



粤开证券
YUEKAI SECURITIES

蛟龙起久蛰，牛市蓄力时

——A股2020年中期投资策略

分析师：谭韞琿
执业编号：S0300618100008
邮箱：tanwenhui@ykzq.com

分析师：康崇利
执业编号：S0300518060001
邮箱：kangchongli@ykzq.com

分析师：殷越
执业编号：S0300517040001
邮箱：yinyue@ykzq.com

2020年6月11日

Contents

目录

—

- 1、核心观点
- 2、行情回顾
- 3、外围环境
- 4、政策与盈利的赛跑
- 5、潜在资金面看点
- 6、新一轮上涨的时空研判
- 7、配置主线

1

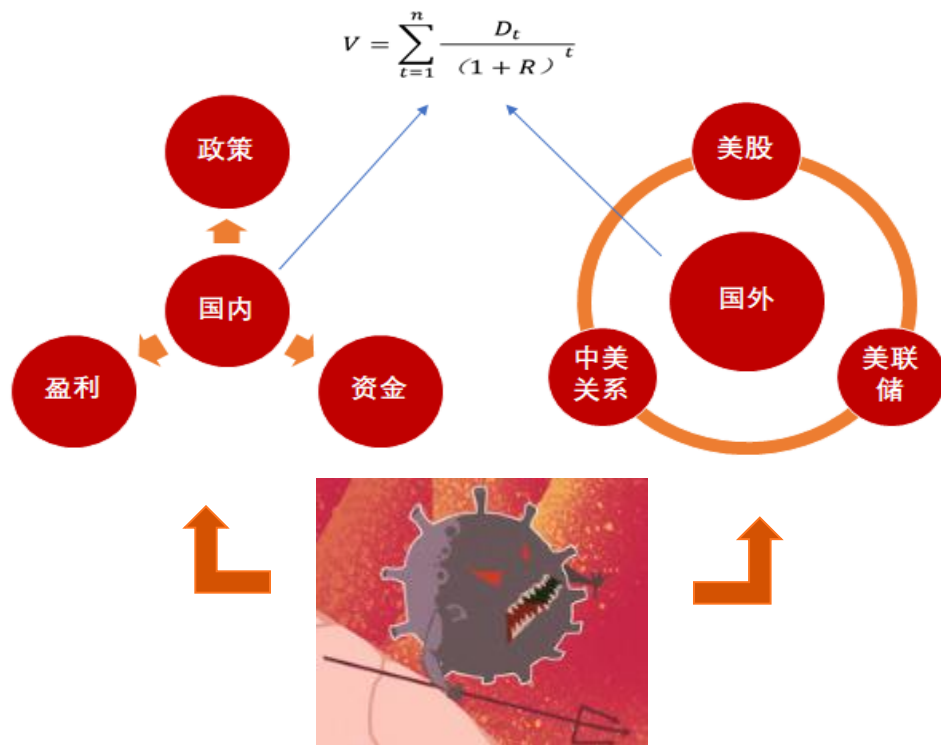
核心观点

“公共卫生事件”的新变量→蛟龙久蛰，牛市蓄力



1 蛟龙久蛰，牛市蓄力

2020年A股驱动因子



● 核心观点：

- 2019年→“超跌反弹年”
- 2020年→新冠突发下，“蛟龙久蛰，牛市蓄力”
- 布局正当时，下半年或走出“N”字形
- 配置上当前侧重“扩内需”政策及复工复产受益主线（消费+科技），年末再度聚焦业绩确定性

● 无风险利率中性

- 利率最低点或已过去，10年国债将在2.7%-3.0%区间内震荡

● 盈利端短期见底

- 盈利二次下探再度触底

● 风险溢价：稳定与风险并存

- 卫生事件全球拐点仍未现，但市场对盈利下滑price-in
- 美国大选，多变而复杂的中美经贸关系。

2

A股行情回顾

两次冲击下，沪指上半年2646-3070区间震荡



2

A股行情回顾



2019年-2020年上半年行情回顾



资料来源: wind, 粤开证券研究院

● 年初：春节前承接2019年补库预期

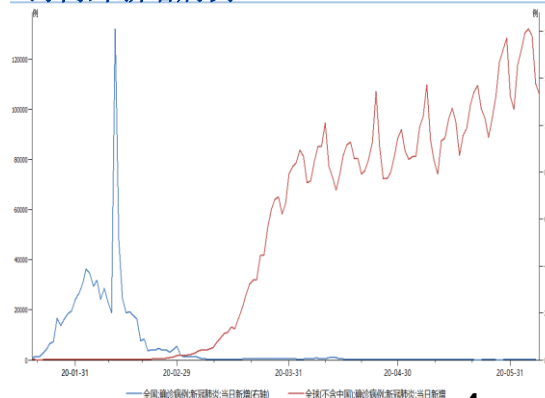
1月中-2月：第一次冲击-国内爆发，

但科技股率领大盘快速反弹
创业板新高，沪指3000点。

3月上旬：第二次冲击-海外扩散，纳指跌超
35%，沪指跌超12% (3074-2646)

0319至今：二次见底修复

海内外新增病例



3

外围环境

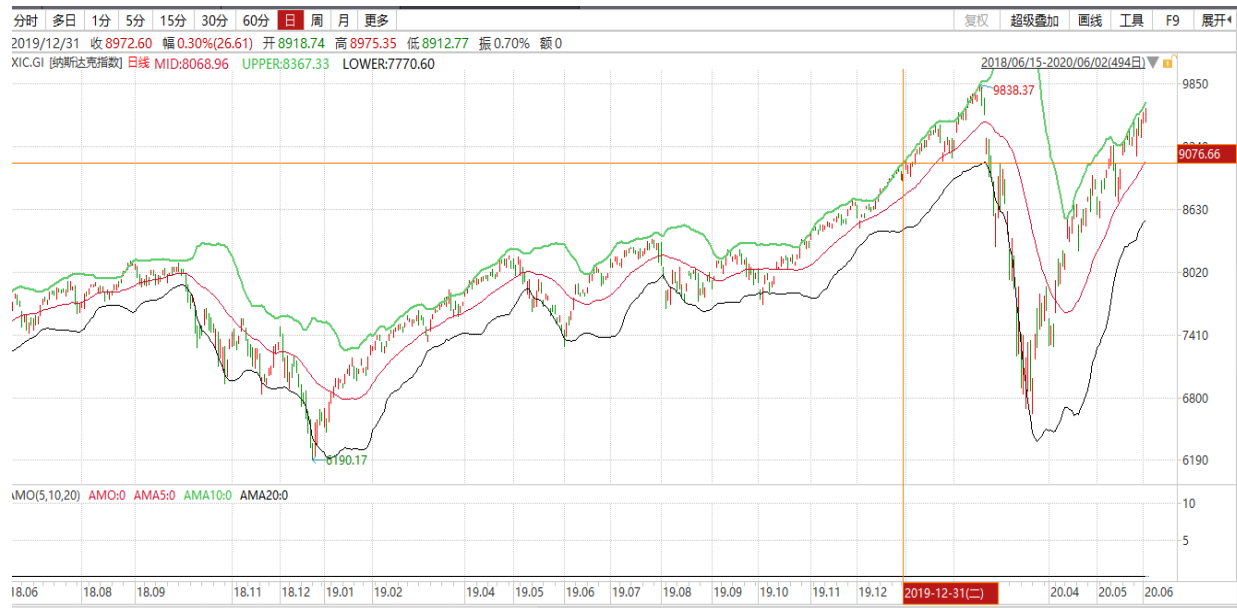
资产一度被无差别抛售，美股熔断五次，但纳指现已收复失地



3.1 美股经历 08年以来的第三大调整



美股熔断，全球市场大幅动荡



资料来源: wind, 粤开证券研究院

自2009年以来，美股的长牛已经进入了**第十二**个年头，期间也经历了许多次较大的波折。

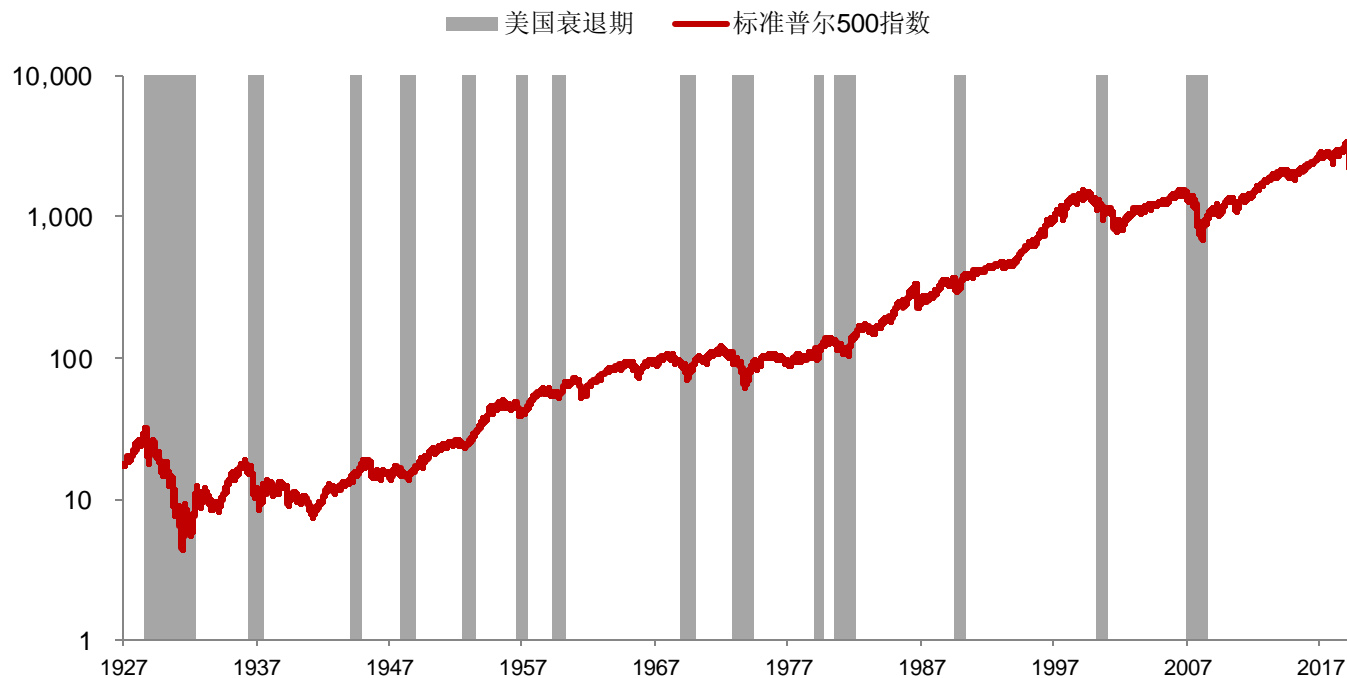
此前的六次大调整(跌幅>10%)，美股都平安着陆，本轮调整从目前来看是次贷危机以来的美股**第三大重挫**（流动性危机、原油暴跌以及估值偏高），跌幅最为迅速的一次，但随后超跌反弹。

目前纳指已收复失地（底部反弹超40%）。



3.2 美股与经济密切相关

美股的13次熊市



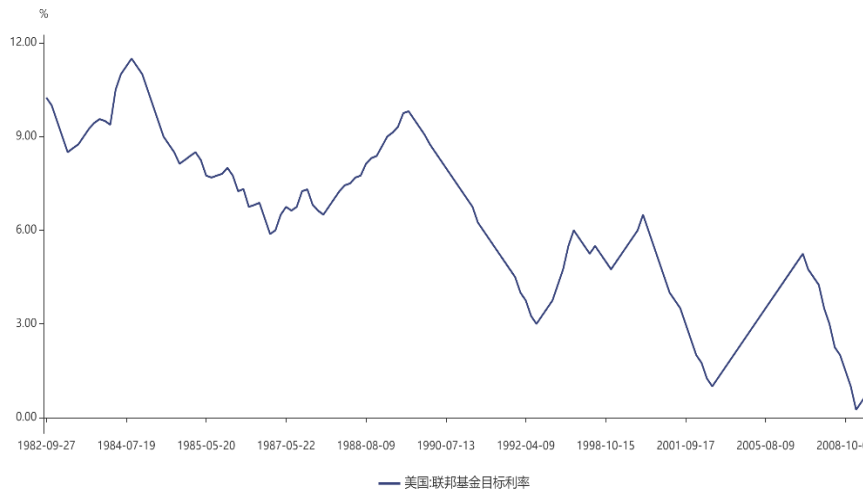
- 1929年以来，美国一共发生了**14次经济衰退**和**13次熊市**，这两者之间的关系是**高度重合**的，在发生经济衰退的时期，几乎都伴随了美股熊市。
- **非农失业率创下低纪录**。市场预期其多受临时性停工影响，“一次性”影响，但美国部分州病例仍在加速

资料来源: wind, 粤开证券研究院



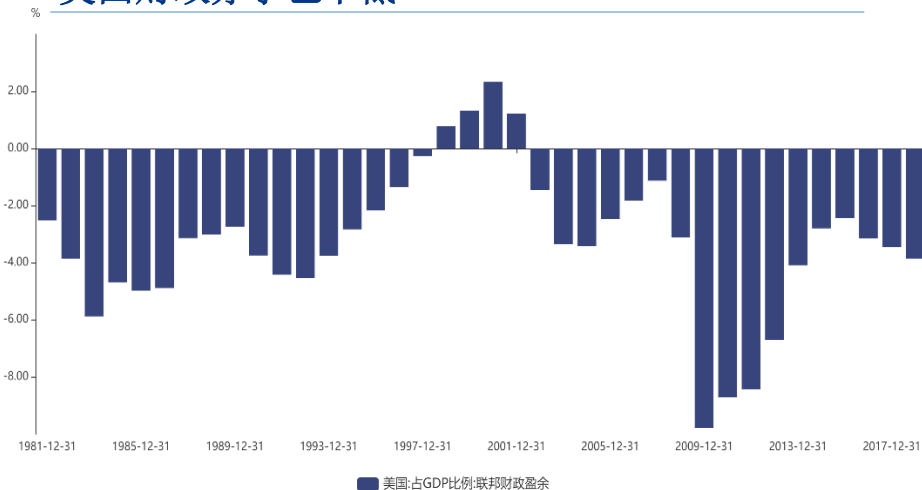
3.3 美联储的操作空间越来越狭窄

图表7：美国降息空间已经非常有限



数据来源：Wind

美国财政赤字已不低



数据来源：Wind

- 美联储使出了浑身解数来阻止经济的衰退。
- 长期来看，当前的美股处于次贷危机以来较差的周期位置，免疫力降低，应对外部冲击的调节能力下降。
- A股在本轮调整中独立性明显。



3.4 大选之年的中美经贸关系

中美经贸磋商的一些主要领域



- 中美第一阶段经贸协议文本达成一致
- (2019年12月13日)
 - 分阶段的经贸磋商和协议形式
- 10月美国大选的冲刺月
 - 转移内部矛盾，变数增多
 - 中后期遗留的问题或分歧较大
 - 摩擦或成“常态”，A股具有一定免疫力

资料来源：wind, 粤开证券研究院

4

政策与盈利的赛跑

对于后续行情的演进，我们认为政策是快变量，盈利是慢变量。

政策的刺激仍然是推动行情演进的发动机，A股受疫情拖累经济与政策对冲的考验，2020年全年或将以蓄势为主。



4.1 如何看一季度数据回落

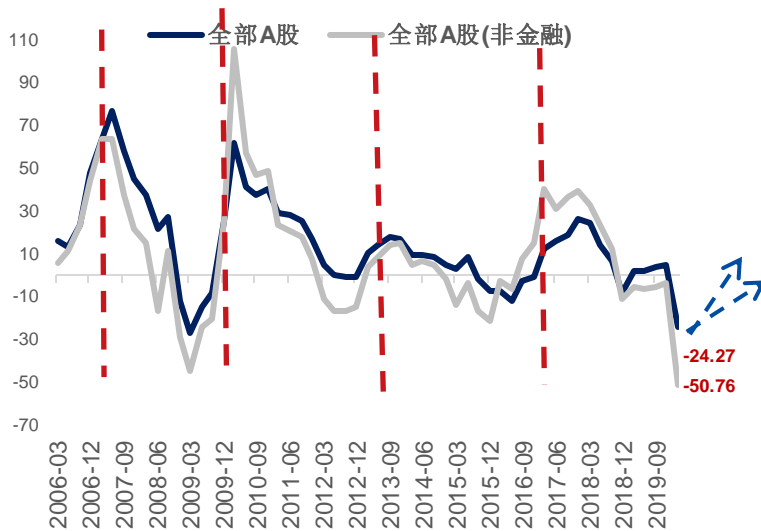
- 若无疫情冲击，库存增速在2020H1见底，盈利周期加速回升。工业企业库存周期约3-4年，与上市公司盈利周期较吻合。
- 但疫情使得全球产业链中断，库存周期被拉长。盈利增速在20Q1向下探底，接近09Q1。
- 后续主要看政策对经济的提振效果。类比09年，全部A股的盈利增速在“四万亿”刺激政策下逐季修复。

存货周期被拉长



资料来源: wind, 粤开证券研究院

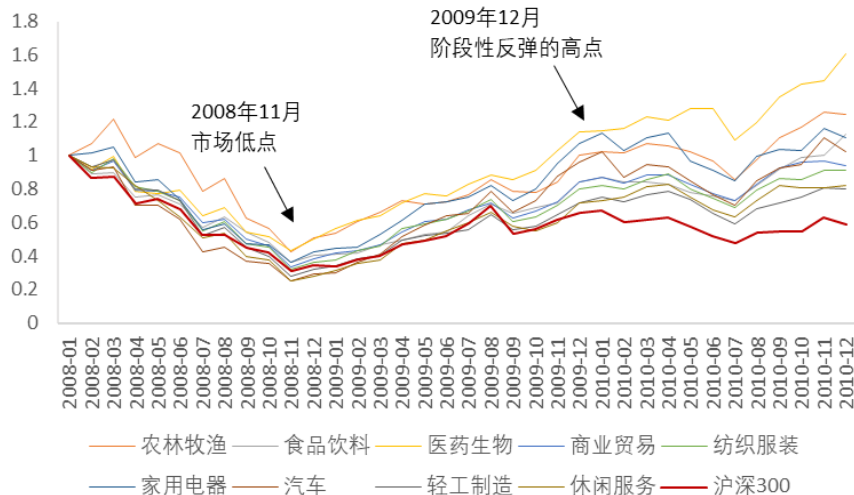
过去十五年的盈利周期



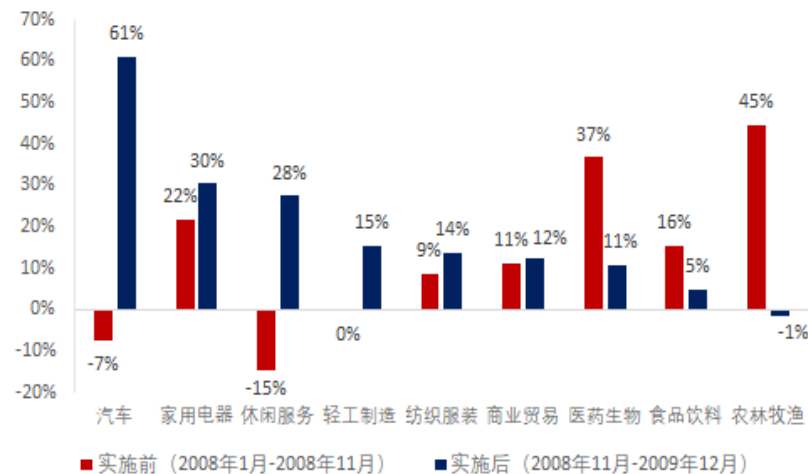
4.2 以史为鉴，类比08年末“四万亿”复苏

- 以11月“四万亿”复苏计划为起点，货币供应充裕为消费破冰，带动企业营收提速，提振二级市场信心。。
- 经济刺激政策的传导最先显现在**信贷数据和股价上**，3个月后效果在**CPI和社零数据**上显现，企业在**09Q3营收增速**出现拐点。
- 实施前，农林牧渔、医药生物韧性较大具备避险属性。实施后，家电、汽车等可选消费涨幅较大，弹性更好。
- 现在，政策组合拳密集推出，**投资、消费**两架马车双管齐下拉动经济增长。

08年“四万亿”后刺激沪深300、大消费大幅反弹



消费板块相对沪深300区间超额收益



资料来源: wind, 粤开证券研究院



4.3 政府工作报告

	具体指标	2017	2018	2019	2020
GDP	目标增速	6.5%左右	6.5%左右	6%—6.5%	未设定具体目标
就业	就业政策基调	大力促进就业创业	着力促进就业创业	就业优先政策全面发力	就业优先政策全面加强
	城镇新增就业	1100 万人以上	1100 万人以上	1100 万人以上	900 万人以上
	城镇调查失业率	-	5.6%以内	5.5%左右	6%左右
	城镇登记失业率	4.5%以内	4.5%以内	4.5%以内	5.5%左右
	城镇新增就业	1100 万人以上	1100 万人以上	1100 万人以上	900 万人以上
货币政策	政策基调	稳健中性	稳健中性，松紧适度	稳健，松紧适度	稳健，更加灵活适度
	货币供给	-	管好货币供给闸门	把好货币供给总闸门，不搞大水漫灌	综合运用降准降息、再贷款等手段
	货币政策工具	综合运用货币政策工具	差别化准备金、信贷等政策	灵活运用多种货币政策工具	创新直达实体经济的货币政策工具
	M2	增长 12%左右	合理增长	与 GDP 名义增速匹配	引导增速明显高于去年
	社融	增长 12%左右	合理增长	与 GDP 名义增速匹配	引导增速明显高于去年
财政政策	政策基调	政策更加积极有效	积极的取向不变，聚力增效	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策更要积极有为
	赤字率	3.00%	2.60%	2.80%	3.60%
	财政赤字	2.38 万亿	2.38 万亿	2.76 万亿	3.76 万亿
	地方政府专项债	8000 亿	8300 亿	2.15 万亿	3.75 万亿
	抗疫特别国债	-	-	-	1 万亿
	减税降费	0.35 万亿	0.8 万亿	2 万亿	2.5 万亿
基建	政策基调	积极扩大有效投资	发挥投资对优化供给结构的关键作用	合理扩大有效投资	扩大有效投资
	铁路	8000 亿	7320 亿	8000 亿	-
	公路水运	1.8 万亿	1.9 万亿	1.8 万亿	-
	重大水利工程	15 项	1 万亿	-	-
	中央预算内投资安排	5076 亿	5376 亿	5776 亿	6000 亿
	棚改与旧改	棚改 600 多万套	棚改 580 万套	-	改造城镇老旧小区 3.9 万个



4.4 扩内需战略一览



扩内需战略

推动消费回升

- 1、通过稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力。
- 2、支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下融合。
- 3、发展养老、托幼服务。
- 4、改造提升步行街。
- 5、支持电商、快递进农村，拓展农村消费。

扩大有效投资

重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，主要是：

- 1、加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展5G应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。
- 2、加强新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力。新开工改造城镇老旧小区3.9万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务。
- 3、加强交通、水利等重大工程建设。

加快落实区域发展战略

- 1、继续推动西部大开发、东北全面振兴、中部地区崛起、东部率先发展。
- 2、深入推进京津冀协同发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展。
- 3、推进长江经济带共抓大保护。
- 4、编制黄河流域生态保护和高质量发展规划纲要。
- 5、推动成渝地区双城经济圈建设。
- 6、促进革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区加快发展。
- 7、发展海洋经济。

实施好支持湖北发展一揽子政策

实施好支持湖北发展一揽子政策，支持保就业、保民生、保运转，促进经济社会秩序全面恢复。

4.5 逆周期投资加码，经济加速复苏



5月新增社融，3.19万亿

信用周期持续扩张

六大发电集团，交通拥堵率

复产复产率基本已达去年同期

5月PMI, 50.6

2月过低，环比数据

3月52, 4月50.8

维持荣枯线上

新增专项债，1.46万亿

5月基本完成1万亿

第三批1.46万亿元专项债将

会尽快下达至地方

5月挖机，+68%

逆周期投资加码，基建开工提速

前5个月，累计销量已达14.58万台,已超过2017年全年销量

5

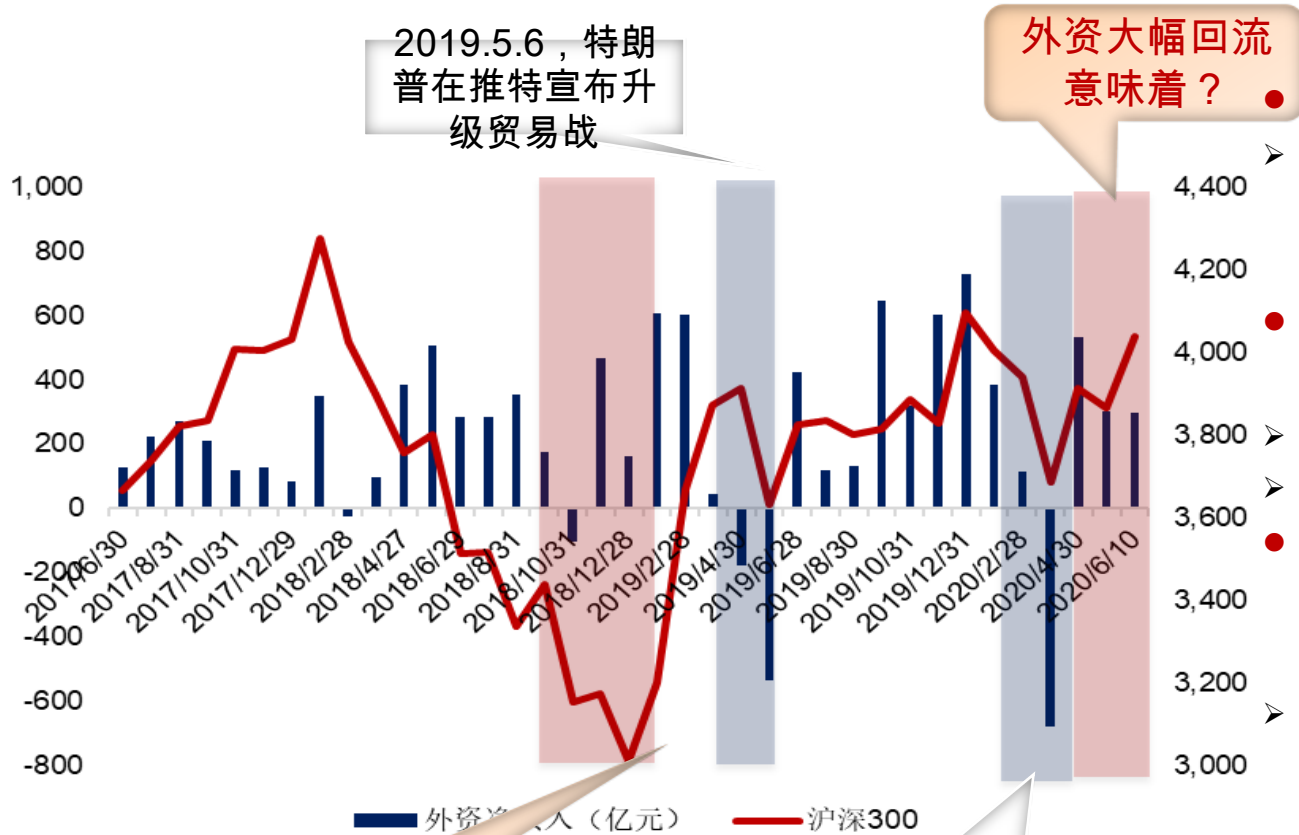
潜在资金面看点

历次典型的牛市行情也往往伴随着巨幅增量资金的重要催化。



5.1

“聪明钱”再度大幅回流



2019.1.5央行
“降准”

3月流动性危机下
外资大幅撤离

市场风向标

- 疫情全球扩散后，北上资金不但与美股指期货一道左右着A股走势，也左右着市场情绪。
- 3月4日起连续净流出，3月-680亿。
- 蓝筹股的断崖式下跌
- 大盘从3000点跌至2650点
- 3月24日重返A股，4月+500亿，5月+300亿，6月前7个交易日超+300亿。
- 蓝筹股率先带领大盘从2650点一路震荡盘升至2850-2900点。

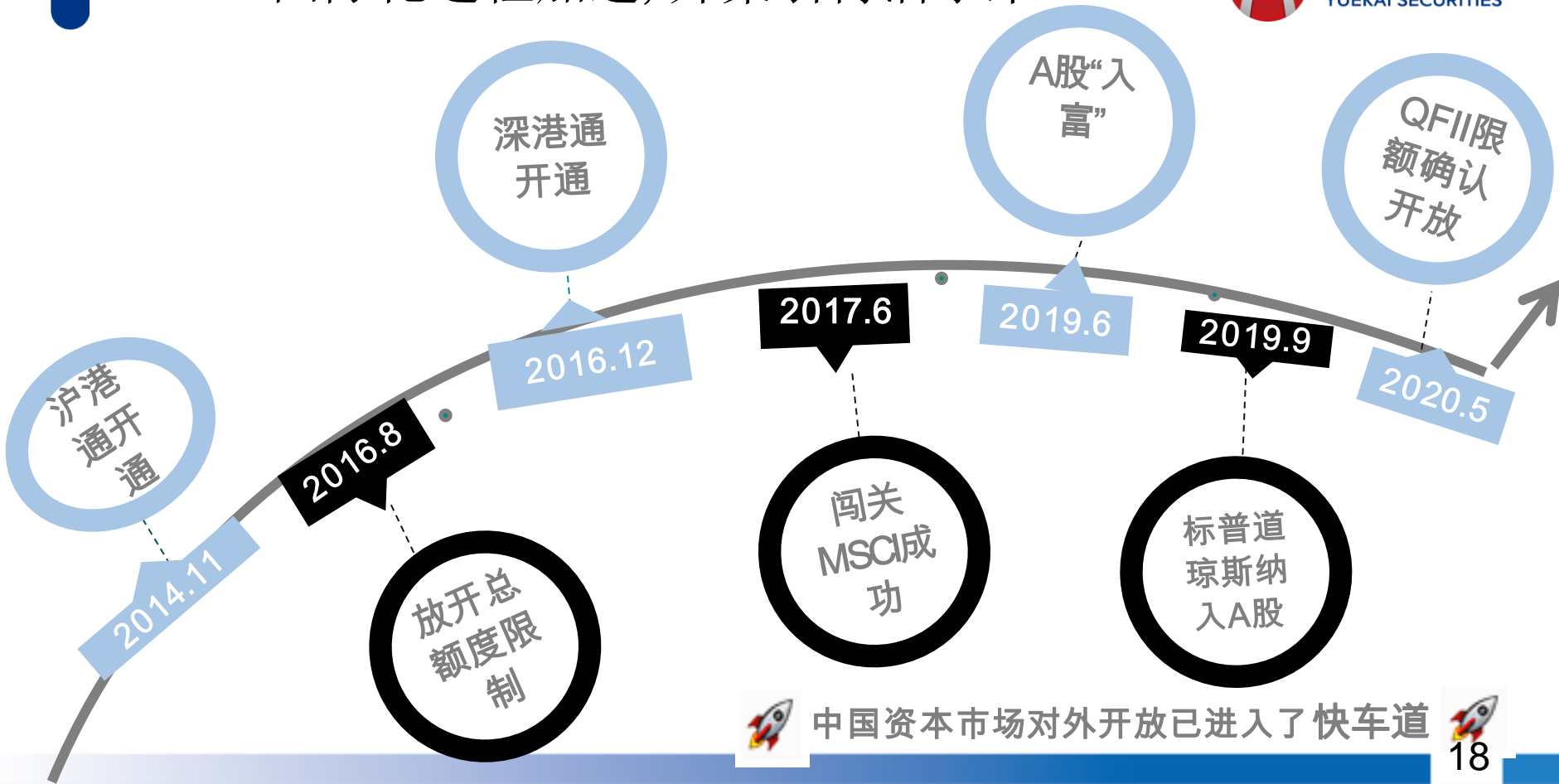


5.2

国际化进程加速, 开渠引得活水来



粤开证券
YUEKAI SECURITIES





5.3 富时罗素扩容A股在即

- 国际指数富时罗素于6月下旬扩容A股，权重提升至25%，预计将带来增量资金约250亿元。
- 其中被动资金达210亿元，或将于生效日前后流入，主动性资金则往往提前择机涌入。

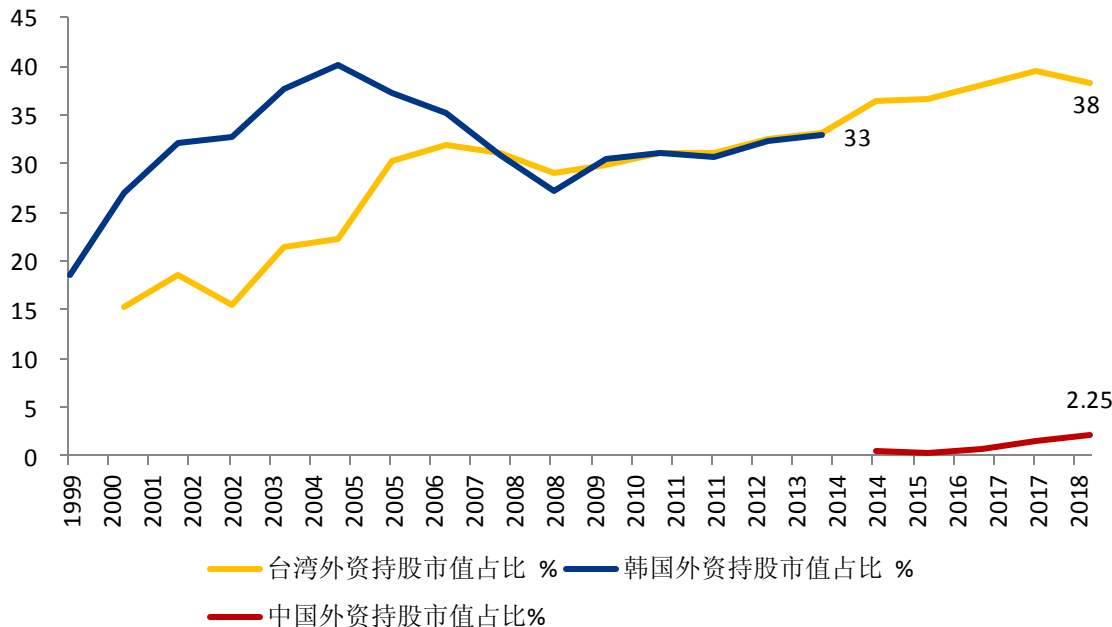
富时罗素第一步即将完成

	实施日期	纳入因子 (%)	被动资金 (亿美元)	主动资金 (亿美元)	增量合计 (亿美元)
富 时 罗 素	2019/6/24	0-5	20	4	24
	2019/9/23	5-15	40	8.5	48.5
	2020/3/23	15-17.5	10	2.12	12.12
	2020/6/19	17.5-25	30	6.38	36.38
	-	100	300	64	364

资料来源：FTSE Russel，粤开证券

5.4 外资增持A股空间仍然很大

相对韩国、台湾地区，外资对A股的持股市值占比小



资料来源: wind, 粤开证券研究院

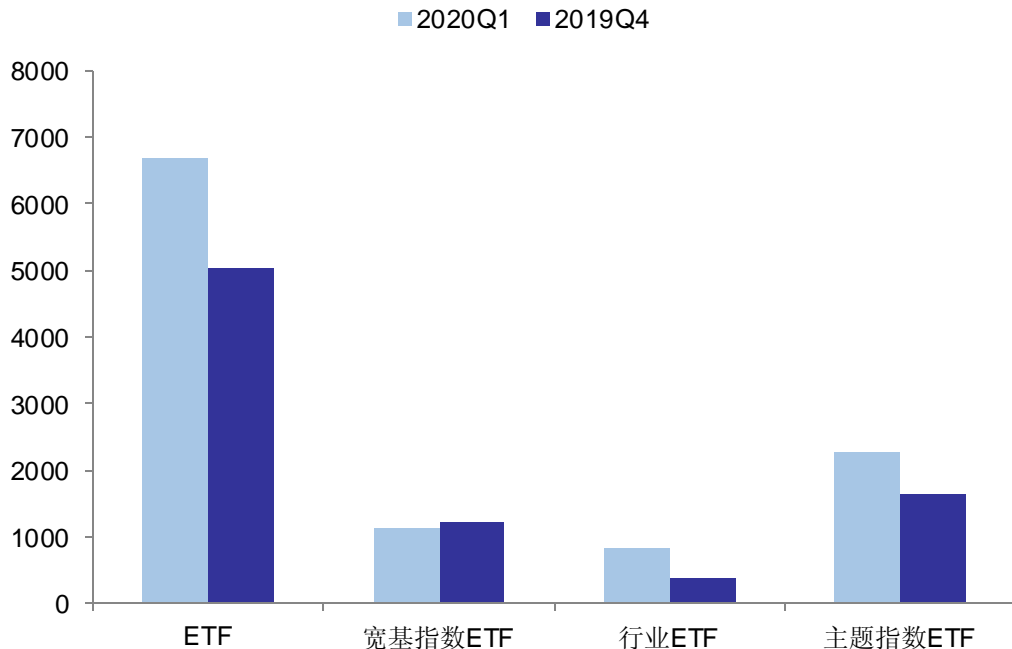
- 外资对A股的总持仓市值约为1.6万亿
- MSCI和标普暂未公布计划，引发担忧
- 中长期外资流入A股的趋势未改
 - A股成长性较佳，国际范围估值性价比高
 - 我国资本市场改革深化
 - 美元指数回落，外围扰动总体低于预期
 - 借鉴韩国及台湾地区外资流入节奏
- 正常情况下，未来5-8年，外资有望净流入A股2-4.5万亿元，每年净流入规模或达到2500-9000亿元。
 - 2017-2019:400/3000/3500亿元



5.5 年初以来爆款基金不断、ETF规模创新高



2020一季度ETF基金净申购份额超1667亿份



- 2019年股票型基金回报中位数47%

- 居民资产财富转移

- 机构持股的“ETF化”

- 养老金、保险基金、理财子公司、部分公募和私募底仓配置

- 风险偏好较低、追求绝对收益的长线资金,通过ETF基金的形式参与A股市场的投资机会

6

新一轮上涨的时空研判

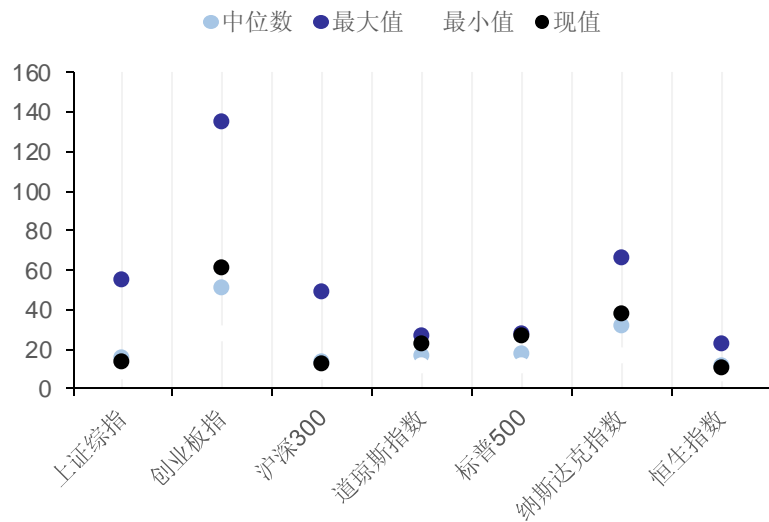
短中长期三维度预判。



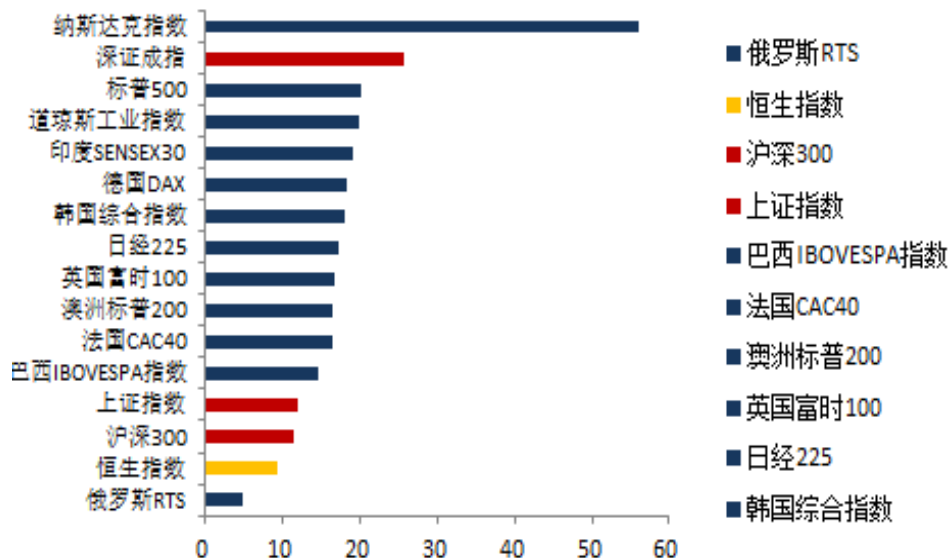
6.1 A股、港股估值吸引力仍大

从全球股市和大类资产两维度出发，A股具备吸引力。

A股估值洼地优势明显(截至0608)



A股估值处于国际价值洼地

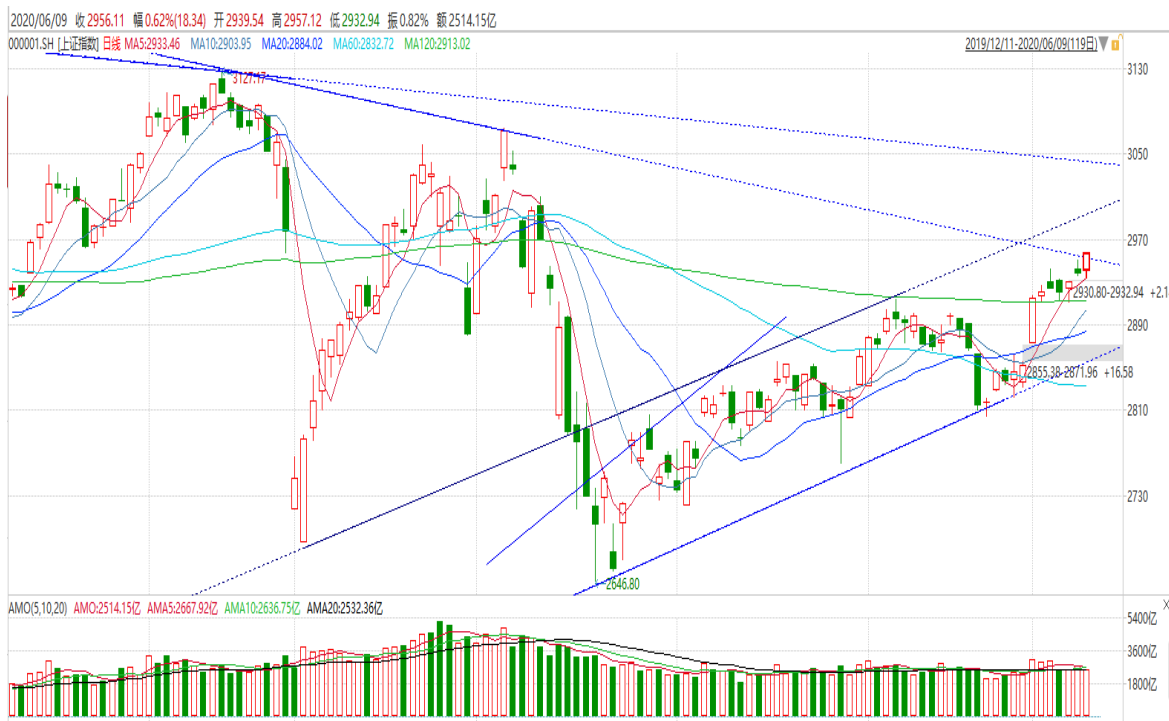


资料来源: wind, 粤开证券研究院



6.2 大势研判

A股下半年有望冲击3200点区域



资料来源: wind, 粤开证券研究院

- 下半年走出“N”字形，先扬后抑再扬概率大
- 若有利好配合及美股无二次下探，A股下半年有望冲击3200点区域甚至更高
- 若无将盘整至四季度，但向下的趋势可能性很小
- 政策不断发力落地
- 低谷数据悉数落地
- 技术面支撑强
- 9月-10月容易起变化
- 2020年10月美国大选冲刺月，中美经贸关系复杂多变
- 但市场有一定免疫
- 落地后市场重回对明年的预期和憧憬



6.3 改革深化，注册制夯实长期“慢牛”

注册制改革历程



资料来源：wind, 粤开证券研究院

- 2019年，资本市场以服务于实体经济转型为重要任务开启了新一轮制度变革。
- 意在长期，夯实A股长期慢牛的制度基础。
- 股权融资改革有助于改善科技创新型企业的融资环境。
- 注册制的实施将加大市场的优胜劣汰，两极分化加剧，头部企业受益。

7

配置主线



7.1 配置建议



粤开证券
YUEKAI SECURITIES

● 科创板、创业板

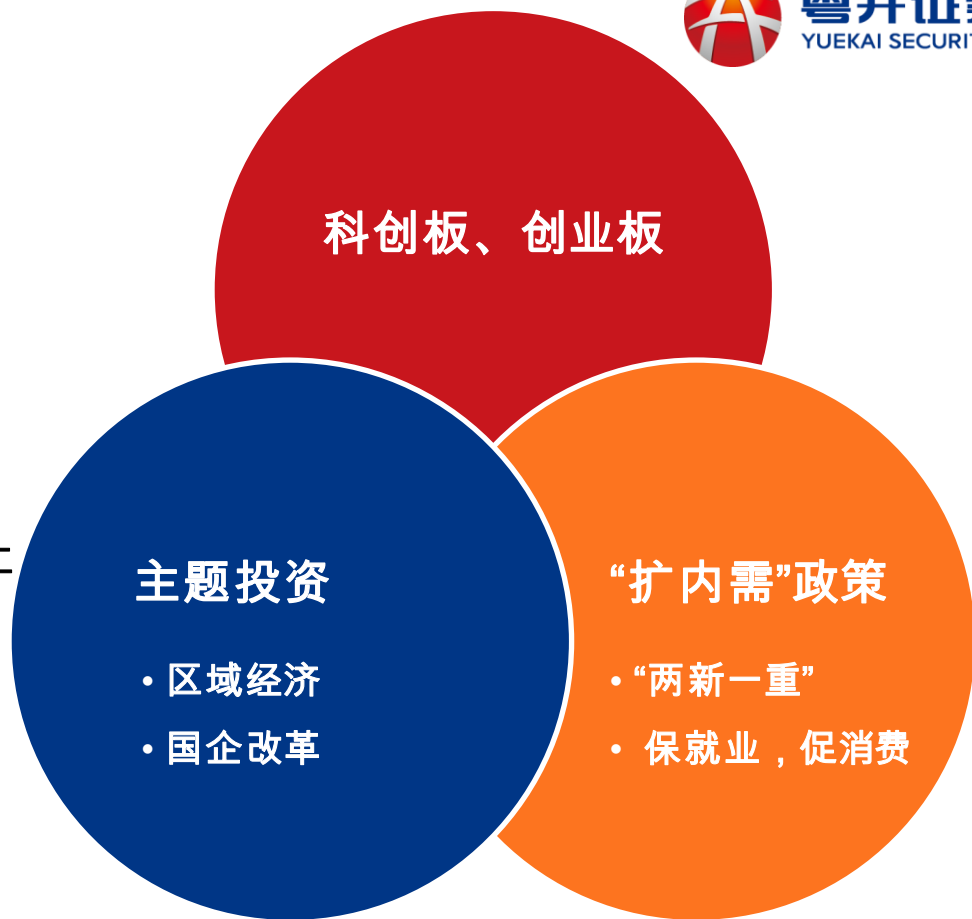
- 结构性行情丰富、弹性更强
- 新科技、新经济看点
- 新基金发行，制度优势

● “扩内需”政策----“两新一重”、保就业促消费

- 新基建（5G、云计算、新能源汽车等）
- 新型城镇化建设与老旧小区改造的地产竣工链（消费建材、家电家居等）
- 传统基建（机械建筑等）

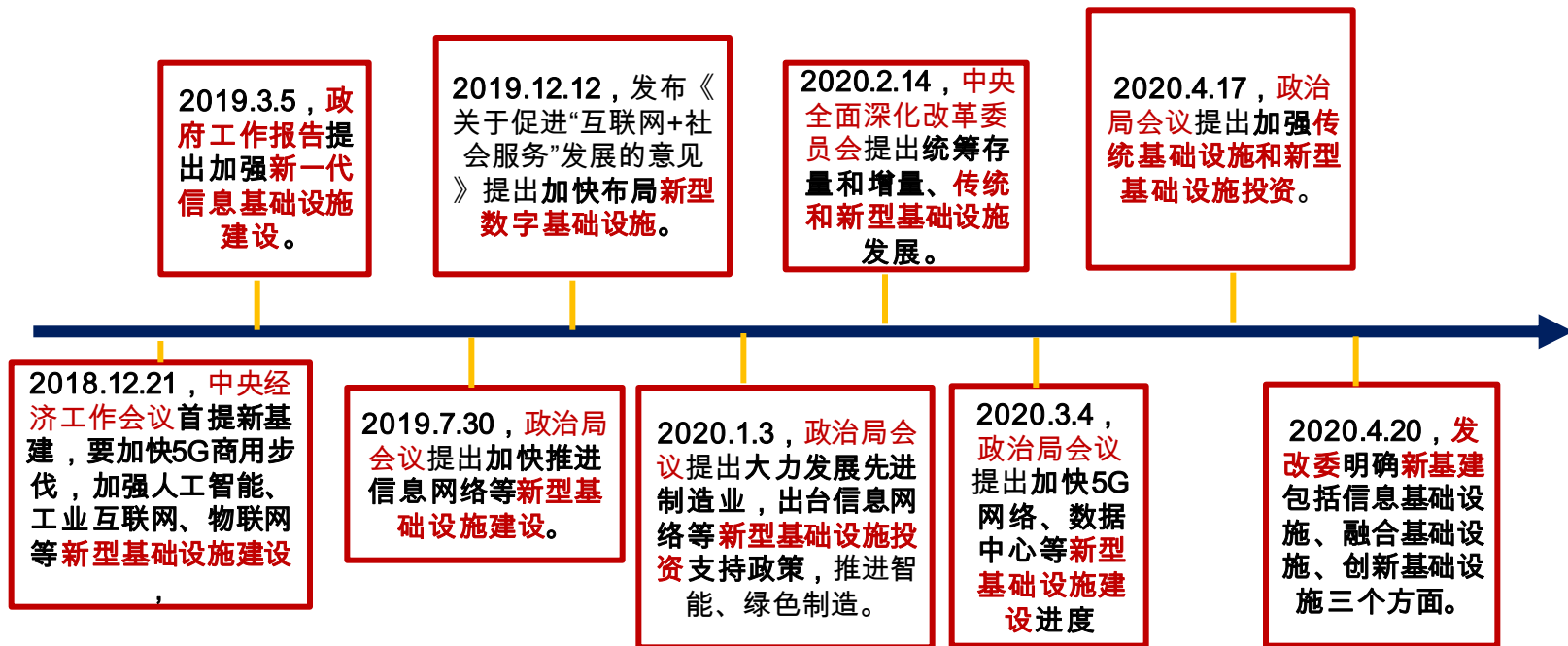
● 主题：区域经济

- 粤港澳大湾区、海南板块等
- 国企改革





7.2 “扩内需”之新基建



7.2.1 “新基建” 发展运用空间广阔



新一代信息技术
演化生成的基础
设施

信息基础设施

网络基础设施

代表：5G、物联网、工业互联网、卫星互联网

新技术基础设施

代表：人工智能、云计算、区块链等

算力基础设施

代表：数据中心、智能计算中心

融合基础设施

智慧交通

城际高铁及城际轨道的自动化、电气化、信息化等，基础设施监控体系、智能化的路网运行感知体系如车路协同建设、公路信息化、高速路ETC联网等

智慧能源

与能源基建相结合的信息化、智能化建设，

创新基础设施

重大科技基础设施

由国家统筹布局，依托高水平创新主体建设，面向社会开放共享的大型复杂科学研究装置或系统，是长期为高水平研究活动提供服务、具有较大国际影响力的国家公共设施。目前我国已经规划布局建设55个国家重大科技基础设施。

科教基础设施

教育、科学技术领域的投资，如研发装置、实验室等

产业技术创新基础设施

与产业相结合的创新基础设施建设，如科技产业园区、产品研制等

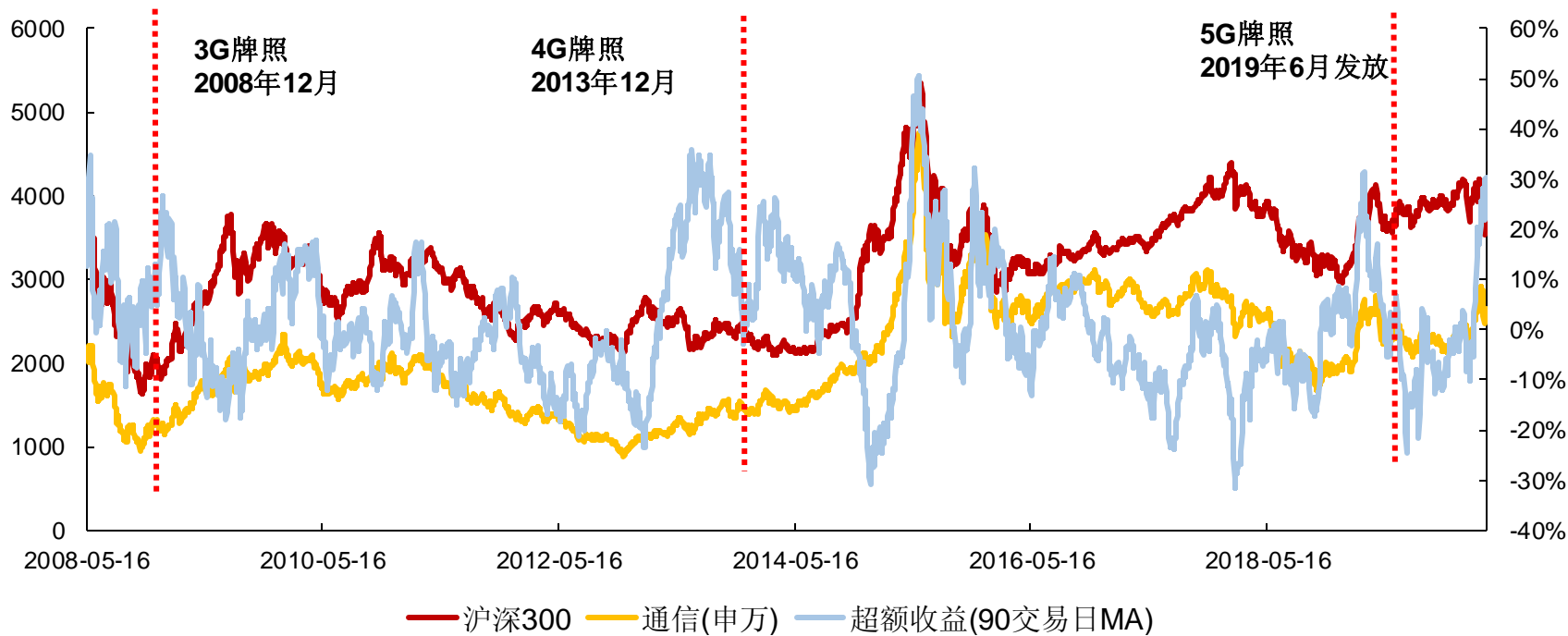
深度应用互联网、
大数据、人工智能
等技术，支撑传统
基础设施转型升级
，进而形成的融合
基础设施

支撑科学研究、
技术开发、产品研
制的具有公益属性
的基础设施



7.2.2 新基建核心——5G产业周期

3G/4G牌照发布前后，通信超额收益显著



资料来源: wind, 粤开证券研究院



7.2.3 新基建核心——5G产业周期

5G产业链相关企业业绩与运营商资本开支



- **建设期、成长期**
 - 运营商资本开支增速快
 - 通信相对沪深300的涨幅较大
- **成长期晚期、成熟期**
 - 运营商资本开支减速
 - 通信相对沪深300表现落后
- **2018-2020年是5G建设期**
 - 5G建设周期比4G更长
 - 随着5G建设的开展，通信相关企业业绩有望提升
- **5G建设后期还会带动超高清、人工智能、工业互联网、虚拟现实等5G应用端投资及发展**



7.2 .4 新基建核心——5G产业周期

- 随着越来越多的行业与信息技术结合，技术变革将进一步带动**下游垂直行业融合应用**的快速发展
- 满足**多层次群体在多元化场景**的进一步丰富

5G应用场景落地时间表



资料来源：艾瑞咨询

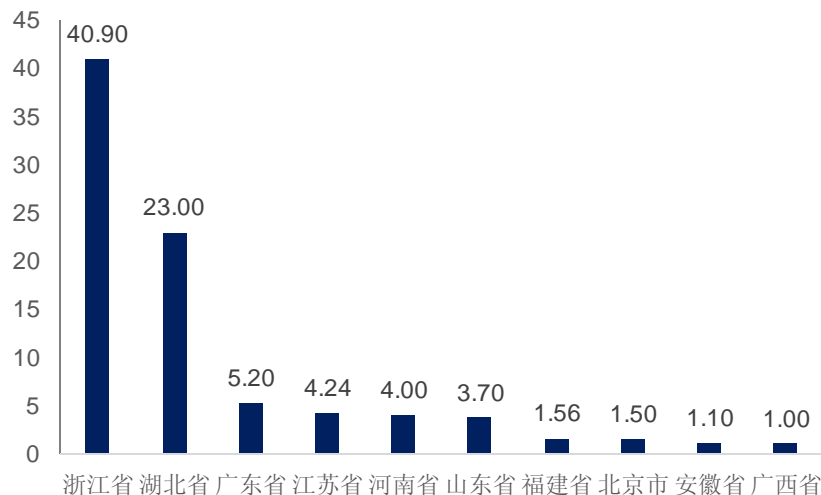


7.3 “扩内需”之消费券

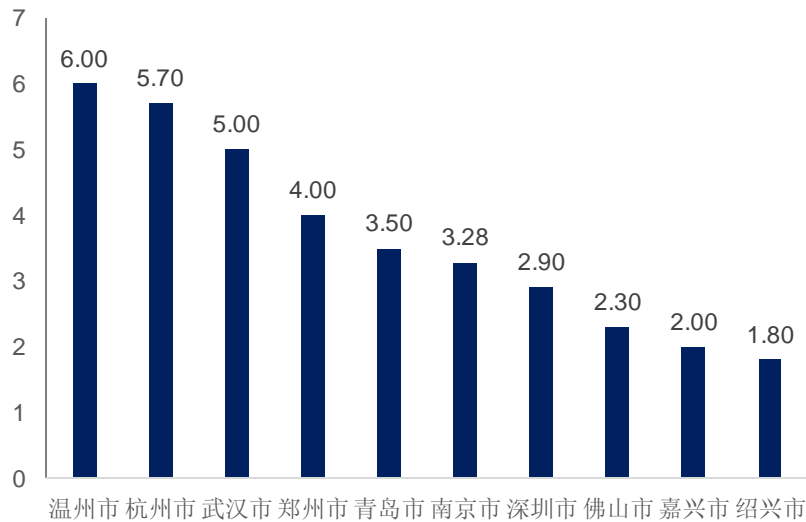


- 在消费乏力企业困难时，常用的促消费办法有三种：减税、现金补贴、**消费券**。
- **优势**：1、避免补贴沉淀。2、消费乘数的杠杆作用。3、行业精准投放。4、线下消费习惯再培养。5、激励企业效仿。

省级行政单位消费券发放情况(截至4月20)



市级行政单位消费券发放情况(截至4月20)



资料来源：wind, 粤开证券研究院



7.3.1 拆解大消费的空间潜力

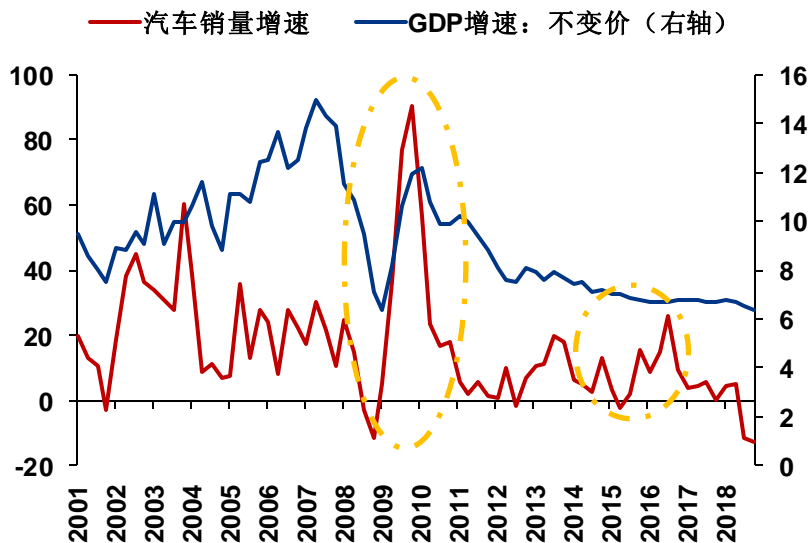




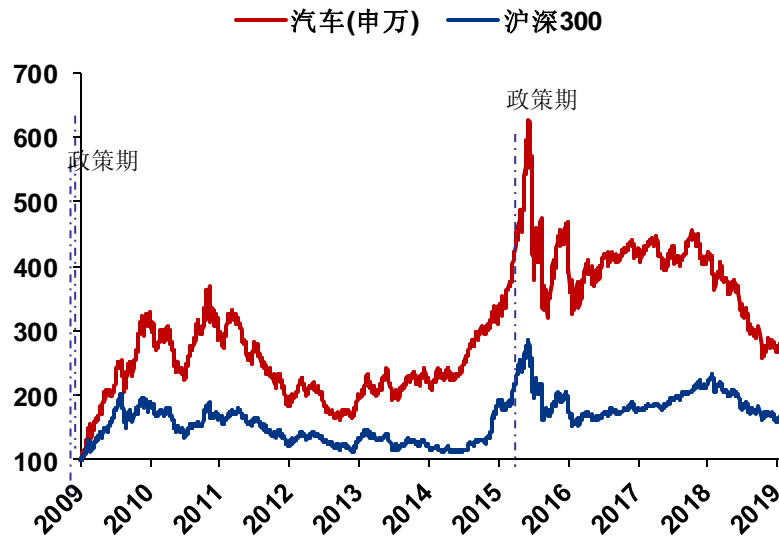
7.3.2 耐用消费品——汽车

- 2009年和2015年均实施了汽车刺激政策：购置税优惠、汽车下乡、以旧换新
- 汽车自主龙头业绩拐点：份额/毛利提升+强新产品周期+可能的政策

汽车刺激政策带来行业增长快速回升



汽车政策实施期，板块具有明显的相对收益



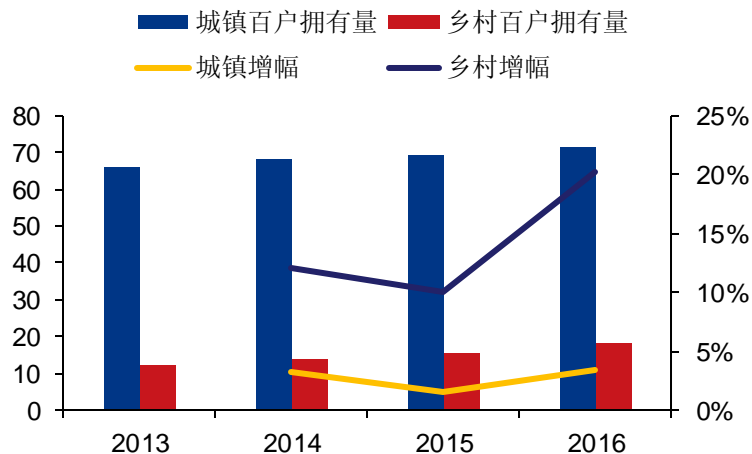
资料来源：wind, 粤开证券研究院



7.3.3 耐用消费品——家电

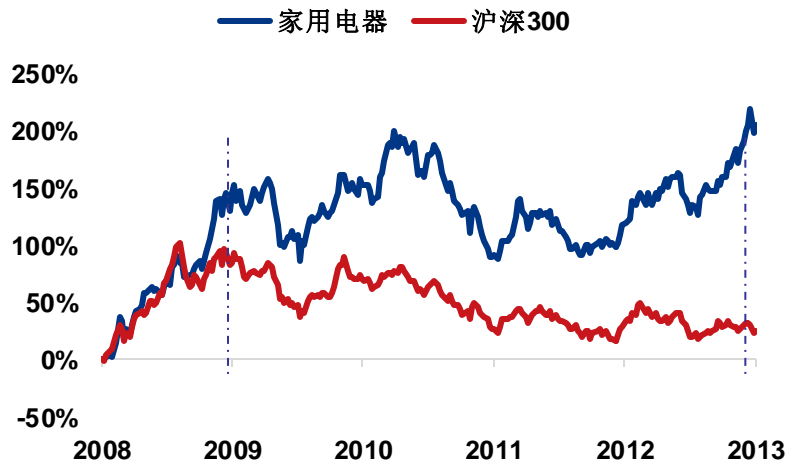
- 出口或受影响，农村空调+厨电的保有量仍偏低，空间相对较大。
- 刺激初期，家电板块相对收益不明显，低端弹性更大、更受益；
- 刺激中后期，家电板块相对收益非常大，龙头更为受益且更持久。寒冬下，龙头销售返利护城河凸显。

图表39：以油烟机为例农村家电市场广阔



资料来源: wind, 粤开证券研究院

2009-2013政策刺激下家电超额收益大



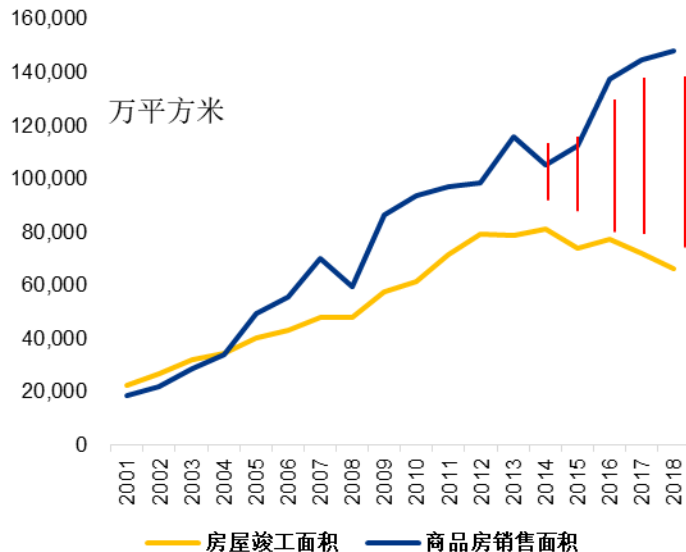


7.3.4 竣工缺口有望回补——厨电、消费建材

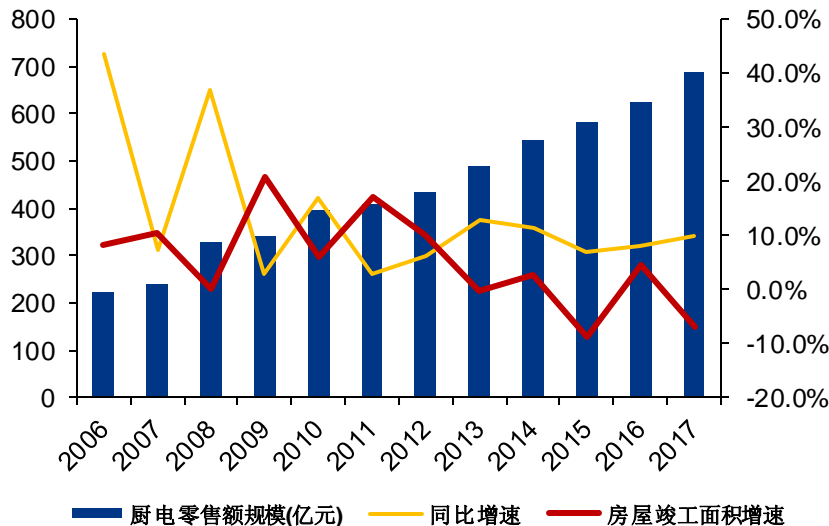


- 巨大的竣工缺口有望自然带来一波竣工高峰；
- 竣工带来的精装修房高增，推动高端厨电、玻璃需求增长。

2014年以来竣工缺口持续扩大



厨电零售额略滞后于房屋竣工



资料来源: wind, 粤开证券研究院



7.4.1 区域经济概念股

- **广东自贸区板块、粤港澳大湾区**：5月14日，《中国人民银行 中国银保监会 中国证监会 国家外管局关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》发布。
- **西部大开发**：5月17日,中共中央、国务院发布《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》。
- **海南板块**：6月1日晚,中共中央、国务院印发了《海南自由贸易港建设总体方案》。



7.4.2 国企改革



- 国改主题则受**政策驱动**的效应明显。
- **《政府工作报告》**明确提出,提升国资国企改革成效。
- **“实施国企改革三年行动”**,三年行动方案呼之欲出,国企混改、重组、股权激励等措施有望加速落地,对国改概念形成催化。
- **国企板块整体估值较低**,政策催化下,有望迎来估值修复良机。

免责声明

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内z公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

THANK YOU

THANKS FOR
WATCHING