2020-08-09

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

# 新结构，新牛市

证券分析师：黄付生
电话：010-88695133
执业证号：S1190517030002

证券分析师：金达莱
电话：010-88695265
执业证号：S1190518060001

# 核心结论



- **内循环经济能体现充分韧性：**1）虽然出口从中长期来看受全球经济影响而有下行压力，但从短期出口利好我国防疫物资来看，最怀的时刻可能已经过去；2）基建投资保持主支撑，加之洪涝后补短板，其回升趋势较确定，面临稳增长压力，地产政策有望差异化松动；3）目前下游消费偏弱，但当国内疫情控制后，消费将有继续修复。

- **本轮牛市的新特征包括：1）大环境不同，**中美之间的科技战和金融战仍在争夺之中，疫情复发风险也将对全球各国经济提出挑战；**2）资本市场的定位不同**，外围挑战成为加速资本市场的驱动之一，科创板等多层资本市场制度建设，以及再融资等政策的放开，将加速资本市场的供给侧改革；**3）货币环境不同，**难再现“大水漫灌”，但金融风险出清带来的风险得到重视，资管新规延期至2021年。

- **A股新增资金的特征包括：1）公募发行显著放量，**2020年以来已发行8759亿元，考虑到地产财富效应逐渐减弱以及低利率环境下，股票资产配置价值日益凸显，居民通过基金进行投资的热情仍在，此外存量基金并没有大幅赎回；**2）理财子资金间接入市，**基于绝对收益与较高的夏普比率偏好上，更侧重于 FOF/MOM/ETF间接产品，对市场形成的单独资金贡献有限；**3）保险权益比重提升贡稳定增量资金**，考虑到保险机构有相对稳定的保费收入作为资金来源，即使投资比例不变也会有增量资金，叠加目前保险机构的配置比例仍有一定提升空间；**4）经济回暖、弱美元提升外资主动配置A股，**在全球宽松潮下，对比目前国内外经济基本面，国内在疫情控制和经济复苏方面具有优势，人民币资产对外资具有较强的吸引力；**5）资管新规影响弱化利于私募入市，**目前私募基金仓位在 2020 年前几个月总体保持在较高水平。**6）新增投资者有望提升，**7月初，赚钱效应显著，即使近期市场面临大幅调整，仍将引发个人投资者的持续关注。**7）场内杠杆资金的压力相对有限，**2015-2018年金融监管加强，配资和高杠杆得到了较为明显的控制和处理，但当前赚钱效应再度放大背景下，场外配资又开始活跃，仍需警惕其扰乱A股市场秩序的风险。

# 核心结论



- **本轮牛市结束可能有所不同：1）不会持续暴跌，**未来A股市场仍由公募、外资、保险等机构资金主导，散户加杠杆入市从而导致市场持续大起大落、指数连续暴涨暴跌的局面将得到明显改善；**2）恐慌性卖盘减少，**融券、股票期货、期权等衍生品的增多，填补了A股做空机制的空白，使得系统性风险能够被部分对；**3）核心资产泡沫化，**未来增量资金主力仍是外资+公募，二者均具有较强且持久的风格特性，外资偏爱消费，公募的风格切换主要在消费和科技之间。

- **静待2020年下半年牛熊切换，短期可博弈低估值蓝筹补涨，中长期仍需坚守消费和科技核心资产。**1）低估值蓝筹：非银、有色、化工、机械；2）内需消费：医药、家电家具、汽车、百货、旅游、影视；3）核心科技：5G产业链、云计算产业链、半导体产业链、新能源汽车。

- 风险提示：货币政策收紧；全球复苏进程偏慢

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

# 目录

CONTENT

一、内循环的经济韧性

二、本轮牛市的新特征

三、新增资金的特征

四、本轮牛市的主线

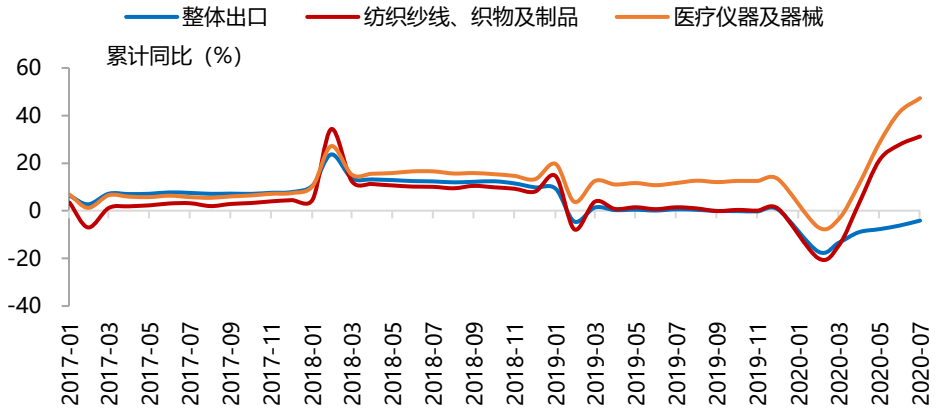
五、牛市结束的不同

六、投资策略

## 1.1 出口：持续保持韧性，但下行压力仍存

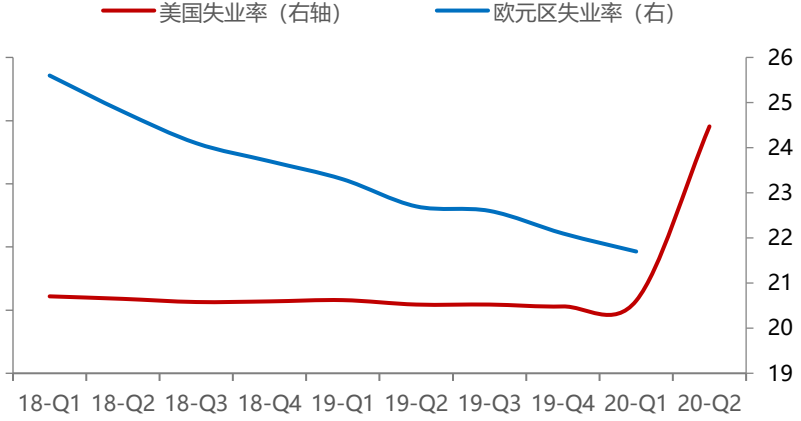
- 1）2020年下半年全球经济已步入疫情后的逐渐修复期，海外疫情对我国外需影响最大的时候大概率已过去，全球疫情将持续较长时间也会继续利好我国防疫物资出口；
- 2）由于美欧等国的经济和就业状况短期内难以恢复到疫情前水平，叠加下半年人民币汇率趋于升值以及中美冲突可能加剧，未来出口仍有潜在下行压力。

图表1：防疫物资出口保持持续高增




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表2：欧美就业情况短期内难以恢复到疫情前水平

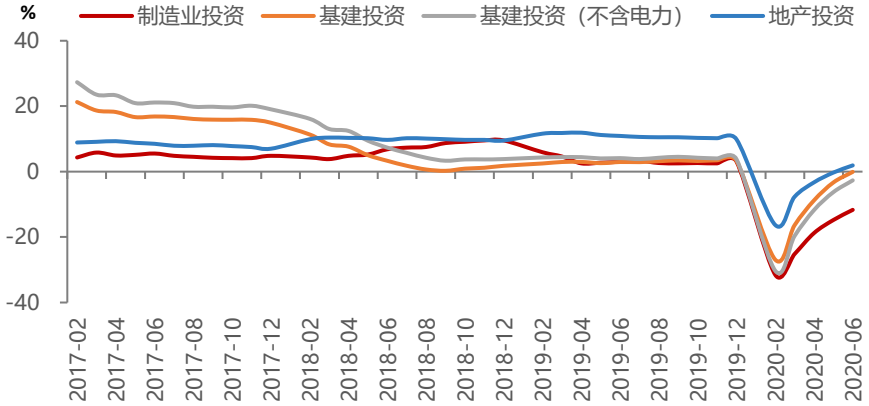



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 1.2 投资：基建为主支撑，地产差异化松动

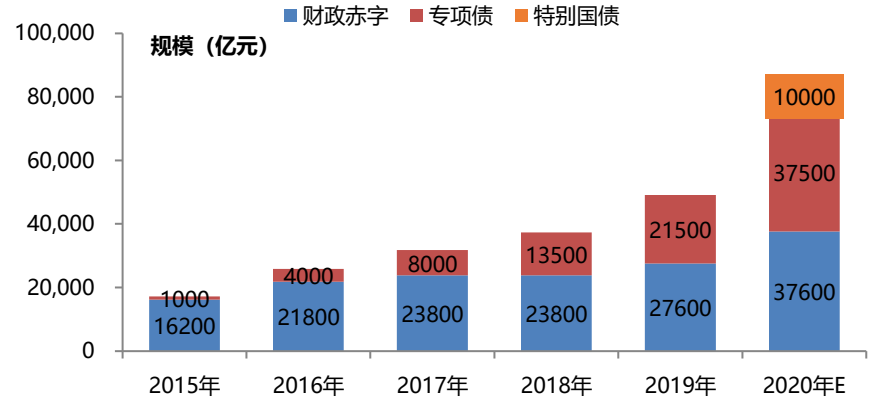
- 1）从疫情后3月以来我国投资数据恢复来看，基建投资端的恢复情况显著好于地产投资和制造业投资，2020年下半年投资端抓手仍主要为基建和地产，制造业投资则是经济的滞后反映；
- 2）洪涝之后基建投资将恢复，加之水利领域将推出重大项目来补短板，基建投资增速回升的趋势较为确定；
- 3）地产投资延续“房住不炒、因城施策”的主基调，房价不能涨为硬约束，但稳增长离不开房地产，后续各地房地产政策仍有望进一步差异化松动。

图表3：基建投资端的恢复情况显著好于地产投资和制造业投资




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表4：财政空间仍有灵活扩大的可能

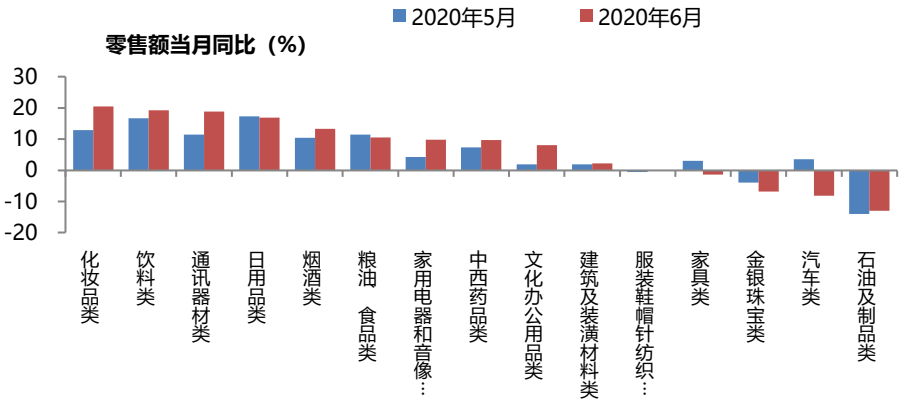



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 1.3 消费：修复偏弱

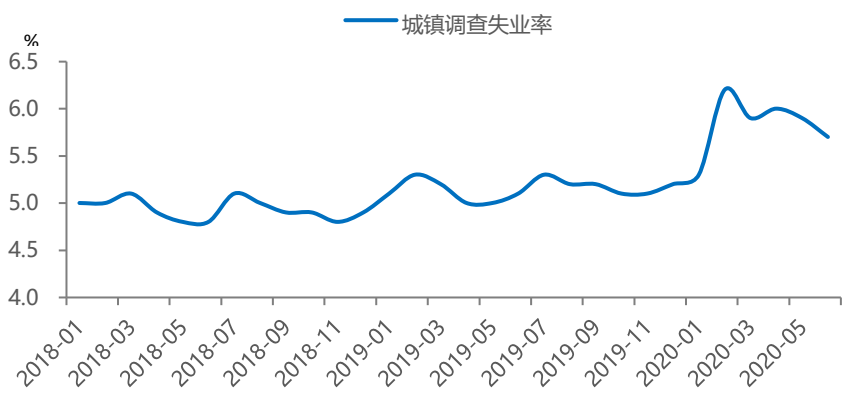
- 1）6月社消同比-1.8%，上半年社消累计同比下降11.4%，在各终端需求中是恢复最慢的，成为经济主要拖累；
- 2）结构上，6月必选消费表现继续明显好于可选消费。粮油食品、饮料、烟酒和日用品的零售同比增速都继续在两位数以上；化妆品类的增速从12.9%提高到20.5%，与6月电商促销有关；
- 3）国内疫情得到控制后，消费将继续恢复，但疫情冲击家庭资产负债表，以及对未来就业状况和收入的预期较弱，决定了这种恢复会继续是缓慢的。

图表5：6月必选消费表现继续明显好于可选消费




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表6：目前城镇失业率未恢复到疫情前水平




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 2.1 大环境不同：中美、疫情

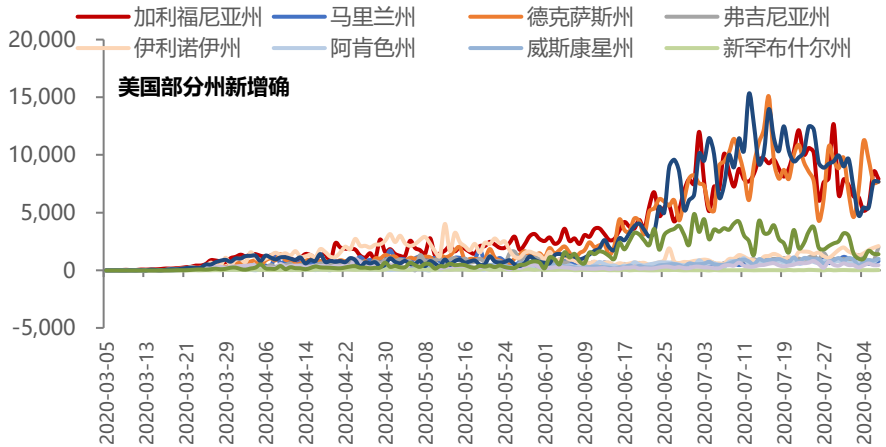
- 1）2018年以来中美贸易战持续升温，最终以中美达成“实质性第一阶段协议”为标志，双方贸易战较量在2019年基本结束，但中美之间的科技战和金融战仍在争夺中；
- 2）2020年新冠疫情的爆发，加剧了全球经济体衰退，国内货币政策与全球流动性宽松迎双重加码，但目前美国日增确诊保持在6万左右的高位，处于“二次爆发”冲击后的修复过程中。

**图表7：2020年中美科技战和金融战成为焦点**

| 时间 | 事件内容 |
|---|---|
| 2020/4/2 | **瑞幸咖啡公告，称自查发现公司首席运营官刘剑财务造假**，牵涉约22亿元交易额 |
| 2020/5/15 | **美国宣布对华为实施新限制，**使用美国芯片制造设备的外国公司必须先获得美国许可证，然后才能向华为或海思半导体等关联公司供应某些芯片 |
| 2020/5/19 | **纳斯达克向美国证交会（SEC）提交一份关于收紧上市规则的提议**，尽管纳斯达克不会在规则调整中特别提到中国公司，但**此举主要出于对中企"缺乏会计透明度"、"由内部人士持股"等方面的担忧。** |
| 2020/5/20 | **美国参院于曾全票通过了《外国公司问责法案》**，主要包含：如果外国发行人连续 3 年未能遵守美国上市公司会计监督委员会（PCAOB）的审计要求，将被禁止在美国交易所上市；外国发行人须披露是否为外国政府所有或控制 |
| 2020/5/22 | 美国商务部以侵犯人权和为威胁美国国家安全为由，**新增33家中国企业和机构列入实体清单** |
| 2020/5/28 | 针对中国“两会”中提出的“港区国安法”，美国国务卿蓬佩奥威胁称，**不再保证香港享有美国在 1997 年 7 月之前给予它的特殊待遇** |
| 2020/6/4 | **白宫发布《保护美国投资者免受中国公司重大风险影响的备忘录》**，60天内，总统金融市场工作组需就此向特朗普总统提交报告并提出行动建议，标志着美国政府对在美上市中国公司的限制进入实际操作阶段 |
| 2020/7/13 | 特朗普表示，因为新冠病毒正在美国各地快速蔓延，两国关系因疫情而受到严重损害，所以**暂时不考虑中美第二阶段经贸协议** |

资料来源：太平洋证券研究院整理

**图表8：美国德州、加州、佛罗里达州新增确诊仍在攀升**




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 2.2 定位不同：政策鼓励、科创板等制度改革

- 1）去杠杆下的企业融资困境，叠加中美摩擦下打赢科技战的迫切需求，再次成为引发资本市场加速改革、再融资加速放松、科创板、创业板注册制快速推出的重要驱动；
- 2）新《证券法》落地，科创板及注册制、创业板注册制、新三板精选层改革等多层次资本市场制度极大完善，叠加再融资放松、并购重组放开、分拆上市、红筹回归等，资本市场供给侧改革加速。

**图表9：2020年以来资本市场改革概览**

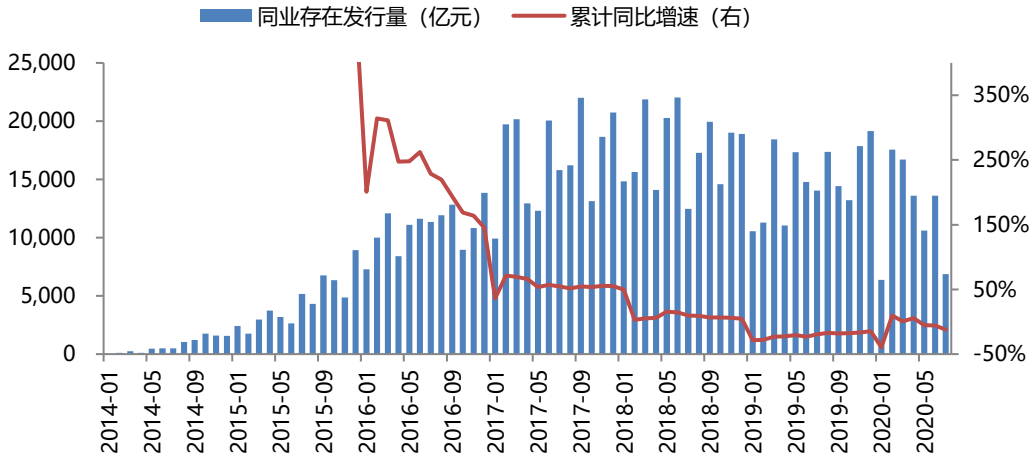
| 日期 | 事件 |
|---|---|
| 2020/2/14 | 《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》和《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》 |
| 2020/3/1 | 新《证券法》实施 |
| 2020/4/7 | 金融委第二十五次会议 |
| 2020/4/9 | 《中共中央国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》 |
| 2020/4/17 | 《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》 |
| 2020/4/27 | 《创业板改革并试点注册制总体实施方案》 |
| 2020/5/27 | 国务院金融委发布11条金融改革措施 |
| 2020/6/12 | 《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》 |
| 2020/6/20 | 修订上证综合指数的编制方案和科创板指数发布 |

资料来源：太平洋证券研究院整理

## 2.3 货币不同：难现“大水漫灌”、金融风险出清

- 1）当前经济逐步回暖，政策维持底线思维，流动性并未大幅放松，前期二季度央行货币政策例会指出“坚持总量政策适度“、”要关注政策的‘后遗症’，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出“；
- 2）经过2017年以来，监管层对于违规行为的查处和非法金融活动的打击力度持续保持高压状态，影子银行、银行股权管理、互联网借贷等领域的乱象得到整治，资管新规延期至2021年。

图表10：随着资管新规落地，2019年同业存单同比将至15%

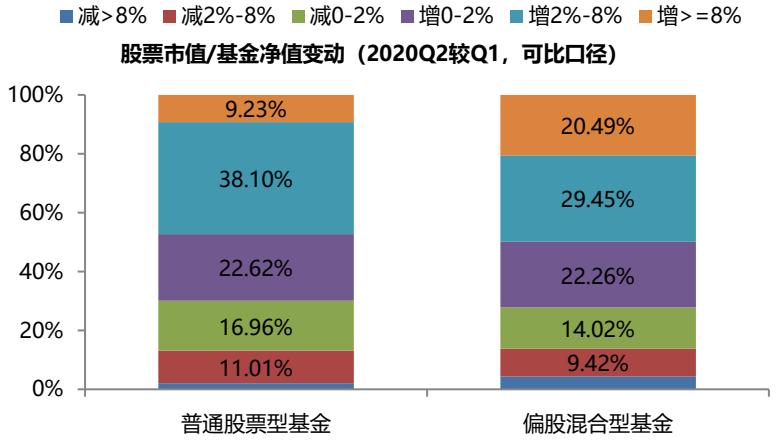



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 3.1 公募：放量发行

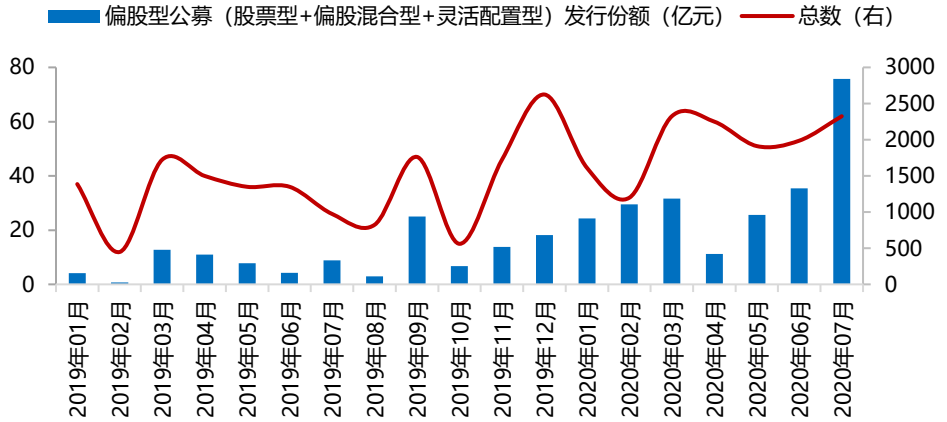
- 1）今年以来，公募基金发行规模明显加速，尤其2月、3月、6月、7月偏股类公募基金发行份额均超过千亿份。截至7月末，偏股型公募基金2020年以来已发行8759亿元，预计2020年下半年公募基金带来增量资金约6000亿元；
- 2）考虑到地产财富效应逐渐减弱以及低利率环境下，股票资产配置价值日益凸显，居民通过基金进行投资的热情仍在；
- 3）另外，存量基金并没有大幅赎回，70%的偏股型基金的权益仓位在2020Q2仍在回升。

**图表11：70%的偏股型基金的权益仓位在2020Q2仍在回升**




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

**图表12：进入2020年公募基金发行明显放量**




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 3.2 银行：理财子资金间接入市

- 1）银行理财子业务方面，基于绝对收益与较高的夏普比率偏好上，更侧重于 FOF/MOM/ETF间接产品。可能有较多部分会合并到公募基金口径，根据目前银行理财子权益类产品的进展，未来仍然会缓步增加，
- 2）但是对市场形成的单独资金贡献有限，其大部分资金或以 ETF或者与公募基金合作的方式入场。

**图表13：19 家已获批的银行理财子公司及银行非保本理财规模变化**

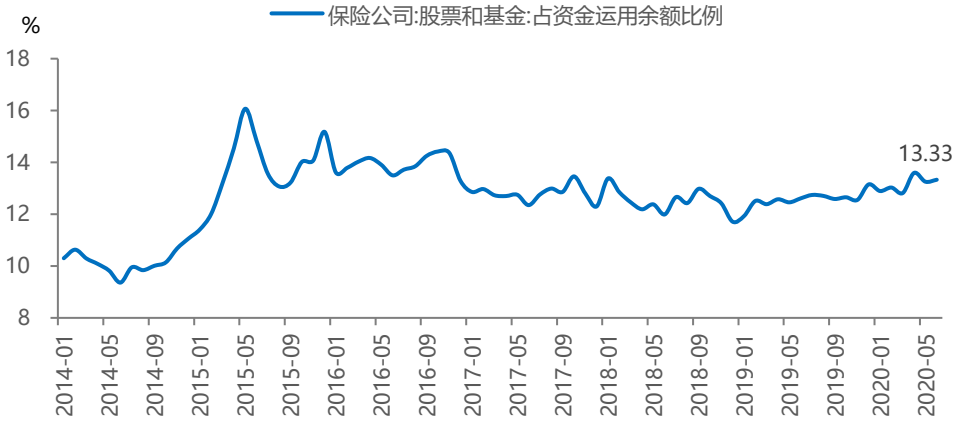
| 理财子公司 | 时间 | 最新进度 | 注册资本（亿元） | 非保本理财规模（亿元） | | | 2019年增速 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2018年末 | 2019年年中 | 2019年年末 | |
| 建信理财 | 2019/6/3 | 开业 | 150 | 18465 | 18061 | 18851 | 2.09% |
| 工银理财 | 2019/6/6 | 开业 | 160 | 25759 | 23318 | 26421 | 2.57% |
| 交银理财 | 2019/6/13 | 开业 | 80 | 7697 | 10081 | 10032 | 30.35% |
| 中银理财 | 2019/7/4 | 开业 | 100 | 11572 | 10581 | 12319 | 6.45% |
| 农银理财 | 2019/8/8 | 开业 | 120 | 17065 | 15379 | 19607 | 14.90% |
| 中邮理财 | 2019/12/5 | 开业 | 80 | 7575 | 8078 | 8099 | 6.92% |
| 光大理财 | 2019/9/26 | 开业 | 50 | 6890 | 7023 | 7788 | 13.04% |
| 招银理财 | 2019/11/5 | 开业 | 50 | 18520 | 19926 | 20989 | 13.33% |
| 兴银理财 | 2019/12/19 | 开业 | 50 | 12248 | 12064 | 13293 | 8.53% |
| 宁银理财 | 2019/12/25 | 开业 | 15 | 2347 | 2498 | 2676 | 14.02% |
| 杭银理财 | 2020/1/6 | 开业 | 10 | 1875 | 2144 | 2311 | 23.28% |
| 徽银理财 | 2020/4/28 | 开业 | 20 | 1014 | 1475 | 1807 | 78.22% |
| 信银理财 | 2019/12/4 | 筹建获批 | 50 | 10589 | 10992 | 12002 | 13.34% |
| 南银理财 | 2019/12/19 | 筹建获批 | 20 | 2569 | 2803 | 2680 | 4.32% |
| 苏银理财 | 2019/12/20 | 筹建获批 | 20 | 2943 | 3187 | 3286 | 11.65% |
| 平安理财 | 2019/12/31 | 筹建获批 | 50 | 5378 | 5749 | 5905 | 9.80% |
| 青银理财 | 2020/2/11 | 筹建获批 | 10 | 715 | 822 | 1010 | 41.15% |
| 渝农商理财 | 2020/2/19 | 筹建获批 | 20 | 1100 | 1269 | 1322 | 20.10% |
| 华夏理财 | 2020/4/27 | 筹建获批 | 50 | 4693 | 5045 | 6522 | 38.97% |

资料来源：上市公司年报，太平洋证券研究院整理

## 3.3 保险：权益比重提升贡献稳定增量资金

- 1）历史上，保险机构投资股票和基金的比例总体与股市走势一致，在部分A股下跌时保险机构是逆势加仓的重要力量。今年上半年保险机构投资股票和基金的比例总体有所提升，6月末该比例为13.33%，为2013年以来75.86%的历史分位。
- 2）考虑到保险机构有相对稳定的保费收入作为资金来源，即使投资比例不变也会有增量资金，叠加目前保险机构的配置比例仍有一定提升空间，7月17日银保监会出台通知，保险公司权益类资产投资监管比例最高可占上季度总资产的45%，因此保险机构将贡献相对稳定的增量资金。

**图表14：保险机构的配置比例持续提升**

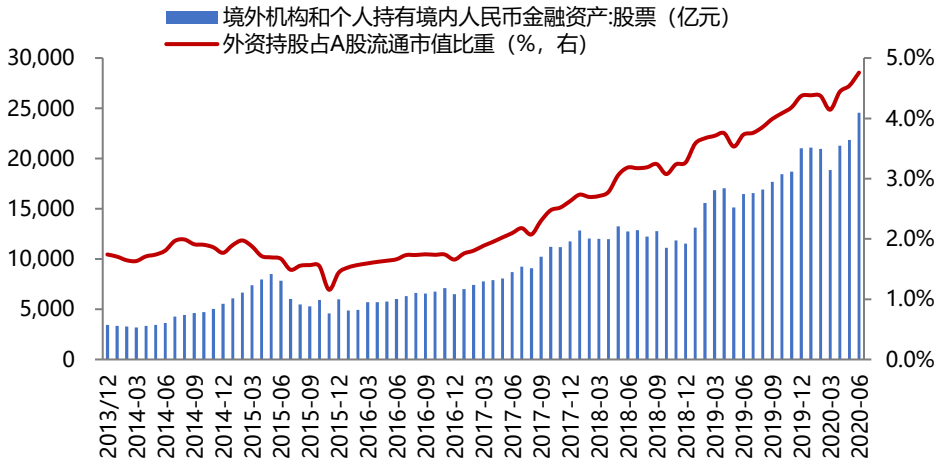



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 3.4 外资：经济回暖、弱美元提升外资主动配置A股

- 1）年内A股在国际指数的扩容基本完成，下半年难有进一步扩容，对应由此带来的被动增量外资流入将减少。截止2020年6月，外资持有人民币资产占比达4.76%。但参考台湾和韩国股市，在全部纳入之前，即使没有扩容，外资总体呈流入；
- 2）在全球宽松潮下，对比目前国内外经济基本面，国内在疫情控制和经济复苏方面具有优势，人民币资产对外资具有较强的吸引力，预计外资仍将是未来很长的一段时间内A股重要增量资金。

图表15：外资在A股的话语权与日俱增

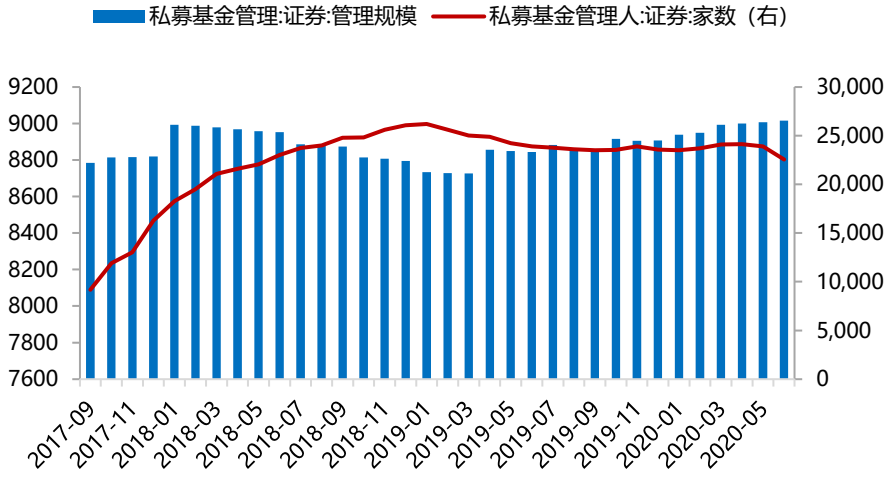



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 3.5 私募：资管新规影响弱化利于入市

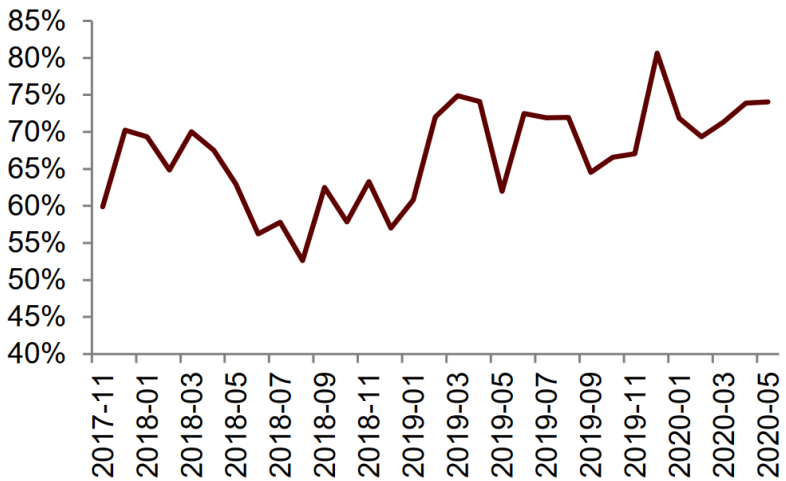
- 1）2019 年资管新规对私募基金的影响已经明显弱化，私募规模在 2019 年总体平稳。进入 2020 年以来，私募证券投资基金管理规模企稳回升， 截至 2020 年 6月末，私募证券投资基金规模 2.625万亿元，较去年年底增加2020.65亿元；
- 2）据私募排排网数据，目前私募基金仓位在 2020 年前几个月总体保持在较高水平。

图表16：私募证券投资基金管理规模企稳回升




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表17：股票策略型私募基金平均仓位

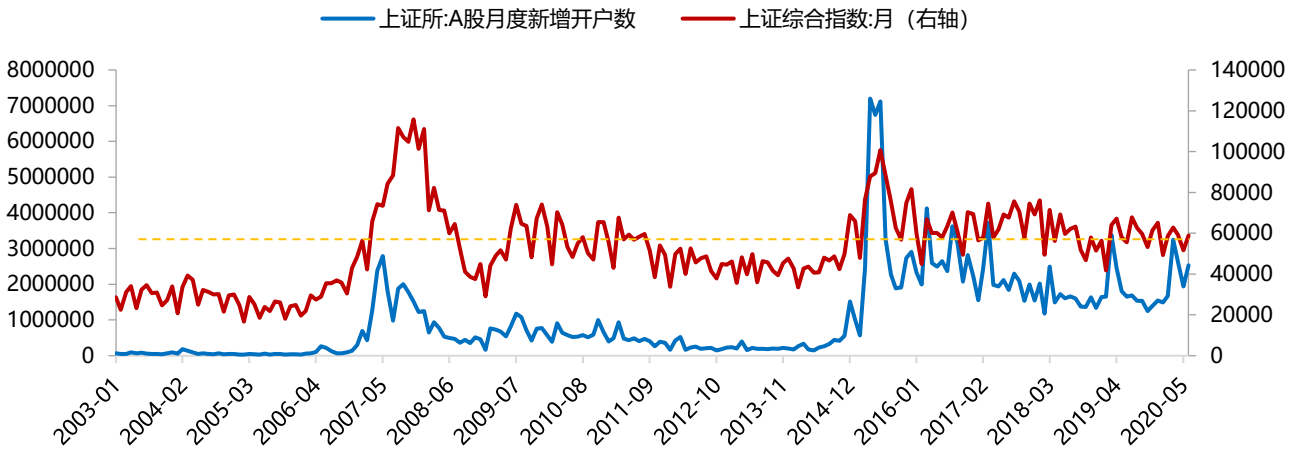



资料来源：私募排排网，太平洋证券研究院整理

## 3.6 个人投资者：新增投资者有望提升

- 1）2020年1-6月沪市A股新增开户数增加1349万户，同比增长7%，其中6月数据同比增长53%，7月初，赚钱效应显著，即使近期市场面临大幅调整，仍将引发个人投资者的持续关注，后续新增投资者有望提升；
- 2）当前新增开户数绝对值类似于2015年3月（246万户），与2014-2015年牛市高潮中后期阶段（4-6月平均增加702万户）相比尚有明显的差距。

**图表18：当下新增开户数与2015年3月牛市时类似**

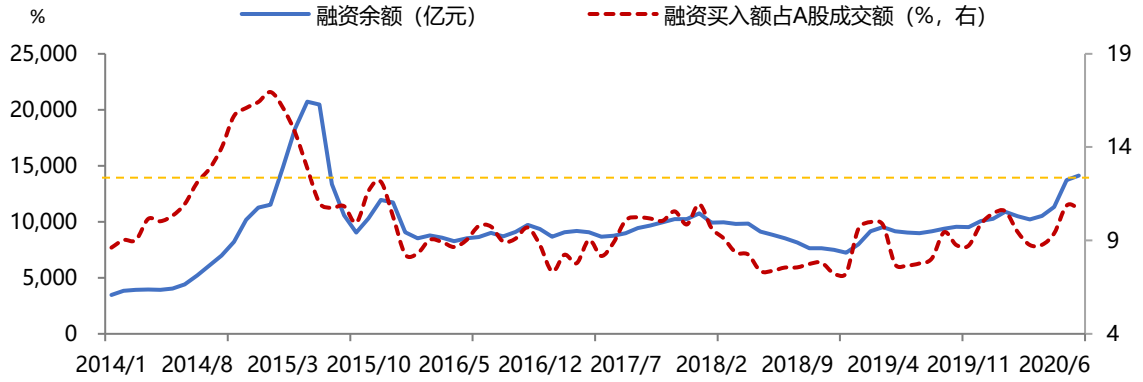



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 3.7 杠杆资金：场内杠杆资金的压力相对有限

- 1）从场内杠杆资金层面看，短期上行速率相对较快，截至2020年8月6日，融资余额达1.4万亿元，创2015年8月以来新高，7月以来增加2813亿元，创2015年12月以来新高，绝对量与增加量处于2015年3月的水平。融资买入额占A股成交额比重约10.72%，处于2014年7-8月水平，场内杠杆资金的压力相对有限；
- 2）从场外杠杆资金层面看，2015-2018年金融监管加强，配资和高杠杆得到了较为明显的控制和处理，但当前赚钱效应再度放大背景下，场外配资又开始活跃，仍需警惕部分投资者通过“打擦边球”方式参与杠杆水平更高的场外个股期权等，将扰乱A股市场秩序。

图表19：场内杠杆资金的压力相对有限




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 3.8 一级市场：新一轮融资并购潮开启

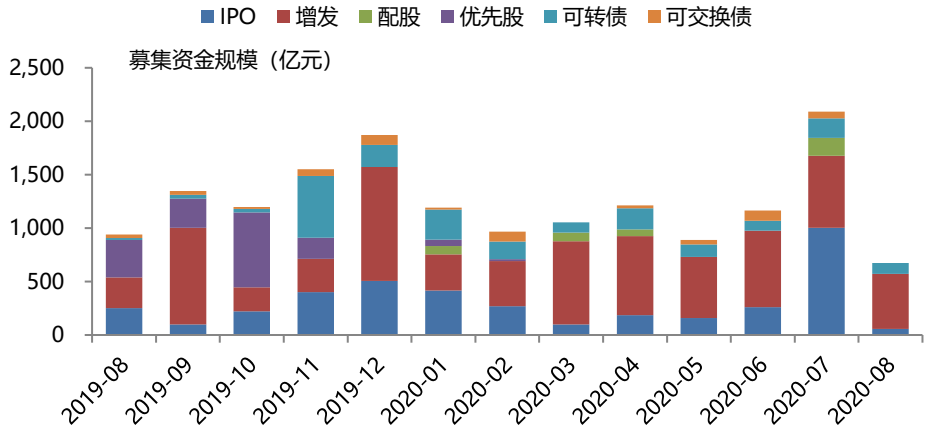
- 1）注册制改革的核心是分化，一方面增加企业上市包容度和融资便利性，另一方面推进企业更好的优胜劣汰。近年我国上市公司家数快速增加，当前家数已接近4000家；此外，中美金融战背景下，加速了中概股回归，迎来融资“巨无霸”；
- 2）并购重组再融资政策自2019年底开始逐渐松绑，2020年下半年资本市场改革红利将继续释放，定增项目落地加速，将吸引增量产业资本流入和存量资本分流。在增发市场回暖的情况下，可转债发行预计将有所降温。

**图表20：并购重组再融资政策自2019年底逐渐松绑**

| 时间 | 事件 | 核心内容 |
|---|---|---|
| 2019/10/18 | **重组新规** | 简化借壳上市认定标准，缩短“累计首次原则”至36个月，再次允许创业板借壳上市，重组上市公司配套融资。 |
| 2019/11/8 | **再融资松绑** | 取消创业板资产负债率及连续两年盈利的上市条件，发行定价更具弹性（增加基准日、降为八折），并延长批文有效期。 |
| 2019/12/13 | **分拆上市细则** | 正式稿较意见稿将盈利门槛从10亿降至6亿，放宽募集资金使用要求，放宽子公司董事、高管持股要求，并修改了同业竞争表述以适应不同板块的安排。 |

资料来源：太平洋证券研究院整理

**图表21：募集资金规模将放大**

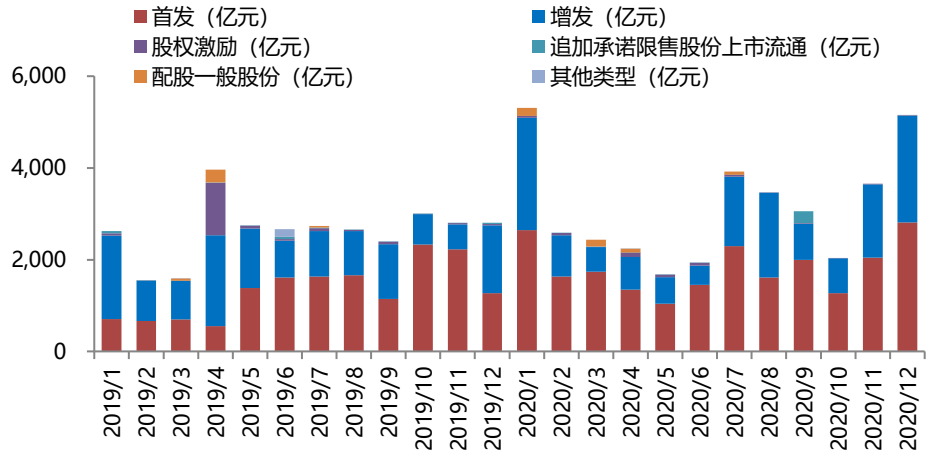



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 3.9 限售股解禁：减持压力加大

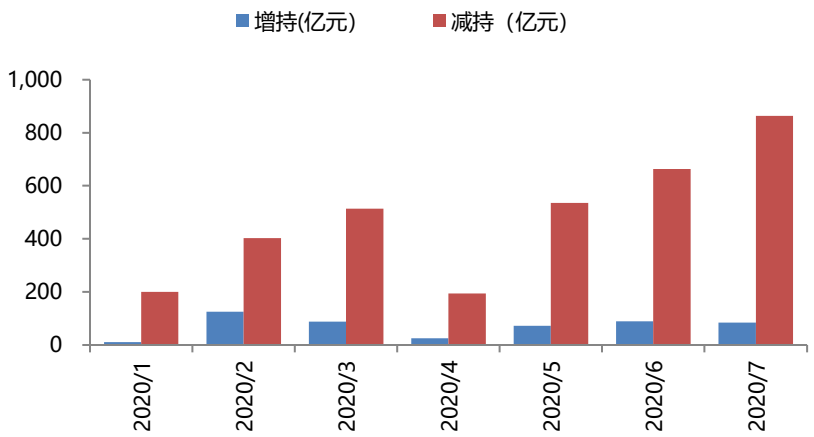
- 1）2020 年上半年解禁规模约为1.62 万亿，2020年下半年解禁规模达到 2.13万亿元，解禁规模较上半年明显增加；
- 2）2020 年上半年累计净减持规模合计约 2817亿元，较去年同期有所扩大，尤其此前涨幅较高的医药和 TMT 板块股东获利了结动力较强，净减持规模在各行业居于较高水平。2020 年下半年限售解禁规模略有扩大，若下半年市场涨幅扩大，则重要股东减持规模预计也将扩大。

图表22：2020年下半年限售股解禁压力增大




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表23：减持较增持规模增大

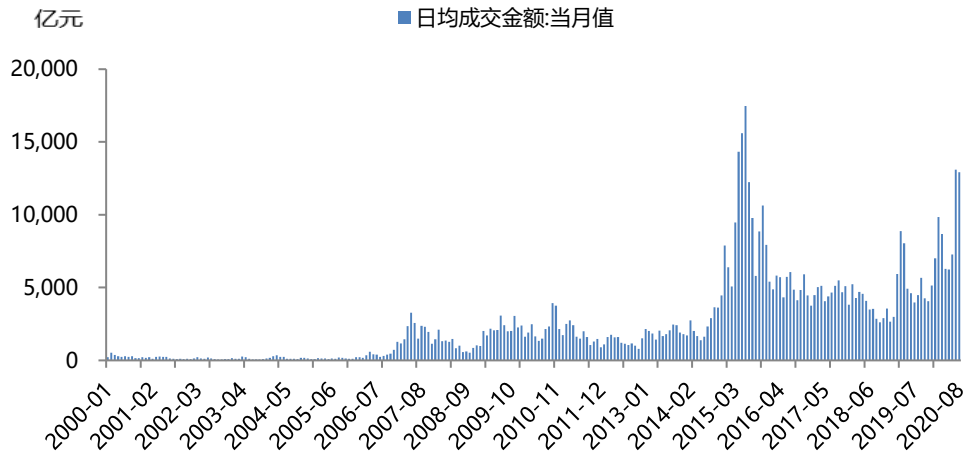



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 3.10 手续费、印花税等：再上台阶

- 1）2020上半年A股成交金额88万亿，日均成交约7500亿，较去年同期成交额高出约19万亿，同比增长27.5%；若按照经纪业务平均佣金费率 0.3‰、印花税率1‰计算，则佣金费和印花税为1153亿元；
- 2）若2020年下半年日均成交环比提升20%，则佣金费和印花税等将扩大至1373亿元。

**图表24：2020年上半年日均成交额约7500亿**

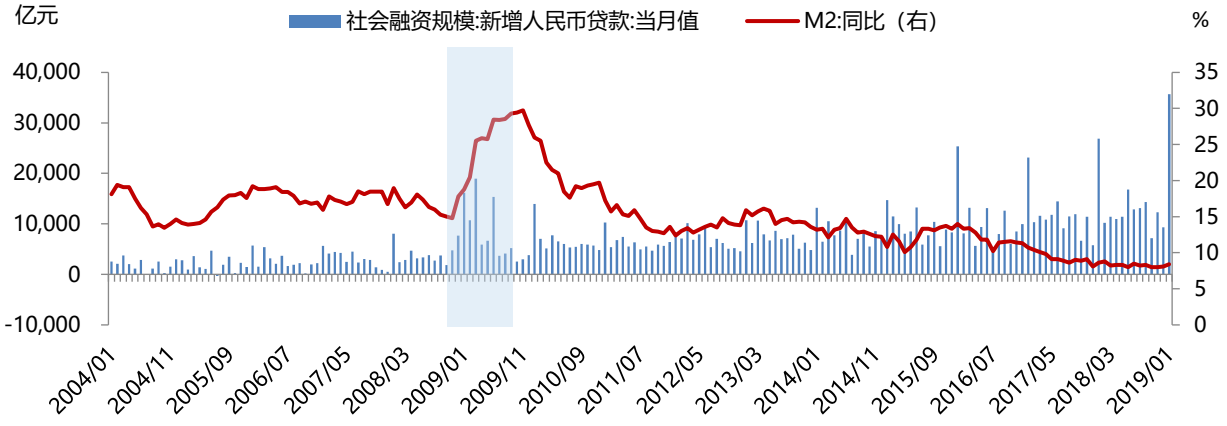



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 4.1 2007年牛市：周期

- 1）21世纪初我国处于工业化和城镇化加速阶段，地产链是主导产业，基建投资也存在较大空间；
- 2）银行为他们提供融资服务，所以牛市中领涨行业是地产链/基建链+银行。

图表25：2009年M2增速大幅提升




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表26：2009年牛市行业涨跌幅

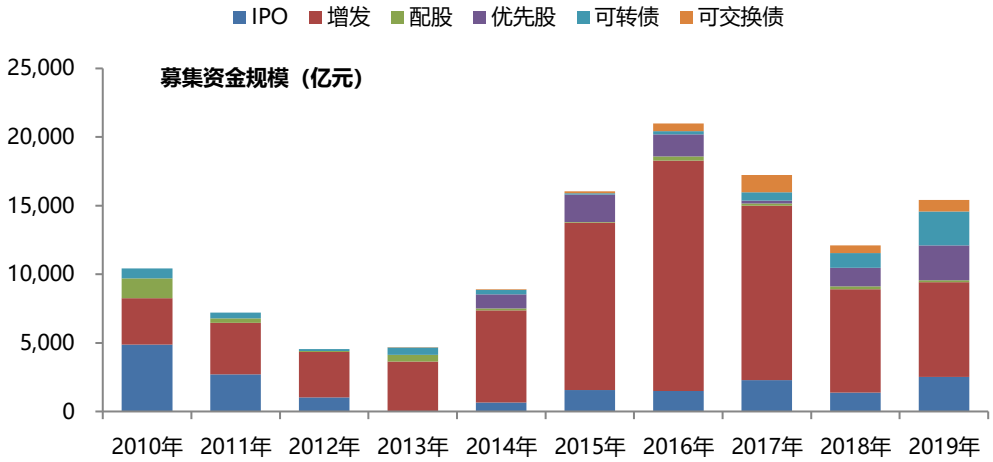
| 周期占优 | |
|---|---|
| 行业 | 2009年涨跌幅(%) |
| **汽车** | 224.64 |
| **有色金属** | 181.42 |
| **煤炭** | 172.81 |
| **电子元器件** | 159.20 |
| **家电** | 145.71 |
| 计算机 | 127.88 |
| 建材 | 124.76 |
| 国防军工 | 123.81 |
| 餐饮旅游 | 122.46 |
| 房地产 | 119.58 |
| 轻工制造 | 118.44 |
| 商贸零售 | 118.02 |
| 纺织服装 | 115.53 |
| 机械 | 110.89 |
| 食品饮料 | 109.93 |
| 银行 | 108.58 |
| 非银行金融 | 103.37 |
| 医药 | 101.93 |
| 基础化工 | 100.35 |
| 钢铁 | 99.59 |
| 农林牧渔 | 98.04 |
| 通信 | 92.97 |
| 电力设备 | 86.68 |
| **交通运输** | 77.62 |
| **石油石化** | 74.59 |
| **传媒** | 73.03 |
| **电力及公用事业** | 51.13 |
| **建筑** | 39.26 |

资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 4.2 2015年牛市：互联网+

- 1）随着我国进入后工业化时代，步入信息化时代，重点发展产业成为科技类行业；
- 2）创业板经过5年的发展，制度已相对完备，2014年政策放松IPO和再融资，创业板承载了融资功能，所以 2014年-2015年牛市领涨行业变为“互联网+”。

图表27：2014年后并购为代表的融资潮




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表28：2015年牛市行业涨跌幅

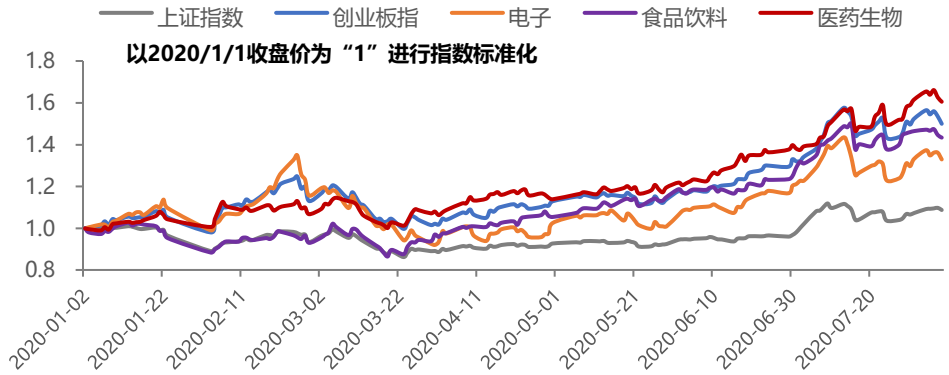
| 成长、消费占优 | |
|---|---|
| 行业 | 2015年涨跌幅(%) |
| 计算机 | 125.97 |
| 餐饮旅游 | 122.86 |
| 通信 | 115.46 |
| 轻工制造 | 97.11 |
| 纺织服装 | 94.68 |
| 农林牧渔 | 82.72 |
| 电子元器件 | 80.94 |
| 基础化工 | 80.42 |
| 传媒 | 71.70 |
| 电力设备 | 71.25 |
| 机械 | 65.37 |
| 医药 | 64.74 |
| 房地产 | 55.40 |
| 汽车 | 53.23 |
| 家电 | 48.81 |
| 商贸零售 | 48.04 |
| 建材 | 43.88 |
| 国防军工 | 38.28 |
| 交通运输 | 30.66 |
| 食品饮料 | 25.53 |
| 电力及公用事业 | 18.14 |
| 有色金属 | 16.14 |
| 建筑 | 15.78 |
| 银行 | 3.57 |
| 石油石化 | 3.03 |
| 钢铁 | -6.40 |
| 煤炭 | -7.71 |
| 非银行金融 | -18.66 |

资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 4.3 2020年牛市：科技与消费的结构性牛市

- 1）2019年以来，受益A股对外开放和稳定的盈利增长、尤其是新冠疫情致使A 股市场结构分化演绎到极致，主要表现为以食品、医药等为代表的消费板块持续创新高。
- 2）5G产业周期开启、资本市场改革和政策支持，以医药、电子、计算机等为代表的新经济总市值开始实质性超越以石油石化、煤炭、钢铁、建筑等为代表的传统经济以及大金融。

图表29：疫情使2020年以来分化不断加强




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表30：消费和科技的估值分位明显高于其他（截止2020.8.7）

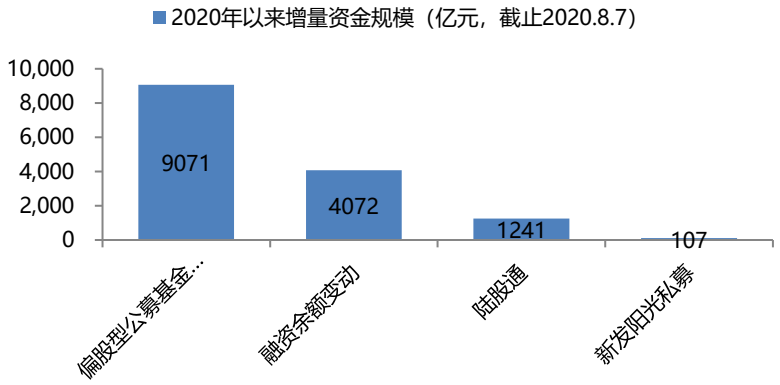
| 风格 | 板块 | PB | PB历史分位 | PE | PE历史分位 |
|---|---|---|---|---|---|
| 周期 | 采掘 | 1.04 | 1.9% | 14.04 | 17.7% |
| | 化工 | 2.41 | 38.0% | 30.37 | 49.8% |
| | 钢铁 | 0.91 | 10.9% | 12.94 | 28.1% |
| | 有色金属 | 2.71 | 31.5% | 48.50 | 66.5% |
| | 建筑材料 | 2.57 | 50.9% | 17.93 | 19.2% |
| | 建筑装饰 | 0.99 | 3.2% | 10.81 | 11.9% |
| | 电气设备 | 3.33 | 46.5% | 43.56 | 56.2% |
| | 机械设备 | 2.52 | 35.2% | 33.13 | 51.5% |
| | 公用事业 | 1.45 | 4.8% | 22.35 | 32.7% |
| | 交通运输 | 1.45 | 17.6% | 22.70 | 48.6% |
| 消费 | 汽车 | 1.87 | 25.9% | 30.31 | 73.2% |
| | 家用电器 | 3.50 | 77.0% | 22.16 | 55.0% |
| | 纺织服装 | 1.84 | 20.9% | 32.38 | 51.9% |
| | 轻工制造 | 2.13 | 35.4% | 28.44 | 30.4% |
| | 商业贸易 | 1.83 | 14.4% | 27.77 | 37.7% |
| | 农林牧渔 | 4.46 | 73.9% | 23.54 | 2.1% |
| | 食品饮料 | 8.76 | 96.1% | 45.92 | 84.1% |
| | 休闲服务 | 6.71 | 88.8% | 113.80 | 99.2% |
| | 医药生物 | 5.37 | 81.0% | 61.27 | 91.4% |
| 金融 | 房地产 | 1.30 | 3.9% | 9.76 | 6.4% |
| | 银行 | 0.69 | 1.4% | 6.13 | 12.9% |
| | 非银金融 | 1.99 | 27.4% | 19.51 | 36.4% |
| 成长 | 国防军工 | 3.89 | 77.0% | 83.06 | 77.2% |
| | 电子 | 4.63 | 84.1% | 60.51 | 72.2% |
| | 计算机 | 5.15 | 71.8% | 83.40 | 95.2% |
| | 传媒 | 2.93 | 15.1% | 50.79 | 39.1% |
| | 通信 | 3.05 | 63.6% | 46.95 | 69.1% |

资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 5.1 不会持续暴跌

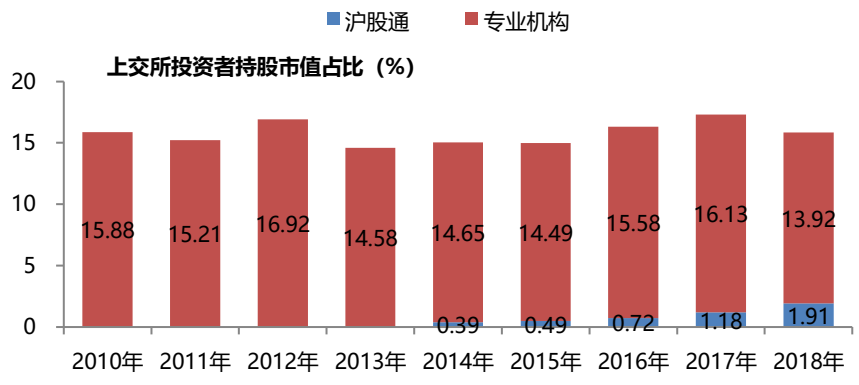
- 1）今年以来A股市场仍由公募、外资、保险等机构资金主导，更多类似2013~2014的机构牛、结构牛行情；
- 2）近年来，杠杆资金与场外配资始终被监管层严格把控，且未来相当长时期内很难再出现“大水漫灌”局面；
- 3）此外，监管层通过资管新规、理财新规等改革，鼓励银行设立基金公司、提高机构配股比例等方式，引导长线资金入市，由此推动居民资金由直接持股转向间接持股；
- 4）未来机构仍将是A股市场的核心驱动力，散户加杠杆入市从而导致市场持续大起大落、指数连续暴涨暴跌的局面将明显改善。

图表31：2020年增量资金存在机构主导




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表32：上交所的机构化进程




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 5.2 恐慌性卖盘减少

- 1）融券、股票期货、期权等衍生品的增多，填补了A股做空机制的空白，使得系统性风险能够被部分对冲；
- 2）A股国际化进程也倒逼市值机制需要逐步完善股票风险对冲机制；据报道，当前多家海外投行与大型资产管理机构正向中国相关部门建议，一是增加汇率、利率互换等衍生品的研发，包括尽早推出人民币外汇期货等；二是提高A股市场个股期货期权、股指期权等衍生品的交投活跃度，以满足海外投资机构个性化投资组合风险对冲的需求。

**图表33：风险对冲容量测算**

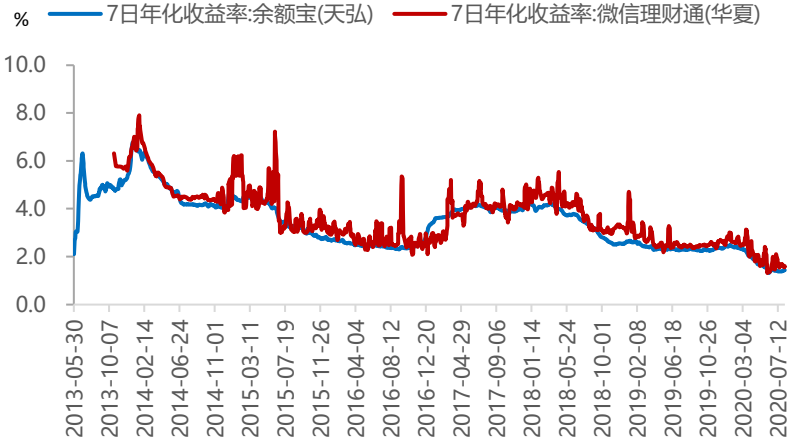
| 风险对冲工具 | | 风险对冲容量（亿元） |
|---|---|---|
| 融券 | ETF | 27.44 |
| | 个股 | 57.79 |
| 股指期货 | 上证50 | 359.27 |
| | 沪深300 | 1086.90 |
| | 中证500 | 2849.96 |
| 期权 | 沪深300股指 | 281.61 |
| | 沪市300ETF | 645.90 |
| | 深市300ETF | 176.83 |
| **合计** | | **5485.70** |

资料来源：太平洋证券研究院整理

## 5.3 核心资产泡沫化

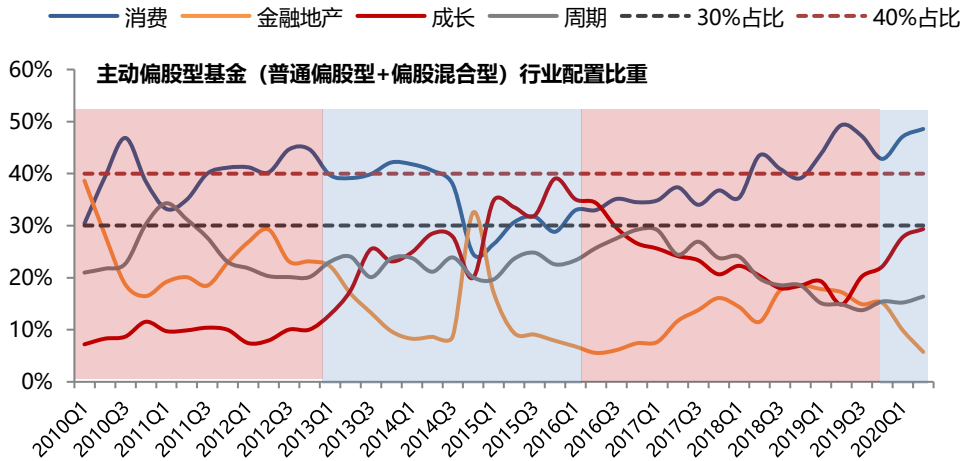
- 1）利率低位背景下，理财收益率持续新低，个人投资者、银行理财子公司、养老金通过公募ETF等实现间接入市；
- 2）未来增量资金主力仍是外资+公募，二者均具有较强且持久的风格特性，外资偏爱消费，公募的风格切换主要在消费和科技之间。

**图表34：理财收益率持续新低**




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

**图表35：2020Q2公募基金持续抱团消费和科技**




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 6.1 2020年新牛市，有望迎3600点

- 1）2020年上半年通胀压力释放，后续降息等货币宽松空间打开，利好银行、地产等指数权重板块的估值修复，由此带动沪指站上3200点；
- 2）叠加成长领域产业链（5G、半导体、云计算）2020年进入业绩加速期，形成戴维斯双击，进一步打开指数空间；
- 3）整体来看，全年上证综指核心波动区间为【3200， 3600】。

图表36：对2020年沪指点位的预判

| 2019年底沪指中枢 | | 2950 | | |
|---|---|---|---|---|
| 情景描述 | | 悲观：消费盈利见顶戴维斯双杀；成长、金融地产赚盈利的钱 | 中性：消费、成长、金融地产赚盈利的钱，仅金融地产、成长有部分估值修复 | 乐观：消费仍能维持高估值；成长盈利见底，戴维斯双击；金融地产估值盈利均有明显修复 |
| 行业 | 权重占比（%） | 2020年行业累计涨跌幅预判 | | |
| 银行 | 20.45 | 15% | 20% | 30% |
| 非银 | 12.36 | 8% | 13% | 20% |
| 房地产 | 3.46 | 20% | 25% | 30% |
| 电子 | 3.40 | 30% | 40% | 55% |
| 计算机 | 2.15 | 20% | 30% | 40% |
| 通信 | 1.36 | 25% | 30% | 35% |
| 食品饮料 | 7.79 | -10% | 0% | 20% |
| 其他 | 49.03 | 6% | 7% | 16% |
| 2020年沪指涨幅预判 | | 8.70% | 12.16% | 22.25% |
| 2020年沪指点位预判 | | 3207 | 3309 | 3606 |

资料来源：太平洋证券研究院整理

## 6.2 短期可博弈低估值蓝筹补涨

- 1）短期市场资金博弈低估值可持续，目前仍在扩散途中；
- 2）万亿成交额过后，市场往往存在一定惯性，在未有明显利空情况下，在穿越指数阻力位后，后续上涨有一定空间，但可能存在上涨放缓可能；
- 3）暴涨过后的蓝筹低估值低仓位的相对优势仍存在，只是“性价比”随着暴涨有所弱化，目前银行PB不足1X，券商PB 1.99X较历史中值2.7X估值仍有提升空间；
- 4）2020Q2业绩改善有支撑，中报窗口期业绩“下杀”概率较小，前期市场普遍对经济修复的预期并没有过于乐观，例如非银、有色、化工、机械等。

**图表37：低估值蓝筹仍有估值修复的空间**

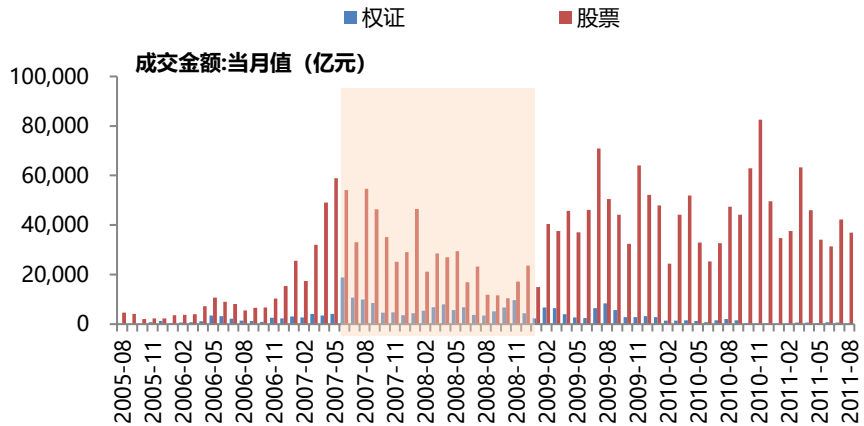
| 截止08/07 | 房地产 | 银行 | 非银金融 |
|---|---|---|---|
| 当前值 | 1.30 | 0.69 | 1.99 |
| 最大值 | 10.08 | 9.36 | 14.29 |
| 最小值 | 1.12 | 0.64 | 1.32 |
| 中位数 | 2.30 | 1.98 | 2.71 |
| 当前分位 | 3.95% | 1.42% | 27.45% |

资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 6.3 中长期仍需坚守消费和科技核心资产

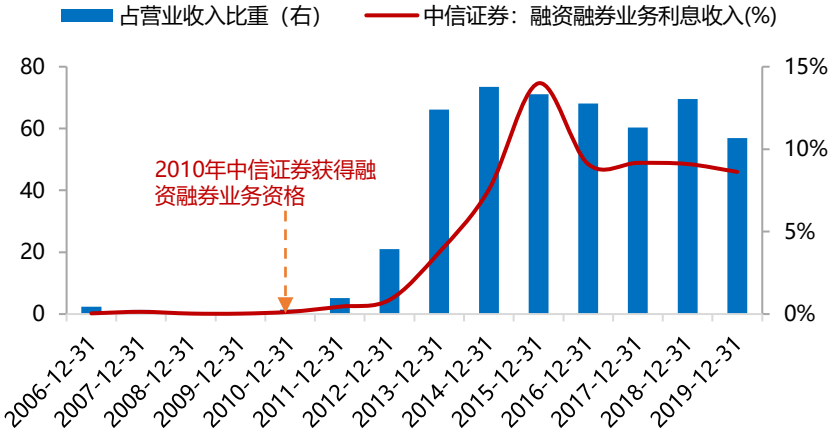
- 1）中长期来看，风格演化将呈现“均衡-分化-再均衡”，坚守已有的消费和科技核心资产仍是必要选择。消费和科技仍是全年主线，目前宏观经济处于弱复苏，5月工业企业数据显示需求端并未有明显改善，低估值中除非银外，银行、地产、周期等领域未来景气趋势仍不明朗。因此估值修复到位后，可能重回前期“分化”。
- 2）在本轮牛市中，券商的业绩弹性或不如前两轮牛市，2007年是权证成交的爆发，2014年-2015年是两融放量，未来券商业务新的增长点可能来自期权等衍生品和企业融资需求爆发，主要受益的仍是资本实力较强的龙头券商。

图表38：2007年6月权证成交爆发




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表39：受益于融资融券，中信证券收入在2014年牛市中明显放量

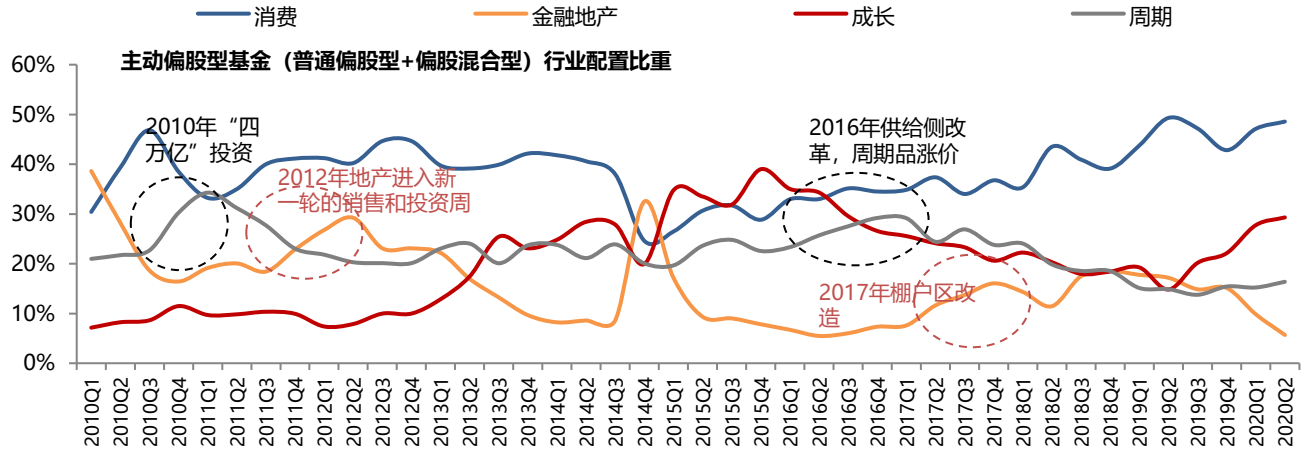



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 6.3 中长期仍需坚守消费和科技核心资产

- 3）2010年以来，较大的风格切换主要集中于消费和成长板块，背后对应着我国由后工业时代向消费为主、制造业升级的产业格局的转变。历史上，公募对金融地产和周期板块超3个季度的时间窗口屈指可数，加仓背景均存在于宏观经济或行业周期的明显复苏。跑α收益仍需依赖高估值可被景气度消化的A股核心资产。
- 4）若Q4经济复苏趋势得以进一步确认，风格将转向“再均衡”。

图表40：公募加仓金融地产和周期的背景均存在于宏观经济或行业周期的明显复苏

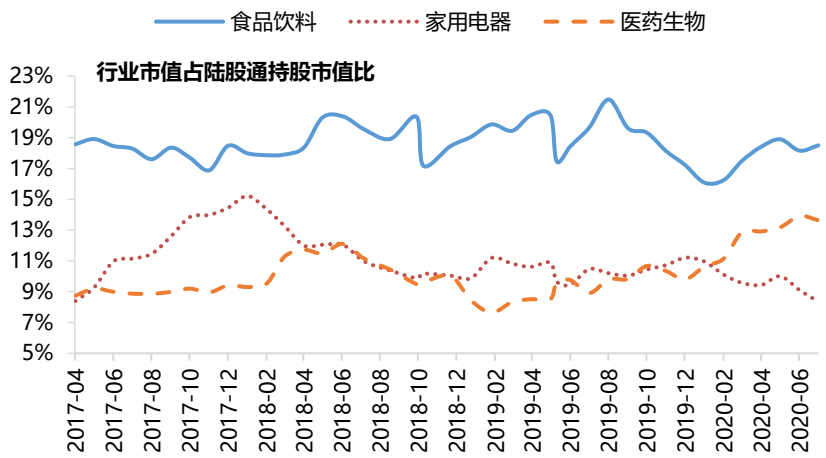



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

## 6.4 行业配置：内需消费（政策刺激，消费回补，外资流入）

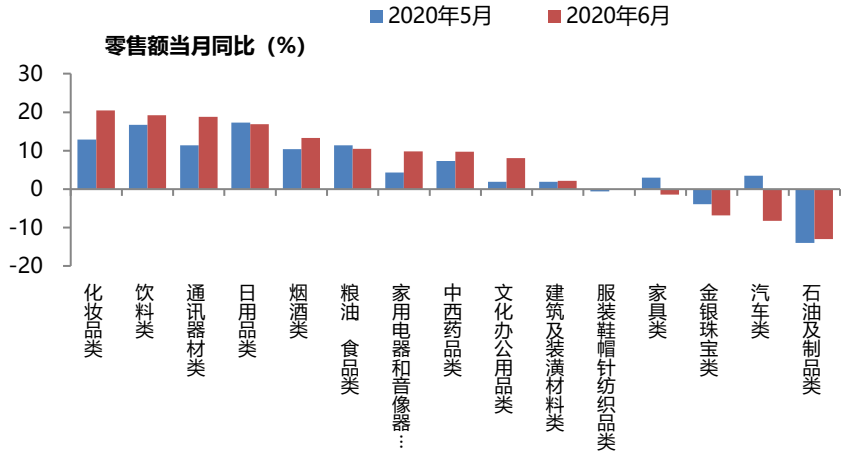
- 1）年内政策重心以稳消费稳投资为主，内需板块增长确定性较高，家电家具、汽车、百货、旅游、影视从中受益；
- 2）国内疫情防控已取得战略成果，消费回补与开工投资条件具备，内需板块启动时机逐步成熟；
- 3）全球宽松潮下，外资将持续流入其偏好的消费板块，预计今年陆股通资金净流入可达4000亿。

图表41：外资偏好医药、食品饮料、家电等消费（截止2020/7）




资料来源：WIND,太平洋证券研究院整理

图表42：期待疫情后消费回补

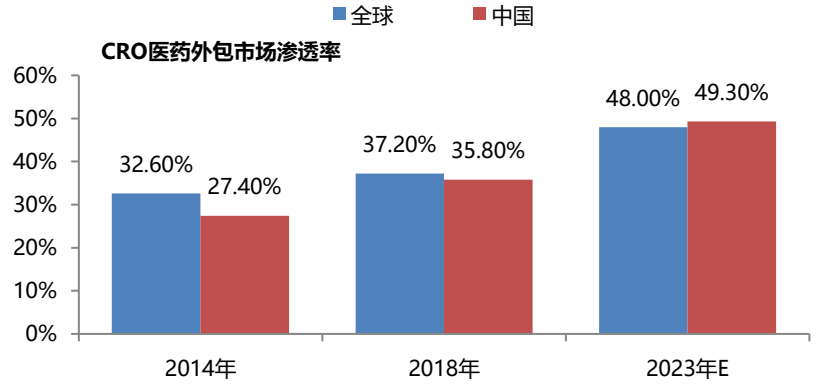



资料来源：WIND,太平洋证券研究院整理

## 6.5 行业配置：医药（细分行业景气，疫情加强系统性建设）

➢1）创新药产业链处于发展初期，产品供给开始加速，配套政策逐步完善，产品力得到释放；2）药品集采及当下深入的医改，国内药企研发投入持续加强，支撑医药外包需求；3）疫情加剧2020年采浆量减少，但静丙和白蛋白在新冠疫情防治中发挥作用，临床认知度进一步提升，在供给稳定增长的情况下，需求持续改善，血制品将迎来供不应求；

图表43：我国CRO医药外包行业渗透率提升



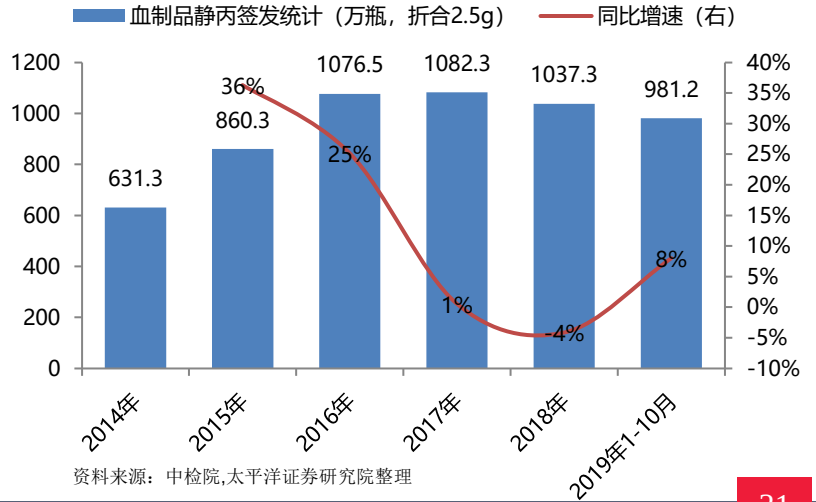

资料来源：沙利文,康龙化成招股说明书，太平洋证券研究院整理

图表44：国内药企研发投入持续加强，且高于全球增速

| 医药行业研发支出（复合增速） | | 发现 | 临床前 | 临床 | 总计 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2014年-2018年 | 全球 | 4.2% | 6.6% | 5.4% | 5.4% |
| | 中国 | 24.0% | 15.9% | 16.0% | 16.9% |
| 2018年-2023年（预计） | 全球 | 4.8% | 5.0% | 4.3% | 4.5% |
| | 中国 | 23.8% | 23.1% | 23.0% | 23.1% |

资料来源：沙利文,康龙化成招股说明书，太平洋证券研究院整理

图表45：血制品静丙需求增速约8%




资料来源：中检院,太平洋证券研究院整理

## 6.5 行业配置：医药（细分行业景气，疫情加强系统性建设）

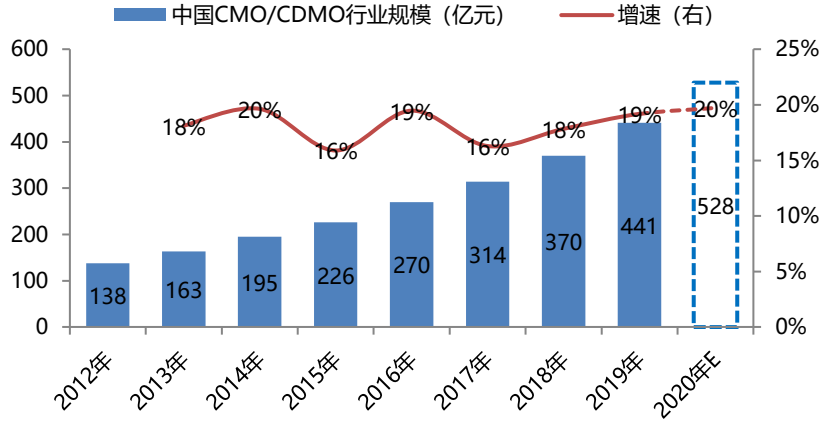
- 4）疫苗新型冠状肺炎疫情短期可能对疫苗的接种有影响，但后期可以补接或调整接种时间，而此次疫情也有望进一步提升人们对流行性疾病及二类疫苗如流感的认知度；2020年疫苗行业还有一系列重磅产品等待获批上市；
- 5）作为医药基础性产业，原料药在此次全球疫情中凸显其重要性。中国作为全球第一大原料药大国，为未来制药强国打下了坚实基础。疫情全球蔓延，原料药全球产能受到影响，叠加原料药第二大国印度限制部分原料药出口，原料药涨价趋势确立。

**图表46：中国上市公司疫苗申请情况**

| 公司 | 申请新药 | 临床研究总结 | 临床中 | 已获临床批件 | 申请临床 |
|---|---|---|---|---|---|
| 智飞生物 | 重组结合融合蛋白（EC）、微卡 | 流感裂解疫苗 | 冻干重组结核疫苗（AEC/BC02）、23价肺炎多糖等 | | EV71/15价肺炎结合、三代狂苗等 |
| 沃森生物 | 13价肺炎结合 | | 2价HPV、9价HPV、四价流脑结合 | EV71、四价流感病毒裂解疫苗 | |
| 康泰生物 | 13价肺炎结合、四价流脑多糖等 | 三代狂苗、四价流脑结合 | EV71、Sabin株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero细胞）、口服双价霍乱疫苗 | 水痘、灭活甲肝、流感病毒 | |
| 康希诺生物 | 流脑二价结合、流脑四价结合 | | 婴幼儿用DTcP、DTcP加强疫苗、结核病加强疫苗、PBPV | | 青少年及成人用DTcP、13价肺炎结合 |

资料来源：太平洋证券研究院整理

**图表47：国内CMO/CDMO原料药行业前景广阔**

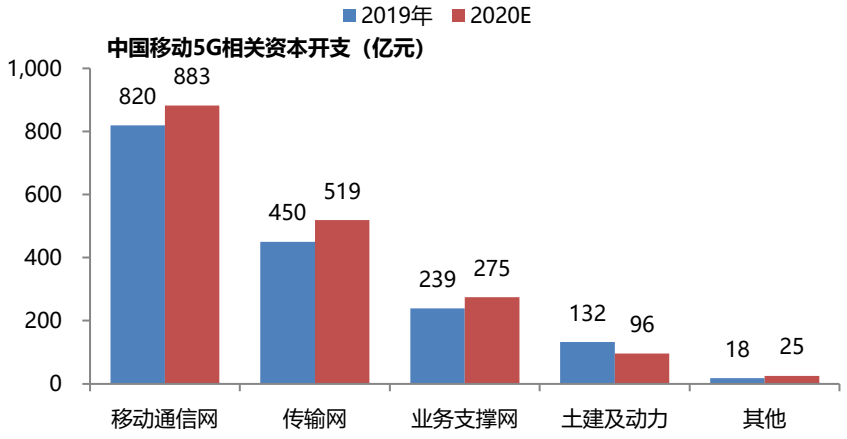



资料来源：太平洋证券研究院整理

## 6.6 行业配置：5G产业链（运营商资本开支增长，应用场景加速成熟）

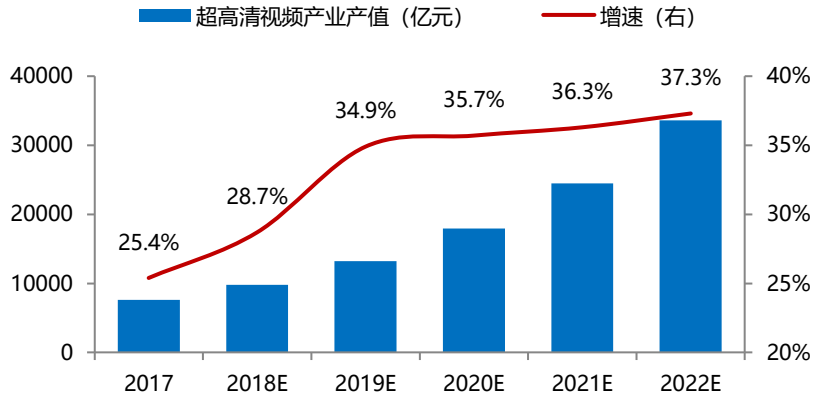
- 1）三大运营商已开启5G大规模招标，电信、联通已表示前三季度完成全年25万个5G基站建设；中国移动也规划全年建设30万5G基站；中国广电截止2019年底向中国铁塔提出的5G站址需求超过1500个，2020年要实现商用；
- 2）应用场景加速成熟，3月12日发改委、工信部联合发布7大5G创新应用提升工程，包括5G智慧医疗、互联网+“协同制造”、智能电网、车路协同、智慧教育、智慧港口、超高清直播，华为已推出WIFI6路由器、CPE、5G工业模组等新产品。

**图表48：2020年中国移动5G相关投资计划**




资料来源：中移动，太平洋证券研究院整理

**图表49：我国超高清视频产业产值**

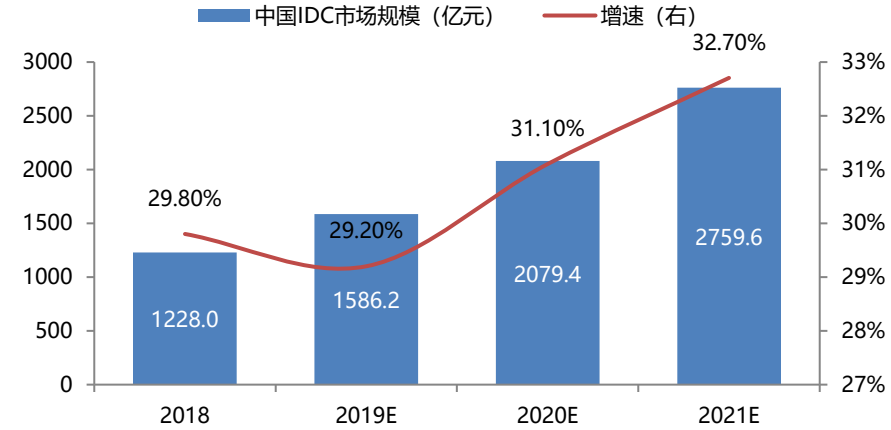



资料来源：HIS

## 6.7 行业配置：云计算产业链（疫情冲击小，5G流量需求回暖，资本开支提升）

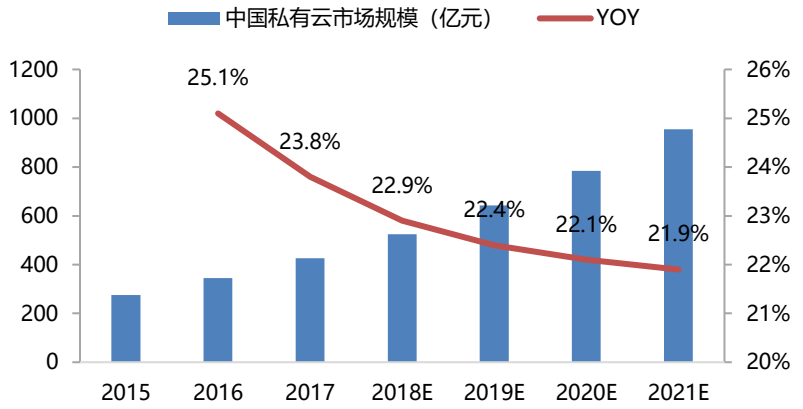
- 1）云计算以线上相关业务内容为主，相关公司受疫情冲击影响相对较小；
- 2）5G带动流量需求，数据流量爆发催生IDC产业，阿里巴巴、腾讯等公司对数据中心的需求和资本开支是国内IDC行业增长的主要驱动力，疫情期间线上办公等应用需求的爆发，进一步扩大互联网公司扩容云服务器的资本开支；
- 3）我国传统IT产业大客户主要集中在政府、电信、金融等中大型国企央企，信息安全需求很高，对定制化也有较大需求，基于以上考虑，这些客户通常会选择私有云作为IT上云的路径，企业上云是大势所趋，4年总成本节省85%/平均每100用户。

图表50：中国IDC市场将面临加速发展




资料来源：中国IDC圈，太平洋证券研究院整理

图表51：中国私有云市场规模及增长

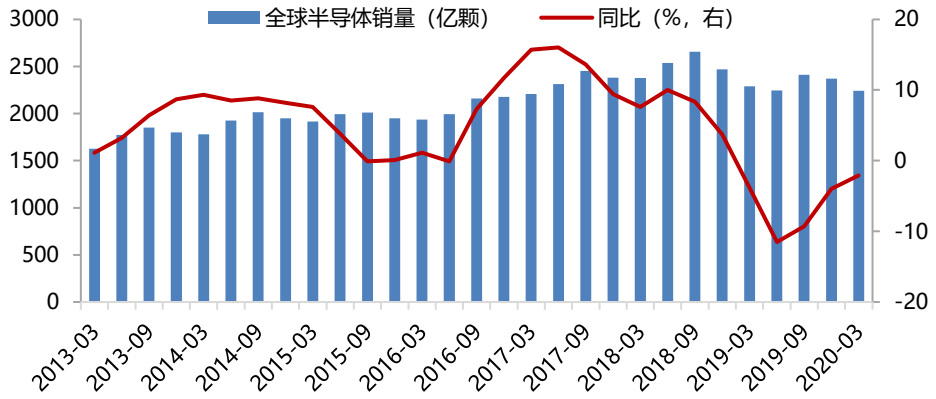



资料来源：中国信通院，太平洋证券研究院整理

## 6.8 行业配置：半导体产业链（景气回暖，产业转移，自主可控）

- 1）2019年Q2以来全球半导体销售呈回暖，台积电20年4月营收仍有28.53%高增长，行业复苏来自高性能计算、物联网、5G、AI对芯片需求拉动；
- 2）中国大陆正在承接第三次半导体产业转移（美国-日本-韩国/台湾-中国大陆），通过长期引进外部技术，培养技术人才，承接低端组装和制造业务，完成了产业原始积累，消费电子、电动汽车等大量消费需求为推动上游半导体发展提供助力；
- 3）相比于IC设计和IC封装，IC制造以及与之配套的设备和材料是我国半导体产业链薄弱的环节，国家大基金二期3月底实质开始投资，重点聚焦于我国半导体材料和设备等产业短板，重点突破相关卡脖子的关键技术。

**图表52：全球半导体销售明显回暖**




资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

**图表53：半导体核心领域国产替代现状**

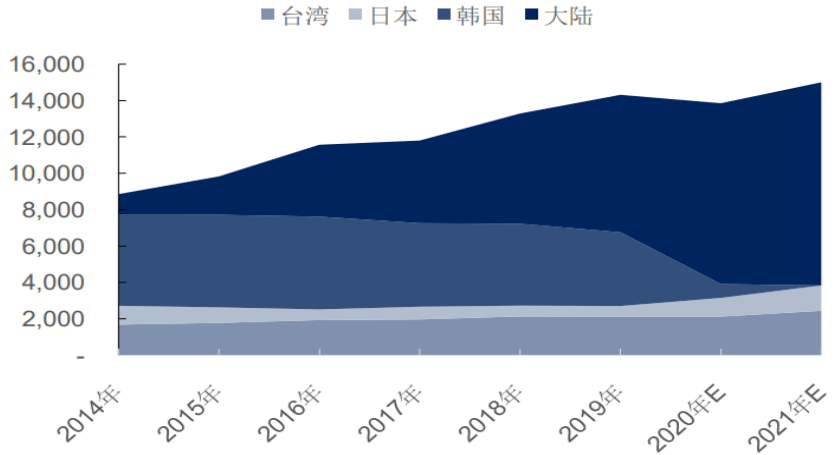
| 核心领域 | 核心芯片类型 | 美国厂商 | 海外其他国家及中国台湾厂商 | 中国大陆厂商 | 国产芯片占有率 |
|---|---|---|---|---|---|
| 高性能计算 | x86架构服务器CPU | 英特尔、AMD | | 澜起科技（与英特尔合作） | 0% |
| | ARM架构服务器CPU | ARM架构服务器CPU | | 华为海思 | |
| | FPGA | 赛灵思、Altera等 | | 京微齐力、安路科技、紫光同创、高云等 | |
| | DRAM内存芯片 | 美光 | 三星、SK海力士 | 合肥长鑫（研发中）、长江存储（研发中） | 0% |
| | NAND闪存芯片 | 美光、英特尔、西部数据 | 三星、SK海力士、东芝 | 长江存储 | 0% |
| 智能手机 | 应用处理器（AP） | 高通、苹果 | 联发科、三星 | 华为海思、紫光展锐 | 20% |
| | 基带处理器 | 高通、苹果 | 联发科、三星 | 华为海思、紫光展锐 | 24% |
| | 射频前端芯片 | Skyworks、Qorvo、博通、村田、高通 | | 卓胜微、唯捷创芯、中科汉天下、麦捷科技等 | 1% |
| | CMOS图像传感器 | | 索尼、三星 | 豪威科技（韦尔股份） | 10% |
| 物联网应用 | WiFi、蓝牙等无线连接芯片 | 博通、高通等 | | 乐鑫科技、博通集成、全志科技、紫光展锐等 | |
| | 模拟芯片-电源IC | 德州仪器、ADI等 | | 矽力杰、圣邦等 | 4% |
| | NORFlash | 美光、赛普拉斯 | 旺宏、华邦电 | 兆易创新 | 8% |

资料来源：太平洋证券研究院整理

## 6.9 行业配置：面板（韩厂退出供给减少,需求回暖）

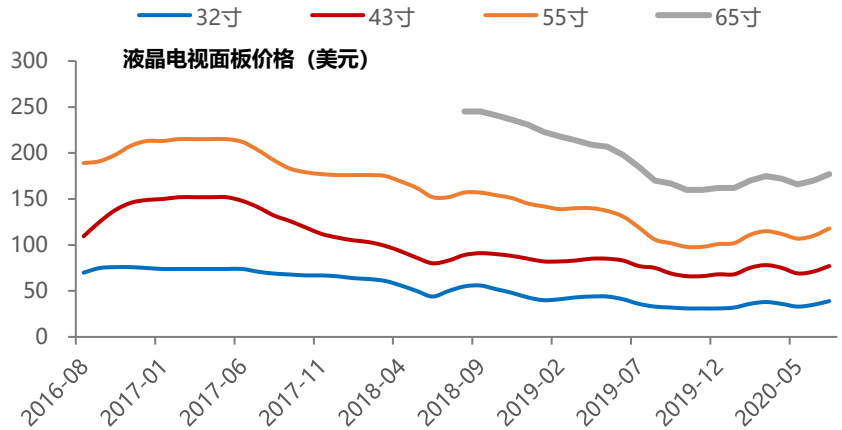
- 1）受疫情影响需求减少，面板自3月底开始跌价，到5月底，跌破大部分公司现金成本价，价格处于历史底部，全行业亏损状态；韩国三星和LG 计划与今年年底以前退出在韩国本LCD产能，带来供给收缩17%个百分点，供给收缩趋势确定。
- 2）需求端，随着欧美疫情的得到控制，可以看到终端电视机销售明显回暖，面板价格已经止跌；电视机尺寸和像素提升提高面板需求3-5%的年需求，进入下半年厂商进入备货旺季，2021年体育赛事重新开启，需求中长期向好；面板涨价有望底部反转，且有持续性。

图表54：全球大尺寸面板产能变化（千平方米/月）




资料来源：IHS，太平洋证券研究院整理

图表55：各主流尺寸面板价格有所回暖

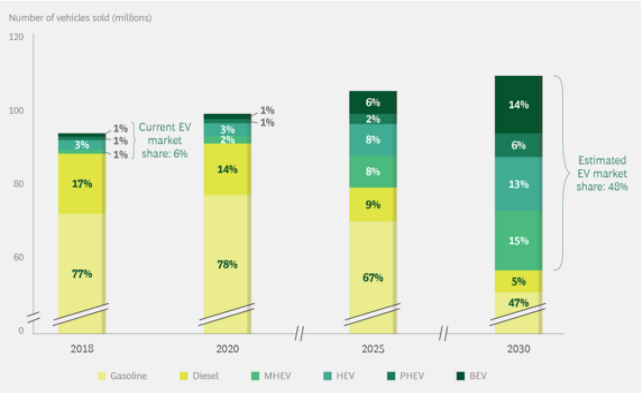



资料来源：太平洋证券研究院整理

## 6.10 行业配置：新能源汽车（电动化大趋势，政策扶持）

- 1）随着新能源汽车成本下降，开始在在全生命周期使用成本低于燃油车，具备市场竞争力，电动化浪潮势不可挡，麦肯锡预计到2030年全球新能源汽车占比达48%。
- 2）欧盟严格碳排放+拟对零排放车型免征增值税等政策推动下，多国陆续出台禁售燃油车以及鼓励电动车发展的政策，车厂也相继出台停止生产燃油车时间表。
- 3）中央+地方打出政策组合拳。中央层面，将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长2年+2020年补贴温和退坡，继续支持新能源汽车发展；地方层面，2020年以来，多个省市及地区陆续出台新能源汽车扶持政策，通过给予购置补贴、充电补贴、优化使用环境等方式促进新能源汽车消费。

图表56： 2015-2030年全球各类汽车销量占比预测




资料来源：BCG，太平洋证券研究院整理

图表57：全球各地禁售燃油车时间规划




资料来源：太平洋证券研究院整理

## ➢行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

## ➢公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

风险提示：统计数据存在微小误差

## ➢销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 院长助理兼全国销售负责人 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 北京地区销售副总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 北京地区销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 北京地区销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 北京地区销售 | 韦洪涛 | 13269328776 | weiht@tpyzq.com |
| 上海区域销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 上海地区销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 上海地区销售 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 上海地区销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 上海地区销售 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 上海地区销售 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 上海地区销售 | 王玉琪 | 13122217520 | wangyq@tpyzq.com |
| 上海地区销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | congxc@tpyzq.com |
| 上海地区销售 | 郭瑜 | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com |
| 上海地区销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 广深地区销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 广深地区销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafanglong@126.com |
| 深圳地区销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 深圳地区销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com |
| 深圳地区销售 | 张文婷 | 18820150251 | zhangwt@tpyzq.com |
| 深圳地区销售 | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjw@tpyzq.com |
| 深圳地区销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |