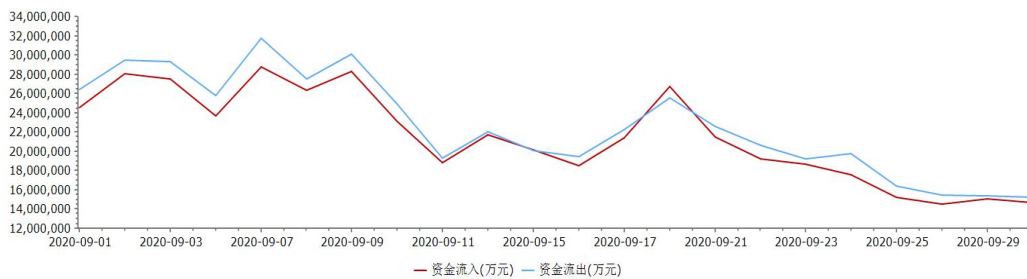


流动性、情绪和估值

9月市场延续震荡盘整，但重心较8月有所下降。热点方面，军工行业表现出一定的持续性，科技、消费等前期热门板块则继续承压，大金融受事件驱动偶有机会。

市场情绪方面，9月投资者交投热情持续降温，主要股指的成交额出现大幅缩减。一方面，临近三季度末，市场资金面相对偏紧。国庆节前由于季度末叠加商业银行长假期间资金备付需求，资金面容易出现季节性紧张。尤其是与往年相比，今年中秋与国庆双节叠加，假日较往年更长，资金压力也更集中。另一方面，市场对国庆假期期间的不确定性因素有所担心，资金入市交易的意愿不强。再加上题材热点覆盖面大幅萎缩，向来活跃的短线资金观望情绪较浓。

图 1：2020 年 9 月市场资金流入流出情况



(数据来源：大智慧)

回顾近几个月行情来看，在增量资金推动下，7月A股出现一轮快速上涨，并推升行业估值。但是，随着北上资金流出以及发行市场节奏加快，投资者情绪出现冷却，行情也进入震荡期。9月初，交易所加大了对低价股恶意炒作的监管力度，对估值高且缺乏基本面支撑的公司“挤泡沫”，此举有助于市场更加健康、良性发展。不过，由于主流资金切换回价值主线龙头公司并不顺畅，导致对短线交易资金的活跃度产生一定影响。并且，在资金面紧平衡下，也对高估值产生一定压力。

图 2：2018 年 9 月至 2020 年 9 月股票发行规模统计



(数据来源: 大智慧)

十月开始是 A 股正式进入四季度的年尾行情,除了不确定性因素干扰外,目前市场对情绪、流动性和估值较为看重,也是决定未来行情走向的重要因素。分别来看:

第一、关于市场情绪

成交额水平是最能客观反应市场冷热程度。年初, A 股成交金额维持在 7000 亿左右。7 月初开始放量上涨,成交额创 2016 年以来新高达 1.7 万亿。9 月的市场成交额已回落至 7000 亿左右。需要注意的是, 当有极致的换手出现时往往是拐点来临前的征兆。以创业板指为例,年初成交额维持在 1500 亿水平左右,2 月 25 日成交额突破 3000 亿,创历史记录。9 月 9 日,创业板指成交额破 4000 亿元,但当日指数下跌,随后陷入调整。

第二、关于流动性

宏观金融数据、融资融券、公募基金是影响市场流动性的几个主要因素。6 月底央行十年来首次降低再贴现利率,债券市场熊市带来的资金分流、创业板和中小板等指数牛市带来的赚钱效应吸引越来越多的投资者。

图 3: M1、M2 同比增速 (%)



(数据来源: 券商研究)

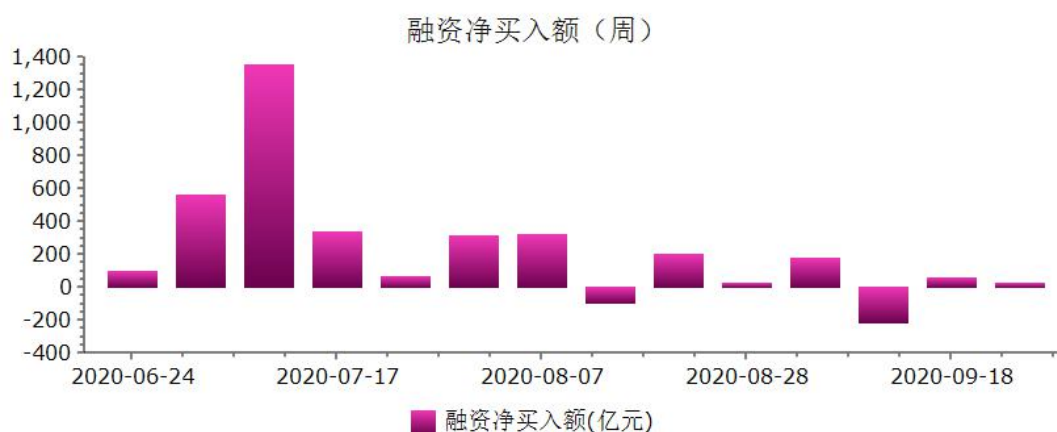
融资融券则反映了投资者参与市场的热情程度，尤其是，**融资余额的变动与市场行情相关性较强**。两融余额从2020年6月29号的1.12万亿猛增至7月14日的1.345万亿，半个月增加了2250亿元，显著快于之前的一段时间。两融交易金额从6月的500-800亿水平大增至7月上中旬的1700-2100亿元，平均增加超过1100亿元。

图 4：两市融资买入额占 A 股成交额比（周）



(数据来源：大智慧)

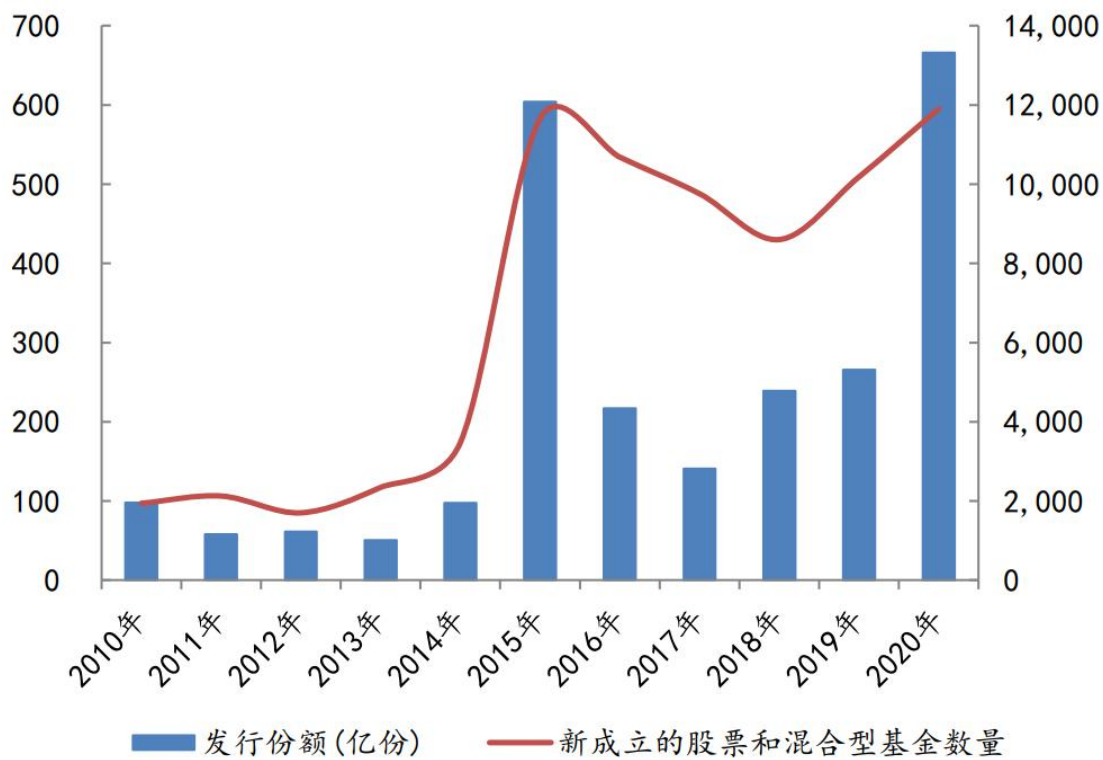
图 5：融资净买入额（周）



(数据来源：大智慧)

公募基金热销是市场上涨的又一个重要“推手”。由于去年以来基金的良好赚钱效应，公募基金发售火热。2020年上半年股票型和混合型发售规模约为7100亿份，1-7月的累计发售规模已经超过了2015年上半年牛市，这对于股票市场上涨是有助益的。

图 6：历年权益类公募基金募集情况

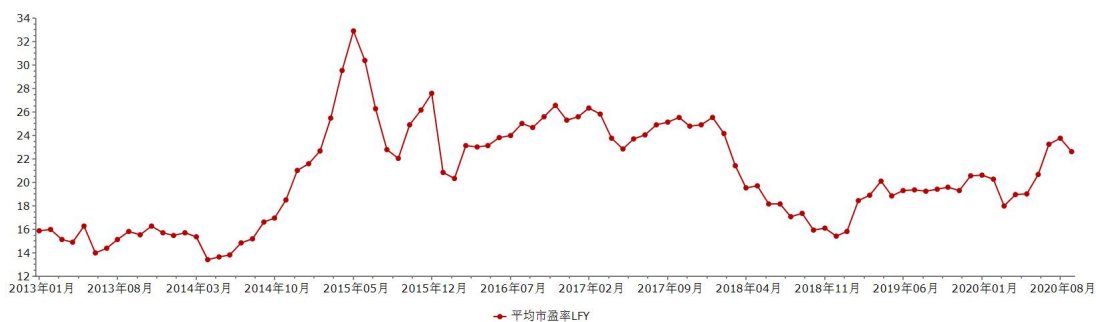


(资料来源: 券商研究)

第三、关于行业估值

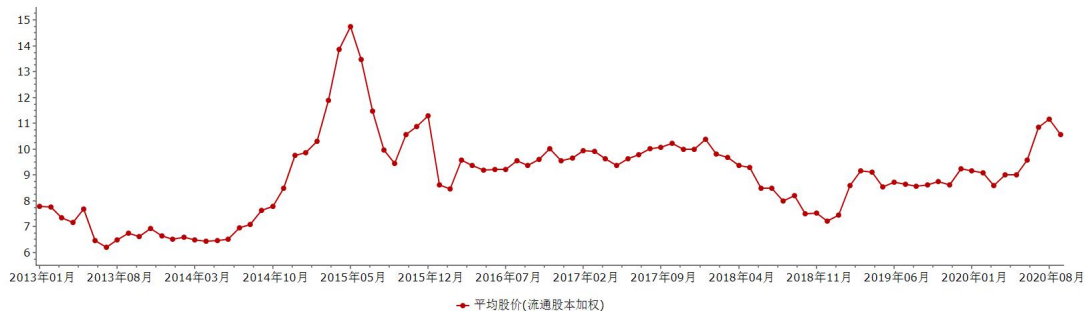
当前 A 股的估值不算高, 但也谈不上便宜, 平均股价虽有回落但仍处在阶段高点。以前期热门股为例, 它们之所以出现较长时间下跌, 除了有不利的消息外, 或更是体现了对高估值与高成长是否匹配的担忧, 归根结底是投资者的预期改变。

图 7: 2013 年 1 月至 2020 年 9 月市盈率曲线 (数据截至 9 月 25 日)



(数据来源: 大智慧)

图 8: 2013 年 1 月至 2020 年 9 月 A 股平均股价 (数据截至 9 月 25 日)



(数据来源: 大智慧)

从行业来看,虽然计算机、医药等行业经历较长时间回调,但整体的市盈率水平仍处在相对高位。另外,从数据反馈来看,近期频繁表现的军工行业以及电子行业的估值相比过去仍有上修的空间。而农林牧渔和非银金融的市盈率在经历前期连续回落后在低位震荡,通信行业的PE则处在中高位震荡。

图 9: 计算机行业 2014 年至 2020 年 8 月市盈率



(数据来源: 大智慧)

图 10: 医药行业 2014 年至 2020 年 8 月市盈率



(数据来源: 大智慧)

图 11: 军工行业 2017 年 3 月至 2020 年 8 月市盈率



(数据来源: 大智慧)

图 12: 通信行业 2014 年至 2020 年 8 月市盈率



(数据来源: 大智慧)

图 13: 农林牧渔 2014 年至 2020 年 8 月市盈率



(数据来源: 大智慧)

图 14：非银金融 2014 年至 2020 年 8 月市盈率



(数据来源：大智慧)

图 15：通信行业 2014 年 1 月至 2020 年 8 月市盈率



(数据来源：大智慧)

综合来看，在货币边际回收的预期下，若短期难以有大幅提升的空间话，市场将向结构性发展调整。在震荡中完成高估值回归、低估值恢复的高低位切换。

十月的几个切入点

在经历 9 月下旬市场情绪的冰点后，10 月既是四季度行情的开始，又是孕育年末行情的起点。短期来看，流动性边际收紧影响了风险偏好，同时也弱化了边际影响。长期来看，货币政策虽不会再大幅宽松，可是继续收紧的风险也较小。尤其是在通胀未明显升高前，宏观流动性不会明显收紧。

表 1：宏观政策表述变化

	中央政治局会议 (7.30)	政府工作报告 (5.22)	中央政治局会议 (4.17)
货币政策	货币政策要更加灵活适度、精准导向	稳健的货币政策要更加灵活适度	稳健的货币政策要更加灵活适度
社融和货币供应量	要保持货币供应量和社会融资规模合理增长	引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年	运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行
财政政策	财政政策要更加积极有为	积极的财政政策要更加积极有为	积极的财政政策要更加积极有为
跨周期设计和调节	完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡	未提及	未提及
内循环与双循环	加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局	未提及	未提及

(资料来源：公开资料、机构研究)

10月10日开始，A股公司陆续预披露三季报。三季报披露期对于估值过高的品种是压力，对于估值低的品种是动力。在这其中，资金的流动必然引起波动。成长板块陆续调整已持续数月，“伪成长”的调整还未到尾声。业绩较优且具备持续成长性的“真成长”行业龙头，有望在逐渐调整到位后吸引资金布局。例如，超跌反弹加上景气预期或边际改善的半导体。

虽然从制造业、服务业等数据能验证经济仍在持续恢复，并且它将有有利于推动上市公司三季报正增长。但仍需回避前期涨幅较大并且超前预支估值回升的板块，防守反击悲观预期修复的板块。从近十年四季度行业涨跌幅表现来看，农业、家电、金融等表现较好。

表 2：防守型行业历年十月表现

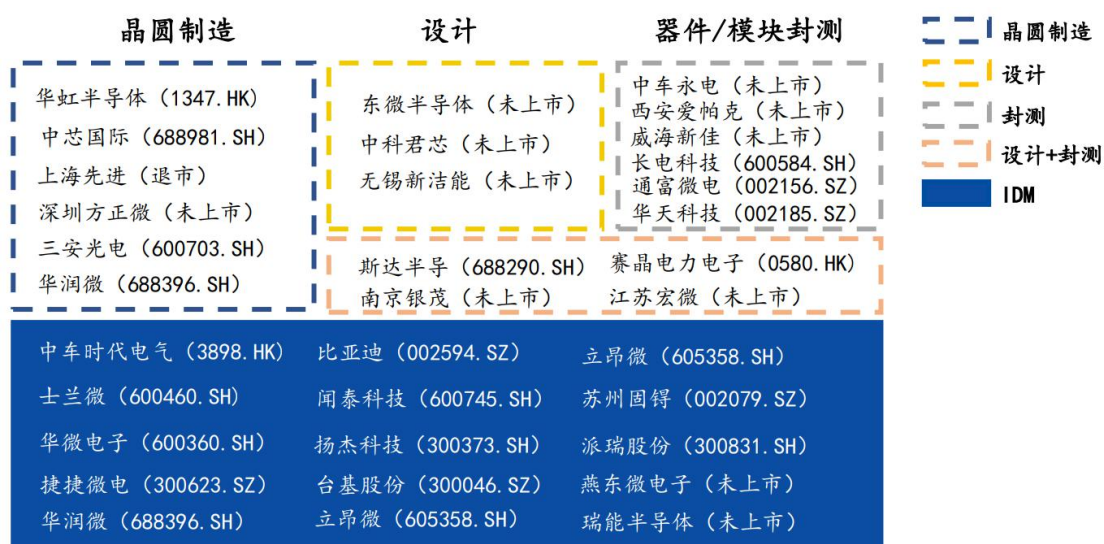
历年 10 月涨幅前三行业	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
	农业	银行	家电	煤炭	计算机	交运	家电
	综合金融	煤炭	食品饮料	建筑	综合	非银金融	石油石化
	家电	非银金融	电子	食品饮料	军工	建筑	公用事业

(资料来源：公开资料)

未来一段时间，围绕“十四五”规划、数字货币等事件将带来投资机会。尤其是，从四季度开始是“十四五”规划的酝酿期，主题概念投资可能会保持较高的活跃度。从当前主流机构的预测来看，一个是高端产业领域的国产替代，一个是产业数字化，还有一个是确保粮食安全。

值得注意的是，科技将是十四五规划的重点方向之一。尤其是在经历三季度以来的调整后，无论是幅度还是时间上调整相对较为充分。同时，在“十四五”规划下，未来几个月科技股或也将迎来政策面的有利因素。

图 16：功率半导体产业链



(资料来源: 券商研究)

图 17: 半导体材料细分

硅片	靶材	CMP抛光材料	光刻胶	湿制程化学品	电子特气	光掩膜
113.8亿美元	13.7亿美元	20.1亿美元	17.3亿美元	16.1亿美元	42.7亿美元	40.4亿美元
沪硅产业 中环股份	江丰电子 有研新材 阿石创 隆华科技	安集科技 鼎龙股份	上海新阳 南大光电 晶瑞股份 容大感光 飞凯材料 永太科技 雅克科技 北京科华	晶瑞股份 江化微 上海新阳 飞凯材料 光华科技	华特气体 金宏气体 雅克科技 中环装备	菲利华 清溢光电

(资料来源: 券商研究)

图 18: 主要 PCB 上市公司

证券代码	证券简称	2018营收 (亿元)	主营产品	下游应用领域
002384.SZ	东山精密	198.25	FPC、通信高端多层板、HDI	通信领域、消费电子
002916.SZ	深南电路	76.02	通信高层板、服务器高层板及封装基板	通信、服务器
002463.SZ	沪电股份	54.97	通信高多层板	通信、服务器、汽车
603228.SH	景旺电子	54.97	刚性电路板、柔性电路板、金属基电路板	消费电子、汽车电子、通讯
002815.SZ	崇达技术	49.86	高层板 (8层以上)、HDI板	通信、工控、医疗
002436.SZ	兴森科技	36.56	高层板 (最高40层)、HDI板、刚挠板	通信、工业控制、轨道交通
300476.SZ	胜宏科技	34.73	双面板、多层板 (8层以下)、HDI	网络通讯、计算机、消费电子
600601.SH	方正科技	33.04	HDI板、普通多层板、系统板、大型背板	通信、消费电子、汽车电子
000823.SZ	超声电子	57.01	PCB (双面板、普通多层板、HDI)、CCL	消费电子
002913.SZ	奥士康	22.49	PCB (双面板、四层板、六层板为主)	汽车电子
600183.SH	生益科技	22.35	CCL、PCB (高多层线路板等)	通信、消费电子、汽车电子

(资料来源: 券商研究)

除此之外, 随着苹果秋季第二场新品发布会临近, 手机端上的 5G 换机周期有望随之开启。市场焦点落在新 iPhone 的市场前景。iPhone12 综合三大新增功能、外观创新与系统升

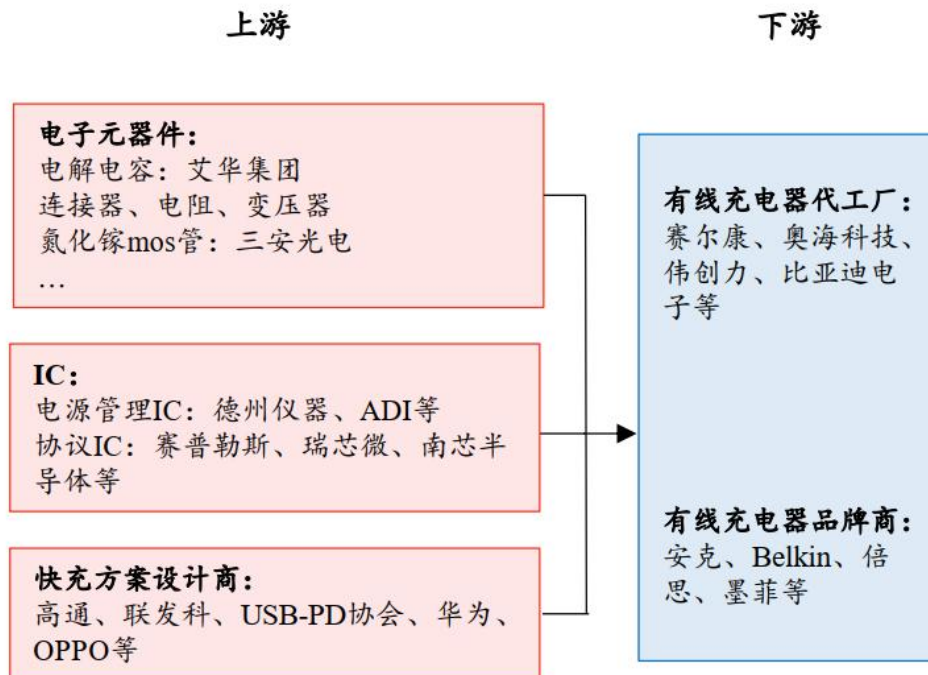
级，消费者需求或被激发，有望成为爆款机型。根据巴克莱测算，目前 iPhone 的平均使用年限是 5 年，在 2015-2017 年购入 iPhone 且有潜在换新需求的客户占全部 iPhone 用户的 72%，继 iPhone 6 带来的销售高峰后，iPhone 12 极有可能为苹果手机带来下一个“黄金周期”。另据研究机构预测，目前市场预期第一批 iPhone12 备货约 6500-8000 万台，产业链备货周期正在进行时，有利于相关厂商四季度业绩，苹果核心供应商将受益。

图 19：苹果热门产品国内主要供应商

产品	元器件	国内主要供应商
iPhone	摄像头模组	欧菲光、水晶光电
	声学器件	歌尔股份、立讯精密、瑞声科技
	连接器	立讯精密、信维通信
	天线	立讯精密、信维通信
	外观件、结构件	工业富联、蓝思科技、长盈精密
	PCB	鹏鼎控股、东山精密
	支撑材料	领益智造、信维通信
	电池	德赛电池、欣旺达
	屏幕	京东方 A (2021 年有望进入供应链)
	代工	工业富联、立讯精密
AirPods	声学器件	歌尔股份
	软板	鹏鼎控股
	模切件	领益智造
	代工	立讯精密、歌尔股份
Apple Watch	触控模组	长信科技、蓝思科技
	SIP	环旭电子、立讯精密
	玻璃盖板	蓝思科技
	FPC 软板	鹏鼎控股、东山精密

(资料来源：券商研究)

图 20：有线充电产业链



(资料来源：券商研究)

行业复苏方面,电影行业已经进入内容为王的时代,票房的提升需要优质电影新片拉动。从8、9月份来看,随着影院逐渐开工,新片数量和质量正在显著提升,叠加部分省市亦在影院上座率等限制措施上有所放松,观影需求在国庆长假期间迅速释放,有望进一步提升电影票房市场恢复进度。

其中国庆档的票房表现深受市场关注:1)作为重要电影档期,历年国庆档票房表现对全年票房成绩有着较为重大的影响。2019年国庆档在多部大片带动之下七天累计票房达到43.71亿元(含服务费),同比增长148%,创造国庆档票房新记录;2)7、8月份票房市场呈现逐步复苏的态势,国庆档在多部新片带动下有望进一步加速电影市场复苏;3)单片来看,据国家电影专资办8日发布数据显示,10月1日至7日我国电影票房约为36.96亿元,取得中国影史国庆档票房第二的成绩。其中《我和我的家乡》、《姜子牙》、《夺冠》位列档期票房前三。

表 3: 国庆档相关影片制作方

片名	上映日期	制作公司
夺冠	09.25	嘉映春天、华夏电影、欢喜传媒、阿里巴巴影业、中国电影
急先锋	09.30	中国电影、腾讯影业、幸福蓝海、文投控股等
姜子牙	10.1	光线影业、彩条屋、中传合道、可可豆动画
我和我的家乡	10.1	北京文化等
海底小纵队:火焰之环	10.1	万达影视、央视动漫
一点就到家	10.1	嘉映春天、中国电影、阿里影业等
木兰:横空出世	10.1	金川文化、中国电影
奇妙王国之魔法奇缘	10.1	北京影时空文化

(资料来源:公开资料整理)

十月市场的压力,除了来自外部不确定性干扰外,市场已提前关注到未来一段时间的IPO和再融资等市值扩容速度,阶段性筹码供给压力仍不可忽视。解禁方面,10月整体解禁压力相对较小,月末和11月初将迎来短暂高峰,但整体影响有限。

图 21: 2020 年 10 月至 2020 年 12 月解禁情况统计

序号	截止日期	期间解禁				解禁前已流通股份		期间解禁股数占	剩余限售股份		
		家数	股数(亿股)	环比(%)	市值(亿元)	环比(%)	股数(亿股)	市值(亿元)	解禁前比(%)	股数(亿股)	市值(亿元)
1	2020-10-02	55	31.4365	-55.51	972.7132	-5.95	299.1856	7,754.9067	10.51	21.1853	1,368.3905
2	2020-10-09	7	3.5309	-88.77	38.4967	-96.04	18.1791	222.7862	19.42	2.4347	106.1560
3	2020-10-16	34	50.8649	1340.56	518.9506	1248.04	177.1927	2,101.5328	28.71	24.7246	313.1617
4	2020-10-23	31	28.5304	-43.91	431.2252	-16.90	212.8728	2,603.3589	13.40	26.3402	865.7371
5	2020-10-30	55	105.3473	269.25	1,269.5537	194.41	465.5355	7,979.1663	22.63	46.6103	1,174.9800
6	2020-11-06	55	125.1800	18.83	1,443.6388	13.71	595.8120	6,797.8206	21.01	16.7855	953.0305
7	2020-11-13	56	35.5890	-71.57	613.8079	-57.48	510.7620	11,992.8821	6.97	11.7952	480.7361
8	2020-11-20	48	66.4868	86.82	1,482.0423	141.45	350.6636	6,797.6807	18.96	13.8932	1,153.7276
9	2020-11-27	41	72.0117	8.31	630.5182	-57.46	381.0351	8,820.7149	18.90	124.2130	803.8951
10	2020-12-04	55	41.6646	-42.14	633.1459	0.42	325.3167	7,244.3590	12.81	11.3391	227.0080
11	2020-12-11	57	90.6563	117.59	666.5926	5.28	561.2309	6,939.6243	16.15	587.5961	3,145.5933
12	2020-12-18	57	129.9862	43.38	1,959.5738	193.97	386.7249	6,912.3943	33.61	19.2693	490.0540
13	2020-12-25	60	38.9317	-70.05	645.0710	-67.08	563.6383	9,652.4821	6.91	69.9674	1,042.3636

解禁市值计算方法：(1) 已解禁股份，解禁市值=解禁当日收盘价*解禁股数；(2) 未解禁股份，解禁市值=最新收盘价*解禁股数。



(数据来源：大智慧)

整体来看，虽然10月仍面临较强的不确定性因素，但交易资金是逐利的。首先，虽然前三季度市场行情火爆，但这并不意味着就会出现绝对收益投资者提前锁定收益情况。在经济面、基本面没有出现恶化的背景下，压力更多的是影响投资者情绪。

其次，9月底4只科创50ETF以及5只蚂蚁金服战略配售基金进入募集阶段，市场申购热情极高。随着爆款基金进入封闭建仓期，对股票市场流动性的作用将转向正面。

再者，一旦出现未来业绩增速难以匹配市场估值提升，或者出现好公司不便宜的情况，**突发的事件或能够带来较好的轮动机会，比如黄金、农业、军工等事件性主题**。以热门的军工为例，超跌反弹加上景气环比改善（需求加速），包括：军工材料、航空发动机、导弹等。

对风险偏好较低的投资者而言，半导体、通信、软件等在负面情绪持续冲击下已有明显回调，其中不乏包括基本面优质的细分行业龙头公司。耐心等待热门赛道估值回到安全边际，等待打破市场弱势的事件发生。

风险提示：经济出现大幅下滑、全球股市大幅波动、海外“黑天鹅”事件；

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。

本公司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，不包含作者对投资标的涨跌或市场走势的确定性判断。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。

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。

投资者在使用研究报告时，应注意甄别、慎重、正确使用研究报告，独立进行投资决策，防止被误导。