

## 混沌天成研究院

## 宏观组

联系人：于洁

☎：13072107091

✉：yujie@chaosqh.com

从业资格号：F3046129

## 中国经济基本面的恢复匹配的上股市给的估值

## 观点概述：

全部A股20Q2归母净利润累计同比为8.2%，相较于一季度-24.0%跌幅收窄5.8%，企业盈利降幅大幅收窄。A股盈利增速和工业企业利润增速趋势一致，7月工业企业利润延续修复。

北上资金近期一直流出。美联储货币政策偏鸽，周四之前美股也是保持上涨的态势，人民币升值并且后续升值预期也在，对北上资金利好的环境但是却还是流出，给出的解释只能是外资觉得中美的风险资产都需要对经济基本面重新定价。

美股估值隐含对经济基本面的预期处于历史最高位置，但是从美国经济数据来看，呈现缓慢复苏的特征，经济基本面恢复速度小于估值提升的速度，所以本周经历了杀估值。从全A市值/名义GDP来描述股市对经济基本面的预期的话，现在处于历史中等水平，远不及2015年水平。从全A市值/M2来描述股市市值和放水的相对程度来看，放水对股市市值有提振作用，但是是同比比例增加，股市并没有吸收更多的流动性。从这两个指标来看，中国经济基本面的恢复匹配的上股市给的估值，流动性也没有给股市带来泡沫，美股跌给A股带来是情绪的影响，A股向下有基本面的支撑。

最近一段时间A股处于震荡整理阶段，没有 $\beta$ 收益，后续上涨需要基本面的支持，对于经济复苏目前还没有认为经济重回下行通道的理由，因此对于股指我们保持看多的观点不变。

## 策略建议：

做多IF2009, IC2009

## 风险提示：

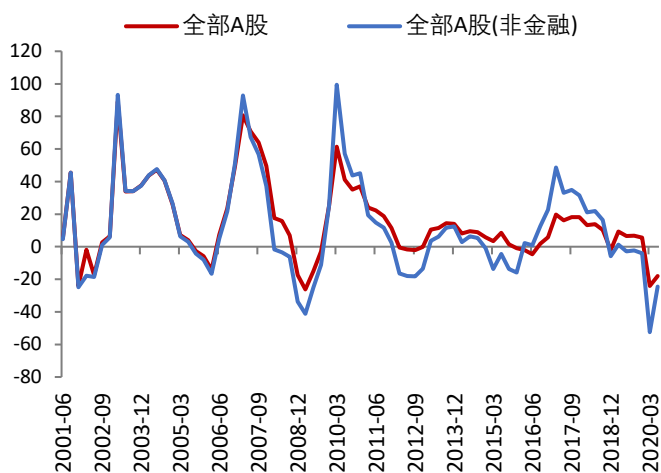
国内政策支持力度不及预期，海外疫情扩散超预期；中美摩擦升级



## 一、二季度上市公司盈利增速明显改善

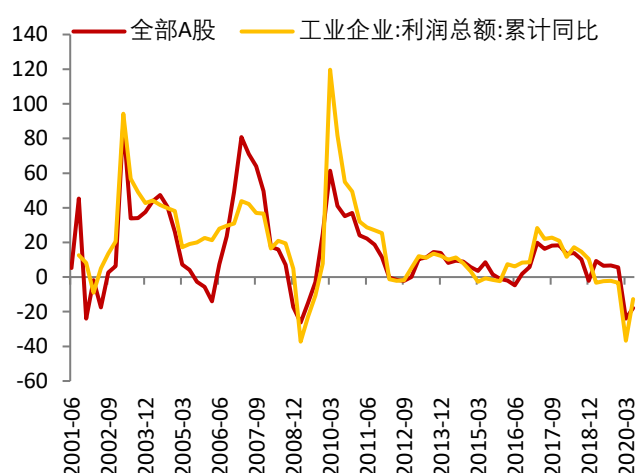
全部 A 股 20Q2 归母净利润累计同比为 8.2%，相较于一季度-24.0%跌幅收窄 5.8%，企业盈利降幅大幅收窄。A 股盈利增速和工业企业利润增速趋势一致，7 月工业企业利润延续修复

图表 1：归母净利润同比



数据来源：wind，混沌天成研究院

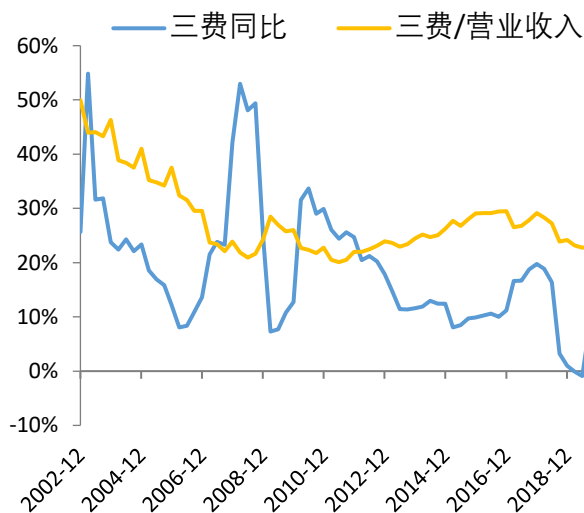
图表 2：A 股盈利增速和工业企业利润同比



数据来源：wind，混沌天成研究院

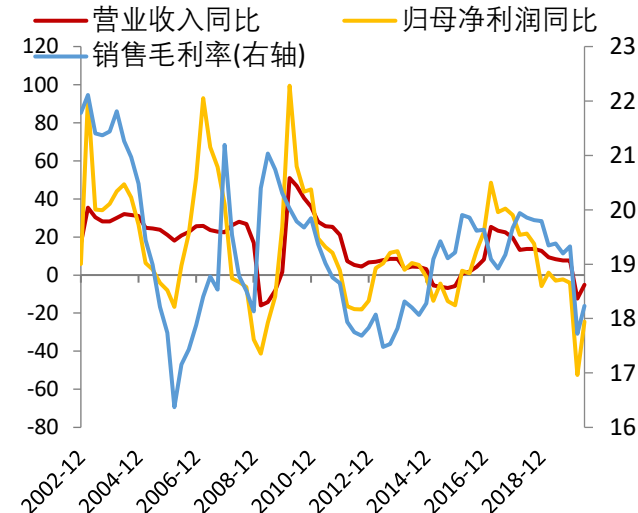
从盈利分项来看，营收同比增速毛利率均较一季度回升，财务、销售、管理费率均有所下降。

图表 3：三费同比和占营业收入比重



数据来源：wind，混沌天成研究院

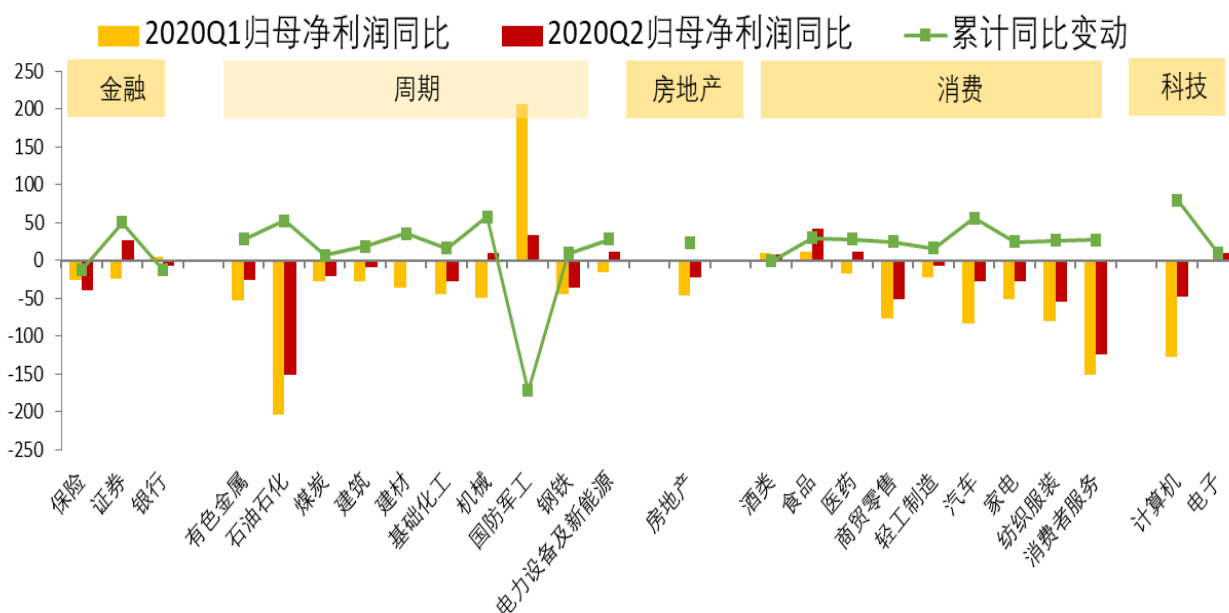
图表 4：IC-IH 盈利预测和 IC/IH 走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

行业层面看，大部分行业业绩也明显改善，业绩维持两位数高增长，或者业绩业主要集中在科技和消费。

图表 5：各行业盈利同比增速



数据来源：wind，混沌天成研究院

上证 50 业绩主要是受银行的拖累，保险、交运以及中国重工表现也不佳。【净利润累计同比为负且跌幅扩大的股票】这一部分权重占比 25%。

图表 6：上证 50 成分股业绩

证券代码	证券简称	2020Q1净利润增速	2020Q2净利润增速	变动	权重	行业
600036.SH	招商银行	10.12	-1.63	-11.75	5.88%	银行
601166.SH	兴业银行	6.75	-9.17	-15.92	3.05%	银行
601398.SH	工商银行	3.04	-11.40	-14.43	2.63%	银行
601328.SH	交通银行	1.80	-14.61	-16.41	1.97%	银行
600000.SH	浦发银行	5.48	-9.81	-15.29	1.84%	银行
600016.SH	民生银行	5.43	-10.02	-15.46	1.79%	银行
601288.SH	农业银行	4.79	-10.38	-15.18	1.40%	银行
601601.SH	中国太保	53.09	-12.01	-65.11	1.27%	非银金融
600009.SH	上海机场	-94.21	-114.29	-20.08	1.11%	交通运输
601988.SH	中国银行	3.17	-11.51	-14.69	1.05%	银行
601818.SH	光大银行	11.28	-10.18	-21.46	0.93%	银行
601336.SH	新华保险	37.66	-22.07	-59.73	0.76%	非银金融
601989.SH	中国重工	-80.77	-95.76	-14.98	0.67%	国防军工
601816.SH	京沪高铁	-86.33	-90.06	-3.73	0.28%	交通运输
601319.SH	中国人保	19.94	-18.79	-38.73	0.23%	非银金融
601658.SH	邮储银行	8.50	-9.96	-18.46	0.19%	银行
合计				全部权重	25.04%	

数据来源：wind，混沌天成研究院

沪深 300 业绩主要受银行、保险和周期（交运、电气设备、房地产）股票的拖累，【净利润累计同比为负且跌幅扩大的股票】这一部分权重占比 16%。

图表 7：沪深 300 成分股业绩

证券代码	证券简称	2020Q1净利润增速	2020Q2净利润增速	变动	权重	行业
600036.SH	招商银行	10.12	-1.63	-11.75	2.24%	银行
601166.SH	兴业银行	6.75	-9.17	-15.92	1.18%	银行
601398.SH	工商银行	3.04	-11.40	-14.43	1.01%	银行
000001.SZ	平安银行	14.80	-11.20	-26.00	0.85%	银行
601328.SH	交通银行	1.80	-14.61	-16.41	0.75%	银行
600000.SH	浦发银行	5.48	-9.81	-15.29	0.70%	银行
600016.SH	民生银行	5.43	-10.02	-15.46	0.69%	银行
601288.SH	农业银行	4.79	-10.38	-15.18	0.54%	银行
002304.SZ	洋河股份	-0.46	-3.24	-2.78	0.49%	食品饮料
601601.SH	中国太保	53.09	-12.01	-65.11	0.49%	非银金融
600009.SH	上海机场	-94.21	-114.29	-20.08	0.42%	交通运输
601169.SH	北京银行	5.26	-10.53	-15.79	0.42%	银行
601988.SH	中国银行	3.17	-11.51	-14.69	0.40%	银行
600438.SH	通威股份	-29.79	-30.35	-0.56	0.38%	电气设备
601818.SH	光大银行	11.28	-10.18	-21.46	0.35%	银行
001979.SZ	招商蛇口	-79.48	-81.35	-1.87	0.30%	房地产
601336.SH	新华保险	37.66	-22.07	-59.73	0.29%	非银金融
002044.SZ	美年健康	-405.68	-4,746.61	-4,340.93	0.28%	医药生物
				前100权重	11.78%	
				全部权重	16.41%	

数据来源：wind，混沌天成研究院

中证 500 二季度累计同比为负且跌幅扩大的股票，大多是周期股，个别是传媒、电子、医药、通信，【净利润累计同比为负且跌幅扩大的股票】这一部分权重占比 12.25%。

图表 17：中证 500 成分股利润

证券代码	证券简称	2020Q1净利润增速	2020Q2净利润增速	变动	权重	行业
300017.SZ	网宿科技	-21.00	-78.04	-57.05	0.07%	公用事业
600160.SH	巨化股份	-96.78	-97.77	-0.98	0.12%	建筑装饰
600348.SH	阳泉煤业	-28.64	-32.18	-3.55	0.27%	有色金属
002387.SZ	维信诺	33.60	-47.30	-80.90	0.07%	建筑装饰
002439.SZ	启明星辰	-95.87	-255.46	-159.60	0.09%	电气设备
002465.SZ	海格通信	1.36	-4.16	-5.52	0.11%	机械设备
002563.SZ	森马服饰	-94.96	-97.01	-2.05	0.12%	非银金融
601099.SH	太平洋	-72.28	-85.21	-12.93	0.08%	电子
002074.SZ	国轩高科	-83.31	-89.72	-6.41	0.10%	机械设备
601233.SH	桐昆股份	-17.81	-27.23	-9.42	0.10%	通信
002340.SZ	格林美	-37.17	-48.26	-11.09	0.10%	传媒
300024.SZ	机器人	-35.77	-38.43	-2.66	0.12%	建筑装饰
600699.SH	均胜电子	-78.59	-204.88	-126.29	0.06%	传媒
000998.SZ	隆平高科	-82.17	-207.43	-125.26	0.16%	房地产
002075.SZ	沙钢股份	-1.99	-11.45	-9.46	0.10%	通信
002212.SZ	南洋股份	-77.61	-161.99	-84.38	0.07%	交通运输
600486.SH	扬农化工	0.38	-2.78	-3.17	0.38%	医药生物
300251.SZ	光线传媒	-67.82	-80.46	-12.64	0.08%	公用事业
				前100权重	2.19%	
				全部权重	12.25%	

数据来源：wind，混沌天成研究院

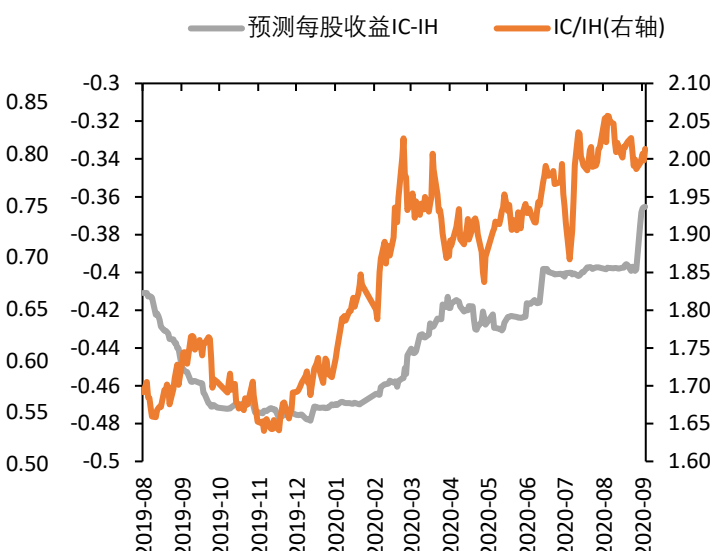
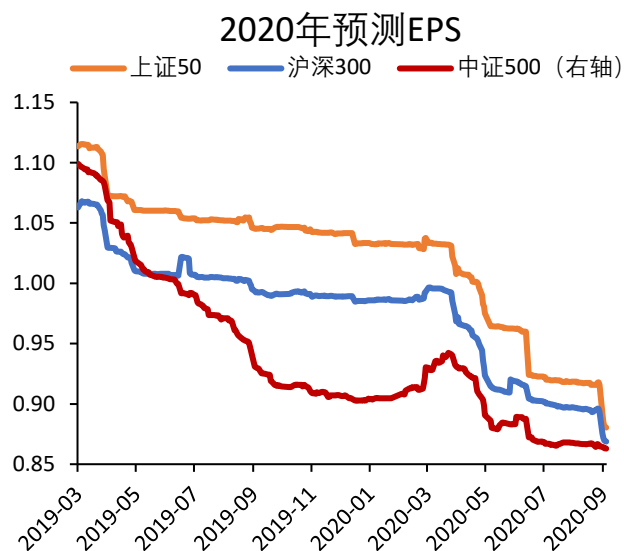
请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS RESEARCH INSTITUTE

半年报业绩披露完成以后，沪深300和上证50都下调了2020年的预测EPS，中证500保持坚挺。从一致预期盈利指标来看，IC-IH EPS增速差值和IC/IH走势较为一致，预测每股受益IC-IH走扩，对IC/IH比值有支撑。

图表 15: 2020年预测EPS

图表 16: IC-IH 盈利预测和 IC/IH 走势

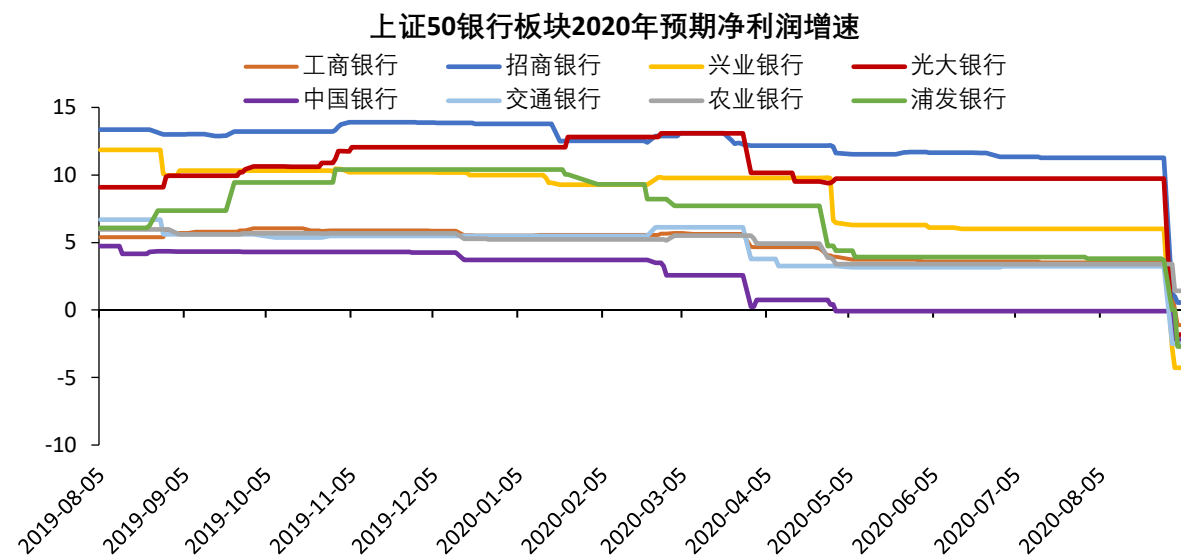


数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

上证50里60%的利润是由银行贡献的，从上证50银行股的盈利预测来看，2020年净利润增速几乎全部被大幅下调。

图表 17: 上证50 银行股 2020 年预期净利润增速



数据来源: wind, 混沌天成研究院

影响银行利润主要有量、净息差、不良贷款率三个方面；

疫情之下，银行在政策的引导下加大放贷力度，贷款总额较去年同期同比增加；央行货币政策更加宽松，引导贷款利率下行，导致银行息差收窄；餐饮、住宿、旅游、交通运输业、线下娱乐等行业受疫情冲击大，企业偿债能力下降，银行资产质量或恶化，不良贷款拨备覆盖率增加。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS RESEARCH INSTITUTE

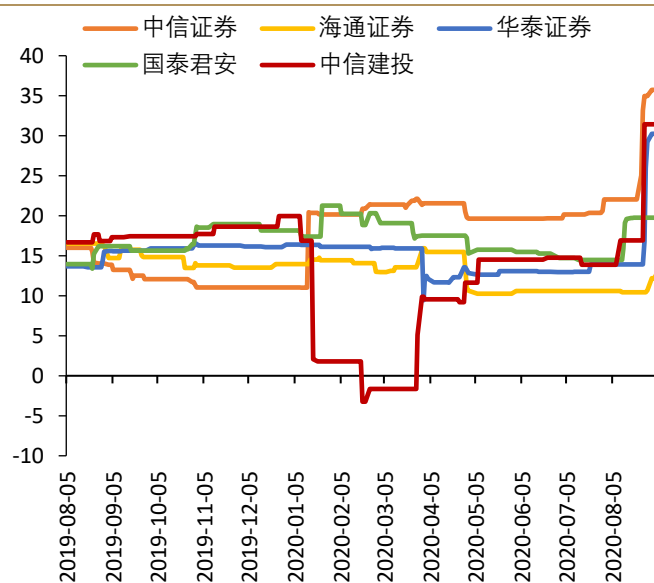
图表 18：上证 50 银行股 2020 年预期净利润增速

	净利润			生息资产			不良贷款拨备覆盖率			净息差		
	2020Q2同比	2020Q1同比	较Q1	2020Q2同比	2020Q1同比	较Q1	2020Q2同比	2020Q1	较Q1	2020Q2	2020Q1	较Q1
浦发银行	9.81%	5.48%	4.33%	12.85%	12.64%	-0.21%	145.96%	146.51%	-0.55%	1.86%	1.88%	-0.02%
民生银行	-10.02%	5.43%	-15.45%	16.46%	17.73%	1.27%	152.25%	155.89%	-3.64%	2.11%	2.24%	-0.13%
招商银行	-1.62%	10.12%	-11.74%	11.28%	14.71%	3.43%	440.81%	451.27%	-10.46%	2.50%	2.56%	-0.06%
兴业银行	-9.17%	6.75%	-15.92%	7.90%	16.93%	9.03%	214.97%	198.96%	16.01%	1.93%	1.53%	0.40%
农业银行	-10.38%	4.79%	-15.17%	12.63%	11.64%	-0.99%	284.97%	289.91%	-4.94%	2.14%	2.84%	-0.70%
交通银行	-14.61%	1.80%	-16.41%	7.97%	9.86%	1.89%	148.73%	154.19%	-5.46%	1.65%	1.55%	0.10%
工商银行	-11.40%	3.04%	-14.44%	8.95%	9.94%	0.99%	194.69%	199.37%	-4.68%	2.13%	2.20%	-0.07%
光大银行	-10.18%	11.28%	-21.46%	17.10%	15.35%	-1.74%	186.77%	182.22%	4.55%	2.30%	3.10%	-0.80%
建设银行	-10.72%	5.12%	-15.86%	12.88%	12.37%	-0.52%	223.47%	230.27%	-6.80%	2.14%	2.19%	-0.05%
中国银行	-11.51%	3.17%	-14.68%	10.85%	12.59%	1.75%	186.46%	184.72%	1.74%	1.82%	1.80%	0.02%

数据来源：wind，混沌天成研究院

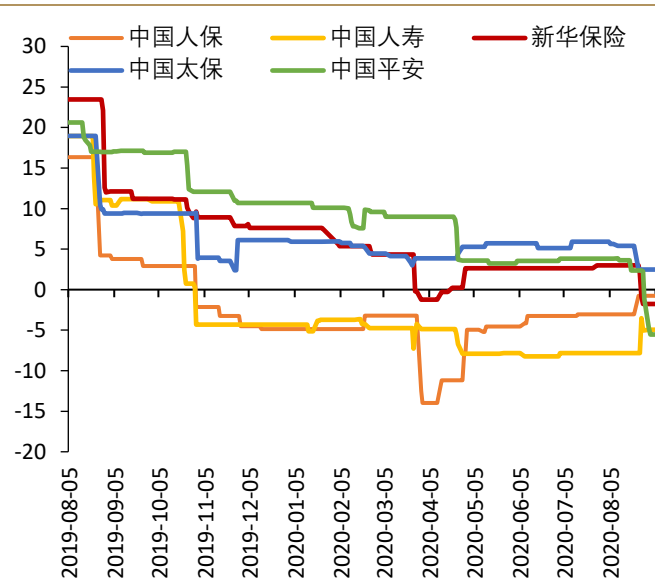
资本市场改革继续推进，股市牛市氛围仍在，券商盈利增速大幅上调，保险股中上调和下调各半。

图表 19：上证 50 券商股盈利预测



数据来源：wind，混沌天成研究院

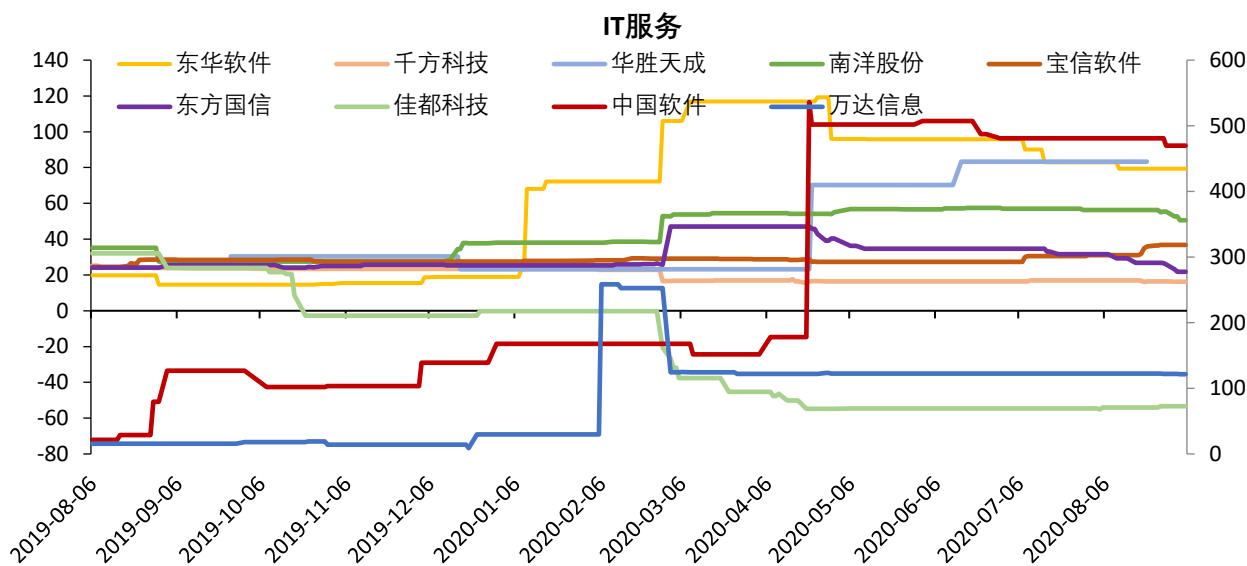
图表 20：上证 50 保险股盈利预测



数据来源：wind，混沌天成研究院

IT 服务是中证 500 权重最多的细分行业。收益于疫情催化的需求增加，IT 服务的盈利预测多数上调。

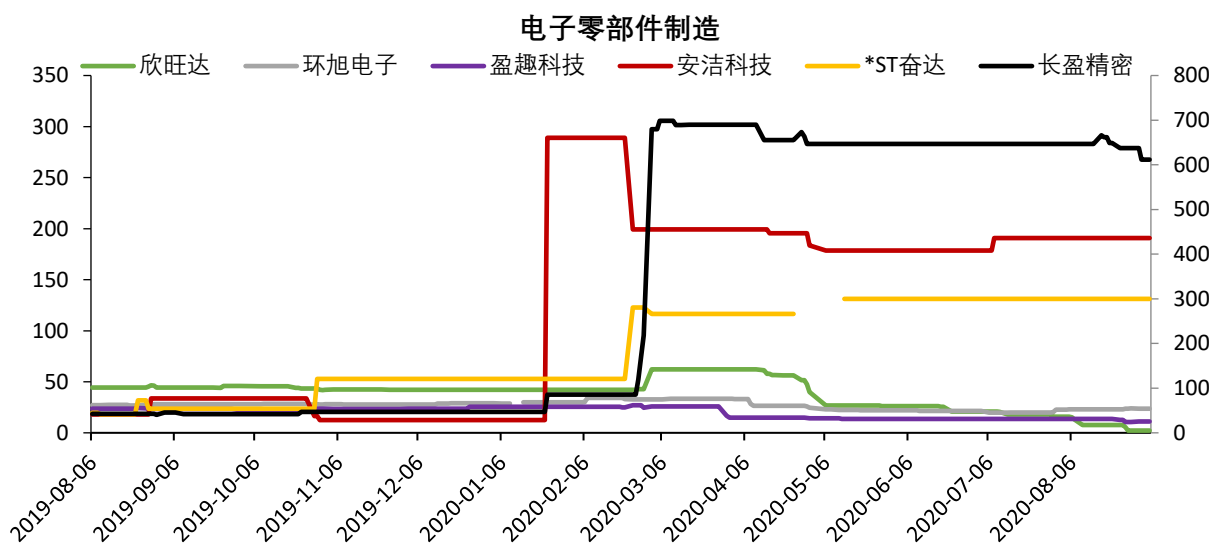
图表 21：中证 500IT 服务行业盈利预测



数据来源：wind，混沌天成研究院

受到需求端的影响，电子零部件制造行业盈利被下调。

图表 22：中证 500 电子零部件制造行业盈利预测



数据来源：wind，混沌天成研究院

台科技股营收对 A 股有指引作用，而且财报更高频。台积电一季度业绩表现亮眼，7 月份也有不错的表现。台积电二季度销售额获得了 29% 的强劲增长，包含云计算、通信应用等对半导体的需求都超出了此前预期。此外，由于苹果潜在的 5nm A14 芯片组订单等利好因素，预计台积电的业绩增长可能会延续到第三季度。

图表 23: 台积电月报

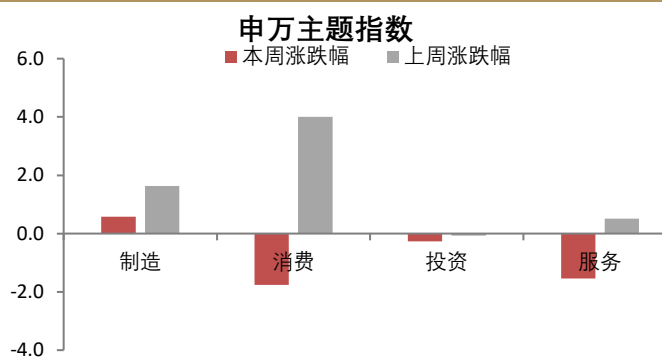
台积电	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	趋势图
当月营收 (亿新台币)	1022	1060	1079	1033	1037	934	1135	960	938	1209	1060	
累计应收 (亿新台币)	7527	8588	9667	10700	1037	1971	3106	4066	5004	6213	7273	
营收当月同比 (%)	8	4	10	15	33	53	42	29	17	41	25	
营收累计同比 (%)	1	2	3	4	33	42	42	39	34	35	34	
营收环比 (%)	-4	4	2	-4	0	-10	22	-15	-2	29	-12	

数据来源: wind, 混沌天成研究院

## 二、风格表现

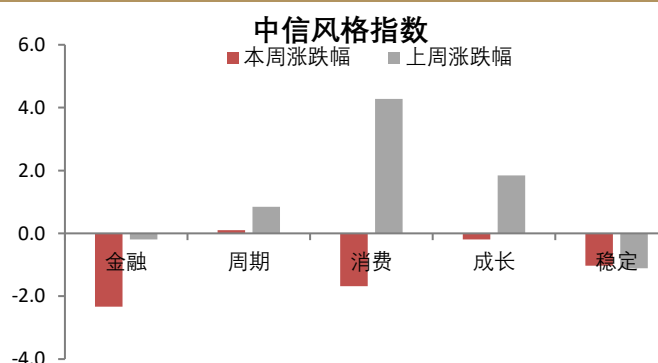
在指数震荡的背景下, 受到美股暴跌的影响, 本周三大期指均收跌。制造板块逆势上涨, 芯片板块受到政策利好提振。

图表 24: 申万主题指数表现



数据来源: wind, 混沌天成研究院

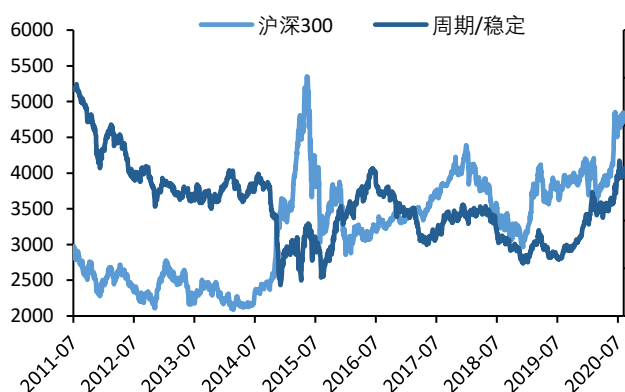
图表 25: 中信风格指数表现



数据来源: wind, 混沌天成研究院

从指数风格来看, 近期周期/稳定比值小幅回升以后震荡。周期板块与经济变化相关性较高, 表明市场对于国内经济好转的预期有所提高。

图表 26: 周期/稳定与沪深 300 价格走势



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 27: 金融/消费与沪深 300 价格走势



数据来源: wind, 混沌天成研究院

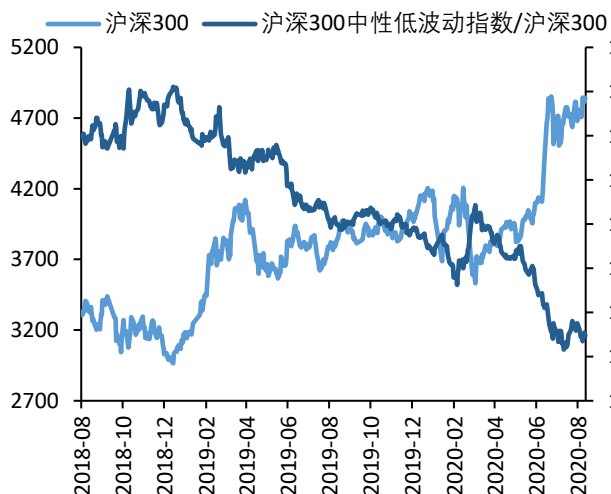
低波指数相对沪深 300 近两周震荡, 低波动率股票一般指大盘权重股。风格上成长股从 2019 年 1 月开始持续跑赢价值股, 并且在今年这种趋势得到强化。周期股从 2018 年 9 月开始跑输成长股, 当前周期/非周的比值突破历史最低点。7 月初周期股有修复, 但是是短暂的反弹, 当前风格仍然是成长和非周, 周期催化因素不足。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS RESEARCH INSTITUTE



图表 28：沪深 300 中性低波动指数和沪深 300



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 29：沪深 300 周期/非周

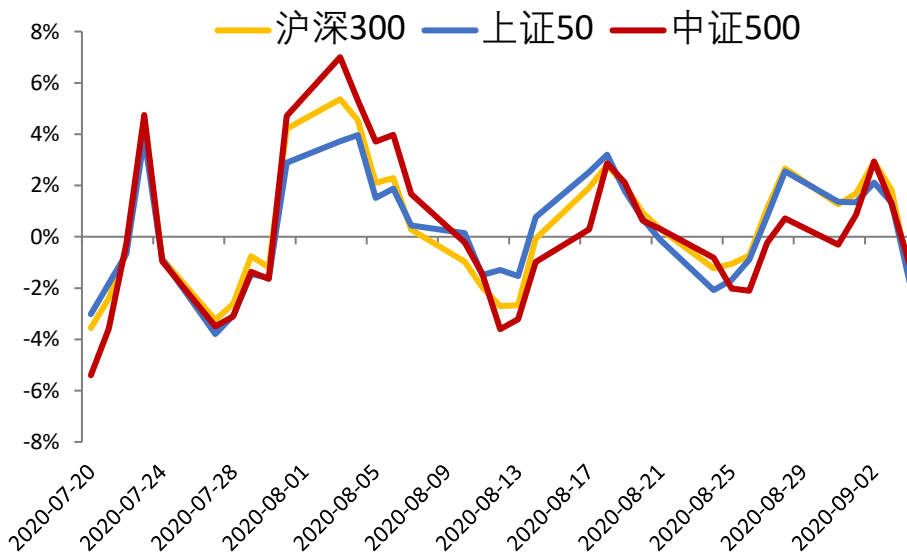


数据来源：wind，混沌天成研究院

### 三、后续展望

7月初随着官方、财新 PMI 均超预期来印证经济环比复苏，以及央行下调再贷款和再贴现利率，指数快速上涨。中旬中美摩擦升级影响市场情绪，从7月底到上周，市场处于震荡整理阶段，本周受到美股暴跌的影响，三大期指均收跌。

图表 30：三大指数 5 天滚动收益率



数据来源：wind，混沌天成研究院

美股估值隐含对经济基本面的预期处于历史最高位置，但是从美国经济数据来看，呈现缓慢复苏的特征，经济基本面恢复速度小于估值提升的速度，所以本周经历了杀估值。从全 A 市值/名义 GDP 来描述股市对经济基本面的预期的话，现在处于历史中等水平，远不及 2015 年水平。从全 A 市值/M2 来描述股市市值和放水的相对程度来看，放水对股市市值有提振作用，但是是同

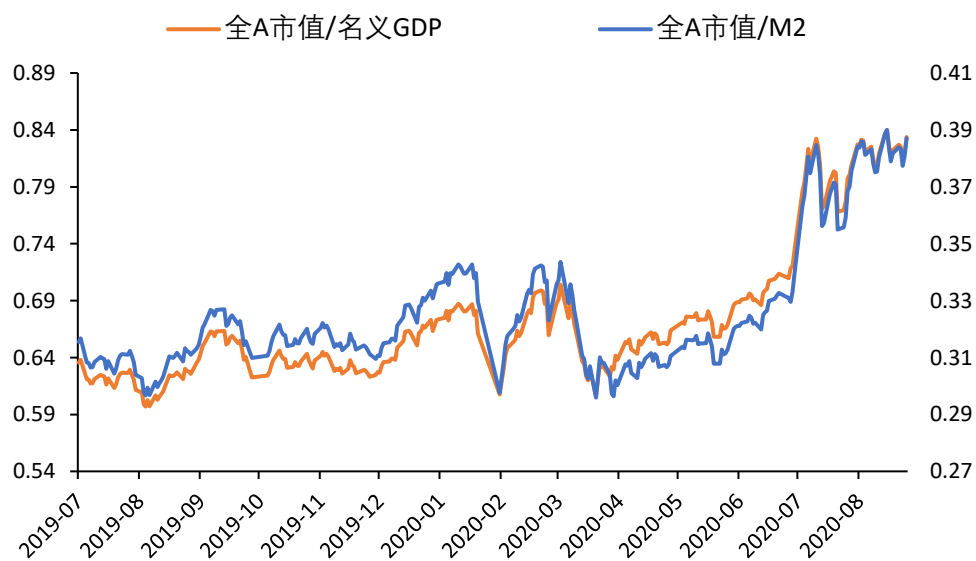
比例增加，股市并没有吸收更多的流动性。从这两个指标来看，中国经济基本面的恢复匹配的上股市给的估值，流动性也没有给股市带来泡沫，美股跌给A股带来是情绪的影响，A股向下有基本面的支撑。

图表 31： 股市流动性和估值



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 32： 股市流动性和估值



数据来源：wind，混沌天成研究院

最近一段时间A股处于震荡整理阶段，没有 $\beta$ 收益，后续上涨需要基本面的支持，对于经济复苏目前还没有认为经济重回下行通道的理由，因此对于股指我们保持看多的观点不变。

北上资金近期一直流出。美联储货币政策偏鸽，周四之前美股也是保持上涨的态势，人民币升值并且后续升值预期也在，对北上资金利好的环境但是却还是流出，给出的解释只能是外资觉

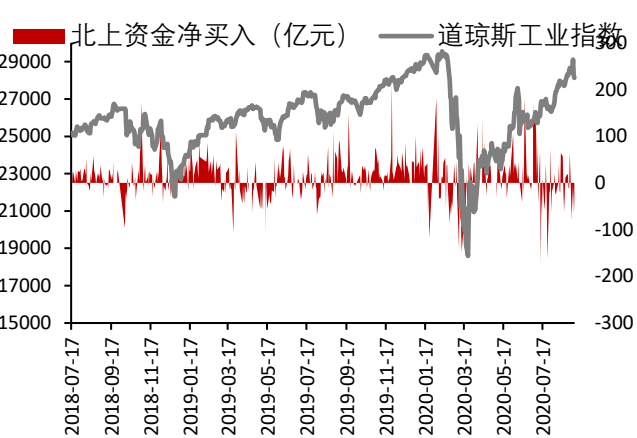
得中美的风险资产都需要对经济基本面重新定价。

图表 32：北上资金和上证 50 走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 33：北上资金和美股走势



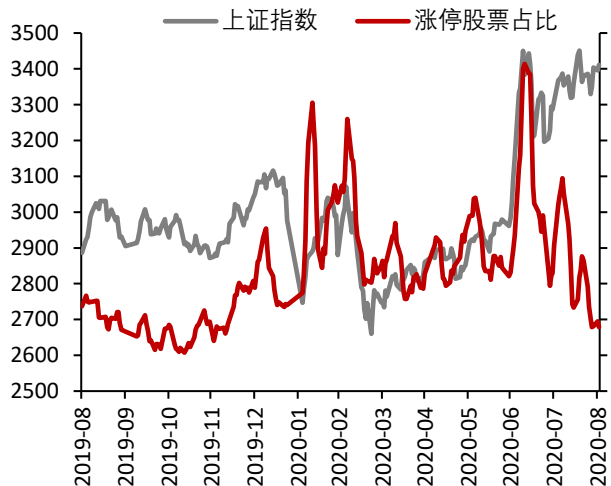
数据来源：wind，混沌天成研究院

## 其他数据跟踪

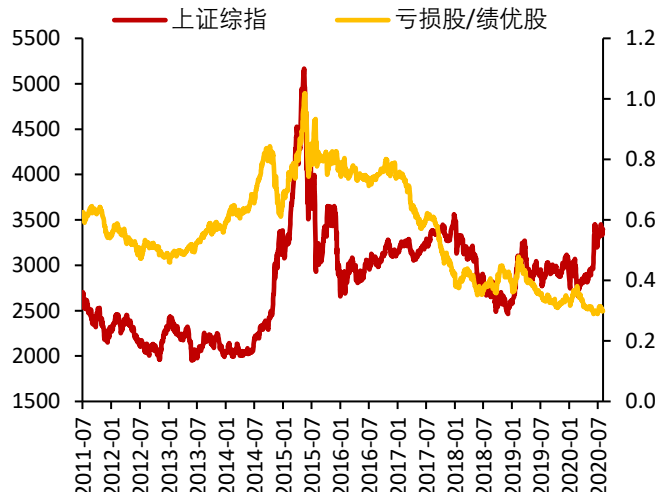
### 一、市场情绪

本周市场情绪降温，涨停股票占比持平。从亏损股/绩优股比值来看，当前市场情绪处于历史较低水平。

图表 1：涨停家数占比



图表 2：亏损股/绩优股

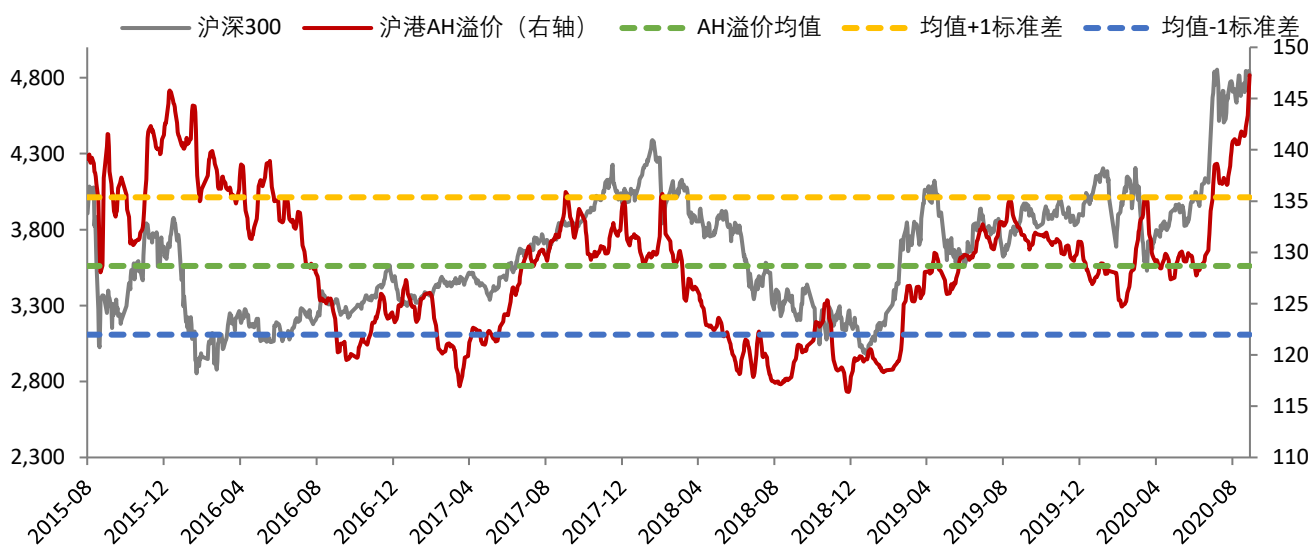


数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

目前沪港 AH 溢价指数处于较高位置。沪港 AH 溢价指数处于历史低位时，往往对应着沪深 300 指数的底部。恒生 AH 股溢价指数跟踪的 74 只个股主要是在金融、周期性和防御性行业中的央企和地方国企，成长空间不高，当 AH 溢价在高位时表明市场情绪可能过热。

图表 3：沪港 AH 溢价和沪深 300 走势

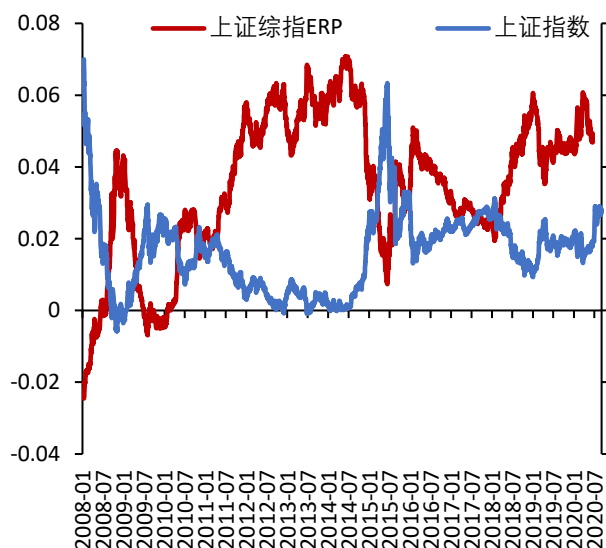


数据来源：wind，混沌天成研究院

## 二、估值

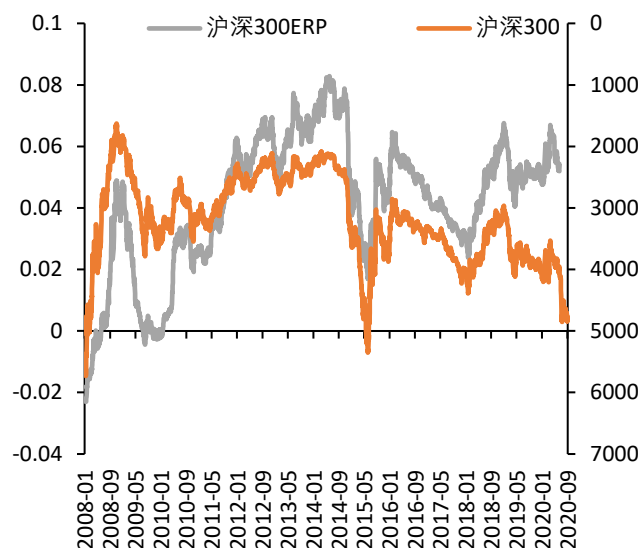
权益风险溢价（ERP）是指股票收益超出无风险利率的部分，可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力。当前股指相较于无风险资产有吸引力。

图表 4：上证综指 ERP 和价格走势图



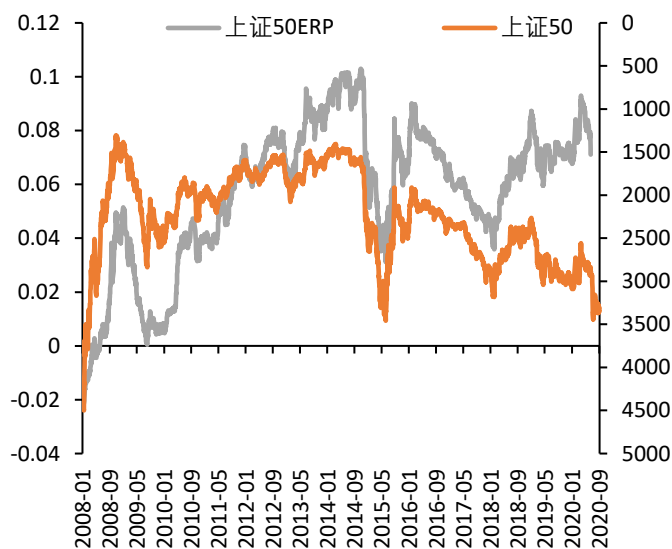
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 5：沪深 300ERP 和价格走势图



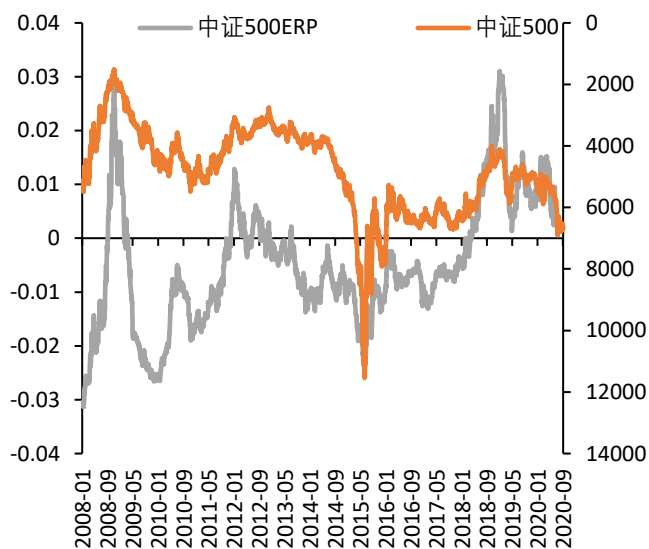
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 6：上证 50ERP 和价格走势图



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 7：中证 500 和价格走势图

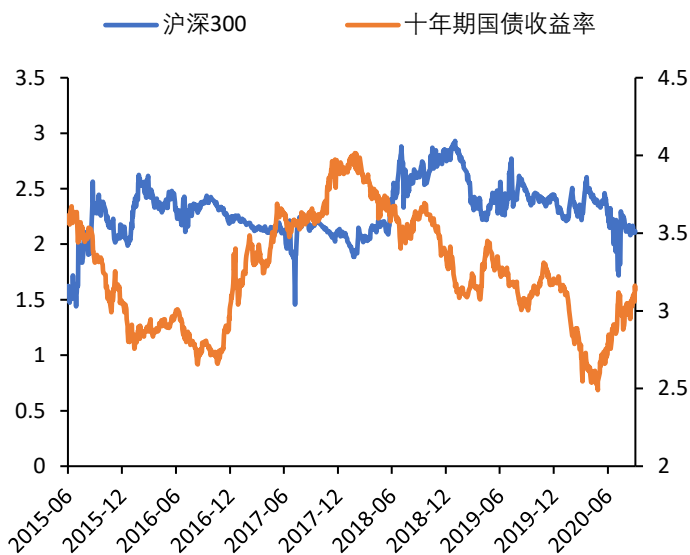


数据来源：wind，混沌天成研究院

### 三、股息率

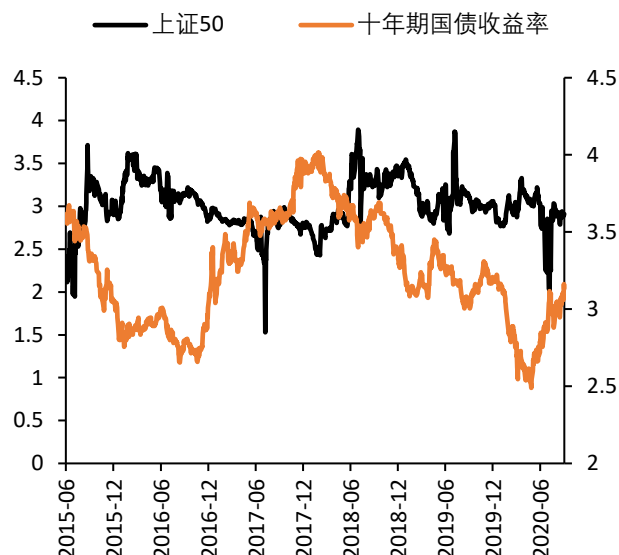
从指数的股息率来看，股指相对债券仍有吸引力。

图表 8：沪深 300 股息率



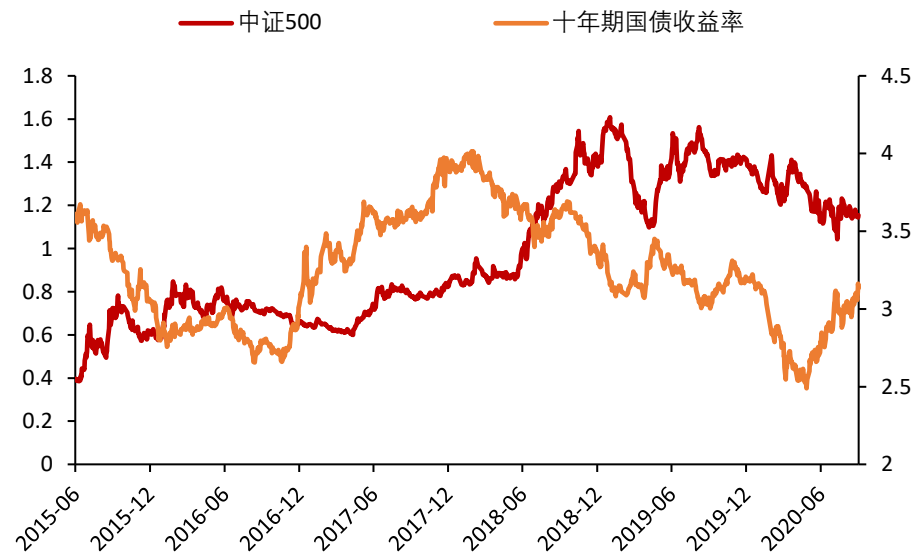
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 9：上证 50 股息率



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 10：中证 500 股息率



数据来源：wind，混沌天成研究院

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

 长按识别下方二维码关注哇



关注了解更多资讯!

混沌天成研究院