

A 股市场 2020 年中期策略

顺势而为

走出疫情冲击，下半年 A 股市场主线归来，关注科技主线机会。

- **走出疫情，主线归来**。走出疫情冲击，市场上行动力积聚，波动之中孕育机会。下半年市场将大概率处于盈利弱复苏与流动性宽松延续的宏观环境之中，对于权益资产相对友好，市场整体下行风险不大。展望下半年，流动性宽松的节奏与基本面复苏的幅度将成为影响市场上行幅度的重要因素，类比 2013 年，市场结构性行情延续，波动之中孕育机会。（1）盈利方面，内外需逐步回暖，A 股盈利低点修复。（2）货币政策宽松延续，节奏趋缓。（3）配置需求增加，下半年 A 股市场资金供大于需。（4）盈利预期回暖叠加改革预期提振，风险偏好中枢上行。风格方面，盈利因子主导市场，成长风格有望延续结构性牛市行情，创业板指有望强势归来。
- **顺势而为，把握科技景气度**。下半年行业配置主要回答以下几个问题。（1）高估值、交易拥挤的消费板块还值不值得继续持有？消费板块最理想的配置环境是“类滞胀”。复苏的环境理论上并不适合消费继续抱团。本轮抱团过程不同于以往，外资作为新的资金力量助推了本轮消费估值提升。往后看，外资不会因为消费估值高企而减仓，但海外的流动性环境对于外资的流入节奏影响显著。消费股有望继续享受外资带来的估值溢价，但业绩确定性溢价可能会逐渐丧失。（2）科技周期能否顺利归来，哪些行业值得重点关注？科技周期景气上行对于成长股业绩的拉动作用十分显著。疫情并未破坏本轮科技周期的景气度，下半年逐渐增持成长是个不错的选择。行业方面建议重点关注年内业绩确定性较强，产业景气度明确向好的消费电子和新能源汽车。（3）科技股是否面临泡沫风险？借鉴 20 世纪美股科技股经验，我们发现，持续稳定的盈利能力以及充裕的经营性现金流是保障科技股走出“泡沫”危机、穿越周期的关键因素。当前来看，无论美股还是 A 股创业板均处于产业上行周期初期，尚未达到泡沫化阶段，未来盈利的提升有望进一步消化估值。（4）传统周期和大金融等低估值板块能否介入？货币条件宽松就配置金融和周期的传统框架已经越来越不适用。下半年国内外经济复苏幅度不确定性犹在，对于周期和金融的配置不宜太早，低估值板块的“配置信号”需进一步观察。
- **主题部分，下半年建议关注以下四个方向**：（1）**创业板注册制改革**：精简发行条件与退市流程，优化交易、承销与再融资规则。（2）**国企改革**：即将推出的国企改革三年行动方案将直接推进国改进程，重点省市国企改革推进较为迅速，市场预期有望逐步恢复。（3）**消费电子**。（4）**新能源汽车**。
- **风险提示：疫情二次爆发，逆周期政策不及预期，中美贸易摩擦加剧，海外流动性风险冲击。**

相关研究报告

《A 股市场 2020 年度策略——迈向成熟，中坚崛起》20191218

《机构抱团深度报告——年年岁岁花相似，岁岁年年人可同》20200704

《黄金股跟踪报告——流动性环境推升金价，黄金股迎来新一轮上行机会》20200418

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东

(8621)20328702
peidong.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：王永健

(8610)66229047
yongjian.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060006

联系人：郭晓希

(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119040001

目录

1.走出疫情，主线归来 6

1.1 内外需逐步回暖，A 股盈利低点修复 6
1.2 宽松延续，节奏趋缓 7
1.3 配置需求增加，下半年 A 股市场资金供大于需 8
1.3 盈利回暖叠加改革预期提振，风险偏好中枢上行 11
1.4 市场预判：走出疫情冲击，成长主线归来 12

2.顺势而为把握科技景气度 14

2.1 疫情缓和前后行业表现的逻辑与下半年的重点问题 14
2.2 消费还值得继续持有吗？ 15
2.3 疫情并未中断本轮科技周期的景气度 18
专题：科技股是否面临泡沫风险？ 25
2.4 金融和周期板块的配置思路不能再套用传统框架 29

4.主题部分 32

4.1 创业板注册制改革 32
4.2 国企改革 33
4.3 消费电子 34
4.4 新能源汽车 35

5.风险提示 36

图表目录

图表 1.2020 年盈利预期已经下调.....6
图表 2.各主要国家领先指标有所回暖.....6
图表 3.2009 年以来已经经历三轮库存周期.....6
图表 4.联储经历了 3 轮大幅扩表.....7
图表 5.本轮疫情期间非常规货币工具.....7
图表 6.联储前几轮 QE 规模.....7
图表 7.央行 MLF 投放.....8
图表 8.MLF 利率.....8
图表 9.当前市场无风险利率水平.....8
图表 10.上半年公募基金新增份额同比新增 4154 亿份.....9
图表 11.2020 年外资加仓力度与往年有较大回落.....9
图表 12.2020 上半年与 2019 年再融资规模没有明显扩张（单位：亿元）.....10
图表 13.2020 年股票解禁规模较 2019 年有一定提升.....11
图表 14.当前市场风险偏好低于历史平均水平.....12
图表 15.美股库存周期及市场低点.....12
图表 16.2020 年以来成长风格一枝独秀.....13
图表 17.扩张早期市场风格有望扩散至中盘成长.....13
图表 18.主要指数估值水平对比（2009 年起）.....13
图表 19.疫情缓和后，消费和成长的表现占优.....14
图表 20.消费行业普遍估值高企.....14
图表 21.市场在上半年更加偏好消费和成长.....15
图表 22.公募在板块间的配置分化则更加明显.....15
图表 23.2010 年宏观经济处于“类滞胀”环境中.....15
图表 24.2017 年的消费抱团也起源于“类滞胀”的宏观环境.....15
图表 25.“类滞胀”环境对于酒等消费行业较为友好.....16
图表 26.2011 和 2012 年分别出现了对周期和金融的增持.....16
图表 27.上一轮消费抱团出现了在金融和周期之间的摇摆，而本轮消费抱团显得更加坚决和彻底.....16
图表 28.偏股型基金份额在消费抱团期间保持稳定，存量市场中没有触发“申购-增配”的反馈机制.....16
图表 29.2018 至 2019 年北上资金买入消费超过 3000 亿元.....17
图表 30.本轮消费抱团期间消费股的估值溢价在 40%以上.....17

图表 31.外资流入 A 股的节奏与资金成本负相关，并不会因为消费估值高企而选择抛弃.....17
图表 32.2015 年以来，外资的资金成本（十年期美债收益率）是持续低于消费板块的预期收益率的.....17
图表 33.科技周期对于成长股的业绩拉动作用是显著的.....18
图表 34.疫情并未破坏本轮科技周期向上的景气度.....19
图表 35.成长股的业绩已经悄然走高，中报尤为关键.....19
图表 36.疫情对智能手机出货量的影响边际减弱.....19
图表 37.5G 手机已成为在售机型的主力产品.....19
图表 38.每一轮通信技术的迭代都会在 2-3 年后迎来新机的代换潮.....20
图表 39.4G 时代牌照发放后的 3 年间，用户渗透率提升至 60%以上.....20
图表 40.当前消费电子子行业的估值都处于合理偏低的水平.....20
图表 41. 2019 年底以来，国家层面对于新能源汽车的政策态度回暖.....21
图表 42.新能源汽车成为多地推动经济复苏的推手.....21
图表 43.新能源汽车的产销也逐步走出疫情影响.....22
图表 44.欧洲一季度新能源汽车销量增速高达 81.7%.....22
图表 45. 中国数据中心 IT 投资规模.....23
图表 46. 2015-2021 年中国云计算行业市场规模.....24
图表 47. 2009-2022 中国 IDC 业务市场规模及预测.....24
图表 48. 移动互联网接入流量.....24
图表 49.中国三阶段中坚企业的筛选方法.....25
图表 50.20 世纪末，美国 PC 渗透率快速提升.....26
图表 51.21 世纪以来互联网用户增速趋缓.....26
图表 52.信息及电子设备行业固定资产投资在 2001 年出现大幅下滑.....27
图表 53.联储货币政策及美股表现（1990-2007）.....27
图表 54.科技公司穿越周期生存之道.....28
图表 55.科网泡沫期间指数指数涨幅超过净利润增速.....28
图表 56.本轮科技股行情更多为盈利驱动.....28
图表 57.当前处于产业上行周期.....29
图表 58.创业板相对主板盈利增速差.....29
图表 59.创业板策略表现.....29
图表 60.公募持仓金融的峰值逐渐降低，对于周期较为冷淡.....30
图表 61.资本回报率是衡量投资效率的指标，2008 年出现断崖式下跌.....30
图表 62. 实际利率趋势决定金价长期走势.....31
图表 63.国企改革整体基调及政策推行时间轴.....33

图表 64.消费电子板块走势 34
图表 65.全球分类别智能手机出货量及同比变化情况 34
图表 66.近两年新能源汽车销量波动以及疫情以来销量迅速恢复 35

1.走出疫情，主线归来

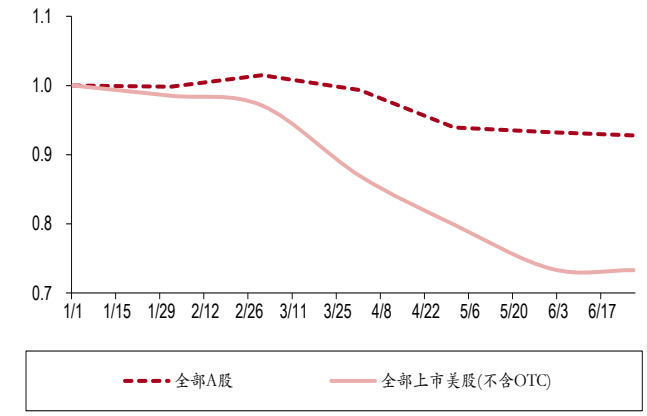
1.1 内外需逐步回暖，A 股盈利低点修复

疫情对于国内经济冲击最大时点已经过去，下半年环比修复趋势确定。根据工业企业发电耗煤数据显示，当前工业企业复产情况已经接近疫情冲击前水平。国内需求有望于三季度率先修复。海外需求滞后内需有望于年末逐步开启，美、欧 OECD 领先指标自 4 月以来触底回升趋势明显，虽然海外需求节奏滞后于国内，但总体显示海外需求有望于下半年开启。

国内有望率先开启新一轮库存周期。而从当前工业企业库存情况来看，当前主要行业正由被动去库向主动补库转化：2019 年四季度以来国内产出缺口出现明显见底回升迹象，这反映出自 2018 年末开启的去库周期已经有从主动去库向被动去库周期转化的趋势，而年初疫情冲击下多数行业需求停滞，短期库存被动累积，伴随着下半年复工复产进程推进，下游需求的逐步回暖，国内有望率先开启新一轮库存周期。

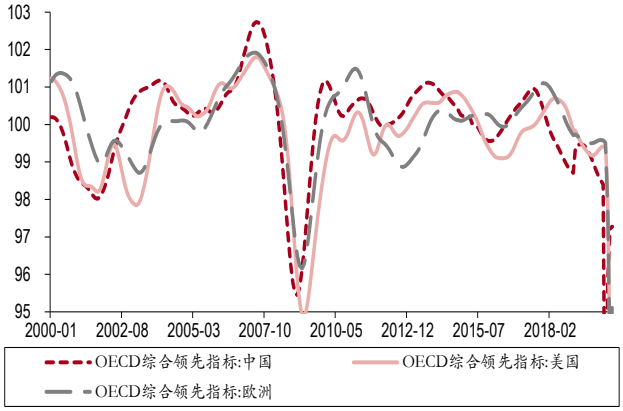
企业盈利预期自低点修复。截至当前全部 A 股 2020 年 EPS 一致预期相比年初已经下调 7.2%至 0.79，当前市场已经对于业绩减计有所计价。下半年基本面企稳趋势确定，企业盈利有望自上半年低点修复。

图表1.2020 年盈利预期已经下调



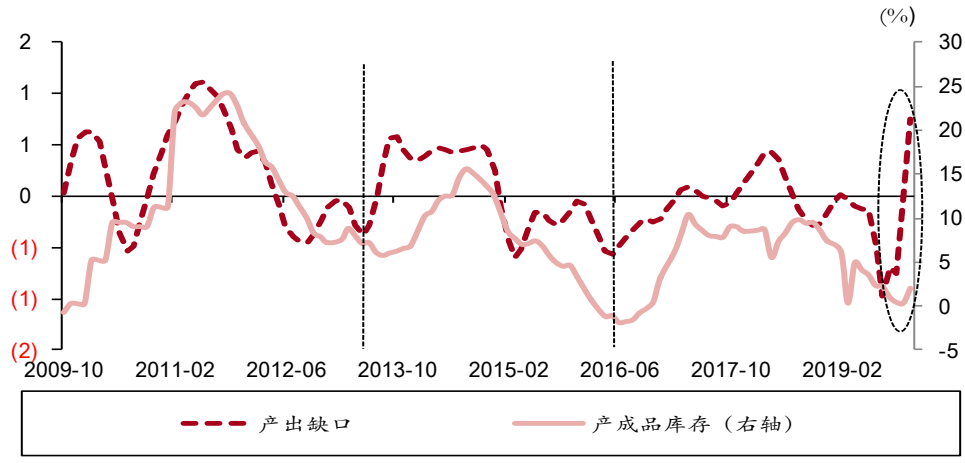
资料来源：万得，中银证券

图表2.各主要国家领先指标有所回暖



资料来源：万得，中银证券

图表3.2009 年以来已经经历三轮库存周期

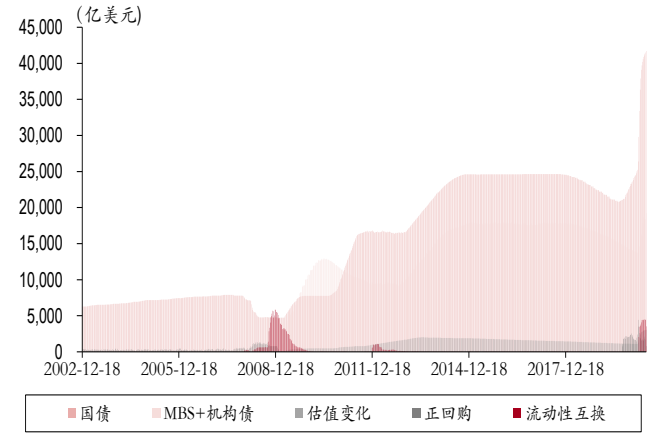


资料来源：万得，中银证券

1.2 宽松延续，节奏趋缓

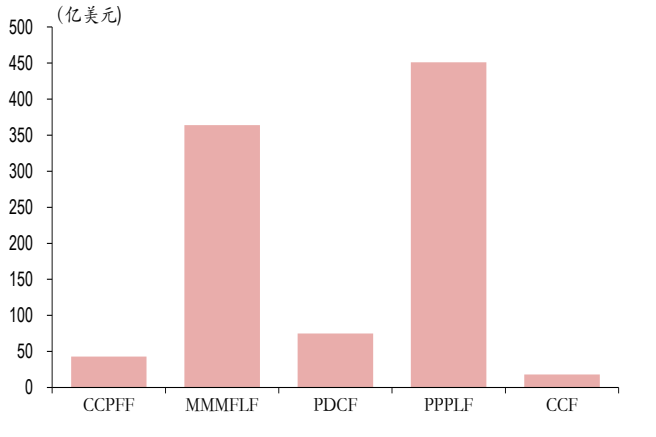
应对疫情冲击，联储流动性投放力度堪比金融危机时期。3 月以来，联储大幅增加国债及 MBS 购买，资产规模实现了快速扩张，截至 6 月 17 日，总资产规模已经相较 3 月初增加了 2.85 万亿美元，其中 1.67 万亿国债，0.55 万亿 MBS。从下图也可以看到，3 月 23 日美联储宣布一系列新措施，不仅通过传统的国债+MBS 购买的方式提供总量流动性，更通过各种创新型工具手段向市场直接注入流动性，缓和了信用风险。对比此前几轮 QE，本轮联储释放的流动性规模基本与 2008 年金融危机阶段相当。

图表4.联储经历了 3 轮大幅扩表



资料来源：万得，中银证券

图表5.本轮疫情期间非常规货币工具



资料来源：万得，中银证券

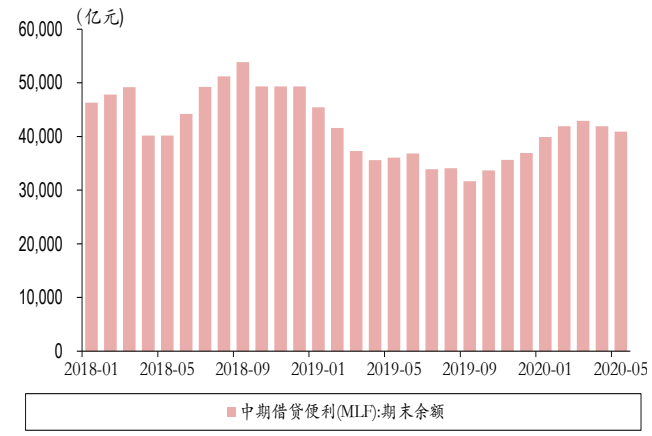
图表6.联储前几轮 QE 规模

时间	目的	内容
2008.11-2010.3	为问题金融资产进行国家担保，增强信贷市场流动性	共购入 1.73 万亿美元，包括 1.25 亿美元 MBS、3000 亿长期国债、1250 亿美元机构债券
2010.11-2011.6	刺激经济	6000 亿长期国债
2012.9-2014.10	刺激经济	共购入 1.6 万亿美元，包括：8000 亿长期国债、8000 亿美元 MBS

资料来源：万得，中银证券

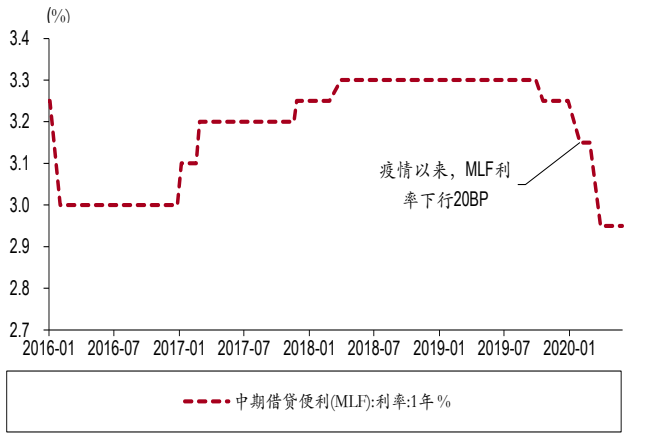
本轮国内央行流动性投放在力度上有所节制。反观国内，无论是资金利率的下调还是总量流动性的投放上，均采取了相对有所节制的态度。2 月以来共通过 MLF 提供增量资金 1000 亿元，下调中小型存款类金融机构存款准备金率共计 1 个百分点。对比 2009 年，当前货币政策的宽松力度相对节制：2008 年四季度，为应对突如其来的金融危机，央行先后四次下调存款准备金率，下调幅度达到 4%（中小型存款类金融机构）、2%（大型存款类金融机构）。对比 2009 年危机应对货币政策，本轮央行在总量流动性上采取相对节制的态度。

图表7.央行 MLF 投放



资料来源：万得，中银证券

图表8.MLF 利率



资料来源：万得，中银证券

货币政策短期难有转向，但宽松节奏将会趋缓。展望下半年，结合“两会”定调，实体需求企稳前，货币政策将会维持合理充裕，下半年难以出现大幅转向。当前无风险利率（10 年期国债利率）水平为 2.91%，仍存下行空间，但波动加剧，下降幅度也会低于疫情爆发前期。未来随着消费、就业等经济滞后指标转好，宽松货币政策将会有序退出。货币政策目标将更多致力于推动实体融资成本的下行以及对中小微企业的融资支持。

图表9.当前市场无风险利率水平



资料来源：万得，中银证券

1.3 配置需求增加，下半年 A 股市场资金供大于需

资金供给：2020 年下半年 A 股市场新增长线资金供给预计将达 11700—12600 亿元

结构上看，预计公募基金增量达到 9500-10000 亿元，海外资金增量预计 800-1000 亿元，保险及社保资金增量分别达到 900-1000 及 500-600 亿元：

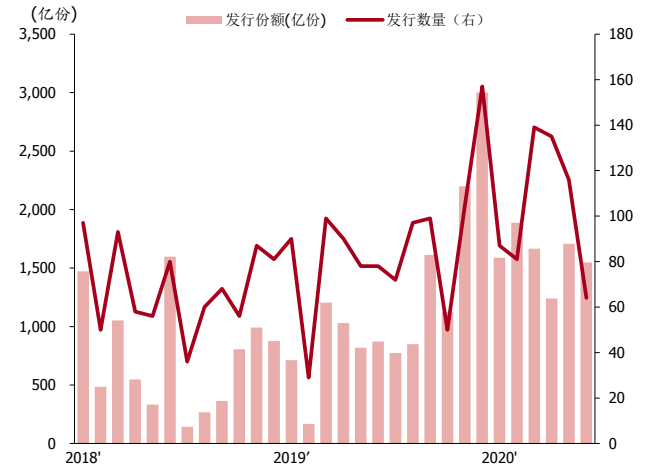
（1）公募基金新增 9500 到 10000 亿元，主要来自新发公募基金可配置股票部分。2020 年截止 5 月底新增 8017.23 亿元，新增资金较去年同期增长近 6000 亿元，新增份额较去年同期新增 4154 亿份。2019 年公募基金规模下半年增长 1.31 万亿元，故预计 2020 下半年新增 1.5 万亿元，2020 年公募资金总规模增长在 2.2 万亿到 2.5 万亿元之间，预计下半年新发公募基金会带给 A 股市场 9500-10000 亿元的资金供给；

（2）保险资金新增 900 到 1000 亿元，截至 2020 年 4 月末，保险资金运用余额为 19.6 万亿元，较年初增长 1799 亿元，余额增长较为平稳。投资层面，股票和基金的占比为 12.8%，对应规模 2.3 万亿元。参考保险资金权益投资规模进行估算，2019 年一季度保险带来增量资金规模近 400 亿元，推算上半年净流入规模可能达到 900 亿元。据悉监管层正在研究提高保险资金权益投资比例上限，这将有利于进一步引导保险资金入市。假设股票和基金投资占比提升至 13%，并根据保费收入在全年的分布情况，估算下半年保险资金流入规模可能达到 900-1000 亿元。

（3）社会保险资金新增 500 到 600 亿元，主要来自于养老金方的贡献。2018 年截止 12 月底，基本养老保险金、社保基金、补充养老保险金累计结余分别为 5.82 万亿、2.24 万亿、1.50 万亿，而三者过去 3 年平均增长率均为 10%，三者前期委托比例分别为 10%、7%、20%，预计 2020 年下半年新增社保资金在 500 到 600 亿元之间。

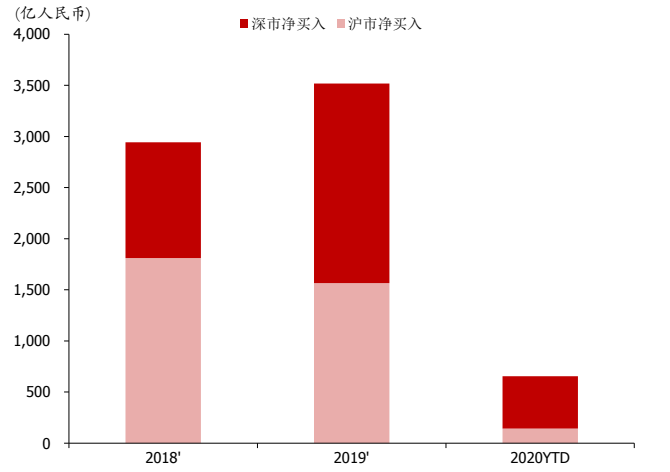
（4）海外资金预计新增约 800 到 1000 亿元，2020 年以来国内外市场波动较大，北上资金流动也明显加剧，在疫情、油价以及权益市场多方压力下，北上资金历史性地大幅流出近 700 亿元；在美联储无限量 QE 政策落地后，北上资金在 4 月有所缓和，实现净流入 530 亿元。截至 5 月 28 日，北上资金今年累计净流入近 638.31 亿元。得益于富时罗素指数针对 A 股第一阶段扩容阶段性实施，四分之一已于 3 月完成，剩余的四分之三于今年 6 月实施，届时 A 股因子比例将提升至 25%，预计将带来被动增量资金约 200 亿元。在 MSCI 在 5 月公布的半年度指数调整中，并未提及提高 A 股纳入比例后续计划，从 MSCI 提出的进一步提升的四大先决条件看，A 股短期达标是有难度的，因此我们预计海外被动增量资金会有所回落。不过由于当前 A 股估值仍处于底部区域，对配置盘而言有较强的吸引力，且中国由于已基本恢复工业生产，疫情影响下在国际层面有相对较大的优势，海外资金下半年可能会额外加大主动配置力度，加总估计 2020 年全年海外资金新增 800 到 1000 亿元。

图表10.上半年公募基金新增份额同比新增 4154 亿份



资料来源：万得，中银证券

图表11.2020 年外资加仓力度与往年有较大回落



资料来源：万得，中银证券

资金需求：股市资金需求方面，我们预计2020年市场的整体需求将达到4500—4900亿元

其中权益融资需求2200—2400亿元，产业资本减持需求1000—1200亿元，交易费用需求1300亿元：

（1）权益融资方面，预计下半年首发融资需求保持平稳，再融资需求稳中有升。首发融资方面，截止2020年6月19日，共募集资金1330亿元，较去年同期增长727亿，其中主板581亿元、中小板118亿元、创业板151亿元、科创板480亿元，假设下半年数据与去年同期持平，则2019年全年预计首发融资3260亿；与2019年相比，主板、中小板及创业板的募集资金总额并没有变化，增量主要来源于科创板。值得注意的是，2020年各板块过会率较2019年同期有一定的提升，2019年全年首发过会率为57%，而2019年剔除科创板的过会率为84%。截止5月22日，2020年上半年已过会61家，而2019年发审委审核非科创板企业164家，过会138家，非科创板IPO过会率全年为84.14%。可以得出的科创板成为新股发行的重要来源，伴随着创业板注册制改革的进一步落地与实施，预计下半年随着注册制改革的推进，创业板发行会有明显回升，IPO市场预期更为活跃。预计下半年首发融资规模将在1400到1600左右。再融资上，2020年以来随着再融资新规落地，定增市场明显回暖。截至5月21日，年内公布的定增预案共431个，对应计划募资规模达到5800亿元。截止6月19日，增发募集资金总计3382亿，剔除上市公司大股东及股东关联方现金认购部分为543亿元，再融资新规对定增市场的提振作用可见一斑。据此推算，下半年增发融资对二级市场流动性的影响规模可能达到600亿元。配股和优先股发行也构成市场的资金需求。截至6月19日，2020年内配股实施募资规模合计为224亿元；优先股发行规模为77亿元，假设在下半年处于证监会核准的配股预案全部实施，对应拟募资规模约170亿元；证监会核准的优先股预案对应拟募资规模合计40亿元。随着创业板注册制落地改革的进一步推进以及政策取向上结构性的针对性政策取代疫情期初的重量政策，预计2020年下半年权益融资规模在2200到2400亿元之间。

（2）产业资本减持方面，预计需求1000-1200亿元。当前时点价格计算的2020年五月份后解禁规模为22931亿元，以2019年的解禁减持比例4.5%推算，我们预计明年产业资本减持需求为1000到1200亿元。

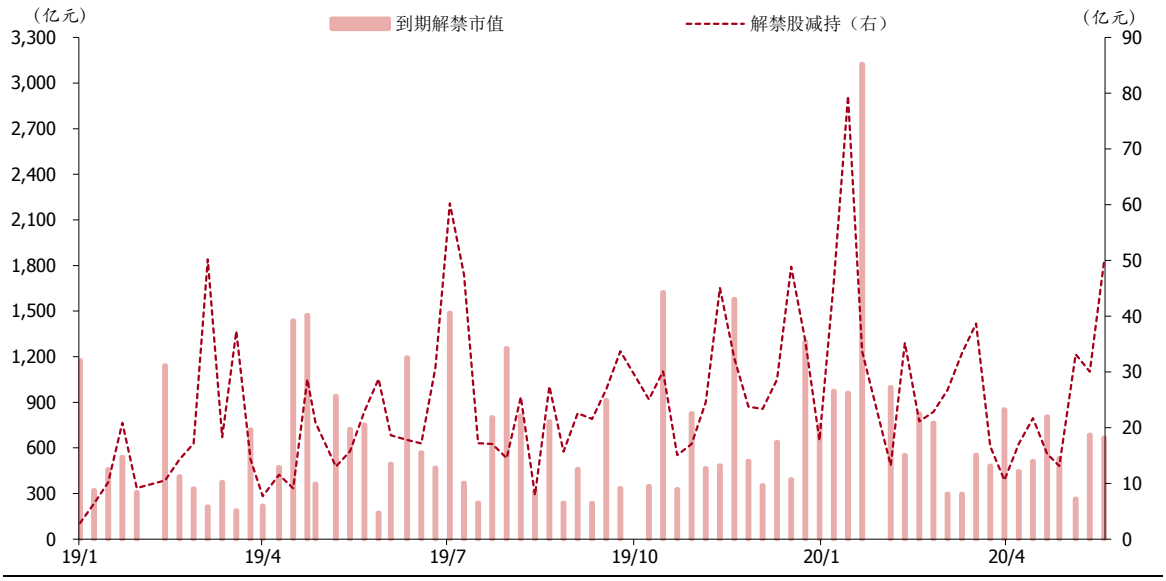
（3）交易费用方面，预计需求在1000-1500亿元之间。近三年的股基成交额较为稳定，2018年略低为700万亿，2017年及2019年均为770万亿，2020年股基成交额为750万亿，假设三下半年总体成交额也趋于平稳，按综合手续费率0.3‰到0.4‰测算，所需交易费用在1000亿到1500亿之间。

图表12.2020上半年与2019年再融资规模没有明显扩张（单位：亿元）

再融资方式	2019	2020H1
增发	6,888	3,382
配股	134	225
可转债	2,478	899
合计	9,500	4,505

资料来源：万得，中银证券

图表13.2020 年股票解禁规模较 2019 年有一定提升



资料来源：万得，中银证券

1.3 盈利回暖叠加改革预期提振，风险偏好中枢上行

盈利预期回暖支撑风险偏好中枢企稳上行。当前市场风险偏好自前期低点得到一定程度修复，股债风险溢价为 4.56%，与年初 4.39%的风险溢价水平基本持平，高于过去 10 年均值水平 3.75%。展望下半年，内外需修复有望带来盈利回暖，A 股盈利预期自上半年低点逐步修复将成为支撑下半年风险偏好企稳的主要原因。

海外风险存在扰动，产业政策及内部改革推进助力中长期风险偏好提升。下半年创业板注册制等资本市场改革政策推进将带来市场中长期风险偏好中枢的抬升，结构转型背景下新兴产业政策也有望迎来加码。结合周期定位与产业政策倾向，我们认为当前时点与 2013 年有较高相似性：2013 年 1 月 16 日国务院常务会议讨论通过《国家重大科技基础设施建设中长期规划（2012-2030 年）》，确定了七大重点科学领域。2013 年 1 月 19 日全国科技创新大会召开，中共中央、国务院发布了《关于深化科技体制改革加快国家创新体系建设的意见》。在产业政策的提振作用下，2013 年下半年尽管市场流动性环境依然偏弱，但市场风险偏好水平提升了 12.1%，呈现明显的结构市特征。类比 2013 年经验，盈利预期回暖叠加改革进程催化有望提振下半年市场风险偏好中枢。与此同时，仍需警惕中美贸易摩擦、新兴市场债务等海外风险事件对市场造成的阶段性扰动。

图表14.当前市场风险偏好低于历史平均水平



资料来源：万得，中银证券

1.4 市场预判：走出疫情冲击，成长主线归来

综上，走出疫情冲击，市场上行动力积聚，波动之中孕育机会。下半年市场将大概率处于盈利弱复苏与流动性宽松延续的宏观环境之中，对于权益资产相对友好，市场整体下行风险不大。回顾历史上经济复苏拐点前后市场表现，权益市场上行是经济复苏的必要条件：我们通过复盘相同周期定位下新周期开启前美股的历史走势，发现市场拐点通常领先基本面拐点 1-2 季度（见下表），股市在经济复苏拐点出现之前就会见底。国内来看，我们观察 2009 及 2013 年新的库存周期开启前 A 股市场走势，发现除 2013 年外 A 股市场见底时间与库存周期见底时间一致性较高，流动性的超预期紧缩使得 2013 年市场反弹时间明显滞后于库存周期上行起点。展望下半年，流动性宽松的节奏与基本面复苏的幅度将成为影响市场上行幅度的重要因素，类比 2013 年，市场结构性行情延续，波动之中孕育机会。

图表15.美股库存周期及市场低点

	市场触底	经济回暖	市场底领先经济回暖
1982	1982-08	1982Q4	4 个月
1990	1990-10	1991Q2	8 个月
2000	2002-07	2002Q1	-4 个月
2009	2009-03	2009Q3	6 个月

资料来源：万得，中银证券

风格方面，盈利因子主导市场，成长风格优势延续。今年以来，成长风格一枝独秀，大市值成长龙头超额收益更为显著。产业趋势带动下，龙头科技股业绩确定性突出，成为市场配置主要方向。基于当前周期定位，A 股正处于衰退晚期至扩张早期过渡阶段，结合历史经验，市场风格有望逐步向中市值扩散。市场对于盈利确定性的追逐仍将延续，产业周期上行，盈利优势显著的成长风格有望延续结构性牛市行情。

图表16.2020 年以来成长风格一枝独秀

	2020 年以来收益矩阵图		
	市值<100 亿	100 亿-500 亿	市值>500 亿
价值	(5.22)	(8.02)	(11.06)
GARP	26.31	11.26	(3.94)
成长	36.79	41.56	44.86

资料来源：万得，中银证券

图表17.扩张早期市场风格有望扩散至中盘成长

		金融	周期	消费	成长	稳定	大市值	中市值	小市值
衰退后期	2005/01~2005/07	(10.27)	(21.65)	(14.18)	(25.90)	(10.03)	(13.55)	(24.69)	(19.66)
	2011/07~2012/09	(16.02)	(37.71)	(19.75)	(26.62)	(25.35)	(26.22)	(32.40)	(30.39)
	2014/09~2015/03	71.00	37.52	29.56	40.92	71.59	53.26	40.37	33.55
扩张早期	2005/08~2006/05	37.50	21.63	30.91	31.87	(6.55)	21.67	48.32	41.65
	2009/01~2009/05	48.24	57.30	41.11	57.77	29.38	42.46	56.28	52.00
	2012/10~2013/08	7.77	(5.62)	6.49	31.47	1.44	(1.86)	11.45	12.05
	2015/04~2016/05	(16.18)	(11.40)	(6.84)	(12.70)	(26.16)	(23.08)	(22.02)	(11.57)

资料来源：万得，中银证券

指数方面，创业板指有望强势归来。当前各指数估值分位相比一季度末均有了不同程度的提升，其中上证 50、沪深 300 估值分位提升最为明显，分别由前期的 13.8%、25.6%提升至 51.2%、53.4%。正如我们季度策略预判，二季度海外疫情的爆发使得市场避险情绪升温，金融、必需消费为主的传统蓝筹盈利稳定性更强，成为资金首选。如上文分析，产业周期上行背景下，成长板块盈利增速向好趋势较为确定，产业政策及流动性环境支持下，下半年市场将会重新回归成长主线，创业板有望强势归来。

图表18.主要指数估值水平对比（2009 年起）

	上证综指	深证成指	创业板指
当前分位(%)	46.10	75.40	86.80
当前值	13.43	29.39	65.73
中位数	13.95	22.47	50.72
均值+标准差	20.03	34.94	67.52
均值-标准差	9.99	14.50	36.28
	上证 50	沪深 300	中证 500
当前分位(%)	51.20	53.40	27.90
当前值	10.17	12.67	27.84
中位数	10.10	12.39	31.95
均值+标准差	15.23	18.20	53.96
均值-标准差	7.40	8.96	21.93

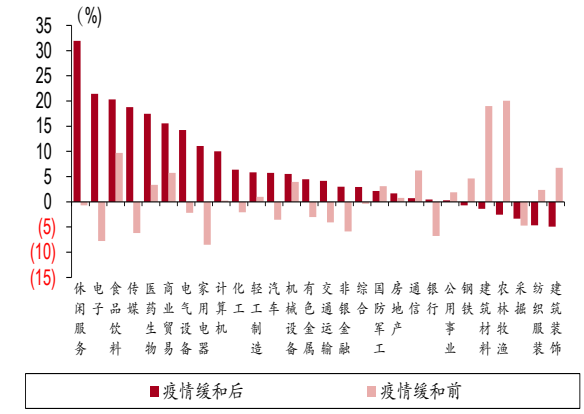
资料来源：万得，中银证券

2.顺势而为把握科技景气度

2.1 疫情缓和前后行业表现的逻辑与下半年的重点问题

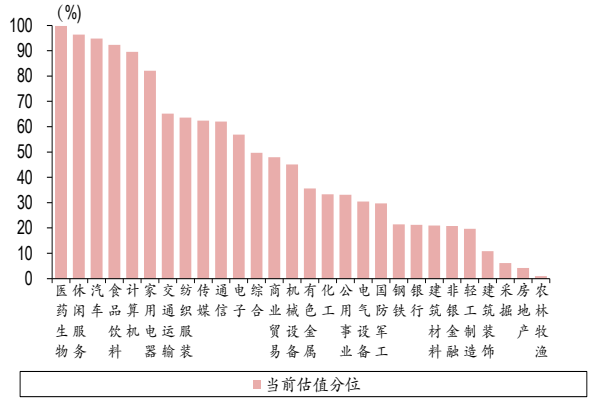
境内外疫情缓和前后，行业表现的分化反映了三条配置逻辑。4 月中旬国内外疫情缓和以来，可选消费、必需消费和成长股的表现要明显好于传统周期和大金融，疫情前后的分化可以反映出三条配置逻辑。第一，对国内经济复苏的“部分”计价。为什么强调“部分”呢？一方面，以旅游为代表的可选消费行业在疫情缓和后涨幅居前，但另一方面，传统周期集体哑火，说明市场对于投资拉动型的强复苏并不乐观，对消费支撑的内需改善型复苏进行了充分计价。第二，对外需回暖和科技周期归来的计价。消费电子、新能源汽车和家电等对海外需求和产业链依赖程度较高的行业，疫情后的表现明显走强，如果结合半导体、传媒和计算机在疫情前后的表现分化来看，市场对科技周期主线归来是抱有较高期待的。第三，依然注重对年内不确定性的防御。体现在食品饮料和医药等稳定增长型的行业在高估值的现状和经济复苏趋势中依然没被放弃，背后是对二次疫情爆发和大选年国际关系不确定性的防御。

图表19.疫情缓和后，消费和成长的表现占优



资料来源：万得，中银证券

图表20.消费行业普遍估值高企



资料来源：万得，中银证券

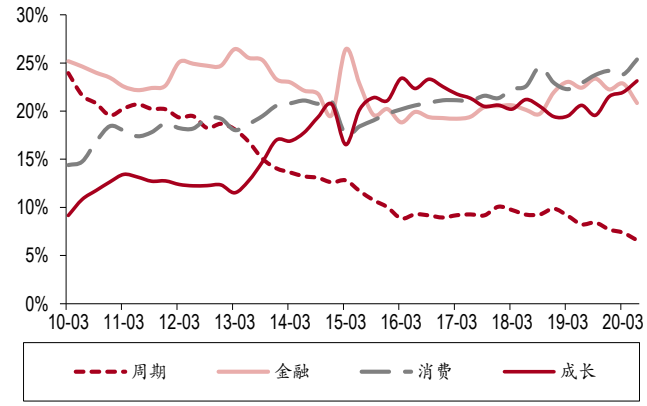
下半年行业配置需要重点解决的几个问题。需要明确的是，上述三条逻辑已经形成市场共识了，从市场资金的配置比例看，上半年对消费和成长都有所增加，对金融的配置比例下降，周期则明显偏低；从公募基金的持仓比例来看，大消费早就呈现出交易拥挤的现象，对于成长股的增配也早在 2019 年 3 季度就开始了，金融和周期的配置比例是较低的，结合疫情后板块间的市场表现分化和公募基金追逐相对收益的属性来判断，二季度消费和成长的配置比例会进一步走高，而金融和周期则不会有明显的增持。因此在下半年的行业配置中，重点需要解决以下几个个问题：

1、高估值、交易拥挤的消费板块还值不值得继续持有？

2、科技周期能否顺利归来，哪些行业值得重点关注？

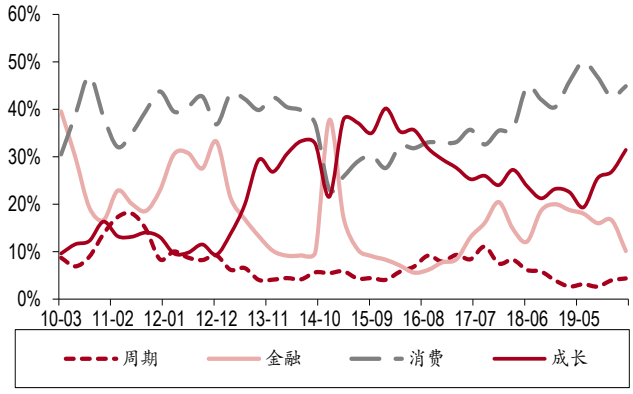
3、传统周期和大金融等低估值板块能否介入？

图表21.市场在上半年更加偏好消费和成长



资料来源：万得，中银证券

图表22.公募在板块间的配置分化则更加明显

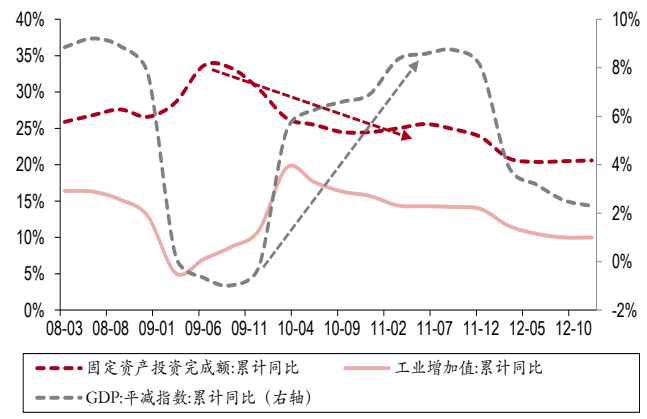


资料来源：万得，中银证券

2.2 消费还值得继续持有吗?

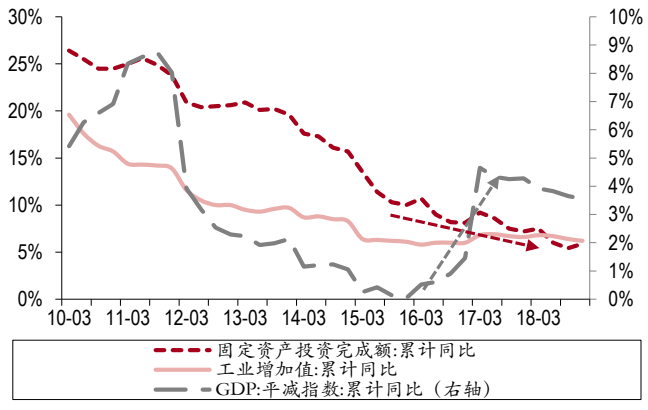
消费板块最理想的配置环境是“类滞胀”。我们在深度报告《年年岁岁花相似岁岁年年人可同》中，借助公募基金在板块间持仓变化的视角，详细论述了历史上三轮公募抱团期间，抱团板块持续强势的核心驱动因素，其中消费板块在中期维度下的持续强势依赖于宏观环境所创造的相对业绩优势。2010 至 2014 年的消费抱团始于滞胀环境，物价上涨疏通了行业提价渠道，带来了业绩平稳或向好的增长，同时抑制了货币的进一步宽松。当物价重回下行，经济由滞胀转为“类通缩”时，消费板块相比于那些承受了周期下行压力的行业而言已经具备了较长时间的业绩比较优势，此时消费抱团已经基本形成了。2017 年以来，公募基金在以食品饮料、家电和医药为代表的大消费板块再度抱团，机制上也与上一轮十分类似，即发起于 2017 年“类滞胀”环境下，裹着“消费升级”外衣的涨价时期，形成于 2018 至 2019 年宏观经济增长向下、物价水平回落的“类通缩”环境。

图表23.2010 年宏观经济处于“类滞胀”环境中



资料来源：万得，中银证券

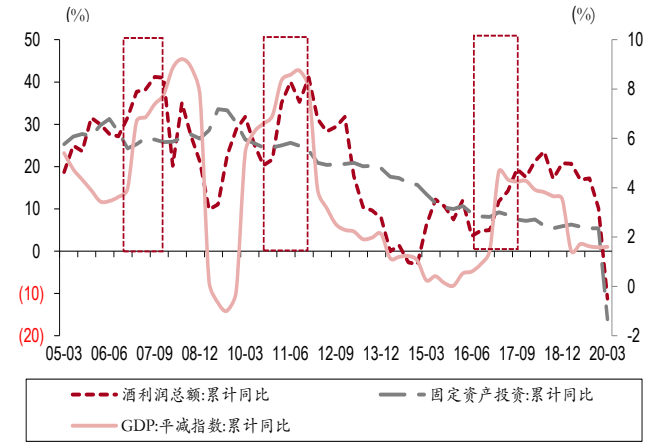
图表24.2017 年的消费抱团也起源于“类滞胀”的宏观环境



资料来源：万得，中银证券

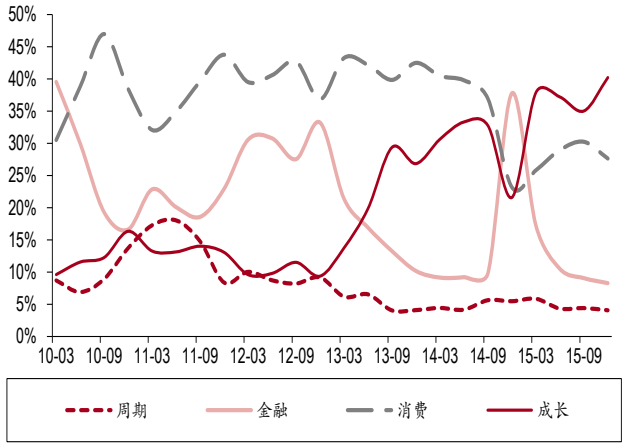
复苏的环境理论上并不适合消费继续抱团。从宏观环境上判断，今年以来随着猪价的同比放缓，通胀水平也逐月下降，央行一季度货币政策执行报告对年内消费品通胀给出了中枢 2.5%的判断，叠加一季度经济砸坑之后会逐季恢复的趋势，不难看出今年整体的宏观环境处于一个复苏的态势。逻辑上经济复苏对于消费板块的抱团是十分不利的，因为周期和金融板块的业绩会随着周期向上的力量崛起，失去通胀这一推升消费业绩的支柱后，消费板块的业绩比较优势会逐渐丧失。上一轮消费抱团的 2011 和 2012 年就分别出现过因经济复苏和货币宽松导致的周期、金融配置比例阶段性提高。

图表25.“类滞胀”环境对于酒等消费行业较为友好



资料来源：万得，中银证券

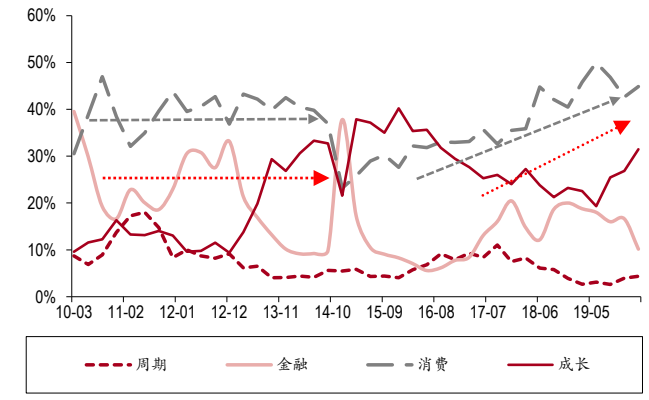
图表26.2011 和 2012 年分别出现了对周期和金融的增持



资料来源：万得，中银证券

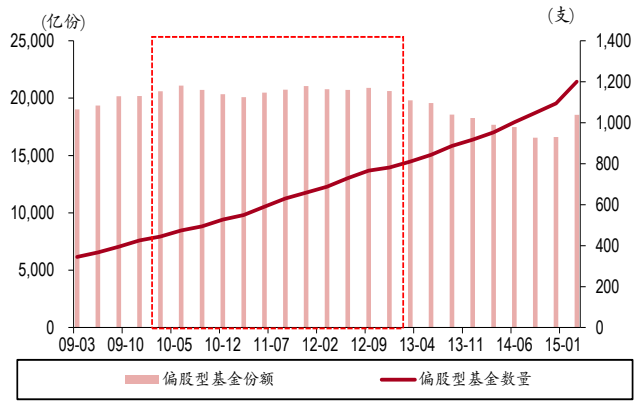
两轮抱团过程中消费的估值出现明显分化，外资作为新的资金力量助推了本轮消费估值提升。上一轮消费抱团的过程中，消费板块业绩高增，但由于当时整体市场环境低迷，消费抱团缺乏“申购-增配”的正反馈机制，存量市场环境下公募对于消费的配置仓位也未能进一步提高，2012 年维持在 40%左右波动，同时消费板块的整体估值在抱团期间是持续下移的。而本轮抱团过程中，自 2018 年 3 季度起，消费板块的整体盈利增速已经不具备比较优势了，代表性行业食品饮料的业绩增速相较于非银金融和电子的业绩也显得弹性一般，但公募对消费的配置比例却一路上行，2019 年 2 季度达到 50%的历史最高水平，外资持续净流入给消费板块带来的估值溢价在其中起到重要作用。2018 至 2019 年底，北上资金累计增持 A 股 6100 亿元，如果按照其 2019 年底 50%配置于消费的比例来计算，北上资金两年内对消费板块的净买入高达 3050 亿元，这个数字甚至略高于最宽泛条件下计算的期间公募增持消费规模。消费股估值在 2019 年整体业绩个位数增长的情况下上行了接近 40%，而板块涨幅超过 60%；食品饮料 2019 年涨幅 60%左右，行业利润增速 15%，大致匡算下估值上行贡献了 40%以上，估值溢价十分显著。

图表27.上一轮消费抱团出现了在金融和周期之间的摇摆，而本轮消费抱团显得更加坚决和彻底



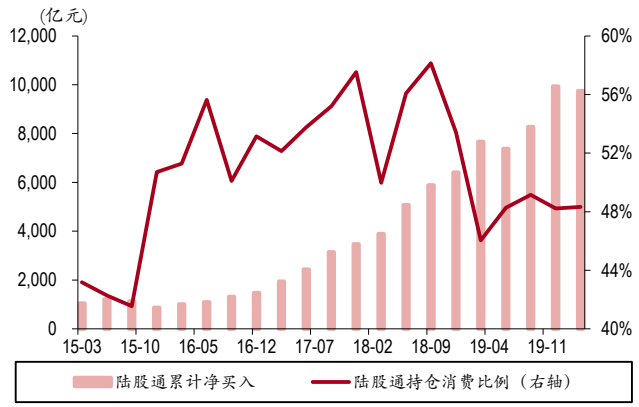
资料来源：万得，中银证券

图表28.偏股型基金份额在消费抱团期间保持稳定，存量市场中没有触发“申购-增配”的反馈机制



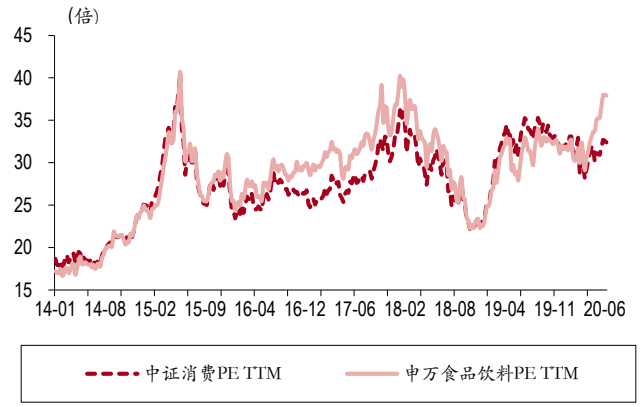
资料来源：万得，中银证券

图表29.2018 至 2019 年北上资金买入消费超过 3000 亿元



资料来源：万得，中银证券

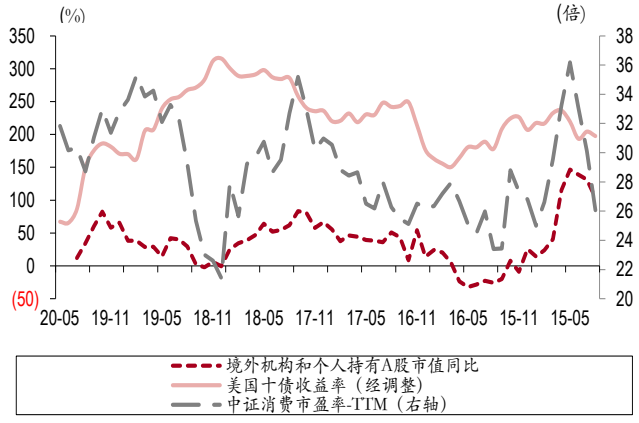
图表30.本轮消费抱团期间消费股的估值溢价在 40%以上



资料来源：万得，中银证券

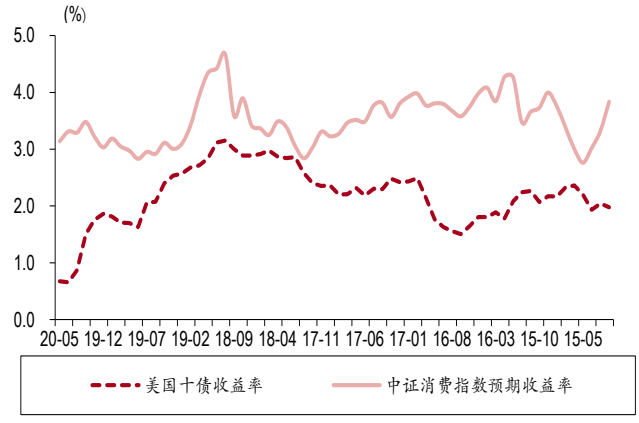
外资不会因为消费估值高企而减仓，但海外的流动性环境对于外资的流入节奏影响显著。从 2015 年沪港通开通以来，外资流入 A 股的速度与消费板块的估值走势几乎是一致的，这说明外资并不会因为消费股的估值高企而减仓，否则我们应该看到外资流入速度相对于消费的估值呈现出一定的负相关性，而实际上两者几乎是完全同步的。真正影响外资流入节奏的是海外流动性环境，以美债十年期国债收益率作为衡量指标，可以发现两者有着较为显著的负相关性。外资这种看似不论消费股多贵都一直购买的现象背后，是 A 股消费公司能够持续提供稳定的收益。如果以 1/PE 来衡量消费板块的预期收益率，这个数值自 2015 年起就一直高于外资的资金成本（美债收益率），这也意味着外资在 A 股消费板块的配置是有持续收益的。

图表31.外资流入 A 股的节奏与资金成本负相关，并不会因为消费估值高企而选择抛弃



资料来源：万得，中银证券

图表32.2015 年以来，外资的资金成本（十年期美债收益率）是持续低于消费板块的预期收益率的



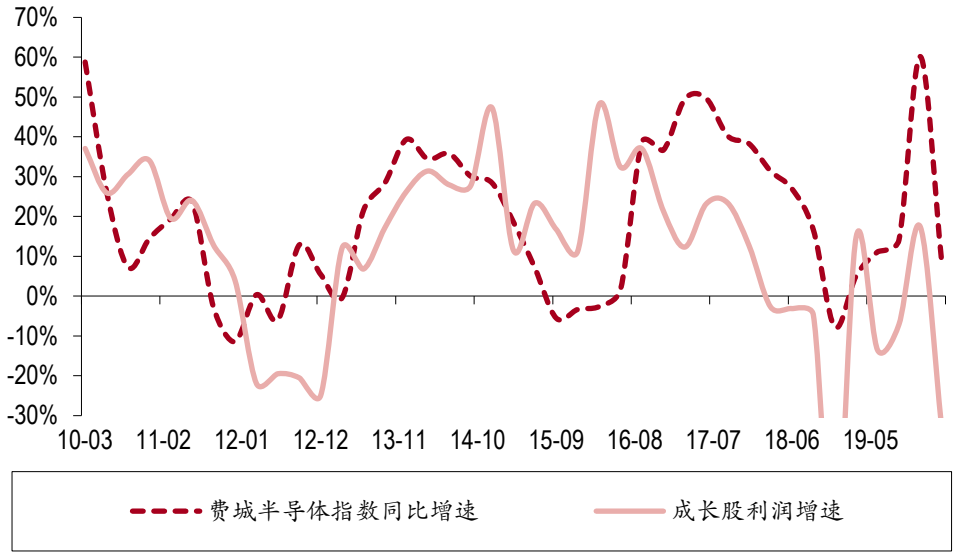
资料来源：万得，中银证券

消费股有望继续享受外资带来的估值溢价，但业绩确定性溢价可能会逐渐丧失。全球流动性宽松的背景下，外资在下半年预计会继续流入 A 股，消费股由外资推动的估值溢价有望进一步提升。但不可忽视的是，历史上两轮消费抱团都是形成于宏观经济向下的过程中消费股的业绩比较优势，复苏的经济趋势意味着消费股有可能会逐渐丧失业绩确定性溢价，这对于消费抱团而言是十分不利的，在上一轮消费抱团过程中，周期和金融的阶段性崛起都曾导致消费抱团出现期间摇摆，而上一轮消费抱团的彻底瓦解来自于科技周期上行带来的成长股业绩比较优势，站在当前时点，也不能忽视本轮科技周期对成长股业绩的提振作用。

2.3 疫情并未中断本轮科技周期的景气度

科技周期与成长抱团。2014 至 2016 年的成长抱团始于 4G 时代科技周期兴起带来的行业内生增长加速，成长股在 2013 年下半年业绩增速就遥遥领先，同时导致了上一轮消费抱团的彻底瓦解。虽然在 2015 年由于货币和市场政策的宽松，成长股外延并购大行其道，并最终导致这一轮的成长抱团以泡沫破裂而收尾，但科技周期景气上行对于成长股业绩的拉动作用是十分明确的。

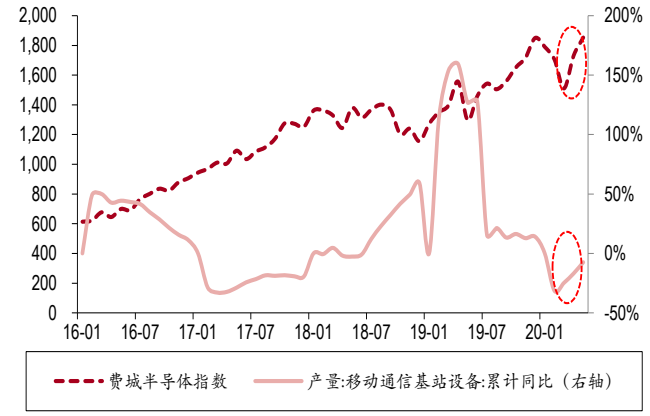
图表33.科技周期对于成长股的业绩拉动作用是显著的



资料来源：万得，中银证券

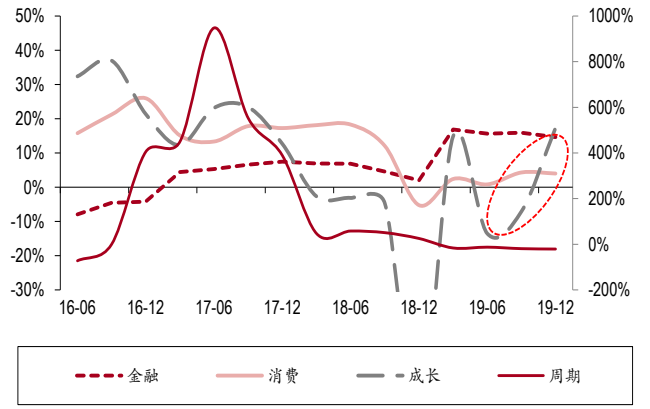
疫情并未破坏本轮科技周期的景气度，下半年逐渐增持成长是个不错的选择。早在 2019 年 3 季度起，公募基金对于成长板块的增持就已经开始了，支撑因素主要有两点，第一是 2018 年底计提的商誉减值和资产减值令成长股甩掉了三年的业绩包袱，成长股得以轻装上阵；第二是新一轮科技周期已然启动，以消费电子为代表的成长股在 2019 年的业绩已经有所释放，到 2019 年底，成长板块的业绩增速已经在大类板块中排名第一了。无需避讳的是，2019 年成长板块的股价涨幅里面也有明显的估值溢价，一方面是计算机、通信等行业的业绩增速还是负增长的；另一方面，简单匡算下，中证 TMT 板块的涨幅与业绩匹配程度也有接近 40%的差距。因此我们一直强调，中报对于成长股是极为关键的，因为抛开了疫情的业绩坑之后，这是本轮成长股在拔估值之后第一次严格的业绩验证。费城半导体指数和国内通信基站建设增速在摆脱疫情后的持续上行证明了本轮科技周期未被疫情破坏，景气度依然是向上的，借鉴“浪潮时代”的经验，2013 年至 2014 年成长股顺应了向上的周期力量，业绩比较优势不断显现并获得了机构的青睐，因此在本轮科技周期景气度依然向上的过程中，逐渐增持成长股是一个不错的选择。行业方面建议重点关注年内业绩确定性较强，产业景气度明确向好的消费电子和新能源汽车。

图表34.疫情并未破坏本轮科技周期向上的景气度



资料来源：万得，中银证券

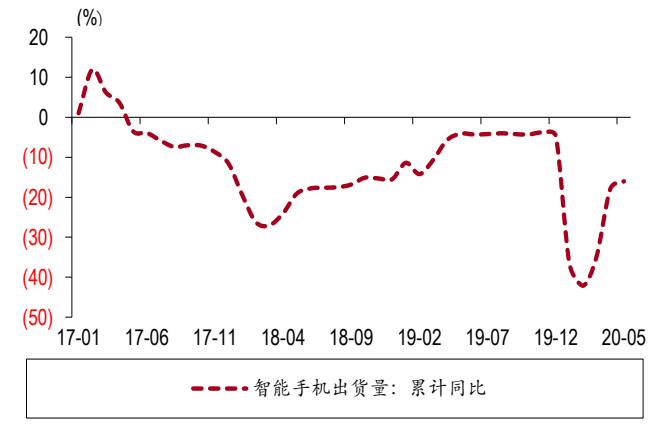
图表35.成长股的业绩已经悄然走高，中报尤为关键



资料来源：万得，中银证券

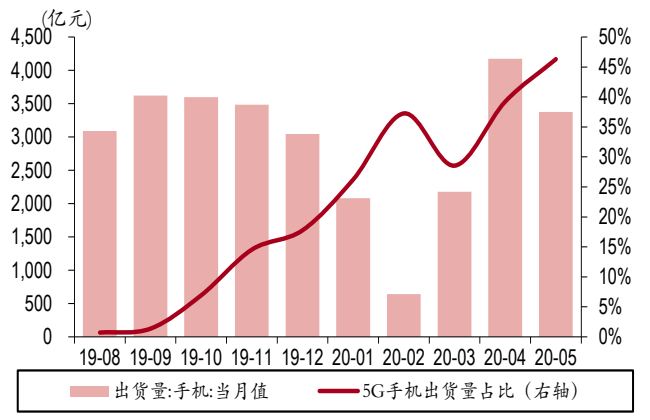
消费电子：疫情影响边际减弱，5G 终端占比迅速提升。疫情对全球智能手机终端销售都造成了较大冲击，而我国作为全球最重要的智能手机生产基地，由于春节后复工推迟、交通物流受阻等因素，电子零部件生产效率也有所降低。根据 IDC 数据统计，20Q1 全球智能手机出货量同比下降 11.70%，其中中国智能手机出货量同比下降 34.08%，为历年来单季度最大同比降幅。随着国内疫情的缓和，智能手机出货量累计同比降幅在 5 月已经收窄至-16%，反映疫情的影响正在逐渐减弱。更重要的是，5G 手机的销量占比已经明显提升。根据工信部数据，今年 1-5 月国内上市新机型累计 65 款，其中 5G 手机占比达到 47.4%；从出货量角度看，今年 1-3 月国内 5G 手机累计出货量占比为 29.20%，5 月快速增长至 46.3%，已成为在售机型的主力产品。

图表36.疫情对智能手机出货量的影响边际减弱



资料来源：万得，中银证券

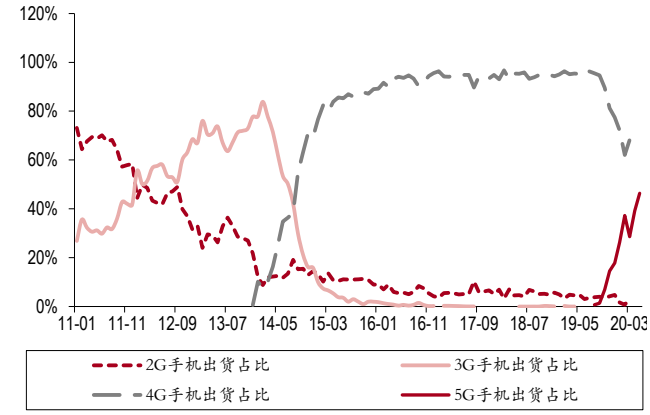
图表37.5G 手机已成为在售机型的主力产品



资料来源：万得，中银证券

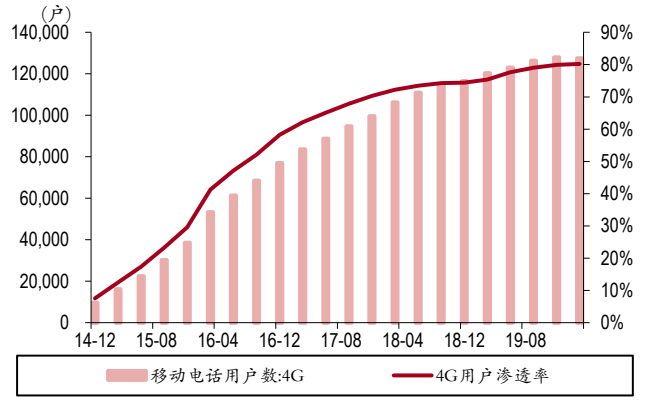
通信技术迭代对用户换机和渗透率的提升有明显拉动作用，消费电子景气度持续向好。2012 年 12 月 4G 牌照发放标志着我国正式进入 4G 时代，三家运营商从 2014 年开始大规模建设 4G 基站，随后两年 4G 手机出货占比迅速提升，占比高达 90%，形成明显的换机效应，3G 时代手机代换期则在 3 年左右。从 4G 用户增长情况看，发放牌照后一年我国 4G 手机用户渗透率为 7.56%，两年内接近 30%，三年后则达到 60%，由此可见，发放 4G 牌照三年内为用户快速渗透期。本轮 5G 牌照于 2019 年 6 月正式发放，基站生产速度也在彼时达到高潮，从 4G 和 3G 的发展历程看，发放通信牌照后的两到三年内是智能手机更新换代和渗透率提升的高峰期，逐渐摆脱了疫情的影响后，下半年随着 iPhone12 和安卓阵营的 5G 手机对全价格带的布局，消费电子的景气度有望持续向好。

图表38.每一轮通信技术的迭代都会在2-3年后迎来新机的代换潮



资料来源：万得，中银证券

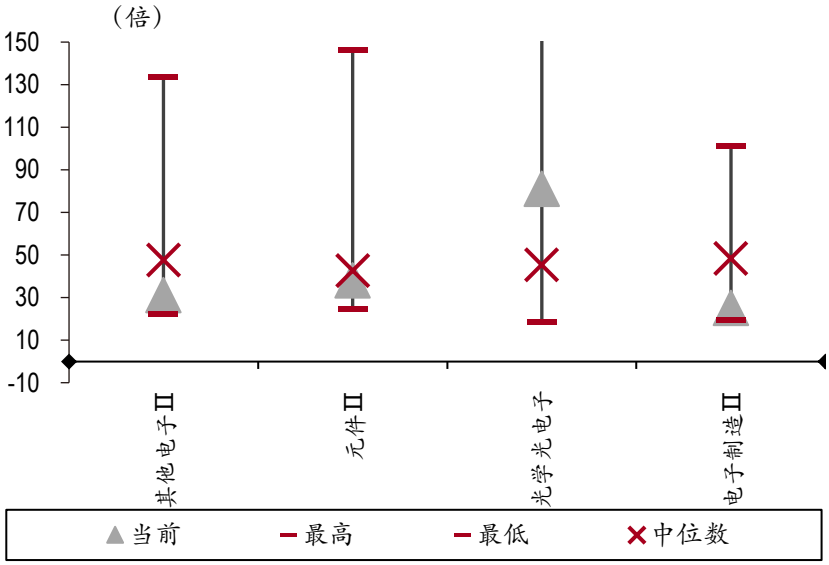
图表39.4G时代牌照发放后的3年间，用户渗透率提升至60%以上



资料来源：万得，中银证券

业绩确定性叠加估值低位，年内配置价值凸显。结合行业分析师的调研反馈，当前消费电子产业链订单饱满，年内业绩有保障，中期5G手机代换潮只会迟到不会缺席，而上半年在国内外疫情冲击下，行业估值分位相较于消费板块而言显得合理偏低，年内配置价值凸显。

图表40.当前消费电子子行业的估值都处于合理偏低的水平



资料来源：万得，中银证券

新能源汽车：走出疫情，政策回暖，销量降幅呈逐月收窄的态势。2020年前4月份，国内新能源汽车销量18.3万辆，同比下降49.3%，从月度数据看，随着疫情对行业产销影响的逐渐降低，销量降幅呈逐月缩窄态势。此外，2019年国内新能源汽车补贴退坡幅度较大，产销同比大幅下滑。2019年年底以来，国内新能源汽车行业政策面转暖，2020年4月，工信部发布新能源汽车补贴延长至2022年底，补贴退坡力度和节奏得到平缓，稳定行业预期，地方政府促进新能源汽车消费政策也陆续落地跟进。

图表41. 2019 年底以来，国家层面对于新能源汽车的政策态度回暖

时间	部门	名称	主要内容
2019.07	工信部	《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》修正案(征求意见稿)	1)NEV 积分要求：**2021 年度、2022 年度、2023 年度新能源汽车积分比例要求 14%、16%、18%**;2)单车积分计算标准趋严;引入电耗调整系数;3)新能源汽车积分 2020 年起结转比例为 50%;4)鼓励低油耗车型:在核算企业新能源汽车积分目标值时每辆按 0.2 辆计算(9 月调整为 0.5)。
2019.12	工信部	《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》(征求意见稿)	1)**2025 新能源汽车产销量占比提升至 25%**，较之前的 20%的要求提升了 5 个百分点;2)电池技术量化要求删除，固态电池研发及产业化提上日程;3)重点支持产业链核心企业，推动动力电池全价值链发展;4)智能网联汽车销量占比达 30%。
2019.12	财政部	全国财政工作会议	着力推进创新发展和产业升级，大力促进实体经济健康发展。推动产业转型升级，支持新能源汽车发展，研究建立与支持创新相适应的政府采购交易制度、成本管理和风险分担机制。
2020.03	国务院	国务院常务会议	国务院总理李克强 3 月 31 日主持召开国务院常务会议。为促进汽车消费，会议确定，将**新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年**。
2020.04.23	财政部、工信部等四部委	《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	1)2020—2022 年补贴标准分别在上一年的基础上退坡 10%、20%、30%;2)2020 年公共交通领域补贴标准不退坡，2021—2022 年补贴标准分别退坡 10%、20%;3)乘用车补贴前售价须低于 30 万元，“换电模式”不受限;4)4 月 23 日至 7 月 22 日为过渡期。

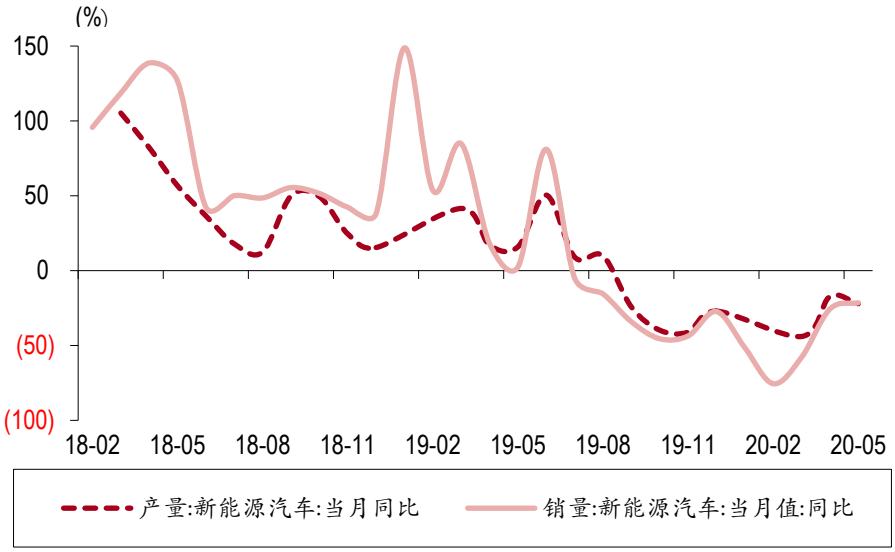
资料来源：万得，中银证券

图表42.新能源汽车成为多地推动经济复苏的推手

时间	地区	名称	主要内容
2020.03	广州市	《广州市坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战努力实现全年经济社会发展目标任务的若干措施》	自 3 月至 12 月底，按照鼓励技术先进、安全可靠原则，在使用环节对**个人消费者购买新能源汽车给予每车 1 万元综合性补贴**。推进汽车更新换代，对该市置换或报废二手车的消费者，在该市注册登记的汽车销售企业购买“国六”标准新车，每辆将给予 3000 元补助。
2020.03	广州市	《广州市电动汽车充电基础设施补贴资金管理办法(修订征求意稿)》(征求意见稿)	**充电设施按照充电设施额定功率进行一次性建设补贴**，对于专用、公用充电设施给予年度运营电量补贴，**按照 0.1 元/千瓦时的补贴标准**，单个充电站点内平均每桩补贴上限小时数为每年不超过 2000 小时
2020.03	浙江省	《浙江省促进汽车消 费的若干意见(2020-2020 年)》	开展汽车“以旧换新”活动、完善报废车辆回收处理体系;释放城乡汽车消费潜力，鼓励放宽汽车限购措施;**大力推广新能源汽车和清洁能源汽车，加快推进城市建成区公共领域车辆使用新能源或清洁能源汽车、完善新能源充电设施配套、降低新能源汽车运行成本。**
2020.04	深圳市	关于应对新冠肺炎疫情影响促进深圳市新能源汽车推广应用的若干措施	对个人新购新能源小汽车给予综合使用财政补贴，**其中新购纯电动高级型或经济型乘用车补贴 2 万元/车;新购插电式混合动力高级型乘用车补贴 1 万元/车**。对全市路内停车位给予新能源汽车当日免首次首 1 小时临时停车费的基础上，增加一次不超过 1 小时的免临时停车费优惠。
2020.05	海南省	《关于实施海南省新能源汽车促消费临时性政策的通知》	资金奖励对象为在海南省汽车销售企业购买新能源汽车新车并在海南省登记上牌的机动车所有人。奖励资金总额不超过人民币 1.5 亿元，**奖励标准为每辆新能源汽车奖励人民币 1 万元**，新能源汽车奖励总量不超过 1.5 万辆。
2020.05	武汉市	促进汽车消费实施细则	购买燃油乘用车每辆车按销售价格的 3%补贴，5000 元封顶;**新能源乘用车每辆补贴 1 万元**。
2020.05	上海市	《消费者购买新能源汽车充电补助实施细则》	**新能源我车充电补助金额每人 5000 元，只能支付电费**。消费者应在本市注册的汽车销售机构购买，并在本市办理车辆注册登记手续。

资料来源：万得，中银证券

图表43.新能源汽车的产销也逐步走出疫情影响



资料来源：万得，中银证券

海外政策共振，产业景气度持续向好。国外政策也对新能源汽车产业景气度向好的趋势形成共振，一方面是欧盟设定了 2021、2025 和 2030 年的碳排放目标，超出标准的企业将面临巨额罚款，在此背景下，欧洲主机厂加快推出电动车是一个比较好的策略；另一方面，对于新能源汽车产业的援助计划也持续超预期，包括免收增值税、加快充电桩建设和个人购车补贴等。根据欧洲电动汽车市场的最新注册数据，欧洲地区 2019 年新能源汽车合计注册 55.8 万辆，同比增长 45%，2020 年一季度，欧洲地区新能源汽车新增注册量合计 22.8 万辆，同比大幅增长 81.7%。市场预期 2020 年欧洲新能源汽车销量将首次超过国内。

图表44.欧洲一季度新能源汽车销量增速高达 81.7%

国别	2019A	同比(%)	2020Q1	同比(%)
德国	108,839	60.9	52,449	124.9
挪威	79,640	9.6	22,568	-3.6
英国	72,834	21.5	31,918	118.9
法国	61,419	34.6	35,383	144.0
荷兰	66,957	146.3	11,971	15.7
瑞典	40,406	39.4	18,473	87.8
比利时	17,761	34.1	7,691	83.0
西班牙	17,476	47.9	7,254	61.8
意大利	17,134	75.8	8,350	268.5
奥地利	11,417	26.5	3,623	19.6
葡萄牙	12,681	61.6	4,777	56.6
瑞士	17,474	84.0	5,420	42.5
丹麦	9,414	91.5	4,159	86.7
其他	25,197	-	14,174	-
总计	558,649	45.0	228,210	81.7

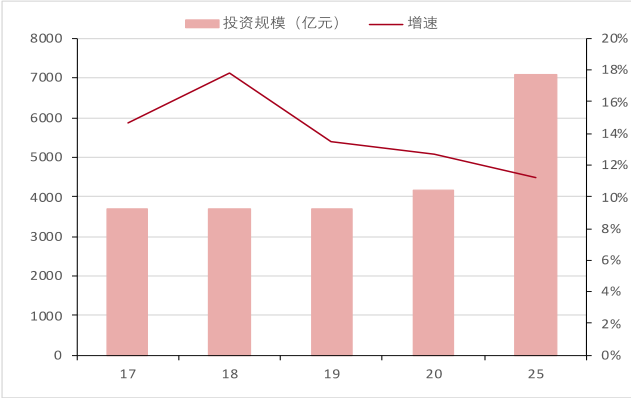
资料来源：万得，中银证券

产业周期上行趋势明确，建议关注跻身全球产业链的 A 股上市公司。目前特斯拉、大众和宝马等部分海外车企已经开始复工，国内相关产业链企业有望进入全球供应体系并持续受益于本轮新能源汽车产业景气度向上的过程。特斯拉零部件 100%国产化正在进行中，为适应 30 万补贴门槛，特斯拉已宣布国产 Model3 标准续航升级版的基础售价降至 29.18 万元，宁德时代在 6 月份开始正式在 model3 装机，同时也是欧洲车企的重要客户，其市场份额将维持在高位，建议关注宁德时代电池材料产业链。铁锂在 Model3 和比亚迪汉等热门乘用车使用后，或将引起乘用车同行竞相效仿，建议关注铁锂正极材料相关标的。

IDC 和云产业链：顶级产业资本入驻，行业景气度不断提升。6 月下旬，IDC 龙头世纪互联获黑石集团 1.5 亿美元投资，万国数据获高瓴资本、STTGDC 战略投资共计 5.05 亿美元。顶级产业资本近日对 IDC 产业的重磅资金支持，是云产业链和 IDC 行业景气不断提升的一个信号。IDC 圈最新发布的《2019-2020 年中国 IDC 产业发展研究报告》显示：2019 年，中国 IDC 业务市场规模达到 1562.5 亿元，同比增长 27.2%，增速放缓 2.6 个百分点，市场规模绝对值比 2018 年增长 334.5 亿元。其中，托管业务占比最大为 40%，同比下降 0.2 个百分点；云计算业务占比为 27.5%仅次于托管业务，同比增长 1.6 个百分点。

中国 IDC 行业稳步增长，未来仍有巨大成长空间。工信部赛迪研究院数据表明：2019 年我国拥有约 7.4 万个数据中心，在全球数据中心总量中占比大约为 23%。从数据建设发展看，2019 年美国对数据中心 IT 投资规模达到 1059.3 亿美元，我国为 3,698.1 亿元。由此可见，我国数据中心市场的建设与发展虽已初具规模，但与 IDC 市场领导者美国相比仍有一定差距，拥有较大的发展潜力。赛迪研究院预计，2020 年我国数据中心市场投资规模将增长 12.67%，达到 4,166.8 亿元，2025 年达到 7,070.9 亿元。

图表45. 中国数据中心 IT 投资规模

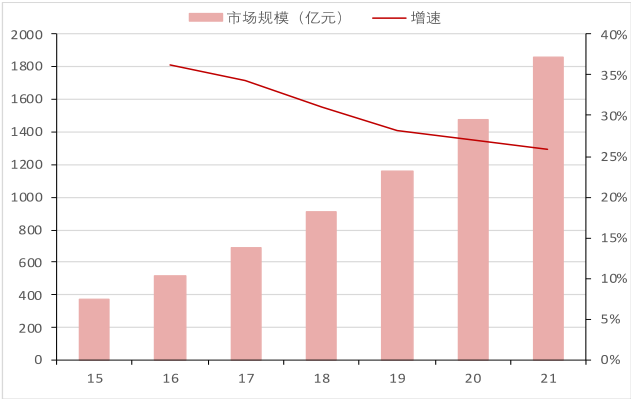


资料来源：赛迪顾问，澎湃投资，中银证券

“新基建”政策助力 IDC 产业进一步发展。国家政策层面，中央政治常务委员会于 3 月份提出应“加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施进度”；5 月 30 日，国家发展改革委明确，今年将出台推动新型基础设施建设的相关政策文件，推进 5G、人工智能、一体化大数据中心等新型基础设施投资，在全国布局 10 个左右区域级数据中心集群和智能计算中心。资金层面，4 月 30 出台的基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)将聚焦于新基建和信息网络等领域。由于 IDC 行业具有前期投资量大、回报周期长和现金流稳定的特点，REITs 的发行拓宽了数据中心运营商的融资渠道，其相对较低的融资成本降低了企业的资金压力，是 IDC 产业发展的重要助推剂。

云计算市场规模扩大，带动 IDC 产业发展。中国信息通信院统计数据表明，2018 年中国公有云市场为 437 亿元（+65%），预计 2022 年将达 1731 亿元。细分市场中，由 IDC 与服务器组成的 IaaS 增速最快，2012-2018 年其市场占比由 15%提升至 62%。而我国为加速数字化转型，也在大力推行云服务的采用。据 Canalys 的最新数据显示，新冠疫情下，我国云基础设施服务市场 2020 年一季度支出为 39 亿美元，同比增长 67.0%。与此同时，互联网巨头也大力发展云基础设施建设，加速移动云的形成：四大云服务提供商共占 2020 年第一季度支出总额的 81.0%。2020 年 4 月，阿里云宣布未来三年将投资 2000 亿元，用于云智能和数据中心建设；百度也于近日宣布，未来十年将继续加大在人工智能、云计算、数据中心等新基建领域的投入，预计在 2030 年拥有超 500 万台百度智能云服务器。得益于互联网巨头对于云服务的持续高投入，未来对于云计算基础设施 IDC 的需求也会持续提升。

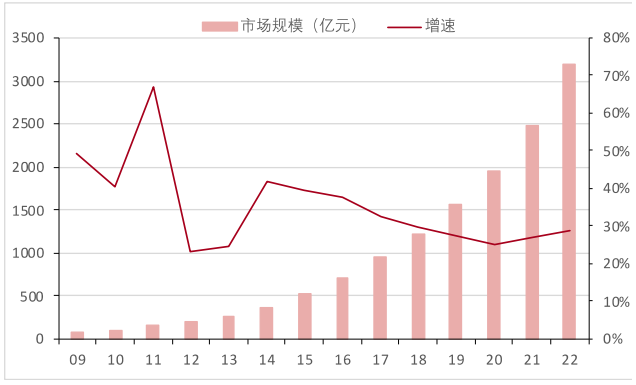
图表46. 2015-2021 年中国云计算行业市场规模



资料来源：IDC 圈，中银证券

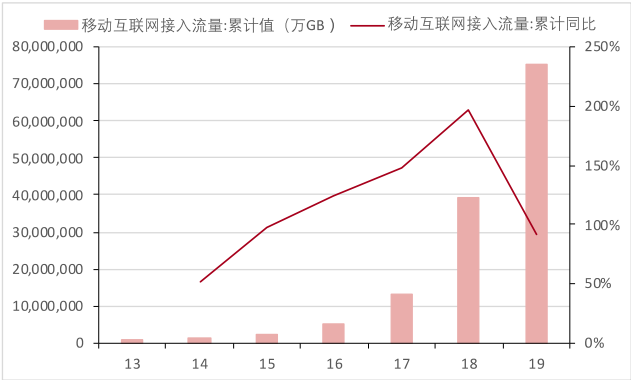
5G 周期赋予 IDC 增长新动力。IDC 作为承载海量数据的实体，是互联网流量储存、计算的核心资源。因此，通信技术的更新换代成倍催生的移动互联网接入流量，将从需求端推动 IDC 产业的发展。IDC 圈数据表明，2009 年我国全面进入 3G 时代后，2008-2011 年我国 IDC 市场增速均高于 40%，也进入了高速成长期；2014 年，4G 的高速发展和智能手机普及催生了手游、视频等新兴互联网行业，由此产生的海量互联网接入量再次带动了对 IDC 机房和带宽的需求，IDC 整体市场规模达到 372.2 亿元，市场增速上升至 41.8%。由此可见，随着 5G 周期即将来临，新增应用场景如高清视频、VR、云游戏、工业互联网等将产生海量的数据计算和存储需求，再次为 IDC 行业带来新的增长动力。

图表47. 2009-2022 中国 IDC 业务市场规模及预测



资料来源：IDC 圈，中银证券

图表48. 移动互联网接入流量



资料来源：万德，中银证券

中坚企业的成长逻辑愈发顺畅。以进入国际巨头供应链为特征并不断向技术壁垒森严的高利润区间进攻的中坚企业集群是我们长期看好的方向，年初至今，中坚企业指数累计获得 39.24%的绝对收益率和 30.96%的超额收益率。向后看，我们认为中坚企业集群的成长逻辑愈发顺畅：第一，疫情对全球供应链影响最严重的时间已经过去，海外巨头的产销端逐渐恢复，中坚企业所处的巨头供应链有望回归正常运转。第二，本轮疫情期间，政策定力较强，即使在经济和就业压力最严重的一季度，国内也未再动用以地产投资拉动经济增长的传统模式，背后体现的是中国进行战略转型的决心。中美在技术领域的竞争愈演愈烈，未来可能还会继续反复，外部压力的增大进一步倒逼了中国加快产业升级的步伐，今年以来能够明显观察到国内通过资本市场改革的方式加速科技企业上市、融资和发展。这意味着以科技制造业公司为代表的中坚企业集群长期发展与国家战略发展方向是相符的，长期成长逻辑依然是十分稳固的。第三，以 5G 技术为代表的新一轮科技周期正处于景气上行阶段，目前关于 5G 技术的应用落地依然十分模糊，未来国际巨头将围绕新技术、新场景和新产品展开激烈竞争，供应链企业迎来发展良机。第四，微观企业面临着劳动力成本上升和新进入者增加的压力，盈利能力持续下滑，向着高利润率区间进攻的需求越来越迫切。今年以来我们已经观察到部分公司开始增加对高技术壁垒和高利润区间的投入，比如欧菲光以定增募集资金的方式增加对镜头领域的投入，意图复制舜宇光学成功切入高端镜头市场的成功模式。而向着高利润区间进发正是我们在中坚企业深度报告中提出的二阶段中坚企业成长为三阶段的标志，预计随着政策支持力度的不断加大，将有更多的二阶段中坚企业向着三阶段进发。

图表49.中国三阶段中坚企业的筛选方法

阶段	重点关注	标志性事件	标志性逆转事件	市值规模
一	大客户的国际竞争地位，大客户集中度，大客户对公司营收规模和市占率的拉动作用	已经或者即将进入某个国际巨头的供应链，并且能够向其他行业内巨头拓展	无法继续与巨头保持合作关系	百亿
二	产业链整合行为，与国内外行业内公司相比的竞争优势，优势被资本和人力要素冲击的可能性	具有全产业链生产能力，具有一体化解决方案提供的能力，具有极高替代成本的资本和人力要素优势	产业链整合失败，竞争对手获得了更强的资本和人力要素支持	千亿
三	研发支出、海外并购、中外合作动作，研发成果能够创造的市场规模和利润率	通过自研、并购或合作等方式突破高利润区间的技术壁垒	并购、研发项目失败	万亿
重点行业	半导体、新能源汽车、5G、人工智能、消费电子、新材料、医药			

资料来源：中银证券

专题：科技股是否面临泡沫风险?

如上文所述，随着产业周期的开启，科技股有望迎来新一轮上行周期。而当前，部分龙头科技股估值已经创下历史新高，科技龙头当前估值水平是否存在泡沫，我们试图通过 20 世纪美股科网泡沫时期的历史经验对当前科技股行情进行探究。

(1) 研究 20 世纪美股科技股兴衰对于当前 A 股科技股的配置存在借鉴意义

宏观环境方面，经济增长中枢下行，产业结构面临转型，新的主导产业有望加速形成。从下图的美国经济增长中枢变化可以看出，进入 21 世纪，美国宏观增速的中枢由前期的 6%左右进一步下移至 4%附近。当前我国也正在经历增长中枢下行，宏观经济波动幅度大幅降低的阶段。随着实体经济步入工业化成熟阶段，内外部环境有望加速新兴产业的形成与崛起。

产业周期角度，当前与彼时均处于技术上行周期。90 年代初期，个人电脑硬件普及带来电脑软件、企业解决方案飞速发展阶段；94 年万维网普及开启互联网时代，电子商务、互联网应用加速爆发。IBM 带领人类走入 PC 时代，英特尔、微软分别垄断计算机行业上下游，由此，计算机行业形态由硬软件服务一体化转向分工合作。

进入 21 世纪，搜索引擎、社交网络的发展带来了行业商业模式的进一步创新，谷歌的搜索引擎逐渐取代传统门户网站。另外，随着 2G、3G 技术的落地，电子设备制造领域逐步兴起，移动互联网进入起步阶段。2007 年以来，苹果智能手机的发布重新定义了智能手机，4G 商用开启也标志着移动互联网时代的来临，云计算的兴起逐渐改变传统行业的运行模式。当前随着 5G 新周期的开启，科技行业又一次进入产业上行周期。

政策角度，产业政策的倾斜将成为科技行业高速发展的助推。科技产业的发展初期对于产业政策存在较高依赖性，90 年代美国克林顿政府的“信息高速公路计划”标志着科技行业政策周期开启，与当前国内对于新经济的政策导向相类似。克林顿总统任职期间，提出推行《信息基础设施行动计划》，建设“信息高速公路”，通过政府投资大力发展新兴产业，从颁布取消阻碍行业竞争竞的《电信法案》到提出减免信息产品关税，一系列产业政策的推出为行业发展助力。对比国内，随着近年来国内经济增速中枢下行，传统行业增长压力加大，新兴行业承担着产业结构转型的重任。2015 年以来，针对新兴行业的产业政策不断出台。“十三五”规划设定战略性新兴产业发展规划，产业政策重心转向高端制造业，支持产业升级，扩大 5G、半导体投资，同时大力发展直接融资，支持科技产业发展对于科技产业的政策倾斜渐起。

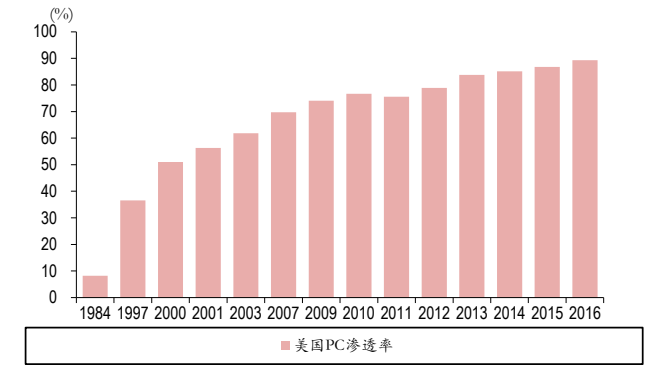
综上，宏观环境倒逼新兴产业发展，技术进步带来行业上行周期，而国内产业政策的倾斜有望成为未来科技行业高速发展的助推。当前我们正处在 5G 技术变革带来的新一轮科技革命爆发进程中，根据前面几轮科技周期的经验，大科技周期下，科技领域的细分龙头会出现众多的五倍股和十倍股。研究科网泡沫破灭后幸存者的生存之道及群体特性，有助于帮助我们找到科技龙头穿越牛熊的方式，进而找到本轮科技上行周期中的中长线布局方向。

（2）科网泡沫破灭原因及宏观背景

关于科网泡沫形成及破裂的原因，市场已有较为充分的研究，简要概括下来，可以从盈利和流动性边际变化两个方面来分析：

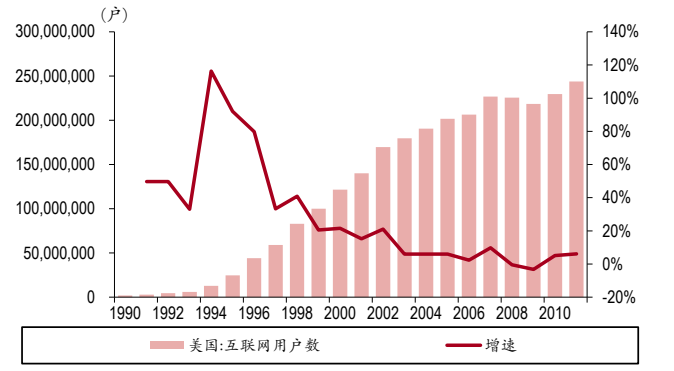
1999 年末，科技股盈利趋势开始出现边际变化。宏观层面来看，经历了 20 世纪 90 年代个人电脑渗透率的快速提升，美国个人 PC 渗透率已经从 90 年代初的不足 10%快速提升至 51%。技术扩散带来了行业的高速扩张期：90 年代起戴尔、微软等个人电脑类公司以及雅虎、Ebay 等互联网公司相继迎来上市潮。而 1999 年起，互联网用户增速放缓，行业渗透率空间受限使得前期高速扩张的行业节奏出现停滞：1999 年三季报起，部分科技公司财报开始出现不及预期的现象，市场对于未来科技行业需求担忧加剧。产业政策层面，进入 2000 年，市场对于前期克林顿总统推行的新兴产业刺激政策持续性担忧加剧，同时年初微软反垄断指控加剧市场对于科技公司前景担忧。

图表50.20 世纪末，美国 PC 渗透率快速提升



资料来源：万得，中银证券

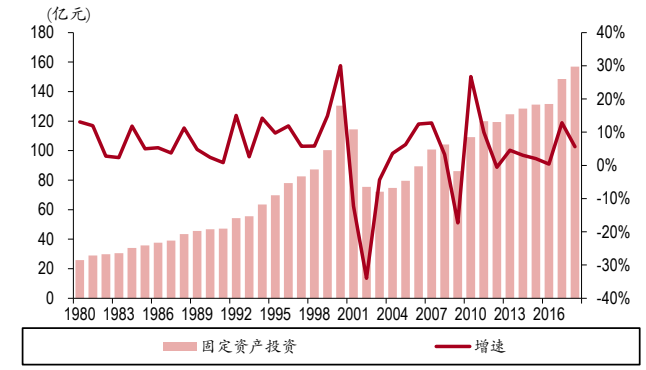
图表51.21 世纪以来互联网用户增速趋缓



资料来源：万得，中银证券

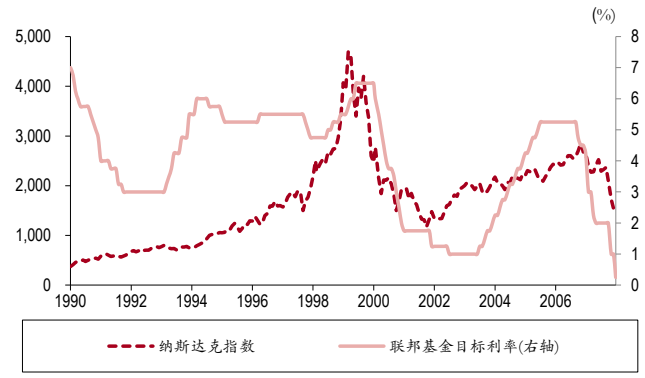
货币政策的持续紧缩成为压倒科技公司的最后一根稻草。进入 1999 年，美国通胀水平加速上行，联储货币政策也自 1999 年中进入加息周期，然而货币政策的边际变化并没有成为科技股行情的终结，99 年末至 2000 年初，纳指反而进入加速上行阶段，这也一定程度催生了本轮科技股行情的“泡沫”。2000 年 3 月末，联储的第五次加息成为了“泡沫”破灭的导火索。科技公司盈利趋势边际恶化，叠加对于未来需求预期的负面因素不断累积，联储持续紧缩的货币政策使得前期不断创新高的科技股估值扩张受到抑制，成为压倒科技公司的最后一根稻草。

图表52.信息及电子设备行业固定资产投资在 2001 年出现大幅下滑



资料来源：万得，中银证券

图表53.联储货币政策及美股表现（1990-2007）

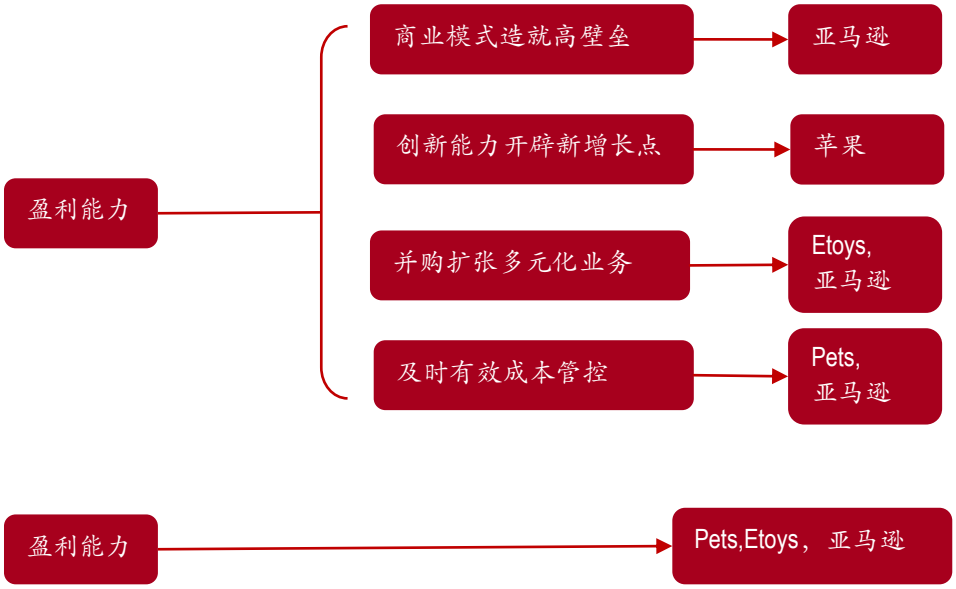


资料来源：万得，中银证券

（3）从美股历史经验看当前科技股的生存之道

通过科网泡沫幸存者特征分析，我们发现，持续稳定的盈利能力以及充裕的经营性现金流是保障科技股走出“泡沫”危机、穿越周期的关键因素。创新基因和商业模式决定长期发展空间，现金为王为低谷求生最优策略。我们发现无论是亚马逊、微软高壁垒的商业模式，还是苹果独具一格的产品创新带来的营收爆发式增长都是企业长期保持较高 ROE 的重要保障，张弛有度的扩张策略和严格的成本管控使得公司成本进一步降低。在此之下，合理的现金流和管理层危机应对的能力是公司低谷求生的重要保障。如果说创新能力和商业模式是决定科技公司长期发展的核心因素，那么泡沫破裂的危机时刻，低谷求生的能力则是公司存亡最为关键的因素。能够生存下来的公司技术不一定最优秀，但一定是管理有方，能够维持 12-18 个月的现金流是企业度过难关的重要因素。低杠杆经营、并一直保证充足的现金流不仅容易在危机中存活下来，更能在经济复苏时尽快抢到最佳起跑点。“现金为王”的策略在泡沫破灭的危机时刻最为有效。

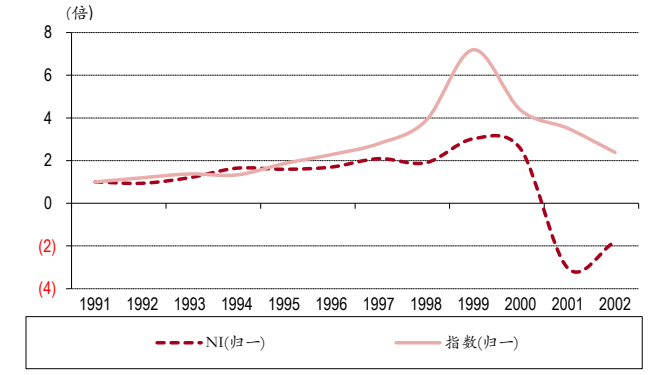
图表54.科技公司穿越周期生存之道



资料来源：中银证券

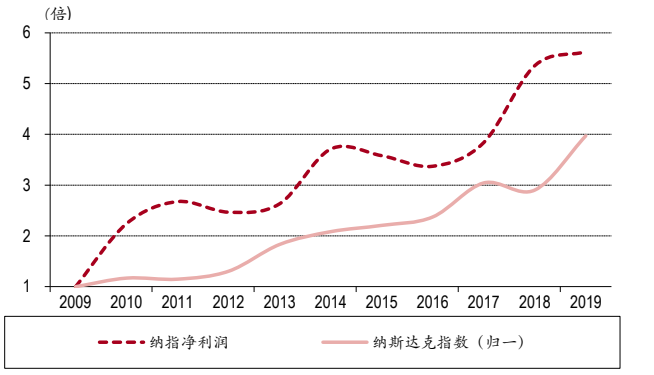
美股科技股盈利高速增长，难以重蹈2000年覆辙。1991年至2000年期间，科技股盈利上行155.3%，而同期纳指上行幅度达到321.3%，估值的扩张远大于盈利的上行，指数泡沫严重。2009年以来，美股进入了中枢逐步抬升的10年长牛，截至2019年末，以纳指为代表的科技股相较2009年末上行了295.4%，而同期指数成分股净利润增加462.5%，以EPS计算的指数盈利在此期间也上行了338.3%，从这点来看，2009年以来纳指的大幅上行主要由盈利的高速增长驱动，与2000年科网泡沫时期存在着较大不同。同时我们也要看到，当前科技股行情结构分化明显，龙头公司市值占比及静态估值均达到历史高位。尤其疫情发生后，以亚马逊为代表的不少科技龙头在充裕的流动性环境支撑下股价已经创下历史新高，反映出市场在波动增加的环境下对于盈利确定性的追逐。

图表55.科网泡沫期间指数指数涨幅超过净利润增速



资料来源：万得，中银证券

图表56.本轮科技股行情更多为盈利驱动



资料来源：万得，中银证券

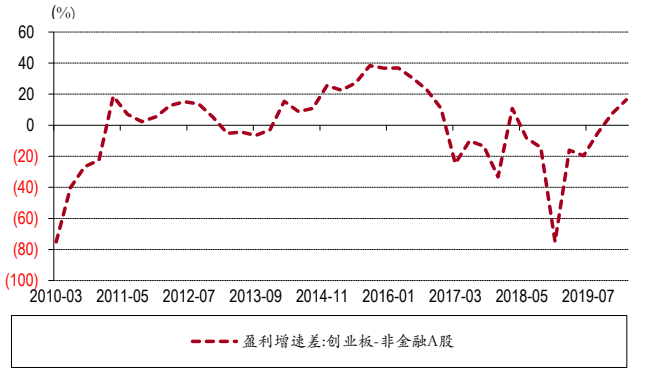
产业周期上行，A股科技股尚处于爬升阶段，未来盈利的提升有望进一步消化估值。从产业周期角度，以新能源汽车、5G应用为代表的新兴产业周期正在处于上行阶段。而从业绩角度，2019年起成长股业绩已经逐步从前期低点修复，业绩增速中枢上行趋势确定。而从行业比价角度，消费电子、新能源汽车为代表的成长板块业绩确定性较高，行业估值处于历史分位较低水平，配置性价比凸显，有望成为未来增量资金配置的首选。而在存量经济背景下，逆周期政策发力有所保留，中美贸易对抗的长期化也会为市场风险偏好形成阶段性冲击。因此在中长期配置角度，我们建议以美股历史为鉴，优先选择商业模式具有高壁垒、在保障较为充裕的账面现金的前提下进行多元化业务布局、积极开拓新的潜在需求的企业，这些企业有望保持盈利能力的长期稳定，具有穿越周期的能力。

图表57.当前处于产业上行周期



资料来源：万得，中银证券

图表58.创业板相对主板盈利增速差



资料来源：万得，中银证券

我们通过对于 ROE 及 CFO 两个指标对成长股进行筛选，构建“穿越周期”的成长股策略组合。具体构建方式如下：以年度为单位，选择纳指（创业板指）成分股作为样本，选择连续 3 年 ROE（TTM）及 CFO 水平位于全部样本前 30%的公司作为观测组，观察其下一年股价表现，并按照市值加权计算“穿越周期”组合的年度收益情况。以纳指为例，除个别年份外，该策略组合相对纳指基本维持相对稳定的超额收益水平，这一策略在弱势及温和上行的市场环境之中超额收益最为突出，而在类似 2003 年、2013 年快速上行的市场环境之中表现相对较弱。以 A 股创业板为例，策略的超额收益更为显著而稳定。因此，基于本文分析，以 ROE、CFO 为指标的选股策略具有穿越周期的属性，中长期来看可以超越指数基准收益。

图表59.创业板策略表现

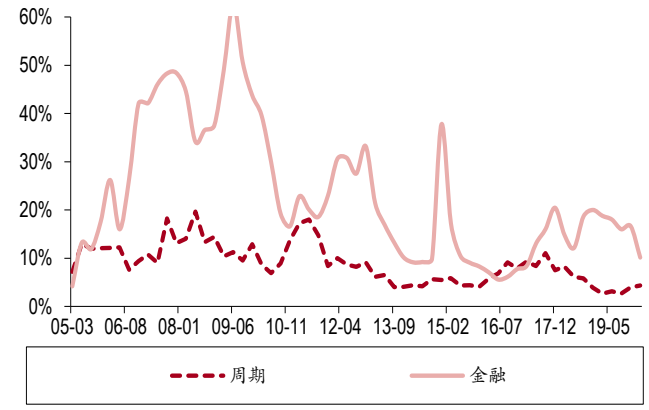
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
组合收益（%）	2.79	137.27	19.00	124.36	(13.24)	8.52	(0.94)	76.74
指数涨跌（%）	(2.14)	82.73	12.83	84.41	(27.71)	(10.67)	(28.65)	43.79
超额收益（%）	4.93	54.53	6.18	39.95	14.47	19.19	27.71	32.95
组合个股支数	6	30	42	36	27	35	35	46

资料来源：彭博，中银证券

2.4 金融和周期板块的配置思路不能再套用传统框架

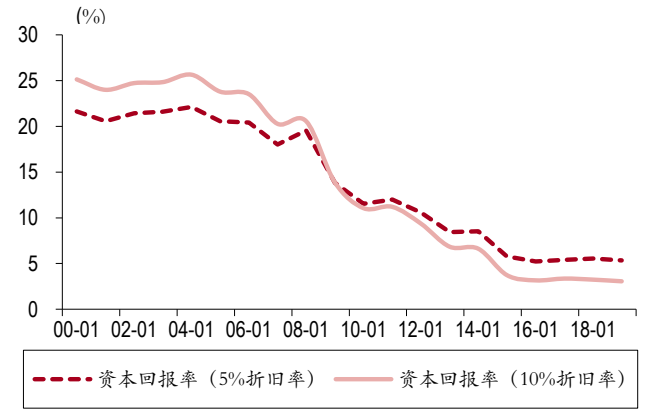
货币条件宽松就配置金融和周期的传统框架已经越来越不适用。回溯 2006 至 2010 年的金融抱团，可以发现它始于金融条件宽松，在金融环境有所收紧的 2007 年依靠申购-增配的正反馈机制度过了难关，于 2009 年新一轮宽松中达到高潮，但最终还是止步于 2010 年起的重新收紧。虽然日后金融抱团的盛景未能再重现，但金融条件放松就增配金融的操作似乎留在了公募基金的记忆中，伴随而来的还有周期股在一次次货币宽松背景下的配置冲动。然而不难发现的是，公募持仓金融板块的峰值在一轮轮的货币宽松周期中逐渐降低，对于周期股的配置除了在供给侧改革期间稍有增长以外，最近十年都可以用“冷淡”来形容。背后的原因主要是以投资拉动型为主导的传统经济模式越来越不能刺激经济有效复苏，2008 年以来国内资本回报率出现显著下滑，宽货币向宽信贷传导的路径也因此受阻，在其中扮演中转站角色的大金融板块盈利效率逐渐降低，而传统周期板块则承受着产能过剩的压力。

图表60.公募持仓金融的峰值逐渐降低，对于周期较为冷淡



资料来源：万得，中银证券

图表61.资本回报率是衡量投资效率的指标，2008 年出现断崖式下跌

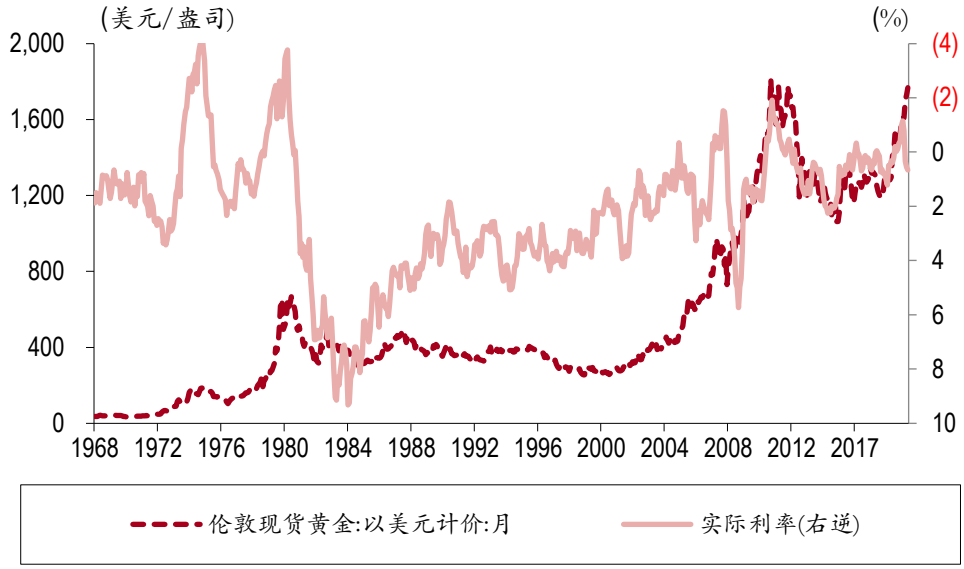


资料来源：万得，中银证券

关注金融和周期板块的“配置信号”。下半年在金融、周期等低估值板块与高估值的消费之间进行配置取舍其实是一枚硬币的正反两面，其中的关键因素是国内外经济复苏能否超预期。实话实说，后续经济复苏会否超预期是一个十分棘手的问题，我们当然可以借鉴 2012、2016 和 2019 年例子来说明天量社融越来越无法刺激经济有效反弹了，也可以拿出年内挖掘机销量增速创历史新高来举证经济复苏指日可待，但对经济增长斜率的判断一直以来都是一个难以准确辨明的问题，为了解决这个问题，让我们做以下两种情景假设：第一，国内外经济复苏顺风顺水，二次疫情爆发和中美关系反复都不会对内外需形成扰动，此时消费股，尤其是必需消费的业绩确定性溢价将受到金融、周期板块盈利弹性的冲击，增配金融、周期而减持消费是较好的选择，类似于 2011 和 2012 年。第二，不确定性因素爆发，国内外经济复苏一波三折，此时消费在业绩确定性和外资增持的助力下将继续走强，而周期和金融则会持续低迷，类似于 2018 年以来的板块间分化。因此，在目前国内外经济复苏趋势向好，但不确定性仍在的情况下，对于周期和金融的配置不宜太早，一些能够明显吹响低估值板块进攻号角的信号包括：投资端基建、地产增速超预期回暖，出口超预期增长和货币政策再度边际宽松；而相反的，如果观察到海外经济重启计划因为二次疫情爆发而放缓，或者中美关系进一步恶化，货币政策边际上进一步收紧等事件信号，对于金融、周期板块的配置则不应轻举妄动。

实际利率低位支撑金价强势。结合我们前期研究，金价短周期运行规律与实际利率走势高度相关。站在当前，虽然疫情发生以来，美债为代表的名义利率出现快速下行，但实体需求实质性好转前，联储将延续宽松态度，名义利率有望维持相对低位。而伴随需求从停滞状态的逐步复苏，前期大幅下行的物价水平有望企稳回升，伴随 OPEC+减产协议的达成，供给端收缩趋势确定，未来油价中枢有望逐步企稳修复，实际利率水平有望维持相对低位，对于金价形成较强支撑作用。

图表62. 实际利率趋势决定金价长期走势



资料来源：万得，中银证券

流动性助推有望增加黄金配置需求。如前文所述，应对疫情投放的巨额流动性将会推升金融资产的价格，而基于当前衰退末期的周期定位，大类资产比价视角下，黄金资产仍将大概率获得超额收益。疫情冲击下，各国央行为应对短期风险而投放的大量流动性将会逐步进入市场进而推升金融资产价格。从大类资产比价视角下，黄金有望获得增量资金配置：首先，美股在未来一段时间存在较高回调风险。3 月末以来，在联储强有力的对冲政策下，美股自疫情冲击的深坑反弹，流动性及风险偏好的触底回升推动了本轮美股估值修复行情。预计未来美股市场将会逐步由前分母端驱动的行情逐步演化为分子端盈利驱动的行情。流动性带来的边际效应递减，未来随着分母端动能的减弱，美股面临基本面下行带来的回调风险。其次，疫情发生以来，美债作为唯一避险资产资金引发前期全球避险资金大量流入，当前 10 年期美债利率已经达到 0.69%，若疫情影响的持续时间不超预期，名义利率进一步下行空间受限。综合以上分析，黄金有望获得增量配置资金，维持强势。

4.主题部分

4.1 创业板注册制改革

创业板改革并试点注册制相关规章自 2020 年 4 月 27 日至 5 月 27 日向社会公开征求意见。同时，证监会通过召开座谈会、书面征求意见等形式听取了有关方面的意见。社会各界对规则内容总体支持，提出的修改完善意见建议，证监会逐条认真研究，合理建议均以吸收采纳，并相应修改了规章内容。

2020 年 6 月 12 日，证监会发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(以下简称《创业板首发办法》)《创业板上市公司证券发行注册管理办法(试行)》(以下简称《创业板再融资办法》)《创业板上市公司持续监管办法(试行)》(以下简称《创业板持续监管办法》)和《证券发行上市保荐业务管理办法》(以下简称《保荐办法》)，自公布之日起施行。与此同时，证监会、深交所、中国结算、证券业协会等发布了相关配套规则。

相关内容主要有以下部分:

(1) 在市场化、法制化原则下，上市审核以信息披露为核心，完善信披制度。精简优化创业板首次公开发行股票的条件，将发行条件中可以由投资者判断的事项转化为更加严格的信息披露要求，强调按照重大性原则把握企业的法律合规性和财务规范性问题；对注册程序作出制度安排，实现受理和审核全流程电子化和全流程公开，减轻企业负担，提高审核透明度；针对创业板企业特点的差异化信息披露规则下，执行更为严格的信息披露要求；在市场化、法制化原则下，强调按照重大性原则把握企业的法律合规性和财务规范性问题；建立具有针对性的信息披露制度，强化行业定位和风险因素的披露，突出控股股东、实际控制人等关键少数的信息披露责任，创新企业发展机会增加，推动机构投资者比例结构化提升。

(2) 精简发行条件与退市流程，优化交易、承销与再融资规则。精简优化发行条件，区分向不特定对象发行和向特定对象发行，差异化设置各类证券品种的再融资条件；完善盈利上市标准，综合考虑预计市值、收入、净利润等，指定多套上市标准，取消“最近一期不存在未弥补亏损”要求；同时，取消暂停上市、恢复上市环节，对于交易类退市不再设置退市调整期；放宽涨跌幅比例，将股票、相关基金涨跌幅限制比例由 10%放宽至 20%；调整股权激励制度，扩展可以成为激励对象的人员范围，放宽限制性股票的价格限制，并进一步简化限制性股票的授予程序；明确发行上市审核和注册程序，规定深交所审核期限为两个月，证监会注册期限为十五个工作日，同时针对“小额快速”融资设置简易程序；明确适用范围，上市公司发行股票、可转换公司债券、存托凭证等证券品种的，适用《创业板再融资办法》；明确股份减持要求，适当延长未盈利企业控股股东、实际控制人、董监高的持股锁定期；完善重大资产重组制度，明确创业板上市公司并购重组涉及发行股票的实行注册制，并规定重组标的资产要求等；明确市场化发行承销的基本规则，并规定定价方式、投资者报价要求、最高报价剔除比例等事项应同时遵守深交所相关规定；对发行承销作出特别规定，就发行价格、定价基准日、锁定期，以及可转债的转股期限、转股价格、交易方式等作出专门安排。

(3) 完善保荐代表人管理，强化监督管理和法律责任，加大问责力度，提高违法违规成本。明确发行人及其控股股东、实际控制人配合保荐工作的相关要求，细化中介机构执业要求，督促中介机构各尽其责、合力把关，提高保荐业务质量；强化保荐机构内部控制要求，将保荐业务纳入公司整体合规管理和全面风险管理范围，推动行业自发形成合规发展、履职尽责的内生动力和自我约束力；强化监督管理和法律责任，加大对发行人、中介机构等市场主体违法违规行为的追责力度；进一步丰富监管手段，加大问责力度，丰富监管措施类型，提高违法违规成本；强化保荐机构内部控制要求，将保荐业务纳入公司整体合规管理和全面风险管理范围，推动行业自发形成合规发展、履职尽责的内生动力和自我约束力。

4.2 国企改革

2020 年是国企改革“承上启下”的关键之年：一是《关于深化国有企业改革的指导意见》要求到 2020 年在重要领域和关键环节取得决定性成果；二是 2020 年是国企改革三年行动方案的头年。2020 年 5 月 22 日，国务院总理李克强在发布的 2020 年国务院政府工作报告中提出，实施国企改革三年行动，提升国资国企改革成效。值得一提的是，2018 年工作报告提出的是“推进国资国企改革”，2019 年是“加快”。从“推进”到“加快”，体现的是改革的紧迫性。2020 年工作报告里的定调是提升成效，有递进关系，着重在于“成效”。

图表63.国企改革整体基调及政策推行时间轴

阶段	基调	政策推进
2014 年	增强各类所有制经济活力	国务院《政府工作报告》提出要深化金融体制改革
2015 年	深化国企国资改革	中共中央、国务院出台《关于深化国有企业改革的指导意见》
2016 年	大力推进国有企业改革	《关于深化国有企业改革的指导意见》正式颁布
2017 年	深入推进国企国资改革	审议通过《中央企业公司制改制工作实施方案》
2018 年	全面深化国企国资改革	“双百行动”全面铺开、《中央企业合规管理指引》、《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》、《2018 年降低企业杠杆率工作要点》、《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》、《上市公司国有股权监督管理办法》等一系列文件发布
2019 年	加快国企国资改革	中共十九届四中全会通过《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》、国务院正式发布《改革国有资本授权体制方案》、国务院国资委发布《中央企业混合所有制改革操作指引》、国资委印发《关于以管资本为主加快国有资产监管职能转变的实施意见》以及《关于支持鼓励“双百企业”进一步加大改革创新力度有关事项的通知》
2020 年	加速和提升国资国企改革成效	《国企改革三年行动方案》推出与实施、“1+N”国企改革政策框架基本形成、落实中央关于在国企改革关键领域取得决定性成果的具体举措

资料来源：政府网站，中银证券

（1）未来企业改革的基本思路是“精细化分类改革”，至此国改进入“分类改革与监管”的新时期。国有企业改革三年行动方案更偏重于操作性和可量化，将更加重视合理设计调整股权结构，着力引入高匹配度、高认同感、高协同性的战略投资者，探索建立科学高效的差异化管控模式。

（2）即将推出的国企改革三年行动方案将直接推进国改进程。全面改革领导小组会议从 2014 年开始召开，2018 年 3 月以前为中央全面深化改革领导小组会议，频率为一月一次；2018 年 3 月以后为全面深改委会议，召开间隔为两个月一次。上一次全面深改委会议为 4 月 27 日召开，预计下一次全面深改委会议召开时间为 6 月。两会提出了提升国资国企改革成效和尽快制定国企改革三年行动方案，三年行动方案的推出时间预计为下一次全面深改委会议，有着较为明确的时间催化节点。

（3）近年来的国企改革与国资重组案例将推动国改框架的成熟。国企改革三年行动是前期改革试点和专项行动的升级版，而且“1+N”国企改革政策框架目前基本形成，国企改革试点经验日趋完善，国企改革已经具备从试点和专项行动向重要领域和关键环节不断深化和拓展的条件。从这个方面可以认为，实施国企改革三年行动标志着国企改革将进入全面落地阶段。

（4）国资重组对于相关国企派系梳理有市场规范作用。国企集团旗下资产众多，大部分资产还没完成资产证券化，上市公司资产占比小，未来资产证券化率提高的过程中，上市公司平台将作为集团母公司资产证券化的载体；国企集团公司旗下若存在较多上市平台，其下上市平台可能会出现同业竞争的情况，这会导致同一集团旗下出现恶性竞争等问题。因而，集团为厘清旗下业务板块，避免无序竞争，提升经营效率，规范经营秩序，通常会做出解决同业竞争的承诺，从这一角度出发，会对旗下平台进行资产重组，理顺同业关系，这将起到一定的市场规范作用。

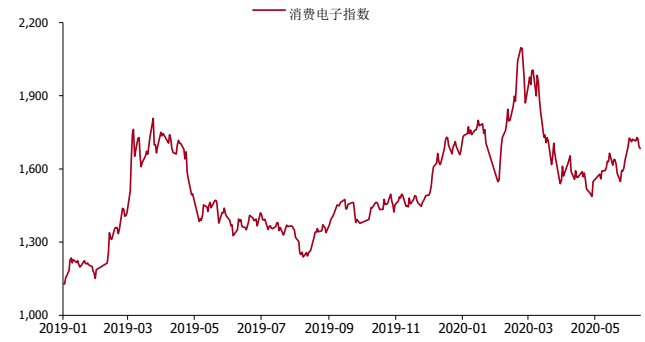
（5）重点省市国企改革推进较为迅速，市场预期有望逐步恢复。从 2014 年开始国企改革，经历了 2015 年年中、2016 年下半年的两次高潮后，市场期望随着实际落地的进度与结构逐渐下落，当前预期降至低点，并且由低点开始有抬头的趋势。此次抬头趋势的主要标志是标杆性的国企改革、国资重组重新获得市场上的关注。因此国企改革由于客观因素虽有起伏，但总体仍按照一定的速度在稳步推进，近年来重点省市国企改革推进仍然较为迅速。随着时间推移与项目实际的影响，国企改革的相关政策在得到贯彻落实后，市场对国企改革的预期有望逐步恢复。只要国企改革保持持续推进且有实质方案逐个落地的势头，国企改革相关概念势必将迎来”新春”。

4.3 消费电子

信息化时代，消费电子产品已然成为刚需，由可选消费品变为了生产力工具，整个工作、生活和学习也逐渐依赖这些生产化工具。随着疫情影响逐渐褪去，消费电子恢复速度快于预期。

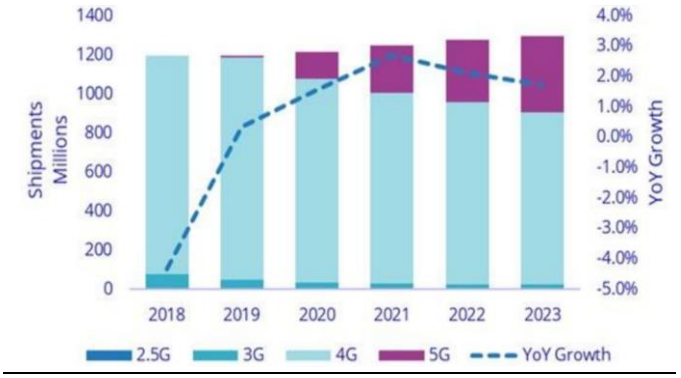
根据 Counterpoint 公布数据显示，受疫情影响，4 月份全球智能手机出货量为 6937 万台，同比减少 41%，全球一季度手机销量下滑约 20%。从逻辑上看，这次出货量下降是从供应链危机开始，慢慢演变为全球需求问题，世界范围内的经济活动停顿与视野问题降低了消费者的信息，使人们对基本商品的支出重新分配了优先次序，直接影响了短期内智能手机的销量。但是由于中国顺利复工复产，出现较大跳水的可能性比较小，预估智能手机市场在 2020 年应该只会出现个位数的下降。中国信通院的 5 月份数据显示，5 月份国内手机出货 3375.9 万部手机，虽然同比下滑 11.8%，不过 5G 手机出货 1564.3 万部，占比 46.3%，较 4 月环比增 7%。另外，万得消费电子指数显示，进入到二季度末，中国消费电子概念呈现反弹趋势，消费电子板块出现回暖迹象。

图表64.消费电子板块走势



资料来源：万得，中银证券

图表65.全球分类别智能手机出货量及同比变化情况



资料来源：IDC，中银证券

随着国内疫情影响逐渐淡化，消费电子需求预计在下半年有递延趋势。在 5G 硬件创新的背景下，持续关注 5G 手机、智能穿戴等硬件创新带来的结构性机会。

在消费电子产业链中，下游反作用上游，通过寻找具有广阔空间和潜在发展的子行业和配套公司，短中长三期分别可以聚焦智能手机、穿戴设备和新能源汽车。市场角度看，智能手机、平板电脑已趋于饱和，而穿戴设备等智能电子产品还有一定的发展和下沉空间，消费电子的成长性分化将逐渐显露，未来电子行业的投资需要聚焦空间宏大和增速持续加速的子行业和公司。

（1）技术更迭将引起一轮小高潮，5G 换代、光学、无线充电等概念都是产业链发展的催化剂。

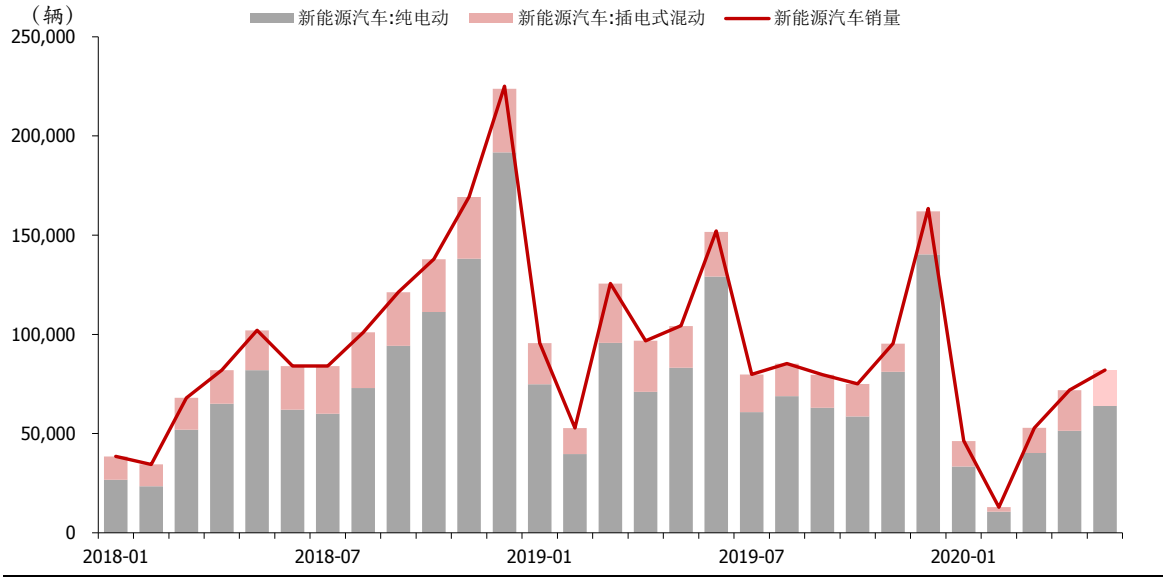
（2）可穿戴智能设备有望成为分化出的新消费电子热点，如蓝牙耳机、运动手环等；

（3）新能源汽车相关的电子消费仍处于发展初期，零部件配套等细分领域将是未来部分电子公司核心拓展方向。

4.4 新能源汽车

北京时间 6 月 10 日晚间，特斯拉涨 5.18%，总市值达到 1834 亿美元，超过丰田汽车(127.82,3.38,2.72%)成为全球市场价值最高的汽车公司。特斯拉近日这一标志性事件也是新能源汽车产销步入上升通道的一个信号。随着新能源汽车产业链在国内进一步布局和深入，新能源汽车的宏大市场将进一步落地。

图表66.近两年新能源汽车销量波动以及疫情以来销量迅速恢复



资料来源：万得，中银证券

中汽协发布 5 月份汽车产销数据：2020 年 5 月全国汽车产销分别完成 218.7 万辆和 219.4 万辆，环比分别增长 4.0%和 5.9%，同比分别增长 18.2%和 14.5%，增速较 4 月分别上涨 15.9 和 10.1 个百分点。2020 年 1-5 月，汽车产销分别完成 778.7 万辆和 795.7 万辆，同比分别下降 24.1%和 22.6%，降幅较 2020 年前 4 个月，分别收窄 9.3 和 8.5 个百分点。

新能源汽车产销稳中有升，趋势较疫情期间有所好转。随着我国疫情防控取得良好进展、促进汽车消费的各项政策部署落地以及整车企业生产经营逐步恢复，2020 年年中我国汽车行业产销两端已恢复明显，同环比均呈增长态势，同比增速较 4 月有所上涨。5 月新能源汽车产销分别完成 8.4 万辆/yoy-25.8%/mom+3.5%和 8.2 万辆/yoy-23.5%/mom+12.2%，纯电动车产销分别完成 6.3 万辆/yoy-33.8%和 6.4 万辆/yoy-25.1%；插混动力车生产完成 2.1 万辆/yoy+17.1%，销售完成 1.8 万辆/yoy-16.1%；燃料电池汽车产销分别完成 17 万辆/yoy-95%和 42 万辆/yoy-87%，符合预期。2019 年受补贴减少的影响，产销先高后低。2020 年随着企业复工复产、车企的价格战略以及特斯拉上海工厂的冲击，新能源汽车行业将继续有呈现上升趋势。

新能源充电支持政策需求不断扩张对政策改革有推进作用。据中国经济网，上海新能源汽车总量目前已突破 30 万，其中新能源出租车有 4000 多辆。公共充电桩信息不联通、燃油车占位等问题较为突出，公共充电桩的平均利用率仅 1.4%。况且公共充电桩是未来新基建的重点之一，未来有大量充电桩出现市大概率事件，而现有的公共充电桩利用率低应该是在大量新建充电桩前的重要课题。目前支持新能源汽车发展的政策很多没有真的让利，待政策落实到切实生产及配套充电桩等基础设施，新能源汽车行业将全面下沉至市场各个层面。

随着下半年使用成本及充电费用下降，消费者也将更偏好公共充电桩充电，这对新能源汽车需求也有推进作用。2020 年内新能源汽车绝对销量并非唯一核心要素，更重要的是对比去年下半年补贴减少时的同比销量波动，以及基础设施的进一步完善带来的市场效益增量，以此得出新能源汽车的真实市场反应。

5.风险提示

疫情二次爆发：若下半年海外疫情出现反复甚至二次爆发，或对全球需求产生较大冲击。

逆周期政策不及预期：若下半年国内外政策刺激力度显著低于当前市场预期，市场将会重新评估业绩与估值。届时，市场可能会再度出现大跌。

中美贸易摩擦加剧：中美贸易摩擦的预期将极大影响市场的风险偏好水平，若中美对抗持续深化，外需冲击或进一步加剧。

海外流动性风险冲击：美股超预期下行将会引发全球风险资产承压，进而引发A股外资回流压力。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司
2/F,1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark15 楼
NY10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371