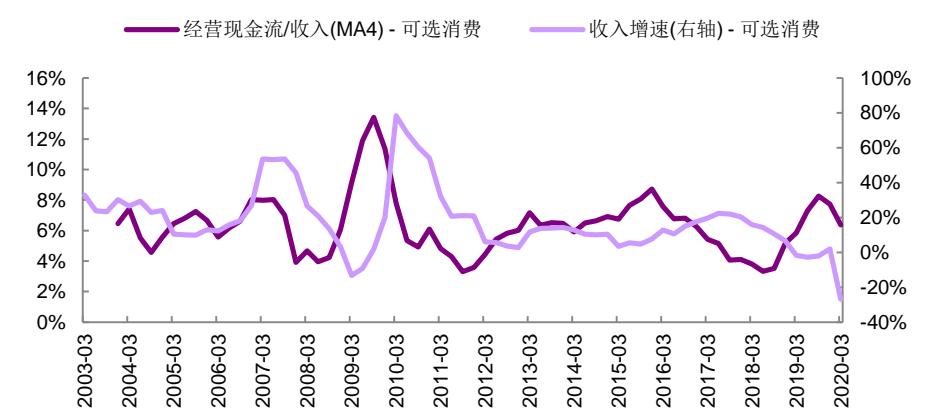


资料来源：Wind、光大证券研究所，截至2020年4月

2.1.2、可选消费：整体性价比较高

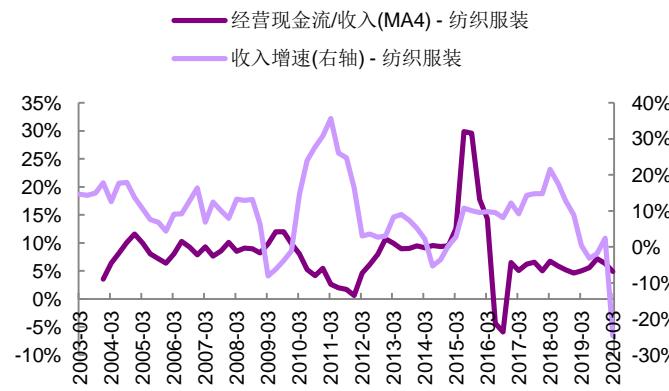
可选消费整体在2019年四季度呈现收入增速的企稳上行，但疫情对可选消费的收入增速、现金流和盈利能力都产生了较大负面影响。

图 30：可选消费现金流与营收增速



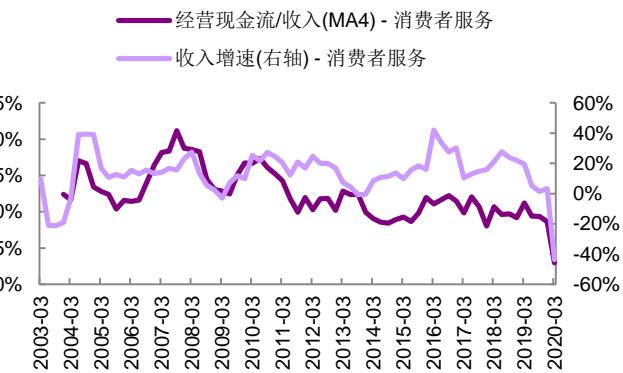
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 31：纺服现金流与营收增速（%）



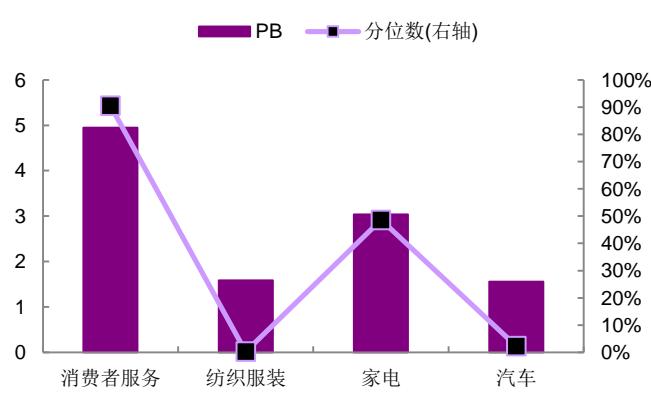
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 32：消费者服务现金流与营收增速（%）



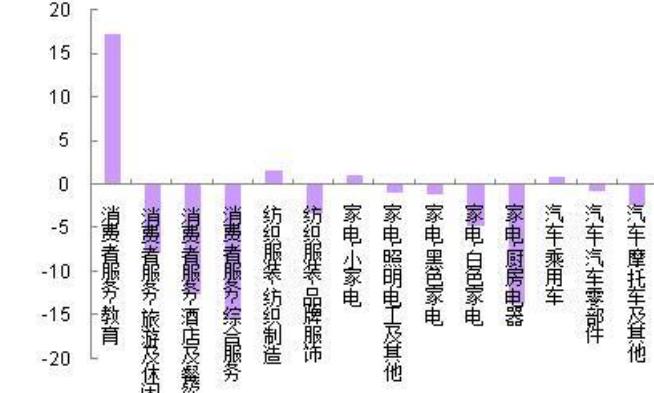
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 33：可选消费 PB 估值与历史分位



资料来源：Wind、光大证券研究所，时间跨度为 2012 年 10 月 -2020 年 5 月 8 日

图 34：可选消费：2020Q1 经营现金流/总收入(MA4)相比 2019 年的环比变动

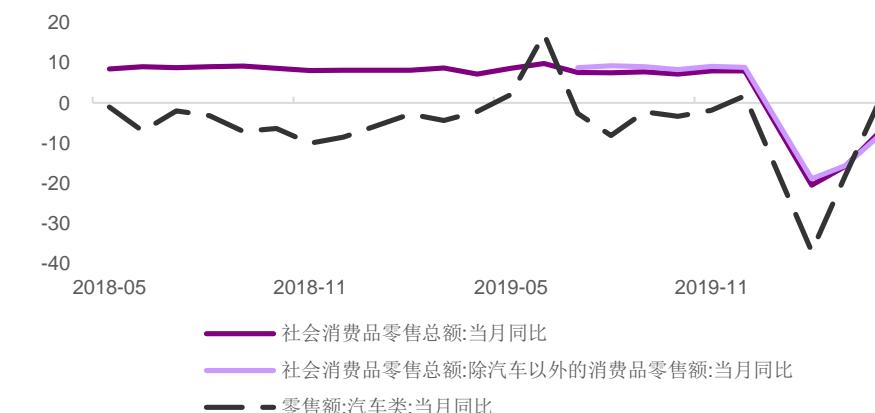


资料来源：Wind、光大证券研究所，单位：个百分点

(1) 汽车：曲折的复苏中

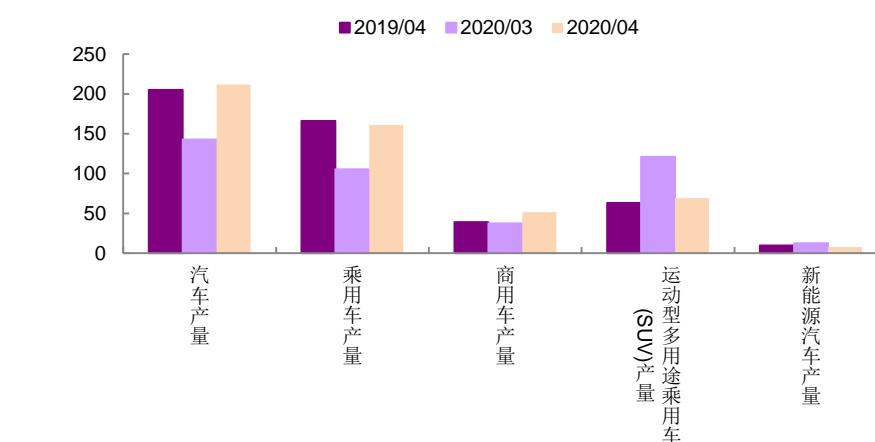
截止到 5 月 13 日，汽车板块今年下跌 2.3%，略跑赢沪深 300 指数。没有绝对收益主要是因为疫情打断了汽车行业去年的复苏态势，2020Q1 的营收增速大幅下行至 -33.16% (前值 -2.8%，同期 -6.4%)，现金流略下滑至 6.7% (前值 7.3%，同期 4.6%)。从二级行业的角度看，主要是乘用车的现金流仍在环比改善发挥了较大的支撑作用。从最新的数据上看，汽车销售正在以超越整体社消增速的方式较快恢复。从刚刚公布的四月份数据上来看，汽车正在以产、销均向好的方式快速复苏，**4 月汽车产量 212.1 万辆，同比增长 3.1%** (前值 -44.3%)。其中**4 月乘用车产量 160.7 万辆，同比下降 3.3%** (前值 -49.6%)。

图 35：汽车与社消当月同比（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020 年 4 月

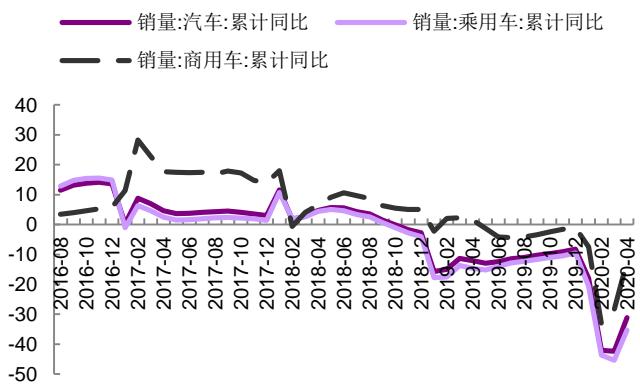
图 36：2020 年 4 月汽车产量（万辆）



资料来源：工信部、光大证券研究所

汽车销量也正在以较快速度改善，2020 年 4 月汽车销量 208.9 万辆，较上月的 143.4 万辆环比上涨 45.7%，同比也增长 5.5%（前值-43.1%）；其中乘用车销售 155.6 万辆，环比提升 48.7%，同比下降 1.2%（前值-48.2%）。新能源汽车 2020 年 4 月销量 7.2 万台，环比增长 36.2%，同比降幅 25.6%，同比降幅收窄 32.3 个百分点。

图 37：2020 年 4 月汽车累计销量同比增速 (%)



资料来源：中汽协、光大证券研究所

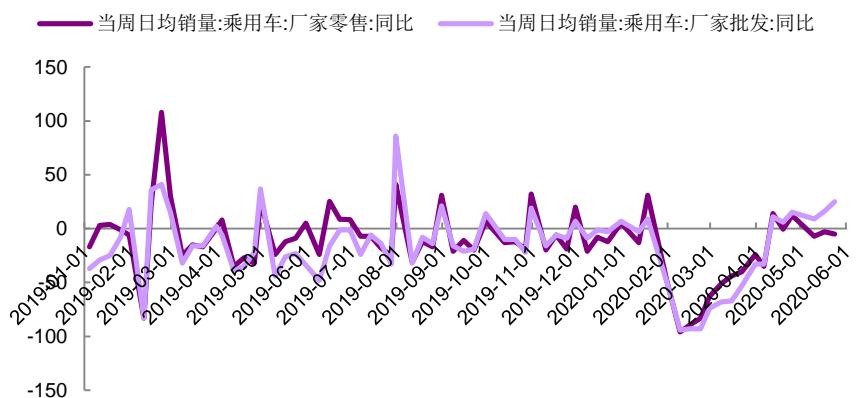
图 38：2020 年 4 月新能源汽车销量同比-25.6%



资料来源：中汽协、光大证券研究所

截至 2020 年 5 月 24 日，当周乘联会口径厂商日均零售为 4.1 万辆，同比下降 5%，批发为 4.9 万辆，同比增长 25%。虽然汽车高频数据出现了一些波折，但结合估值来看，目前汽车行业的 PB 只有 1.56x，位于历史 2% 的分位，估值水平较低。综合判断下来，我们认为汽车下半年的配置性价比比较高。

图 39：5 月汽车周度日均销量同比增速



资料来源：乘联会、光大证券研究所

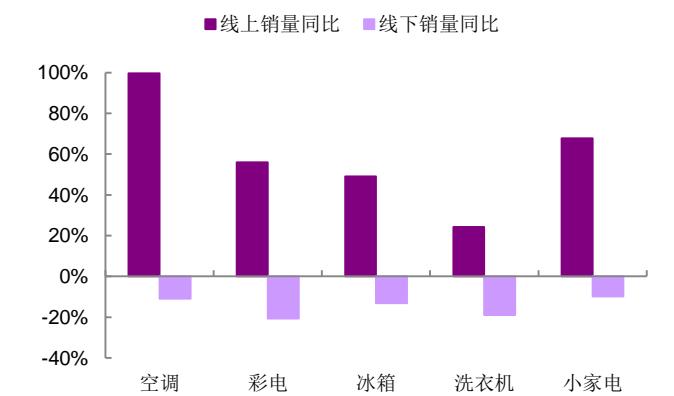
(2) 家电：无需过于悲观

作为典型的可选消费，家电在一季度也受到了巨大的冲击，营收增速大幅下行至-24.1%（前值 4.8%，同期 5.4%），不过现金流表现得较为稳健，一季度下行至 6%（前值 9.4%，同期 8.7%）。从二级行业角度看，现金流受伤最严重的是厨电，其次是白电和黑电，无需安装且能够提升居家生活品质的小家电在一季度的现金流是显著改善的。从二级行业角度看，家电一季度遭受的损失可能并非因为没有需求，而是因为厨电、白电等购买后存在人工上门的装配需要，在一季度大隔离的背景下明显会受到不利影响。因此，在疫情大隔离解除后，这部分需求有望在一定程度上得到修复。

近期的数据似乎也在印证这一点。产量方面，2020年4月家用空调、彩电、电冰箱和洗衣机产量的累计同比变动分别为-24.8%（前值-27.9%）、-10%（前值-10.3%）、-16.5%（前值-19.8%）、-11.1%（前值-11.9%），产量降幅小幅收窄。

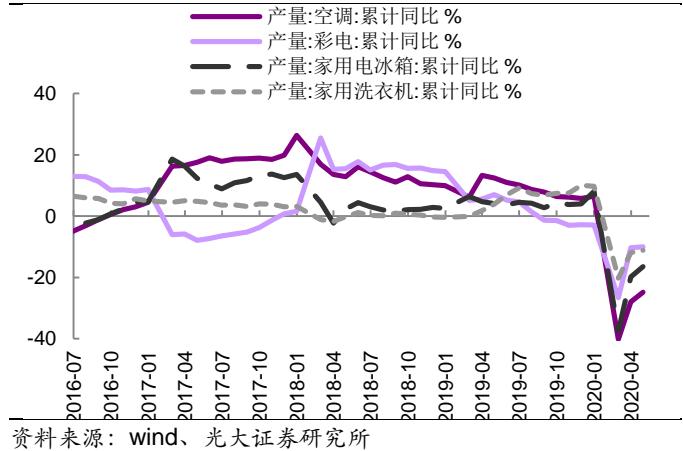
根据奥维云网今年“五一”家电促销的数据，线下销量同比虽仍下降，但降幅已经收窄，线上销量则是大幅增长。五一促销期间（04.20-05.03）家用空调、彩电、电冰箱和洗衣机的线上销量同比+99.7%、+55.9%、+49.1%和+24.3%，线下销量同比-11.0%、-20.7%、-13.1%和-18.9%。小家电表现好于大家电。五一期间小家电（电饭煲、电压力锅、破壁机、搅拌机、台式电烤箱）线上零售额共计13.2亿元，零售额同比上升67.8%；线下零售额共计2.5亿元，零售额同比下降9.9%。

图 40：2020 年“五一”期间家电销量



资料来源：wind、光大证券研究所

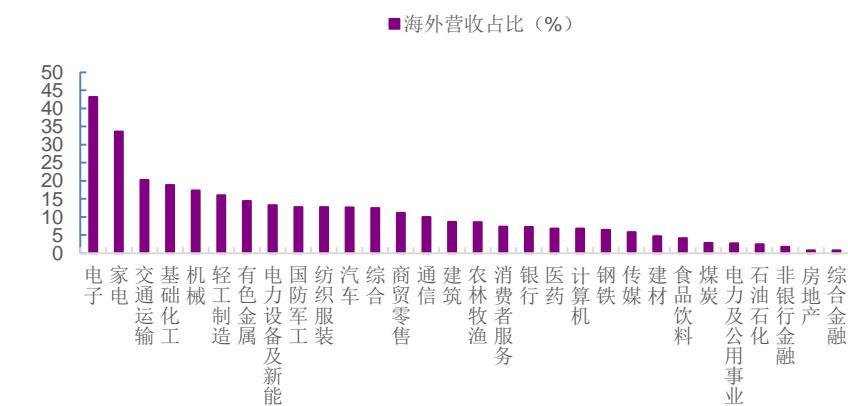
图 41：2020 年 4 月主要家电产量累计同比降幅收窄



资料来源：wind、光大证券研究所

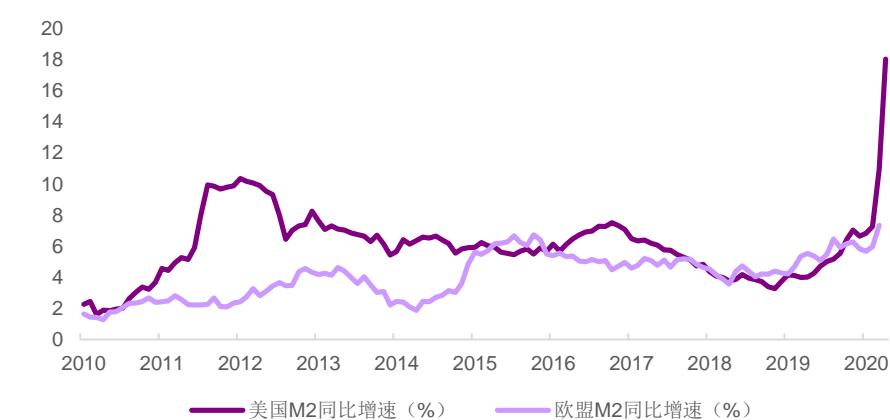
不过，与汽车销售主要在国内不同，家电行业的海外营收占比较高，高达34%，仅次于电子。不过，我们认为所谓的海外休克主要发生在供给侧，在货币化的需求侧，非但没有受到疫情的负面冲击，在各国财政政策因为种种原因受限的背景下，欧美等经济体普遍通过大幅货币宽松的方式在维稳经济，无论是欧盟还是美国的M2都在近期出现了近十年罕见的大幅攀升，因此，我们认为从货币的角度看，海外需求的拖累可能会好于预期。

图 42：2019 年各一级行业上市公司海外营收占比



资料来源：Wind、光大证券研究所

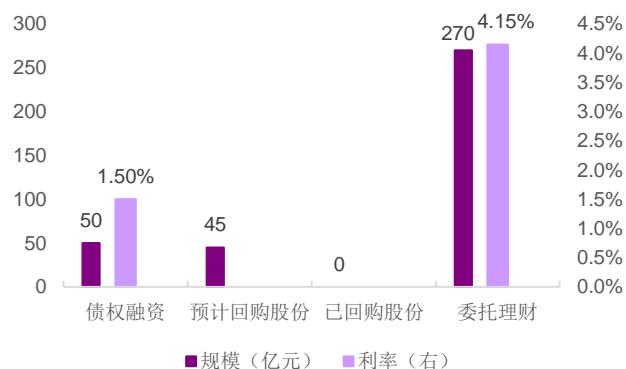
图 43：欧盟、美国的 M2 同比增速



资料来源：Wind、光大证券研究所，截至 2020 年 4 月

另一方面，从估值的角度看，目前家电的 PB 为 3 倍，虽然说不上非常便宜，但好在也不贵，处于历史 49% 的分位。还有一个新增的因素在支持家电的估值，即低利率下的融资。家电作为中国最成熟、最具有比较优势的行业之一，良好的竞争格局赋予了美的、格力等家电较强的垄断势力，使得他们可以更充分地享受目前低利率带来的融资红利，今年以来美的、格力已经分别发行了 50 亿元和 30 亿元的融资，加权融资成本分别是 1.50% 和 1.39%，低于以公告日价格计算的 2019 年度 2.98%、2.19% 的股息率。另一方面，格力在 4 月 18 日发布了回购股份的公告，在 4 月 30 日发布了《关于使用自有闲置资金进行投资理财的公告》；美的在 2 月 22 日发布了回购股份的公告，在 4 月 30 日发布了《关于使用自有闲置资金进行委托理财的公告》。

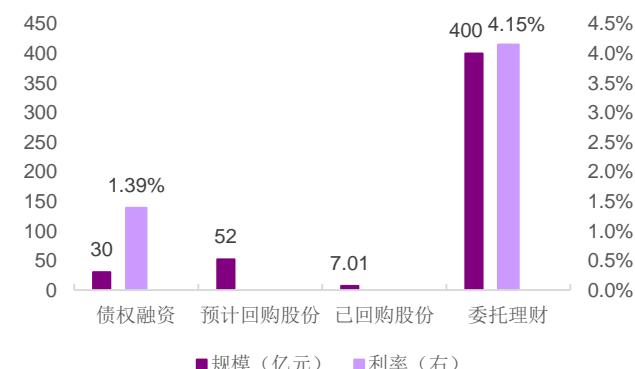
图 44：格力今年以来债券融资规模、利率，回购公告金额和进展金额，理财投资规模



资料来源：wind、光大证券研究所

注：委托理财利率采用大型商业银行 6 个月理财产品预期收益率表示，数据截至 5 月 10 日

图 45：美的今年以来债券融资规模、利率，回购公告金额和进展金额，理财投资规模



资料来源：wind、光大证券研究所

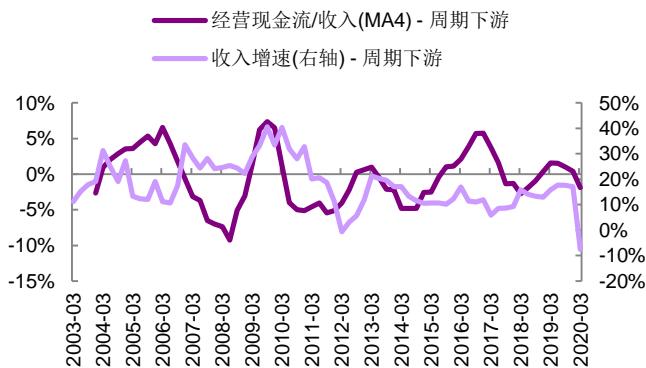
注：委托理财利率采用大型商业银行 6 个月理财产品预期收益率表示，数据截至 5 月 10 日

这样一种做法非常类似于我们在《一旦告别高增长，消费股会集体杀估值吗？——“超悦策略”方法论之六》（2019 年 9 月 27 日）里面对于美国龙头公司的总结：即便没有了高增长，龙头消费公司可以利用低利率的环境，凭借自身的垄断势力融到便宜的资金，进而通过回购等方式回报股东，维持较高的 ROE 水平，进而由 PEG 的定价方式实现向 PB 定价模式的转变。

2.2、周期：走出至暗时刻，寻找结构性机会

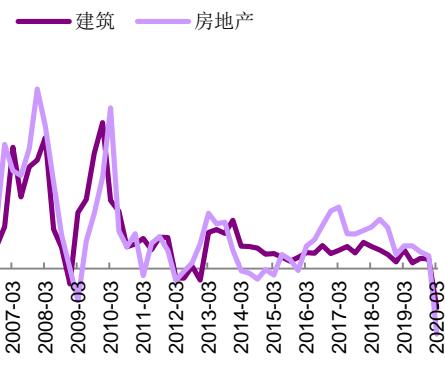
2.2.1、下游：基建、军工值得关注

对于将经济从一季度的冰封状态中解冻而言，除了汽车等可选消费外，最重要是地产、建筑、军工所构成的周期下游。其中，地产和建筑是常见的下游，2019 年以来下游的营收趋向于改善的同时，现金流占比下降。分行业来看，这一点在建筑行业体现得更明显，地产的营收增速在 2019 年下半年环比下滑，现金流也在环比下降。2020 年一季度地产和建筑的收入及现金流增速均下滑。对于地产这种代表经济自发增长动能的行业，通常是现金流领先于营收，但对于建筑这种作为逆周期调节的工具，可能会出现营收领先于现金流的特点。二级行业来看，地产中的房地产服务板块现金流环比改善，建筑施工的现金流下降幅度小于装修和设计板块。2020 年一季度军工行业的收入增速下滑，而利润增速和现金流占比却大幅提升。

图 46：下游⁶现金流与营收增速

资料来源：Wind、光大证券研究所

图 47：建筑、地产利润增速（%）



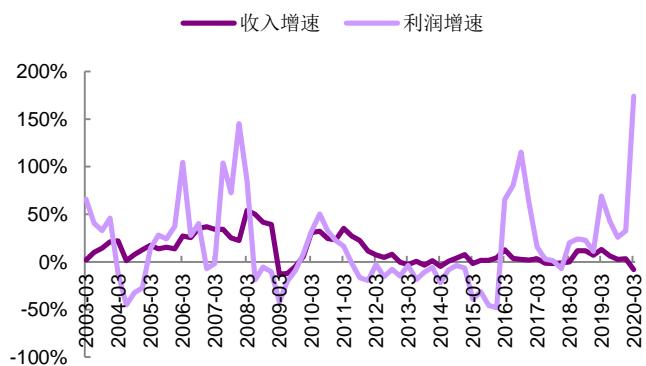
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 48：建筑现金流与营收增速（%）



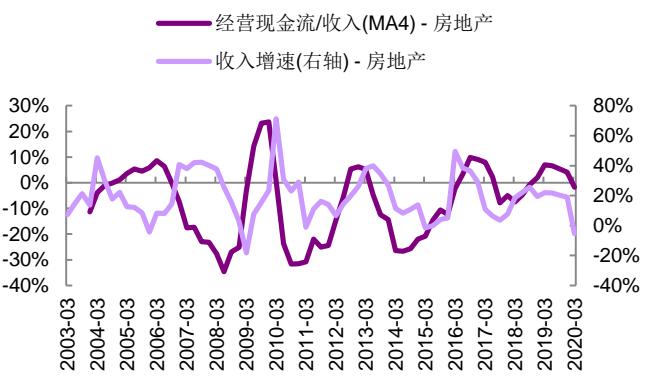
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 50：军工收入和利润增速



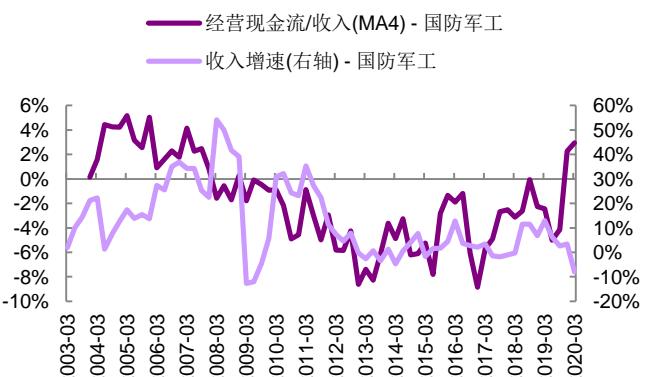
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 49：地产现金流与营收增速（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

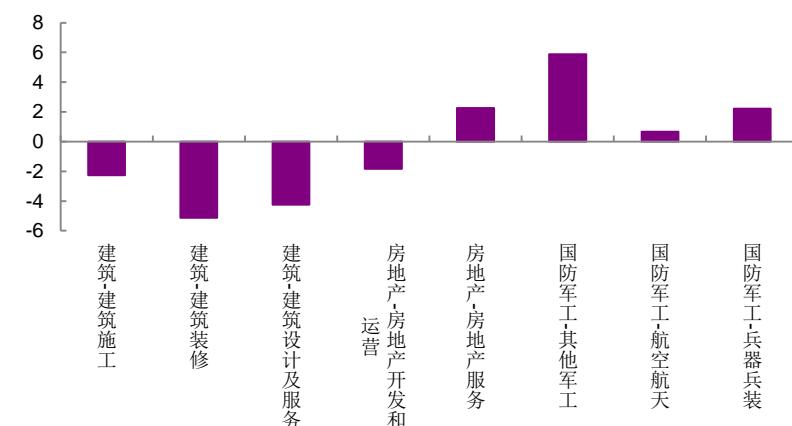
图 51：军工现金流与营收增速（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

⁶图中下游仅包括建筑、地产。

图 52：下游：2020Q1 经营现金流/总收入(MA4)相比 2019 年的环比变动

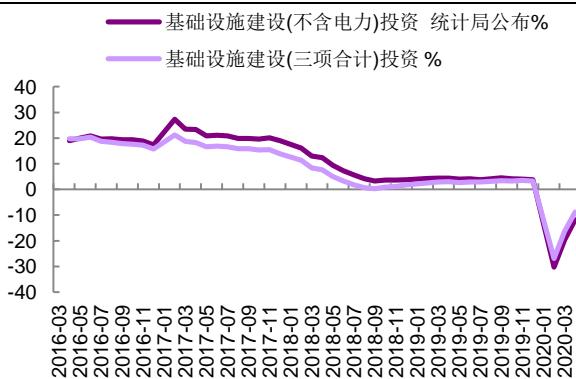


资料来源：Wind、光大证券研究所，单位：个百分点

(1) 基建仍在发挥支撑经济的重要作用

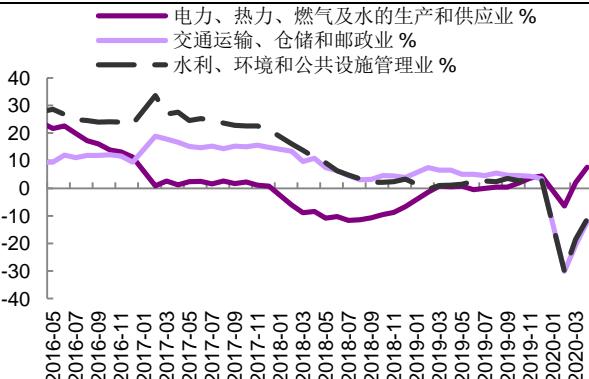
2020 年 1-4 月广义基础设施建设累计投资 3.77 万亿，累计同比下降 8.8%（2020 年 1-3 月-16.4%，去年同期 3.0%）。细分项看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业 2020 年 4 月固定资产投资累计同比增速分别为 7.6%（前值 2.0%），-12.1%（前值-20.7%），-11.2%（前值-18.5%）。近期公募基建 REITs 相关试点政策出台，虽然效力大小仍有待观察，但在方向上看，在中长期内有望形成对基建新的支撑作用。

图 53：广义基建投资累计同比-8.8%



资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 4 月

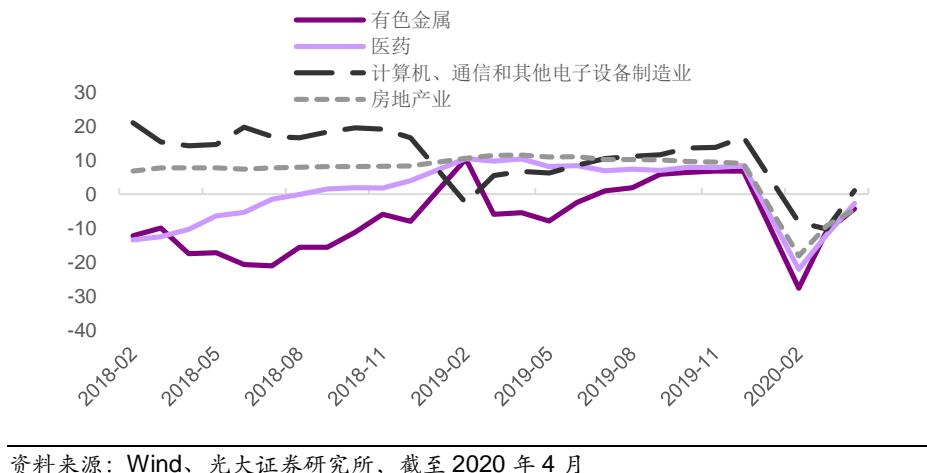
图 54：电力、交运、水利三个细分行业投资累计增速



资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 4 月

除了基建之外，4 月房地产开发投资累计同比下降 3.3%，前值-7.7%，当月同比转正至 7.0%。2020 年 4 月制造业固定资产投资累计增速同比下降 18.8%，前值-25.2%。从行业看，仅有医药制造业、有色金属冶炼及压延行业的 4 月单月投资跌幅收窄至个位数，而计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速由前 3 月的-10.2%上升至 4 月的 1.1%，高端制造业的投资增速明显恢复较快。

图 55：近期固定资产投资增速回升较快的行业（%）



(2) 房地产基本面向好，风险在于一线房价过度上涨的苗头

1-4 月全国商品房销售面积同比下降 19.3%（前值-26.3%），4 月单月同比下降 2.1%（前值-6.5%）。1-4 月新开工、施工、竣工、房地产开发投资分别同比-18.4%、+2.5%、-14.5%、-3.3%，增幅较 1-3 月分别+8.8pc、-0.1pc、+1.3pc、+4.4pc；4 月单月新开工、施工、竣工、房地产投资分别同比-1.3%、-0.2%、-8.8%、+7.0%，增幅分别较 3 月+9.1pc、+1.56pc、-7.9pc、+5.8pc。

图 56：2020 年 4 月房屋销售面积下滑 19.3%

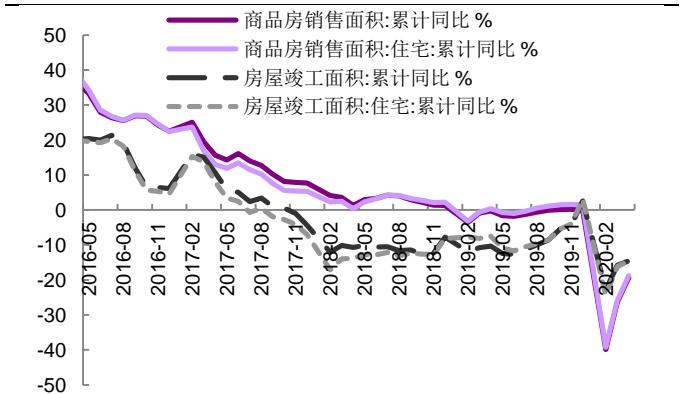
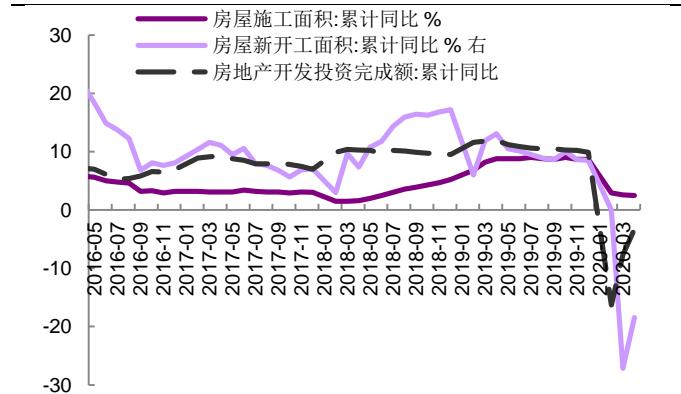
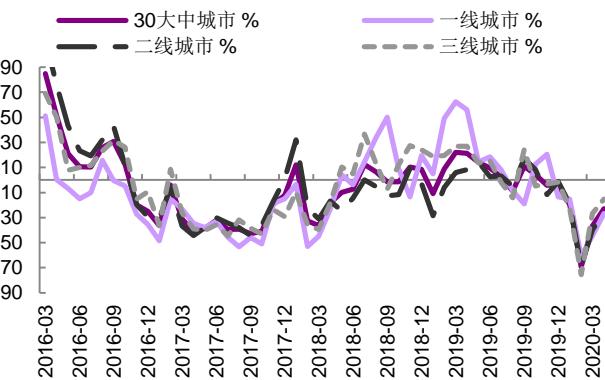


图 57：2020 年 4 月房屋新开工面积同比下降 18.4%



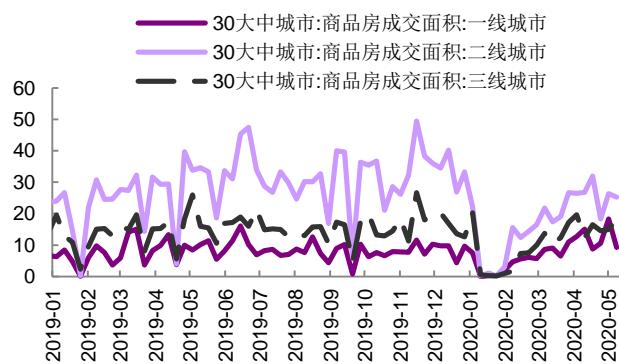
4 月单月商品房成交面积同比降幅收窄，一线城市降幅收窄较多。2020 年 4 月，30 大中城市商品房成交面积 1241.46 万平米，同比-19.49%，前值-36.61%。其中一线城市 4 月成交面积 239.96 万平米，同比下降 23.33%，前值-44.6%。二线城市成交面积 576.81 万平米，同比-23.03%，前值-39.8%，三线城市成交面积 424.70 万平米，同比-11.47%，前值-26.8%。不过，一线城市房价上涨再次加快，给地产政策的前景预期多少蒙上了一些阴影。

图 58：30 大中城市商品房成交面积当月同比增速



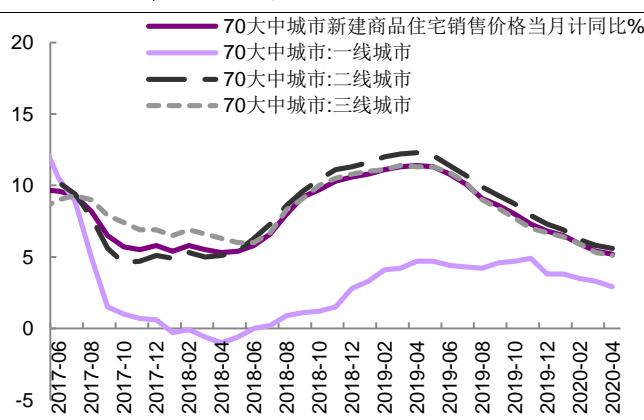
资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 4 月

图 59：30 大中城市商品房当周成交面积（万平方米）



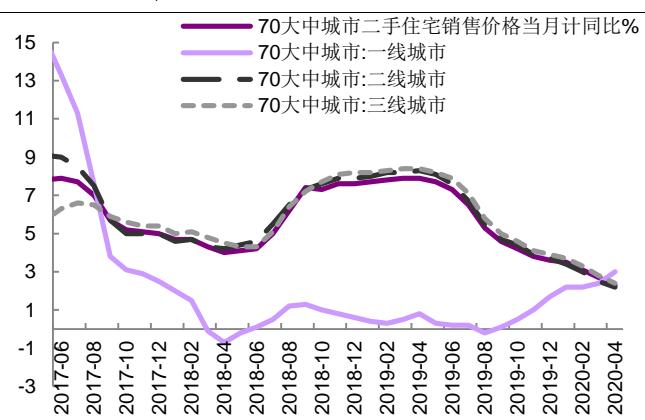
资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 15 日

图 60：70 大中城市：新建住宅销售价格当月同比



资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 4 月

图 61：70 大中城市：二手住宅销售价格当月同比



资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 4 月

(3) 值得加大关注的军工

在 29 个一级行业中，一季度最让我们意外的是军工行业的表现。虽然营收也难免遭受到了疫情的冲击，增速大幅下降至 -8.05%（前值 3.35%，同期 12.97%），但现金流却改善至 2.95%（前值 2.27%，同期 -2.45%）。良好的现金流带动了军工板块整体上涨约 9.8%，位列一级行业涨幅的第 7 位。从二级行业看，主要受益于生产军民共用的红外测温设备等其他军工表现较好，不过，航空航天设备及兵器子行业现金流也有环比提升。往后，我们继续看好军工的配置价值。一方面，人类和病毒的“战争”还在继续，军民共用的战疫物资生产仍有可能维持高景气；另一方面，就像一百年前的美国大流感一样，作为墨菲定律产物的病毒，造成了国际冲突风险，而从美国一百年前的应对经验看，“无恃其不攻，恃吾有所不可攻”的均势策略是有效遏制国际冲突风险变成国际冲突事实的重要手段之一⁷。

在一战初期，英美并非当前那么亲密的盟友关系，甚至可以说他们之间的冲突风险较大。因为美国在一战爆发初期的立场是两边卖东西发战争财，但是英国作为海上霸主，却利用自己的海上霸权对德国实行禁运，禁止中立

⁷《美国大流感 1918：股市没那么糟——百年前战争、病毒与股市的互动启示》，谢超、黄亚铷、李瑾、黄凯松，2020 年 4 月 25 日

国和同盟国做生意，这样就激化了英美矛盾。对此，在1916年12月26日，美国就向英国发出了正式的抗议照会，但英国凭借强大的制海权，继续我行我素，美国无论如何抗议也并不能奈何英国。此后，**英国的封锁行动升级**，以防止禁运品流入同盟国为由搜查了美国邮船；并于**1916年7月18日**提出了针对**87家**被怀疑向德国提供过援助的美国公司黑名单，禁止英国臣民与美国这些公司进行贸易，由于英国的霸主地位，上了英国的黑名单就意味着剥夺了这些公司做生意的权利。

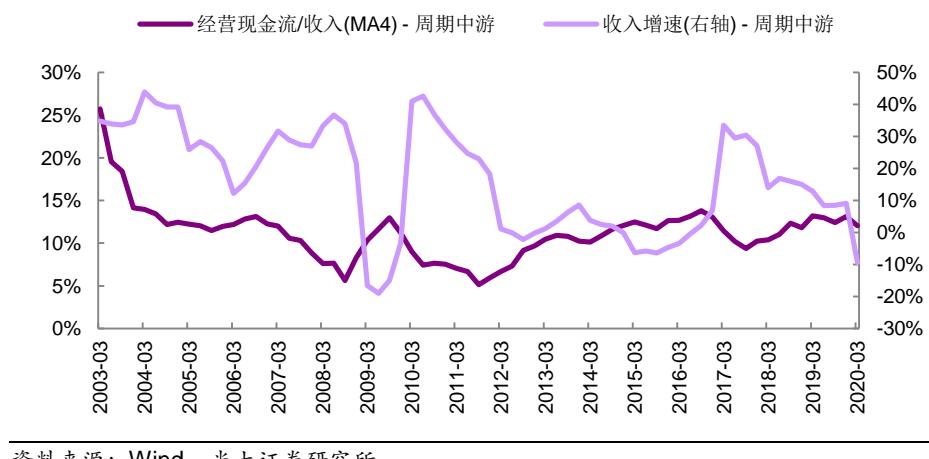
对此，面对英美之间日益激化的国际冲突风险，时任美国总统威尔逊宣称：“让我们建立一支比英国海军更强大的海军，随心所欲地行动”；“在这个世界上，没有一支海军像美国海军一样须控制如此广阔的防御区，因此，依我所见，美国海军应当成为举世无双、最完备的海军”。1916年9月8日，美国国会投票通过海军拨款法，规定建造137艘各类新舰只⁸。

2.2.2、中游：结构性机会可期

2019年中游整体现金流改善和增速企稳的趋势未能在2020年一季度延续，**中游8个行业仅电力设备及新能源行业的现金流延续了2018年以来的改善**。其中基础化工、建材、机械、轻工、交运、电力及公用事业的现金流/收入比例在2019年提升，但2020Q1出现下降；电力及公用事业行业的现金流/收入比例下降幅度略小，相对稳定，而钢铁现金流在2018年三季度以来的持续下降趋势仍延续。

二级行业中，2020Q1 电力设备及新能源中的电源设备现金流情况明显改善，机械中金属制品、通用设备，以及化工中农用化工，电力设备中的电气设备现金流环比改善。现金流占比环比下降最大的是建材中的装饰材料。

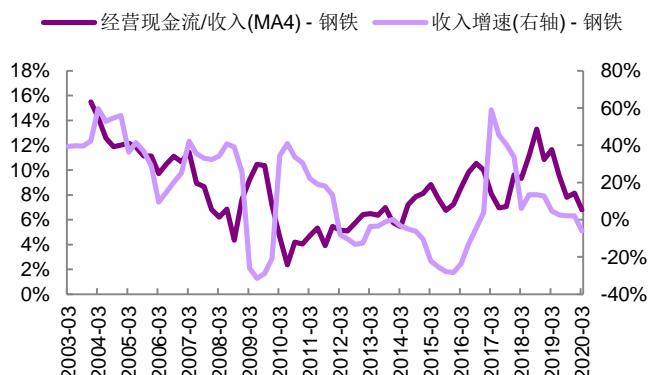
图 62：中游现金流与营收增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

⁸详见《美国通史第4卷：崛起和扩张的年代 1898-1929》，余志森等著。

图 63：钢铁现金流与营收增速（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 64：建材现金流与营收增速（%）



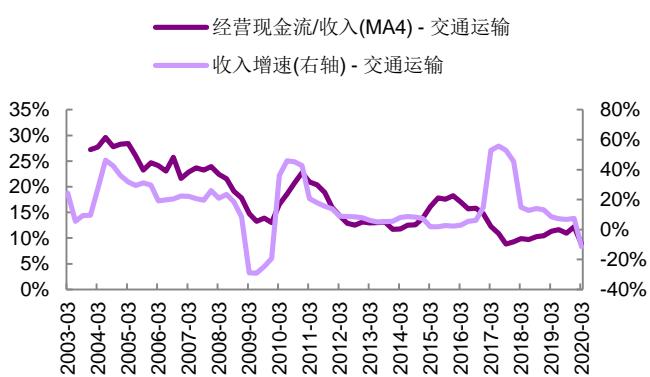
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 65：基础化工现金流与营收增速（%）



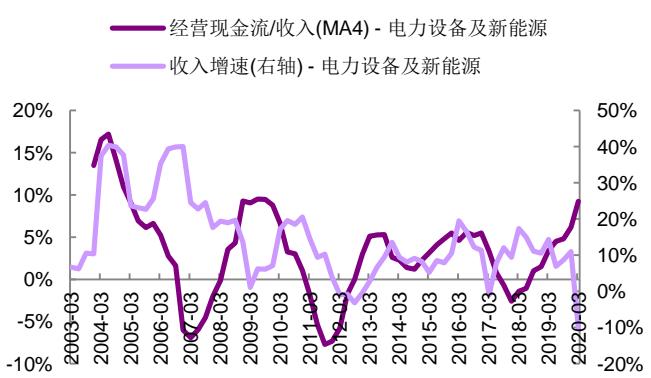
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 66：交运现金流与营收增速（%）



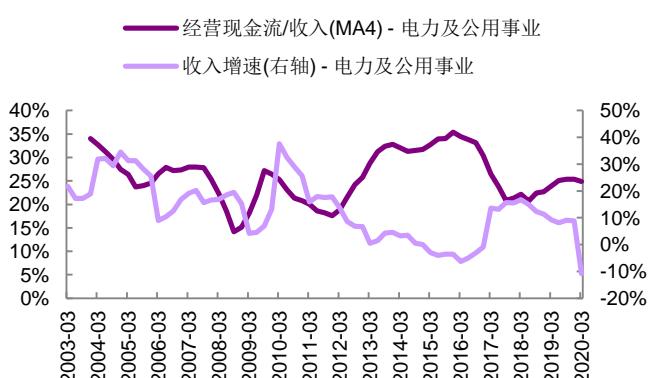
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 67：电力设备与新能源现金流与营收增速（%）



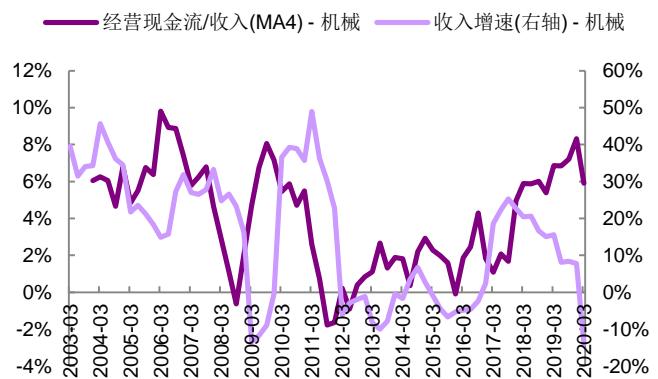
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 68：公用事业现金流与营收增速（%）



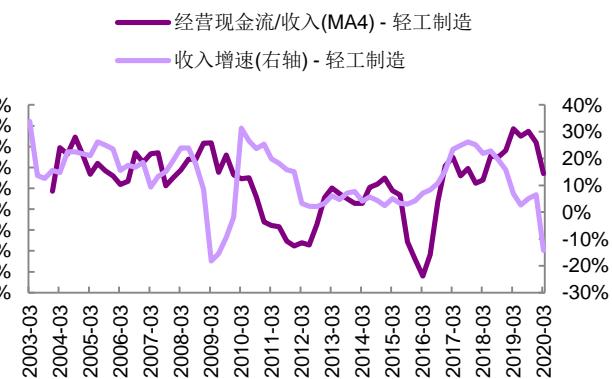
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 69：机械现金流与营收增速（%）



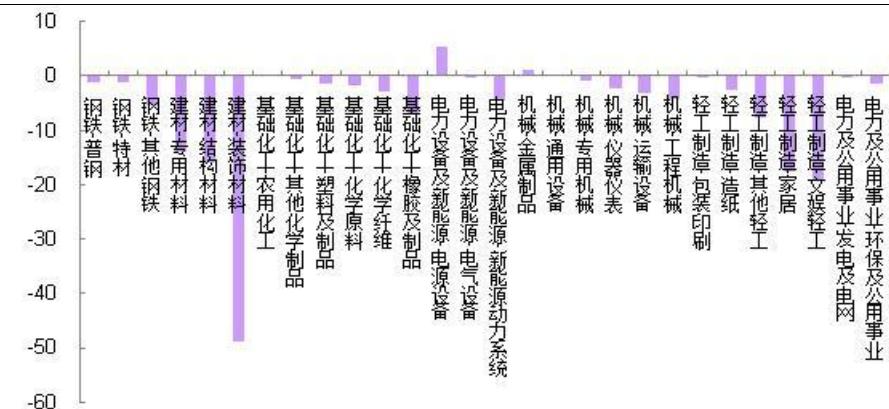
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 70：轻工现金流与营收增速（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 71：中游：2020Q1 经营现金流/总收入(MA4)相比 2019 年的环比变动



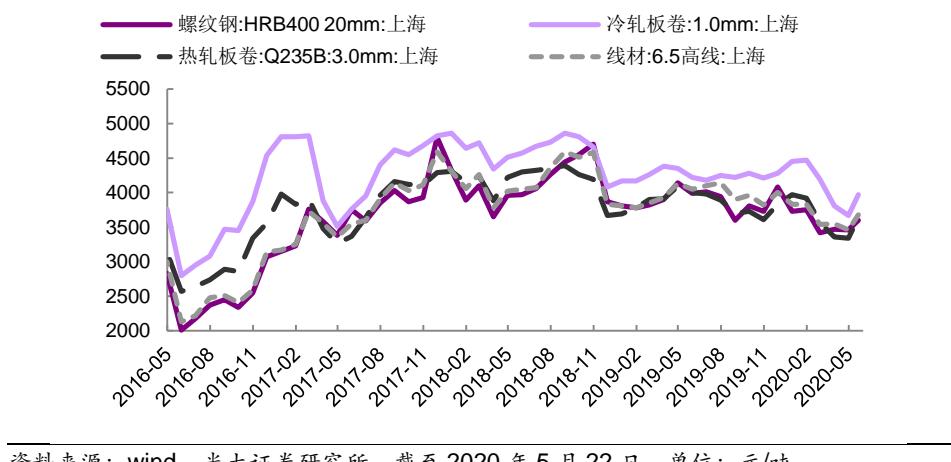
资料来源：Wind、光大证券研究所，单位：个百分点

作为被周期下游和消费带动的行业，周期中游在一季度的表现普遍较差是可以预期的，不过从最新的数据来看，周期中游已经出现了一些改善迹象，这也和汽车、地产、基建等逆周期调节抓手的向好形成了呼应。

(1) 钢铁：高炉开工率提升，供求两旺

5月以来钢铁高炉开工率大幅上行，主要钢材价格也有所上涨，主要钢材库存虽还在高位，但已经连续2月处在去库中，体现了地产和基建等投资活动的支撑作用。螺纹钢、冷轧、线材、热轧价格有所提升。截至2020年5月22日，代表产品螺纹钢（HRB40020mm:上海）、冷轧板卷（1.0mm:上海）、热轧板卷（Q235B:3.0mm:上海）和线材（6.5高线:上海）价格分别为3610元/吨、3970元/吨、3620元/吨、3680元/吨，分别较2020年4月底变动+4.3%、+8.2%、+8.4%和+6.4%。

图 72：2020 年 5 月以来螺纹钢、线材、冷轧、热轧价格上升

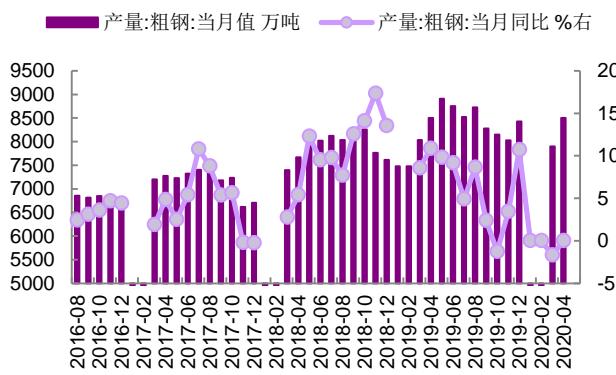


资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 22 日，单位：元/吨

产量：4 月粗钢产量与去年同期持平（3 月同比-1.7%）。2020 年 4 月粗钢产量 8503 万吨，与去年同期基本持平，3 月为同比下降 1.7%。**2020 年 5 月高炉开工率上升幅度加大。**2020 年 4 月底全国高炉开工率为 69.06%，至 2020 年 5 月 15 日上升至 70.44%；唐山高炉开工率 2020 年 4 月底为 74.64%，截至 2020 年 5 月 15 日上升至 83.33%。

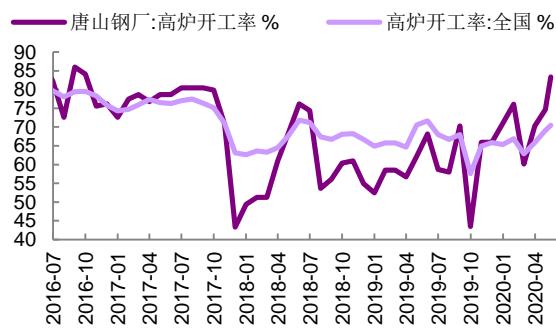
库存：2020 年 4 月以来主要钢材库存继续回落，但仍处在历史高位。截至 2020 年 4 月 30 日，主要钢材库存 2013.22 万吨，环比减少 17.2%，同比增长 47.3%。截至 2020 年 5 月 15 日，库存降至 1710.44 万吨，较 4 月底减少 15.0%，相对去年增加了 54.8%。

图 73：2020 年 4 月粗钢产量持平 2019 年同期



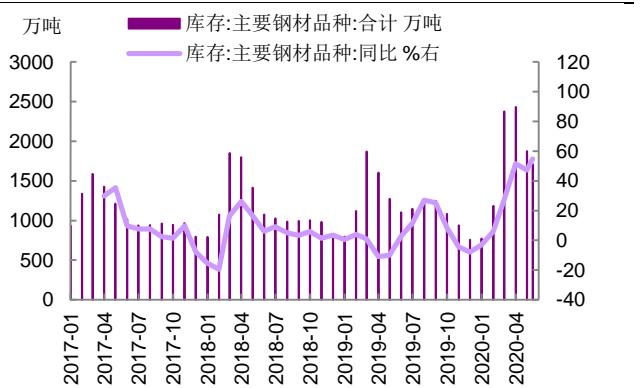
资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 4 月

图 74：2020 年 5 月高炉开工率大幅上行



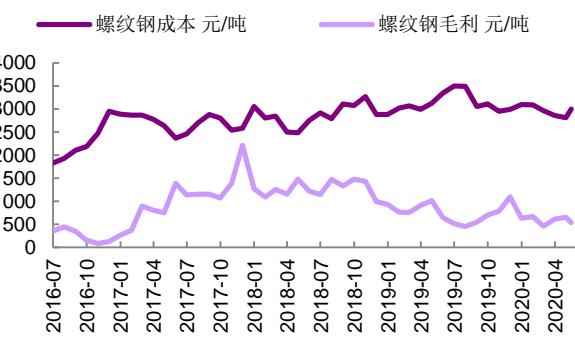
资料来源：wind、光大证券研究所，横轴为距离当年除夕的周数，除夕为 0，截至 2020 年 5 月 15 日

图 75：4-5 月主要钢材去库存延续



资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 15 日

图 76：2020 年 5 月螺纹钢毛利下降



资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 15 日

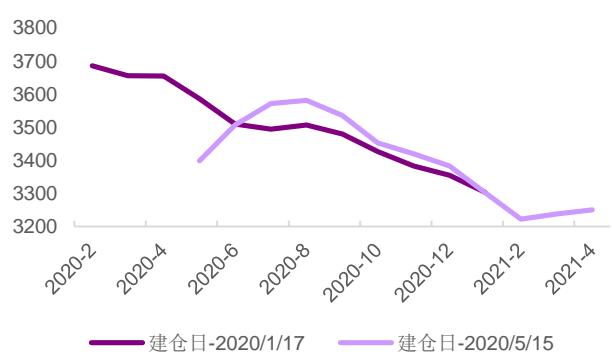
不过，需要说明的是，从期货市场的预期来看，无论是螺纹还是热卷，远期合约仍旧处于比较明显的贴水状态。而且即便是在春节前的**1月17日**，期货市场对于下半年钢铁价格的判断也是处于深度贴水的预期中。这对于下半年的钢铁板块行情而言可能并不是一个积极信号。

图 77：热卷期货合约结算价（元/吨）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 78：螺纹钢期货合约结算价（元/吨）

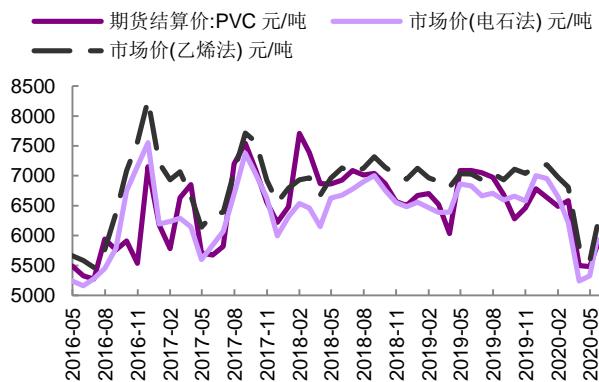


资料来源：Wind、光大证券研究所

(2) 化工：复产复工带动主要品种价格上涨

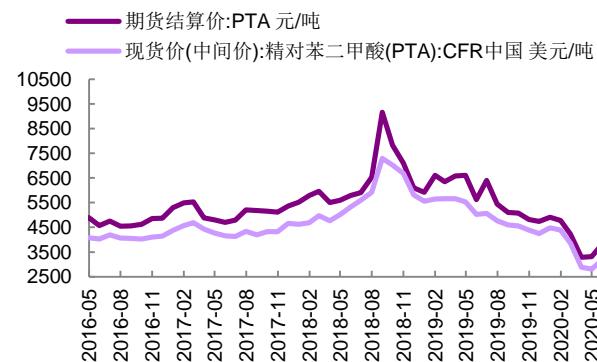
相比于四月底，截至 5 月 22 日，涤纶上游 PTA 期货结算价涨 7.4%；现货中间价（CFR 中国）涨 8.7%；PVC 市场价电石法和乙烯法及期货结算价分别上涨+11.5%、+10.3% 和 +6.4%；低密度聚乙烯期货价上涨 7%，现货价上涨 5.1%；聚丙烯现货中间价（CFR 东南亚）上涨 4.5%。

图 79：5月 PVC 现货、期货价格大幅反弹



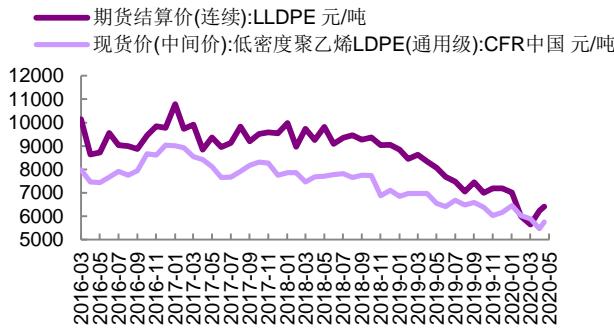
资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 22 日

图 80：2020 年 5 月 PTA 现货价和期货价上涨



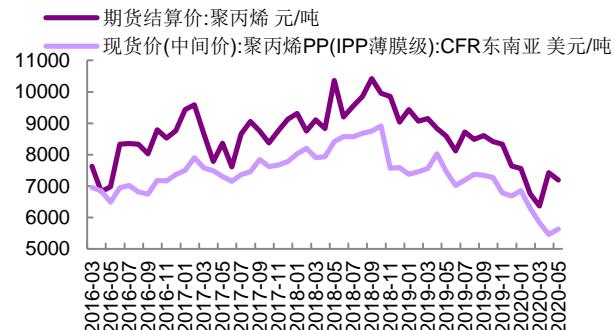
资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 22 日

图 81：2020 年 5 月现货价格跌幅减小，期货有所上涨



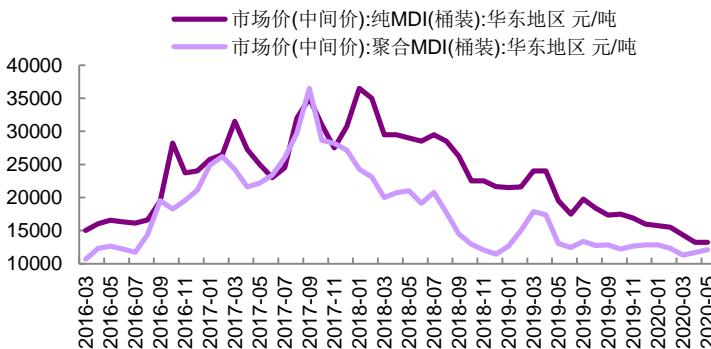
资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 15 日

图 82：2020 年 5 月以来聚丙烯现货价触底反弹，期货价格有所回落



资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 15 日

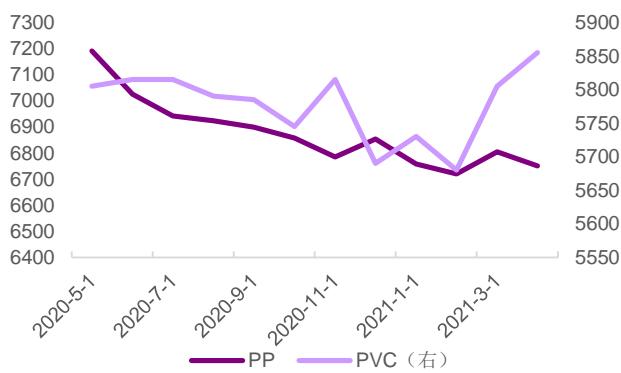
图 83：2020 年 5 月纯 MDI 价格较 4 月持平，聚合 MDI 价上涨 3.4%



资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 15 日

此外，从期货市场来看，甲醇、乙二醇期货下半年呈现升水态势，PVC、PP 也有望在下半年出现触底。综合来看，下半年化工板块的基本面可能存在结构性的改善机会。

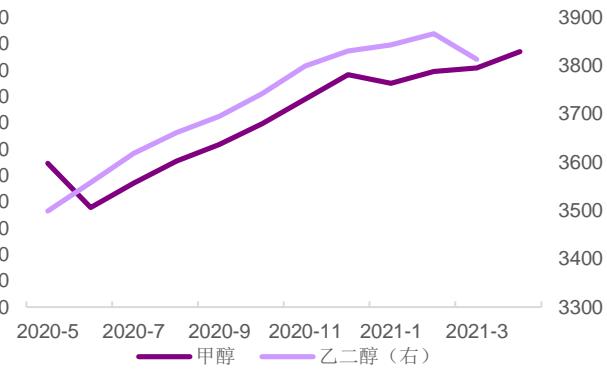
图 84：PVC、PP 远期合约结算价（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：远期合约起始日均为 2020 年 5 月 15 日

图 85：甲醇、乙二醇远期合约结算价（元/吨）



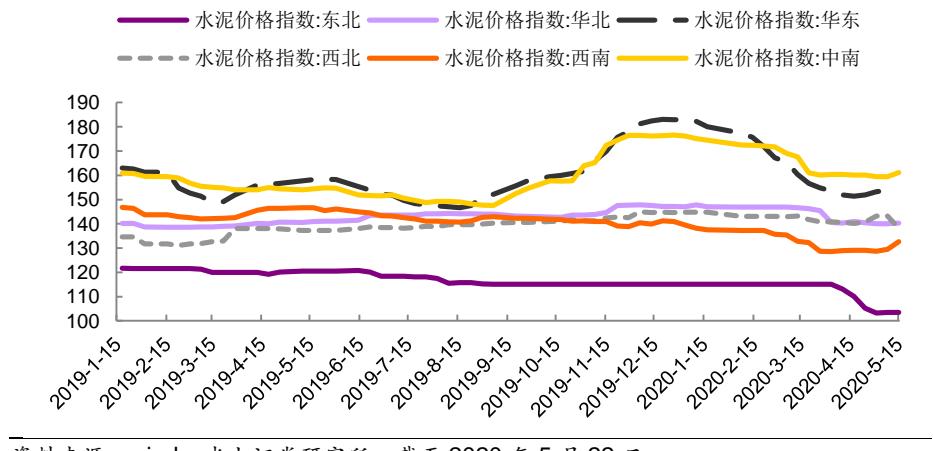
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：远期合约起始日均为 2020 年 5 月 15 日

(3) 建材：水泥价格上涨，玻璃止跌企稳

在基建、地产投资快速恢复的带动下，截止 2020 年 5 月 22 日，普通硅酸盐水泥价格为 428 元/吨，较 2020 年 4 月底上涨 0.9%，西南、华东、中南地区水泥价格上涨较为明显。

图 86：2020 年 5 月中上旬华东、西南、中南地区水泥价格指数上行



资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 22 日

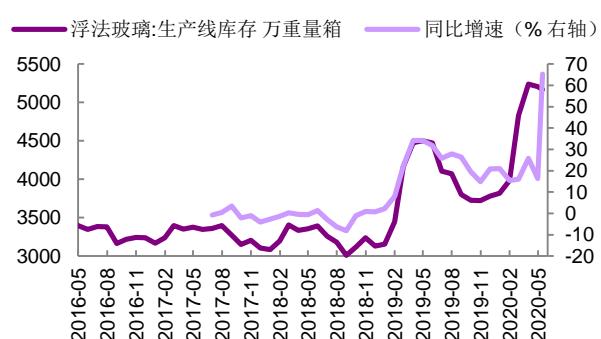
2020 年 5 月浮法玻璃价格呈现企稳态势，截至 5 月 22 日，期货价格明显上涨。同时，浮法玻璃库存也较 4 月底下降。2020 年 4 月平板玻璃现货价环比下降 16.9%，玻璃期货价下降 22.1%；2020 年 5 月以来，截至 2020 年 5 月 22 日，平板玻璃现货价较 2020 年 4 月底持平，截至 5 月 22 日玻璃期货价上涨 12.8% 至 1322 元/吨。

图 87：5月浮法平板玻璃现货价格止跌企稳



资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 22 日

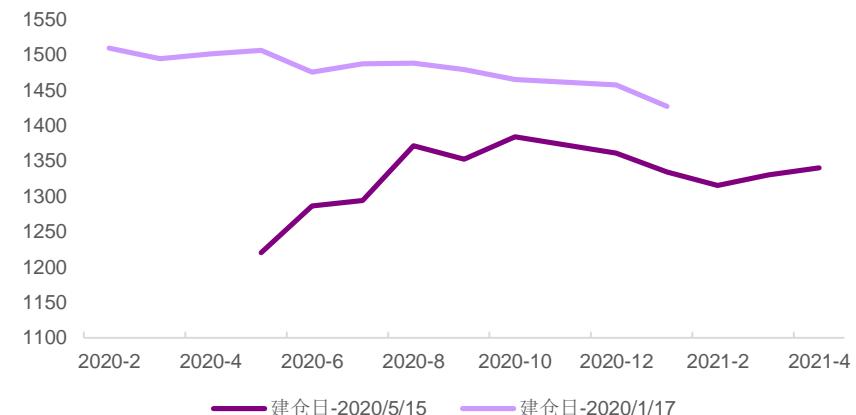
图 88：2020 年 5 月浮法玻璃生产线库存较 4 月底下降



资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 22 日

从玻璃期货市场的远期价格走势看，下半年大致呈现基本平稳的态势。综合来看，伴随着后续基建等固定资产投资继续发挥稳经济的支撑作用，建材基本面应该还可以保持相对乐观。

图 89：玻璃远期合约结算价（元/吨）

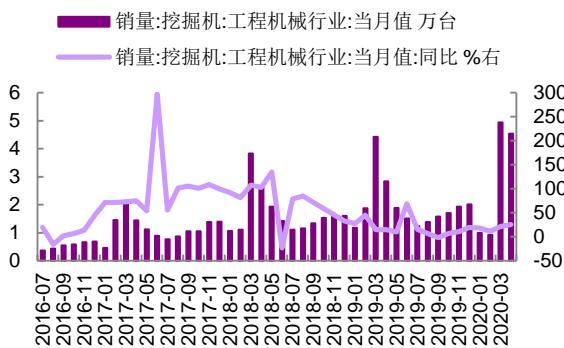


资料来源：Wind, 光大证券研究所

(4) 机械：挖机销量仍在高增长

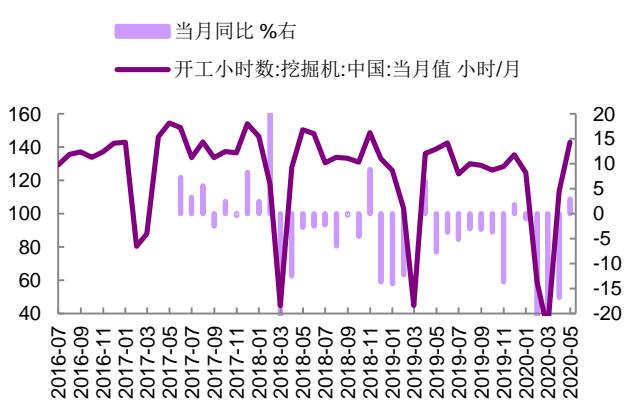
从最新数据来看，新老基建对挖机销量和开工小时数形成明显支撑。2020 年 4 月挖掘机销量大幅上升，中大挖销量环比提升。2020 年 4 月挖机销量 4.54 万台 (3 月销量 4.94 万台)，同比上升 59.9% (前值同比+11.6%)，一季度累计同比上涨 10.53%。结构上看，4 月国内 (不含港澳) 大挖 (30t 以上) / 中挖 (20-30t) / 小挖 (20t 以下) 分别销售 5233 台 / 11462 台 / 26676 台，分别同比增长 +49.6% / +64% / +68.3%，出口 2045 台，同比增长 0.9%，前值 17.7%。中大挖占比提升，意味着下游重大工程和矿产施工已经全面开工。2020 年 4 月小松挖机开机小时数 143 小时，前值为 114 小时，环比增长 26%，同比增长 3%。

图 90：4月挖机销量 4.54 万台，同比上升 59.9%



资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 4 月

图 91：2020 年 4 月小松挖机开工小时数环比同比提升

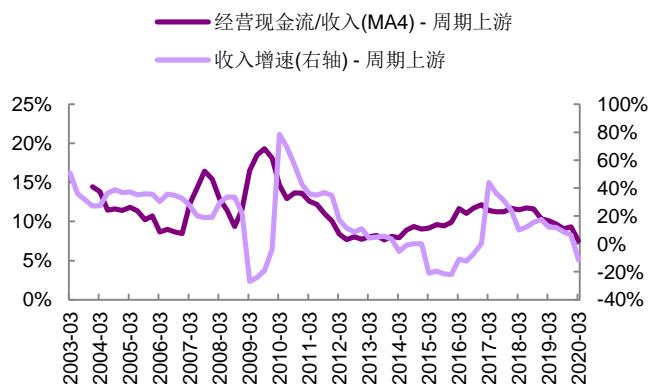


资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 4 月

2.2.3、上游：或有超跌反弹机会

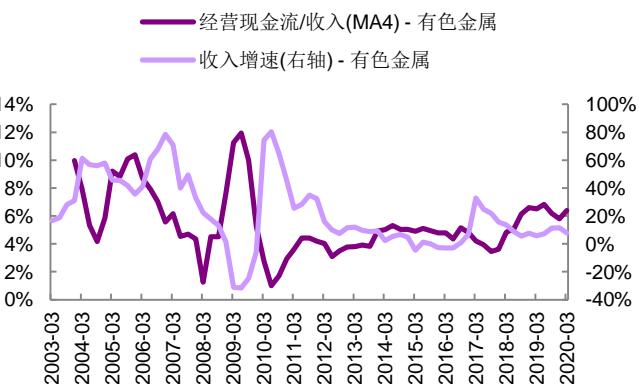
作为强周期性的行业，在一季度疫情造成增长“深蹲”下，石油石化、煤炭、有色等行业 2020 年一季度位列跌幅榜前列。分行业来看，受到石油价格大幅下挫的影响，石油石化行业 2019 年以来的经营性现金流和营收持续恶化态势并没有发生变化；煤炭行业的经营现金流在煤价下行背景下也没有改善迹象；有色则不同，2019 年四季度与 2020 年一季度连续两个季度出现了现金流的改善。

从二级行业来看，2020Q1 有色金属中的稀有金属现金流改善情况最优，其次是煤化工，有色金属中贵金属与工业金属也有一定改善，石油开采现金流大幅恶化。

图 92：上游现金流与营收增速⁹

资料来源：Wind、光大证券研究所

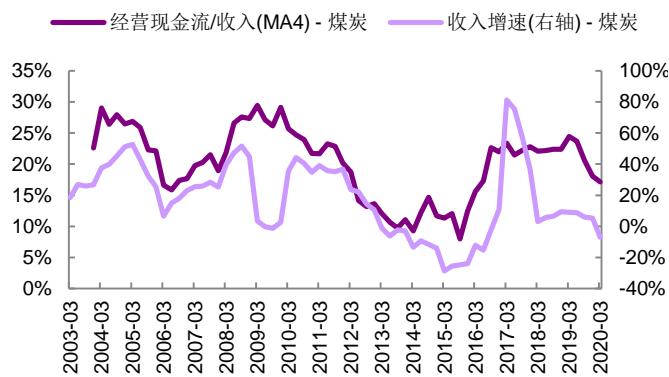
图 93：有色现金流与营收增速（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

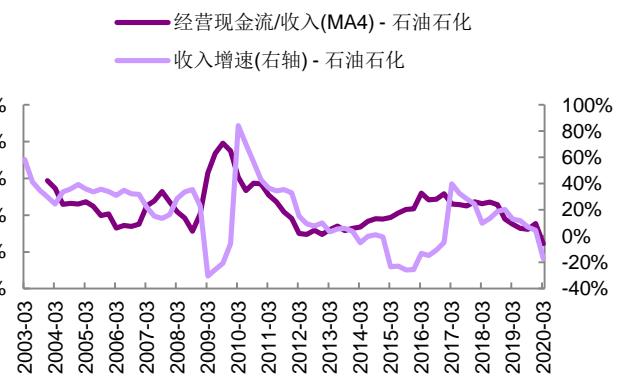
⁹2007Q1 归母净利润增速 6220.04%，我们在作图的时候作为异常值剔除，下同。

图 94：煤炭现金流与营收增速（%）



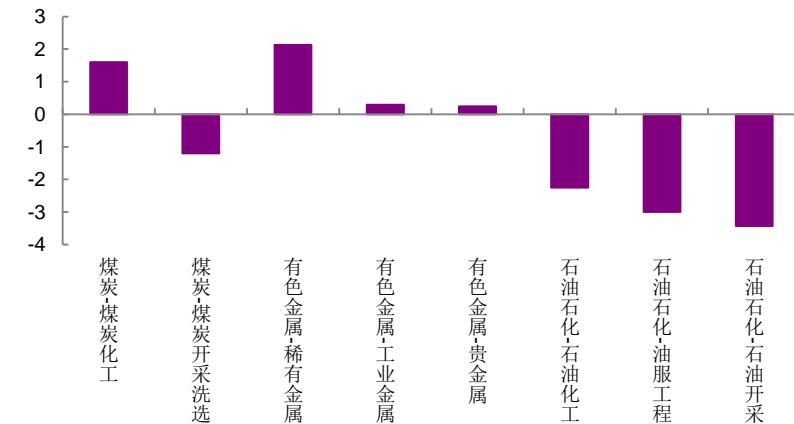
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 95：石油石化现金流与营收增速（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 96：上游：2020Q1 经营现金流/总收入(MA4)相比 2019 年的环比变动

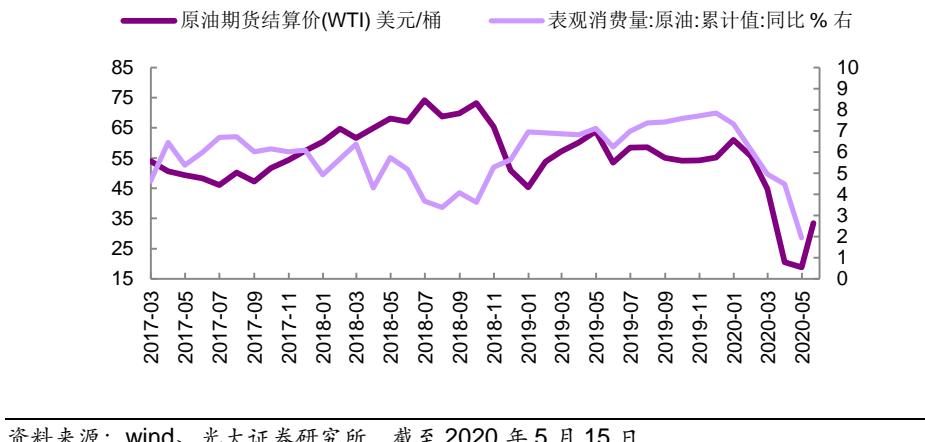


资料来源：Wind、光大证券研究所，单位：个百分点

(1) 原油 5 月回升至 30 美元/桶以上，铜价上涨

在 OPEC+ 成员国积极履行减产协议背景下，5 月油价企稳回升，截至 5 月 15 日，WTI 原油期货结算价从 4 月底的 18.84 美元/桶上涨至 29.43 美元/桶，较 4 月底上涨 56.2%。沙特称将在 6 月深化减产 100 万桶/日，总减产规模将提升至约 480 万桶/日左右。阿联酋和科威特也表态将分别额外减产 10 万桶/日及 8 万桶/日。同时，沙特、俄罗斯能源部长发布联合声明称，坚定致力于恢复原油市场平衡，原油供给收缩。

图 97：原油价格变化

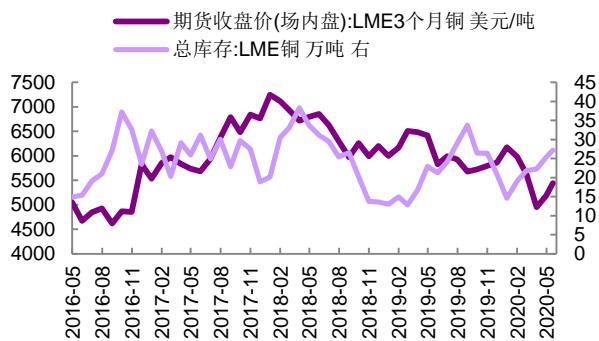


资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 15 日

有色金属方面，2020 年 5 月以来，铜、锌价格上涨。截至 2020 年 5 月 22 日，大金属铜、铝、锌价格较 4 月底分别变动+3.9%、+1.8% 和 +2.3%。

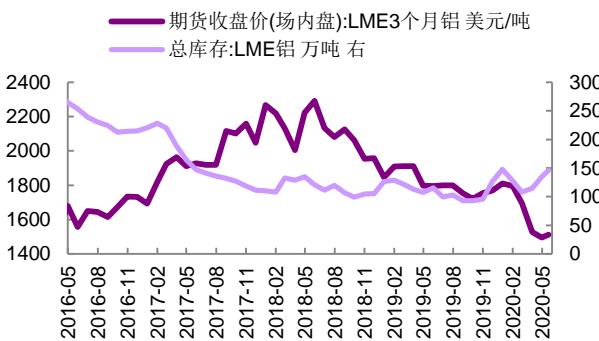
截至 2020 年 5 月 22 日，铜、铝、锌总库存较 2020 年 4 月底变动+7.1%、+8.3% 和 +9.4%。小金属方面，锂呈现底部企稳态势，钴价在 5 月有所回升。

图 98：2020 年 5 月以来 LME 铜价+3.9%



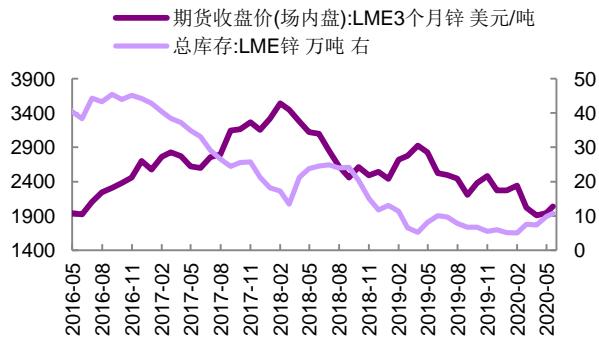
资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 22 日

图 99：2020 年 5 月以来 LME 铝价+1.8%



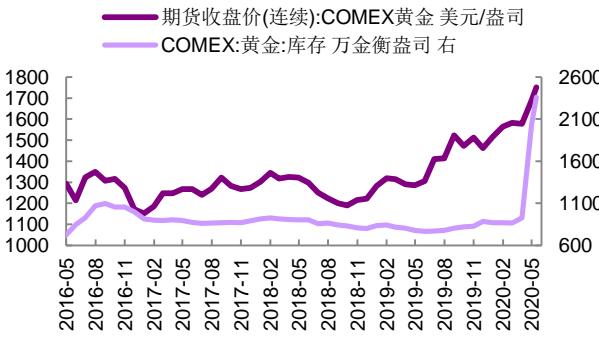
资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 22 日

图 100：2020 年 5 月以来 LME 锌价+2.3%



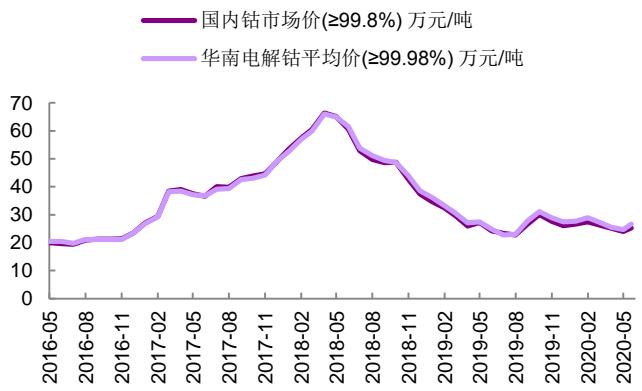
资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 22 日

图 101：2020 年 5 月以来 COMEX 黄金价格+2.1%



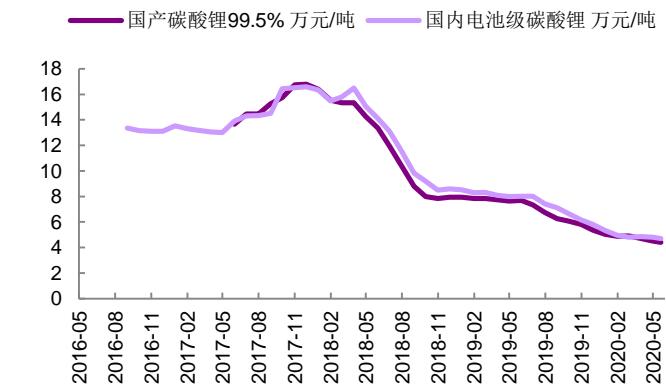
资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 22 日

图 102：2020 年 5 月以来电解钴平均价+5.1%



资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 22 日

图 103：2020 年 5 月以来国内电池级碳酸锂价格-2.5%

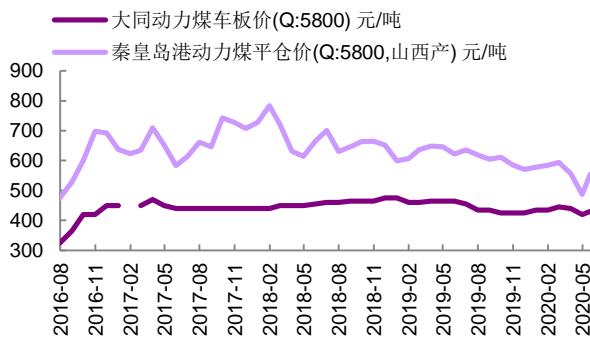


资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 22 日

(2) 煤炭：用电耗煤增加、库存下降、价格明显上涨

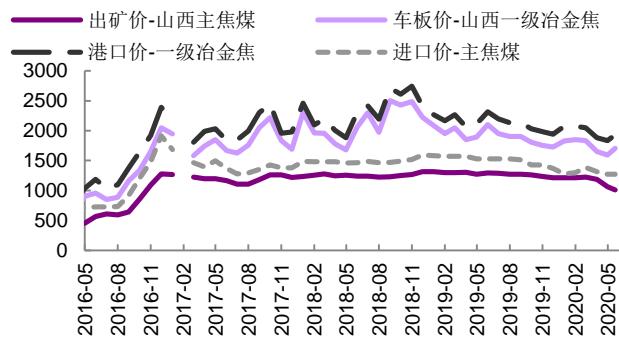
5 月以来动力煤出厂价提升，港口价价格较大幅度上涨。截至 2020 年 5 月 22 日，动力煤车板价 (Q5800) 430 元/吨 (2020 年 4 月底, 420 元/吨)，港口价 (秦皇岛港平仓价) 565 元/吨 (2020 年 4 月底, 487 元/吨)，较 4 月底大幅上涨 16.0%；山西一级冶金焦车板价 1705 元/吨 (2020 年 4 月底 1594 元/吨)，国内主要港口价 1932 元/吨 (2020 年 4 月底 1832 元/吨)。

图 104：5 月动力煤出厂价较 4 月调升，港口价上行



资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 22 日

图 105：5 月一级冶金焦价格上涨、主焦煤价格下跌

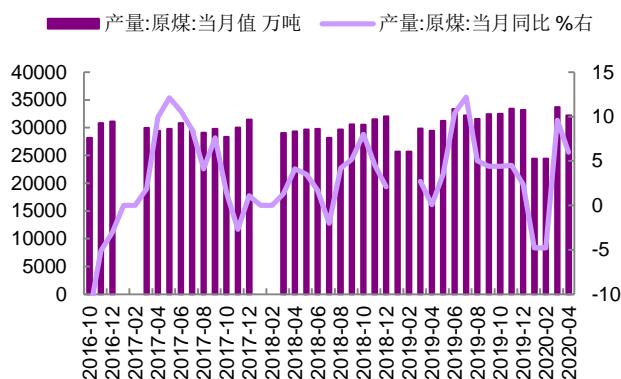


资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 22 日

单位：元/吨

产量：2020 年 4 月煤炭产量 3.22 亿吨，同比上升 6%，前值上升 9.6%。**库存：**2020 年 5 月以来港口库存大幅下降，电厂库存环比下降。**港口库存：**截至 2020 年 5 月 22 日，煤炭秦皇岛港港口库存降至 392 万吨 (2020 年 4 月底 578 万吨)，较 4 月底大幅下降 37.7%，较去年同期下降 38.7%。**电厂库存：**截至 2020 年 5 月 22 日，6 大电厂库存 1416 万吨，较 2020 年 4 月底的 1602.8 万吨下降 14.6%。2020 年 5 月中上旬 6 大电厂库存可用天数从 4 月底的 29.75 天减少至 21 天，日均耗煤量从 4 月底的 56.1 万吨大幅上升至 67.5 万吨，超去年同期 20%。

图 106: 2020 年 4 月煤炭原煤产量同比 6%



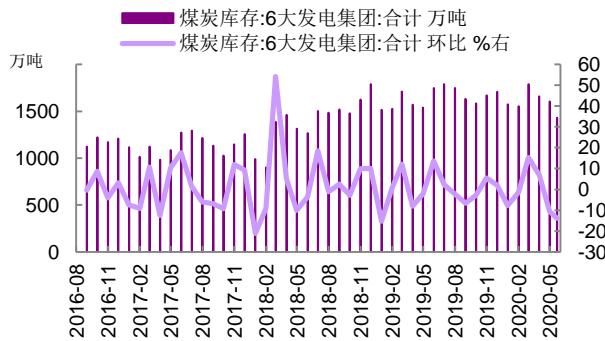
资料来源: wind、光大证券研究所, 截至 2020 年 4 月

图 107: 2020 年 5 月煤炭秦皇岛库存较 4 月下降 37.7%



资料来源: wind、光大证券研究所, 截至 2020 年 5 月 15 日

图 108: 2020 年 5 月电厂库存较上月底下降 14.6%



资料来源: wind、光大证券研究所, 截至 2020 年 5 月 22 日

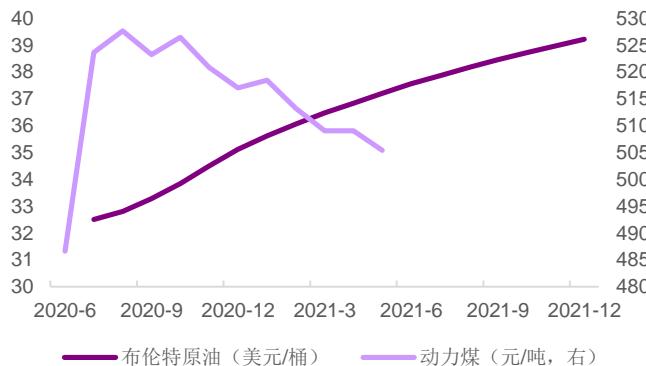
图 109: 六大发电集团煤耗量高于去年同期 20%



资料来源: wind、光大证券研究所, 截至 2020 年 5 月 22 日

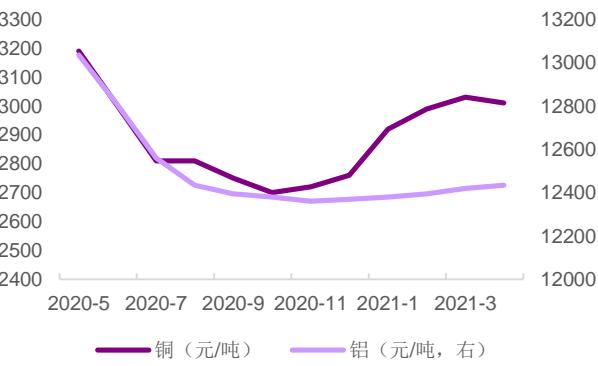
从期货市场的表现来看，原油在下半年呈现超跌反弹后的升水状态，铜铝等有色价格有望触底反弹，动力煤仍然不太理想。综合来看，伴随着经济逐步走出疫情影响与恢复潜在增长水平，我们认为周期股的上游有望迎来超跌反弹的机会。

图 110: 布伦特原油、动力煤远期合约结算价



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 111: 铜、铝远期合约结算价



资料来源: Wind, 光大证券研究所

注：上述远期合约建仓日均为 2020 年 5 月 15 日

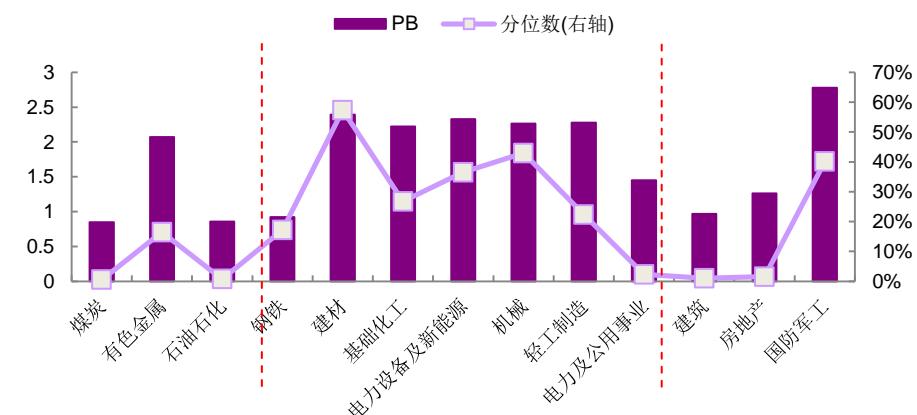
注：上述远期合约建仓日均为 2020 年 5 月 15 日

2.2.4、结合估值的周期板块分析

我们主要从 PB 的角度判断周期板块的估值水平是否合理，目前看周期板块除了建材行业估值分位超过 50%以外，其他行业估值分位均在 50%以下，多数处在 20%分位以下。但对于处于金融周期下半场的周期股而言，并不能脱离利润增长趋势来看估值。我们以现金流分析为基础，结合估值水平后，认为景气度比较高、估值水平又偏低的性价比较高的周期类行业主要有：上游中的有色，中游的电力设备及新能源，下游的建筑、国防军工。除上述板块，二级行业中的房地产服务和工程机械值得关注。

基础化工、建材、机械、轻工、交运、电力及公用事业的现金流/收入比例在 2019 年提升，但 2020Q1 出现下降，考虑到 2020Q1 更多的是供给冲击，复工推进将带来企业收入的改善，现金流能否更多的改善取决于行业的竞争格局与下游需求，预计与基建更相关的基础化工、建材、机械、轻工更能受益于复工复产，石油、有色等上游超跌的标的在下半年可能会迎来超跌反弹机会。

图 112：周期板块 PB 估值及历史分位



资料来源：Wind、光大证券研究所，时间跨度为 2012 年 10 月-2020 年 5 月 8 日

2.3、TMT：技术封锁短空长多，科创风格占优

2.3.1、TMT 现金流表现整体强劲

从 TMT 整个板块的表现来看，一季度营收增速下滑幅度较大，但现金流占比下降幅度较小，除了传媒之外，计算机、电子、通信均是较大幅度的上涨，即便是传媒也是明显跑赢了沪深 300。分行业来看，电子行业现金流占比在 2020Q1 明显抬升，通信、传媒的现金流占收入比例小幅下降，而计算机的收入增速和现金流受损都比较大。这主要是由于计算机下游比较分散，疫情对计算机行业复工复产带来不利影响。从二级行业来看，电子中的元器件和通信中的电信运营行业的现金流在 2020Q1 环比改善，而电子中的半导体的现金流受一季度疫情影响小，现金流占收入比几乎与 2019 年持平。结合收入增长来看，电子中的半导体、通信中的电信运营及计算机的云服务更值得关注。

估值方面，我们主要看 PS 估值水平，目前计算机及通信行业的估值分位在 50% 以上，而电子、传媒的估值分位相较较低。若后续现金流改善带动收入景气上升，TMT 行业整体估值还未明显高估。

图 113：TMT 现金流与营收增速

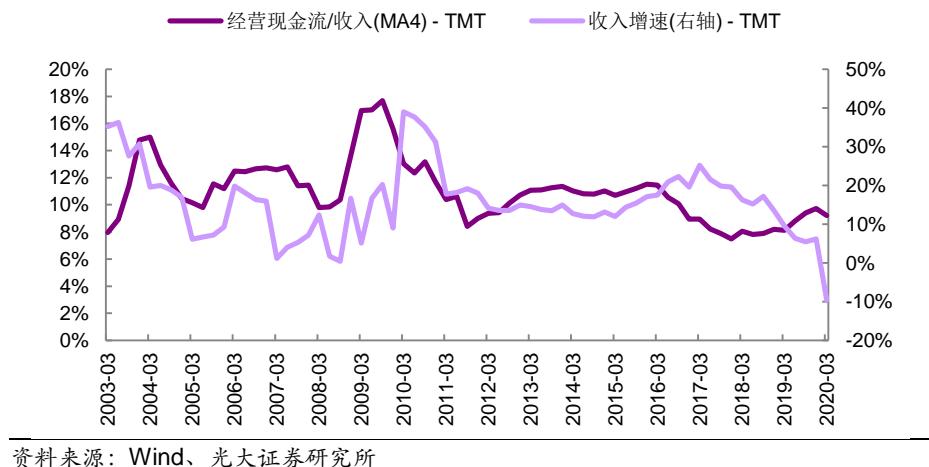
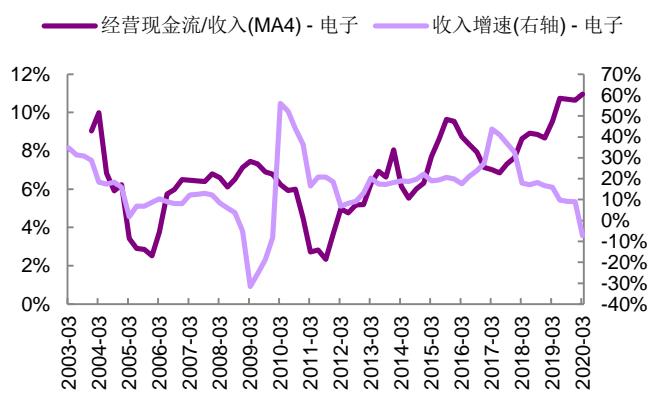


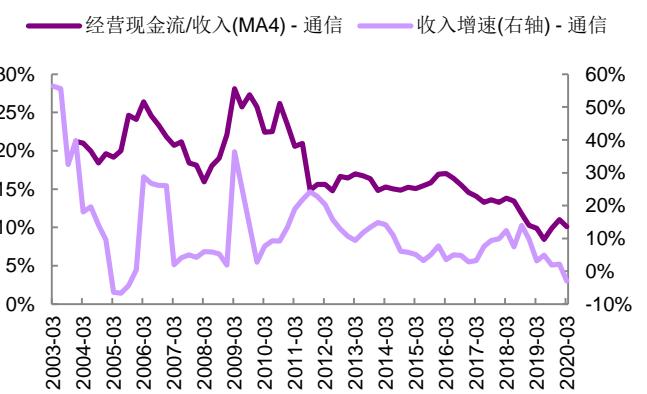
图 114：电子行业营收增速与现金流 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

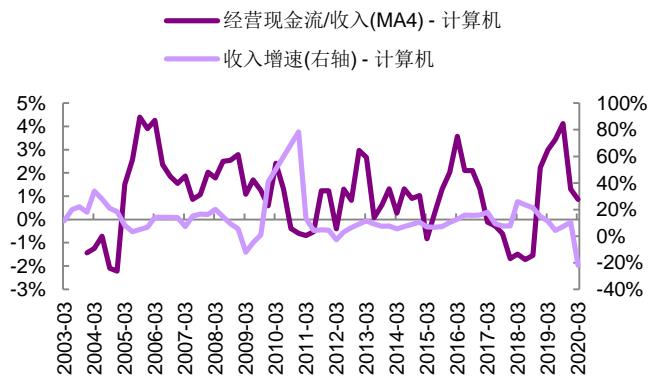
图 115：通信行业营收增速与现金流 (%)

图 115：通信行业营收增速与现金流 (%)



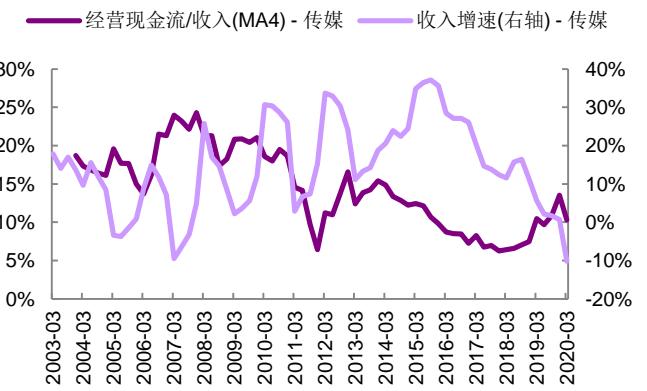
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 116：计算机行业营收增速与现金流 (%)



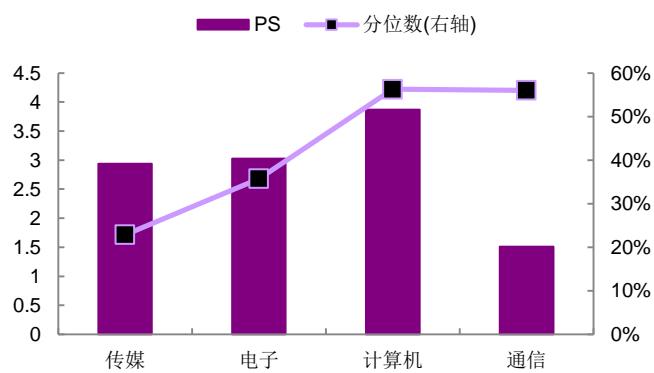
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 117：传媒行业营收增速与现金流 (%)



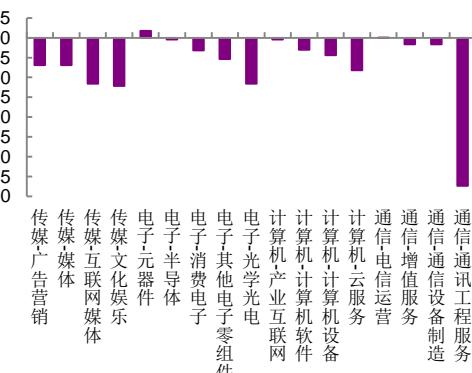
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 118: TMT 行业 PS 估值与历史分位



资料来源：Wind、光大证券研究所。时间跨度为 2012 年 10 月 -2020 年 5 月 8 日

图 119: TMT: 2020Q1 经营现金流/总收入(MA4)相比 2019 年的环比变动



资料来源：Wind、光大证券研究所，单位：个百分点

2.3.2、自上而下：风险溢价有望下降，支撑科创风格

在政策经济周期框架下，我们经常使用风险溢价来度量政策宽松程度，风险溢价以 10 年期 (AA-) 企业债收益率与 10 年期国债收益率之差表示，该指标反映了中小企业发行债券所需的风险补偿，也可看作中小企业违约概率高低。因此虽然 3 月以来 LPR 和超额存款准备金利率都出现下调，无风险利率持续下行，但风险溢价持续走高说明当前的宽松政策对企业是不够的。

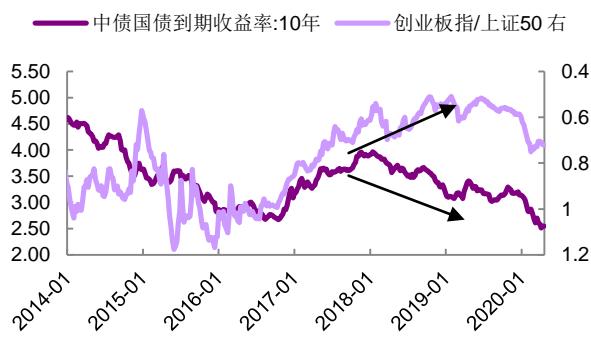
从历史数据看，风险溢价与市场大小风格存在一定的联系¹⁰，尤其是在 2015 年初风险溢价见顶回落，开启了一轮中小创的大牛市。而 2018 年金融去杠杆的背景下，无风险利率持续下行，但风险溢价一路上行则引发中小创跌幅更大。**2019 年中期策略报告中我们提出下半年中小创占优的重要原因就在于当时风险溢价已有见顶回落迹象，政策取向整体偏松。**

图 120: 风险溢价与创业板相对收益



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020 年 4 月
注：创业板指/上证 50 为逆序坐标

图 121: 无风险利率与创业板相对收益



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020 年 4 月
注：创业板指/上证 50 为逆序坐标

自国内新冠疫情发生以来，2 月初央行大量开展公开市场操作，积极释放流动性为小企业纾困，风险溢价出现了大幅下行，期间创业板指和 Wind

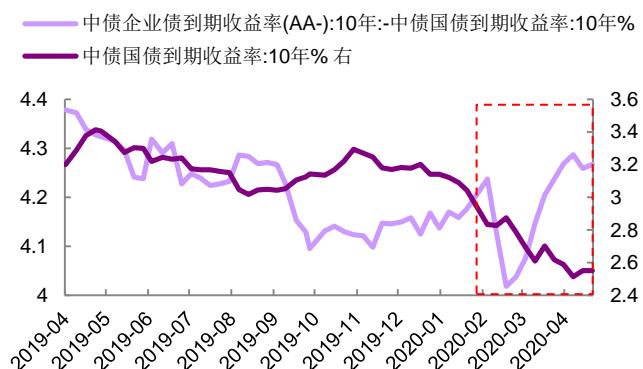
¹⁰《垄断、周期与巴纳姆的核心资产——策略方法论之四：长期超额收益的来源》，谢超、黄亚铷、李瑾、黄凯松，2019 年 7 月 21 日

信息技术指数2月4日-27日累计上涨27%和34%。但是，由于疫情封锁导致供给受到较大限制，生活必需品通胀预期提升，再叠加美元荒带来的人民币贬值压力，货币政策进入了相对克制的状态。内外冲击提升了企业的信用风险，风险溢价指标从3月份开始再度大幅上行。目前风险溢价已接近2019年4月的高位。从时点上看，2月底风险溢价拐头向上，正好是创业板和科技板块冲高回落的时点，而3月份风险溢价快速上升时期，正是科技板块整体跑输大市的阶段。

图 122：行业层面上风险溢价同样是影响科技相对收益的关键因素



图 123：新冠疫情以来的风险溢价出现大幅波动



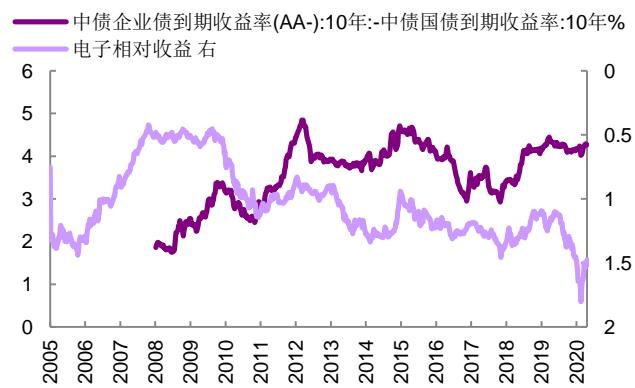
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：信息技术指数/万得全A为逆序坐标，截至2020年4月

资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2020年4月

科技板块各行业中，电子的相对收益与风险溢价变动的关联度最高，通信和计算机关联度稍弱。4月以来，风险溢价上升放缓并出现见顶态势，电子板块超跌反弹，行业龙头表现明显好于行业平均指数。

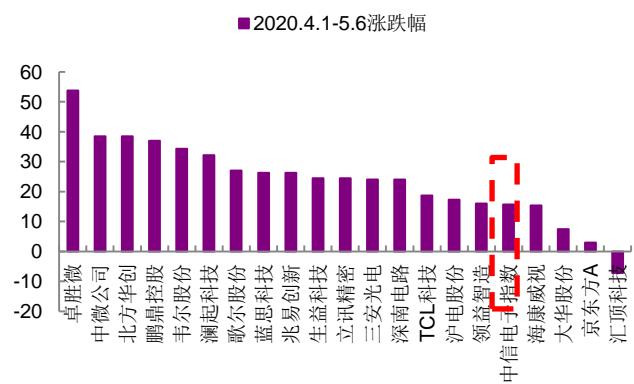
图 124：电子相对收益与风险溢价



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：电子指数/万得全A为逆序坐标，截止2020年4月30日

图 125：电子行业营收规模前 20 公司 4 月表现 (%)



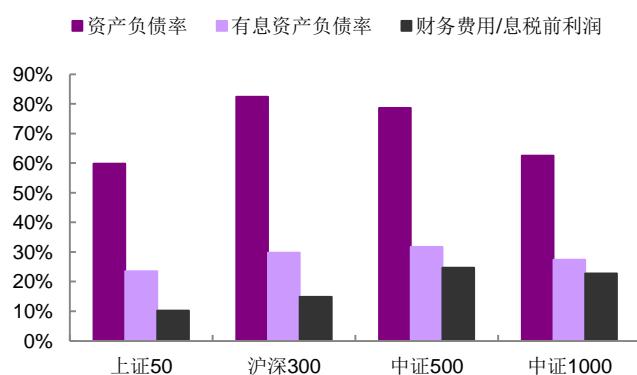
资料来源：Wind，光大证券研究所

风险溢价对市场风格影响的背后逻辑，可能来自其对大小企业盈利能力的不同影响。通过统计2019年上证50、沪深300、中证500和中证1000剔除金融之后的资产负债率和财务费用/息税前利润，中小企业的资产负债率

并不高于大企业，有息负债也基本相当，但财务费用/息税前利润明显更高。其中原因很大程度上来自于中小企业获取信贷资源的成本较高，风险溢价上行意味着中小企业承担的财务成本更高。

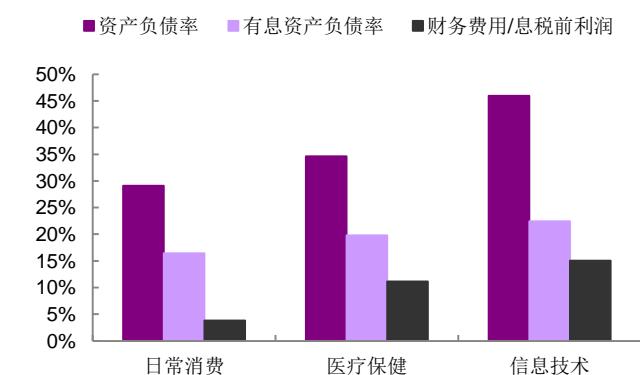
从行业层面上，我们选择信息技术、日常消费和医疗保健这三个与经济周期关系较弱的行业进行比较，由于信息技术行业总体负债率偏高，而且资本支出较高也导致行业整体微利，因此财务费用/息税前利润明显高于日常消费和医疗保健行业。与大小风格类似，风险溢价变化同样是通过影响信息技术行业的财务压力，进而影响其盈利能力和相对收益。

图 126：各指数非金融部分 2019 年资产负债率、有息负债率的资产负债率和财务费用/息税前利润



资料来源：Wind，光大证券研究所

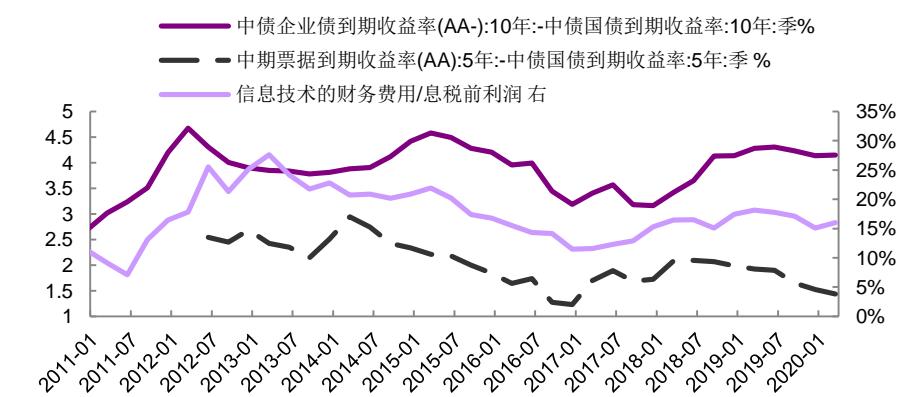
图 127：主要行业 2019 年的资产负债率、有息负债的资产负债率和财务费用/息税前利润



资料来源：Wind，光大证券研究所

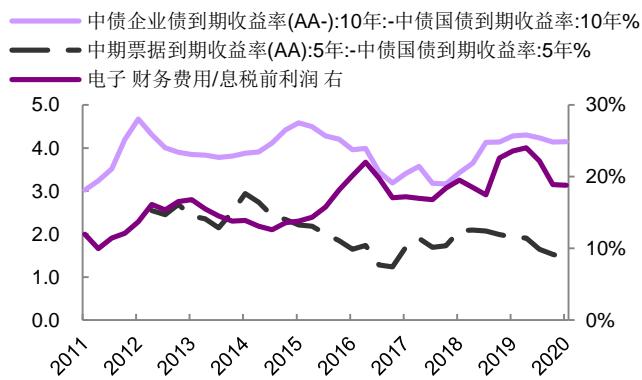
从历史数据看，信息技术行业的财务费用/息税前利润，无论是与 10 年期 AA-企业债收益率还是 5 年期 AA 中票利率所表征的风险溢价都是高度相关的。因此相比于其它高利润率和低债务比率行业而言，风险溢价变化对信息技术行业利润率的边际影响更大。具体到中信一级行业，同样可以发现风险溢价对电子和计算机行业的财务费用/息税前利润的影响是较为明显的。

图 128：风险溢价和信息技术行业的财务费用/息税前利润高度相关



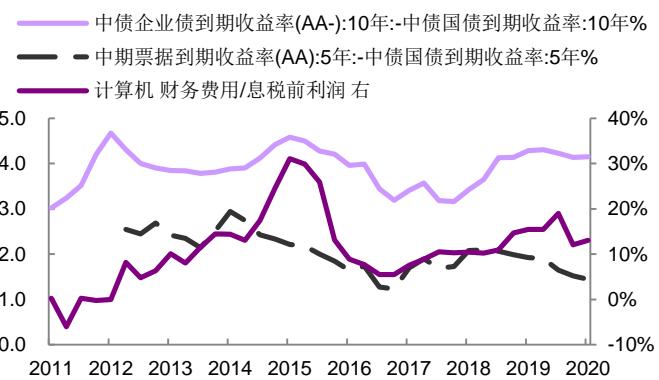
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020 年 3 月

图 129：电子的财务费用/息税前利润与风险溢价



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020 年 3 月

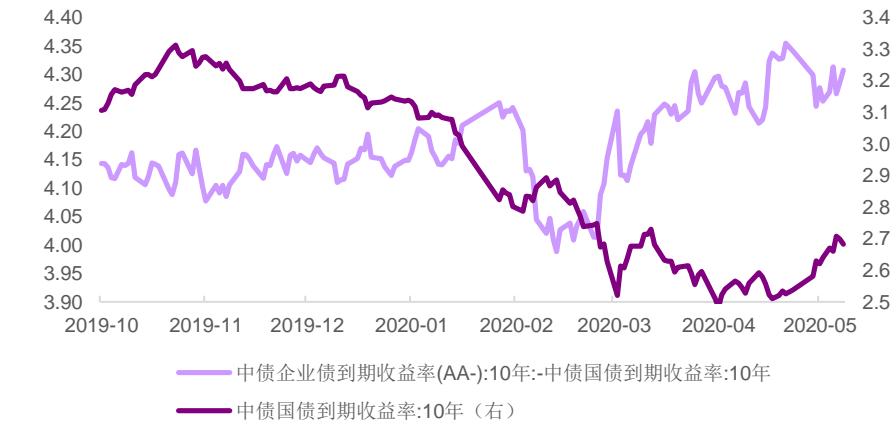
图 130：计算机的财务费用/息税前利润与风险溢价



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020 年 3 月

展望下半年，从维克赛尔的自然利率假说来看，即便货币政策利率不调整，经济复苏、资本平均回报上升本身就有助于风险溢价的下降。除此之外，在三四月份导致政策“不能松”的两大制约因素的解除也有助于风险溢价的下降。一方面是3月中旬美元荒引发美元指数上涨，货币贬值压力导致央行MLF降息预期落空，直到美联储采取无限制QE之后，美元指数回落至100左右的稳定水平，其对国内货币政策宽松的制约已经大幅缓解。

图 131：十年期国债和风险溢价 (%)



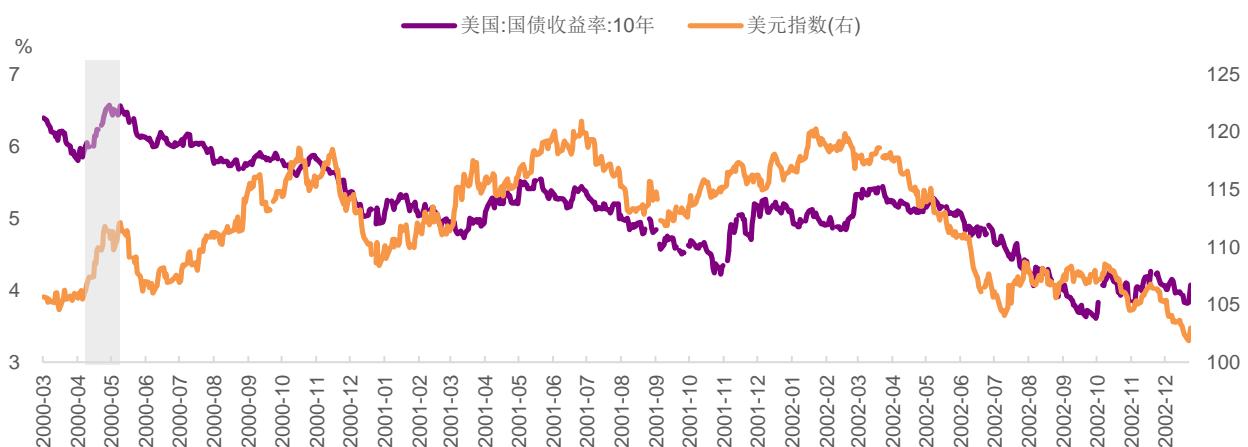
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 15 日

图 132：大衰退期间的美债收益率（%）与美元指数（2007.10~2009.12）



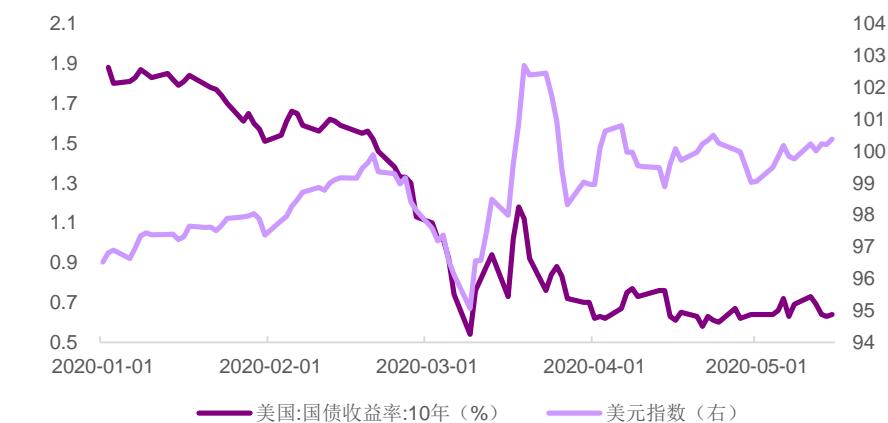
资料来源：wind、光大证券研究所

图 133：科网泡沫破裂期间的美债收益率（%）与美元指数（2000.03~2002.12）



资料来源：wind、光大证券研究所

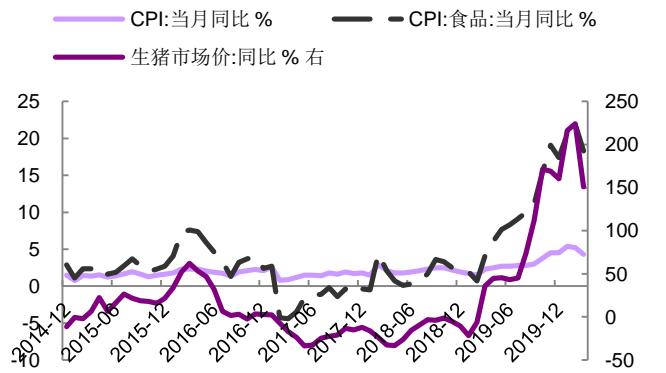
图 134：今年以来的美债收益率与美元指数



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020 年 5 月 15 日

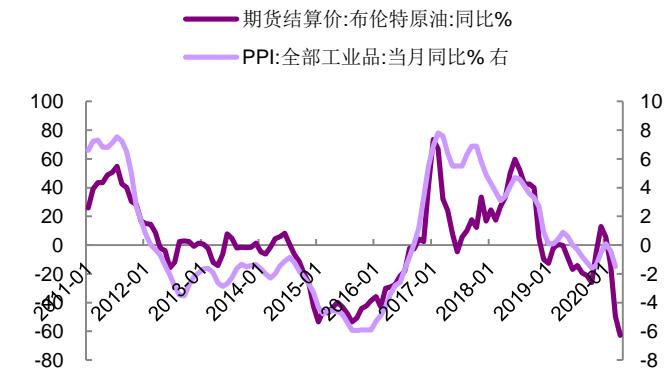
第二方面制约是通胀仍然偏高，因为疫情在一季度给中国经济造成的冲击主要是供给冲击，而非需求冲击，如果一味地借助于流动性宽松政策，可能会加大滞胀风险。而且在疫情冲击下，民众明显对食品等生活必需品等会有预防性需求，进而诱发这些物资价格的更快上涨，CPI作为量化民众承受生活成本上升压力的一揽子物价，在过去两个月虽有所回落但仍在高位。其中影响CPI食品分项的猪价回落相对较慢，但原油价格暴跌带动PPI大幅下行，也会降低CPI非食品分项的水平，因此通胀对宽松政策的制约也在减弱。

图 135：猪价与 CPI 同步回落



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 2020 年 3 月

图 136：原油价格暴跌带动 PPI 下行



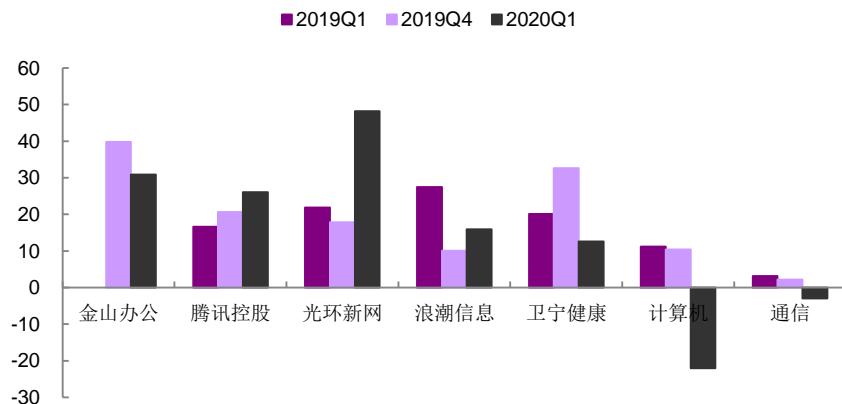
资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 2020 年 3 月

2.3.3、自下而上：全球电子产业链复苏共振难言结束，大博弈意味着科技股短空长多

自下而上地看，自去年下半年开启的科创风格占优，电子行业全球复苏共振功不可没。疫情虽然对这一周期上行产生一定冲击，但考虑到人类在进化到现实社会与虚拟社会并存的双轨制社会后，智能手机等高科技产品已经成为生活必需品，疫情迟迟难以彻底消退也对无接触经济持续发挥利好影响¹¹；与此同时，中美欧等经济体都不约而同地出现了 M2 的快速攀升，因此，我们认为高科技产品的需求还是有保证的，现在难言全球电子产业链复苏共振已经结束。

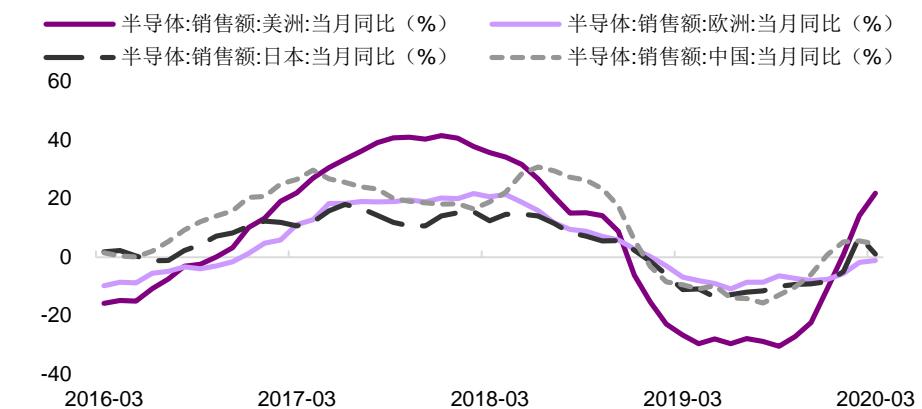
¹¹《科技战“疫”：看好无接触经济——六大行业及策略的联合研究》，谢超、刘凯、石崎良、姜国平、付天姿、孔蓉、王锐等，2020 年 2 月 12 日。

图 137：疫情下的无接触经济：相关公司一季度收入同比增速好于行业平均



资料来源：Wind，光大证券研究所，单位：%。

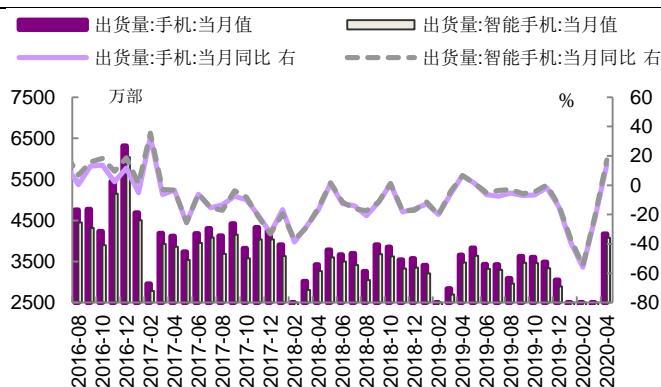
图 138：中美日欧半导体销售金额当月同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

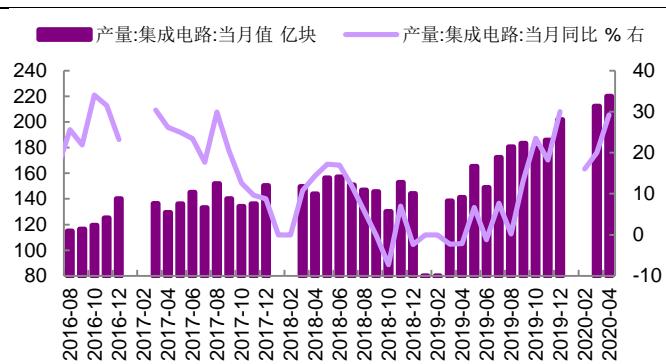
此外，从最新数据上看，2020 年 4 月手机出货量 4172.8 万部，较 3 月出货量接近翻倍，同比也转为正增长，同比增 14.2%，前值同比下降 23.3%；智能手机出货量 4078.2 万部，环比增长 93.9%，同比增长 17.2%，前值同比下降 21.9%。2020 年 4 月集成电路产量 220 亿块，同比增长 29.2%，增速提升，保持较高景气度。

图 139：2020 年 4 月手机、智能手机出货量大幅回暖



资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 4 月

图 140：2020 年 4 月集成电路产量同比增长 30%



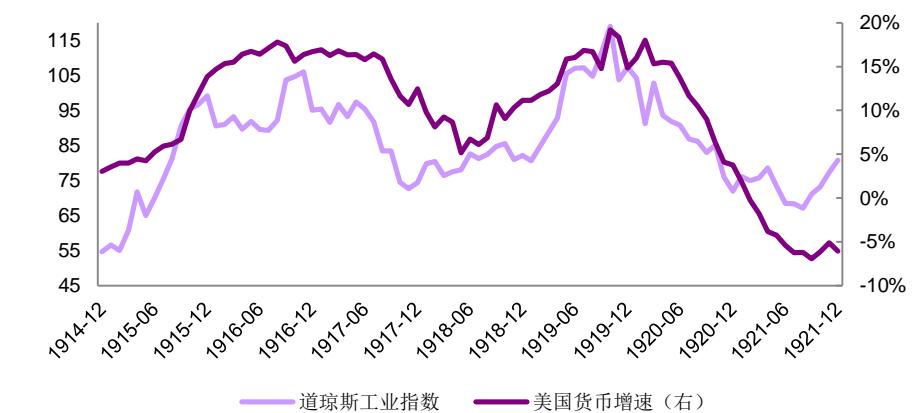
资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 4 月

对于中国而言，对于科创企业景气度的提升还要从大博弈的角度去理解。自从 2018 年以来，我们一直强调中美进入大博弈阶段，**大博弈是介于简单的中日贸易战和非常危险的美苏冷战之间的一种状态¹²**，所以即便是没有新冠肺炎，在今年美国大选的背景下，中美大博弈升级或国际冲突风险上升是在所难免的。而且即便是去年年底中美贸易摩擦出现缓和后，我们也有一个明确的判断：**美国对中国的科技封锁也不会缓和¹³**，这是我们过去两年做策略判断的一个基本的国际背景。5 月 16 日，美国商务部正在修改一项出口管制规则，限制使用美国芯片制造设备的外国公司再向华为或海思等关联公司供应部分芯片，即代工企业在为华为生产芯片之前，都需要获得美国政府的许可证。美国本次对华为的制裁方式和技术封锁力度略超市场预期，但是从博弈的角度去看，这并不意外，这是预期内必然的事情。

不可否认本次技术封锁力度较大，中国高科技产业短期可能面临一些市场担忧和风险偏好被压制的问题，但是从一两个季度的维度来看，市场涨跌不取决于技术水平，更多反映的是企业创造货币化盈利的能力。从整个市场来看，美国对华为的制裁阻碍了我们的技术进步，但并不影响国内的货币供给，在外部压力越大的情况，内部采用宽松的货币政策进行对冲的逻辑就越顺畅。**即便是在 100 年前的美国大流感期间，虽然经济遭受到了空前的大流感和一战严重的冲击，但从道琼斯的表现上看，股指的波动基本上和货币供给的波动保持一致，因此，技术封锁从长期看并不一定成为股市下跌的根源。**

¹²《特朗普的战争与和平：行业影响是什么？》，谢超、黄亚铷，2018 年 8 月 22 日¹³《这不是和平，这是临时休战——中美达成阶段协议点评》，谢超、陈治中、黄亚铷、李瑾、黄凯松，2019 年 12 月 15 日

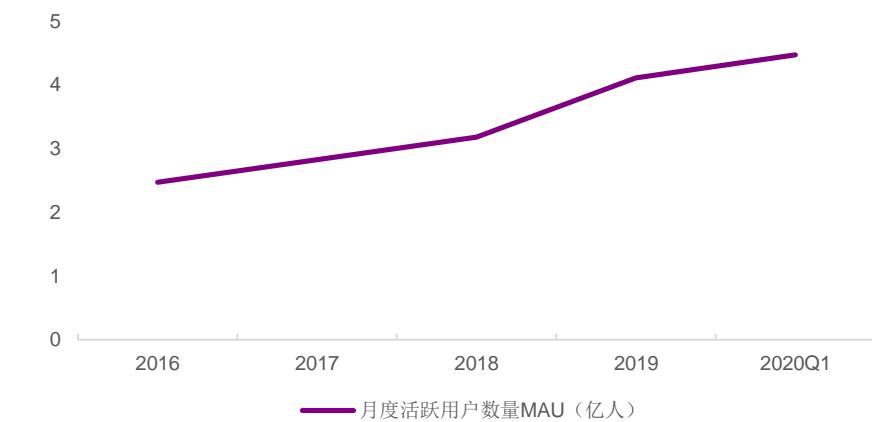
图 141：美国货币总量的变动及道琼斯工业平均指数



资料来源：wind，《美国货币史》、弗里德曼著；货币总量=公众持有通货+商业银行存款总额+互助储蓄银行存款+邮政储蓄体系存款。

这样一个股指与货币的关系，在微观层面的含义是，股价的涨跌并非与技术水平的高低具有简单的线性关系。中国的贵州茅台、美国的可口可乐，都是市场上的明星股票，但很难说它们的背后有多么先进的技术支撑，更多的是因为品牌造就的垄断势力给予了它们较强的创造货币化盈利的能力。在大博弈的背景下，科创领域的进口替代是没得选择的必然方向，这将有助于保障甚至扩大中国科创企业的需求，甚至有可能提高它们创造货币化盈利的能力。

图 142：金山办公软件用户数

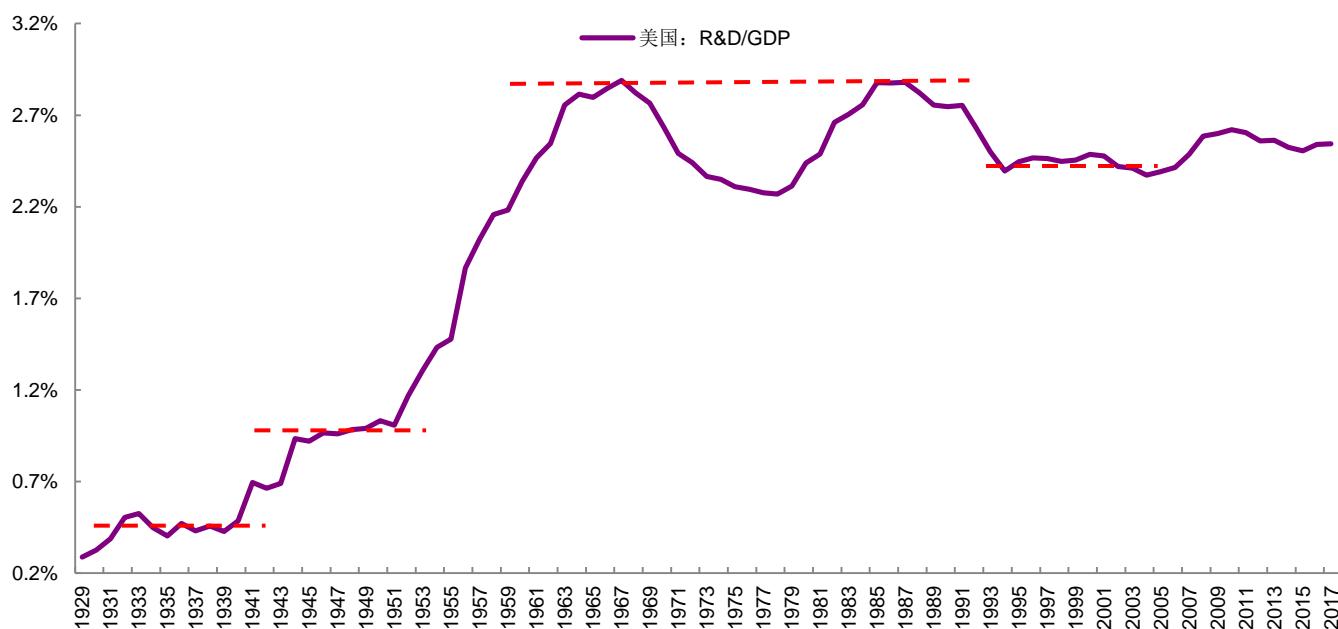


资料来源：金山办公年报及上市说明书，光大证券研究所

其次，在中长期内究竟国际合作还是自主创新有利于技术进步，并没有定论。良好的国际合作虽然有利于发挥学习效应，学习别国的先进技术，但却降低了本国产业通过自主创新赶超他国的意愿和能力，这种过度依赖他国技术带来的弊端在我国的部分产业已有所体现。虽然技术封锁短期将难免对国际合作产生冲击，但从中长期看或许有利于提升本国技术上的自主创新能力，在科技领域具有国产替代能力的企业将长期受益。更重要的是，**美国当前强大的科技实力是二战和冷战期间大力度的研发投入的累积结果，中国过**

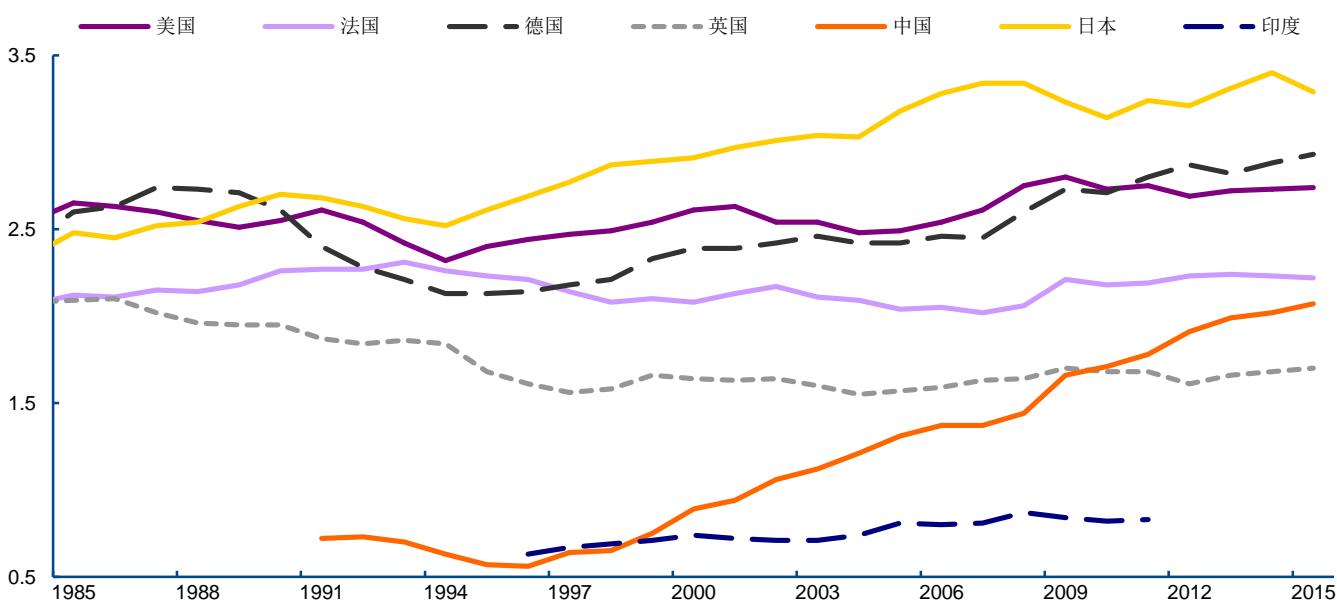
去几十年科技长足进步的背后依旧是大力度的研发投入。这意味着，大博弈之下，技术封锁越严重，中国的科技投入力度就会越大，越有助于增强科创企业创造货币化盈利的能力。

图 143：国家竞争推动美国提升研发投入强度（R&D/GDP）¹⁴



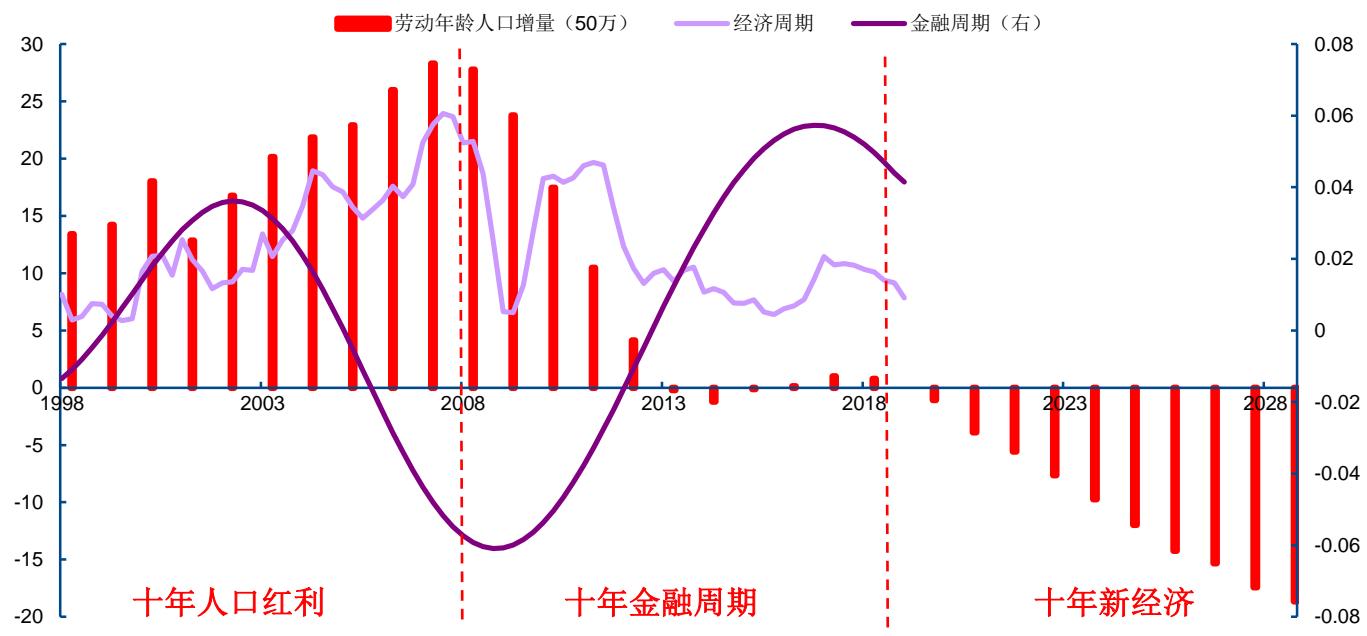
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 144：各国 R&D/GDP (%) ——烧钱是振兴科技的必要条件



资料来源：NSF、光大证券研究所

¹⁴谢超：《新格局、新成长：落霞不快，孤鹜难疯——大博弈下的策略·下篇》，2018年6月8日。

图 145：新经济时代¹⁵

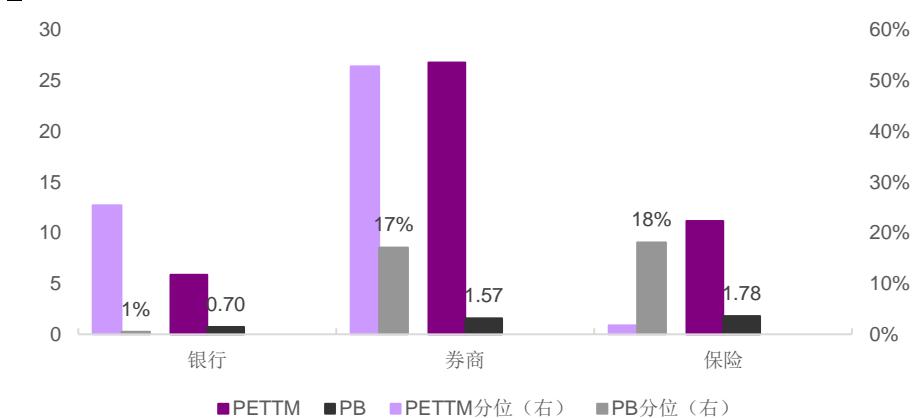
资料来源：Wind、BIS、联合国人口署，光大证券研究所

2.4、金融：2020 年整体业绩或承压

在去年年底对于今年的策略展望中，我们对于金融持有谨慎态度，认为其 2020 年整体业绩承压。从 2020Q1 的归母净利润增速来看，银行下行至 5.52%（前值 6.59%，同期 6.26%）、券商下行至 -23.07%（前值 72.54%，同期 93.44%）、保险下行至 -26.39%（前值 70.39%，同期 68.60%），银行板块和非银金融板块分别下跌 12.6% 和 11.9%，分列上半年跌幅榜第四位和第三位（图 3）。当然这样一个下行，除了我们去年年底预期内的因素外，还有超预期的疫情冲击。往后看，银行板块的 PB 目前只有 0.70 倍，位于 1% 的历史分位，保险的 PETTM、PB 分别为 11.17 倍和 1.78 倍、分别位列 2% 和 18% 的历史分位，券商的 PETTM、PB 分别为 26.77 倍和 1.57 倍、分别位列 53% 和 17% 的历史分位（截止到 5 月 18 日）。结合估值和下面的分析，我们认为金融行业下半年表现虽然难有明显超额收益，但有望比上半年好些。

¹⁵《A 股还会长牛吗？——策略方法论之五：政策经济周期与股指长牛》，谢超、陈治中、黄亚铷、李瑾、黄凯松，2019 年 8 月 28 日

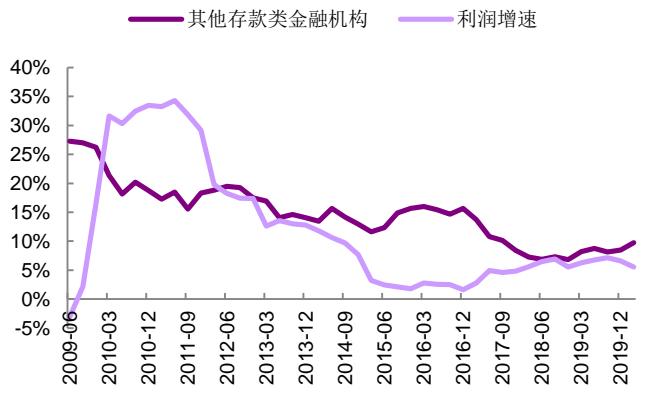
图 146：金融行业的估值分位



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 5 月 18 日

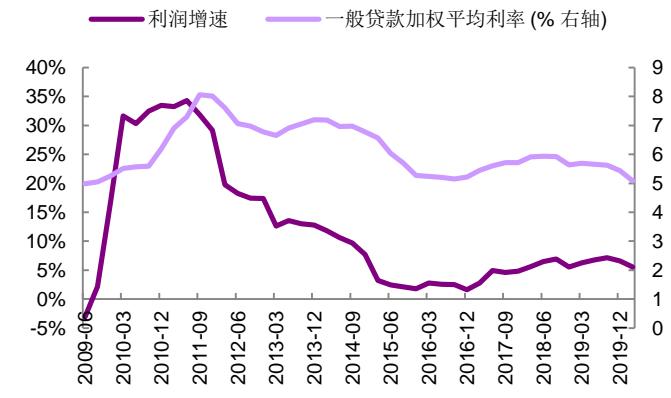
商业银行净利润的提高可以简化为生息资产的增长与息差的提高两部分，资产扩张决定银行销售“产品”的量，企业债收益率可以衡量银行销售“产品”的价。从数据上来看，一季度商业银行利润增速的下行与资产端收益率的下行同步，而商业银行总资产同比增速大致可以看成商业银行净利润增速的领先指标。往后看，商业银行扩表可能对利润增速形成支撑，但在经济增长乏力的背景下，**下半年一般贷款利率仍有可能下降，2020 年下半年商业银行的利润增速仍有可能承受一定压力。**

图 147：银行资产同比增速与净利润增速（%）



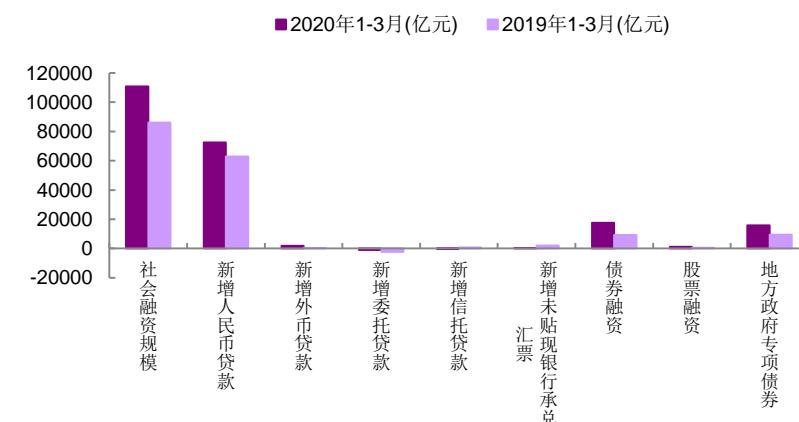
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 148：银行净利润增速与资产端收益率（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

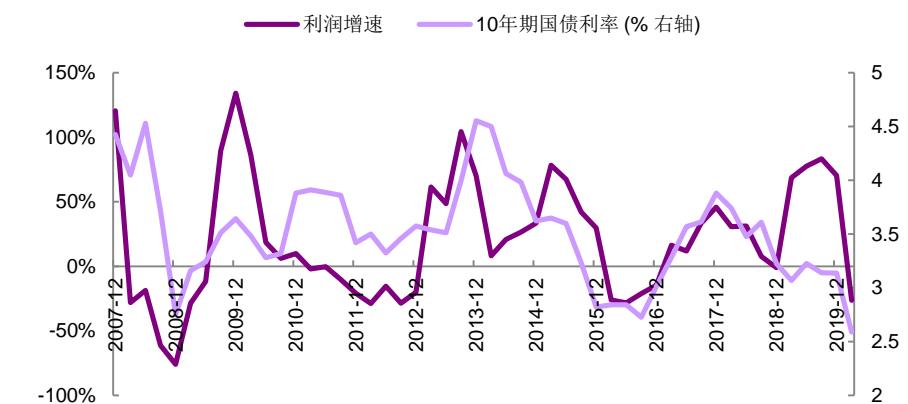
图 149：2020 年 1-3 月及 2019 年同期新增贷款规模



资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 3 月

保险行业短期的盈利能力与资产端的收益率相关性较高。从数据上看，我们发现十年期国债到期收益率与保险板块的净利润增速高度相关，一季度保险不仅展业不利，资产端收益率也出现下行，不利于二季度的资产配置。往后看，虽然经济企稳复苏有望带动十年期国债利率上行，但可能仍将处在较低水平。

图 150：十年期国债收益率与保险公司利润增速（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

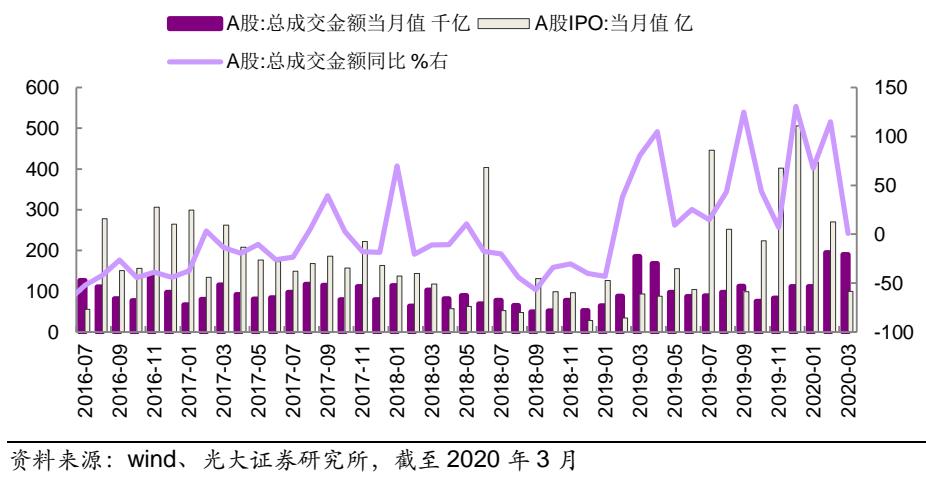
券商作为高贝塔品种，其业绩与股指运行高度相关。目前券商股的估值处在低位，而指数下跌空间有限，我们对市场整体并不悲观，也相对看好低估值券商板块的配置价值。

图 151：券商净利润增速与股指涨幅



资料来源：Wind、光大证券研究所

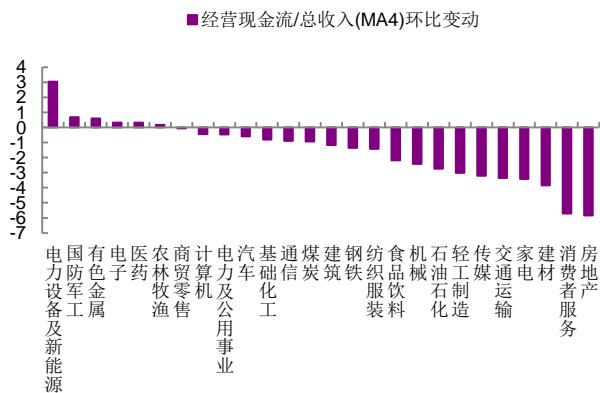
图 152：A 股每月成交金额和 IPO 金额



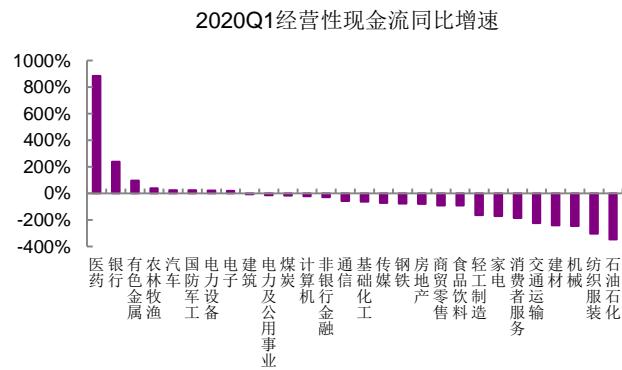
资料来源：wind、光大证券研究所，截至 2020 年 3 月

2.5、现金流视角下的总结：强与变强

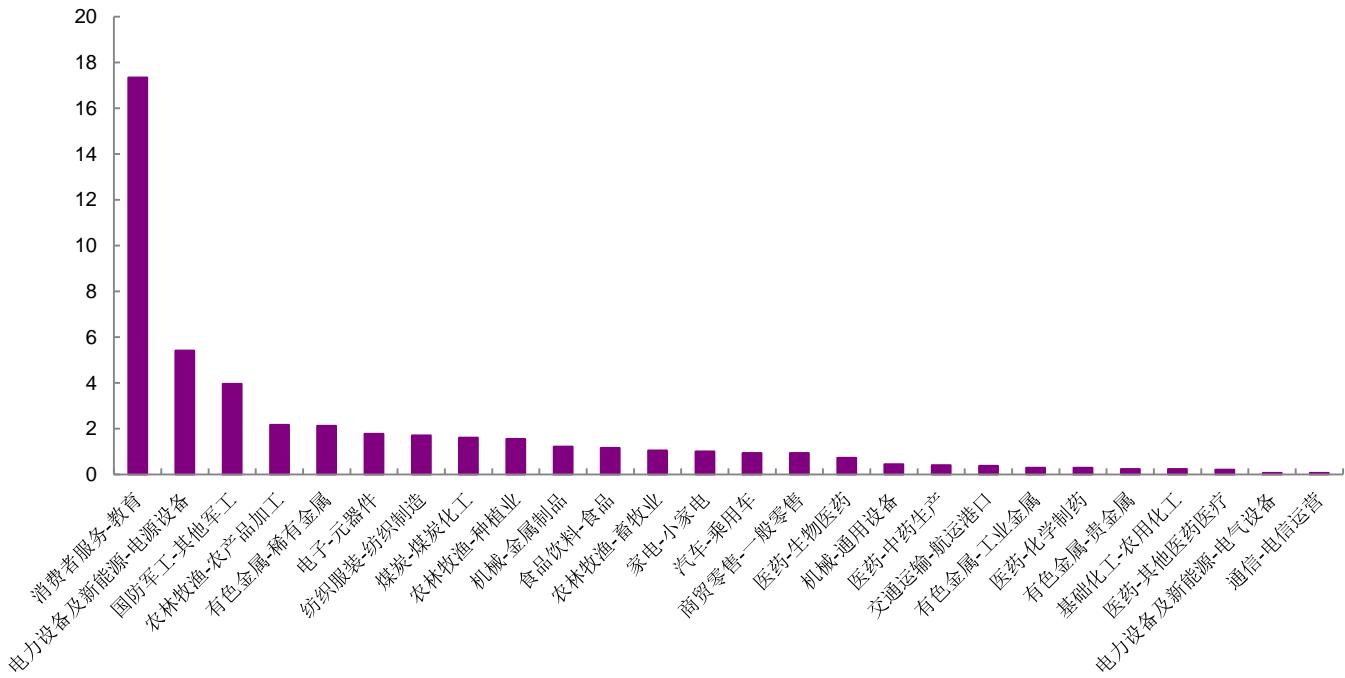
总结来看，2020 年一季度经营性现金流占收入比例同比提升的行业有：周期上游的有色、中游的电力设备及新能源、下游的国防军工；消费领域的医药和农业；科技板块的电子。二级行业中，2020 年一季度经营性现金流占收入比例同比提升的行业有：周期领域的稀有金属、贵金属、电力设备新能源中的电源设备、机械的通用设备、轻工制造中的文娱轻工以及建筑施工、军工；必需消费中生物医药、食品、养殖、一般零售；可选消费中的教育、乘用车、小家电；TMT 行业中的电子的半导体、通信的电信运营及计算机的云服务，这些行业收入增速正增长或仅小幅下降。

图 153: 2020Q1 经营性现金流净额/营业收入 (% MA4)

资料来源：wind、光大证券研究所

图 154: 2020Q1 经营性现金流同比增速

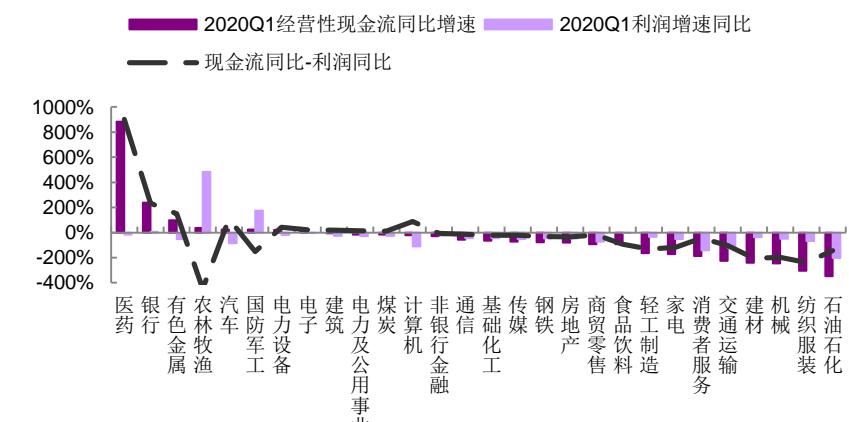
资料来源：wind、光大证券研究所

图 155: 2020Q1 现金流环比改善的二级行业 (%)

资料来源：wind、光大证券研究所

我们之所以计算现金流同比增速，也是为了方便与利润增速进行比较。部分行业现金流变化远好于利润变化，如医药行业现金流增速远高于利润增长，汽车、计算机的经营性现金流的降幅也大幅好于利润的降幅，体现行业基本面或许并没有基本面体现得这么差。其他现金流同比增速高于利润同比增速的非金融行业包括：有色金属、电力设备及新能源、电子、建筑、电力及公用事业、煤炭。

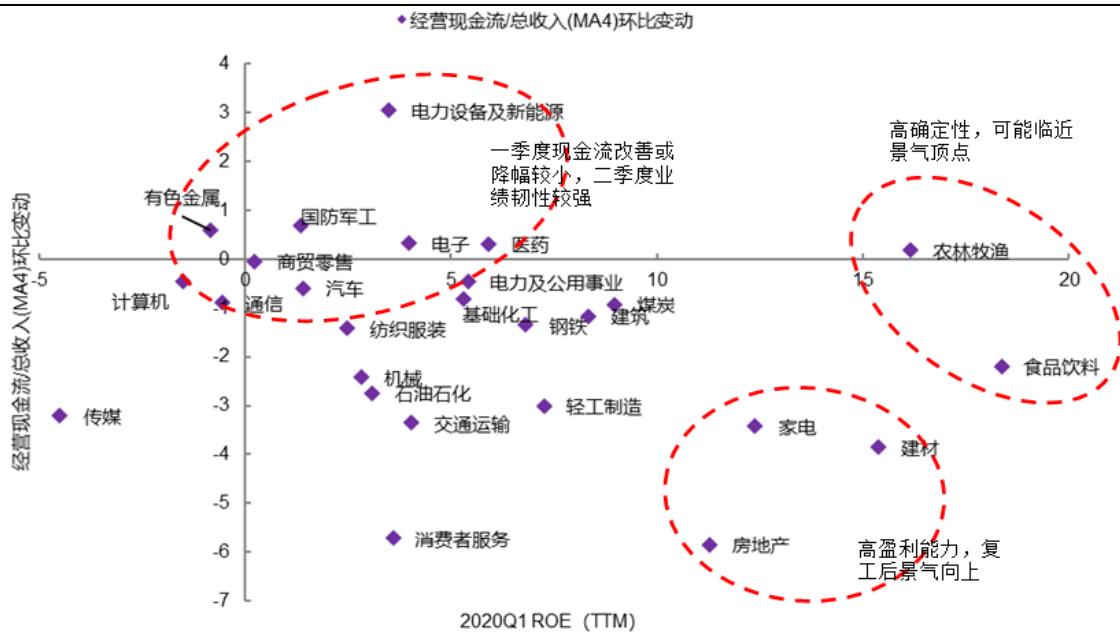
图 156：2020Q1 经营性现金流和利润同比增速的比较



资料来源：wind、光大证券研究所

当然，一季度现金流包含疫情前的现金流情况，部分行业在二季度可能也面临着外需或内部需求不足给收入和回款带来的压力，现金流指标还应结合长期的盈利能力和平期的景气趋势进行分析。高 ROE 意味着龙头企业在需求不足时具有更强的市占率提升的优势，如食品饮料、农林牧渔、医药和家电龙头，无论二季度是否景气回落，龙头企业运营选择多、余地大。随着疫情逐渐过去，二季度及下半年行业景气仍重点关注“逆周期调节”：①基建投资增速提升；②地产竣工及可选消费复苏；③科技领域“国产替代”，有利于相关行业二季度业绩的改善，而现金流优异的子行业业绩韧性更强。

图 157：中信一级行业经营性现金流/收入环比变动（百分点）与盈利能力 ROE（%）的分布



资料来源：wind、光大证券研究所

2.6、周期轮动下的修正：可选消费与科创更佳

前文，我们以现金流为主线探索了各行业在2020Q1和最新的数据中所体现的各行业当前的货币转化能力的强弱，以此形成下半年股票配置的思路本质上是一种趋势外推、强者恒强的思路。不过，从周期轮动的角度看，一旦下半年出现了某些周期拐点，这样一种趋势外推的逻辑可能会遭到破坏。因此，**我们需要从政策经济周期的框架下，对上述趋势外推的分析进行一些修正。**

如前所述，从政策经济周期四阶段轮回的角度看，我们认为下半年将重回“数据强、政策松”的第一阶段。如下表所示，在复苏的第一阶段，既属于历史表现强势，也属于当前现金流改善的一级行业主要有电力设备及新能源；二级行业主要有：纺织制造、小家电、乘用车、生物医药、通用设备、其他医药医疗等。

表3：第一阶段跑赢Wind全A概率在50%以上的优势行业

一级行业	强	弱	合计	强势概率	二级行业	强	弱	合计	强势概率
汽车	9	4	13	69.23%	乘用车II	10	3	13	76.92%
轻工制造	7	6	13	53.85%	白色家电II	9	4	13	69.23%
电力设备	7	6	13	53.85%	股份制与城商行	8	5	13	61.54%
餐饮旅游	7	6	13	53.85%	新能源设备	8	5	13	61.54%
家电	7	6	13	53.85%	通用设备	8	5	13	61.54%
银行	7	6	13	53.85%	汽车零部件II	7	6	13	53.85%
房地产	7	6	13	53.85%	其他钢铁	7	6	13	53.85%
计算机	7	6	13	53.85%	造纸II	7	6	13	53.85%
					生物医药II	7	6	13	53.85%
					小家电II	7	6	13	53.85%
					纺织制造	7	6	13	53.85%
					其他医药医疗	7	6	13	53.85%
					电子设备II	7	6	13	53.85%
					林业	7	6	13	53.85%
					输变电设备	7	6	13	53.85%
					综合II	7	6	13	53.85%
					计算机硬件	7	6	13	53.85%
					商用车	7	6	13	53.85%
					贸易II	7	6	13	53.85%
					房地产开发管理	7	6	13	53.85%
					国有银行II	7	6	13	53.85%
					汽车销售及服务II	7	6	13	53.85%

资料来源：Wind，光大证券研究所

政策经济周期作为一种货币主义的分析框架，考察政策经济周期的行业比较含义的另外一个思路是检验货币变动对各行业指数的弹性系数，在当前监管部门意图通过确保货币供给稳定经济预期的背景下，更需要重视货币的影响。我们对各一级行业指数对上证综指和M2进行对数回归，以观察在剔除市场的系统性影响之后，各行业对货币供给的弹性。如下表所示，在剔除市场的系统性影响之后，对M2的弹性大于等于0.5的一级行业主要有：家

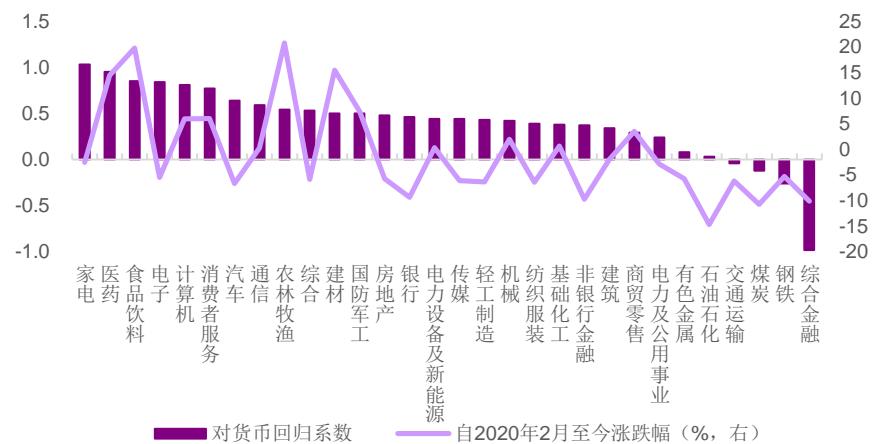
电、医药、食品饮料、电子、计算机、消费者服务、汽车、通信、农林牧渔、建材、国防军工等 11 个行业，基本上集中在消费和科创领域。结合本轮货币扩张以来各行业的涨幅来看，**家电、电子、汽车等可能有补涨机会，银行、传媒、轻工、非银金融、有色、石油石化或有超跌反弹的可能。**

表 4：各一级行业指数对上证综指和 M2 的回归分析

被解释变量 ln (行业指数)	解释变量 1			解释变量 2			
	行业	ln (上证综指) 系数	t 统计量	p 值	ln (M2) 系数	t 统计量 2	p 值 2
家电	0.77	22.00	0.000	1.03	55.23	0.000	0.97
医药	0.77	26.25	0.000	0.95	60.38	0.000	0.98
食品饮料	0.86	18.74	0.000	0.85	34.63	0.000	0.94
电子	0.45	7.96	0.000	0.84	27.93	0.000	0.88
计算机	0.80	12.22	0.000	0.81	22.99	0.000	0.86
消费者服务	0.87	20.51	0.000	0.77	34.27	0.000	0.94
汽车	0.98	26.74	0.000	0.64	32.98	0.000	0.95
通信	0.83	18.47	0.000	0.59	24.75	0.000	0.90
农林牧渔	0.94	30.83	0.000	0.54	33.30	0.000	0.95
综合	1.01	21.64	0.000	0.53	21.26	0.000	0.90
建材	1.08	32.23	0.000	0.50	27.83	0.000	0.95
国防军工	1.00	20.89	0.000	0.50	19.53	0.000	0.89
房地产	1.19	47.92	0.000	0.48	36.41	0.000	0.97
银行	0.99	33.42	0.000	0.46	29.31	0.000	0.95
电力设备及新能源	1.09	24.32	0.000	0.44	18.40	0.000	0.90
传媒	0.75	10.07	0.000	0.44	11.01	0.000	0.69
轻工制造	0.90	23.01	0.000	0.43	20.46	0.000	0.90
机械	1.15	30.93	0.000	0.42	21.23	0.000	0.93
纺织服装	1.03	24.44	0.000	0.39	17.32	0.000	0.90
基础化工	1.03	34.08	0.000	0.38	23.42	0.000	0.94
非银行金融	1.48	39.72	0.000	0.37	18.39	0.000	0.95
建筑	1.04	31.39	0.000	0.34	19.32	0.000	0.93
商贸零售	1.16	31.38	0.000	0.29	14.89	0.000	0.92
电力及公用事业	0.85	27.19	0.000	0.24	14.15	0.000	0.90
有色金属	1.37	24.90	0.000	0.08	2.73	0.007	0.83
石油石化	0.91	45.31	0.000	0.03	2.59	0.010	0.94
交通运输	0.99	30.98	0.000	-0.04	-2.28	0.024	0.86
煤炭	1.06	15.43	0.000	-0.12	-3.20	0.002	0.58
钢铁	1.18	43.81	0.000	-0.26	-17.92	0.000	0.91
综合金融	1.63	8.60	0.000	-0.98	-4.94	0.000	0.85

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 158：各一级行业对货币回归的系数和 2 月 1 日至今累计涨幅



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 5 月 18 日

3、风险提示

1、病毒出现经验无法理解的变异。前文分析是建立在 1918 年美国大流感时极限场景的情况下，本质上还是基于历史经验的分析，虽然从概率论的角度看，未来病毒变异出现均值回归是大概率事件，但墨菲定律也意味着一切皆有可能，病毒毒性的均值本身是否发生了跃变，不得而知。

2、货币投放的方式出现问题，以至于最后货币扩张乏力。对美国一战& 大流感期间的复盘数据表明，股市惧怕的根本不是病毒，而是货币不增长。然而货币发行是需要资产背书的，一战期间美国经历了由黄金到国债的背书资产转换。过去十年，房地产是中国发行货币的主要背书资产，包括一季度的货币扩张中，部分一线城市的房价再次出现上涨迹象。如果不能尽快的转向依靠国债背书货币发行，要么地产泡沫有卷土重来的风险，要么面临货币扩张乏力的风险。

图 159：近 48 个月一线城市二手房价格同比 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所；截至 2020 年 3 月。

3、迟迟无法实现防疫策略转变的风险。由坚壁清野式的防疫策略，转向主动进攻型防疫策略，需要再次发挥集体主义精神：需要我们突破财政量入为出的思维，将经济冷却产生的隐形成本转化为财政方面的显性开支；更需要每个人做出于集体利益的暂时让渡。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大 厦 A 座 17 楼