民生证券
MINSHENG SECURITIES

从交易趋势到交易周期

——2020年中期A股投资策略

分 析 师： 杨 柳 执业证号：S0100517050002

分 析 师： 喻雅彬 执业证号：S0100520010002

2020年7月7日



风险提示：外部环境恶化影响全球风险偏好，经济失速下行带来系统性风险，信用风险集中爆发导致信用进一步紧缩，科技周期推进速度慢于预期。

本报告核心观点（一）

国内外疫情情况以及为应对疫情的全球货币财政政策是A股2020年上半年的走势的主导因素。3月底全球流动性拐点出现后，风险资产普遍反弹，尽管A股指数整体上行，但结构分化持续极端演化，在疫情和外部风险反复出现的环境下，买入“趋势型”公司，卖出“周期型”公司的交易演绎到极值。

进入7月以来，伴随国内外经济数据持续改善，市场对经济“U”型复苏的悲观预期开始修正，利率也进入上行周期验证经济和风险偏好的双双拐点，市场的主导逻辑正在发生变化：大势上从交易流动性宽松转向交易盈利改善，行业上从交易必选内需到交易周期行业复苏，个股上从交易确定性趋势性高估值到交易超跌波动性低估值。

疫情后，市场不仅仅是回到原点、填平“疫情坑”。疫情从以下方面深刻改变了市场：

1、对改革步伐的改变：疫情中，外部环境不断恶化，这种外部压力成为政策加速对外开放、坚定科技强国战略、推进产业链自主可控、提速金融供给侧改革的重要动力。以上这些政策变化都对A股的趋势和结构产生了重大影响。

2、对经济周期的改变：如果没有疫情，全球经济在去年四季度开始进入一轮较弱的上行周期，因为货币财政层面缺乏宽松动力、商品库存和价格并未极端超跌。突如其来的疫情使得经济周期在底部刚刚复苏阶段急转直下，经济从衰退后复苏变为危机后复苏，全球央行和财政宽松力度远超2008年，基数效应、供给侧出清和货币财政双宽下，复工后全球经济反弹的弹性和持续性高度确定。

本报告核心观点（二）

3、对流动性环境的改变：2018年至2019年底的经济下行周期中，全球主要央行均维持着相对克制的货币政策，疫情的发生彻底改变了货币和财政政策方向，有了2008年应对危机的经验，美联储资产负债表快速扩张75%，欧央行扩张35%，极大改变了全球流动性环境，2008年后欧美QE带来新兴市场资金流入将再次出现，这一次资本市场已经对外开放的A股有望成为新兴市场中最具吸引力的市场，A股的国际化趋势提速。

4、对供给格局的改变：疫情影响下，几乎全行业经历了一次意外的供给侧出清，尽管疫情期间部分行业被动加库存，伴随需求回暖，库存快速去化，部分行业库存水平已经低于往年同期，显示出疫情对行业供给格局的改变。当前需求改善已经快于供给修复，并且疫情对部分行业的供给冲击短期已经很难逆转。

5、对市场风格的影响：在疫情影响下，市场对“低波动+趋势性+确定性”行业和公司的交易至极值水平，趋势性公司和周期性公司的估值差距和仓位差距均运行至历史极端。伴随经济逐渐走出疫情影响，A股被压到极限的风格弹簧也会爆发出极大威力。

从趋势上看，A股各类主要指数均在7月初做出了重大方向选择，突破了历史重要筹码峰值和长期阻力位，在盈利周期性复苏、全球流动性宽松的环境中，A股将加速上行，迎来系统性牛市。

行业配置方面，下半年市场将完成低估值行业修复和科技股戴维斯双击两大任务。重点布局景气度周期性上行的行业，主要包括三大周期：一是信用周期在量价齐升驱动下景气度上行，关注银行、保险、券商；二是地产周期上行，从销售到竣工全面复苏，关注地产和后周期消费；三是科技周期，半导体、消费电子、5G资本开支三轮周期上行驱动。

风格方面，从趋势主导的高估值公司向周期主导低估值公司平衡。

目录

一 历史行情复盘：经济增长与流动性是A股核心变量

二 盈利前景展望：危机模式后的“V”形复苏

三 流动性环境判断：量价齐升，量升主导盈利预期

四 大类资产配置：配置天平从债市向股市倾斜

五 行业配置：从交易趋势性行业到交易周期性行业

半年度策略

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

历史复盘：经济增速和流动性是A股两大核心变量

章节目录

1、长期视角，经济增长和货币环境是A股运行的两大核心变量

2、中期视角，两大要素充分解释了2016年以来的走势与风格变化

3、疫情后时代，流动性支撑一阶段修复，中报季盈利改善是二阶段修复关键

历史复盘：经济增速和流动性是A股两大核心变量

1、长期视角，经济增长和货币环境是A股运行的两大核心变量

长期视角，经济增长与货币环境是A股长期运行趋势的两大核心动力。经济增长与货币环境有明显周期波动，且两者周期通常同步，货币环境拐点通常领先盈利6-9个月。A股的拐点通常与货币环境拐点同步。

长期历史规律显示，经济增长与货币环境对A股有关键解释力



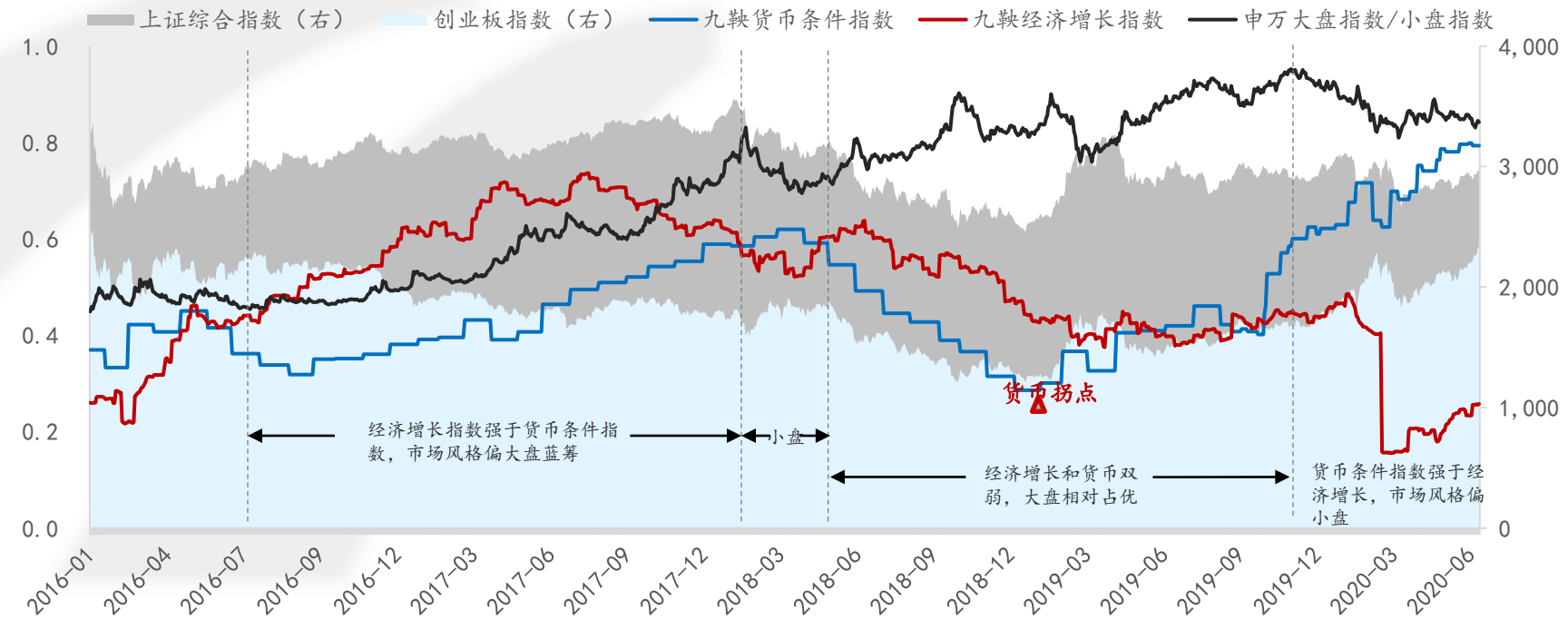
资料来源：wind,民生证券研究院整理

2、中期视角，经济增长与货币环境充分解释了2016年以来的走势与风格变化

2016年以来经济增长对大盘蓝筹解释力更强，货币环境对中小创解释力更强。当经济增长指数在货币环境指数上方时，往往体现为消费为主的蓝筹风格，反之则是中小创占优。

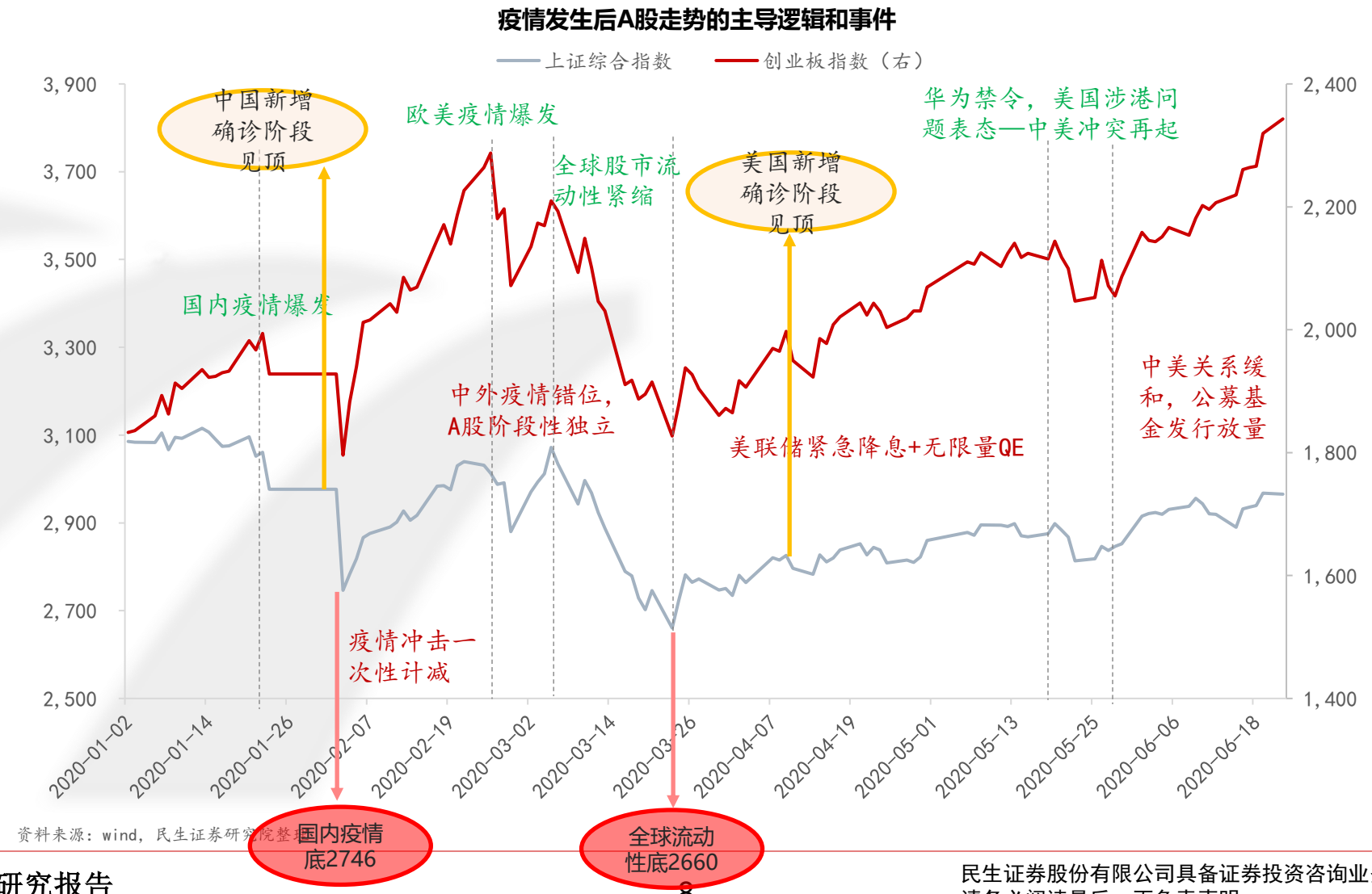
2019年下半年以来货币环境改善，中小创反弹。2019年初货币环境出现拐点，A股在贸易摩擦没有缓解情况下如期反弹。但经济企稳滞后于货币，1-4月大幅反弹后经济没有如期改善，且货币环境短期恶化，市场开始回调。7月货币环境再次改善叠加中报业绩弱复苏，市场再度反弹。10月货币环境大幅超预期改善，中小创强势反弹。

经济增长与货币环境充分解释了2016年以来的走势与风格变化



资料来源：wind，民生证券研究院整理

3、疫情后时代，流动性支撑一阶段修复，中报季盈利改善是二阶段修复关键



资料来源：wind，民生证券研究院整理

章节目录

1、经济复苏的节奏

2、A股主要板块盈利增速预测

3、盈利预测下的风格转换

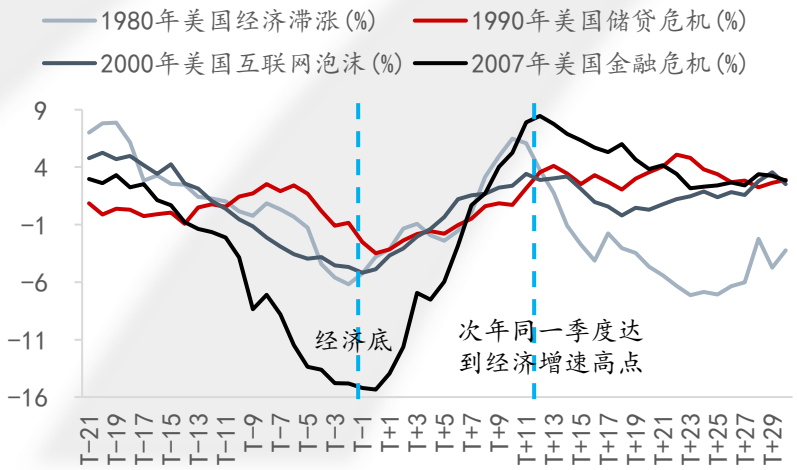
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

1、经济复苏的节奏

□ 当前的经济复苏已经是全球性现象，参照历史经验，危机后经济增速往往能够持续修复

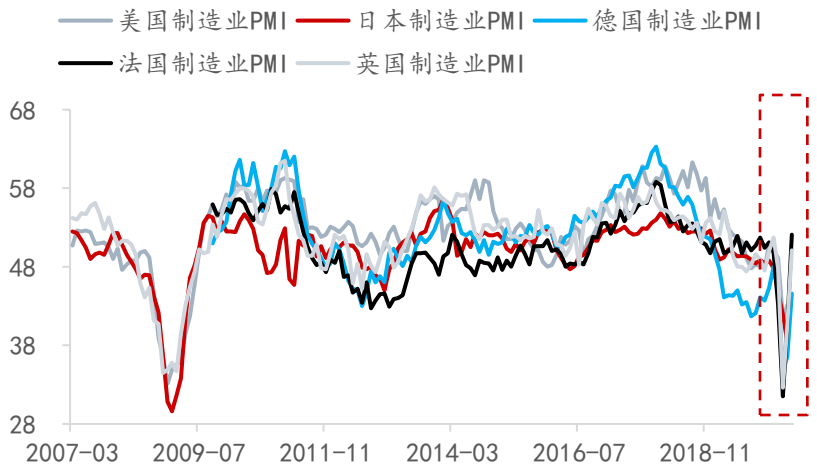
参考美国上世纪80年代至今四次经济危机后GDP增速的修复路径，往往在当年出现经济增速底后，后续一年经济会明显反弹，并在经济底次年同季度出现阶段性高点，后续增长路径各不相同，取决于危机的是否解决以及政策刺激效果。从当前全球主要发达国家的经济领先指标：PMI数据来看，目前的经济复苏是全球性现象，并非中国独有，新一轮经济周期已经开始。

历史上危机后经济增速的修复路径，往往经济底次年同一季度达到增速高点



资料来源：Wind,民生证券研究院整理

当前的经济复苏并不是阶段性的也不是中国独有，全球主要发达国家都在好转



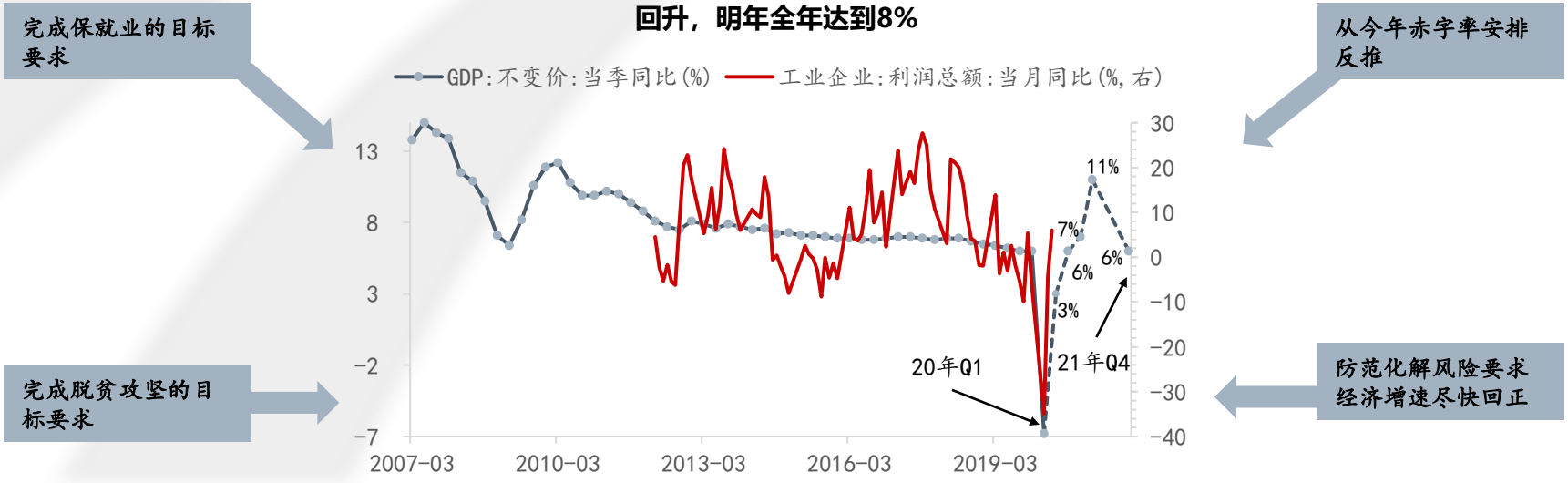
资料来源：WIND,民生证券研究院整理

1、经济复苏的节奏

□ 今年的实际GDP增长预计在3%左右，明年可能达到8%

一共有四种方法可以推算今年的实际GDP增速。一是2020年要完成900万人的城镇新增就业目标和6%的城镇调查失业率，每1%GDP增长对应250万人就业和-0.37%失业率；二是2020年要实现551万贫困人口全部脱贫，每1%GDP增长对应减少180万贫困人口；三是从今年政府工作报告中的赤字率反推；四是从防范化解风险角度，需要GDP增速尽快回归正常状态，防止疫情短期冲击演化为经济持久性伤害。明年受益于今年低基数影响，以及海外国家经济正常化，实际GDP增速有望在一季度达到11%的高点，全年达到8%，然后回归经济潜在增速。

实际GDP增速预计预计二季度开始以3%、6%、7%速度回升，明年全年达到8%

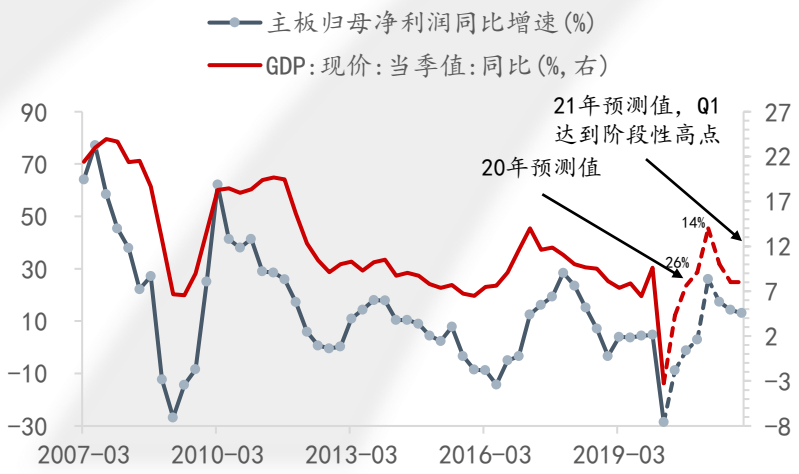


资料来源：WIND,民生证券研究院整理

2、 A股主要板块盈利增速预测

□ 主板净利润增速预计今年实现3%弱复苏，明年有望达到13%

综合采用GDP法、分析师一致预期法、季度分布法，按照悲观到乐观情形，2020年增速区间预计在-2.4%至5.2%，2021年增速区间预计在10.9%至13.9%。2020年下半年经济活动将逐渐正常化，但主板中银行和资源品行业权重较大，会拖累整体板块业绩增速。2021年海外经济体完全恢复正常化，且具有低基数效应，考虑到过去两轮经济周期，主板业绩增速高点分别在14.4%和19.6%，而经济增速中枢不断下移，因此给予2020年3%，2021年13%的判断。



资料来源：Wind,民生证券研究院整理

GDP法

预测区间：2020年：-2.4%至5.2%， 2021年：10.95至-19.59%。
主板盈利增速与GDP增速较一致，预计下半年经济逐渐正常化，明年随海外经济复苏，传统经济行业完成修复。

分析师一致预期法

预测区间：2020年：-7.69%至7.18%，2021年：-9.54%至17.34%。
采用主板有分析师一致预测盈利数据的个股作为样本计算，并乘以分析师高估系数。

季度分布法

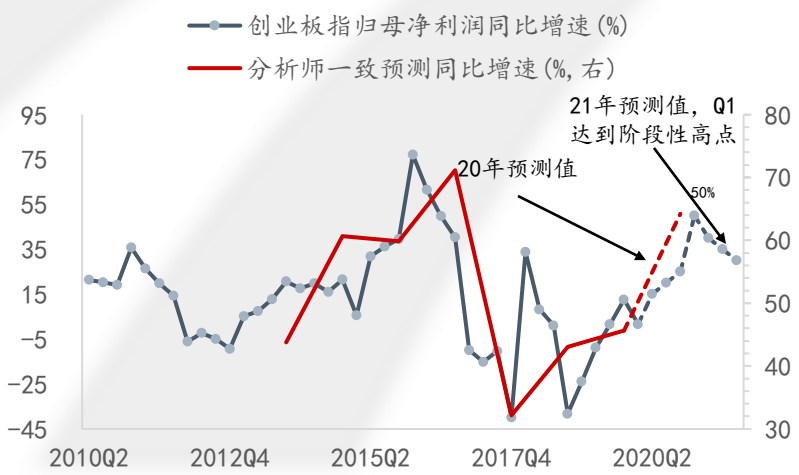
预测区间：2020年：-10.98%至-6.88%，2021年：8.87%至13.88%。
采用主板历史盈利波动的季节性规律。

2、 A股主要板块盈利增速预测

□ 创业板指净利润增速预计今年实现25%，明年有望达到30%

综合采用分析师一致预期法、季度分布法，按照悲观到乐观情形，2020年增速区间预计在23%至35%，2021年增速区间预计在20%至32%。创业板中权重行业医药的业绩韧性较强，电子预计今年受疫情影响相对较小，科技周期整体利好TMT板块公司盈利，且整个板块偏小市值风格，业绩弹性更大，考虑到明年的低基数效应，以及业绩实现的难度，给予2020年25%，2021年30%的的判断。

创业板指净利润增速预计今年实现25%，明年有望达到30%



资料来源：Wind,民生证券研究院整理

分析师一致预期法

预测区间：2020年：28.1%至39.59%，2021年：14.76%至38.02%。
采用创业板有分析师一致预测盈利数据的个股作为样本计算，并乘以分析师高估系数。

注：考虑到疫情对基本面的冲击，2020年分析师预测采用最近90天的Wind前瞻预测净利润数据，其余历史数据采用180天Wind一致预测数据。2020年创业板预测数据为根据经济反弹节奏得出的季度预测值，2021年为年度预测值。

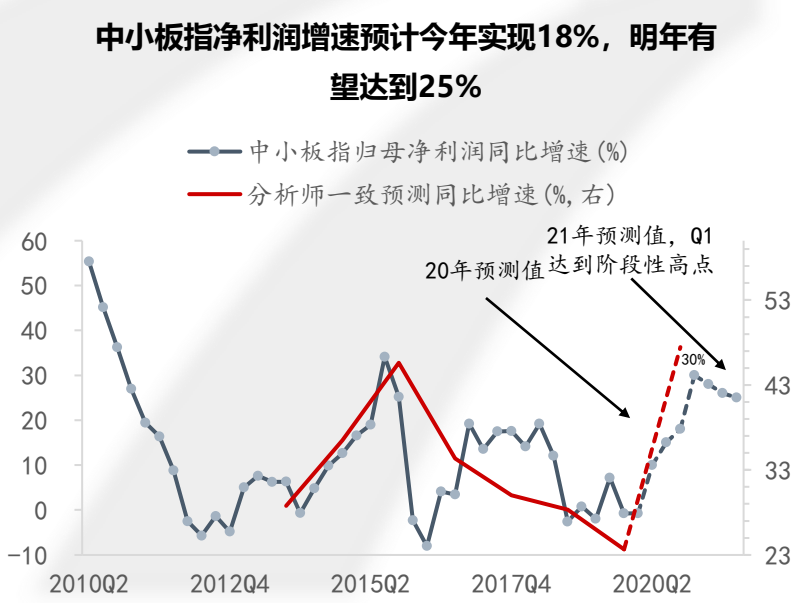
季度分布法

预测区间：2020年：22.52%至51.94%，2021年：27.8%至33.87%。
采用创业板历史盈利波动的季节性规律。

2、 A股主要板块盈利增速预测

□ 中小板指净利润增速预计今年实现18%，明年有望达到25%

综合采用分析师一致预期法、季度分布法，按照悲观到乐观情形，2020年增速区间预计在15%至35%，2021年增速区间预计在20%至30%。中小板中权重行业电子和医药下半年业绩有望明显复苏，2021年电子行业业绩在科技周期催化下预计继续向好，考虑到明年的低基数效应以及业绩实现难度，给予2020年18%，2021年25%的的判断。



资料来源：Wind,民生证券研究院整理

分析师一致预期法

预测区间：2020年：17.38%至32.05%，2021年：25.83%至33.23%。
采用中小板有分析师一致预测盈利数据的个股作为样本计算，并乘以分析师高估系数。

注：考虑到疫情对基本面的冲击，2020年分析师预测采用最近90天的Wind前瞻预测净利润数据，其余历史数据采用180天Wind一致预测数据。2020年中小板预测数据为根据经济反弹节奏得出的季度预测值，2021年为年度预测值。

季度分布法

预测区间：2020年：10.68%至26.5%，2021年：20.29%至23.1%。
采用中小板历史盈利波动的季节性规律。

章节目录

1、宏观流动性判断

2、股市增量资金来源

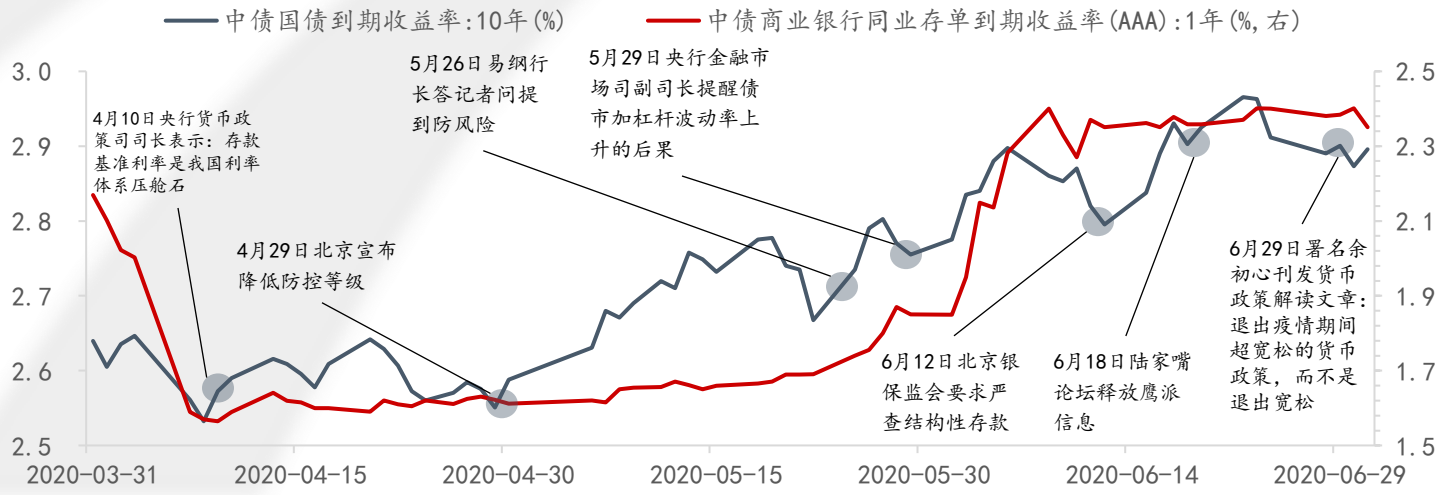
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

1、宏观流动性判断

□ 货币政策仍将保持宽松，但防风险的比重会越来越高

短期政策要以中长期政策为界限，为了应对疫情而采取的降准降息，保持银行间市场流动性充裕属于短期政策，随着4月29日北京宣布调低防控等级，5月份之后货币政策开始注重防范金融风险，直到陆家嘴论坛，短期政策（六保）和中长期政策（三大攻坚战）之间的关系得以明确：把握保增长与防风险的有效平衡。6月28日中国人民银行货币政策委员会季度例会基本定调了接下来的货币政策基调：提高政策直达性，促进形成以国内循环为主、国际国内互促的双循环发展新格局，把握保增长与防风险的有效平衡。

4月份以来货币政策的态度开始微调



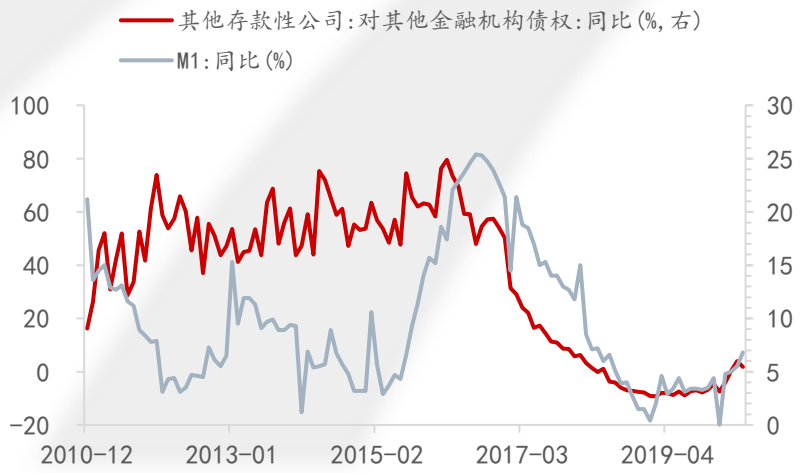
资料来源：相关会议、文章，民生证券研究院整理

1、宏观流动性判断

□ 流动性总量预计受益于经济修复将继续保持扩张

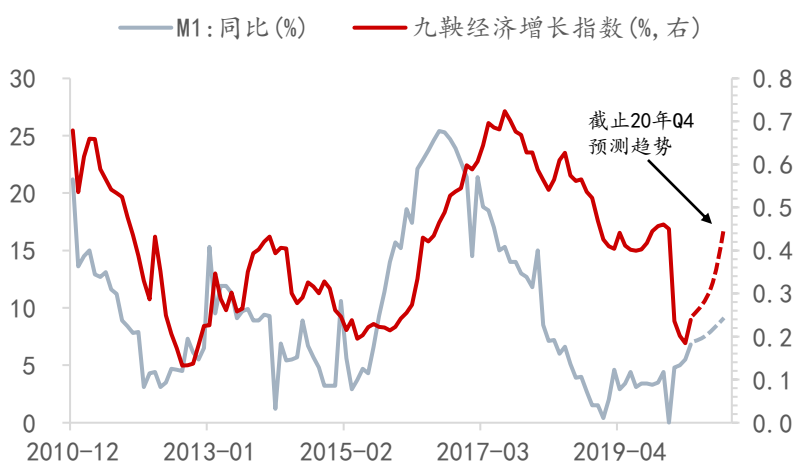
流动性总量既取决于经济需求也受货币政策调控影响，2016年三季度货币政策报告明确提出主动调结构、降杠杆、去泡沫，拉开了金融去杠杆的序幕。以银行对其它金融机构债权为代表的的同业杠杆在2016年开始塌方式下降，带动货币量提前社融一年左右时间下滑。目前，虽然货币政策重提防风险，但金融杠杆处于非常低的位置，因此影响流动性总量的将主要是经济的修复情况。

同业杠杆增速处于较低位置，防风险预计不会像2016年一样造成货币量紧缩进而影响流动性



资料来源：Wind,民生证券研究院整理

下半年流动性主要取决于经济的修复程度，预计仍将保持趋势性扩张



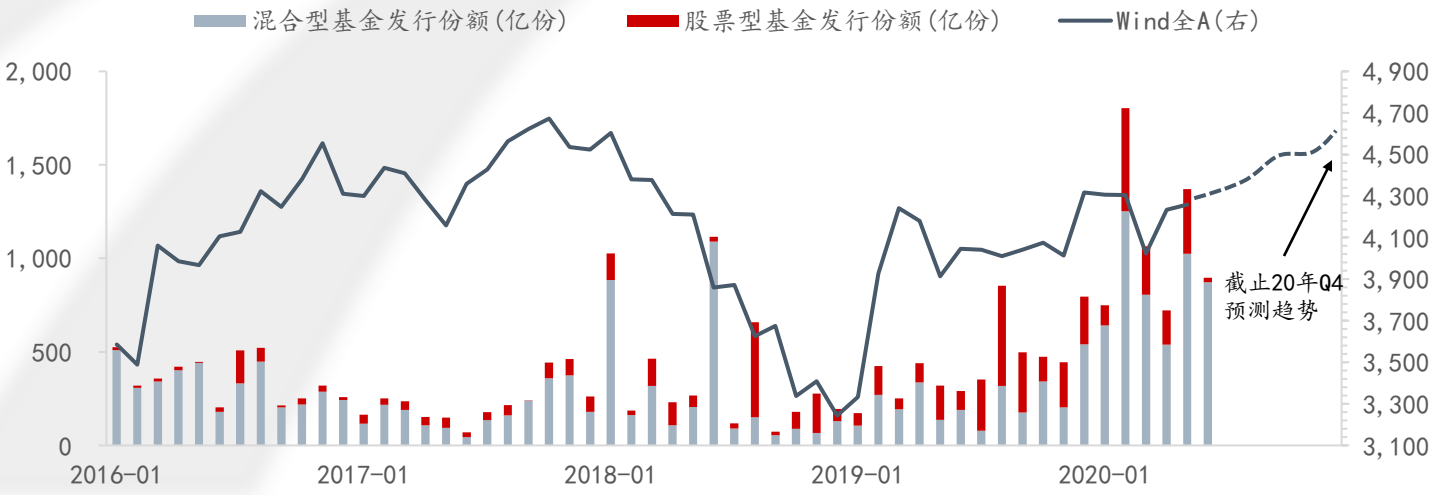
资料来源：WIND,民生证券研究院整理

2、股市增量资金来源

□ 公募基金下半年预计将为股市带来至少6000亿增量资金

截止6月29日，今年混合型基金和股票型基金共发行了6604.62亿份，去年1-6月共发行1901.3亿份，同比增长247.4%。从历史规律来看，股市行情越好越能带动后续新基金发行，下半年在基本面复苏和流动性宽松带动下，股市行情有望继续延续，如果以1-6月新基金发行情况推算，下半年基金新发预计将为股市带来约6000亿增量资金。

股市行情好转将带动权益类基金发行继续保持较高规模



资料来源：Wind,民生证券研究院整理

2、股市增量资金来源

□ 银行理财资金通过理财产品渠道进入股市的增长空间巨大

理财产品打破刚兑，出现亏损案例。

部分亏损产品名称	最新净值	部分亏损产品名称	最新净值
2019年工银理财全球轮动固定收益类19GS8114	0.9638	长盈聚金白金专属20810期	0.9971
广银睿富幸福股舞5号	0.9880	2020年优选恒利1号第17期	0.9974
广银睿富幸福股舞5号2期	0.9880	长盈聚金添利20609期	0.9975
2020年智合多资产FOF固定收益类	0.9934	丰盈90号	0.9975
2020年智合私银尊享多资产FOF(20GS5805)	0.9946	2020年阳光金养老1号	0.9976
2020年优选恒利1号第19期	0.9956	丰盈89号	0.9976
2020年优选恒利1号第15期	0.9965	2020年优选恒利1号第16期	0.9977
2020年爽银财富-高定V2第15期	0.9966	丰盈88号	0.9977
2020年优选恒利1号第18期	0.9967	长盈聚金添利20610期	0.9980
长盈聚金添利20611期	0.9970	2020年工银理财智合多资产FOF(20GS5103)	0.9984
2020年工银理财全球轮动固定收益类20GS8106	0.9986	2020年智合多资产FOF固定收益类20GS5105	0.9994
长盈聚金白金专属20811期	0.9987	丰裕3号第20076期	0.9998
富聚财富鑫益2012期	0.9991	2020年优选恒利1号第20期	0.9999
2020年工银理财全球精选20GS5105	0.9993		

资料来源：Wind，银行公告，民生证券研究院整理

2、股市增量资金来源

□ 银行理财资金通过理财产品渠道进入股市的增长空间巨大

资管新规过渡期要求

- 过渡期内，金融机构发行新产品应当符合意见规定。
- 为接续存量产品所投资的未到期资产，维持必要的流动性和市场稳定，金融机构可以发行老产品对接，但应当严格控制在存量产品整体规模内，并有序压缩递减。

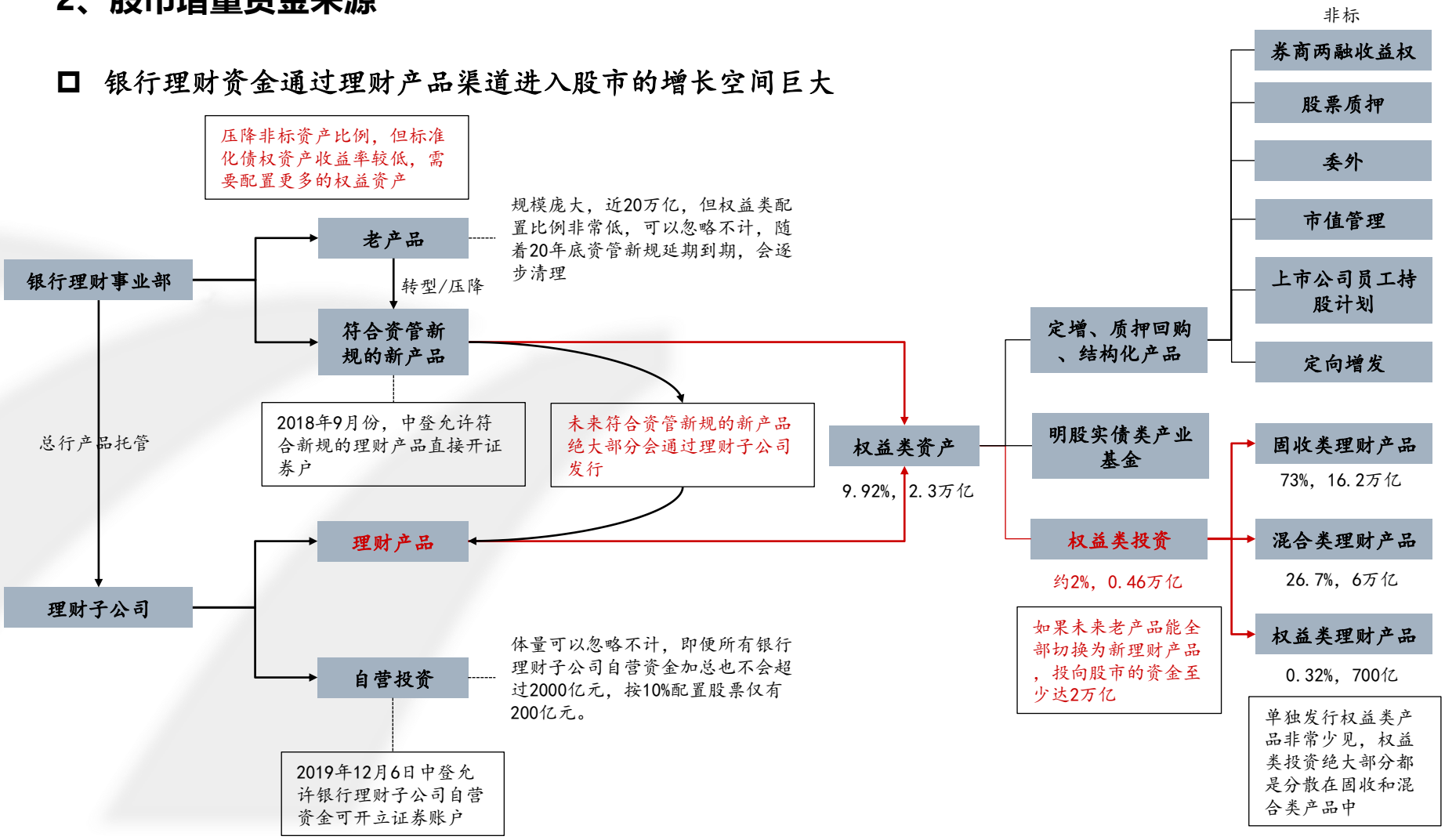
新产品要求

- **第三方独立托管**：应当为每只产品单独开立托管账户，确保资产隔离。过渡期后，具有证券投资基金托管业务资质的商业银行应当设立具有独立法人地位的子公司开展资管业务，实现实质性独立托管。
- **三单管理**：应当做到每只资管产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务
- **打破刚兑**：金融机构开展资管业务不得承诺保本保收益，出现兑付困难不得以任何形式垫资兑付
- **公募私募之分**：公募产品面向不特定公众公开发行，私募产品面向合格投资者通过非公开方式发行
- **投资者适当性管理**：向投资者销售与其风险识别能力和风险承担能力相适应的资产管理产品，禁止欺诈或误导投资者购买与其风险承担能力不匹配的产品
- **信息披露**：建立严格的信息披露管理制度，在本机构官网或其它方式披露净值或投资收益情况，并定期披露其它重要信息：开放式产品按照开放频率披露，封闭式产品至少每周披露
- **非标期限匹配**：资管产品直接或间接投资于非标资产的，其终止日不得晚于封闭式资管产品的到期日或开放式资管产品的最近一次开放日
- **净值化管理**：资管产品应当实行净值化管理，净值生成应符合企业会计准则规定，及时反映基础金融资产的收益和风险，由托管机构进行核算并定期报告，由外部审计机构进行审计确认，被审计金融机构应当披露审计结果并报送金融管理部门
- **符合负债要求**：资管产品应当设定负债比例上限，同类产品适用统一的的负债上限，每只开放式公募产品的总资产不得超过净资产的140%，封闭式公募产品、私募产品的总资产不得超过净资产的200%
- **集中度管理**：1、单只公募产品投资单只证券或基金的市值不得超过净资产10%
2、同意金融机构发行的全部公募资管产品投资单只证券或单只基金市值不得超过该证券或基金市值的30%。其中投资单一上市公司不得超过可流通股票的15%
3、同一金融机构全部资管产品投资单一上市公司不得超过可流通股票的30%，金融监管部门另有规定的除外

资料来源：相关政策文件，民生证券研究院整理

2、股市增量资金来源

□ 银行理财资金通过理财产品渠道进入股市的增长空间巨大

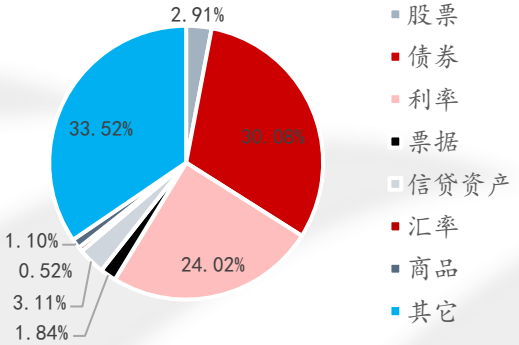


资料来源：相关文件材料，民生证券研究院整理

2、股市增量资金来源

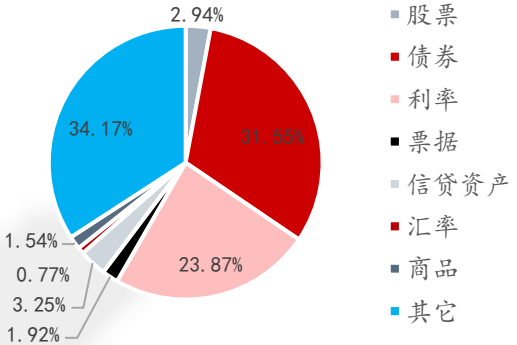
- 银行理财资金通过理财产品渠道进入股市的增长空间巨大

过去两年到期理财产品资产结构



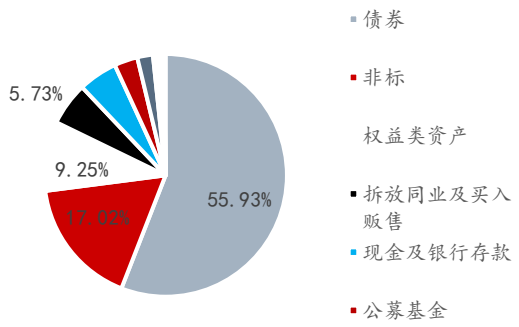
资料来源：Wind，民生证券研究院整理

过去两年新发理财产品资产结构



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

非保本理财产品资产配置情况



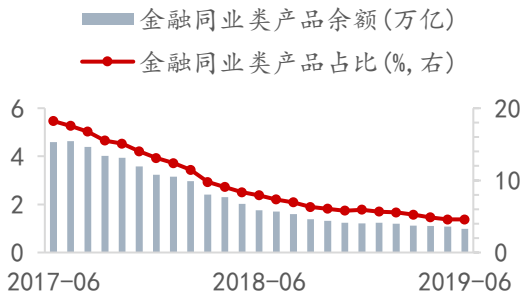
资料来源：Wind，民生证券研究院整理

已终止的封闭式非保本理财产品加权平均兑付收益率走势



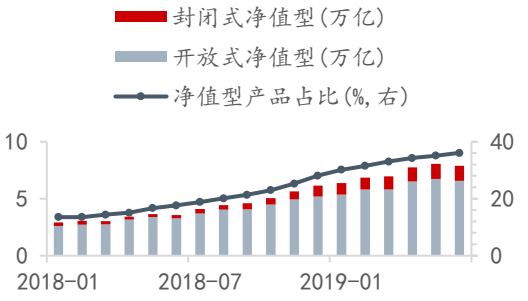
资料来源：Wind，民生证券研究院整理

金融同业类产品存续余额和占比情况



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

非保本净值型理财产品存续余额和占比情况

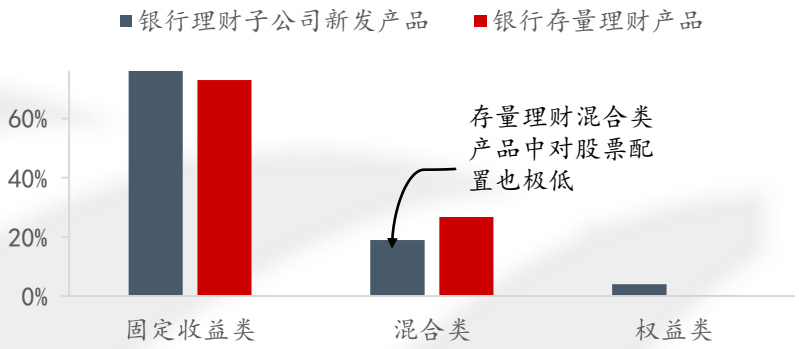


资料来源：Wind，民生证券研究院整理

2、股市增量资金来源

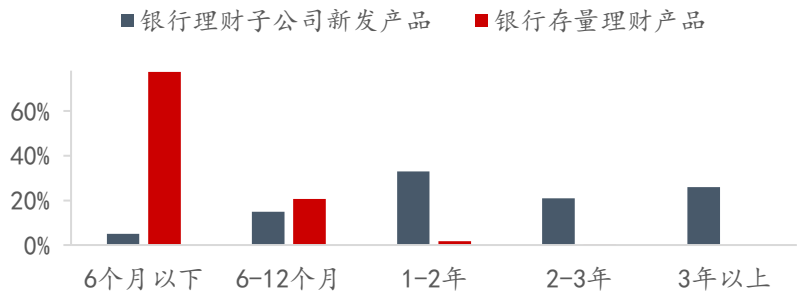
□ 银行理财资金通过理财产品渠道进入股市的增长空间巨大

银行理财子公司产品明显增加了混合类和权益类



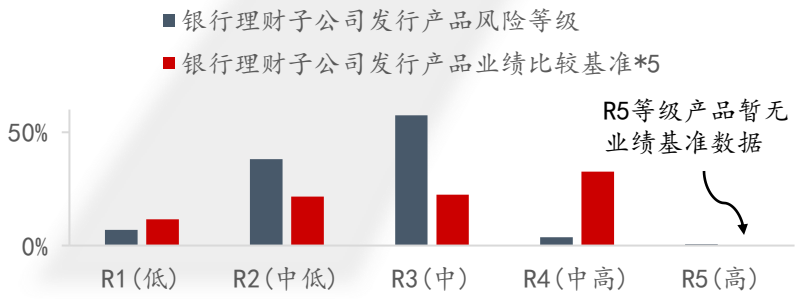
资料来源：WIND,民生证券研究院整理

银行理财子公司发行产品期限明显拉长，更适合投向权益类资产



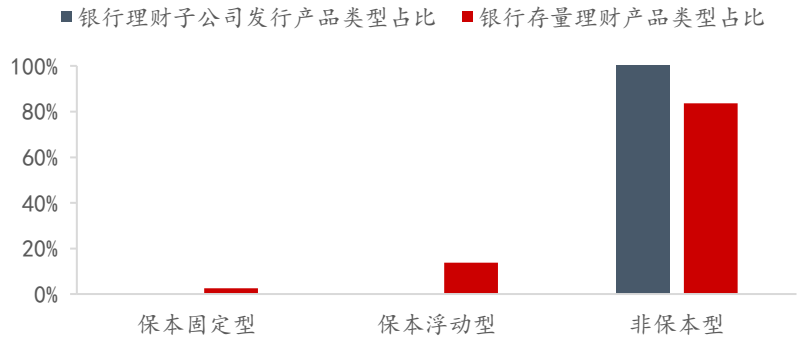
资料来源：WIND,民生证券研究院整理

银行理财子公司产品风险等级明显高于存量理财集中的R2以下，高业绩基准是配置股票的主要动力



资料来源：Wind,民生证券研究院整理

银行理财子公司产品完全转向非保本型



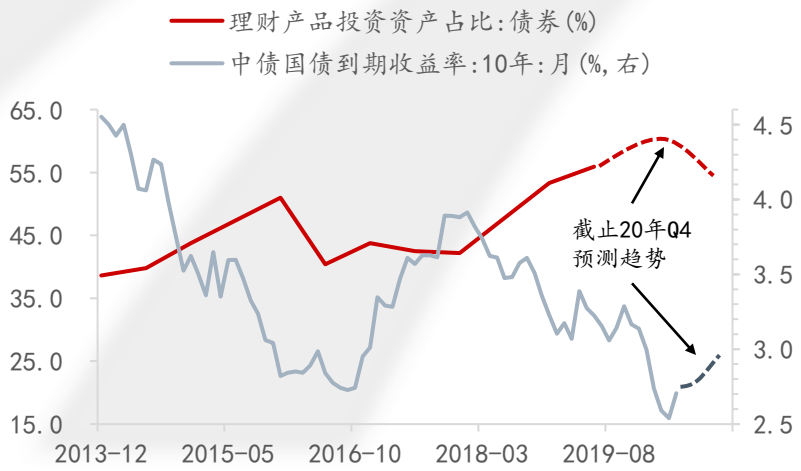
资料来源：WIND,民生证券研究院整理

2、股市增量资金来源

□ 银行理财资金通过理财产品渠道进入股市的增长空间巨大

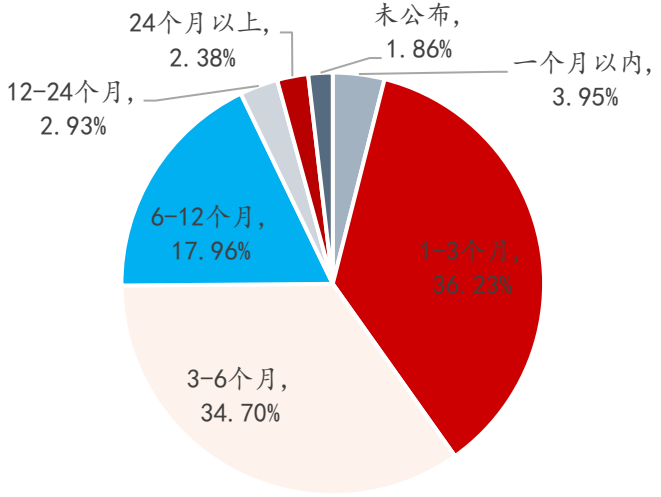
综合判断预计下半年能够流入股市2000亿元。当前存量理财产品到期会有两种处理方法，一是在银行内到期续作，二是由银行理财子公司发行产品。未来半年存量理财产品会有75%到期，上限可以假设这75%全部转为理财子公司发行，其中25%为混合类和权益类产品，可以配置股票，以10%底仓计算，共计4300亿。根据交银理财表示，到2020年底发行规模将达5000亿，显然下半年理财子公司还无法承接银行所有到期理财产品，假设这75%的产品仍按老产品续作，其中7%由于利率回升，从固收类转向混合类配置，仍按10%底仓计算，共计1200亿。

随着利率周期性上行，
理财产品中固收类占比将持续下降



资料来源：Wind,民生证券研究院整理

存量理财产品委托期限75%将在6个月内到期



资料来源：WIND,民生证券研究院整理

2、股市增量资金来源

□ 外资下半年预计将继续加配A股

为应对疫情对经济的冲击，欧美央行均大规模扩表，这给国际金融市场带来了极为宽裕的流动性。从央行总资产环比增长来看，美联储最高单周增加了5860亿美元，截止6月底，总资产规模达7.13万亿美元，从扩表增速和总规模上都要远超金融危机时期的2916亿美元和2.28万亿。欧央行最高单周扩表2230亿欧元，基本和金融危机时期相当，但总资产规模由2008年底的2.07万亿欧元增加到了6月底的6.24万亿欧元。

为应对疫情冲击，美联储和欧盟大规模扩表，将为国际金融市场带来极为宽裕的流动性



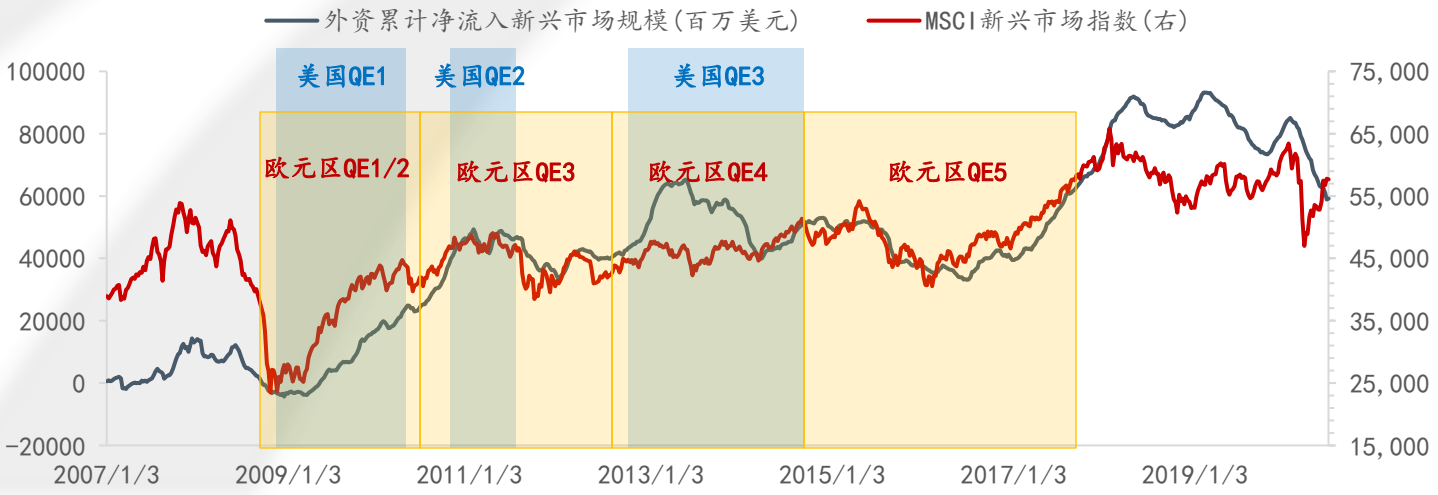
资料来源：Wind,民生证券研究院整理

2、股市增量资金来源

□ 外资下半年预计将继续加配A股

历史上QE之后，新兴市场普遍迎来外资趋势性流入。从历史上发达国家QE后资金流动的经验来看，廉价且泛滥的配置资金均会趋势性流入高收益率的新兴市场股市，而目前中国是新兴市场国家中疫情防控最好，经济复苏最为确定，汇率风险最低的国家，理应享受更多流动性溢价。从全球投资组合净流入数据来看，防疫较好的韩国已经在6月24日当周转为外资净流入，结束了三月底以来连续12周的大规模净流出。

历史上发达国家QE后新兴市场国家股市都会迎来趋势性资金流入



资料来源：EPFR，民生证券研究院整理

2、股市增量资金来源

□ 外资下半年预计将继续加配A股

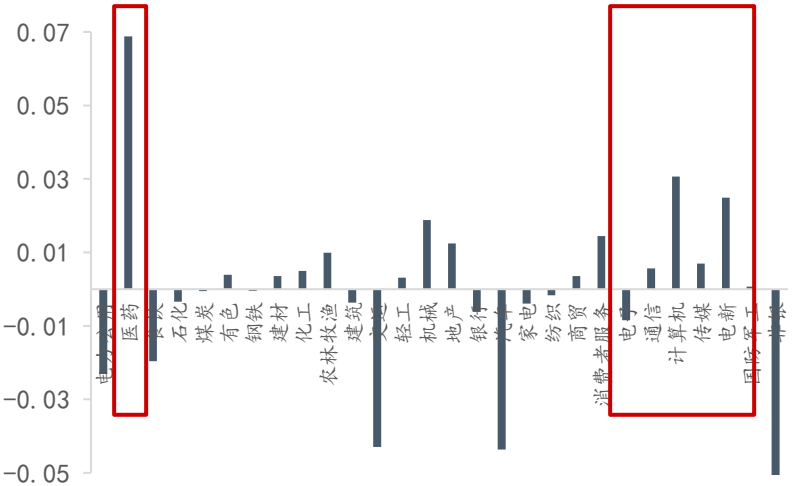
北向资金当前的行业配置结构代表了外资对中国经济结构升级的认同，也体现了制约外资流入风险的缓解。从北向资金净流入历史情况来看，北向资金只有两次大幅净流出，一是中美争端第一次出现，不确定性较多，二是国外疫情爆发导致美国流动性危机，下半年即使中美摩擦再度发生，市场也已经对此有了充分预期，而流动性危机在美联储无限量兜底下几乎不会发生。从北向资金的行业配置上看，相比2017年，外资明显加配了科技行业板块，降低了传统产业板块，这进一步体现了外资配置A股是中长期战略配置，而非短期热钱涌入。

北向资金历史上只有两次明显净流出A股，而当前这两大风险因素对市场的影响已明显减弱



资料来源：Wind,民生证券研究院整理

相比2017年，北向资金目前持仓结构体现了对中国经济产业升级趋势的认同



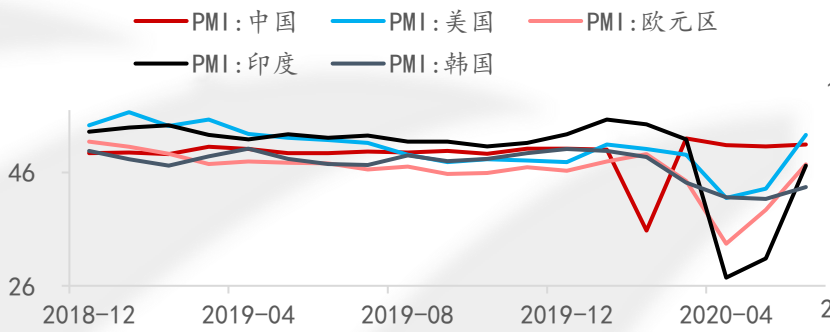
资料来源：WIND,民生证券研究院整理

2、股市增量资金来源

- 外资下半年预计将继续加配A股

经济最早复苏、疫情最先控制、汇率非常稳定、债券收益率较高使人民币资产吸引力较高

中国经济先于主要发达国家和发展中国家恢复



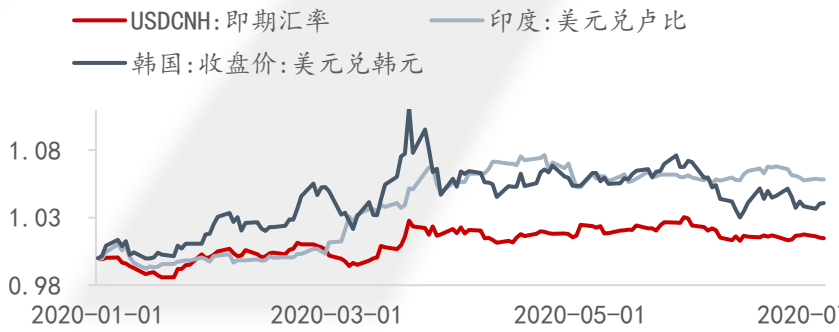
资料来源：Wind,民生证券研究院整理

中美经济增速差和利差阶段性走阔



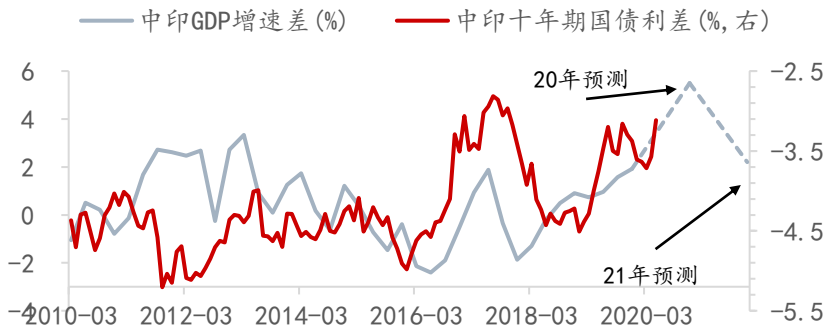
资料来源：Wind,民生证券研究院整理

人民币汇率是主要发展中国家里最稳定的



资料来源：Wind,民生证券研究院整理

中印经济增速差和利差阶段性走阔



资料来源：WIND,民生证券研究院整理

章节目录

1、债熊不论在时间还是空间上都还远未走完

2、股债利差凸显股票配置价值

3、A股主要板块估值预测与分位数

4、股市将在流动性和基本面共振下趋势性上涨

5、历史上机构投资者的持仓规律

6、配置主线：从债市向股市迁移

1、债熊不论在时间还是空间上都还远未走完

□ 债市最大的利空来自经济周期性复苏

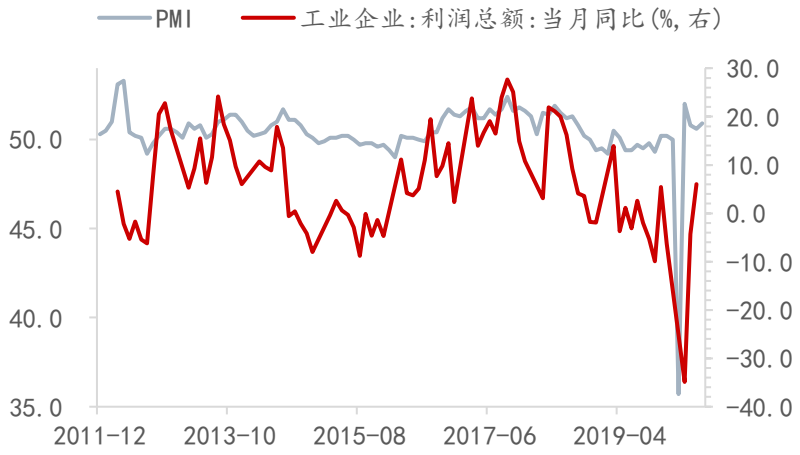
5月份工业企业利润增速月同比达6%，为11月以来首度转正，这表明工业企业的经营情况已经基本恢复至去年底的水平。6月份PMI数据达50.9，如果说5月份PMI50.6，环比下滑0.2使得经济复苏仍有不确定的话，6月份PMI重新开始扩张、中小企业BCI加速扩张叠加经济需求端的房地产、基建和发电耗煤趋势性向好，进一步证伪了对经济看空的逻辑。每一轮债熊基本都对应着经济复苏的确认，从时长上来看至少一年，因此本轮债熊在时间上还远未走完。

随着经济逐渐走强，债市利率将周期性上行



资料来源：Wind,民生证券研究院整理

5月份工业企业利润增速和6月份PMI指向经济已经接近正常化



资料来源：WIND,民生证券研究院整理

1、债熊不论在时间还是空间上都还远未走完

□ 债市的另外两个利空来自货币政策态度转向以及疫情的缓解

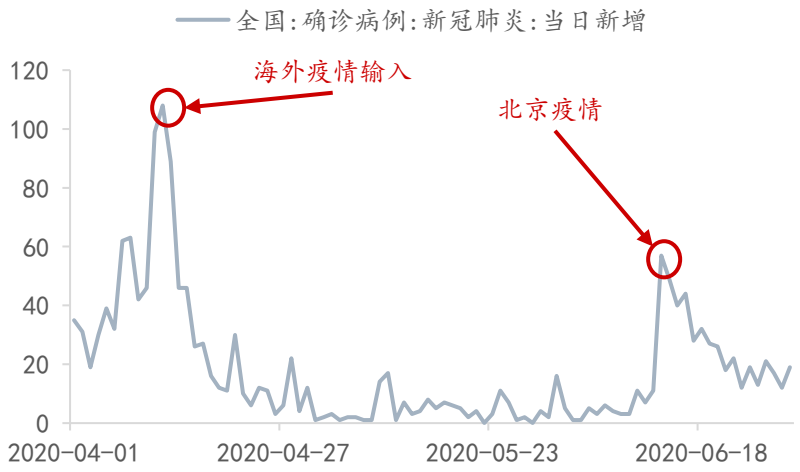
货币政策中防风险的权重提升引发资金利率上行和债市去杠杆，另外在宽信用背景下，银行继续配置债券的机会成本上升，导致利率债供给增加进一步加速了利率上行，一个观察指标是利率债一级市场投标倍数，自5月份以来这一数据趋势性减小，体现了银行资金承接利率债发行的意愿不足；风险偏好方面，随着防疫措施不断完善以及疫苗研发推进，疫情的反复已经难以明显影响市场情绪。以十年期国债利率来看，年前参与债市的投资者仍然是盈利的，这意味着空间上债熊也仍有很长的路要走。

银行对利率债的承接力度减弱，供给继续加大导致债市利率加速上行



资料来源：Wind,民生证券研究院整理

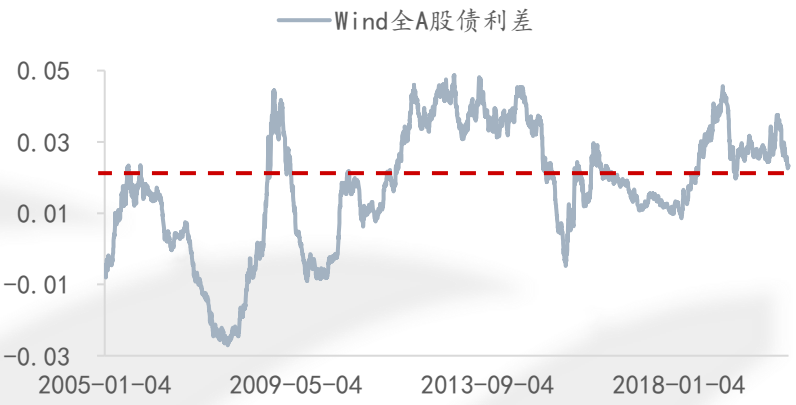
随着防疫措施不断完善，国内疫情即使小规模出现也能被迅速遏制，已经不再冲击市场情绪



资料来源：WIND,民生证券研究院整理

2、股债利差凸显股票资产配置价值

全A股债利差处于2005年以来62%分位数



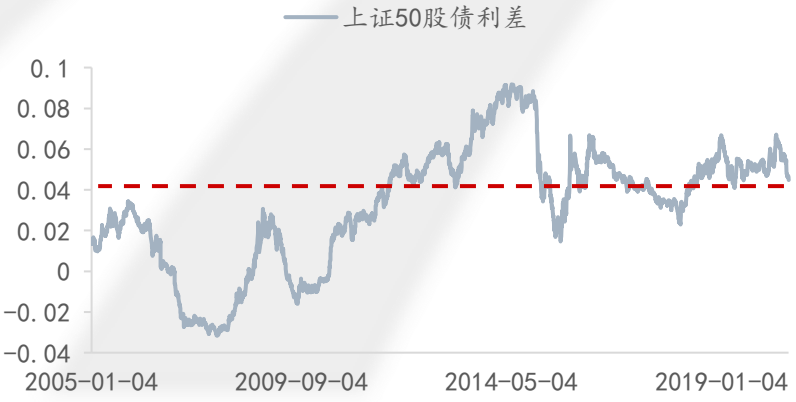
资料来源：Wind，民生证券研究院整理

上证红利股债利差处于2005年以来93%分位数



资料来源：WIND，民生证券研究院整理

上证50股债利差处于2005年以来63%分位数



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

中证100股债利差处于2005年以来61%分位数



资料来源：WIND，民生证券研究院整理

3、A股主要板块估值预测及分位数

创业板历史估值与预测估值水平



资料来源：Wind，民生证券研究院研究

中小板历史估值与预测估值水平



资料来源：Wind，民生证券研究院研究

主板历史估值与预测估值水平



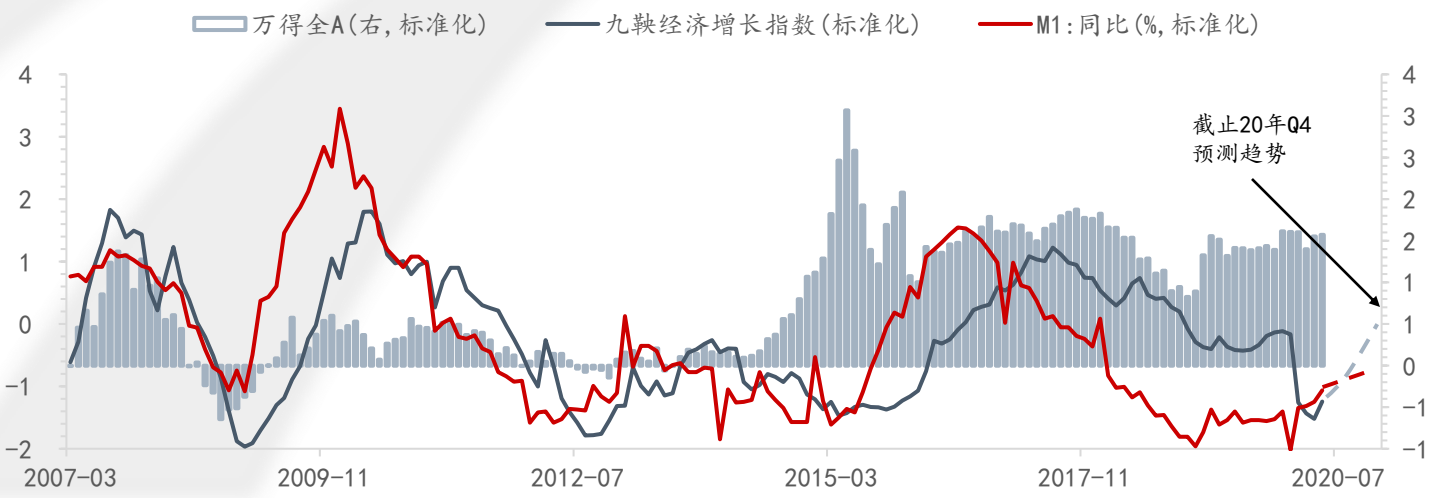
资料来源：Wind，民生证券研究院研究

板块名称	当前估值分位数	2020年底预测估值分位数	2021年底预测估值分位数
创业板	89.8%	72.2%	32.9%
中小板	83.1%	43.3%	7.6%
主板	57.1%	41.7%	24.1%

4、股市将在流动性和基本面共振下趋势性上涨

A股的择时机会主要取决于流动性和基本面，下半年在流动性宽松和基本面修复的背景下，股市将有趋势性机会。从历史上看，A股主要上涨趋势发生在流动性和基本面共振的阶段，比如2007年、2009年（2015年属于表外加杠杆较为特殊，因此不加入讨论），2017年由于金融去杠杆导致货币量先于基本面收缩，叠加外资流入进而产生了蓝筹股行情。展望下半年宏观流动性和基本面将较为确定的共振向上，外资、新发基金、理财资金、居民入市等几大增量资金进一步给股市提供了宽裕的流动性环境。

股市将在流动性和基本面共振下趋势性上涨



资料来源：Wind,民生证券研究院整理

5、历史上机构投资者的持仓规律

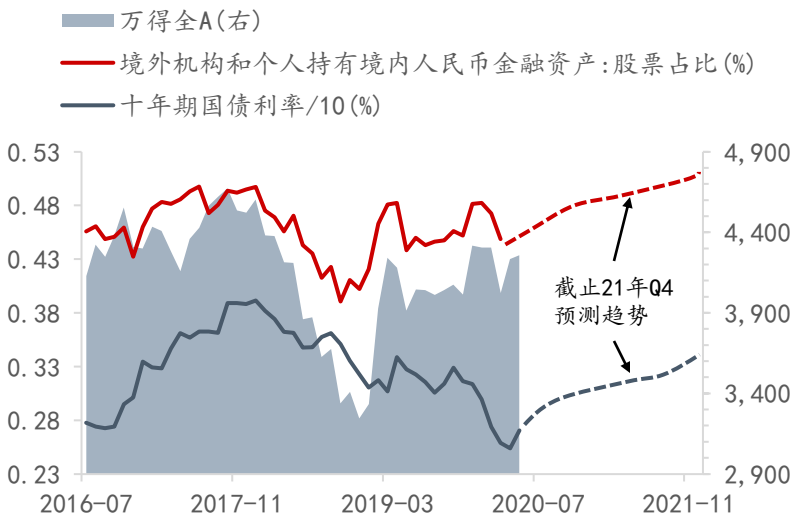
机构投资者对股票的配置仓位和债券资产收益率水平往往呈反比。由于灵活配置型基金对债券的配置权重更大，调仓更为灵活，因此作为公募基金的观察对象，可以发现往往利率债收益率上行期，债券资产资本利得损失较大，基金对股市的持仓会趋势性上行。外资对A股和人民币债券的配置也体现这一规律，利率上行期对股市的配置比例会明显增加，而且相比公募基金，外资对股票的配置弹性更大，只要行情向好，即使利率下行也会加配股票。

利率走高时，公募基金倾向于增加股票仓位



资料来源：Wind,民生证券研究院整理

利率走高时，外资往往也会加配股票

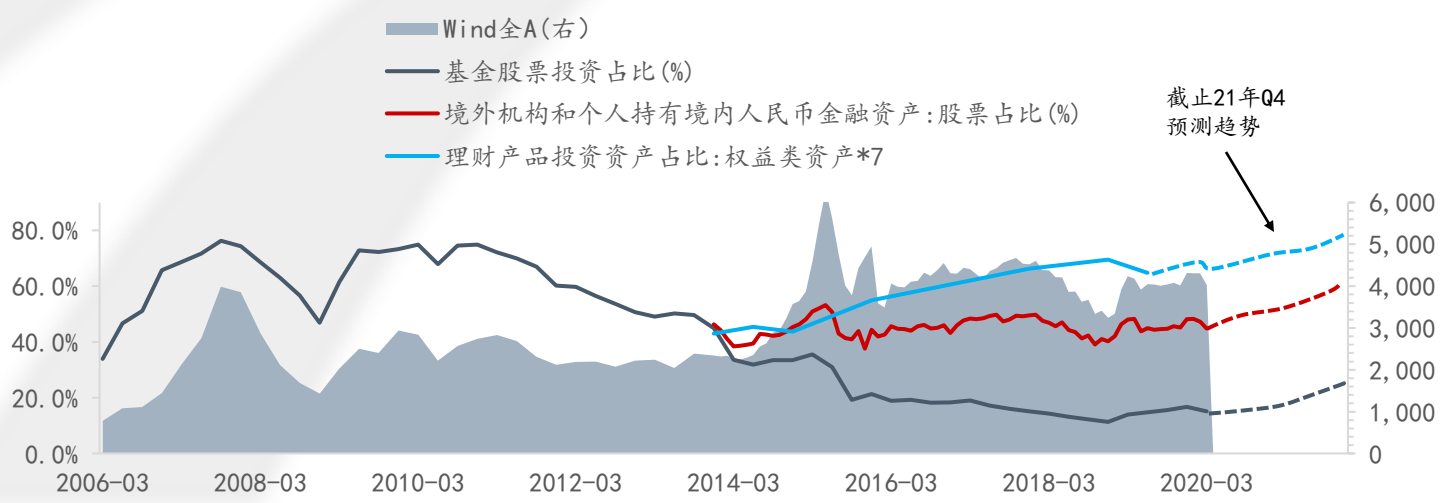


资料来源：WIND,民生证券研究院整理

5、历史上机构投资者的持仓规律

外资、公募基金、银行理财预计将趋势性加配A股。主要机构投资者对A股的配置仓位具有一致性，公募基金由于国内债市发展以及收益率长期下行，因此对债券的配置比例从2010年后不断升高，但股票持仓的波动仍然与股市行情相对应，也与外资和理财产品相一致。受债市收益率周期性上行，资本利得减少以及A股行情启动，各大机构投资者预计将趋势性加仓A股，成为A股多头最大的增量来源。

外资、公募基金、银行理财将趋势性加配A股



资料来源：Wind,民生证券研究院整理

6、配置主线：从债市向股市迁移

1、需求端复苏接力生产复工，经济加速好转；

2、出口仍然萎缩，但对经济整体影响不大，货币政策新定调提出国内国外两个循环，且以国内为主

3、6月PMI出厂价格重回扩张区间，通缩担忧缓解

1、央行季度例会再提提高小微企业贷款、信用贷款、制造业贷款比重，宽信用大方向不变；

2、防风险权重提高，但金融杠杆远低于2016年，金融收紧可能性很小；

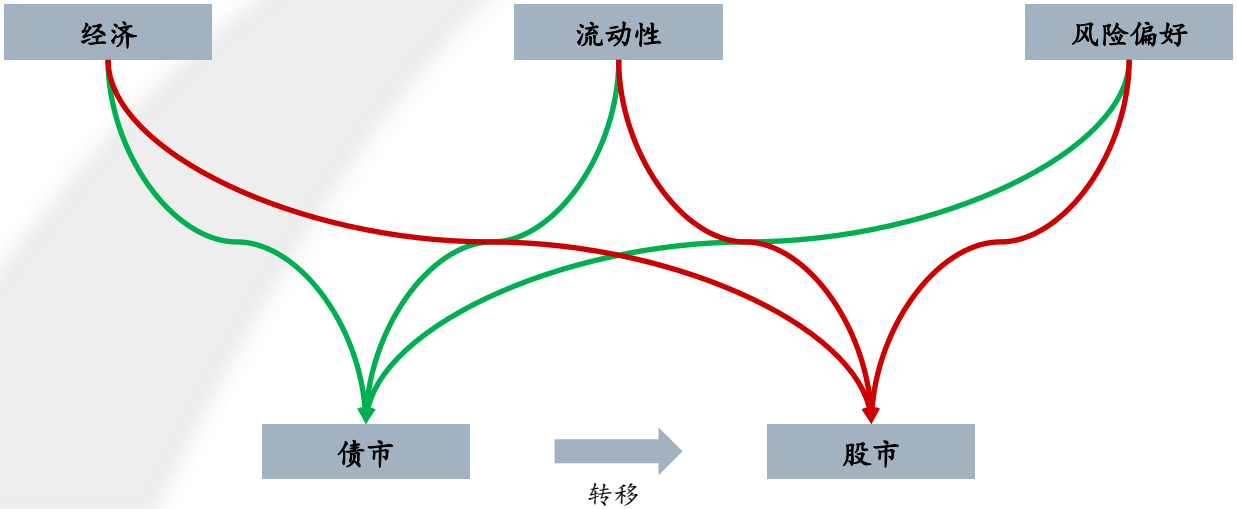
3、经济好转，信贷回升，银行承接利率债发行意愿不足，发债利率持续上行；

4、货币政策防风险权重将不断提高，资金市场宽松阶段已经过去

1、疫情防控措施经验化，国内即使反弹也难影响全局；

2、疫苗研发进展不断推进；

3、中美摩擦已被市场消化，暂时没有观察到其它重大风险发生可能



章节目录

1、行业配置方法论：基于两大要素、六大行业周期的配置方法论

2、趋势因素：疫情后对趋势因子的交易达到极致

3、周期因素：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

4、行业配置建议：配置景气度回升的周期性行业，如科技、金融、地产后周期消费

1、A股市行业配置方法论

- 行业配置研究的两大要素：趋势因素和周期因素

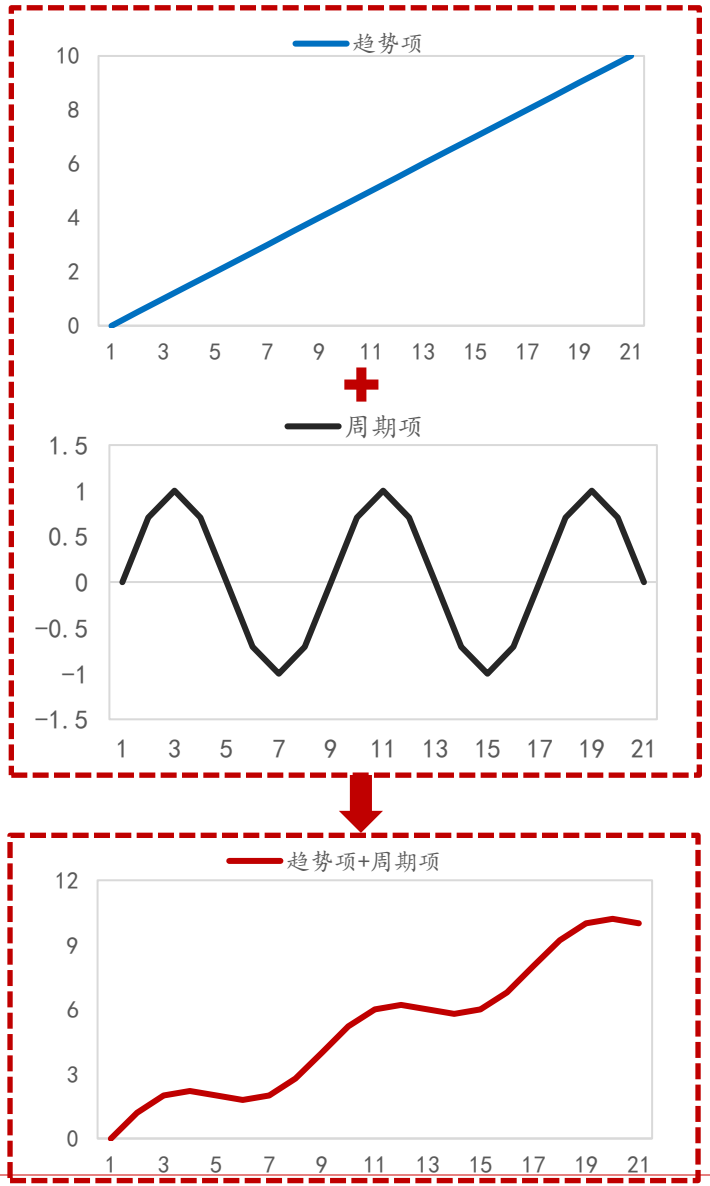
$$y = F_1(x_1) + F_2(x_2)$$

- Y：行业相对收益
- X1：趋势因素
- X2：周期因素

趋势项：市场投资者结构、增量资金属性、宏观产业结构、人口结构趋势性变化，带来行业长期增长空间的改变。

周期项：行业自身景气周期、市场估值周期。

股票走势是趋势项和周期项共同作用的结果。

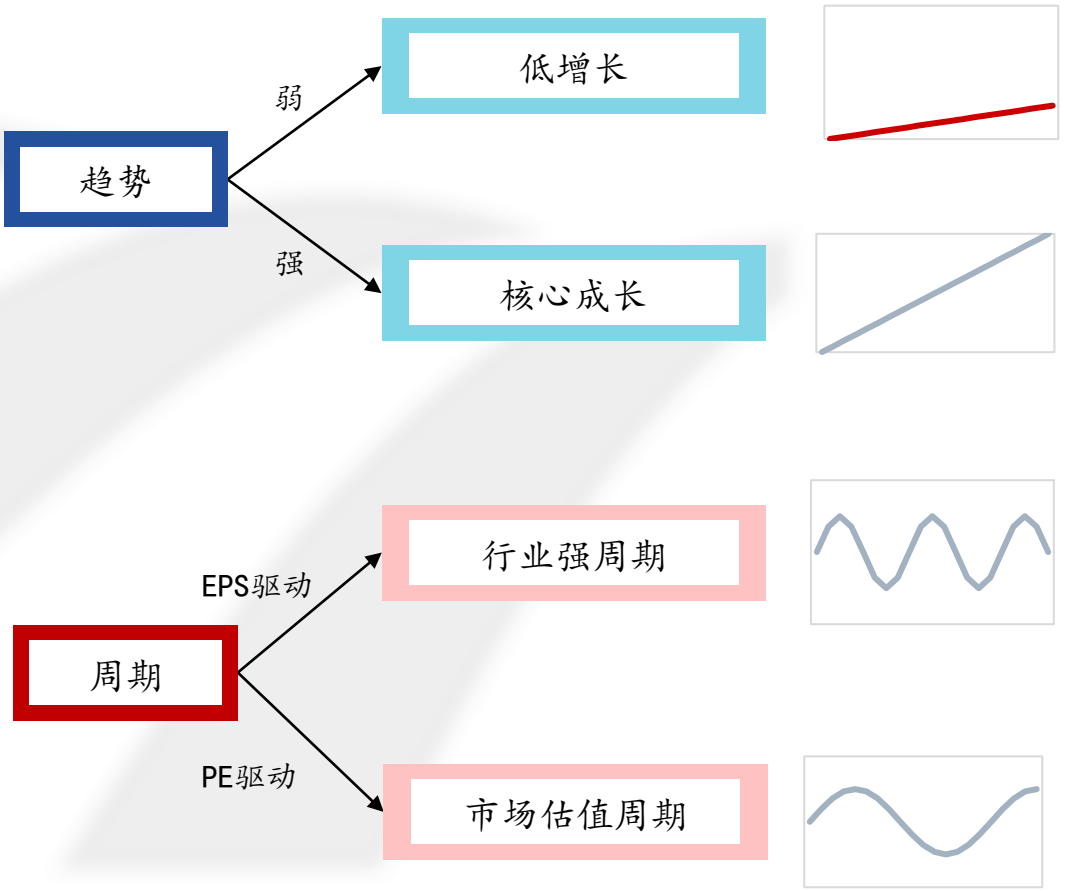


民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

1、A股市行业配置方法论

□ 因素分类：按照趋势强弱、周期驱动力，两大要素可分为四类属性，个股是一类或两类属性的组合体

多数行业同时分布有高成长弱周期、高成长强周期或低成长强周期个股，个股属性的最大公约数构成了行业属性。

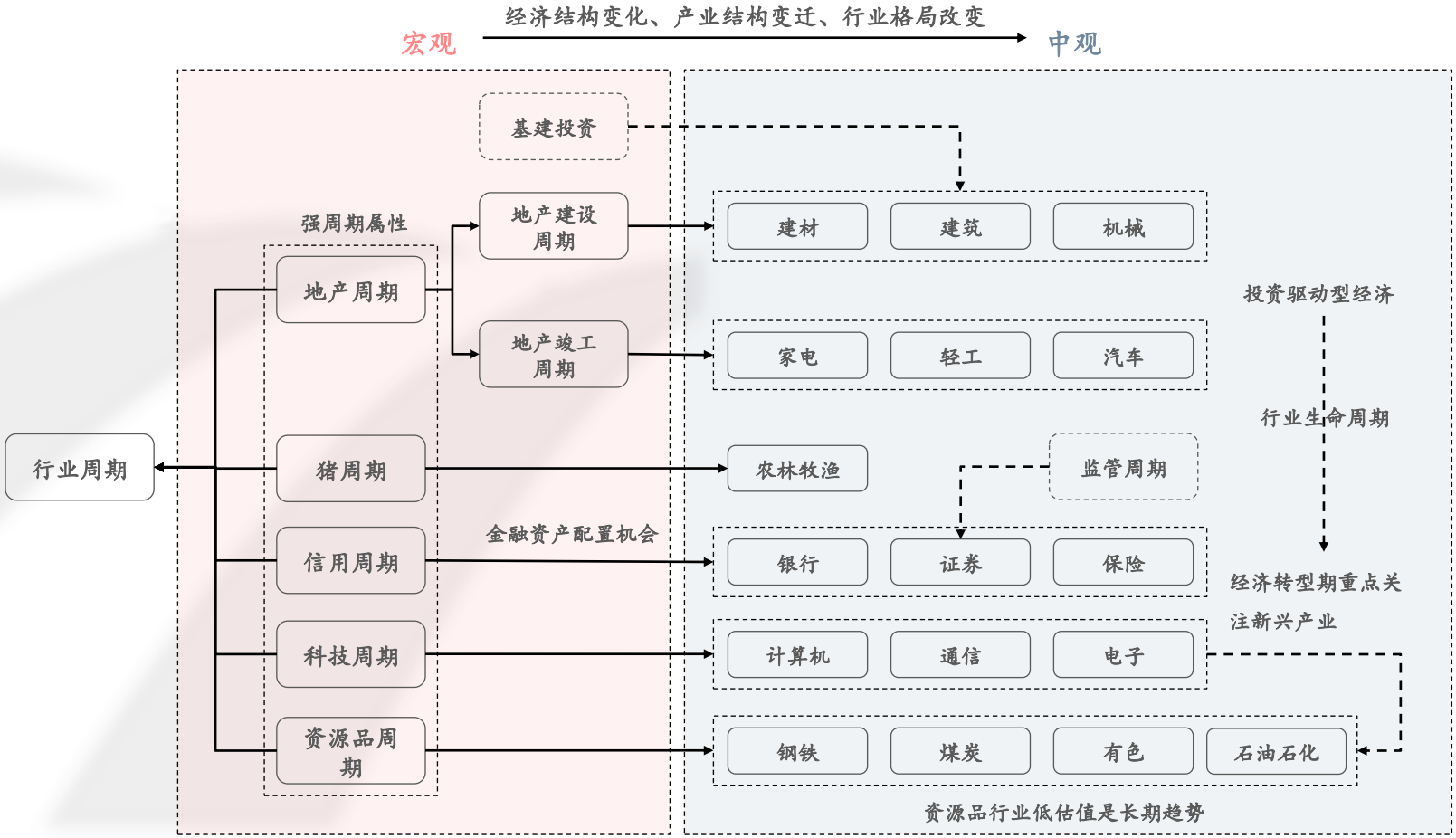




民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

1、A股市行业配置方法论

□ 周期因素：六大行业周期跟踪框架



1、A股市行业配置方法论

- 案例：美股-以趋势主导的市场 vs A股-以周期主导的市场



资料来源：wind，民生证券研究院整理

1、A股市行业配置方法论

□ 案例：A股各类属性个股股价走势

核心成长：长期上涨，回撤极低



资料来源：wind，民生证券研究院整理

周期成长：周期性强，底部抬升



资料来源：wind，民生证券研究院整理

传统周期：波动极大，长期受益低



资料来源：wind，民生证券研究院整理

瑕疵股：牛市弹性高，长期波动收敛

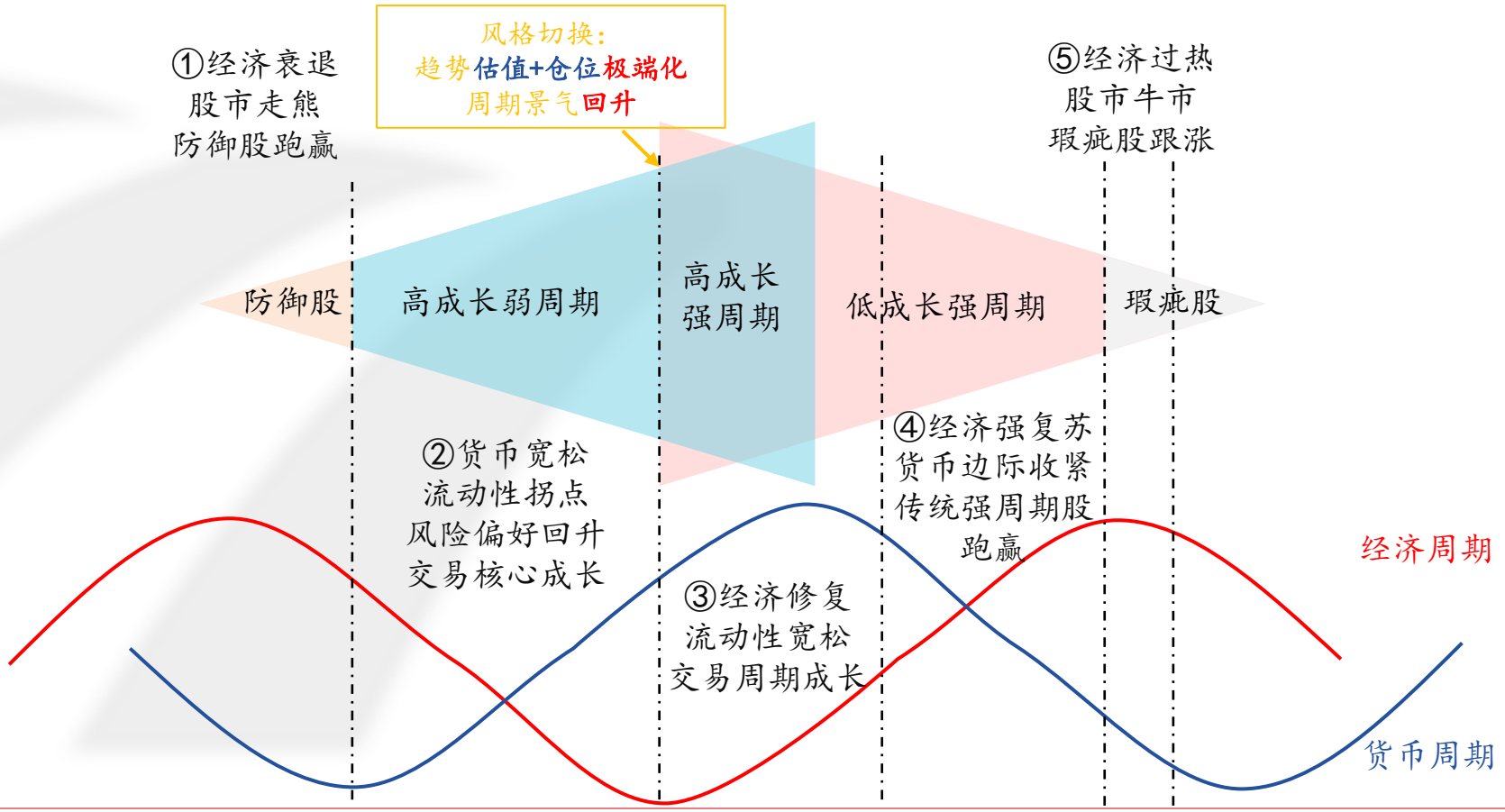


资料来源：wind，民生证券研究院整理

1、A股市行业配置方法论

□ 配置：趋势因子 VS 周期因子，权重如何抉择？

买趋势，还是买周期？ 看 周期上行强度 和 趋势—估值+仓位

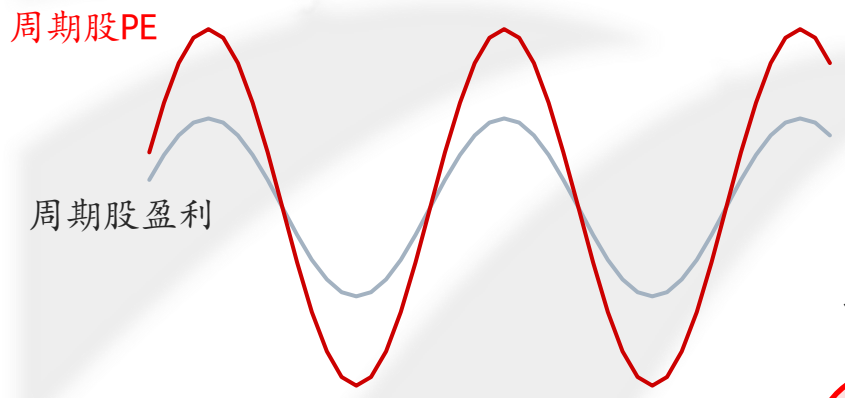


1、A股市行业配置方法论

□ 周期超额收益来源

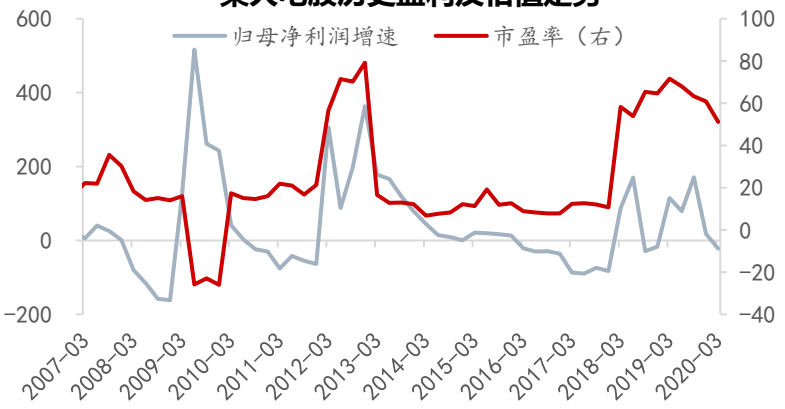
估值（PE）与基本面（EPS）同周期波动，以个人为主的投资者结构放大了周期估值波动

基本面：**盈利周期性**波动



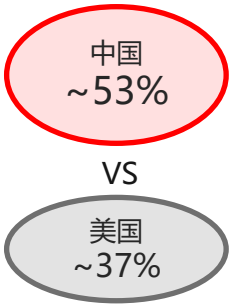
估值：个人投资者占比高—**估值震幅大**

某火电股历史盈利及估值走势

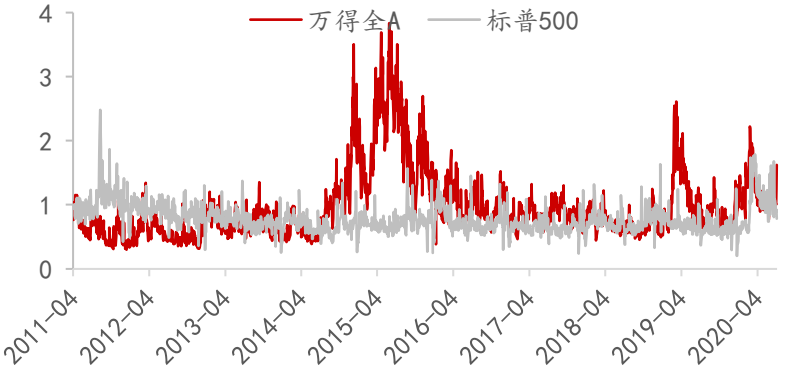


资料来源：wind，民生证券研究院整理

个人投资者比例



A股投资者占比高，在市场上涨换手率会显著放大



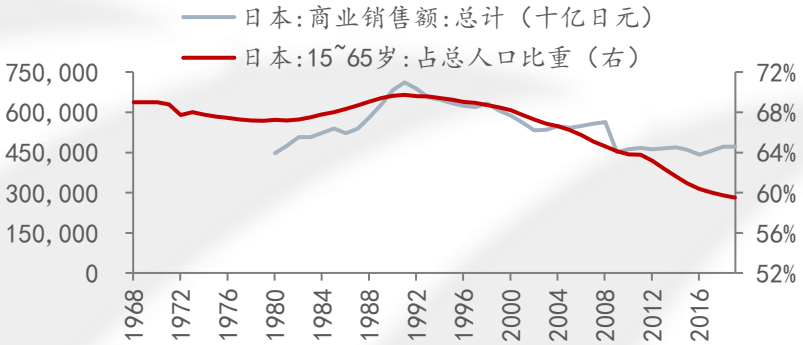
资料来源：wind，民生证券研究院整理

2、趋势变量：疫情后对趋势因子的交易达到极致，但趋势与周期的盈利增速差却在缩小

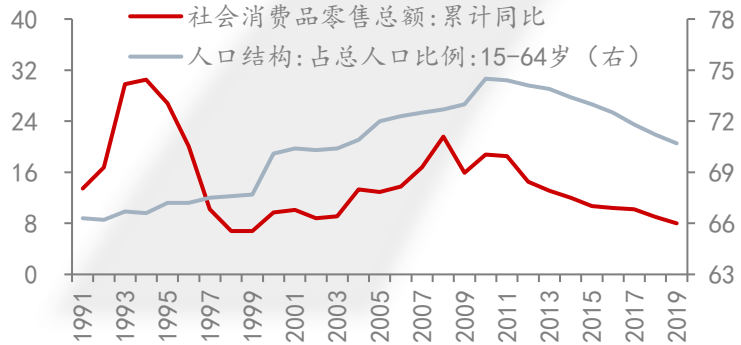
□ 趋势因素导致A股长期中枢向上

人口老龄化拓宽医药、食品、工业及家用电器的长期市场空间。参照日本，1990年日本劳动人口占比下降带动商业零售额下行，人口老龄化一方面促进了食品和医疗消费，另一方面带动了工业和家用场景的自动化设备需求。

1990年日本进入老龄化拐点，商业零售下行

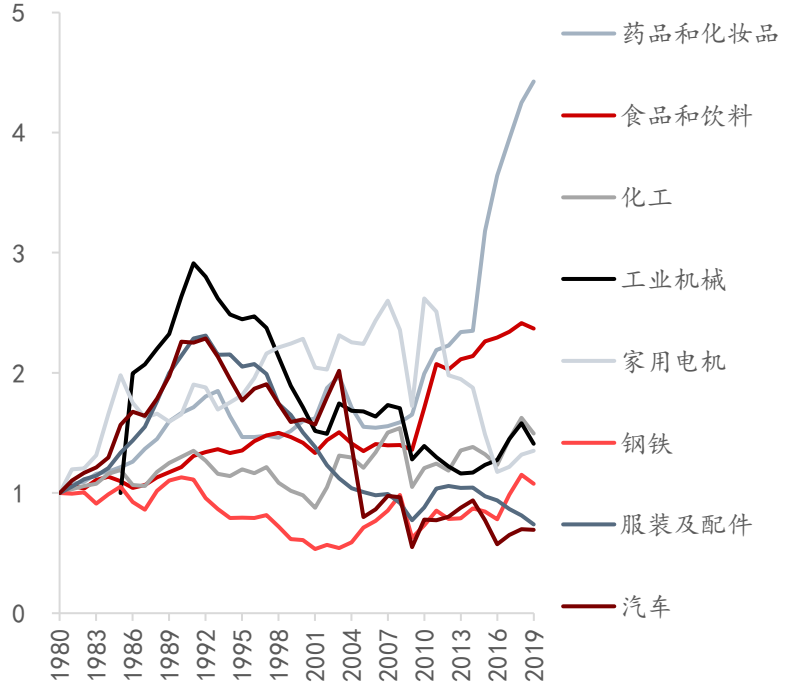


2010年中国劳动人口比例达到峰值



资料来源：wind，民生证券研究院整理

1980年至今，日本商业零售额增长最快的赛道是药品、食品、工业机械和家电



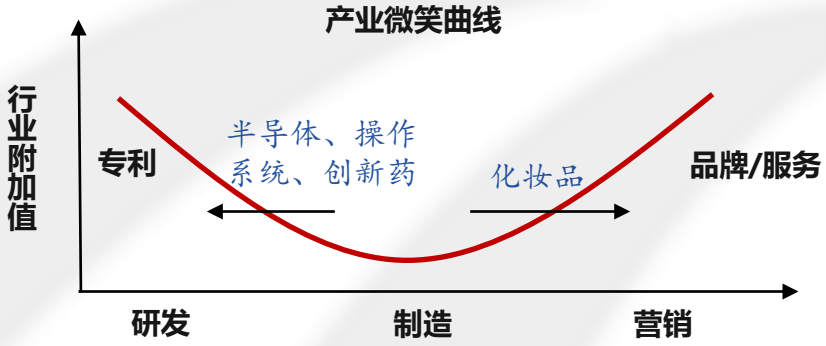
资料来源：wind，民生证券研究院整理

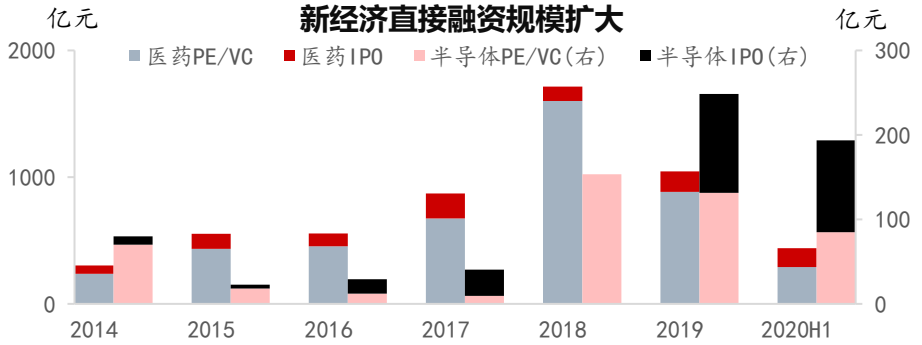
2、趋势变量：疫情后对趋势因子的交易达到极致，但趋势与周期的盈利增速差却在缩小

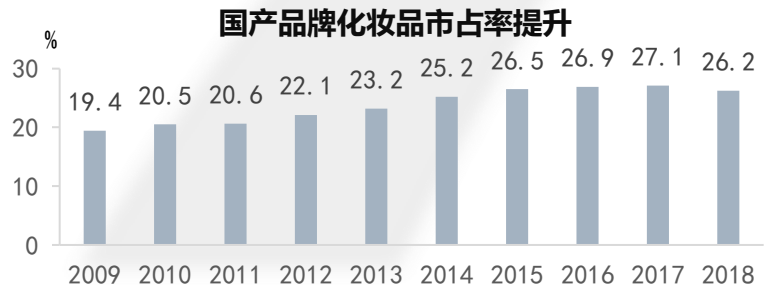
□ 趋势因素导致A股长期中枢向上

产业向高附加值环节转型，国产替代赛道涌现。制造业从传统代工向高附加值上下游环节延展，诸多行业涌现国产替代机会。国货美妆通过下沉三四线市场获得市占率提升，半导体、创新药研发投入增加。

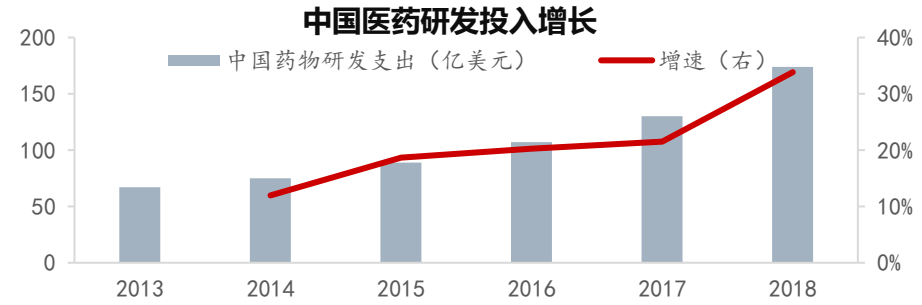
产业转型倒逼金融改革，直接融资比例扩大。低风险偏好的间接融资体系不能满足快速发展中的新经济产业，产业转型倒逼金融改革，科创板和创业板注册制落地，精准滴灌新经济行业，直接融资比例扩大。







资料来源：Euromonitor，民生证券研究院整理



资料来源：wind、insight，民生证券研究院整理

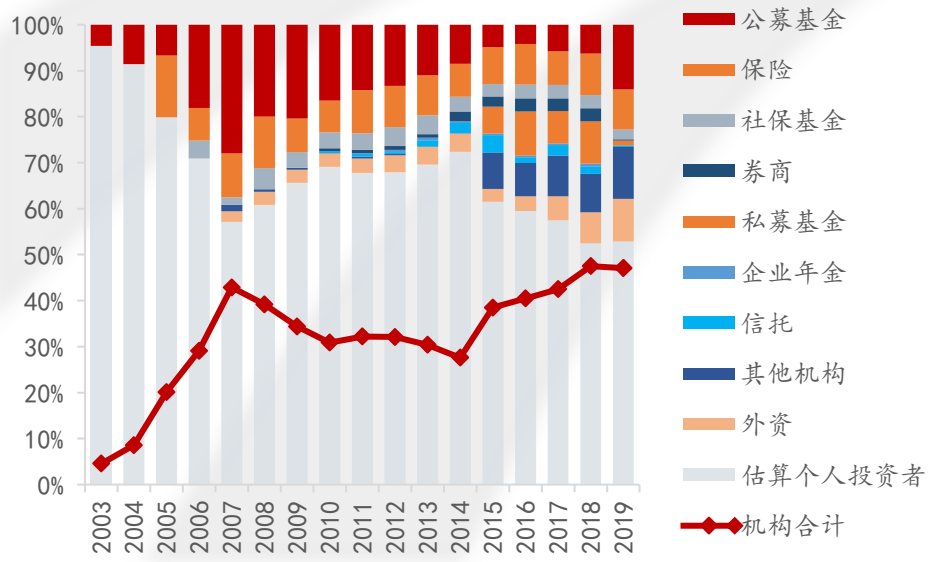
2、趋势变量：疫情后对趋势因子的交易达到极致，但趋势与周期的盈利增速差却在缩小

□ 趋势因素导致A股长期中枢向上

机构资金入市，机构持股比提升。理财子公司成立、养老金入市、外资流入等趋势有望为A股带来持续增量资金，A股正处在机构化进程中，个人投资者占比下滑。

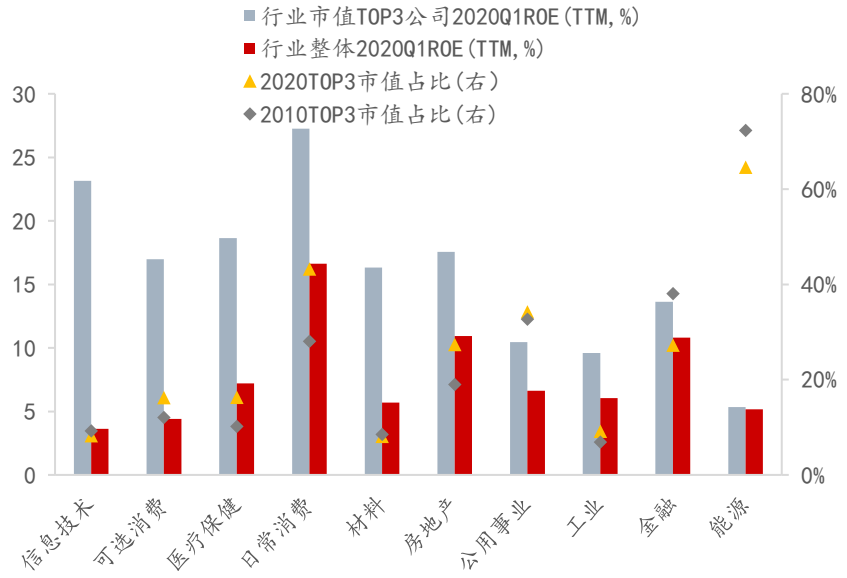
集中度提升，龙头估值溢价。在消费、地产等进入成熟期的行业，低增长环境下头部公司在存量博弈中占优，行业集中度提升，盈利能力更强，龙头公司获得估值溢价。

各类投资者持股市值占A股自由流通市值比重



资料来源：wind，民生证券研究院整理

龙头盈利能力更强，行业市值占比提高

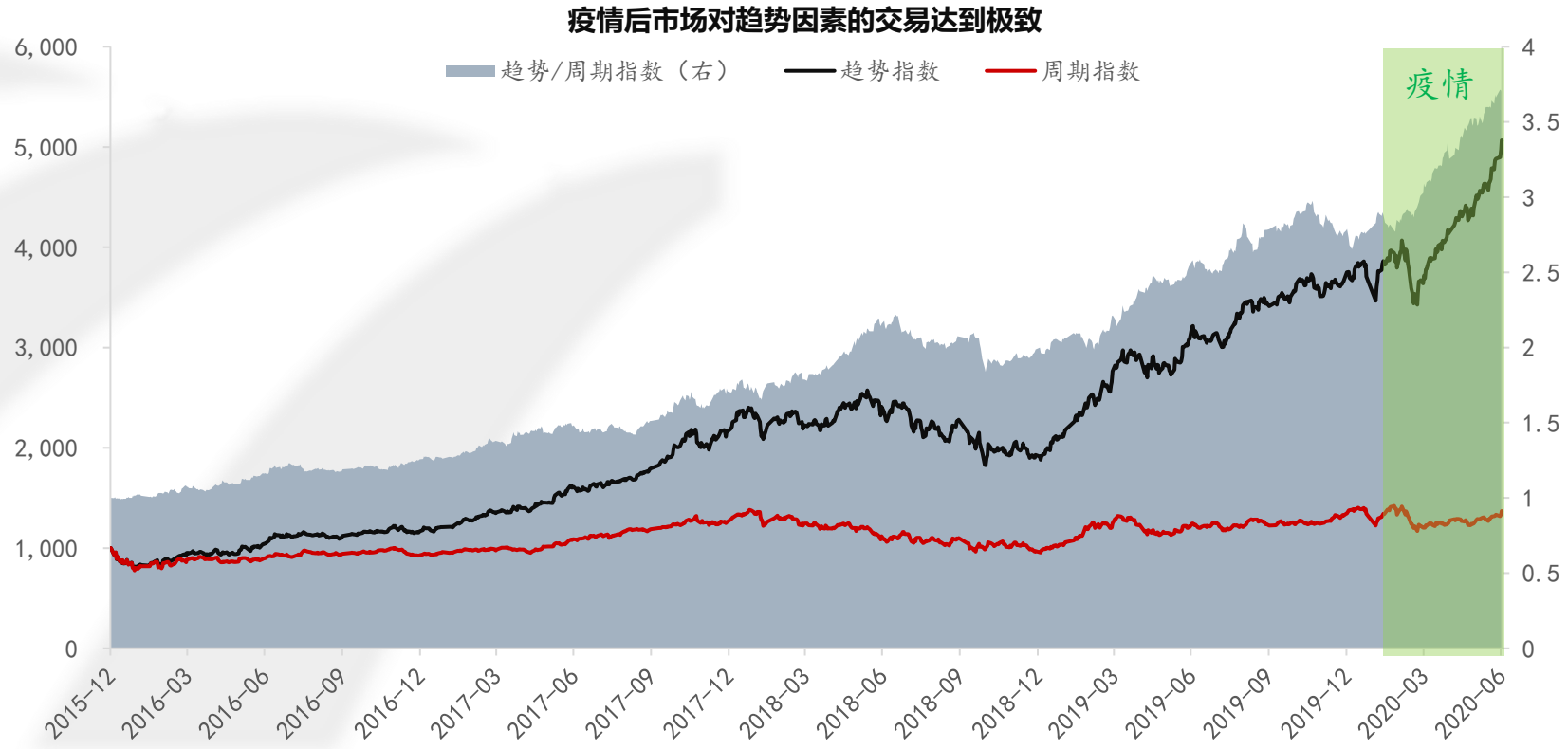


资料来源：wind，民生证券研究院整理

2、趋势变量：疫情后对趋势因子的交易达到极致，但趋势与周期的盈利增速差却在缩小

□ 疫情后对趋势因素的交易达到极致

过去4年趋势和周期指数表现整体分化，疫情后对趋势因素的交易达到极致，趋势和周期的相对指数在过去3个月里以4年来最陡峭的斜率上升。



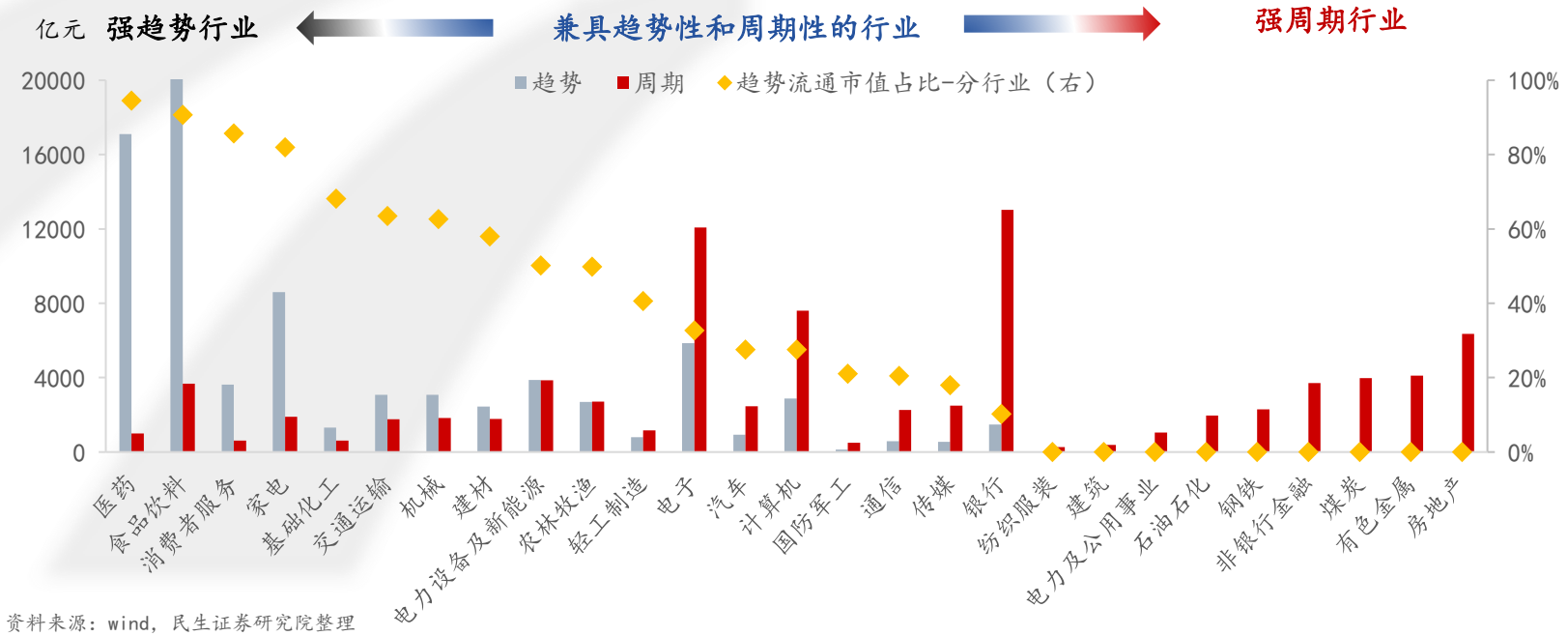
资料来源：wind，民生证券研究院整理

2、趋势变量：疫情后对趋势因子的交易达到极致，但趋势与周期的盈利增速差却在缩小

□ 疫情后对趋势因素的交易达到极致

食品饮料、医药、消费者服务是强趋势性行业，TMT及电新兼具趋势和周期性。为了探讨趋势和周期因子的相对收益，我们构建了有趋势特征和周期特征两个股票池并构建了对应指数。趋势股票池的选股逻辑是长期成长逻辑行业（如半导体、医药、食品饮料）的一线龙头或成熟行业中有强议价权、能抵御行业周期波动的头部企业，股票池个股数为78只。周期股票池的选股逻辑为强周期行业（地产、有色、煤炭、非银）中的一二线龙头，股票池个股数为132只。

趋势指数 vs 行业指数流通市值行业分布



资料来源：wind，民生证券研究院整理

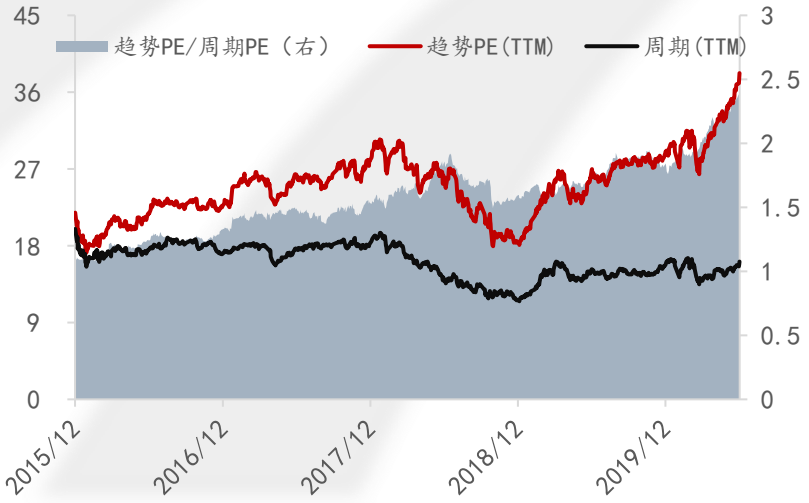
2、趋势变量： 疫情使得趋势和周期估值差达到极致，但两者的盈利增速差却在缩小

□ 疫情后对趋势因素的交易达到极致

疫情后趋势和周期估值比突破前高，但两者的盈利增速差却在缩小。长周期看，趋势和周期指数分化的背后是趋势的盈利增速持续高于周期，背后原因是最近一轮房地产周期厚尾特征导致传统基建地产周期的走平。但疫情前经济已经显露出弱复苏迹象，周期项的盈利增速在2019年已经有回升趋势，两者的盈利增速差在收敛。

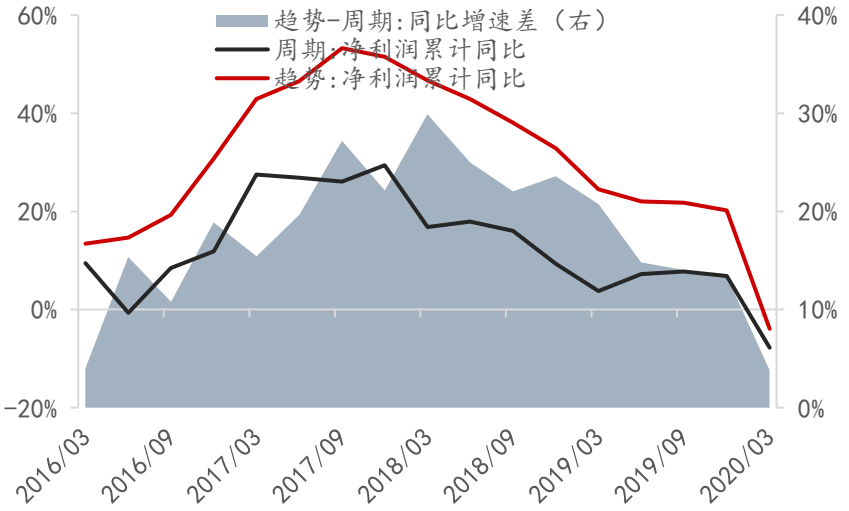
疫情改变外资流入和复苏进度两个变量，周期复苏被延迟，市场集中交易趋势。一方面，疫情全球化导致核心经济体大规模QE，疫情后国际资本流入国内；另一方面，疫情前经济即将进入弱复苏阶段，补库存前瞻指标PMI和PPI在2019年末先后反弹，疫情延长了库存周期处于底部的时间，周期行业复苏延迟，市场集中交易趋势。

趋势和周期的估值比突破前高



资料来源：wind，民生证券研究院整理

两者的盈利增速差在缩小

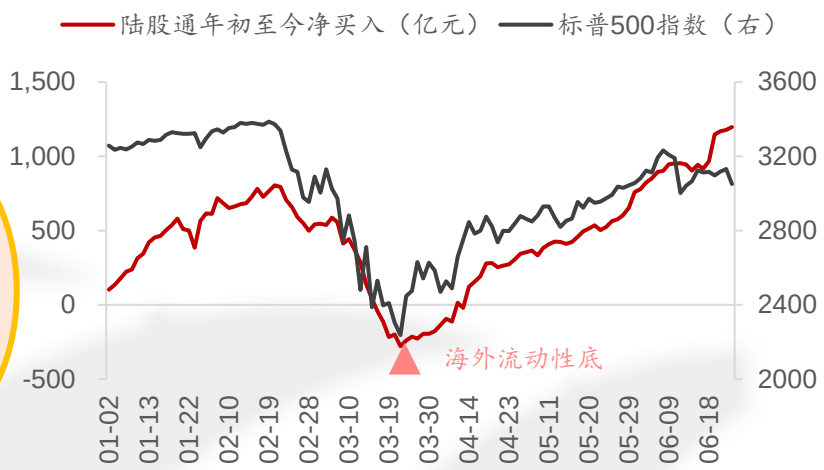


资料来源：wind，民生证券研究院整理

- 疫情改变了两个变量：外资流入斜率放大、周期复苏延迟，市场集中交易趋势

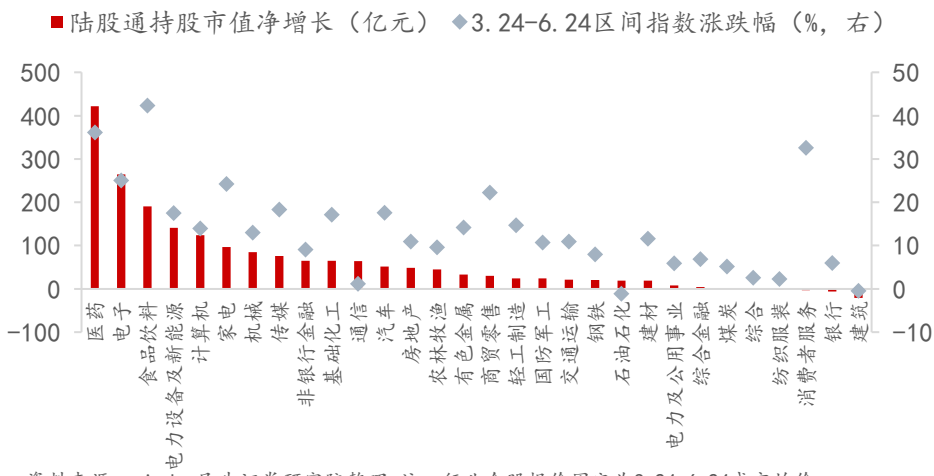
外资流入斜率放大

海外QE，国际资本加速流入A股



资料来源：wind，民生证券研究院整理

海外流动性缓解，陆股通持股净增长与行业涨跌幅正相关



资料来源：wind，民生证券研究院整理 注：行业个股报价固定为3.24-6.24成交均价

\+

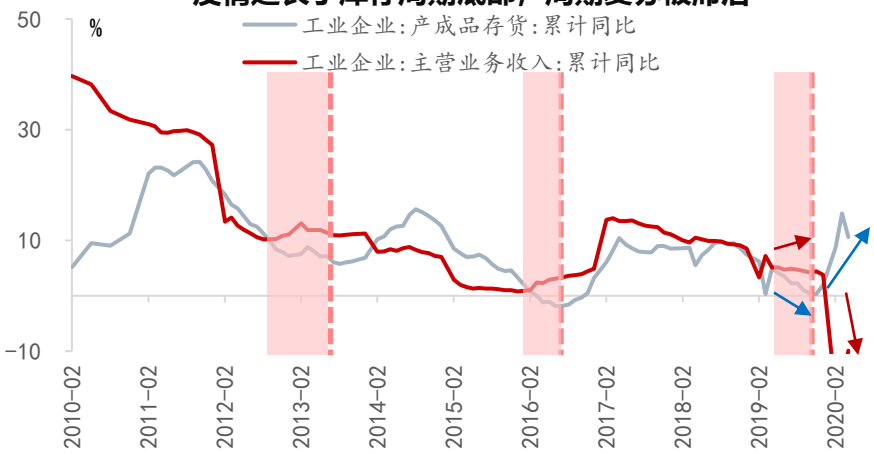
周期复苏被延迟

2019年末PPI和PMI先后见底



资料来源：wind，民生证券研究院整理

疫情延长了库存周期底部，周期复苏被滞后



资料来源：wind，民生证券研究院整理

3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

基本面周期

六大行业周期配置体系

①**资源品周期：**全球经济平缓复苏带动PPI回升，资源品分化式修复

②**基建地产周期：**基建拉动固投回升；政策端有稳有压、相机管理，地产销售稳步修复

③**地产竣工后周期：**交房刚性压力带动竣工回升，地产后周期消费景气回暖

④**信用周期：**货币宽松叠加经济稳步复苏，驱动新一轮信用周期进入上行拐点

⑤**猪周期：**非洲猪瘟常态化制约产能释放，下半年猪价维持高位震荡

⑥**科技周期：**第四轮科技周期与国产替代共振，带动科技景气向上

估值周期

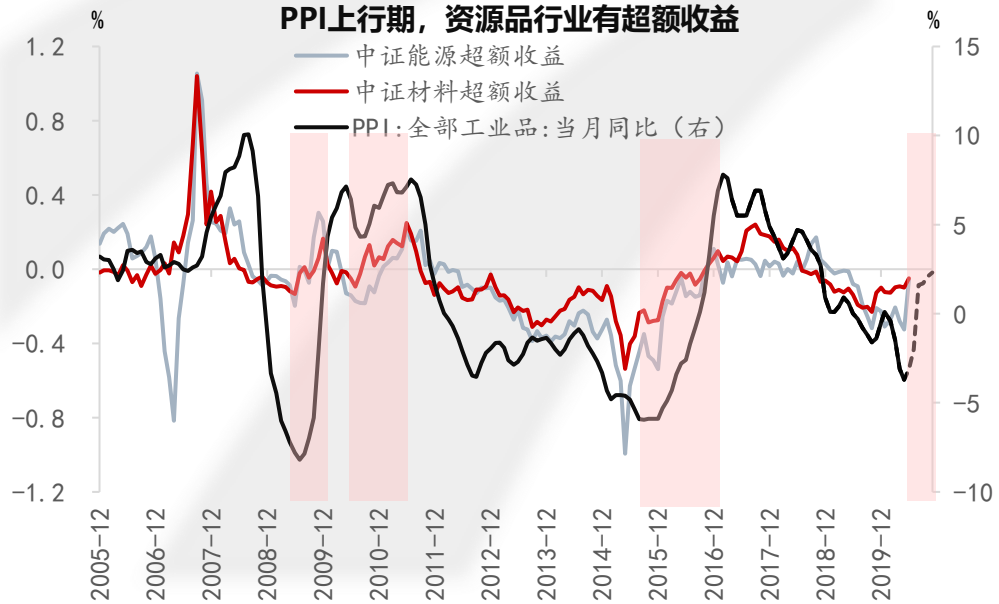
①**估值分化极端化：**疫情后市场二八分化加剧，少部分个股耐克型上涨，高估/低估PE比急剧上升，估值提升的核心在于市场寻找盈利受疫情冲击更小的行业

②**估值比将中枢回归：**预计极端化的估值比将收敛，方式是低估值周期股盈利回升催化估值修复，高估的少部分个股靠时间换空间

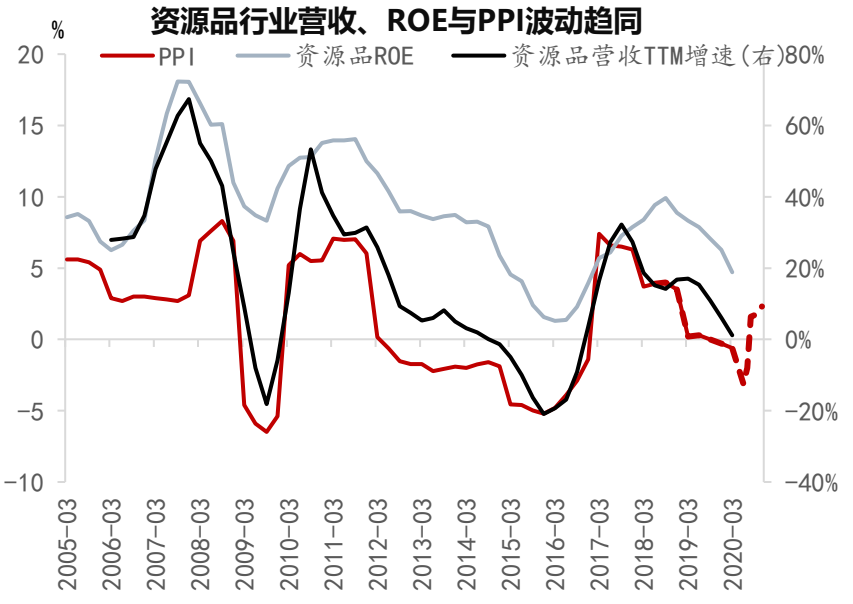
3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

□ 资源品周期：全球经济平稳复苏带动PPI回升，资源品分化式修复

疫情冲击下大宗商品价格普遍暴跌，下半年全球经济稳步复苏带动PPI回升。PPI上行的方向确定，但存在两大因素制约PPI回升斜率，一方面疫情二次爆发和国际政治冲突扰动全球复苏进程。另一方面，疫情对大宗品库存冲击水平不一，疫情后原油、钢铁库存水平维持高位，铜库存处于历史低位，资源品价格修复将出现品种分化。历史上PPI上行期资源品行业有超额收益，叠加钢铁、煤炭行业被普遍低估，PPI回升或催化行业估值修复。



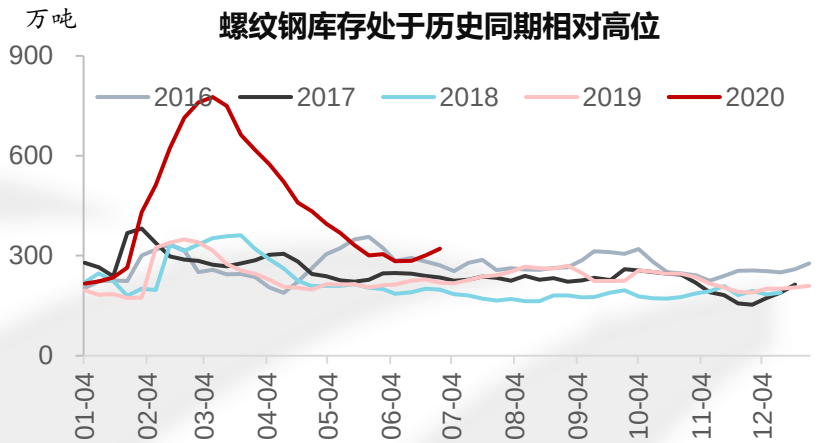
资料来源：wind，民生证券研究院整理



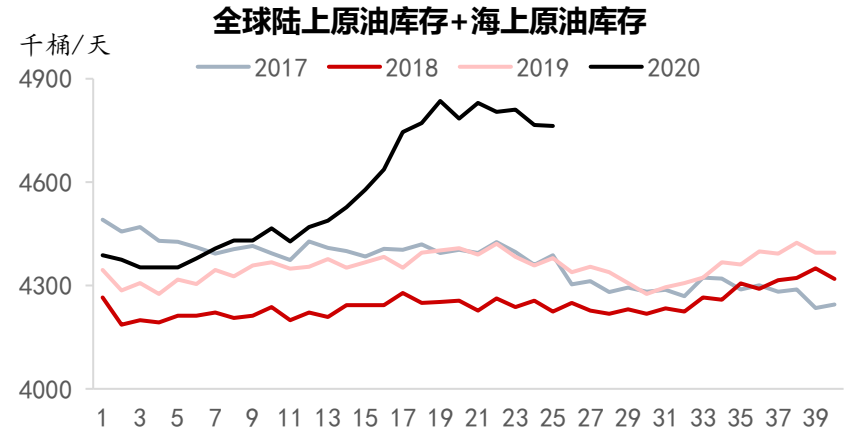
资料来源：wind，民生证券研究院整理

3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

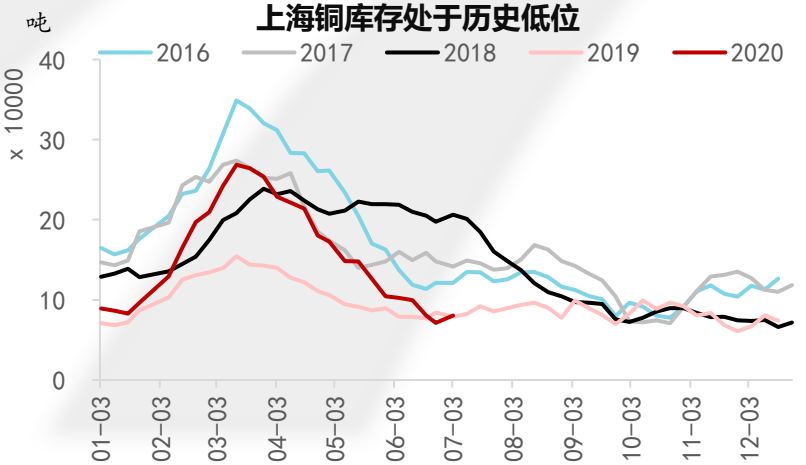
□ 资源品周期：疫情对大宗商品库存冲击不一，资源品分化式修复



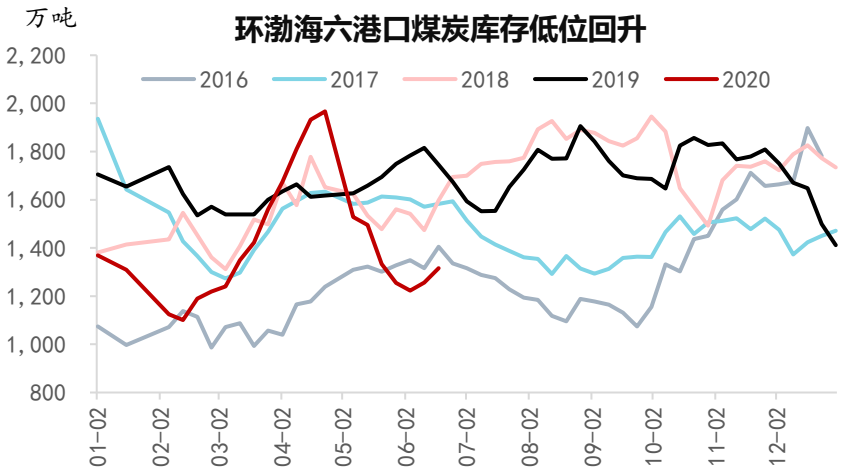
资料来源：wind，民生证券研究院整理



资料来源：HFI Research，民生证券研究院整理



资料来源：wind，民生证券研究院整理



资料来源：wind，民生证券研究院整理

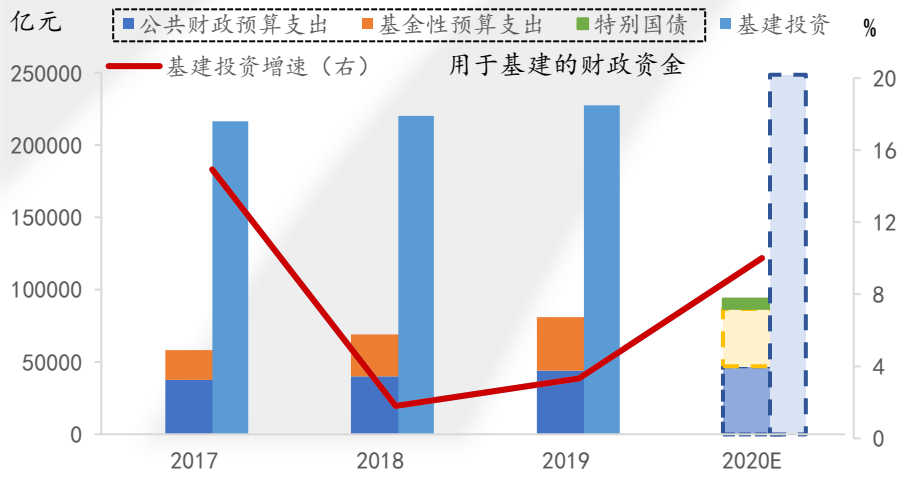
3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

□ 基建地产施工周期：基建拉动固投回升；政策端有稳有压、相机管理，地产销售稳步修复

基建是拉动固投的主力。基建发力的动力来源于专项债中基建项目比例提升和特别国债可用作基建项目资本金。根据民生宏观组测算2020年基建投资增速约为12%。

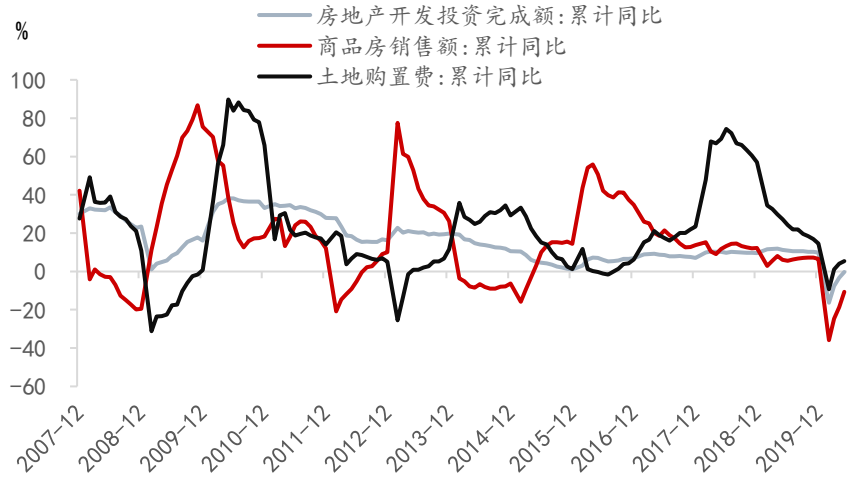
政策端有稳有压、相机管理，地产销售稳步修复。地产融资条件有所改善，房企债券融资发行放量，房贷利率跟随LPR利率下调，一定程度也催化了疫情后房市回暖。地产政策面有稳有压、实行相机管理，房住不炒总基调不变，新型城镇化、地方引才力度加大给市场带来增量空间，但部分城市楼市过热也引发政策弹压。1-5月商品房销售额累计同比-10.6%，预期年内地产销售累计同比稳步转正。

基建回升是拉动固投的主力



资料来源：wind，民生证券研究院整理

地产销售稳步修复

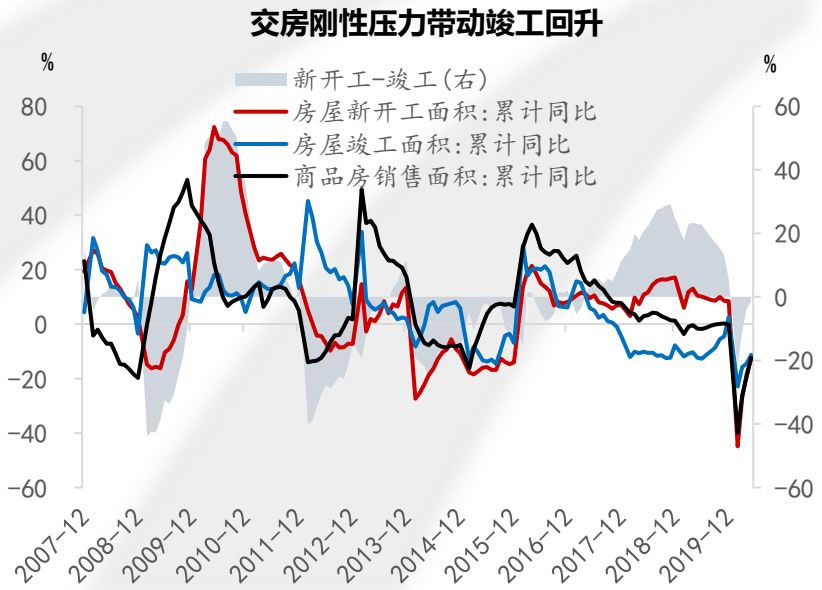


资料来源：wind，民生证券研究院整理

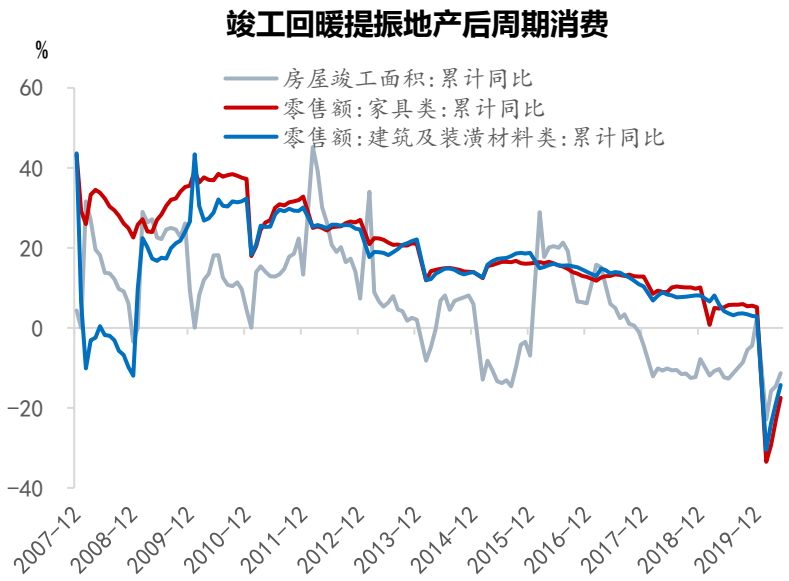
3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

□ 地产竣工周期：交房刚性压力带动竣工回升，地产后周期消费景气回暖

交房刚性压力带动竣工回升，后周期消费。2018-2019上半年受房企资金链紧张、精装修比例提升施工期延长影响，新开工和竣工的增速差持续扩大。随着2017年期房项目进入2020年集中交付期，竣工增速在2019年6月开始回升，与新开工增速差不断弥合，疫情冲击拖累施工进度，交房刚性压力使得疫情后竣工增速以更快速率上行。竣工周期回暖将促进地产后周期家居、装饰建材、厨电等需求回升。



资料来源：wind，民生证券研究院整理

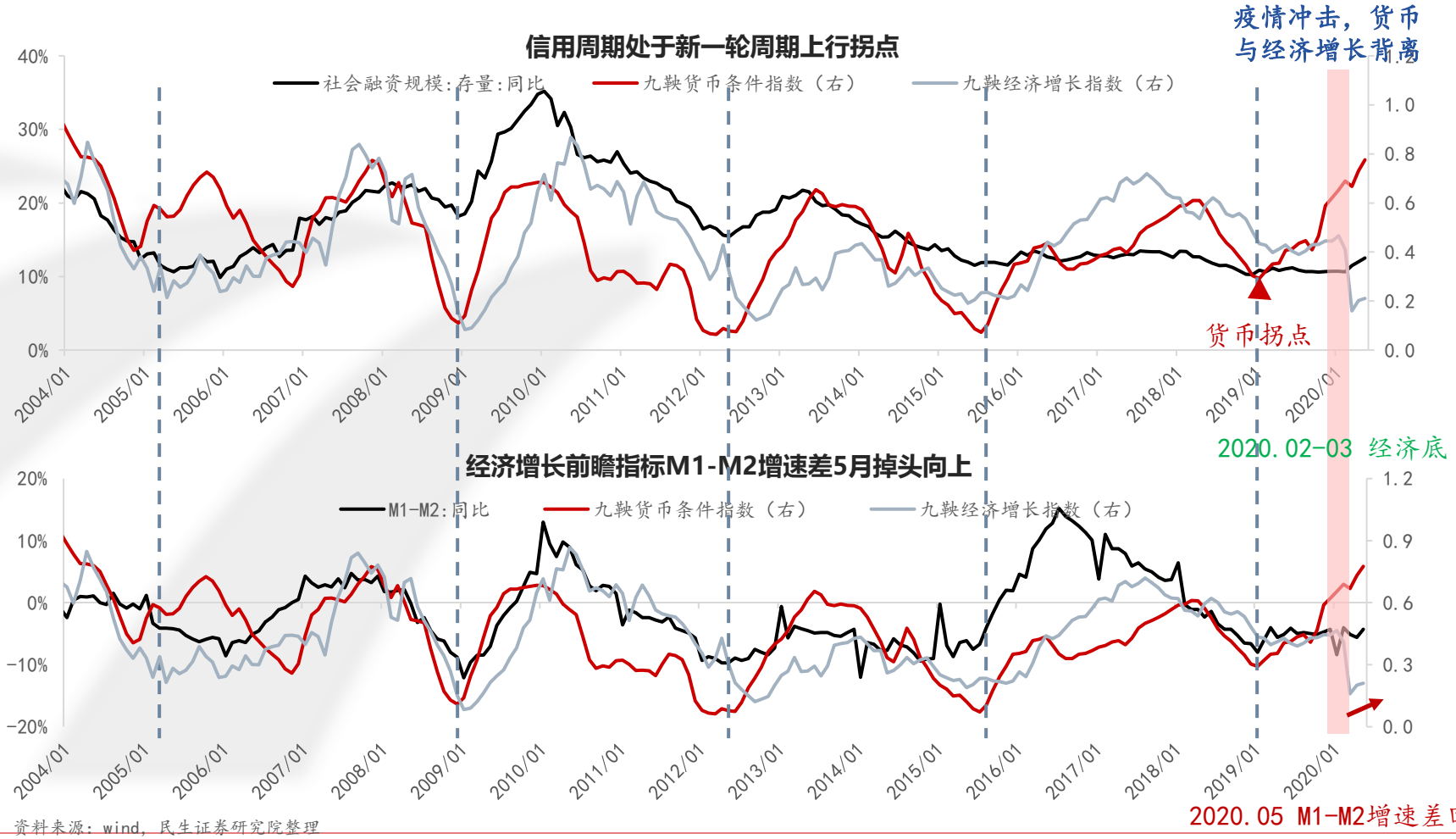


资料来源：wind，民生证券研究院整理

3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

□ 信用周期：货币宽松叠加经济稳步复苏，驱动新一轮信用周期进入上行拐点

历轮信用周期社融增速伴随货币宽松同比扩张，背后驱动实质是经济基本面的改善。



资料来源：wind，民生证券研究院整理

3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

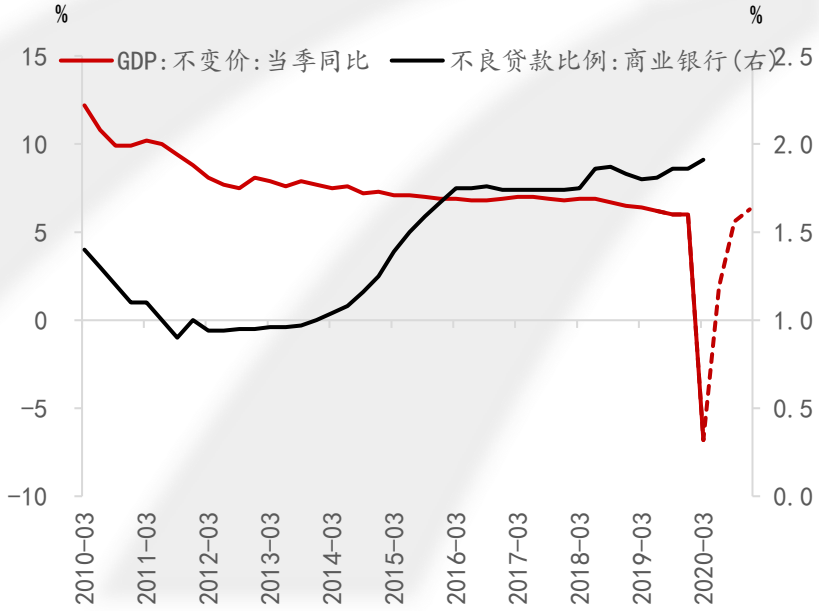
□ 银行：资产端以量换价，净息差收窄、不良上行压力边际释缓

资产规模：经济稳步修复叠加宽信用政策基调延续，社融、信贷增速延续高增，资产端以量还价。

净息差：政策焦点由价转量，下半年LPR利率下行幅度预计弱于上半年，结构化存款压减降低负债端成本。

资产质量：经历过去2年去杠杆后银行资产质量优化，关注类贷款比例稳步下降，潜在存量不良包袱小。经济稳步修复，不良上行压力边际释缓。

经济稳步复苏，不良上行压力边际释缓



资料来源：wind，民生证券研究院整理

国债利率趋势回升，LPR下行压力弱于上半年



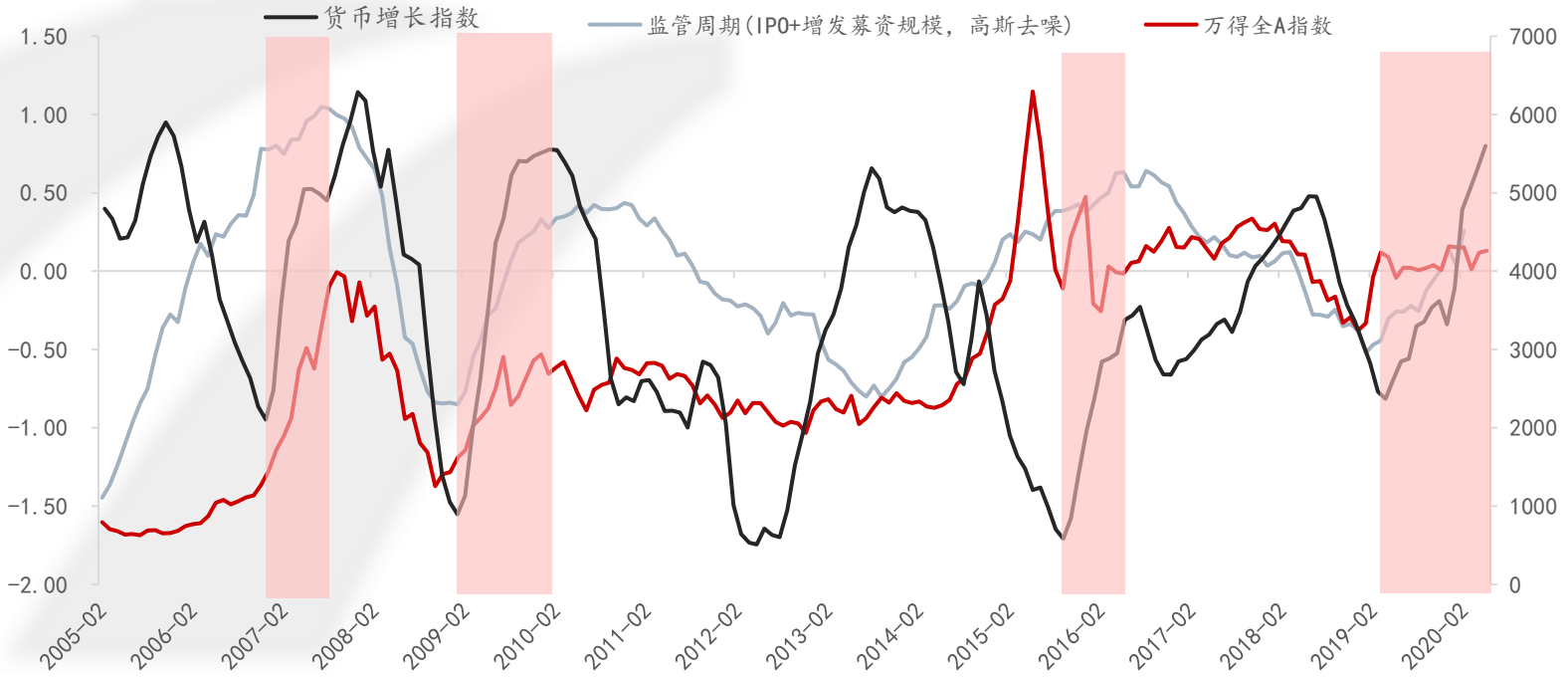
资料来源：wind，民生证券研究院整理

3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

□ 券商：货币环境和监管环境同步向好，改革深化释放政策红利

货币环境和监管环境同步向好，市场流动性宽裕。资管新规过渡期到期叠加海外大规模QE，增量资金入市。改革政策红利释放提振多业务条线，投行业务受益于创业板&科创板注册制落地、企业债融资放量和再融资政策放松。经纪业务探索引入做市商制度、衍生品业务，资管、自营业务受益于增量资金流入和流动性环境宽松驱动的结构性行情。

货币和监管环境同步向好，A股呈系统性牛市



资料来源：wind，民生证券研究院整理

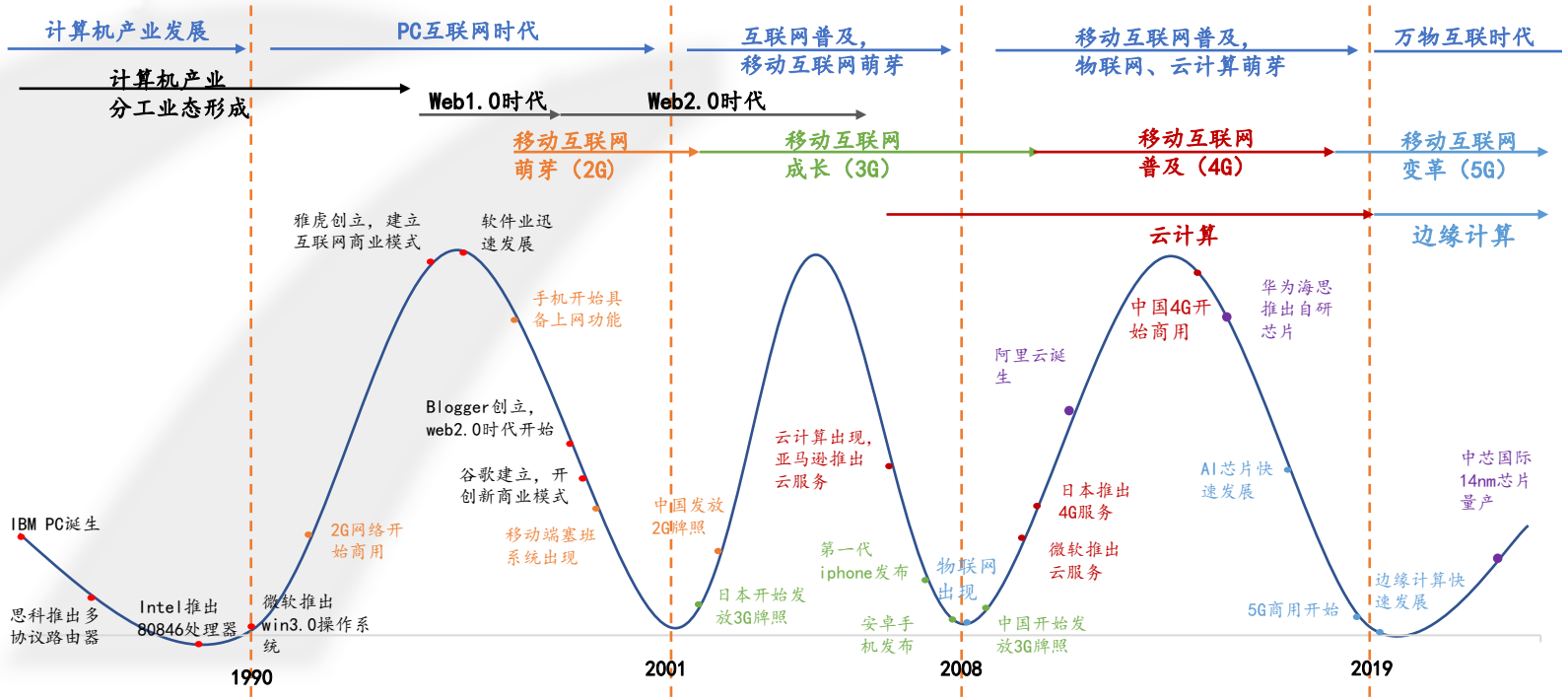
3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

□ 科技周期：第四轮科技周期与国产替代共振，带动科技景气向上

长周期看，全球处于第四轮科技周期的起步阶段。5G构筑了新一轮科技周期的技术基础，云计算、边缘计算使得万物互联成为可能。

国际环境变化对科技产业供应链稳定性带来不确定性，半导体和基础硬件国产替代是长期趋势。

长周期看，全球目前处于第四轮科技周期的起步阶段

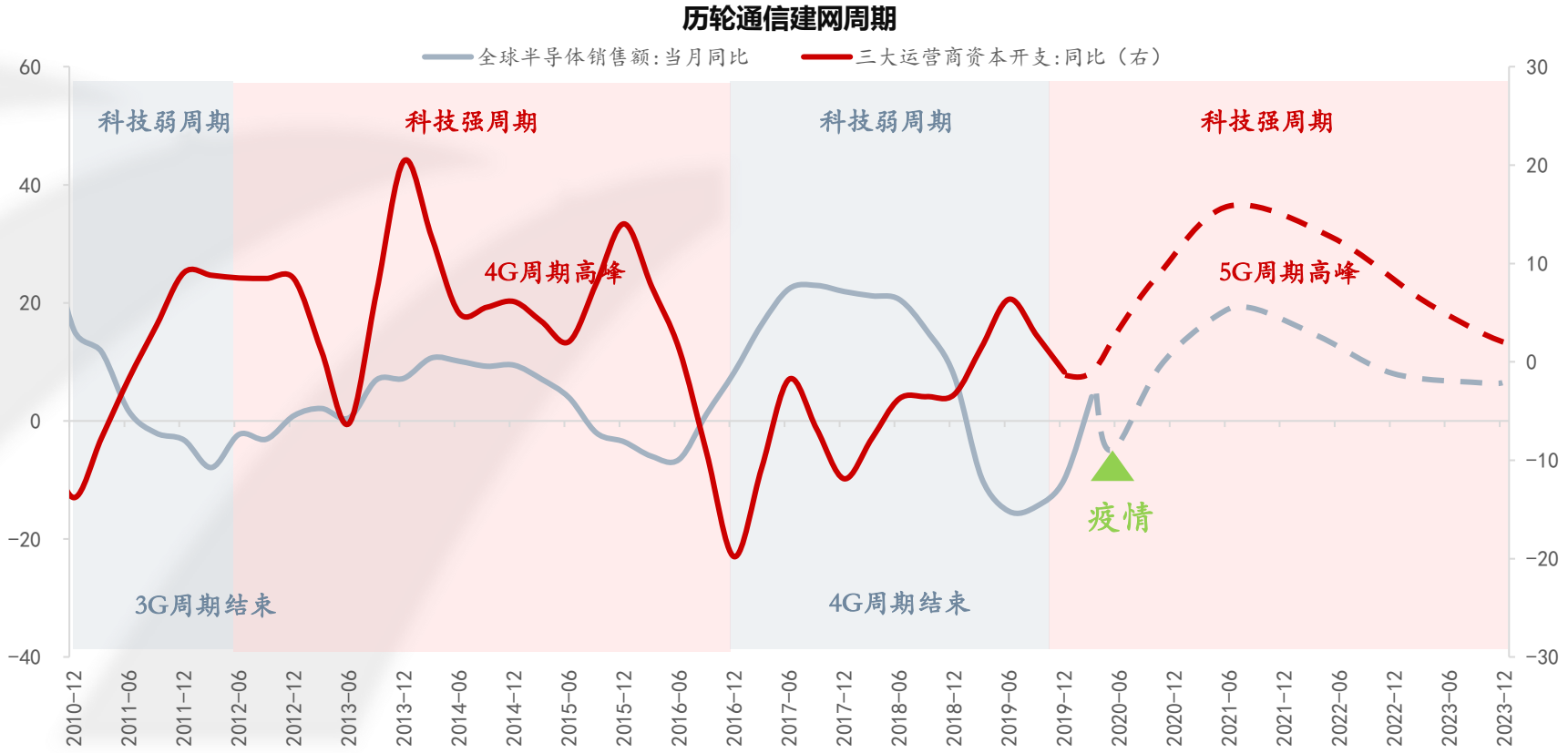


资料来源：民生证券研究院整理

3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

□ 科技周期：第四轮科技周期与国产替代共振，带动科技景气向上

从半导体短周期和5G大周期的嵌套来观察，本轮科技周期是一轮多周期共振下的强周期，景气度确定性强。

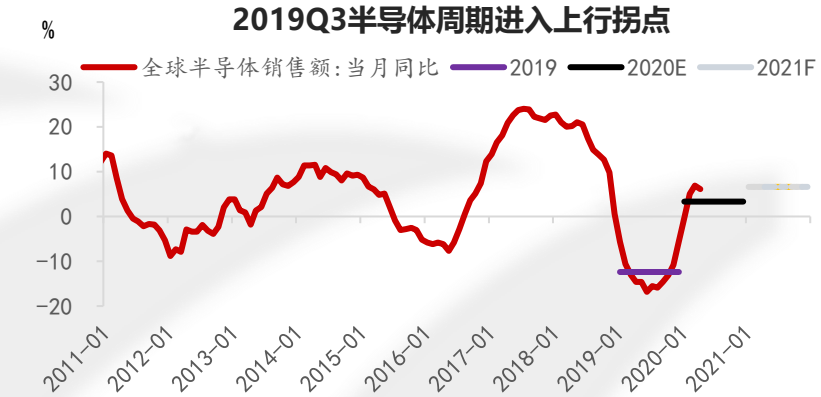


资料来源：民生证券研究院整理

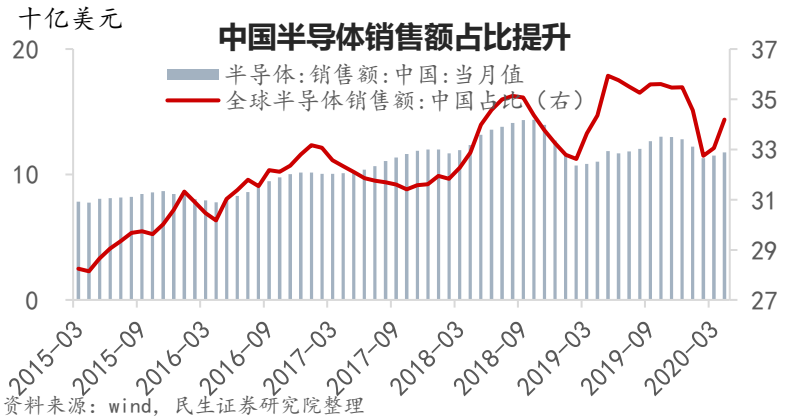
3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

□ 半导体：5G、服务器和HPC驱动半导体景气上行，国产替代加速

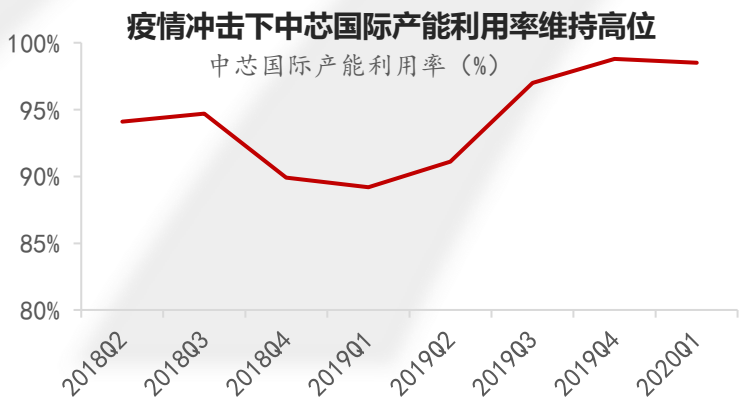
智能手机、5G基站和高性能服务器等下游需求增长驱动下，2019Q3全球半导体周期见底，2020Q1受疫情影响回升中的销售额同比短暂下跌。疫情不改半导体周期上行趋势，WSTS预期2020年全球半导体销售收入+3.3%，2021年+6%。国产替代进程加速，中芯国际大陆及香港区营收占比持续提高，疫情冲击下产能利用率仍维持高位。



资料来源：wind，民生证券研究院整理



资料来源：wind，民生证券研究院整理



资料来源：公司公告，民生证券研究院整理



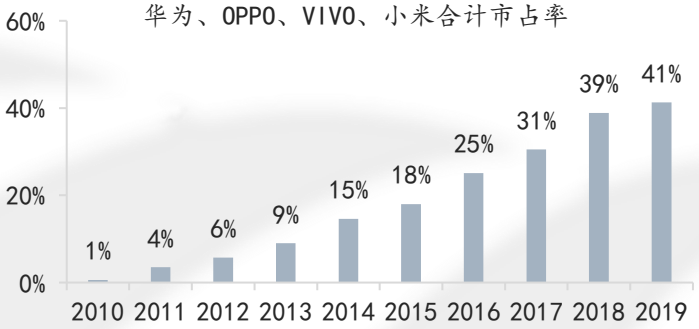
资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

□ 消费电子：疫情不改5G换机潮，HOVM全球市占率提升，零部件国产替代市场空间广阔

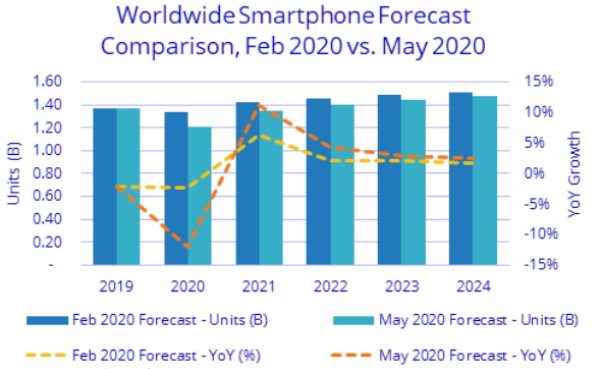
IDC预期疫情导致2020年全球智能手机市场出货量将下降11.9%至12亿部，2021年反弹至两位数增长，5G将成为智能手机市场复苏的催化剂。

国产品牌在全球手机市场市占率提升



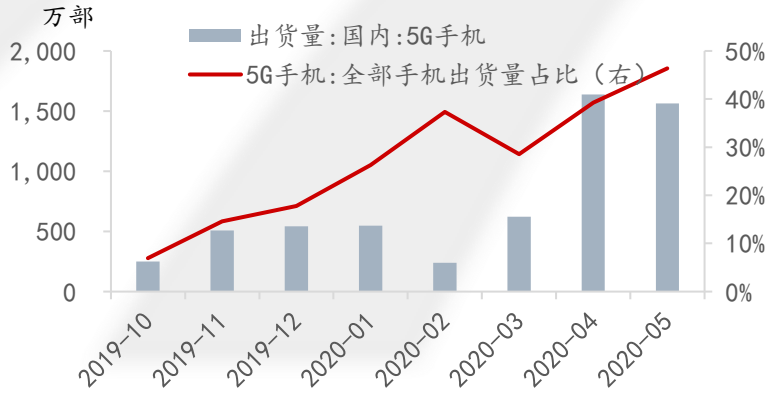
资料来源：IDC，民生证券研究院整理

2020年全球手机出货量增速-11.8%，21年回到双位数增长



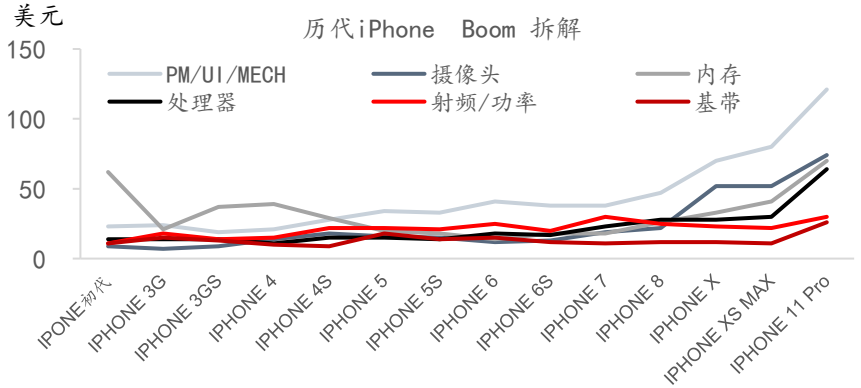
资料来源：IDC，民生证券研究院整理

国内5G出货量渗透率持续提升



资料来源：wind，民生证券研究院整理

光学镜头、射频前端物料成本提升，国产厂商有望逐步突破



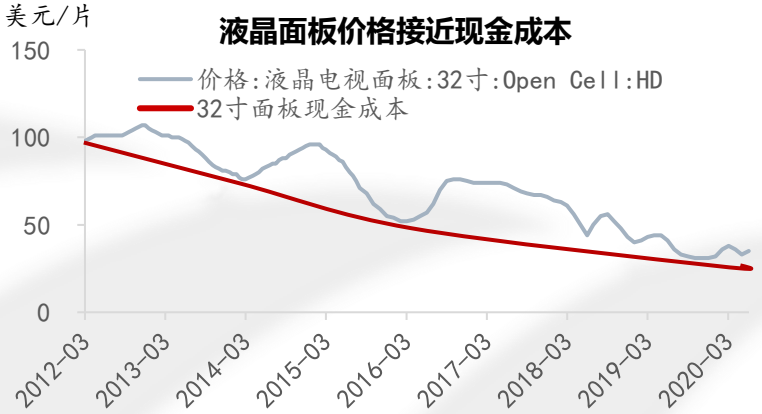
资料来源：电子发烧友网，民生证券研究院整理

3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

□ 面板：疫情加速产能退出，产能向大陆集中，需求预计在2020Q2触底

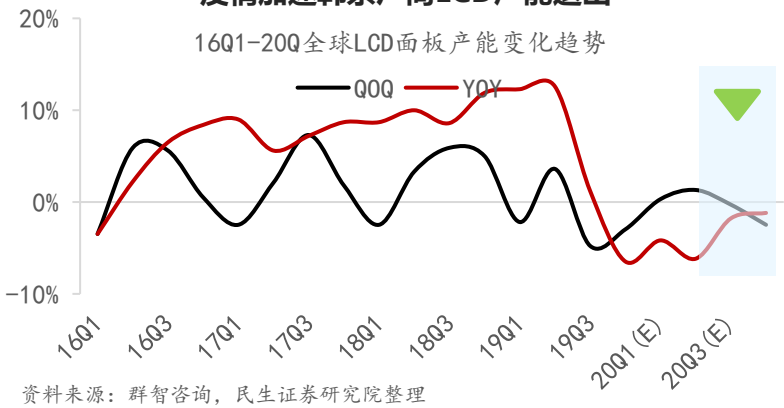
行业有望迎来供需拐点。IDC三星计划年末关闭LCD所有产能，预计2020年末大尺寸液晶面板产能大陆市占率将提升至48.7%，环比增7.6个百分点。下游补库存叠加大型赛事2021年举办，需求预计在2020Q2触底。

液晶面板价格接近现金成本



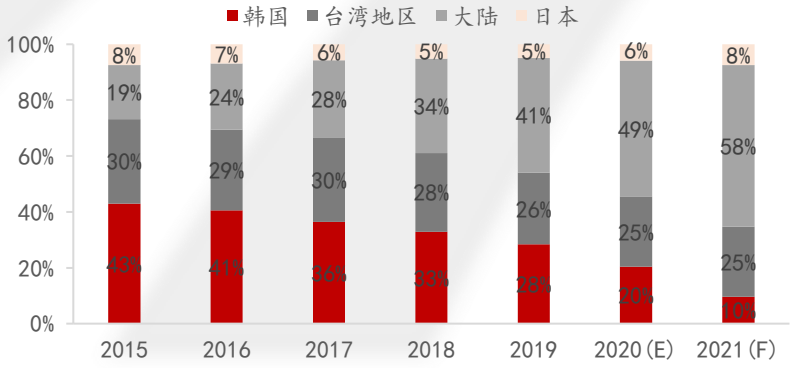
资料来源：wind，民生证券研究院整理

疫情加速韩系厂商LCD产能退出



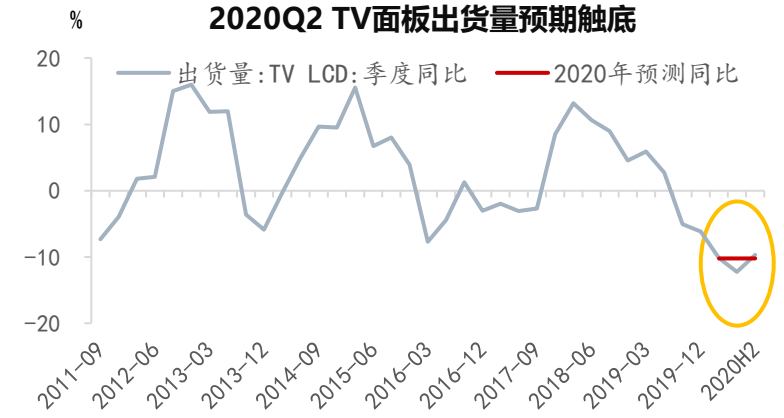
资料来源：群智咨询，民生证券研究院整理

大尺寸液晶面板产能向大陆集中



资料来源：Trendforce，民生证券研究院整理

2020Q2 TV面板出货量预期触底



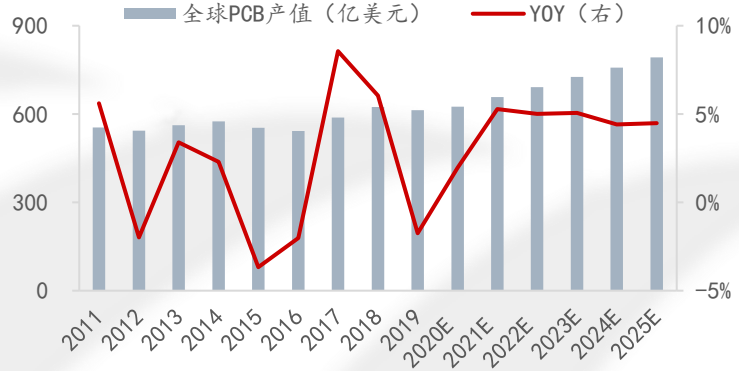
资料来源：wind，Omdia，民生证券研究院整理

3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

□ PCB：5G基站建设驱动PCB产值增长，高端PCB板价量齐升

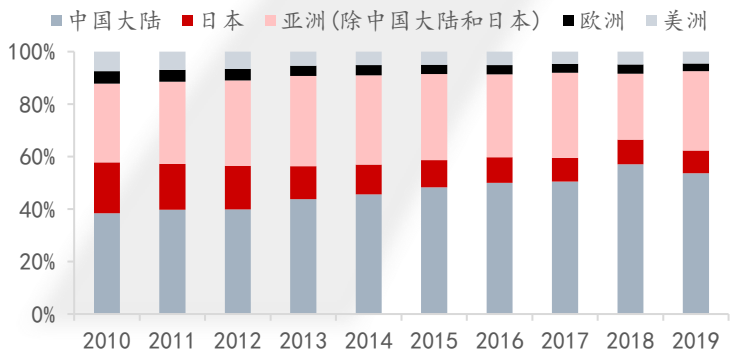
PCB最大应用下游是通讯领域，5G建设周期带动基站、消费电子、服务器出货量，驱动PCB产值增长。5G基站结构变化和高频高速特性，使得单站PCB和高端高频PCB用量双增加，高端PCB价量齐升。

2020-2024年全球PCB产值CAGR预计为4%



资料来源：wind，产业信息网，民生证券研究院整理

大陆在全球PCB产值产比达54%



资料来源：wind，民生证券研究院整理

PCB终端景气度展望

细分行业	下游消费占比	驱动因素	预期增长	2020年景气度
消费电子	14.80%	5G手机渗透率	3-5%	先降后升
汽车电子	11.20%	新能源汽车渗透率	5-8%	向下
军事航空	4.40%	5G的发展	-	维持
工业电子	4.30%	6G的发展	-	维持
医疗	3.70%	新冠疫情的冲击	3-5%	向上
通讯电子	33.00%	5G和基站的发展	3%-4%	向上
计算机	28.60%	受益于AI、云计算	6%-7%	向上

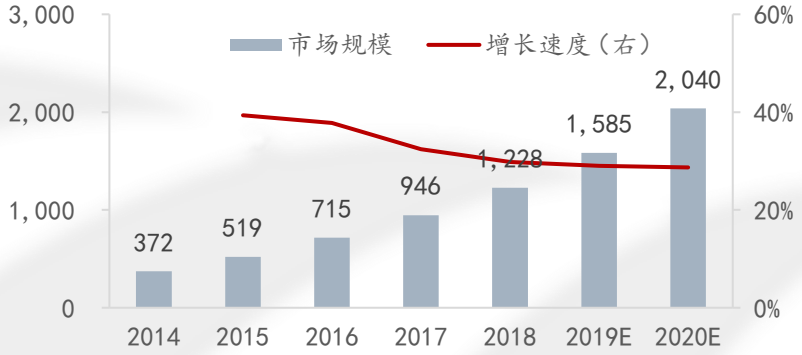
资料来源：产业信息网，民生证券研究院整理

3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

□ 云计算：5G时代数据量爆发驱动IDC需求，服务器市场稳步增长

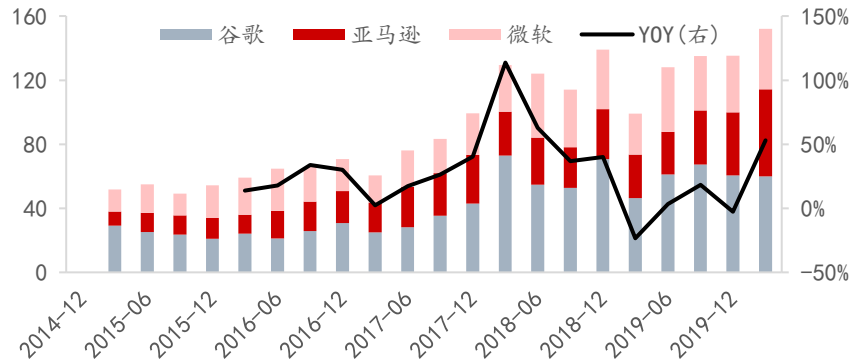
5G时代数据量爆发驱动IDC需求，中国云计算市场规模维持30%以上高速增长，云计算巨头加大IDC布局力度。国内厂商机柜存量低，利用率高，数据中心机柜数量增长带动服务器需求稳步增长。

亿元 **2014-2020年中国IDC市场规模及增长走势**



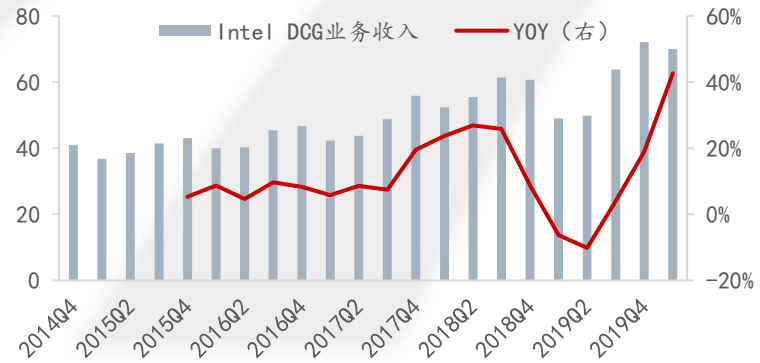
资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院整理

亿美元 **国外云计算巨头资本开支**



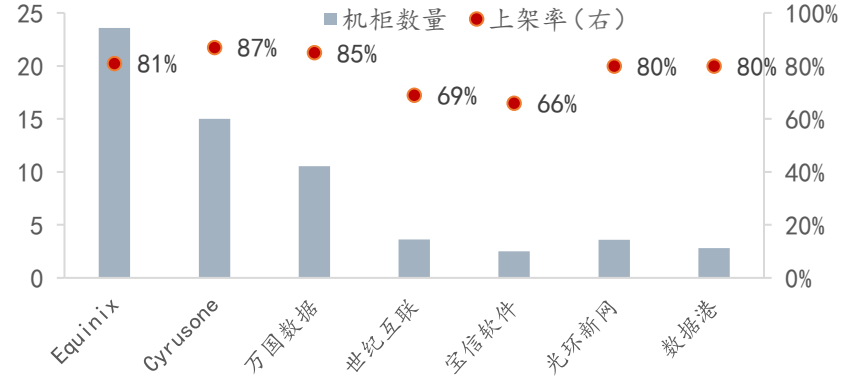
资料来源：Wind，民生证券研究院整理

亿美元 **Intel数据中心业务收入回升**



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院整理

万架 **中国主要公司机柜数量仍处低位**

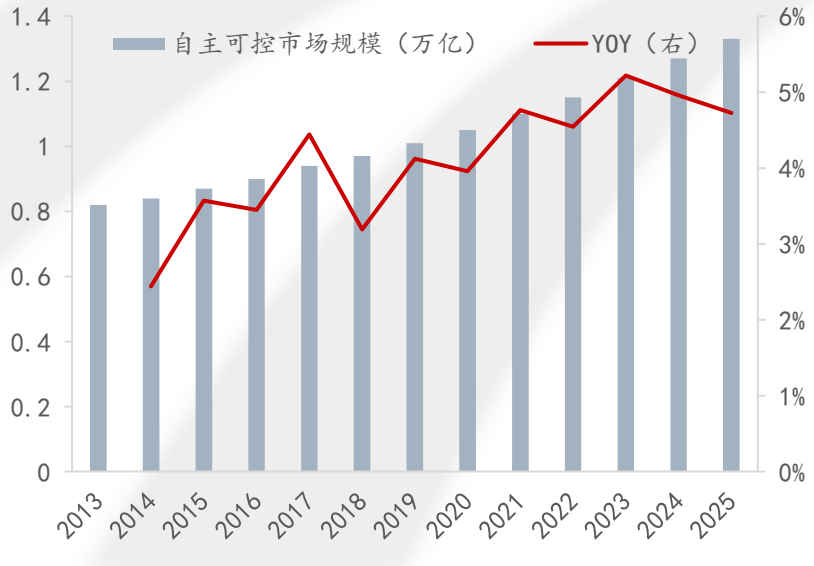


资料来源：IDC圈，民生证券研究院整理

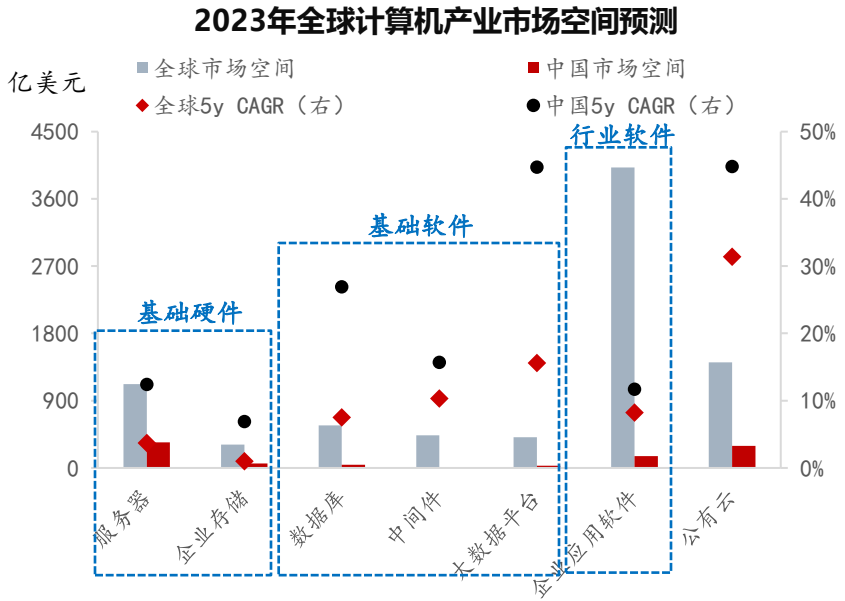
3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

□ 信创：科技遏制倒逼信创产业突破，国产IT企业迎发展机遇

美国对华科技遏制倒逼信创产业突破，IT产业加速构建基础硬件—基础软件——行业应用软件全方位国产基础设施。IDC预计到2023年全球计算机产业空间达1.14万亿美元，中国占比将达到10%，是全球主要增长引擎。国内市场空间广阔和5G、云计算等技术革新，给国产服务器、存储、操作系统、数据库等IT企业带来发展机遇。



资料来源：观研天下，民生证券研究院整理



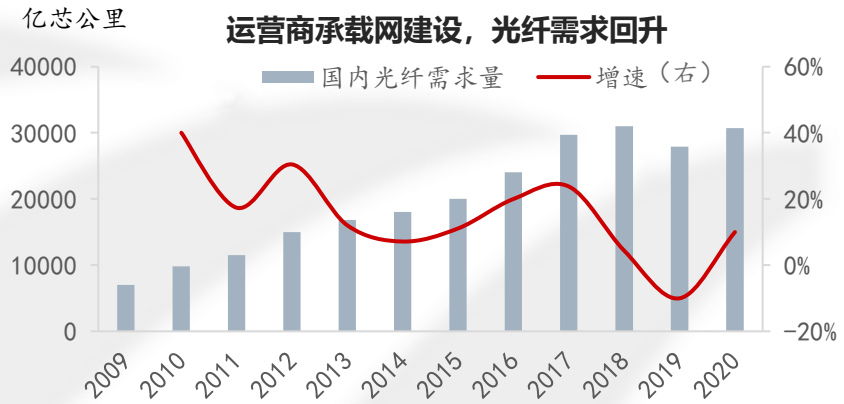
资料来源：《鲲鹏计算产业发展白皮书》，民生证券研究院整理

3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

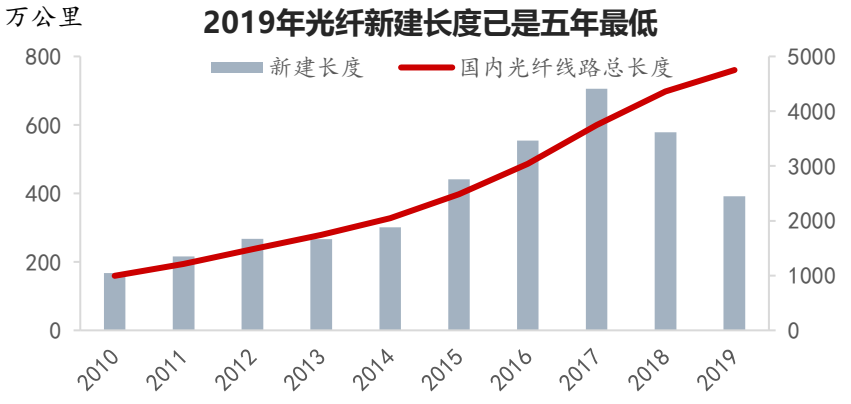
□ 通信：运营商推进承载网建设，光纤光缆迎来拐点；云计算基建推动光模块需求增长

光纤光缆：行业供需引来拐点。供给侧过去三年行业下行期集中度提升，需求侧移动光缆集采拉开运营商承载网招标帷幕，光纤需求在2020年恢复增长。

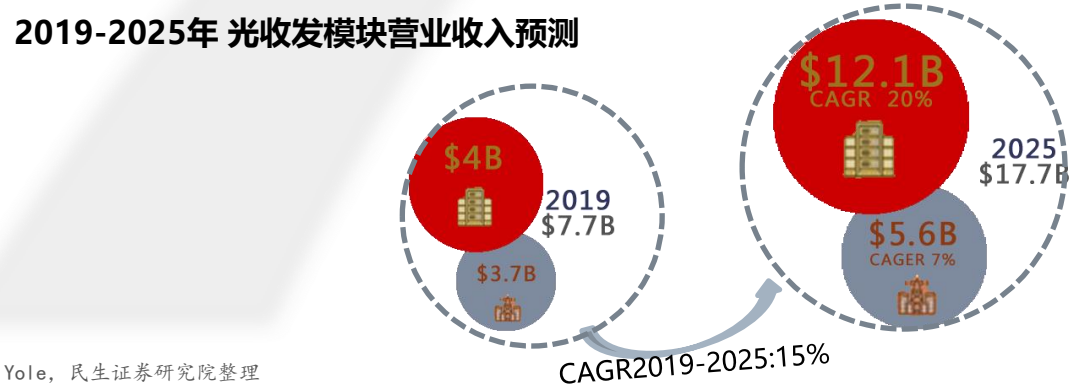
光模块：云基建提速，光模块、服务器、交换机等数通设备需求确定性增长。2019-2025数通光模块CAGR达20%。



资料来源：CRU，民生证券研究院整理



资料来源：工信部，民生证券研究院整理



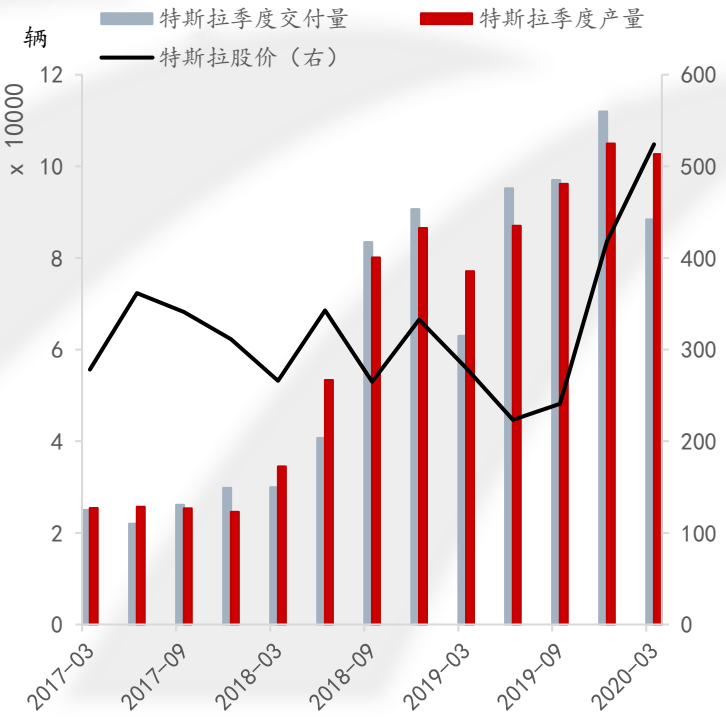
资料来源：Yole，民生证券研究院整理

3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

□ 新能源汽车：补贴政策延长，特斯拉国产化引领电池和材料供应链整合

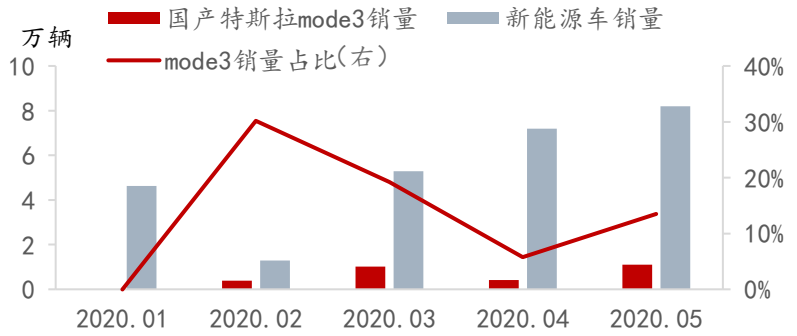
新能源车补贴政策延长，5月国产Model 3销量破万，产能提升和磷酸铁锂低价版车型上市，后续销量有持续增长空间。国产化进程提速，零部件和材料供应商切入特斯拉零部件供应链，特斯拉Model 3 的零部件国产化率目前为30%，目标到2020年底达到100%。动力电池市场宁德时代和比亚迪全球市占比有望提升。

特斯拉产销超预期推动股价上涨



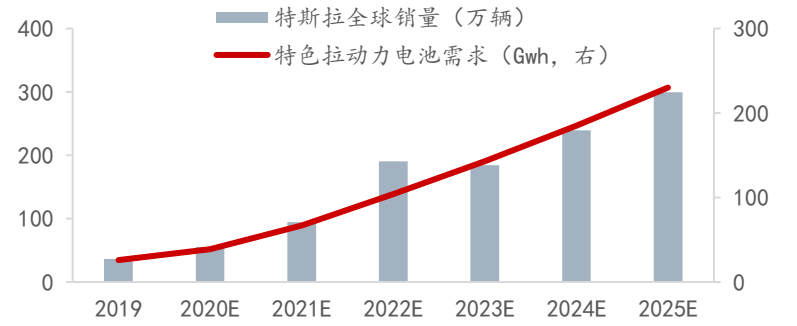
资料来源：特斯拉、wind，民生证券研究院整理

国产mode销量情况



资料来源：乘联会，民生证券研究院整理

特斯拉2019-2025年预期全球销量

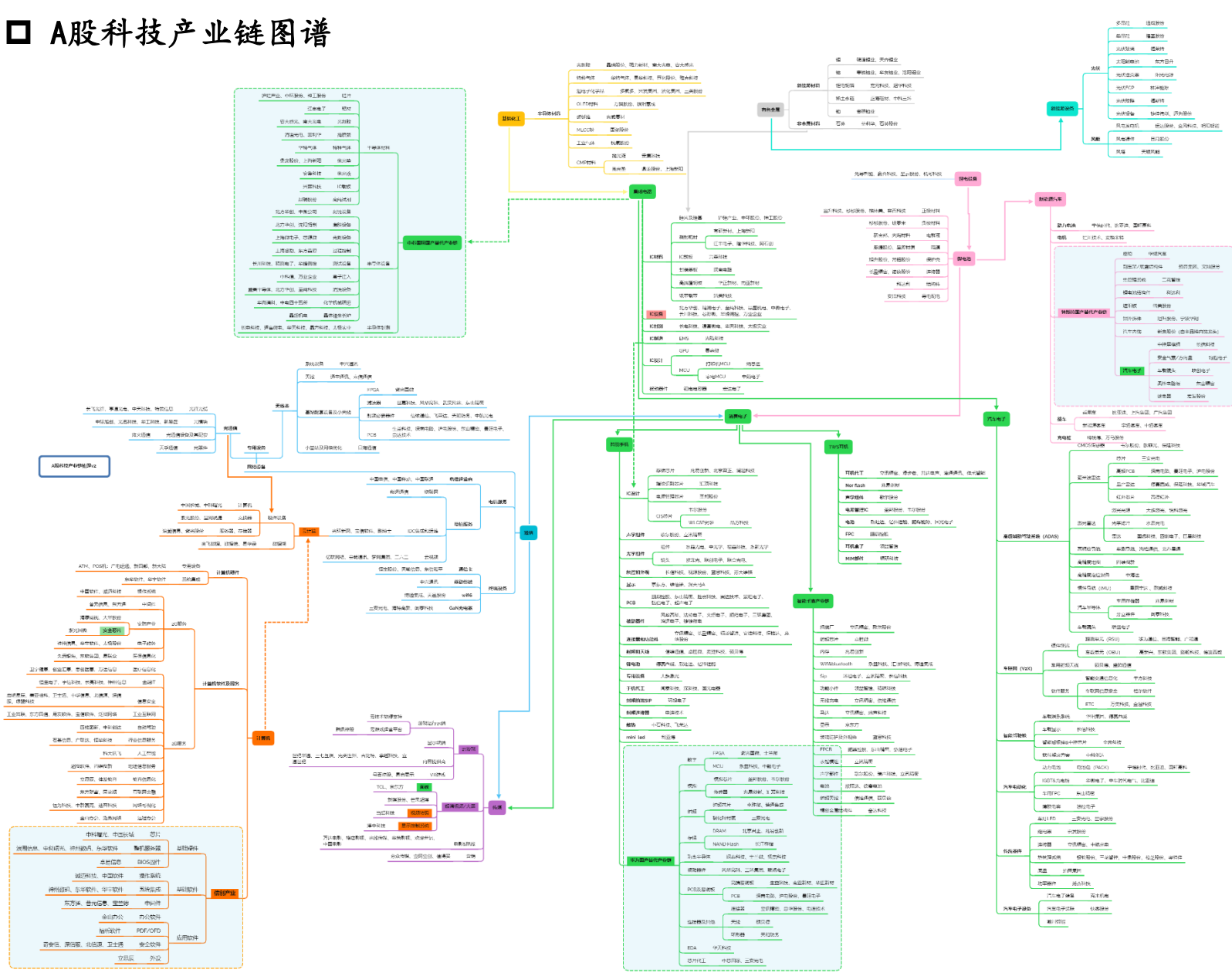


资料来源：Marklines，民生证券研究院整理

五 行业配置：从交易趋势性行业到交易周期性行业

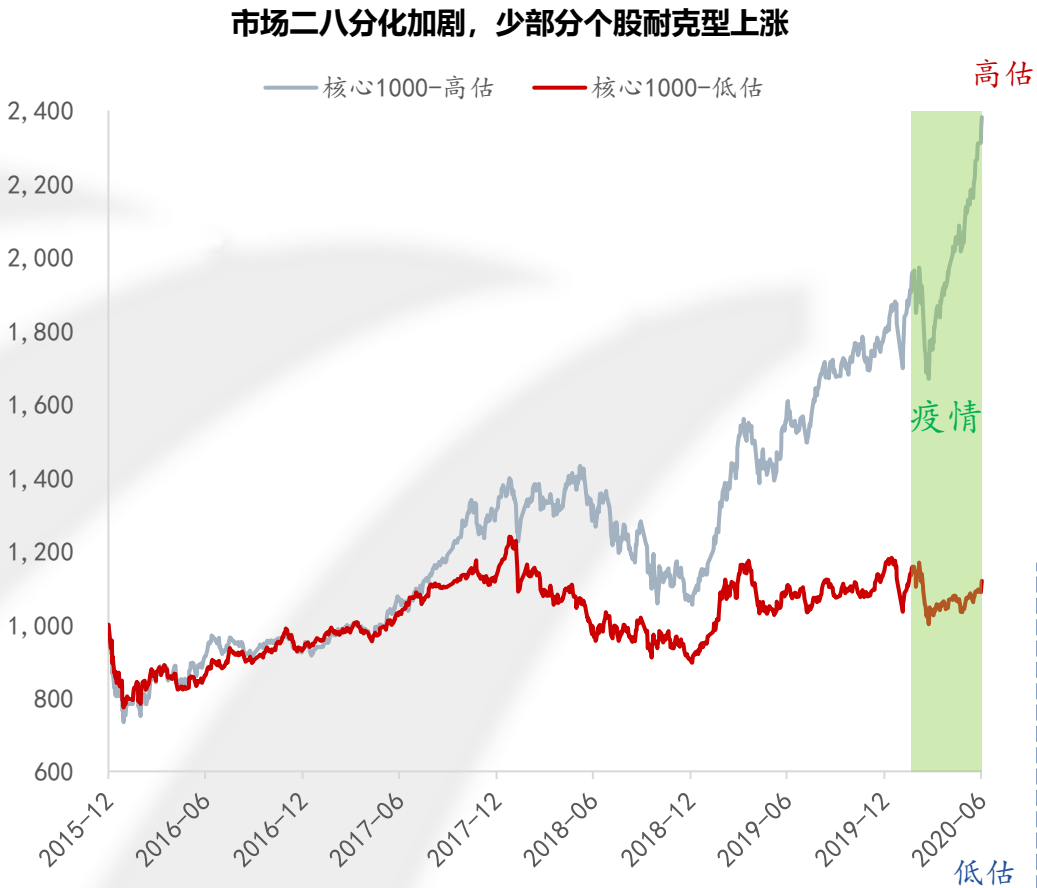
民生证券 MINSHENG SECURITIES

A股科技产业链图谱



3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

- 估值周期：疫情后市场二八分化加剧，少部分个股耐克型上涨，医药、食品个股普遍高估值



资料来源：wind，民生证券研究院整理

行业	估值指标	过去10年行业估值中位数	高估个数（只）	行业个股数（只）	行业个股高估比例
食品饮料	PE	30.2	32	48	66.7%
消费者服务	PE	43.3	7	12	58.3%
汽车	PE	19.5	16	30	53.3%
医药	PE	39.0	50	95	52.6%
家电	PE	19.2	9	18	50.0%
石油石化	PB	1.3	6	14	42.9%
交通运输	PE	19.9	12	28	42.9%
商贸零售	PE	28.3	8	19	42.1%
计算机	PE	57.3	26	69	37.7%
有色金属	PB	2.7	9	25	36.0%
机械	PE	41.9	17	53	32.1%
电子	PE	53.1	22	81	27.2%
传媒	PE	45.5	10	39	25.6%
基础化工	PE	45.2	13	53	24.5%
纺织服装	PE	31.1	5	22	22.7%
建筑	PB	1.5	5	23	21.7%
通信	PE	54.9	6	29	20.7%
电新	PE	45.4	9	45	20.0%
煤炭	PB	1.4	2	11	18.2%
银行	PB	1.0	3	18	16.7%
国防军工	PE	70.4	5	34	14.7%
建材	PE	22.8	2	18	11.1%
房地产	PE	16.4	3	27	11.1%
农林牧渔	PE	50.1	2	23	8.7%
轻工制造	PE	38.7	1	19	5.3%
公用事业	PE	22.9	1	29	3.4%
钢铁	PB	1.3	0	15	0.0%
非银行金融	PB	2.0	0	24	0.0%
综合	PE	39.2	0	3	0.0%
合计			281	924	30.4%

资料来源：wind，民生证券研究院整理

3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

□ 估值周期：极端高的估值比大概率不可持续，收敛方式是低价股估值修复，高估股时间换空间

样本空间：民生策略组核心1000股票池，剔除2020年无盈利预测个股

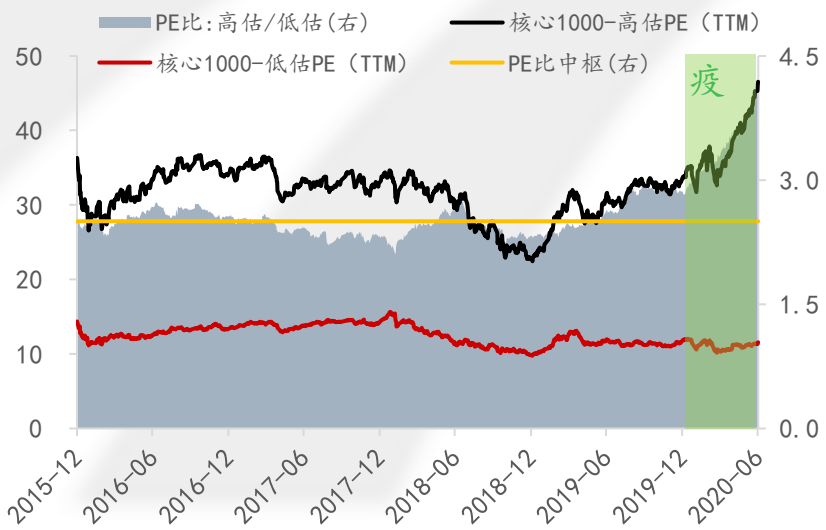
分层标准：2020年预测估值高于过去10年历史中位数，定义为高估值个股，反之为低估值

对比结论：1）少部分个股高估，高估个股数量占比约30%，行业集中于食品、医药、消费者服务；

2）疫情后，高估/低估PE比急剧上升，估值提升的核心在于市场寻找盈利受疫情冲击更小的行业；

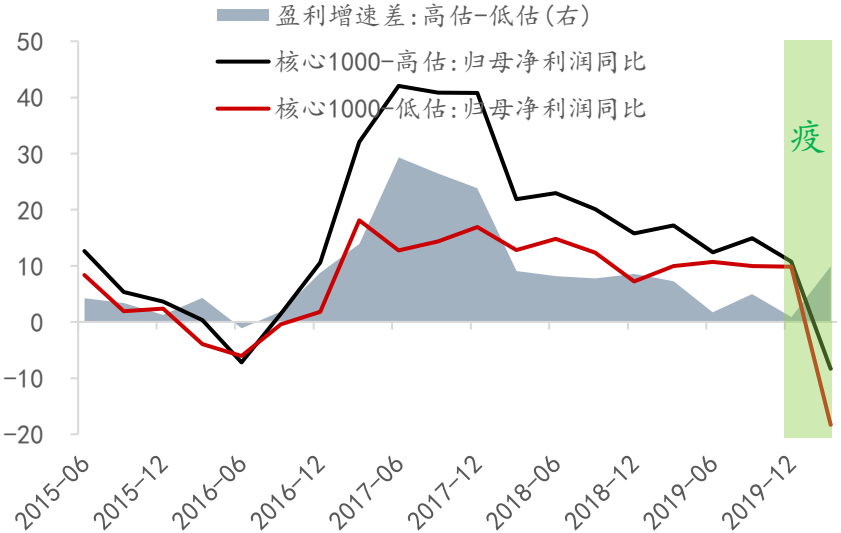
3）估值比大概率会向历史中枢方向回归，收敛的方式是，低估值周期股盈利回升催化估值修复，高估的少部分个股靠时间换空间，依靠利润增长逐步消化高估值预期。

高估/低估PE比急剧上升，创历史新高



资料来源：wind，民生证券研究院整理

估值极端化核心是少部分个股盈利受疫情冲击更小

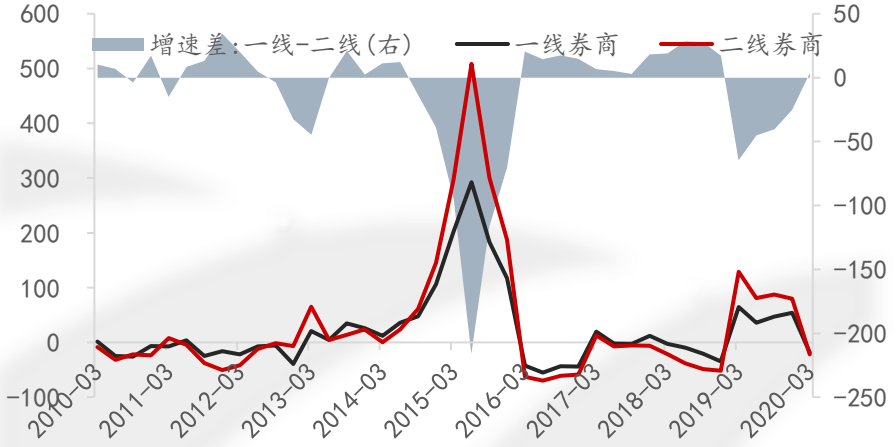


资料来源：wind，民生证券研究院整理

3、周期变量：信用和科技周期景气进入上行拐点，是驱动风格切换的主动力

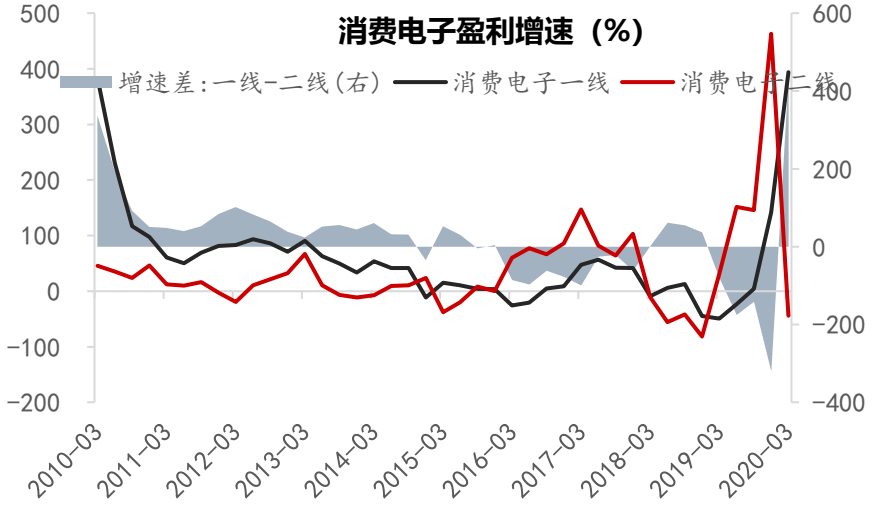
- 估值周期：周期性行业复苏，二线盈利修复且展示出强估值弹性，是估值比中枢回归的主动力

券商归母净利润增速（%）



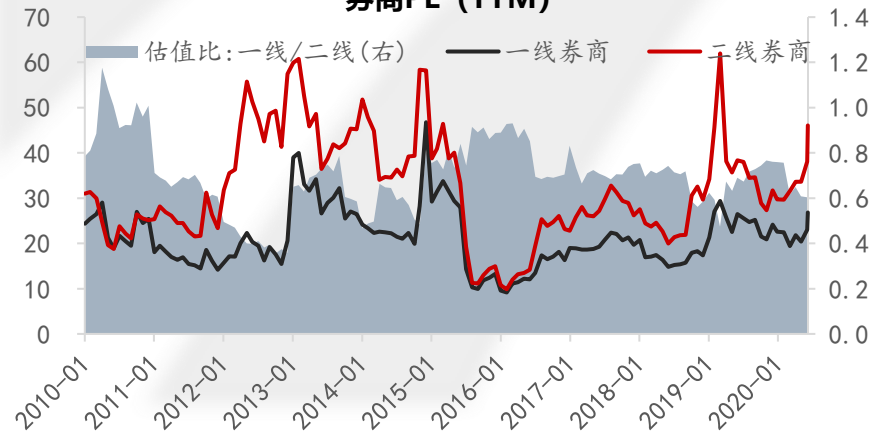
资料来源：wind，民生证券研究院整理

消费电子盈利增速（%）



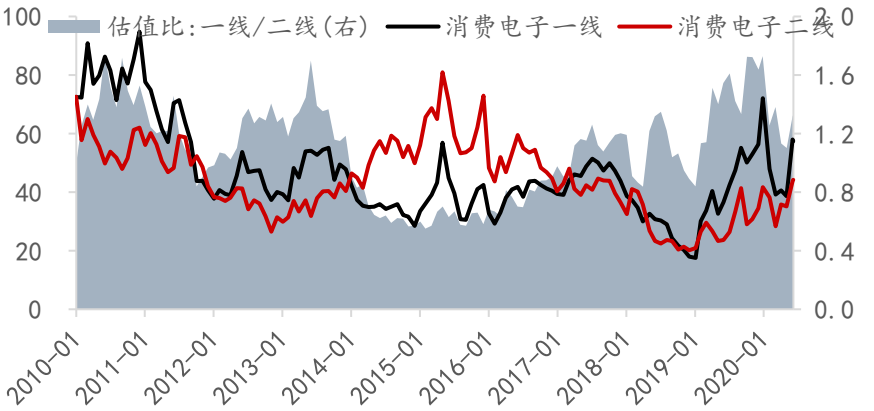
资料来源：wind，民生证券研究院整理

券商PE（TTM）



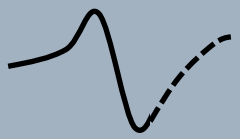
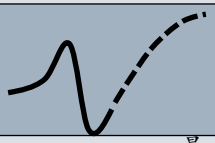
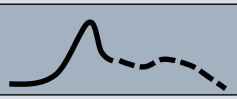
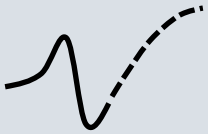
资料来源：wind，民生证券研究院整理

消费电子PE



资料来源：wind，民生证券研究院整理

4、行业配置一览表

	周期趋势判断	相关行业	2020预测估值分位数	疫情至今涨跌幅（1.23-7.3）	在当前公募持仓基础上建议
弱周期	—	食品饮料	89.84%	39.7%	低配
		医药	92.38%	34.0%	低配
		消费者服务	98.43%	51.1%	低配
		纺织服装	68.94%	-1.5%	低配
		商贸零售	88.28%	23.1%	低配
		公用事业	18.16%	2.4%	低配
资源品周期		石油石化	0.00%	-11.1%	标配
		基础化工	19.92%	10.9%	超配
		煤炭	2.14%	-1.0%	标配
		有色金属	14.84%	1.6%	超配
		钢铁	10.35%	1.1%	低配
基建地产施工周期		房地产	0.0%	7.4%	超配
		建筑	0.0%	0.1%	标配
		机械	39.1%	10.0%	标配
		建材	16.2%	20.8%	超配
地产竣工周期		家电	68.75%	6.1%	标配
		轻工制造	8.39%	5.3%	超配
		汽车	96.09%	6.3%	标配
信用周期		银行	0.19%	-2.6%	超配
		非银	19.53%	6.6%	超配
猪周期		农林牧渔	0.00%	23.6%	低配
科技周期		计算机	84.96%	18.4%	标配
		通信	56.44%	8.2%	超配
		电子	45.70%	10.9%	超配
		传媒	98.43%	9.2%	标配
		电新	25.39%	14.1%	超配

注：

1. 估值预测采用中信行业指数2020年万得一致预期，截止日为2020/7/3，其中周期股和金融股采用PB，其它行业采用PE。

风险提示

1、外部环境恶化影响全球风险偏好

2、经济复苏进程不及预期

3、信用风险超预期爆发

4、科技周期推进速度慢于预期

分析师简介

- **杨柳**，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，七年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。
- **喻雅彬**，策略分析师，中央财经大学产业经济学硕士，两年策略研究经验

分析师承诺：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明：

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。