

立足于民

2020下半年A股投资策略

证券分析师：傅静涛 A0230516110001 王 胜 A0230511060001

林丽梅 A0230513090001 金倩婧 A0230513070004

刘扬 A0230517080005 沈盼 A0230518080004 程翔 A0230518080007

研究支持：陆灏川 A0230118090001 杨曼迪 A01230118080004

黄子函 A023011810003 毛成学 A0230118070011

刘雅婧 A0230119070005 冯晓宇 A0230119070006





主要结论

- **一、写在前面的话：我们该以什么样的心态看待当前市场？坚持讨论战术资产配置，既是我们的选择，也是我们的本分。**
- 新冠肺炎疫情爆发以来，市场对未来展望充满敬畏心，犹如敬畏四次反弹受阻的2008年。关于2008年复盘不计其数，但结论似乎大同小异：熊市不轻易买入，金融危机中会有系统重要性金融机构倒闭，金融危机有早期信号，政策对冲可能无效。这些已成为市场挥之不去的记忆。然而，当我们抛开敬畏心，抛开记忆的桎梏，带着自己的体系“身临其境”地复盘2008年，却发现：危机的早期信号(新世纪金融公司倒闭)发生在2007年2月，如果据此押注危机将错过牛市。雷曼兄弟倒闭前，道琼斯工业指数高点回调幅度仅19%，并非A股的主要矛盾。政策对冲有效的逻辑不时出现，市场的错误似乎不是做反弹，而是心中仍有牛市。于是我们开始理解和尊重，那些当年面临重大不确定性，依然坚持战术配置的投资者。映射到当下，未来的不确定性不亚于2008年，但坚守战术资产配置，既是我们的选择，也是我们的本分。保持中性心态，保持对变化的好奇和敏感，是我们的自我要求，也与各位投资者共勉。
- **讨论战术资产配置，基本面层面有必要回答的三个问题：**
- **二、金融资源去了哪里？政策对冲施于企业，却立足于民，“保小微民企 = 刺激消费”是有预期差的判断。**
- 回答“金融资源去了哪里”的问题，我们需要对新冠肺炎疫情以来各部门的行为变化进行梳理：(1) 政府部门重点扶植金融和企业部门。对金融部门，大家熟悉降准降息，我们更重视再贴现再贷款，对普惠金融贷款进行“报销”；对企业部门，大家熟悉减税降费，我们同样重视财政贴息；对居民部门，也有发购物券、办购物节等刺激政策，但力度相对克制。(2) 金融部门信用收缩的倾向被克服，“社融信贷高增 + 加权平均贷款利率回落”的组合无可挑剔。(3) 企业部门融资条件改善，却未沉淀太多金融资源。一方面企业需借新还旧，修复财务报表；另一方面企业持续经营(保就业见效)，成本支出相对刚性。(4) 居民部门才是金融资源主要的沉积地！一季度居民部门收入正增长，消费负增长，储蓄率大幅改善。居民消费扩张 = 储蓄率改善 + 收入预期稳定。所以，促进储蓄率改善向消费改善的转化，最核心的政策不是直接刺激消费，而是继续兜底小微民企，稳定居民收入预期。政策对冲施于企业，却立足于民，保小微民企 = 刺激消费。我们认为，两会提及的“创新直达实体的货币政策工具”是对3-4月有效宽信用方法的总结，保小微民企可以线性外推，准确把握了当前政策的关键点。据此，我们认为，立足于民的宽信用可以持续，进而看好居民消费潜力的逐步释放，非聚集性可选消费需求可能持续验证改善。
- **三、政策空间和重点如何研判？预算内财政已尽力而为，但空间有限，撬动社会杠杆势在必行。2020年稳增长的关键就是社融信贷放量。**
- 从财政预算报告出发，研判政策空间，推演政策重点。我们认为，预算内财政已尽力而为，但空间有限，主要提示四个问题：(1) 收入负增长是财政四本账的共同问题，维持支出正增长的难度加大。(2) 政府性基金财政扩张力度高位起跳，财政平衡对新增专项债的依赖度进一步提升。(3) 调用资金及使用结转结余的空间已充分反映在预算中，实际财政支出再超预算的空间被压缩。另外，中央稳定调节资金余额无法覆盖资金调用需求，调用资金大部分来自于当年结余，财政支出发力的可见度降低。(4) 社保基金账户预算当年结余为负，年末滚存结余回落。财政发力消耗社保基金账户空间，是不可持续的变化。预算内财政空间有限，撬动社会杠杆势在必行，准财政发力是应有之意；保小微民企，间接刺激消费更加关键。2020年稳增长的关键就是社融信贷放量，我们对此保持乐观。

主要结论

- **四、新冠肺炎疫情如何影响后续预期？动力学模型告诉我们，美国新冠肺炎疫情新增病例数较难突破前期高点。我们建议，至少抱有中性客观心态，新冠肺炎疫情会再度大幅恶化的预期可能已经过度悲观了。**
- 我们引入动力学模型(SEIR)讨论新冠肺炎疫情，相比于基于强假设的新增病例数据点预测，我们更关心各国家阶段模型参数不同反映出的信息。我们提示如下4点核心结论：(1) 全球新冠肺炎疫情防控进度：中国 > (领先于) 日韩 > 德法 > 西班牙 > 英国、美国 > 俄罗斯 > 印度、巴西。(2) 美国防疫的现实问题：疫情多点爆发 + 各州防控参差不齐，导致新增病例数“平顶厚尾”。(3) 美国防疫 vs. 复工复产的策略：高人口密度地区(东北部和西部)严防死守，低人口密度区域(中西部和南部，特别是共和党执政州)提前复工复产。疫情二次爆发的风险客观存在，46个已经逐步开始解封的州当中有17个州出现了疫情二次爆发，但对于总体防疫进度的影响有限，模型中可见居民自主防控意识提高。(4) 5月底到6月，疫情严重且人口密度大的区域逐步放松限制，可能是美国疫情防控最后的考验。如果这些区域的防疫条件和居民自主防控意识不明显弱于西班牙(我们认为这是一个可以接受的假设)，那么美国新冠肺炎疫情二次爆发的新增病例数不会突破前期高点。我们建议，展望疫情未来走向至少要抱有中性心态，新冠肺炎疫情会再度大幅恶化的预期可能已经过度悲观了。新冠肺炎疫情对海外基本面的负面影响，二季度最大，三季度恢复是中性假设。后续在合理的性价比位置，市场如果发酵疫情改善预期，要敢于跟随。
- **五、经济周期底部特征已现，新冠肺炎疫情扰动 + 政策对冲，我们正在迎来更彻底的出清。盈利预测调整是基本面分析的落脚点，A股非金融石油石化归母净利润同比逐季恢复仍是基准假设，2020下半年基本面预期有支撑。**
- 如果没有新冠肺炎疫情，居民部门储蓄率也已开始上行；而2019年A股大盘股筹资性现金净流出，反映企业部门本就在调整出清，经济周期底部的特征已现。新冠肺炎疫情使得出清更彻底，而宽信用政策立足于民，加快了经济恢复速度。如果后续全球主要国家新冠肺炎疫情缓和继续验证，国内基本面预期持续改善有望成为A股的主要矛盾，推动中期上涨行情。盈利预测调整是基本面分析的落脚点，此次盈利预测调整，我们重点反映以下4方面预期：
- (1) 海外主要国家新冠肺炎疫情拐点二季度出现，经济恢复三季度展开；而中国出口二季度占比提升，三季度海外复工，占比可能略有下降，中国出口增速相较海外经济增速应更平稳。(2) 保小微民企 = 刺激消费，我们看好下半年消费持续改善。(3) 四季度前，稳增长发力确定性高，有政策支撑的新老基建和房地产，二三季度基本面有望持续改善。(4) 新冠肺炎疫情爆发，提升了A股2019年报的减值意愿，提前释放了部分本应在2020年底释放的减值压力。最终，我们给出的2020年A股非金融石油石化归母净利润同比为-4.2%，较我们《节后A股调整可能“一步到位”》报告中的盈利预测上调了7.4%，Q2-Q4单季同比分别为0.4%，11.9%和34.4%，分别上调了20.8%、4.6%和下调了-6.5%，总体呈现出逐季改善的趋势。
- **六、逆全球化趋势需坦然面对，唯有改革锐意进取：下半年看“十四五”规划和创业板注册制落地。更长期看对外开放和要素市场化改革。**
- 讨论风险偏好，逆全球化是绕不开的话题。不少投资者将逆全球化视作未来不确定性的来源，但实际上，逆全球化的方向是几乎确定的，已没有预期差。不确定性主要来自于节奏和具体的方式。我们认为，逆全球化将以螺旋式，而非断崖式的形势展开，中美关系的低谷期可能经常出现，但也会有蜜月期。应对逆全球化趋势，中国已经选择了改革锐意进取，这也是唯一正确的选择。改革推进和逆全球化加剧，可能在很长时间内成为影响A股风险偏好的一组对冲力量。



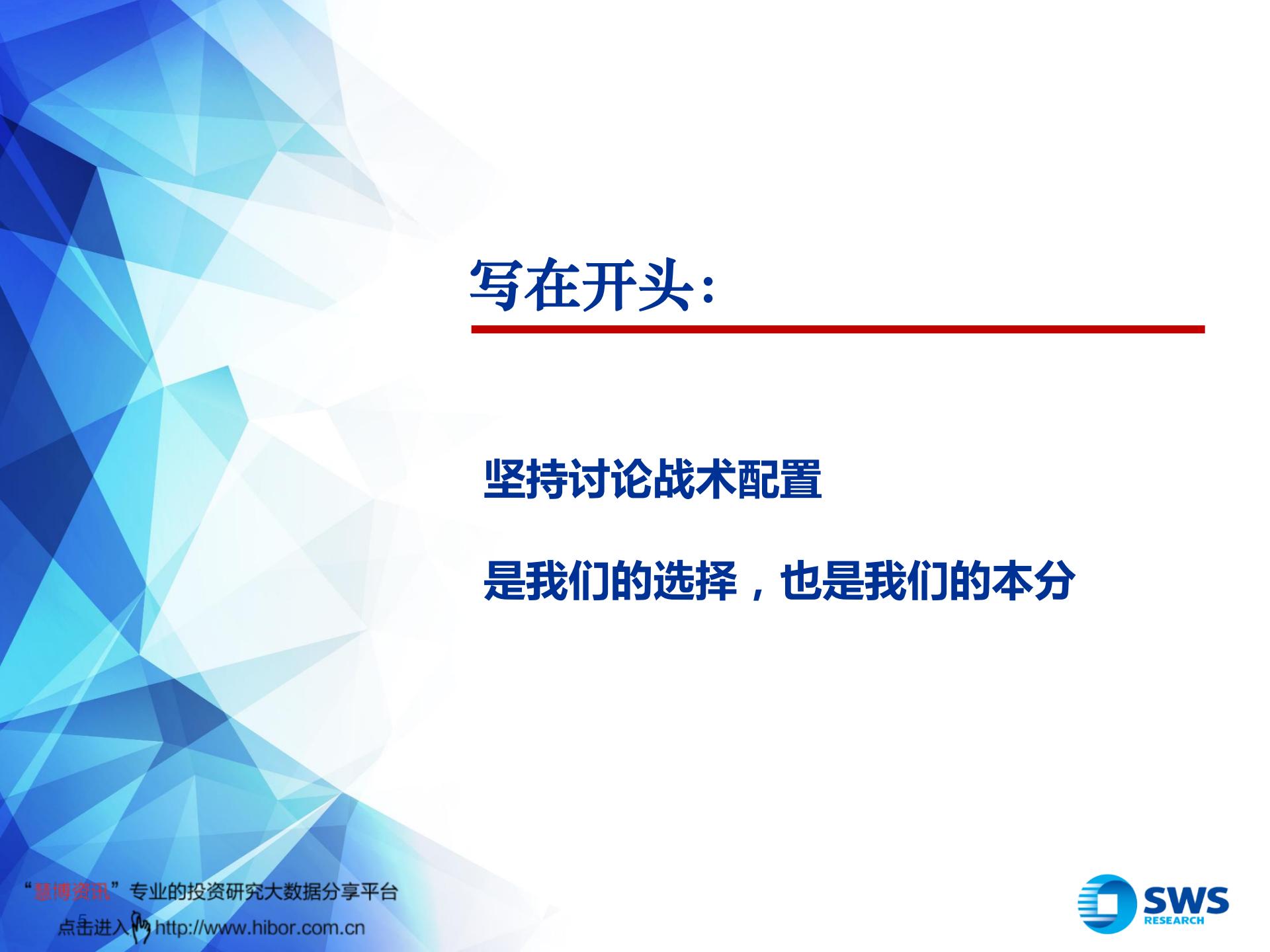
主要结论

- 展望后续改革进程，下半年和更长期各有两大看点：下半年将迎来“十四五”规划落地，经济转型中长期政策有望回补，与外需科技的基本面改善共振；还将迎来创业板注册制改革落地，资本市场稳预期和“比价效应”发酵，对A股构成阶段性支撑。更长期的改革一看坚决对外开放，特斯拉之后，中国制造将向更多的新经济全球龙头发出邀请函，集成电路、人工智能和医药生物是重点；二看要素市场改革，土改有望释放城镇化终极红利，使得中国在全球竞争中有效卡位。长期改革稳健致远，为下一轮牛市筑基。
- **七、短期调整是第二次“削峰”行情兑现，下半年逐步转向战略乐观。新冠肺炎疫情带来更彻底的出清；居民储蓄率上升，配置需求释放，我们有理由开始期待牛市。然而全球都是“大病初愈”，我们期待未来，也敬畏未来。**
- 在春季策略报告《削峰填谷》中，我们提示了春季行情之后，还有两次填谷和两次削峰行情，目前看来第二次“填谷”已经兑现，第二次“削峰”正在进行。我们继续延续春季策略的全年节奏判断思路，下半年逐步转向战略乐观。主要逻辑包括以下3点：
 - (1) 下半年A股基本面趋势向上有望得到确认，新周期开启的乐观预期可能阶段性发酵。我们特别强调居民储蓄率改善，非聚集性可选消费基本面可能好于预期。
 - (2) 新经济基本面触底回升，叠加改革预期发酵（“十四五”规划、创业板注册制），科技成长有望重拾进攻属性。
 - (3) 新冠肺炎疫情带来更彻底的出清，而牛市生于绝境；居民储蓄率上升，配置需求释放。我们有理由开始期待牛市。当然，我们也清楚地意识到，在我们的主线逻辑之外，存在着巨大的不可知区域。我们在《Life Always Finds Its Way Out》中，回溯了A股“年年困难年年过”的历史，但客观上，近三年都是历史上相对更困难的年份。目前全球都是“大病初愈”，政策空间明显消耗，可能难以抵御一个更困难年份的冲击。真正的下行风险往往来自不可知的区域，所以我们期待未来，也敬畏未来。但不要因为不可研究、不可知的未来停下脚步，正是我们强调战术配置的原因，至少我们可以期待下半年有一波“非常像牛市”的大反弹。
- **八、春季策略的结构选择思路依然适用。“去日可追”战术机动，继续看好新老基建行情延续；“来日可期”底仓配置，2020年提估值是普遍现象，远期有复利效应的龙头2020年以来的相对收益主要由业绩贡献，仍处于健康状态。**
- 在《削峰填谷》中，我们提示了“去日可追，来日可期”的结构选择思路，回顾新冠肺炎疫情发酵以来的行业结构表现，可以发现三类行业占优：
 - (1) 一季报相对业绩趋势占优的方向，体现了风险偏好较低，市场重视短期业绩；(2) 需求回补预期和基本面触底的方向，即“去日可追”的方向；(3) 竞争格局优化、龙头溢价的方向，即“来日可期”的方向。
 - 我们沿用这样的思路，继续强调“去日可追”战术机动，非聚集性可选消费有望逐步受益于居民储蓄率上行，首推汽车；新老基建依然是确定的方向，重点关注5G、新能源汽车、半导体设备耗材、信创；建筑装饰、建筑材料和工程机械龙头的投资机会。“来日可期”底仓配置，5G商用化引发设备端和应用端景气，依然是远期确定的基本面趋势，耐心等待三季度外需科技需求回补验证，二季报期可能是消费电子布局的窗口，5G应用端的物联网、超高清、云游戏，有望成为反弹阶段有弹性的进攻方向。保持长期有复利效应的龙头核心资产的配置。2020年提估值是普遍现象，反映宽货币的影响；创新高龙头的相对收益主要由业绩贡献，个股提估值

“慧博资讯”是极端投资理财的健康分享平台

点击进入 <http://www.bihor.com.cn>

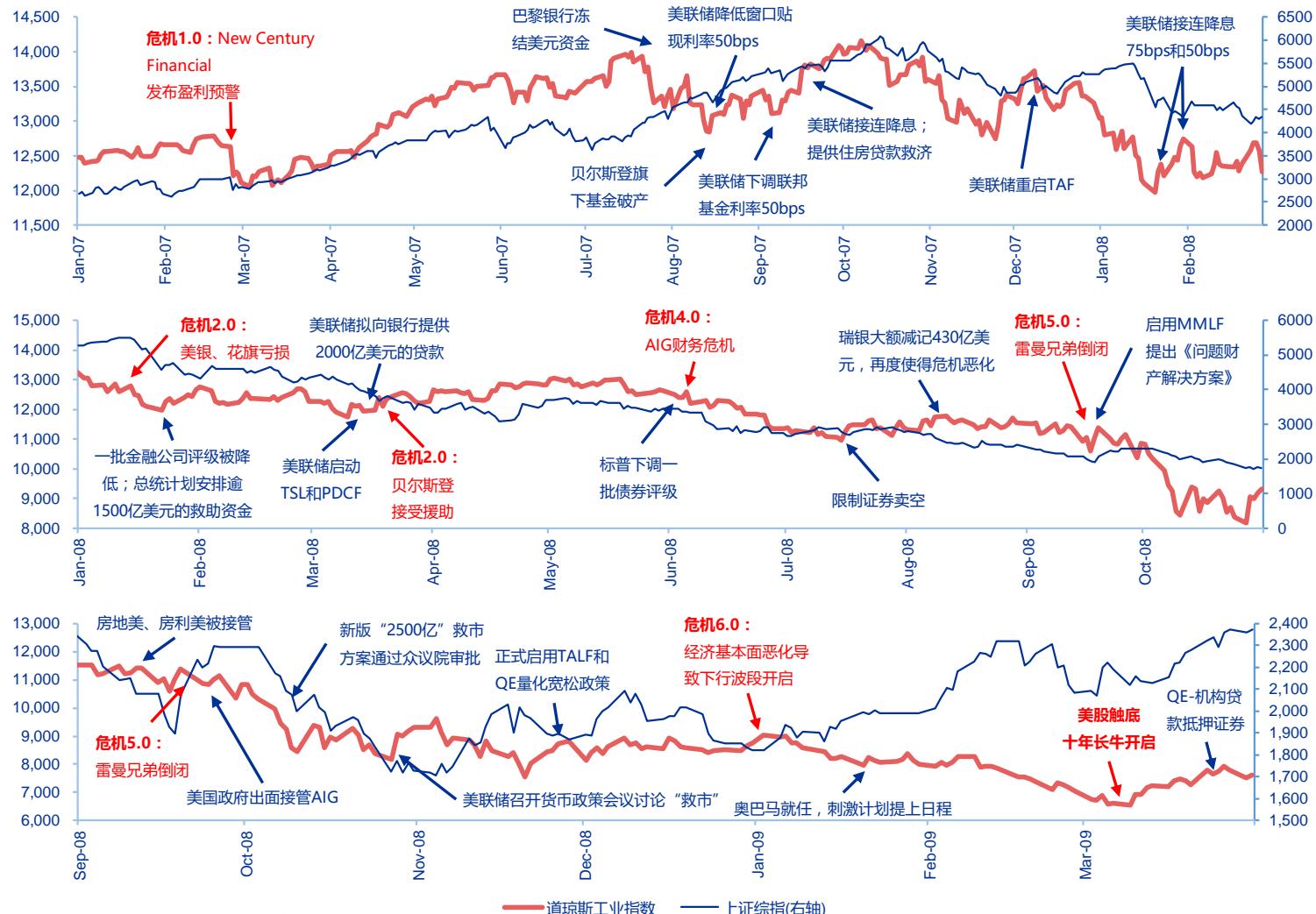
www.swsresearch.com



写在开头：

**坚持讨论战术配置
是我们的选择，也是我们的本分**

复盘2008年次贷危机：危机演绎存在6大标志性事件



■ 复盘的心态：隔岸观火 vs. 身临其境

- **隔岸观火**：带着已知答案找原因，方法论从复盘中来，希望借此避免再犯与历史相同的错误
- **身临其境**：带着方法论看待历史事件，力求给出客观判断，敢于承认无法看对！试图迫近历史投资者的真实心态，还原偶然与必然，最终达到优化方法论的目的

■ “隔岸观火” 复盘2008容易得出的结论

- 1. 熊市不轻易买入！
- 2. 风险会在居民部门、金融部门、企业部门之间相互传导，持续发酵
- 3. 居民部门资产负债表一旦受伤，市场对经济的悲观预期不易消散
- 4. 金融危机的高潮是系统重要性金融机构倒闭(雷曼兄弟破产)
- 5. 次贷危机早有迹象(新世纪金融公司破产)，需要重视金融危机的早期信号
- 6. 政策应对总是滞后的、不足的

■ 复盘2008需“身临其境”：继续下跌的煎熬

- 1. 四次买入，三次继续下跌：我们敢于承认，基于现有体系下判断会在2008年犯错。每一波反弹都有实在的政策对冲，每一波回调都有意外的负面催化
 - ✓ **买入1.0**：通胀及海外危机被短暂忽略，春季再躁动；**继续下跌1.0**：海内外利空终结开门红，金融板块带领A股进入下行通道
 - ✓ **买入2.0**：印花税改革救市，4月收红；**继续下跌2.0**：CPI高居不下，货币持续收紧；次贷危机进入高潮，外需恶化加速
 - ✓ **买入3.0**：海内外救市利好如潮，市场在强力托市下上涨；**继续下跌3.0**：多部委密集救市，市场却继续下跌
 - ✓ **买入4.0**：“四万亿”稳市场，指数酝酿反弹
- 2. 我们要理解和尊重每一个面对重大不确定性，依然执行战术配置的投资者
- 3. 如果在新世纪资产破产时减仓，将错过2007年牛市，伟大的交易是有成本的
- 4. 在很长一段时间里(2008年9月前)，美股跌幅都很有限，也不是A股的主要矛盾
- 5. 美联储也有“学习效应”，2008年9月后的政策工具在2020年被第一时间调用

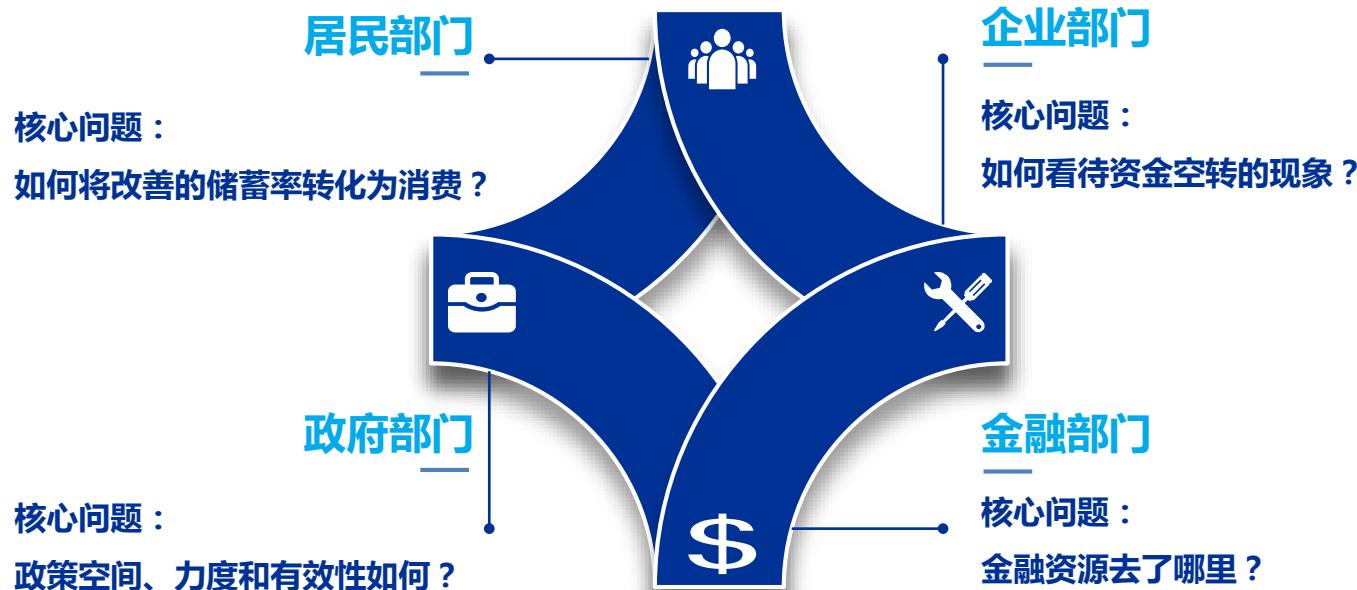
■ 我们能做的是坚守体系，坚守战术配置，客观对待每个上行和下行的可能性

■ 在市场对中期普遍谨慎的情况下，上行可能性的评估需要更系统！

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

- 1. 如何推演新冠肺炎疫情对市场预期的影响？
- 2. 政策空间、力度和有效性如何？
- 3. 已大量投放的金融资源去了哪里，改变了什么？

居民、企业、金融和政府部门核心问题梳理：衰退担忧和政策对冲针锋相对



Part I - 1

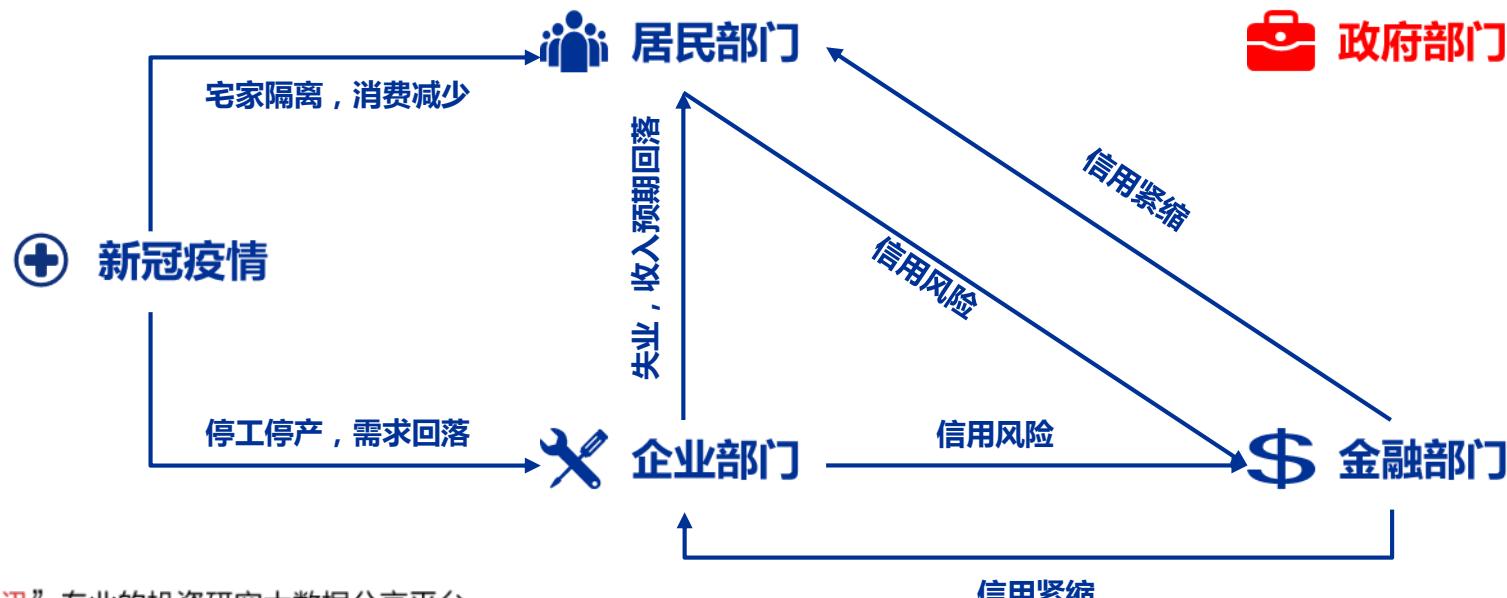
金融资源去了哪里？

扶植小微民企 = 刺激消费！

■ 没有政府干预下，新冠肺炎疫情引发信用风险无序传导的路径：

- **居民部门**：宅家隔离，消费减少；就业承压，收入预期回落；个人信用风险
- **企业部门**：停工停产，需求回落；收缩投资，裁员，甚至破产；企业信用风险
- **金融部门**：实体信用风险增加，金融部门坏账逐步累积，信用紧缩，引发负循环

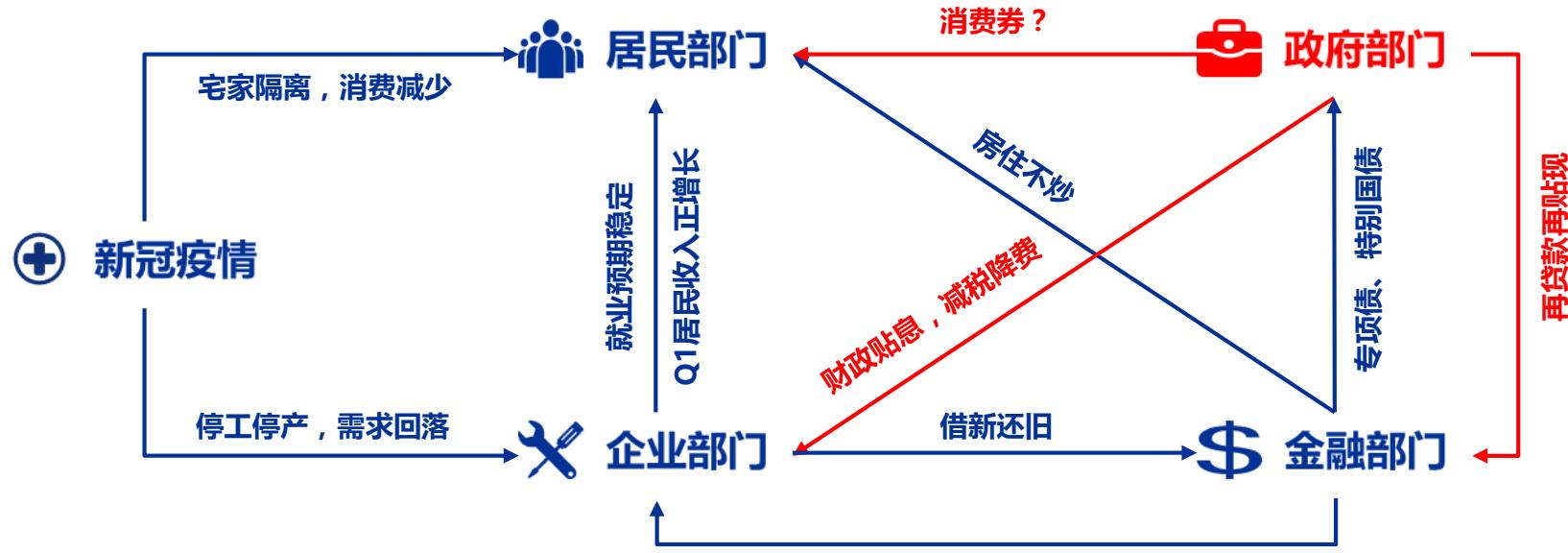
没有政府干预下，新冠肺炎疫情大概率将引发信用风险在居民、企业和金融部门间无序传导



■ 政府部门的干预正在打破负循环，金融资源沉淀对居民部门的改善最为立竿见影，扶植小微民企 = 刺激消费！

- 对金融：降准降息、再贴现再贷款 → 金融部门普惠金融宽信用，量升价降
- 对企业：财政贴息，减税降费 → 企业部门金融资源丰富，借新还旧，就业稳定
- 对居民：消费券？可选消费刺激？居民部门沉淀金融资源主要来自于企业部门的转移支付，储蓄率改善 + 收入预期稳定，构成需求改善的重要来源

政府干预正在打破负循环，居民部门储蓄改善 + 收入预期稳定，构成需求改善重要来源

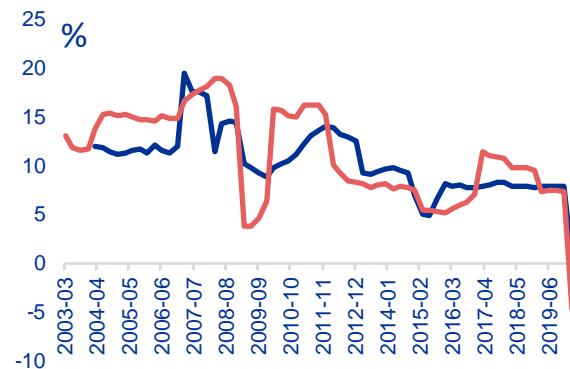


度量居民收入影响程度——储蓄率测算

- 居民部门储蓄率 = (城镇居民)可支配收入 - 消费性支出 - 买房支出(一手房，首付 + 月供)。房地产和可选消费的政策刺激空间，很大程度上取决于居民储蓄率

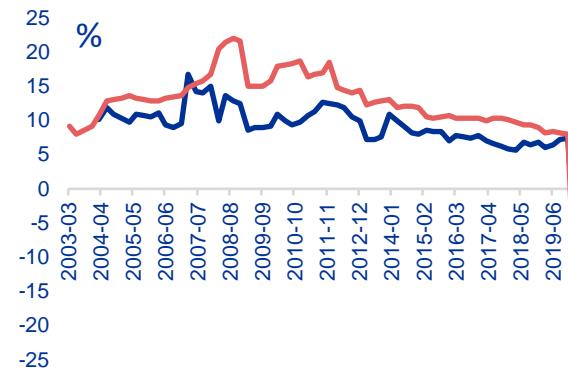
居民部门储蓄率测算关键假设

	GDP不变价同比 (%, 单季)	CPI同比 (%, 单季, 均值)	PPI同比 (%, 单季, 均值)	社会消费品零售总额 (%, 单季)	房地产销售面积同比 (%, 单季)
2020E	3.0	3.2	-2.2	1.5	-5.1
2020Q1A	-6.8	5.0	-0.6	-18.8	-33.0
2020Q2E	4.0	3.7	-3.3	2.6	3.9
2020Q3E	7.0	3.0	-2.6	12.2	0.1
2020Q4E	6.5	1.3	-2.3	9.5	-1.5
2021E	7.5	2.0	2.0	10.0	-5.0



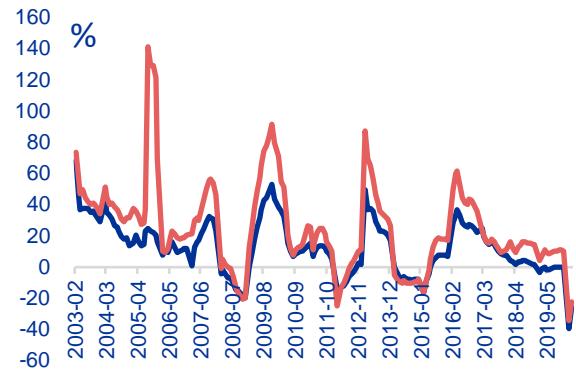
—— 城镇居民人均可支配收入:累计同比

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台



—— 城镇居民人均消费性支出:累计同比

—— 社会消费品零售总额:累计同比

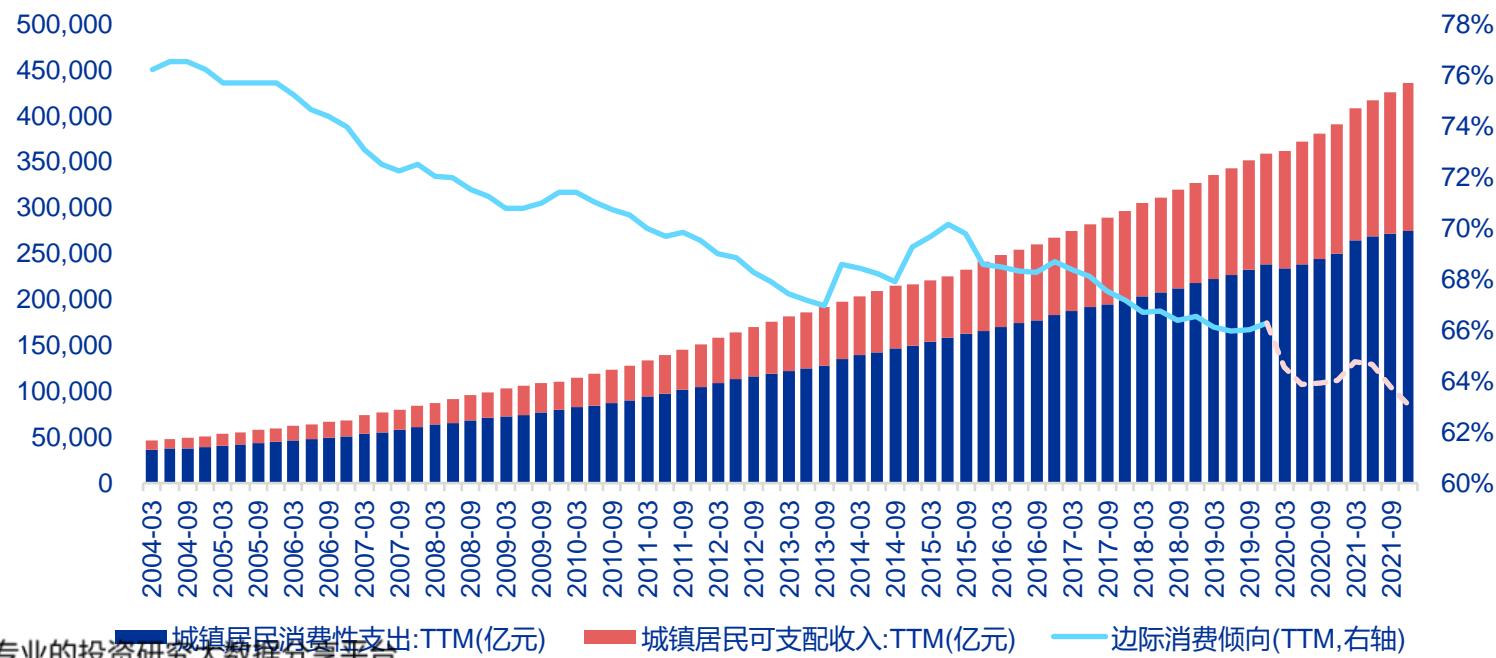


—— 商品房销售面积:累计同比

—— 商品房销售额:住宅:累计同比

- 城镇居民边际消费倾向(TTM)测算结果：2020Q1下行1.7%至64.5%，新冠肺炎疫情使得居民部门消费意愿下降
- 2021年底继续下行至63.1%，这说明目前申万宏源研究关键假设表对于消费恢复性增长的假设较审慎，后续仍有上修空间

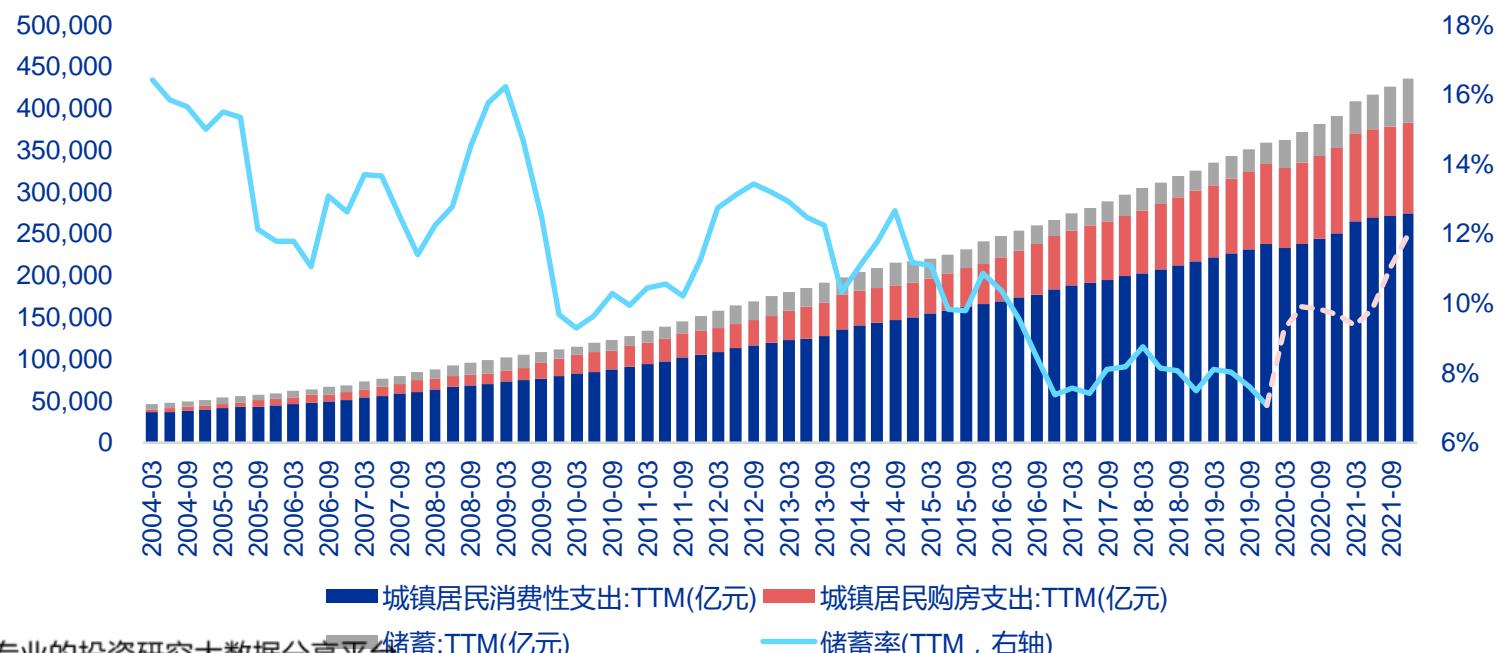
居民边际消费倾向：2020Q1回落反映疫情降低消费意愿，2021年继续回落则反映消费预测有上修空间



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

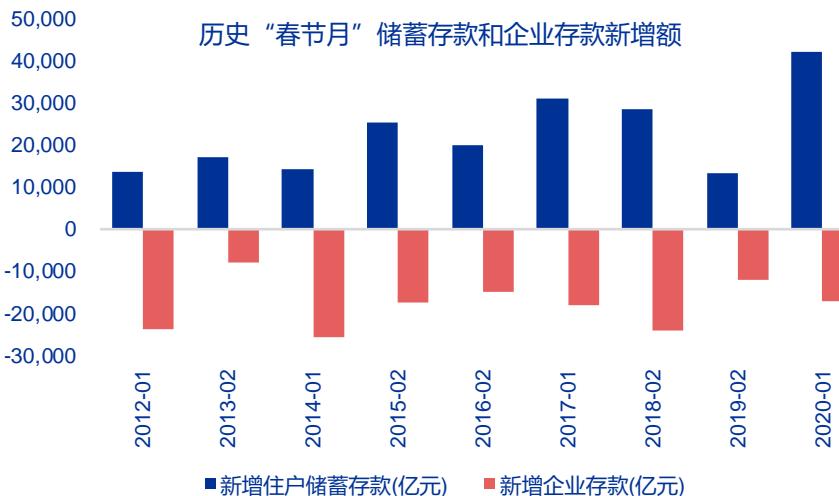
- **城镇居民储蓄率(TTM)测算结果：2020Q1上行2.2%至9.3%，居民消费负增长，但收入未负增长，储蓄率回升**
- **2021年底继续上行至12.0%，接近2015年房地产刺激之前的水平，回升的储蓄率将为消费复苏提供坚实基础**
- **政策如何着力：消费券？刺激可选消费？先房住不炒 + 兜底企业，稳就业！**

居民储蓄率：基于我们的假设，2021年底储蓄率将回升至2015年房地产刺激前的水平



- 2020Q1居民可支配收入未负增长，主要反映的是企业未及时调整薪酬，特别是年终奖集中发放的“春节月”，居民储蓄存款显著多增，企业部门存款多降，主要体现的是2019年的企业经营情况和居民应有回报
- 这意味着，2020Q1新冠肺炎疫情冲击暂时主要由企业部门买单...

2020春节月，居民储蓄显著多增，企业存款多降

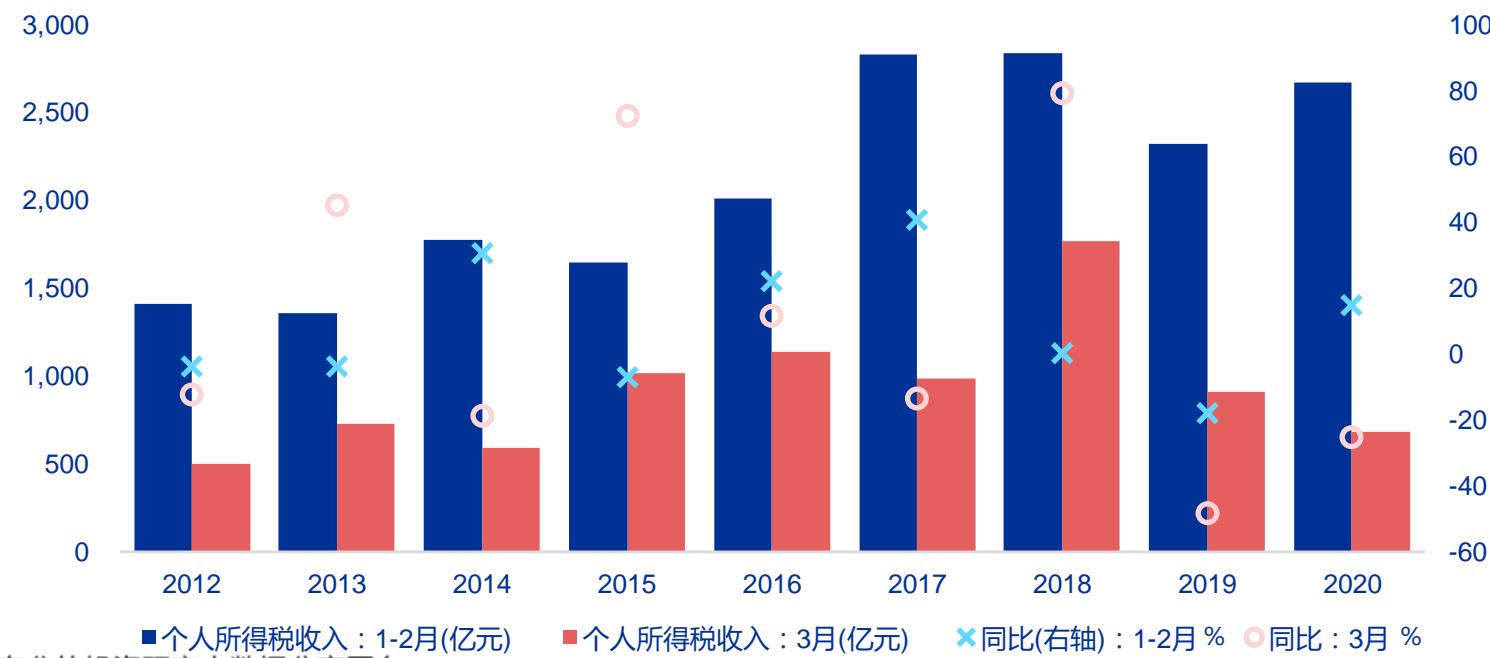


20年4月居民储蓄回落幅度大于19年，但仍为历史低位



- ...这相当于在总体收入分配中，居民占比提升，企业占比下降
- 如果没有政府干预，在需求有效恢复之前，企业的合理选择就是降薪裁员，所以释放居民储蓄率上行蕴含的消费潜力，需要先兜底企业部门，稳定住居民部门的未来收入预期

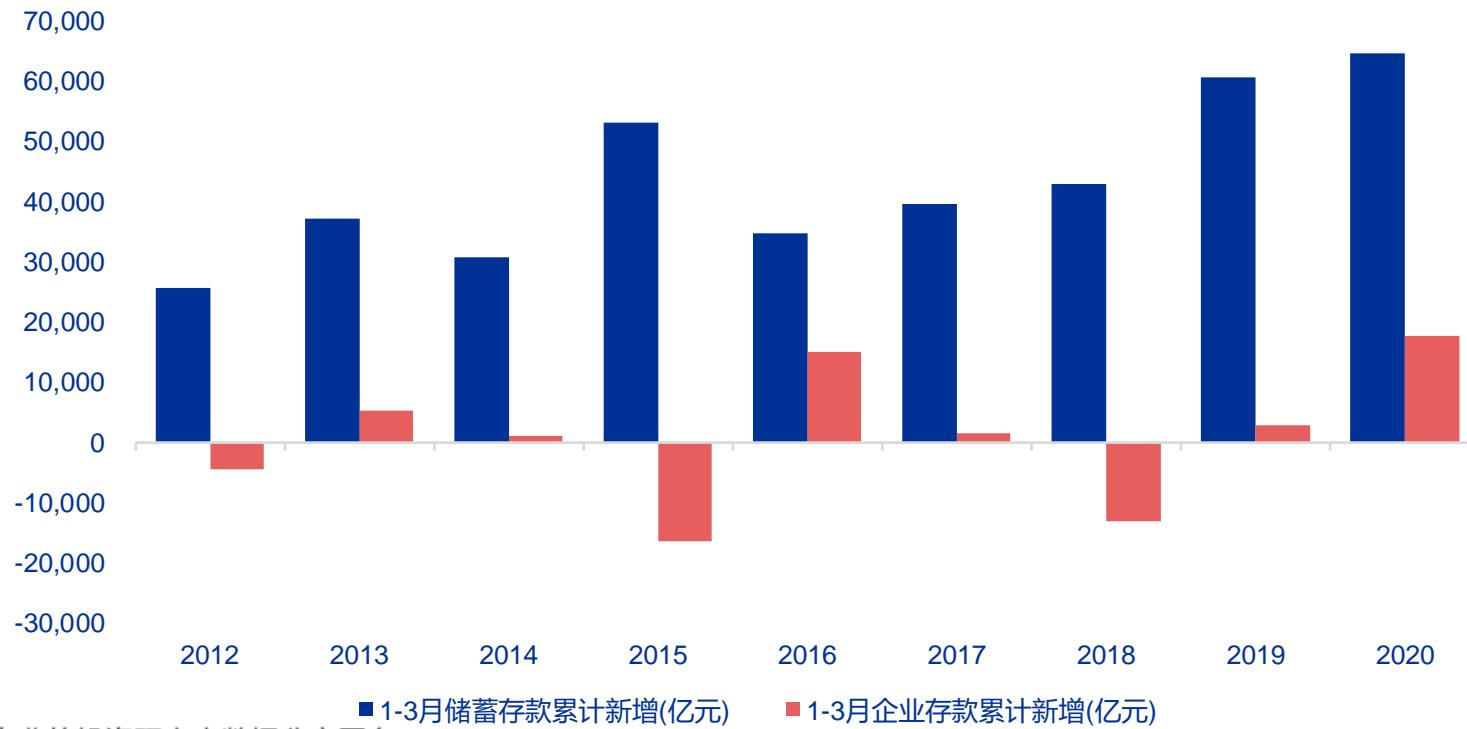
4月个人所得税同比增速回落，反映降薪裁员压力正在释放



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

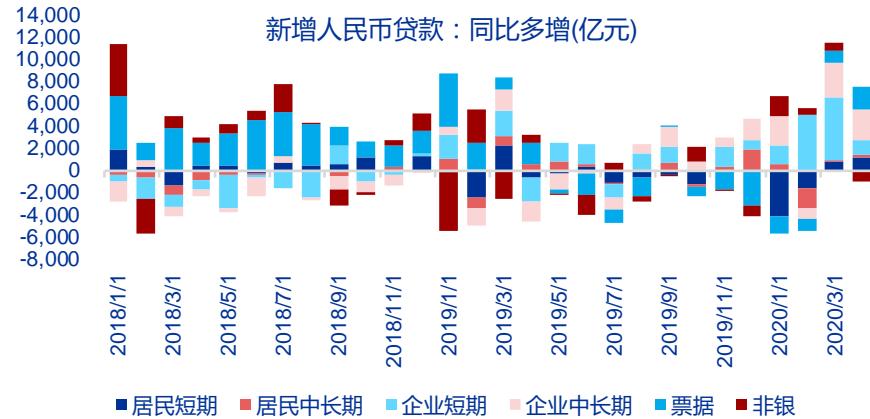
- 好消息是政策对冲并未缺席，且效果正在显现
- 2020Q1企业存款同样显著多增，这是社融信贷高增，贷款创造存款的结果
- 至少在现金流层面，政府和金融部门对企业部门进行了充分弥补

2020Q1企业存款同样显著多增



别低估了“便宜的信贷”的积极意义

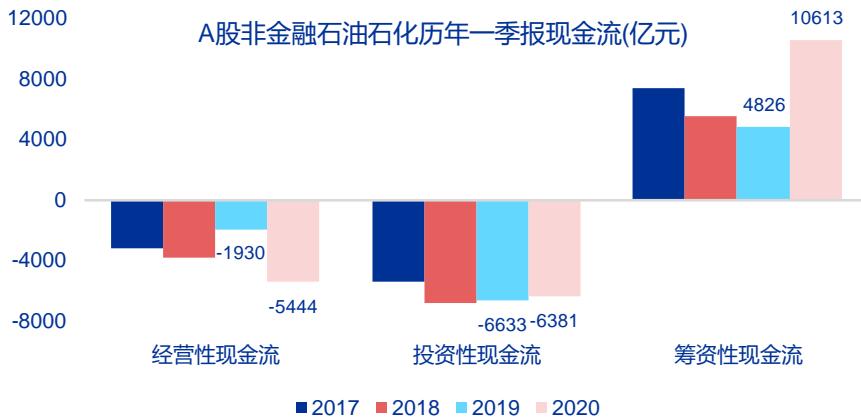
3-4月新增信贷持续超预期



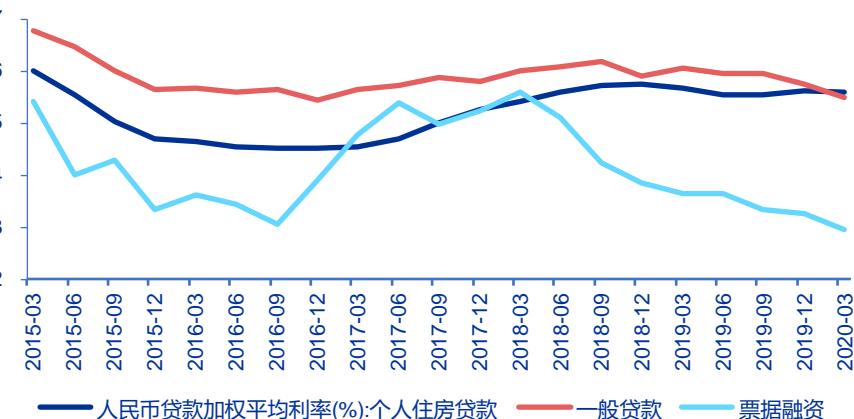
一季度银行对小微企业的贷款显著高增



A股非金融石油石化一季报筹资性现金流大幅净流入



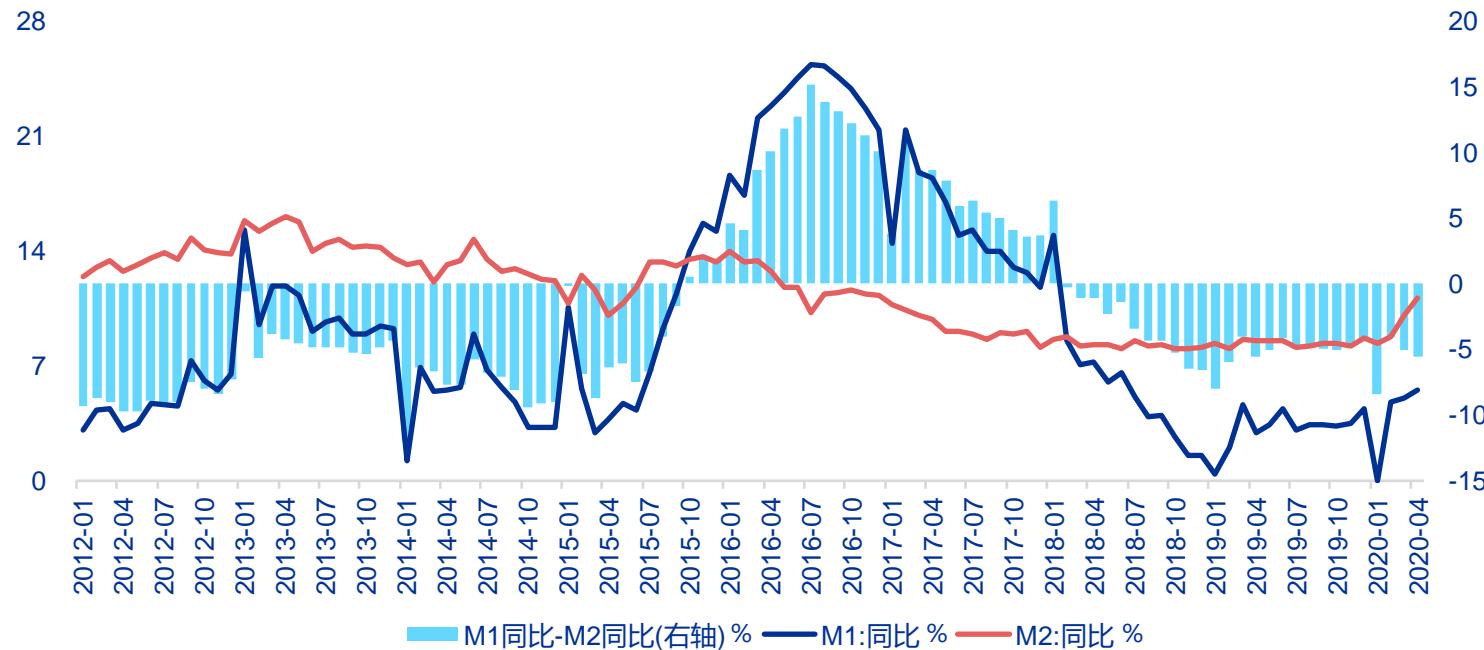
便宜的信贷：一般贷款加权平均利率显著回落



市场的担忧：空转的信号

- 企业部门融资环境显著改善已经是不争的事实，但市场依然担忧融资改善到寻求改善的传导；市场看到了空转的信号，并担心因为空转而发生政策转向
- 空转的信号：(1) 2020年3-4月M1同比-M2同比持续回落；(2) 2020年4月非银金融机构新增存款显著高增

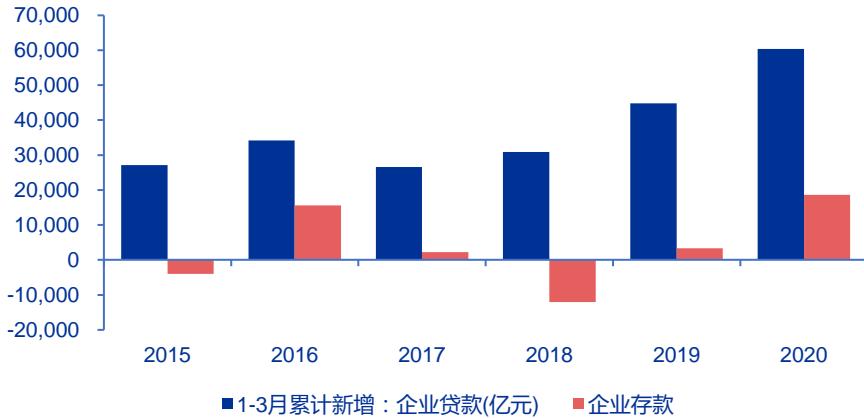
2020年3-4月M1同比-M2同比持续回落，企业经营活跃度继续承压



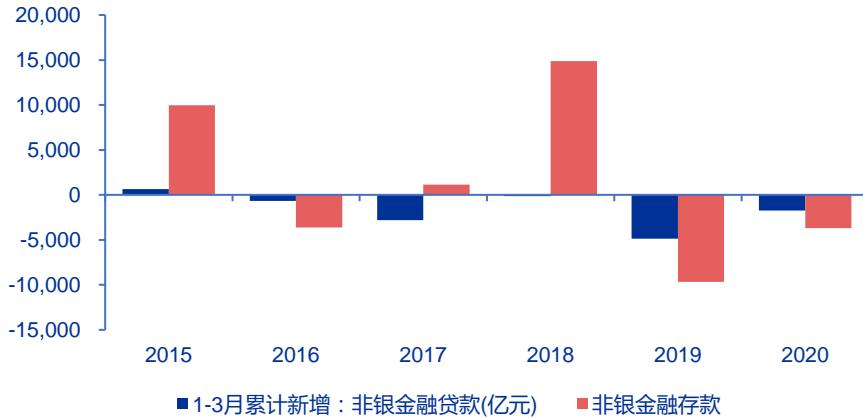
空转的信号：4月非银金融机构新增存款显著高增



1-3月企业新增贷款和存款均处于历史高位



1-3月非银金融机构贷款和存款均小幅回落



4月企业新增贷款和存款继续高增



空转的信号：4月非银金融机构新增存款高增



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

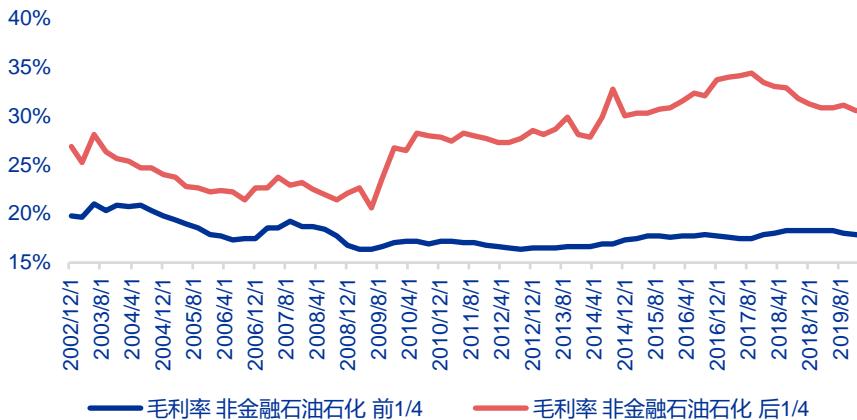
空转一定是坏事儿？现在反倒是健康的



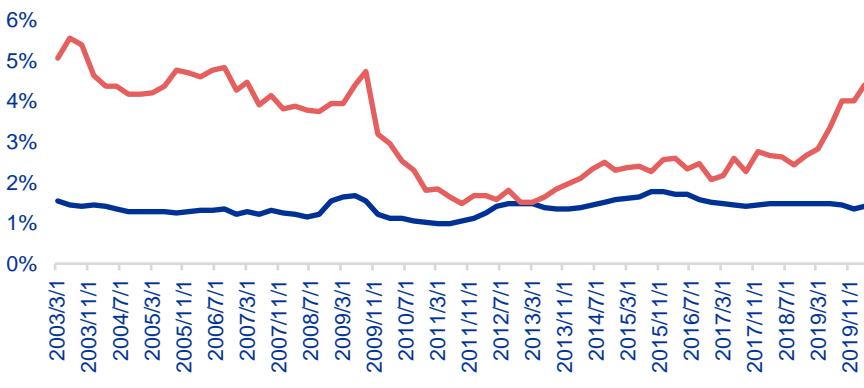
2020Q1(A股非金融时候石化营收排序)后1/4企业的营收回落幅度大于前1/4企业



2017Q3以来，后1/4企业毛利率震荡下行



2018Q3以来，后1/4企业的财务费用率大幅走高，正需要低成本融资借新还旧，进行修复



2017Q1以来，后1/4企业的规模增速显著放缓



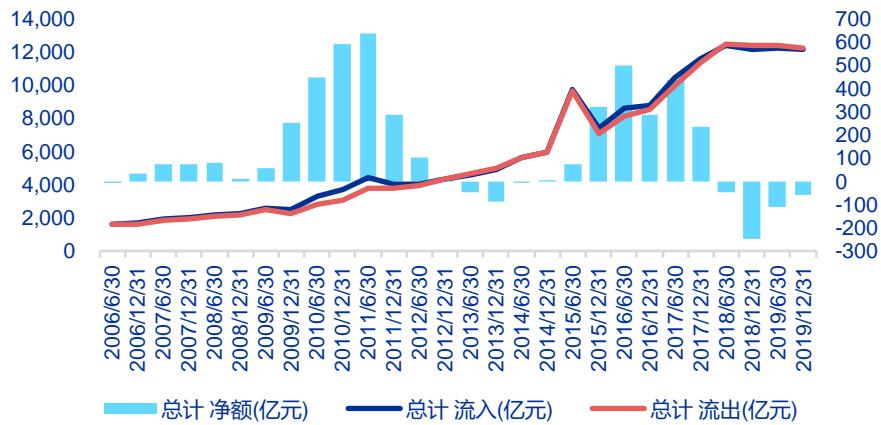
慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台

www.swsresearch.com hibor.com.cn

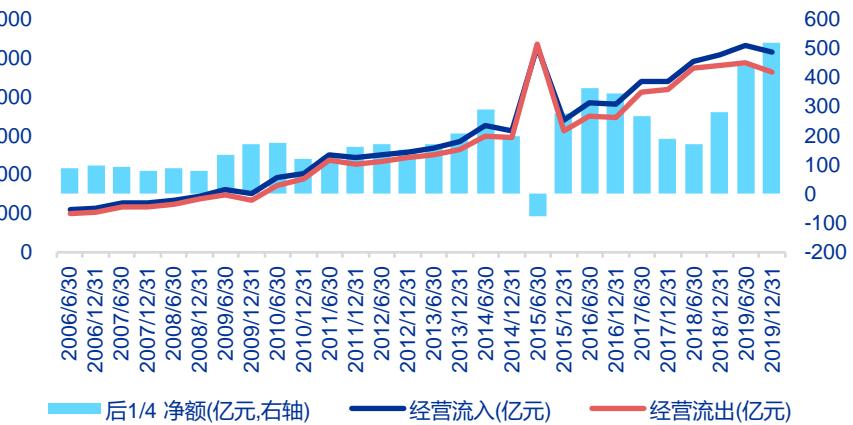
资料来源：Wind，申万宏源研究

三项现金流分拆：小企业正在休养生息

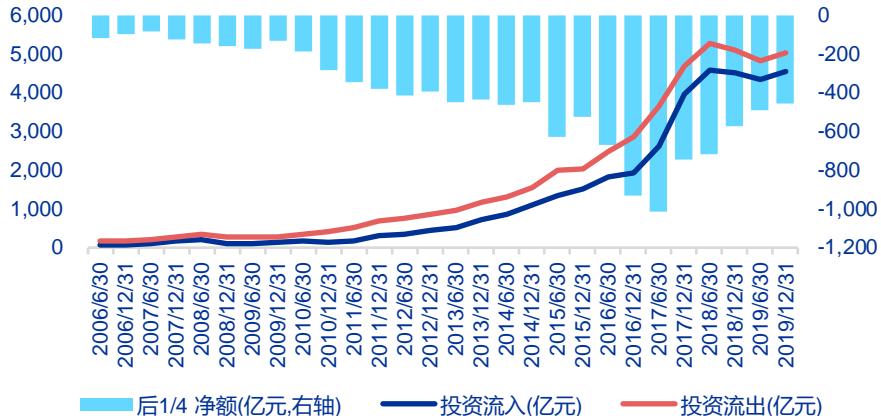
2018H2以来，后1/4企业现金净流出幅度有所收窄



2018H2以来，后1/4企业经营性现金流持续改善



2017H2以来，后1/4投资性现金流流出持续收缩



2018H2以来，后1/4企业筹资性现金流转为净流出



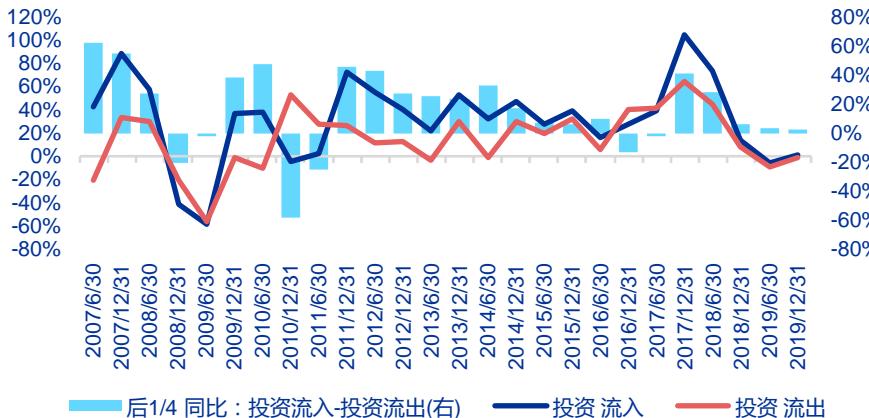
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

小企业休养生息，边际上已看到曙光

现金流绝对水平分析已经能看到边际改善的迹象，看同比增速改善更加明显

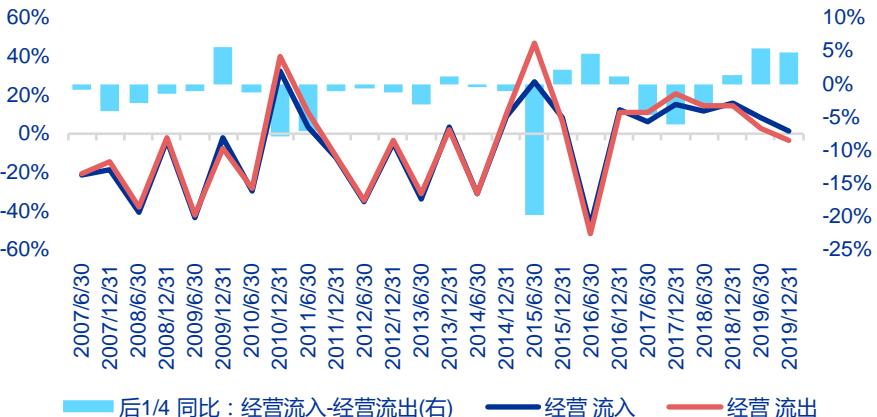
- (A股非金融石油石化营收排序后1/4企业)经营性现金流入增速持续高于流出
- 投资性现金流入流出增速均已出现企稳反弹迹象
- 筹资性现金流入增速触底反弹，流出增速略有回落

后1/4投资现金流入流出增速均初步企稳

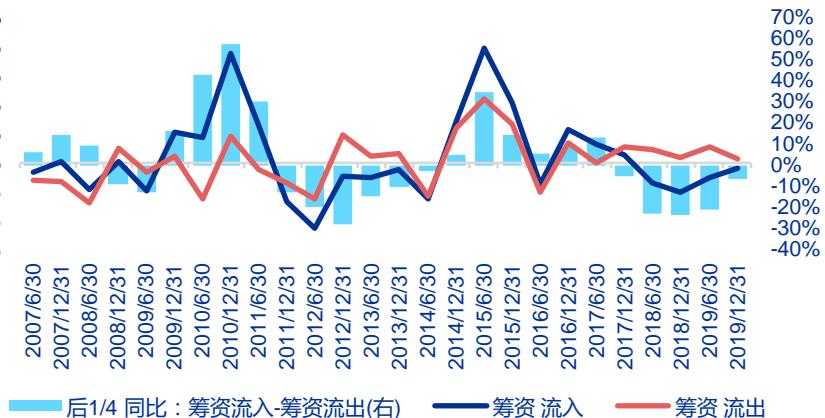


“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

后1/4企业经营性现金流入增速持续高于流出

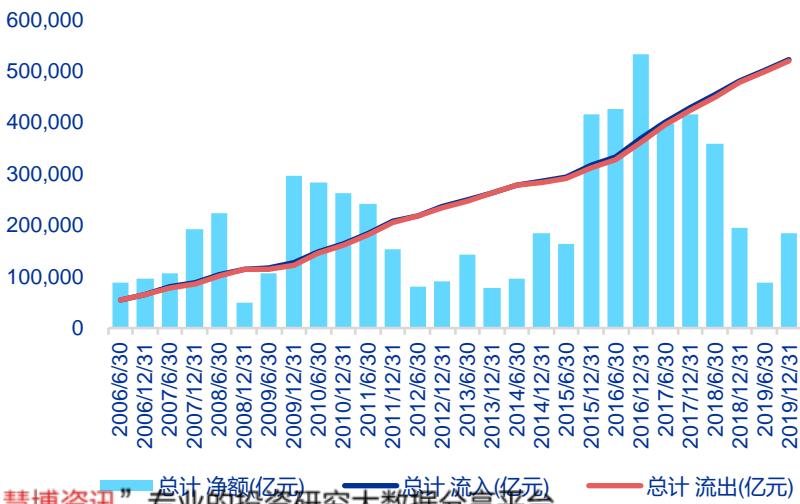


后1/4企业筹资性现金流入增速反弹，流出增速回落

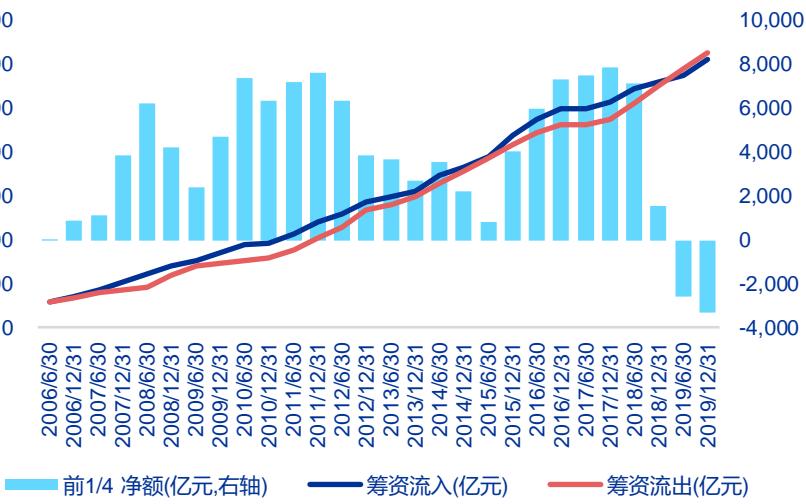


- 小企业休养生息的进程需要政策扶植保驾护航，而大企业的休养生息更多的是在经济周期力量下，自主决策的结果
- 2019H1以来，大企业筹资性现金流同样转为净流出，反映出周期性的调整本就在进行，且已接近充分，经济内生韧性不宜低估
- 提示一个问题，融资条件可能分层！融资条件：大企业 > 普惠金融覆盖的小企业 > 中型企业 > 普惠金融未覆盖的小企业，上市小企业的融资条件可能达不到普惠金融覆盖下的小企业的水平

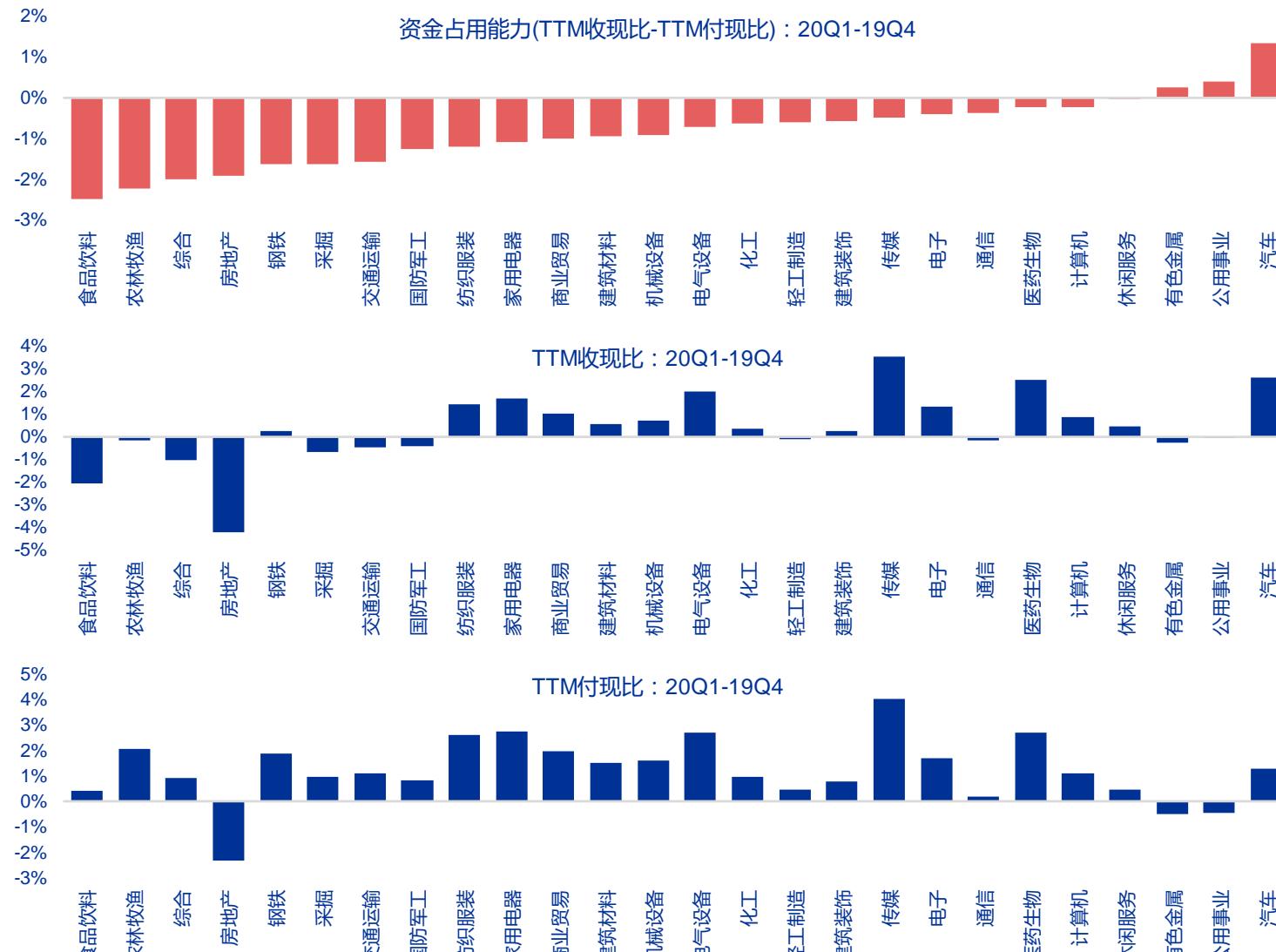
前1/4企业现金净流入总体稳定



前1/4企业筹资性现金流同样转为净流出



资金融通压力缓和证据：A股各行业付现比普遍上行



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

Part I - 2

预算内财政唯尽力而为

撬动社会杠杆势在必行

预算内财政支出唯有尽力而为

■ 2020年一般公共财政收入预算回落，而支出预算维持正增长，这已经是尽力而为的结果

- 2020年一般公共财政收入预算同比下降5.3%，反映新冠肺炎疫情的影响
- 2020年一般公共财政支出预算同比上升3.8%，维持正增长但增速回落，这已经是多方面发力的结果

2020年一般公共财政收入预算同比下降5.3%



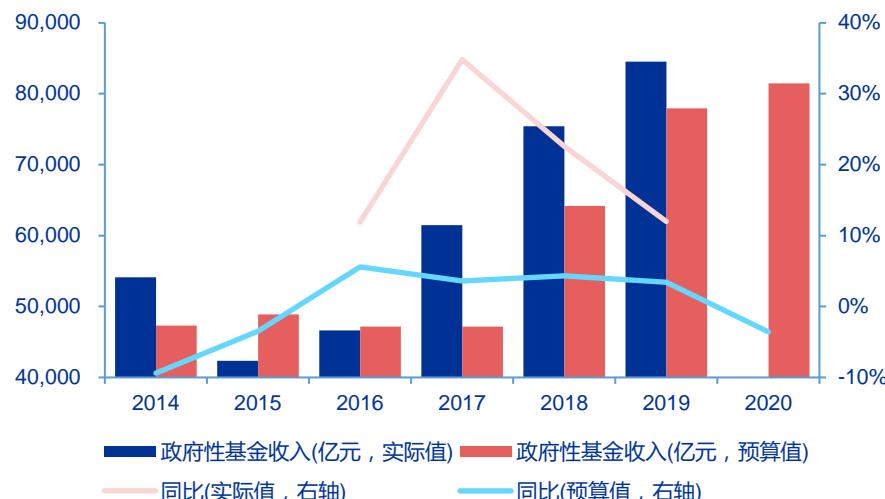
2020年一般公共财政支出预算同比上升3.8%



■ 2020年政府性基金收入预算回落，而增速预算大幅正增长，专项债在政府性基金财政平衡中的权重进一步增加

- 2020年政府性基金收入预算同比下降3.6%，房地产因城施策放松是应有之意
- 2020年政府性基金支出预算同比大幅上升38%，政府性基金账户继续成为财政发力的核心工具

2020年政府性基金收入预算同比下降3.6%



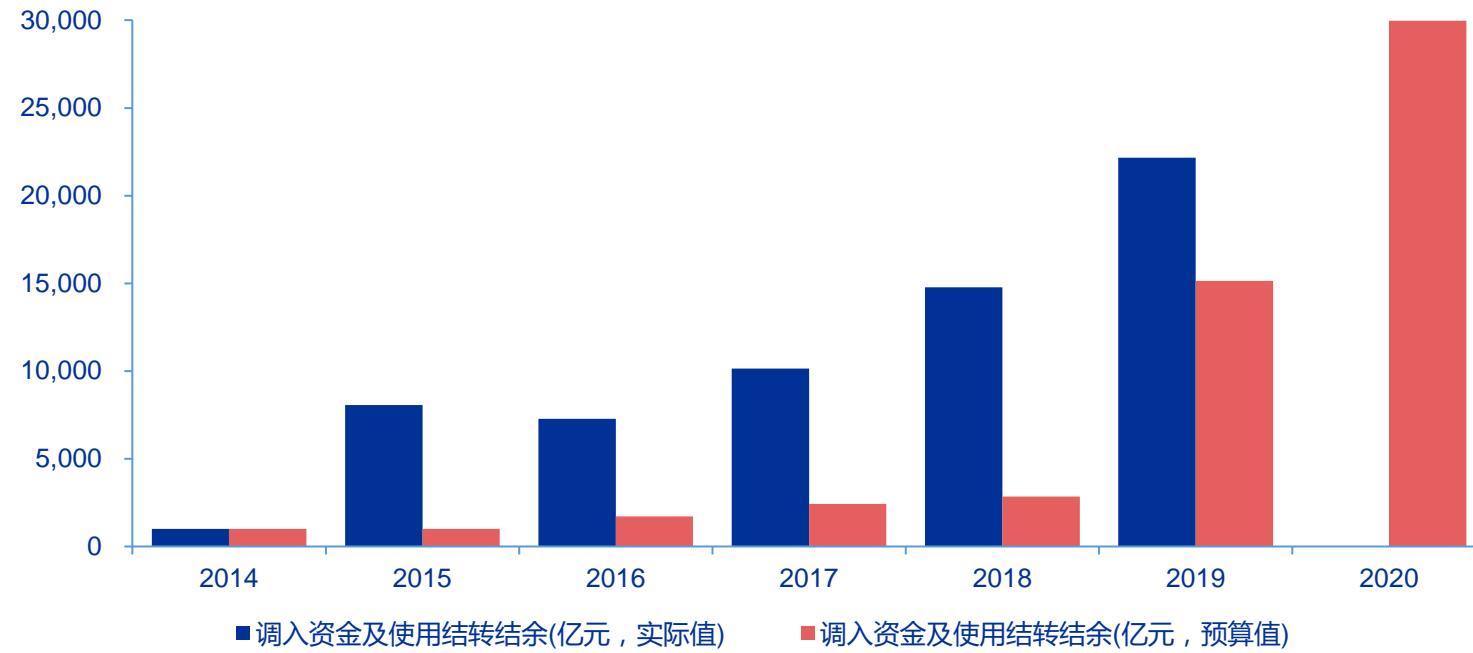
2020年政府性基金支出预算同比上升38.0%



财政支出发力的可见度降低

- 2020年调用资金及使用结转结余预算值就高达29,980亿元，2019年开始财政预算开始充分考虑调用资金及使用结转结余的影响，实际上压缩了财政支出和实际赤字超出预算的空间
- 2019年底中央预算稳定调节基金余额仅5272亿元，2020年需更多调用当年结余，政府性基金支出用于基建的比例可能因此受限

2020年调用资金及使用结转结余预算值就高达29,980亿元，降低财政支出发力的可见度

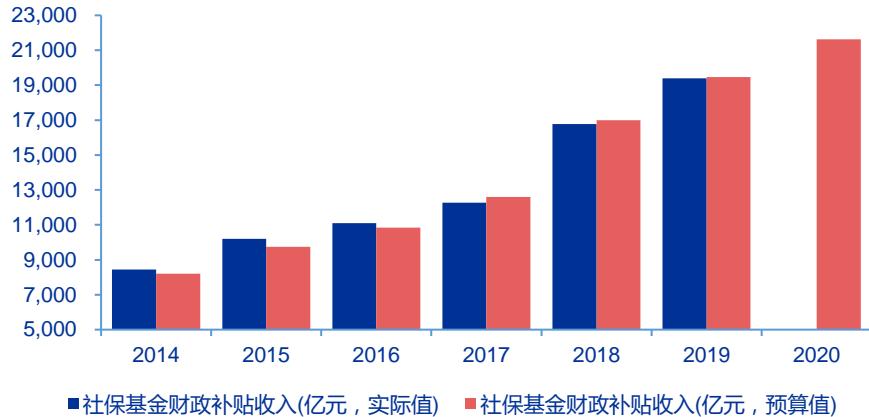


消耗社保基金账户空间是权宜之计

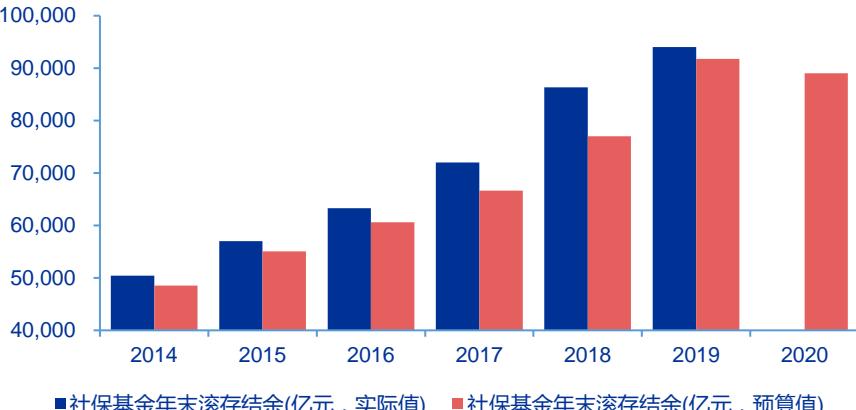
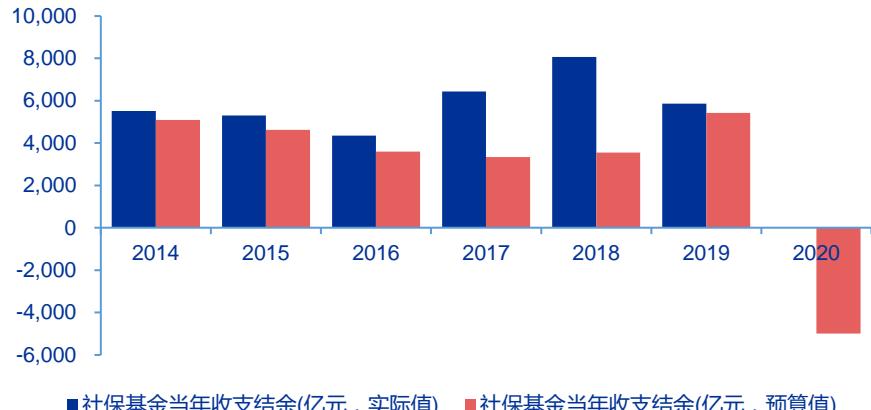
■ 社保基金账户预算首次出现缺口，消耗社保基金账户空间或是权宜之计

- 2020年社保基金收入预算同比下降4.4%，财政补贴收入继续提升，同样对应一般公共财政支出的压力
- 即便如此，2020年社保基金当年收支结余仍为负值，年末滚存结余回落

2020年社保基金财政补贴收入预算继续提升

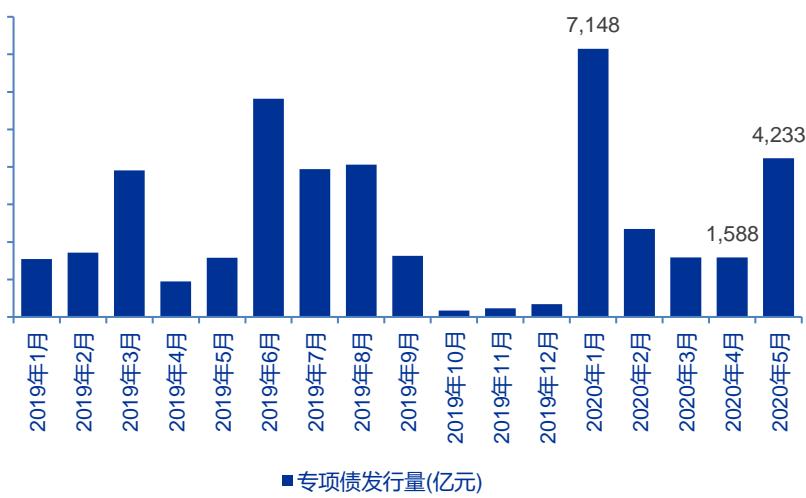
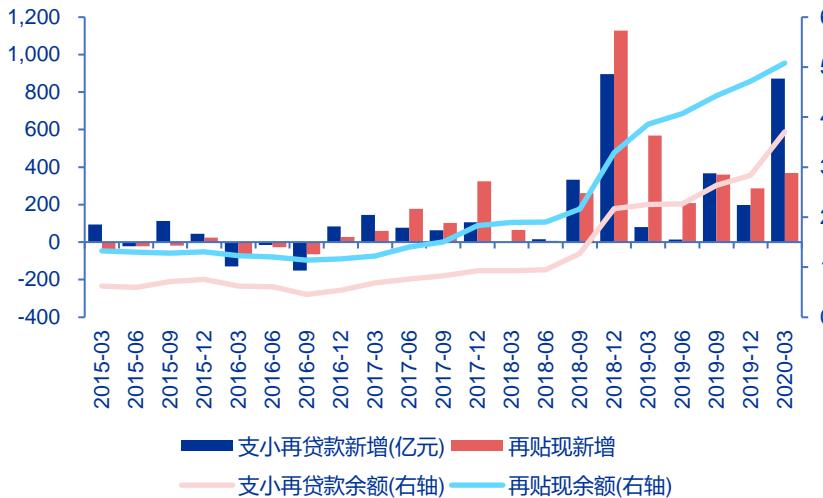


2020年社保基金当年收支结余预算首次出现缺口，年末滚存结余回落



- 预算内财政尽力而为，但空间受限是现实问题，撬动社会杠杆势在必行。我们理解，中央本级非急需非刚性支出压减50%，就是为了将有限的财政资源投入到更能够撬动杠杆的方向上去
- 稳增长的关键是宽信用效果，宽信用仍将继续，后续两个观察点：(1) 财政支出发力，重点观察专项债和后续特别国债发行；(2) 扶植小微民企，重点观察再贷款再贴现，以及小微企业贷款数据验证

宽信用延续是2020年稳增长的关键：财政支出看专项债和特别国债，扶植小微民企看再贷款再贴现

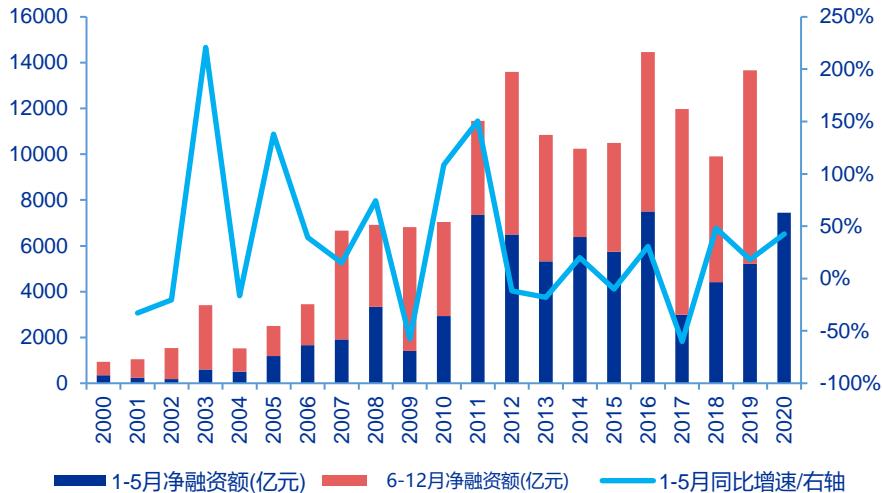


- 目前我国预算之外的财政工具主要包括：1) 央行为政策性银行提供PSL贷款作为长期流动性支撑；2) 政策性金融债；3) 铁建部、发改委发行债券；3) 城投债、PPP等等
- 从各个分项来看，截至2020年5月，全年PSL贷款新增仅202亿元，暂未放量；政策性金融债净融资额已经高达7445亿元

目前2020年PSL贷款新增仅202亿元，暂未放量

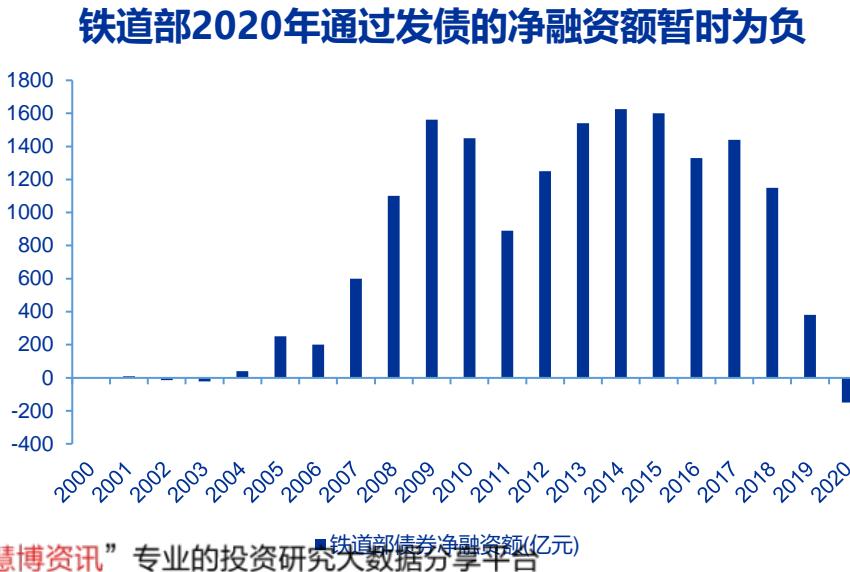


1-5月政金债净融资额已高达到7445亿

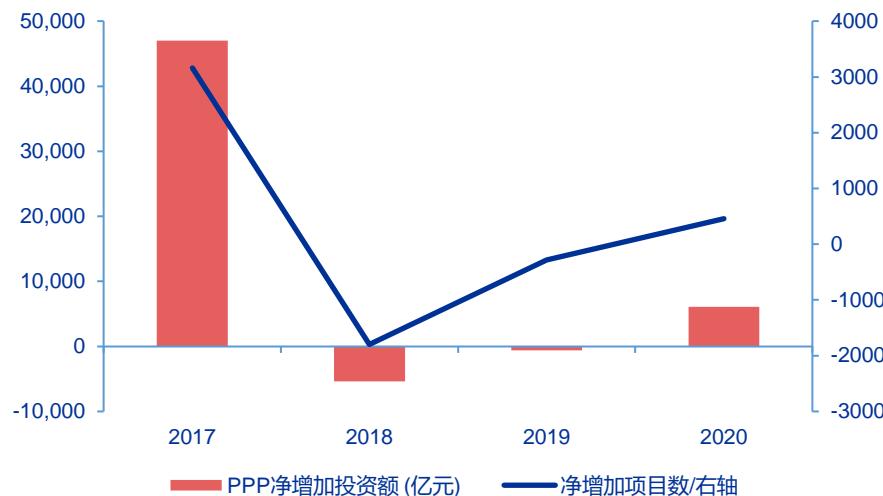


准财政发力是应有之意

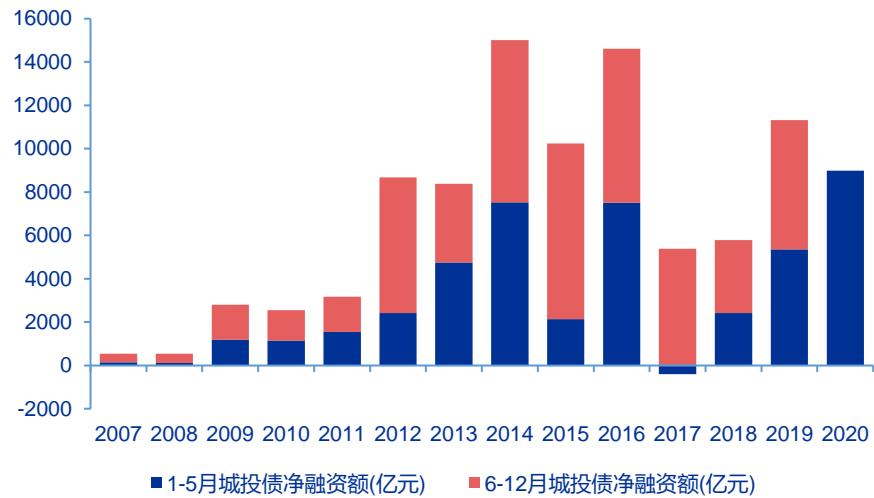
- 铁道部2020年通过发债的净融资额暂时为负
- PPP项目净投资额本年已经转正，达到6084亿元
- 1-5月城投平台净融资额已达到约9000亿元，创历史新高



PPP项目净投资额本年已经转正



1-5月城投平台净融资额已达到约9000亿



Part I - 3

新冠肺炎疫情与预期演绎

中性心态已尤为重要

用SEIR模型挖掘疫情曲线隐藏的大量信息



■ 解读历史疫情才能预判未来：用SEIR模型讨论新冠疫情在各地的变化特点

SEIR模型示意图

$N(\text{总人口}) \xrightarrow{\%} S(\text{易感人群}) \xrightarrow{\%} E(\text{潜伏期}) \xrightarrow{\alpha\%} I(\text{传染期}) \xrightarrow{\gamma\%} R(\text{康复/死亡})$

取决于人口是否充分混合，初始易感人群数量为 S_0

封城、居家封闭程度

取决于疾病传染率 β 、潜伏期患者接触其他人数 r_1 、传染期患者接触其他人数 r_2

居家封闭、隔离程度

取决于潜伏期平均长度，转化率为 $1/\text{潜伏期长度}$

对于不同地区，统一取值7天

取决于病程长度

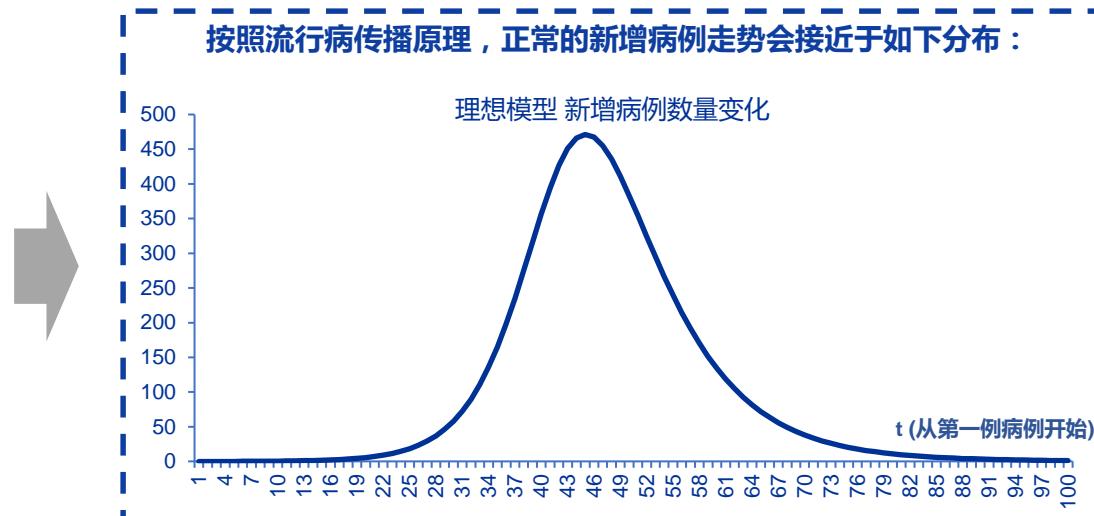
对于不同地区，直接用平均单日死亡或治愈人数/现有病例数模拟

(也就是说，仅 S_0 和 r_1 、 r_2 是未知的，可以通过疫情曲线反解)

示例 (Case0) :

A国共10万人，封城和居家隔离后，其中1万人(S_0)充分混合，每个潜伏期患者能接触20人(r_1)，每天有14%(α)的潜伏期患者出现症状，每个有症状的病人能接触10人(r_2)，接触后传染概率为1.7%(β)，每天有6%(γ)的现存病例死亡或者被治愈

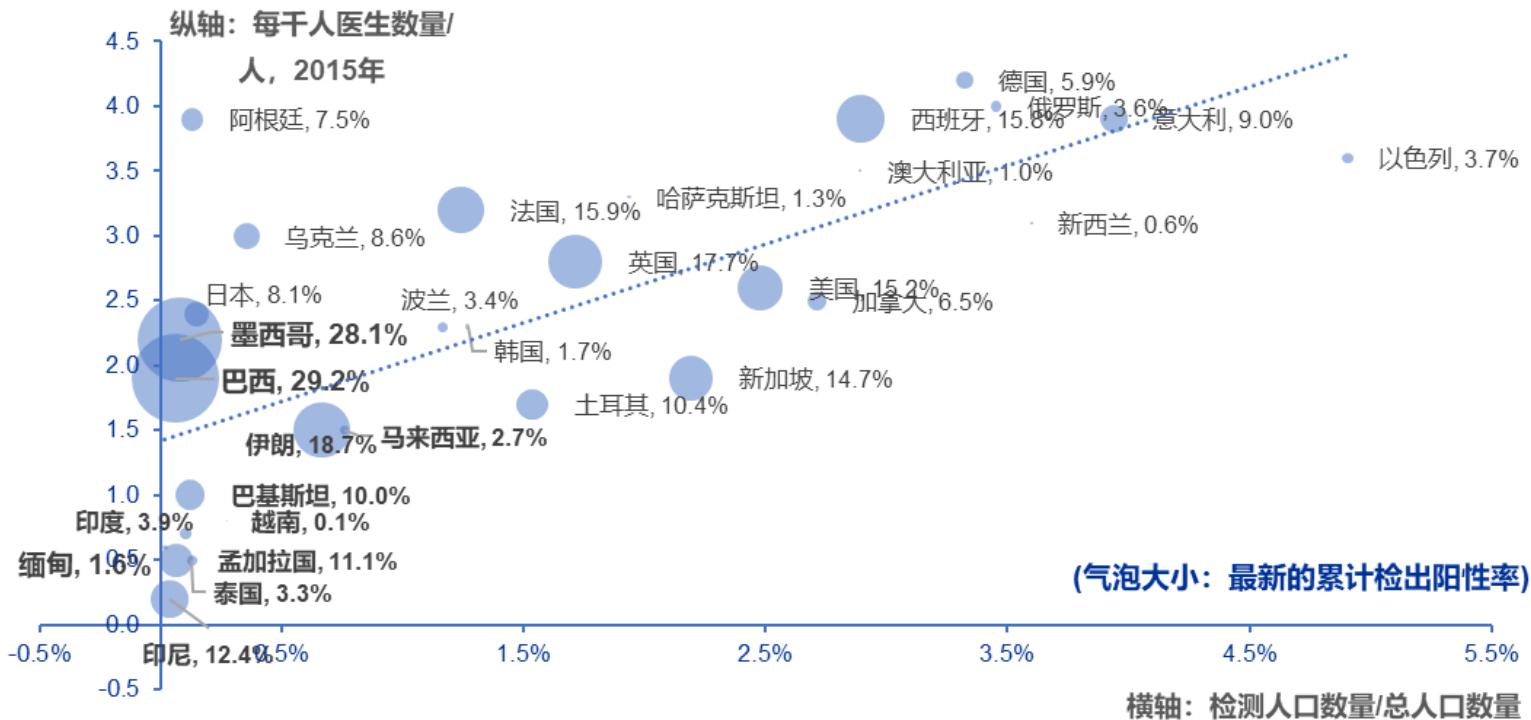
按照流行病传播原理，正常的新增病例走势会接近于如下分布：



检测率过低：疫情数据失真的最重要因素

- 干扰最大的模型外因素：医疗条件和检测率(检测数量/人口总数)，在检测率较低的情况下(往往发生在疫情初期)，新增病例数量容易失真
- 检测率背后是医疗条件：医疗条件与检测率呈现正相关，有大量新兴市场国家检测率偏低，隐含的实际疫情风险较大

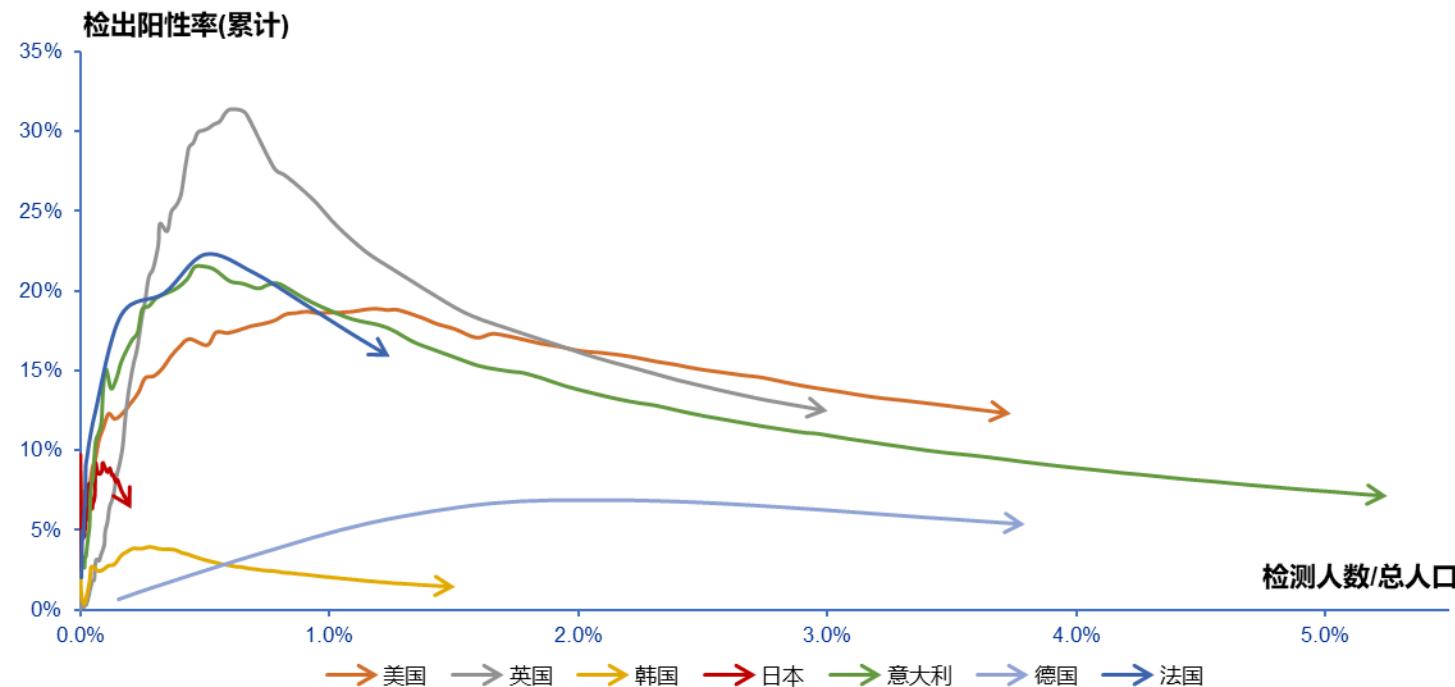
各国医疗条件(每千医生数量衡量)与检测率呈现正相关



检测率过低：疫情数据失真的最重要因素

- 随着时间推移，检测率上升到一定程度，检出阳性率开始下滑；当检出阳性率开始下降之后，新增病例数数据更为可信
- 当前英美、日韩、意大利、德法等国检出阳性率已经拐点向下

当前美国、英国、日韩、意大利、德国、法国等检出率已经拐点向下



用SEIR模型预判疾病二次爆发的条件

■ 解封后易感人群S0必然上升，幅度达到一定程度将导致新增病例再度上行

S0变化以及时机探究（假设当新增病例数量已经进入下降通道时，进行城市解封、复工复产）

仍然以A国模型为例，
假设从第60天开始，A国解封，
易感人群数量S0上升为——

Case1 1.1万人
Case2 1.5万人
Case3 2万人

结论：S0的小幅上升不一定使得新增病例再度上行；
S0若大幅上行，新增病例可能再度上行

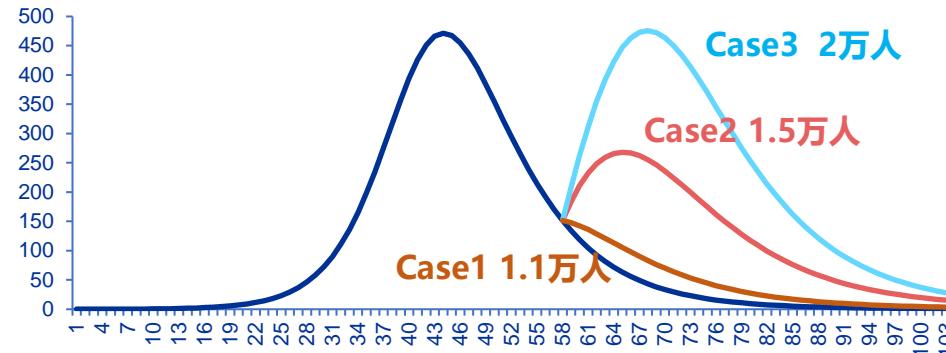
假设A国解封，易感人群数量S0上升为1.5万人，但在不同的时候解封——

Case4 第70天
Case5 第80天

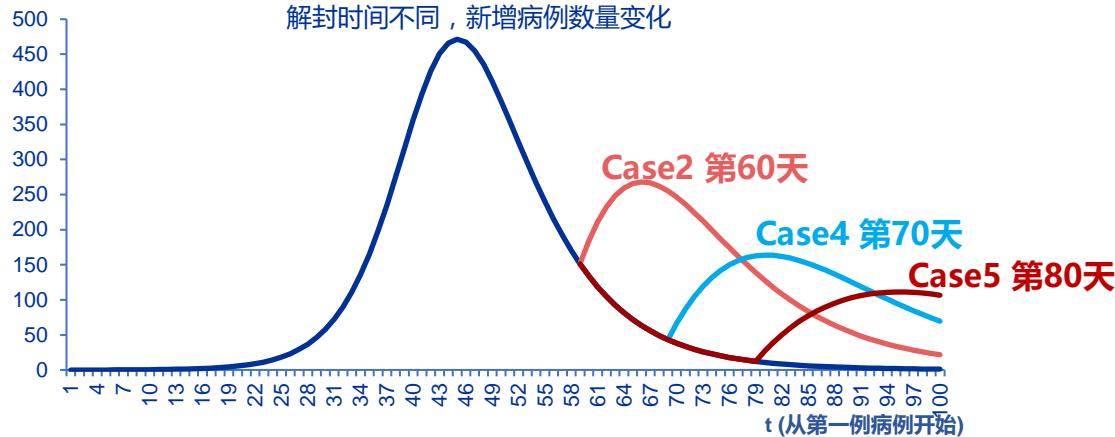
结论：越晚解封，二次爆发新增病例高点数量越低，但二次爆发拐点所需的时间增加



t=60开始变化S0，新增病例数量变化



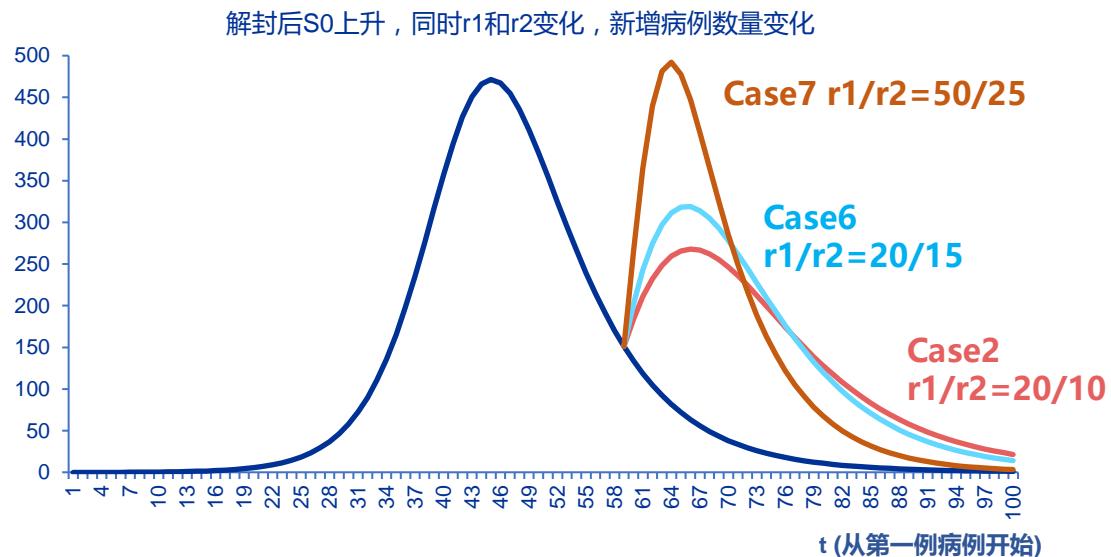
解封时间不同，新增病例数量变化



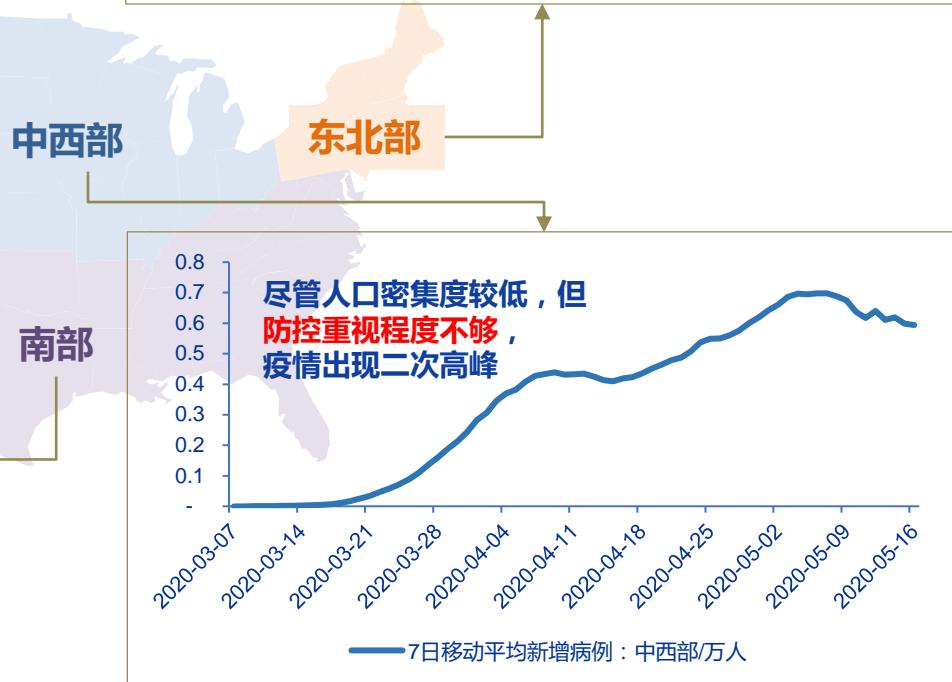
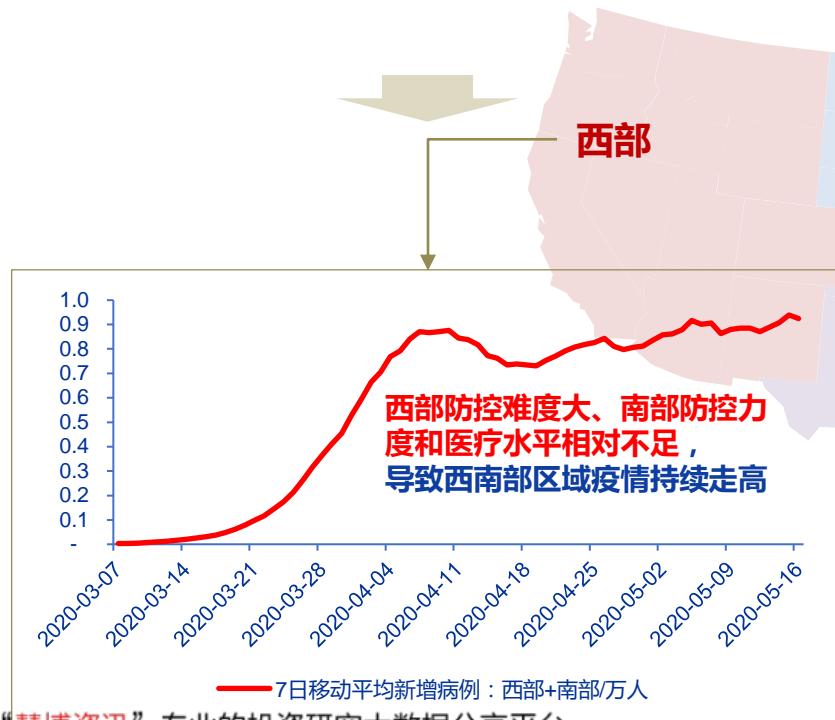
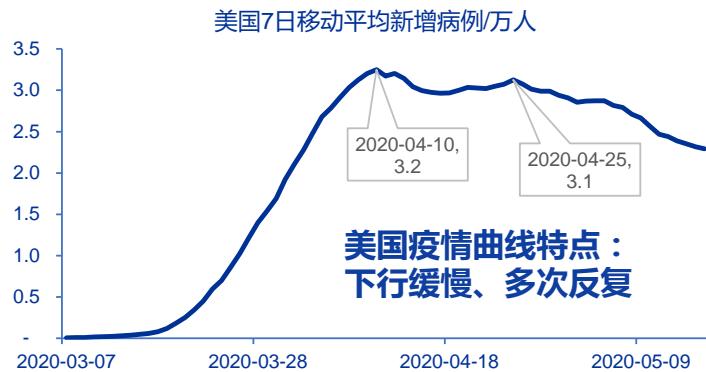
- 而易感人群数量和单个病人接触人数(r_1 、 r_2)的上升往往是同步的，可能进一步提高二次爆发的新增病例陡峭程度、增加高点病例数量

r_1 、 r_2 变化探究（假设城市解封、复工复产已经导致 S_0 明显提高）

仍然以A国模型为例，
假设从第60天开始，A国解封，易
感人群数量 S_0 上升为1.5万人，同时
潜伏期/传染期患者(r_1/r_2)接触人数
由20人/10人变化为——
Case6 20人/15人
Case7 50人/25人
结论：若居民大幅增加活动频率，
二次爆发疫情曲线的陡峭程度、高
点病例数量将明显上升，但拐点时
间会提前



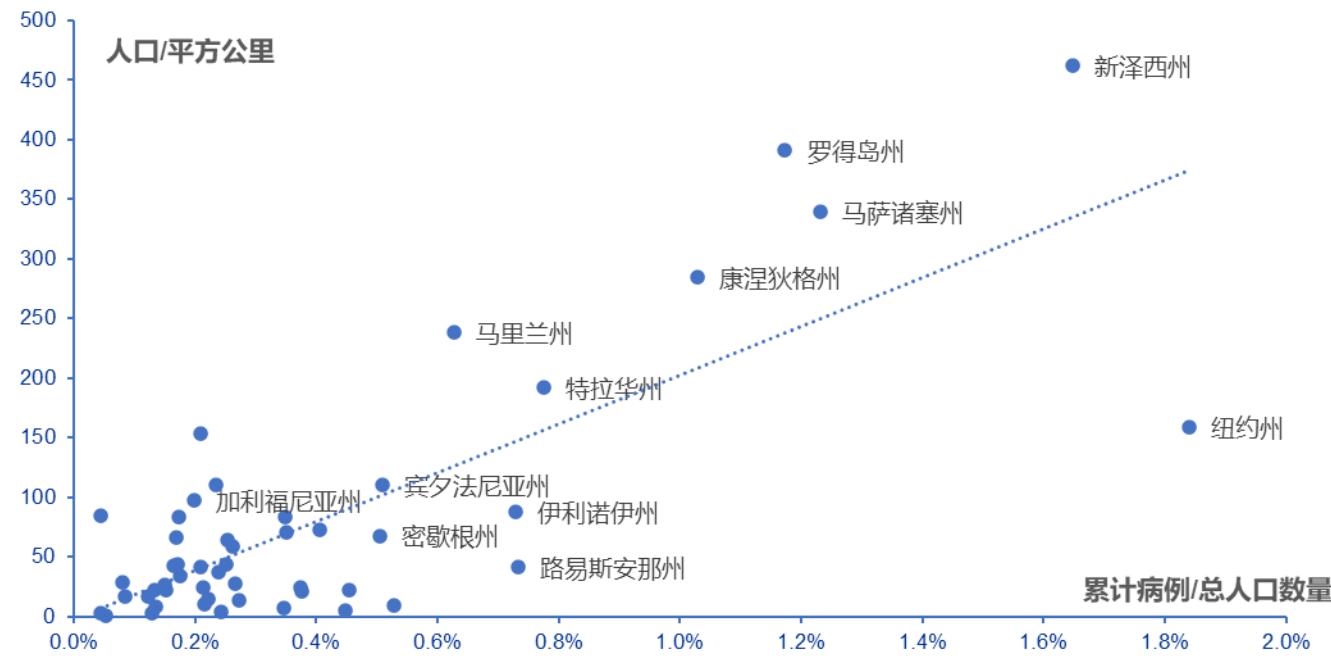
美国“平顶”疫情曲线：多点爆发+防控分化的结果



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

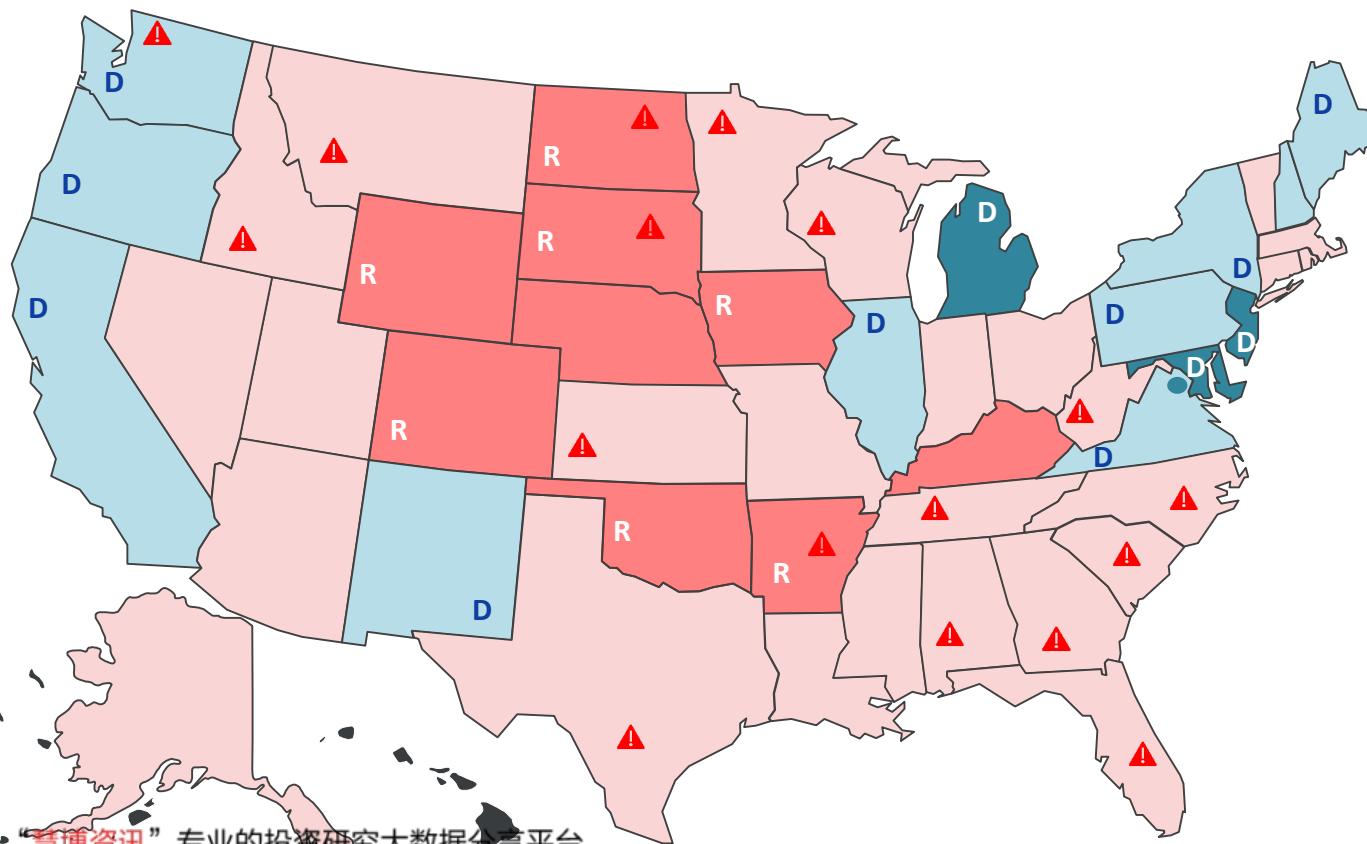
- 美国各地采取的抗疫态度分化有一项基础条件：人口密度的极大分化，因此东北部非常严格，其他地区相对宽松，而“防住东北，其余地区小心控制病例增长、同时恢复生产”正是美国目前的策略
- 回到信仰问题：能否信赖(尤其是共和党领导下)美国地方政府的执行力&居民的自觉程度

新冠病毒确诊人口占比与人口密度呈现正相关，且州之间两极分化极大



- 截至5月22日，美国46州已开始解封进程(36州已解除居家隔离、逐步开放公共场所，10州未解除隔离但已部分开放公共场所)。其中，17州在解封后明显出现疫情的恶化，占近40%

截至5月22日，美国各州防控进度、解封后疫情是否恶化、州长党派归属情况



注：疫情恶化指
新增病例加速上升/下降
放缓(相对模型预测而言)

图例 (按照是否居家隔离&是否开放公共场所)

- 居民未曾被要求居家隔离，已开放/部分开放公共场所
- 居家隔离期满，已开放公共场所
- 居家期未满，但已局部开放公共场所
- 居家期未满，公共场所保持封闭

- ⚠ 逐步开放后新增病例明显增多的州(共17个)

D 州长为民主党 R 州长为共和党

- 以上述17个州当中疫情曲线变化特征最明显的11个州为样本，观察解封前后参数($S_0/r_1/r_2$)变化。与德法、西班牙相比，美国各州解封后易感人群数量上升倍数更大，但单个患者接触人数反而是普遍下降的
- 这是典型的【放松过早、依赖于地理距离以及民众自觉隔离】的防疫特征

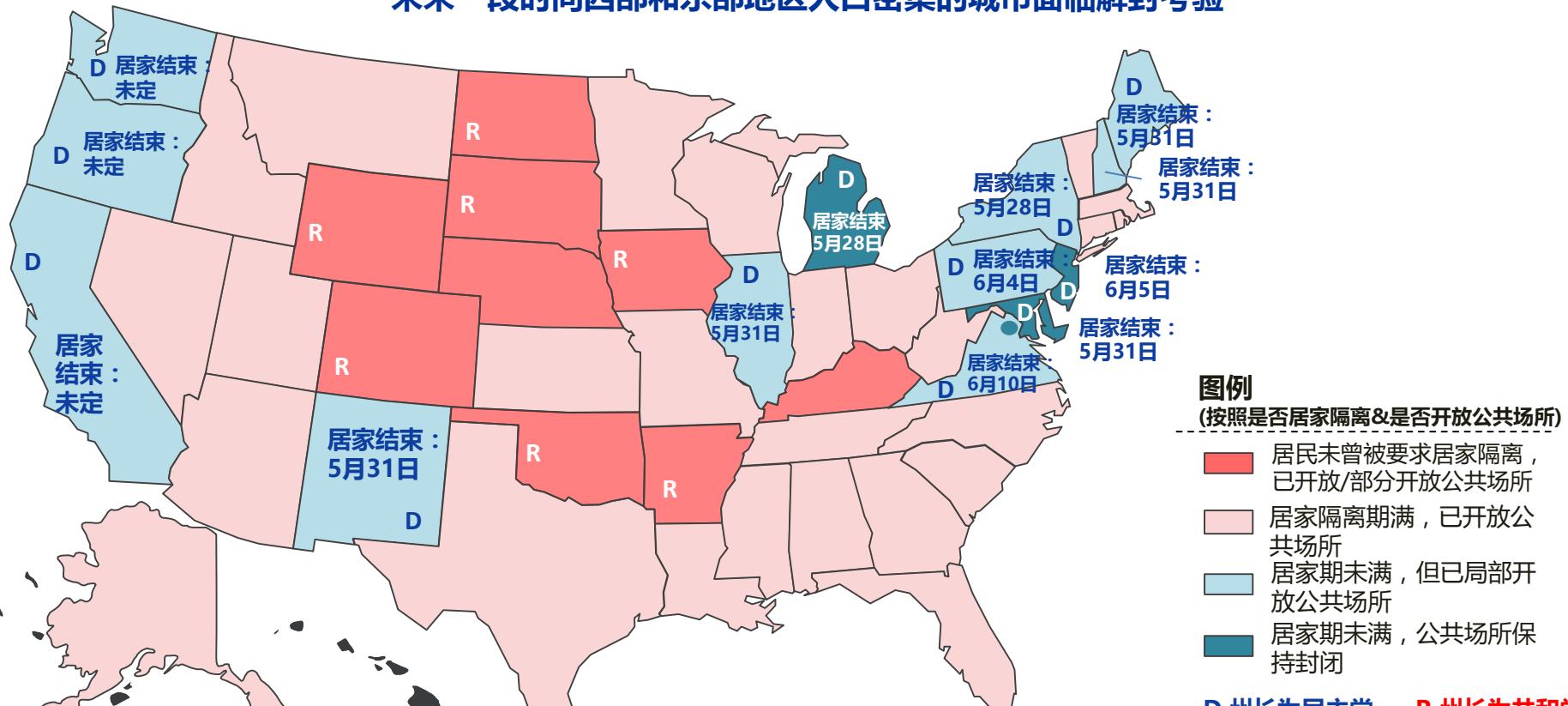
美国11个解封后疫情恶化的州，解封前后流行病参数变化(与德法、西班牙对比)

注： S_0 为易感人群规模， r_1 为潜伏期患者接触人数， r_2 为传染期患者接触人数

所属地区	州名	居家隔离结束时间	结束前 S_0	结束后 S_0	变化倍数	结束前 r_1	结束后 r_1	变化倍数	结束前 r_2	结束后 r_2	变化倍数
南部	德克萨斯州	2020/4/30	75,000	95,000	1.3	5	19	3.8	5	1	0.2
南部	北卡罗来纳州	2020/5/22	15,000	30,000	2.0	9	10	1.1	9	5	0.6
南部	佛罗里达州	2020/5/4	25,000	40,000	1.6	22	8	0.4	11	8	0.7
南部	阿拉巴马州	2020/4/30	5,000	25,000	5.0	18	4	0.2	17	3	0.2
南部	南卡罗来纳州	2020/5/4	4,000	10,000	2.5	19	8	0.4	17	6	0.4
南部	西弗吉尼亚州	2020/5/3	1,000	1,500	1.5	22	12	0.5	20	12	0.6
西部	爱达荷州	2020/4/30	2,000	3,000	1.5	30	17	0.6	30	17	0.6
西部	蒙大拿州	2020/4/26	400	1,400	3.5	25	15	0.6	25	7	0.3
中西部	威斯康星州	2020/5/13	30,000	65,000	2.2	12	3	0.3	1	2	2.0
中西部	北达科他州	2020/5/1	2,500	5,000	2.0	8	13	1.6	6	1	0.2
中西部	南达科他州	2020/4/30	3,000	5,000	1.7	19	22	1.2	5	22	4.4
中位数						2.0		0.6		0.6	
对照：部分已放松防控国家(日期为首次放松防控时间)											
德国		2020/4/20	170,000	185,000	1.1	11	13	1.2	9	13	1.4
法国		2020/5/11	185,000	210,000	1.1	14	16	1.1	6	2	0.3
西班牙-复工复产		2020/4/13	185,000	255,000	1.4	20	13	0.7	9	13	1.4
西班牙-放松禁足令		2020/5/2	255,000	285,000	1.1	13	20	1.5	13	20	1.5

- 6月上旬之前，紧密跟踪美国东部重点地区解除居家隔离后疫情是否恶化
- 西部沿海地区居家隔离结束的时间点尚未公布

未来一段时间西部和东部地区人口密集的城市面临解封考验



- 1) 新兴市场疫情输入(德克萨斯州4月下旬以来的疫情反复与墨西哥新增病例激增的时间点重合) ; 2) 民主党管不好加州 , 而共和党占据地理隔绝优势对疫情放任自流(如北达科塔州) ; 3) 相对落后的州检测能力不足 , 新增病例正在持续较快增长(阿肯色、阿拉巴马、密西西比、弗吉尼亚州)

从当前美国新增病例增长较快的前16个州可以看出3大风险点

序号	州名	累计确诊病例	近7日新增病例数	近7日新增病例占 累计病例	近7日新增病 例排序	风险备注
1	明尼苏达州	19,005	4,765	25%	11	
2	北达科他州	2,317	556	24%	40	TYPE 2
3	北卡罗来纳州	22,110	4,616	21%	13	
4	阿肯色州	5,612	1,149	20%	31	TYPE 3
5	威斯康星州	14,396	2,711	19%	20	
6	弗吉尼亚州	34,950	6,278	18%	8	TYPE 3
7	缅因州	1,948	345	18%	44	
8	阿拉巴马州	13,670	2,297	17%	23	TYPE 3
9	马里兰州	44,424	7,438	17%	7	
10	爱荷华州	16,767	2,718	16%	19	
11	内布拉斯加州	11,662	1,890	16%	25	
12	波多黎各	3,030	488	16%	42	
13	加利福尼亚州	90,588	13,769	15%	2	TYPE 2
14	西弗吉尼亚州	1,705	258	15%	46	
15	密西西比州	12,624	1,823	14%	26	TYPE 3
16	德克萨斯州	54,616	7,829	14%	5	TYPE 1

“慧博资讯”专业的投资研究大数据解决方案

■ 我们对疫情曲线特征清晰的41个州，进行三种情境的探讨

- (1) 乐观情景：东部州解封后流行病参数变化幅度参考**德国和法国**，其余将解封地区延续当前参数
- (2) 中性情景：东部州解封后流行病参数变化幅度参考**西班牙**，其余将解封地区参数增长倍数 = **疫情恶化11个州样本中位数的50%**
- (3) 悲观情景：东部州 + 西部三州(假设6月15日解封)，解封之后流行病参数变化幅度参考**西班牙**，其余将解封地区参数增长倍数 = **疫情恶化11个州样本的平均值**

各州逐步解封后，美国的疫情发展未来三种情景对应不同的参数

类型	面临解封的州名称	居家隔离结束	假设解封时间
东北部州	纽约州	5月28日	
	宾夕法尼亚州	6月4日	
	新泽西州	6月5日	
	新罕布什尔州	5月31日	
其他-居家隔离 结束时间确定	伊利诺伊州	5月31日	
	弗吉尼亚州	6月10日	
	俄亥俄州	5月29日	
	密歇根州	5月28日	
其他-居家隔离 结束时间不确定	新墨西哥州	5月31日	
	加利福尼亚州	未公布	6月15日
	华盛顿州	未公布	6月15日
	俄勒冈州	未公布	6月15日

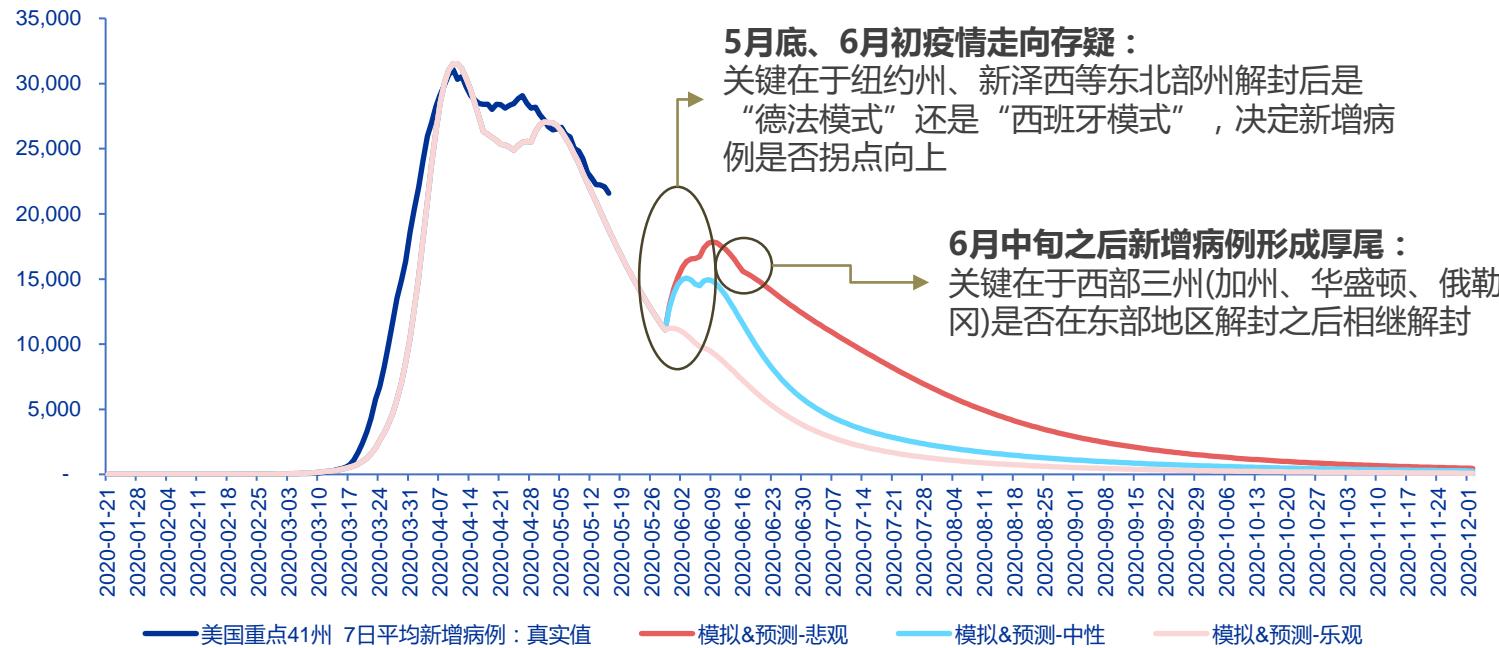
	解封后参数变化-三种情形	S0变化倍数	r1变化倍数	r2变化倍数
参考	德&法平均	1.1	1.2	0.9
	西班牙两种情况平均	1.2	1.1	1.5
	美国11州中位数	2.0	0.6	0.6
	美国11州平均数	2.2	1.0	0.9
乐观	东部地区	1.1	1.2	0.9
	其他将解封地区		不变	
中性	东部地区	1.2	1.1	1.5
	其他将解封地区	1.5	0.8	0.8
悲观	东部地区	1.2	1.1	1.5
	其他地区+西部三州	2.2	1.0	0.9

“慧博资讯”专业的投资研究人员数据分享平台

■ 美国新增病例数突破前高需要更加激进的条件

- 变数主要来自东西部地区：1) 5月底、6月初，东部州解封后如果能做到德法解封后的防控状态，则新增病例不会明显增加，若只能做到西班牙的防控状态，则新增病例可能明显上升；2) 假设考虑一种比较悲观的情景，6月中旬西部三州可能跟随东部解封，届时新增病例数量有可能形成“厚尾”

美国疫情后续演进的变数探讨



英国“平顶”疫情曲线：多点爆发的结果



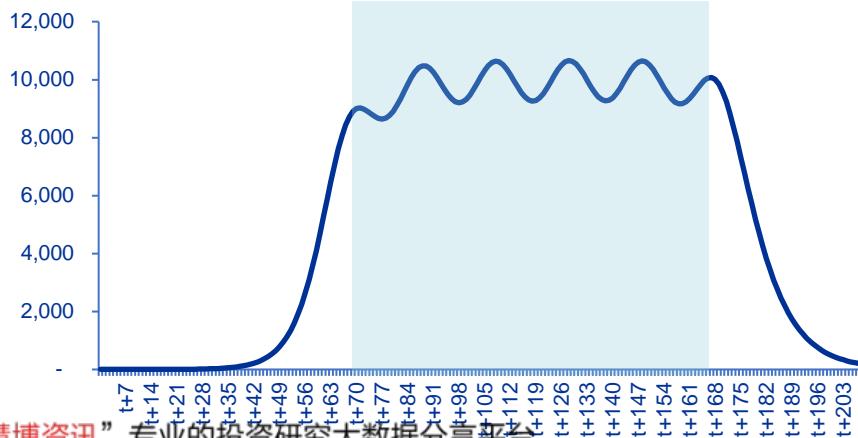
■ 与其他国家不同，英国的新增病例曲线呈现“平顶”，拐点迟迟无法确认

- 理论上，平顶的疫情曲线可能有3个原因：1) 疫情在多地区先后爆发；2) 复工复产与抗疫之间不断摇摆；3) 检测能力出现瓶颈

■ 对于英国而言，检测人数已经达到全国人口3%，且5月13日第一阶段解封之后疫情没有明显的反复，因此我们倾向于多地区先后爆发这一原因

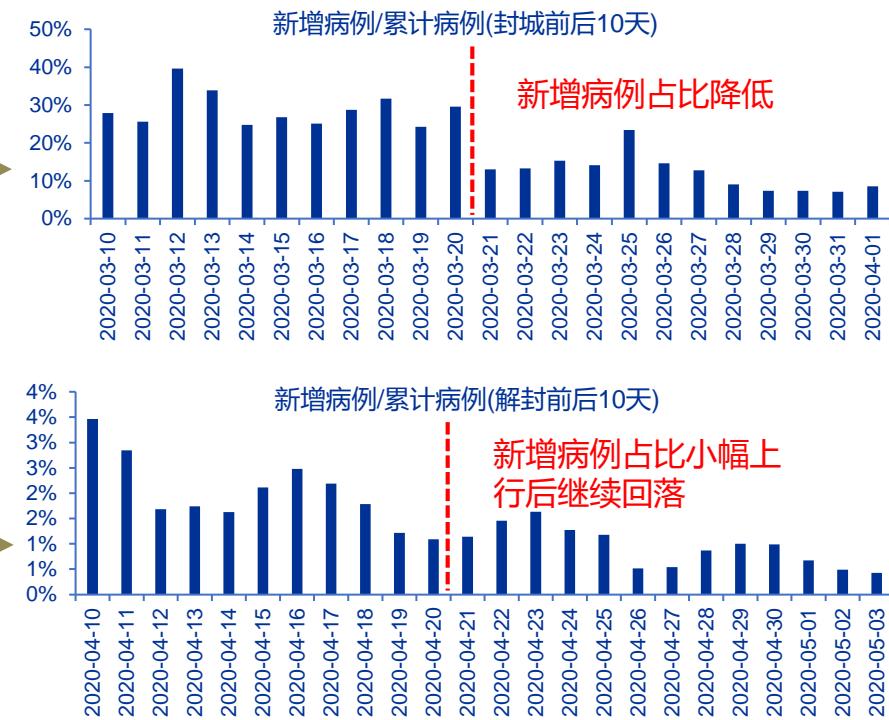
英国平顶的新增病例曲线体现出多地区先后爆发的特征

多点先后爆发时 新增病例数量变化(理想模型下)



- 从最大的巴伐利亚州宣布封城开始，德国疫情明显得到控制；满1个月之后，开始仅允许小型商店开放，新增病例呈现厚尾&可控
- 德国检测能力较强，数据逻辑性可以认为较强，疫情参数较好表征了防控严格下的疫情传播特征(S0/r1/r2先下后上，但未回到前高)

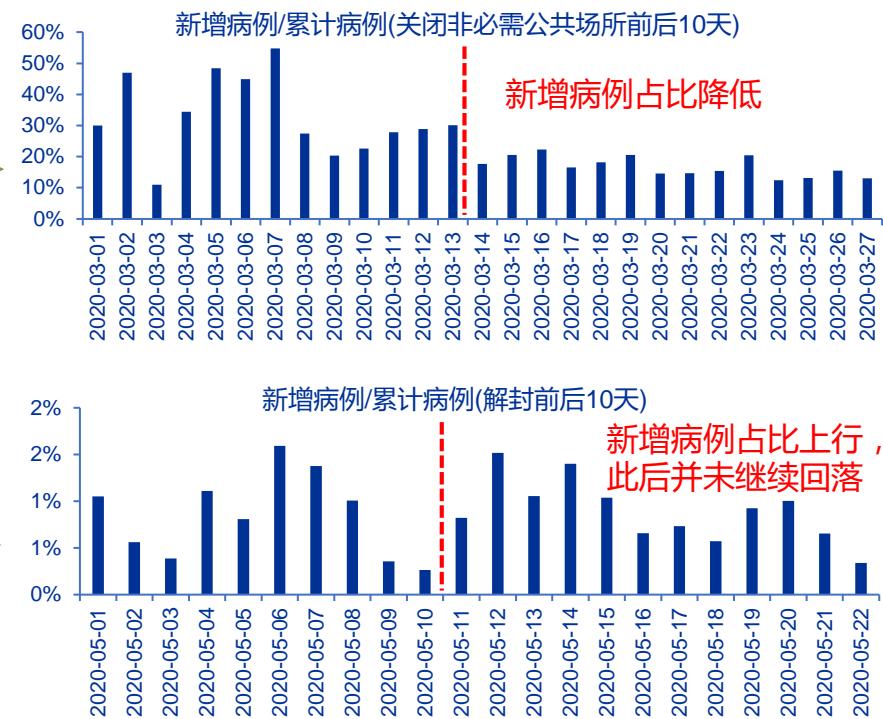
德国三阶段疫情曲线及隐含参数变化



法国：与德国类似，解封后疫情仍可控

- 法国的疫情演变情况与德国类似：易感人群数量、潜伏期患者接触人数先下后上，逐步解封后，新增病例数呈现厚尾，但新增病例数未明显反弹

法国三阶段疫情曲线及隐含参数变化



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

日韩：解封时间较晚，解封后单日新增控制在两位数

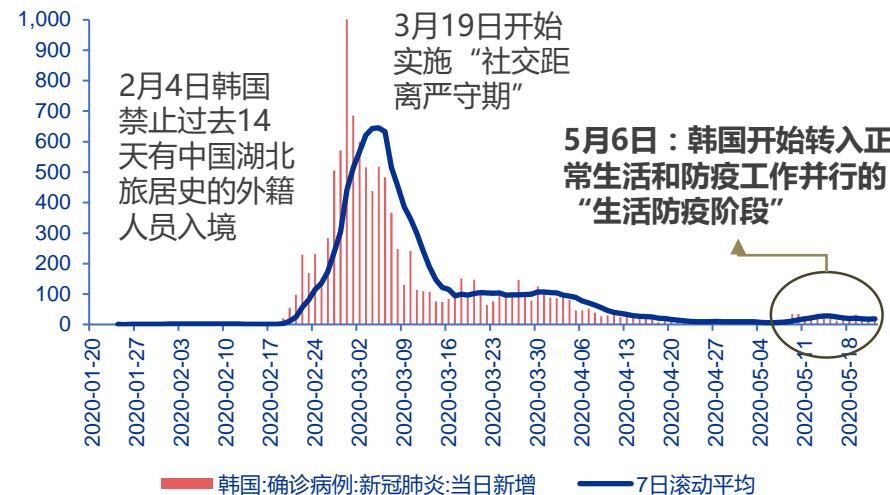
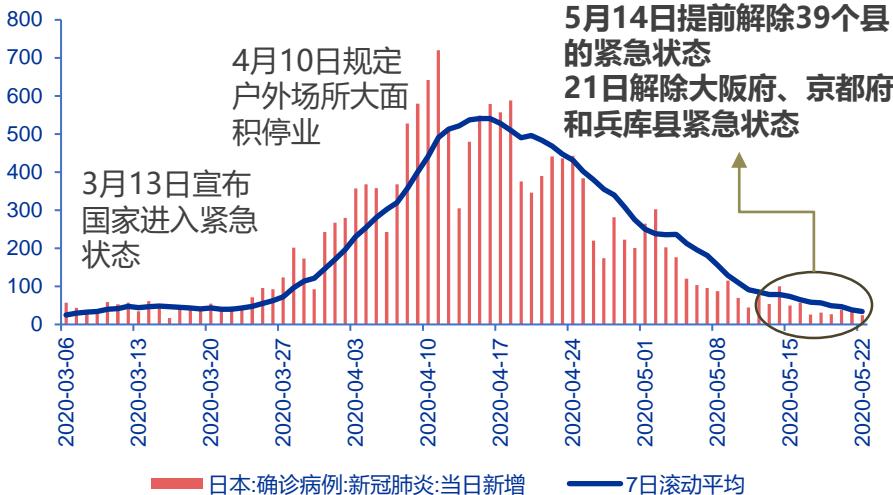


- 日韩在新增病例数降至低位(日本降至两位数，韩国降至个位数)才开始逐步解封
- 解封后日本新增病例呈现厚尾，韩国新增病例小幅反弹

日韩解封后疫情特征参数变化

传染病参数-日本	解封前	逐步解封后
	易感人群数量S0	17,000
传染病参数-韩国	解封前	逐步解封后
	易感人群数量S0	13,000
传染病参数-韩国	解封前	逐步解封后
	潜伏期患者接触人数	13
传染病参数-韩国	解封前	逐步解封后
	传染期患者接触人数	13

解封后日本新增病例呈现厚尾，韩国新增病例小幅反弹

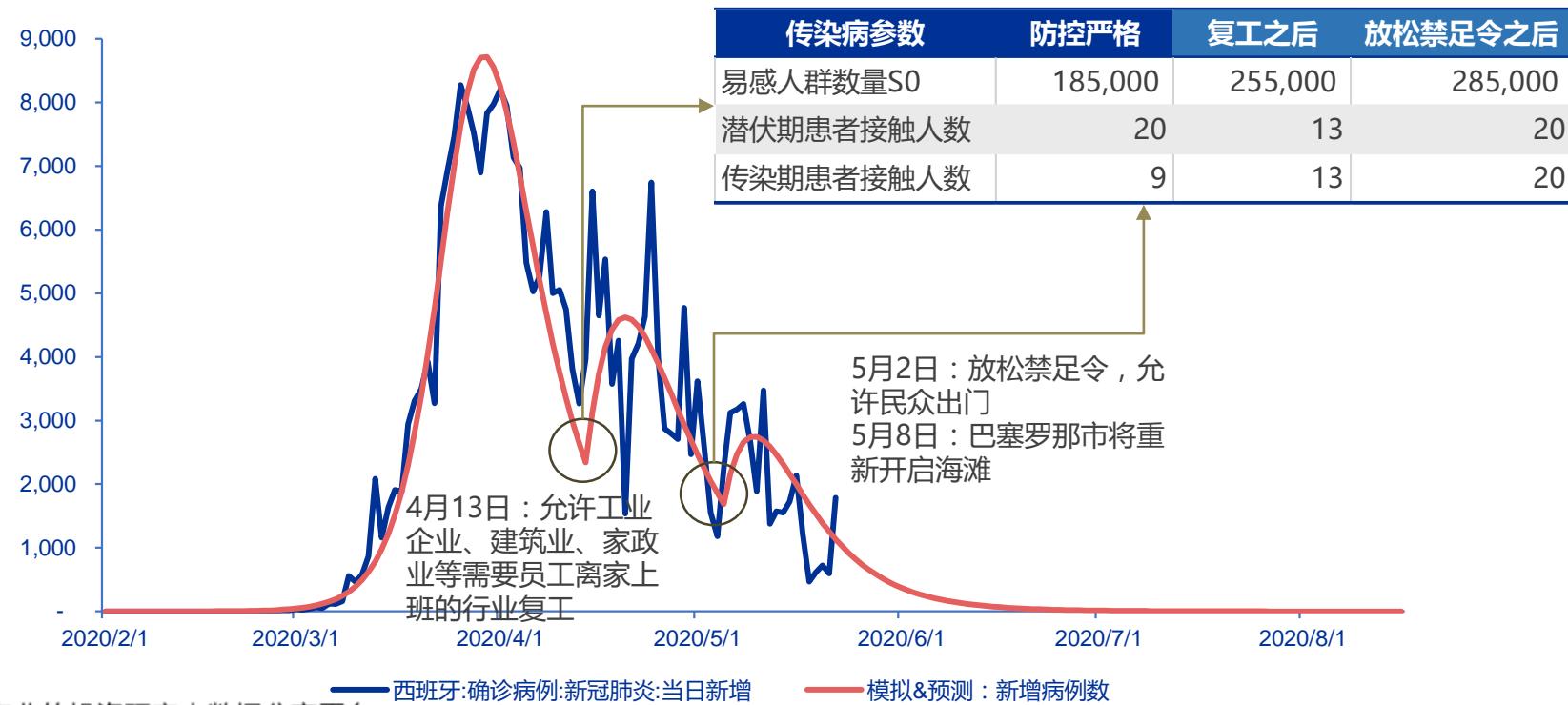


“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

西班牙：解封后疫情出现明显反复

- 西班牙解封时间太早、太急，在逐步解封的过程中出现明显的反复
- 复工之后，易感人群数量明显上升；进一步放松禁足令之后，潜伏期/传染期患者接触人数明显上升

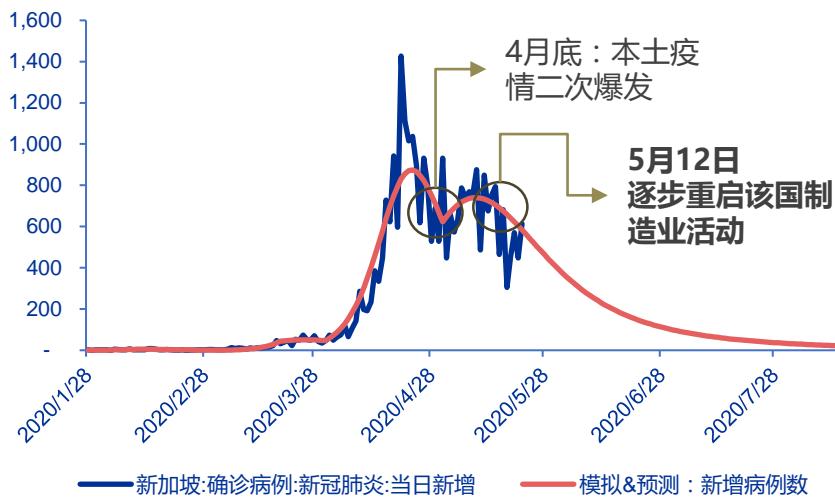
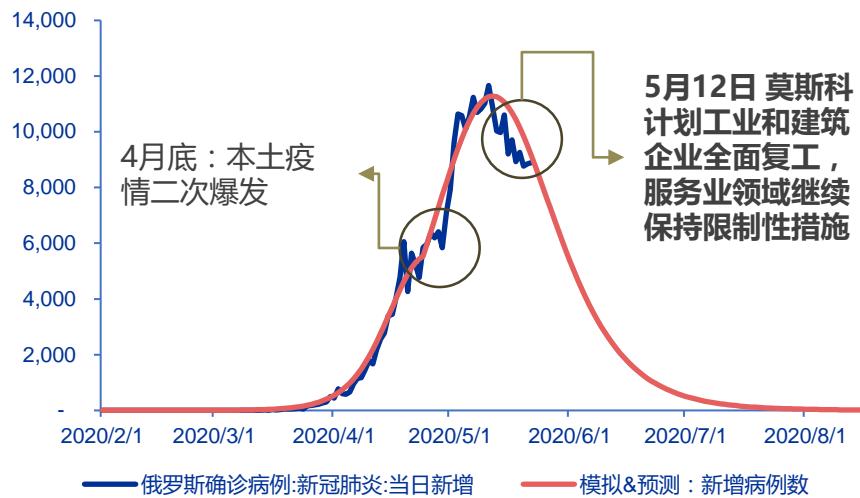
西班牙近期2次放松防疫的过程中出现了疫情的明显反复



■ 5月12日，俄罗斯、新加坡不约而同开始解封工业活动，新增病例数量并未明显增加

- 俄罗斯处于第二轮本土疫情新增病例下行阶段，新加坡处于境外->本土第二轮疫情新增病例下行阶段，一个较好现象是潜伏期患者接触人数在二次爆发之后反而是下降的，说明非必需的群聚活动仍受到控制
- 以新加坡为代表的人口流动较大地区后续风险：境外新兴市场输入疫情

俄罗斯、新加坡处于二次爆发后新增病例数量下降阶段



易感人群数量	传染期患者接触人数	潜伏期患者接触人数
二次爆发前	二次爆发后	二次爆发前

易感人群数量	传染期患者接触人数	潜伏期患者接触人数
本土疫情爆发前	本土疫情爆发后	本土疫情爆发前

“慧博资500”专业的投资研究大数据分享平台 5 17 7

25,000 50,000 2 2 20 13

全球主要国家防疫逐步见效，新兴市场国家仍存风险



疫情进度由快到慢：中国 > 日韩 > 德法 > 西班牙 > 英美 > 俄罗斯、新加坡 > 巴西、印度



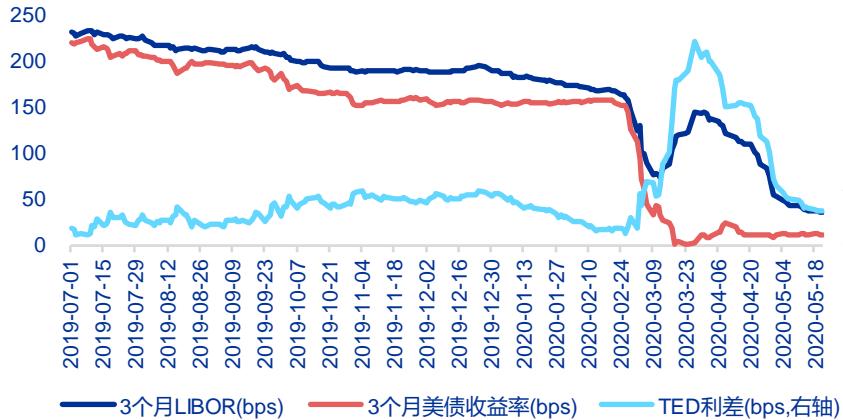
图例

- | | |
|-----------|-------------------------|
| 累计病例超过30万 | 累计病例5万~30万 |
| 累计病例1~5万 | 本文未提到的其他国家(累计病例均在30万以下) |

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资本市场似乎正在从危机模式中走出

TED利差高位回落



VIX高位回落



美国投资者信心指数底部初步企稳



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

美国ECRI领先指标底部反弹(主因包含股价)



美国总体经济信心指数仅底部企稳



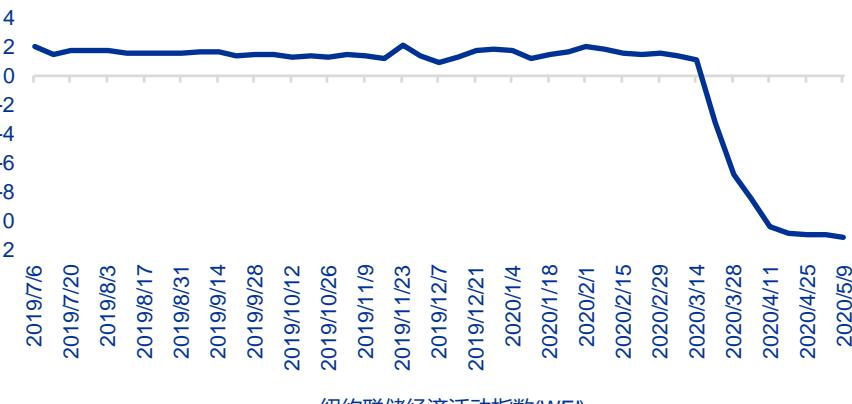
■ 美国总体经济信心指数仅底部企稳，预期并未继续恶化，但也未明显恢复

- 美国未来12月经济衰退概率高位回落，但距离低位仍有一定距离
- 纽约联储经济活动指数和经济信心指数均仅底部震荡

美国未来12月经济衰退概率高位回落



纽约联储经济活动指数底部企稳



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

www.swsresearch.com hibor.com.cn

旧金山联储经济信心指数底部震荡

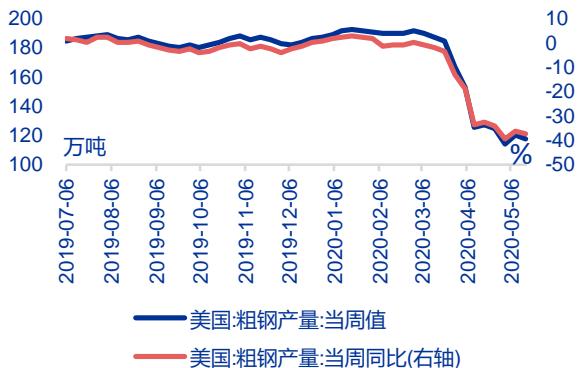
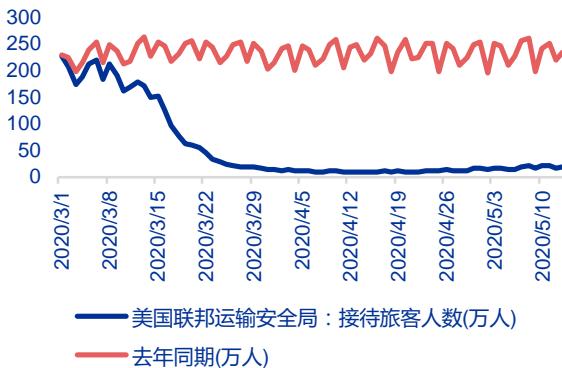
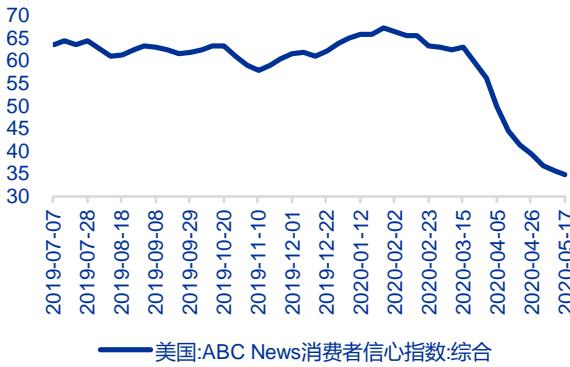


资料来源：Wind，申万宏源研究

美国消费、旅行和工业生产也未见明显恢复



美国消费、旅行和工业生产相关中观指标也仅底部企稳，未见明显恢复



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

www.swsresearch.com hibor.com.cn

资料来源：Wind，申万宏源研究

复工复产中国经验：供给快于需求，政策驱动助力



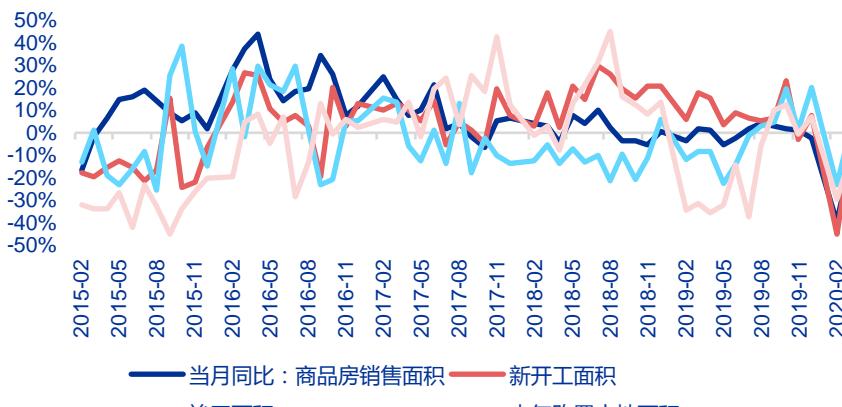
4月工业增加值单月重回正增长



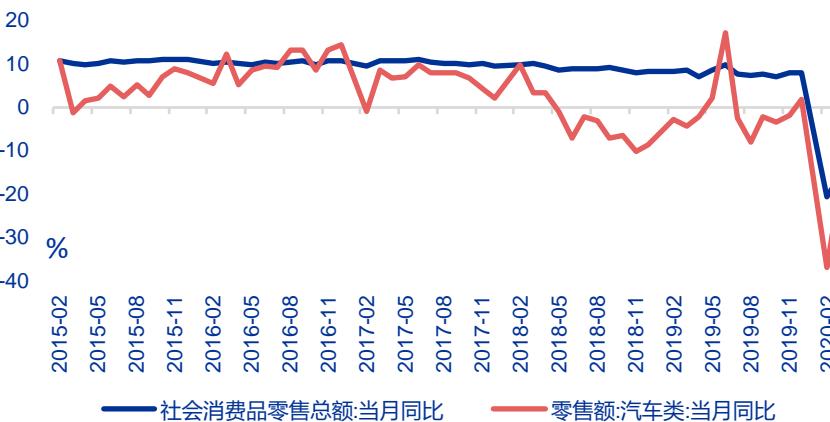
政策扶植的基建和房地产投资恢复快，依靠内生力量的制造业投资恢复慢



4月土地购置面积高增，竣工恢复短暂波折



汽车销售率先恢复，社零总体恢复缓慢



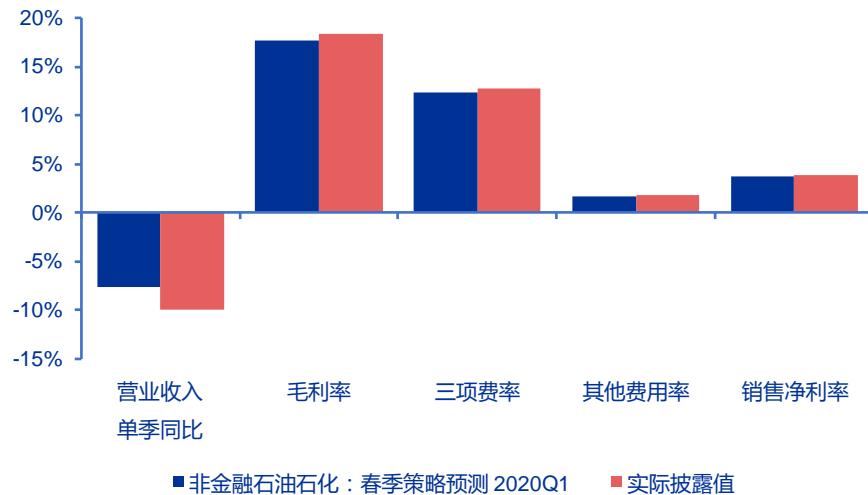
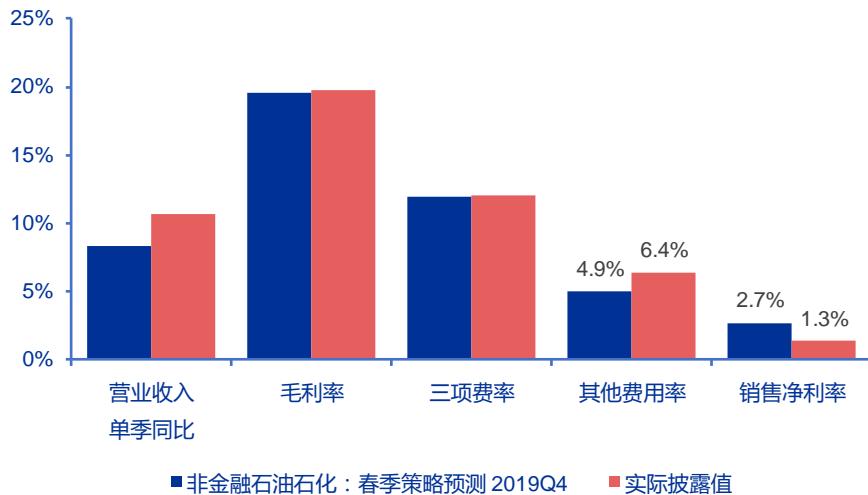
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

Part I - 总结

A股盈利增速逐季改善仍是基准判断

- 新冠肺炎疫情影响基本面的模式符合我们在春季策略报告《削峰填谷》中的预测，2020Q1A股非金融石油石化归母净利润同比-41%，与我们的预测基本一致
- 本次盈利预测调整，我们重点反映以下4方面预期变化：(1) 新冠肺炎疫情爆发，提升了A股2019年报的减值意愿，提前释放了部分本应在2020年底释放的减值压力

2019Q4其他费用率占比高于我们的预测1.4%，新冠肺炎疫情提升了减值意愿



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

本次盈利预测调整重点反映四方面预期变化



- (2) 海外主要国家新冠肺炎疫情拐点二季度出现，经济恢复三季度展开；而中国出口二季度占比提升，三季度海外复工，占比可能略有下降，中国出口增速相较海外经济增速应更平滑
- (3) 保小微民企 = 刺激消费，我们看好下半年消费持续改善
- (4) 四季度之前，稳增长发力确定性高，有政策支撑的新老基建和房地产，二三季度基本面有望持续改善

盈利预测使用的宏观关键假设：出口三季度有滞后压力，社零二季度继续受到负面冲击，基建投资二三季度发力，房地产二季度有韧性

	关键宏观变量当期同比		实际值相比历史		疫情影响百分比预测		
	实际值	季节性下滑	2020Q1	2020Q2E	2020Q3E	2020Q4E	
2020Q1	2020M4	2020Q1	2020Q2E	2020Q3E	2020Q4E		
出口	-13.3%	3.5%	-15.6%	-6.0%	-10.0%	0.0%	
社零	-18.2%	-7.5%	-26.6%	-7.6%	0.0%	0.0%	
基建投资	-19.7%	4.8%	-24.7%	5.0%	10.0%	0.0%	
地产销售	-26.3%	-2.3%	-24.1%	3.0%	0.0%	0.0%	
地产新开工	-27.2%	-1.2%	-24.3%	5.0%	0.0%	0.0%	

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

二季度经济负面因素渐退，新老基建确定改善



二季度营收受疫情影响百分比：二季度相对一季度经济负面因素渐退，新老基建确定改善

行业类型	行业 (逻辑：当期冲击+产业链传导)	Q2-Q4		Q2-Q3		地产开工产业链	地产销售产业链	新老基建产业链	收入影响：		
		消费端冲击	外需冲击	地产产业链	地产销售产业链				2020Q2E	2020Q3E	2020Q4E
1. 出口产业链主导	电子	1					-7%	6%	6%		
	采掘		1				0%	0%	-5%		
	钢铁		1				0%	0%	-5%		
	建筑材料		1				-2%	0%	0%		
2. 地产产业链主导	工业金属	1					0%	0%	-5%		
	饮料制造	1					-1%	0%	0%		
	机械设备		1				-3%	0%	0%		
	汽车	1		1			-1%	6%	6%		
3. 基建产业链主导	家用电器	1		1			-2%	6%	6%		
	家用轻工	1		1			0%	0%	0%		
	建筑装饰			1			4%	8%	0%		
	电气设备			1			20%	20%	20%		
4. 下游较为综合，全产业链相关	通信			1			15%	15%	15%		
	环保			1			10%	10%	10%		
	化工	全产业链营收增速影响					-2%	6%	2%		
	造纸、包装印刷	全产业链营收增速影响					-1%	3%	1%		
5. 服务消费&商品消费	公用事业	全产业链营收增速影响					-1%	3%	1%		
	传媒-营销传媒	全产业链营收增速影响					-1%	3%	1%		
	休闲服务	1					-13%	-7%	-3%		
	交通运输	1					-17%	-8%	-4%		
6. 独立逻辑行业	商业贸易	1	1				-12%	-1%	0%		
	纺织服装	1	1				-8%	-1%	0%		
	食品加工、农林牧渔	几乎不受影响					0%	0%	0%		
	医药生物	几乎不受影响					0%	0%	0%		
7. 疫情基本无影响行业：计算机、国防军工	黄金	与金价同比增速同步					3%	2%	1%		
	传媒-文化传媒	1					-13%	-7%	-3%		
“慧博资讯”专业的投资研究大数据平台 金融石油石化收入受疫情影响百分比											
-1.0% 3.0% 1.2%											

“慧博资讯”专业的投资研究大数据平台
金融石油石化收入受疫情影响百分比

-1.0% 3.0% 1.2%

- 我们最新的2020年A股非金融石油石化归母净利润同比预测为-4.2%，较我们5月5日发布的《节后A股调整可能“一步到位”》中的盈利预测上调了7.4%
- Q2-Q4单季同比分别为0.4%，11.9%和34.4%，分别上调了20.8%、4.6%和下调了-6.5%，总体呈现出逐季改善的趋势

非金融石油石化归母净利润同比可能逐季改善

报告期	营业收入同比(单季)	相比此前的变化	毛利率	相比此前的变化	三项费率	相比此前的变化	剩余部分(未调整)	销售净利率	相比此前的变化	归母净利润同比(单季)	相比此前的变化
2019	9.5%		19.6%		11.8%		3.4%	4.4%		-0.2%	
2019Q1	10.3%		19.6%		12.0%		1.7%	5.8%		3.7%	
2019Q2	8.3%		19.8%		11.3%		2.8%	5.6%		-4.5%	
2019Q3	8.6%		19.2%		11.8%		1.9%	5.6%		2.6%	
2019Q4	10.7%		19.7%		12.0%		6.4%	1.3%		-10.9%	
2020E	5.2%	1.9%	19.6%	0.6%	11.8%	-0.2%	3.4%	4.4%	0.6%	-4.2%	7.4%
2020Q1	-9.9%		18.4%		12.7%		1.9%	3.8%		-41.0%	
2020Q2E	7.0%	7.0%	19.1%	0.7%	11.3%	-0.1%	2.5%	5.3%	0.8%	0.4%	20.8%
2020Q3E	11.3%	1.5%	19.3%	0.1%	11.7%	0.0%	2.5%	5.6%	0.2%	11.9%	4.6%
2020Q4E	9.4%	-0.5%	19.5%	0.0%	12.0%	0.0%	2.5%	1.6%	-0.1%	34.4%	-6.5%

- 沪深300和创业板指自下而上盈利预测在一季报期兑现年内第一次调整，但幅度尚不充分，二季报期再集中下调仍是大概率，回避业绩期仍是必要的
- 历史上，盈利预测下调不必然带来市场下跌，核心还是要看驱动基本面变化的因素是否超预期。我们认为，市场已充分预期“一季度内需承压，二季度外需承压的影响”。只有基本面的压制因素和回落持续性超出了这个框架，才会驱动市场显著回调

沪深300和创业板指自下而上盈利预测在一季报期兑现年内第一次调整，但幅度尚不充分



Part II - 1

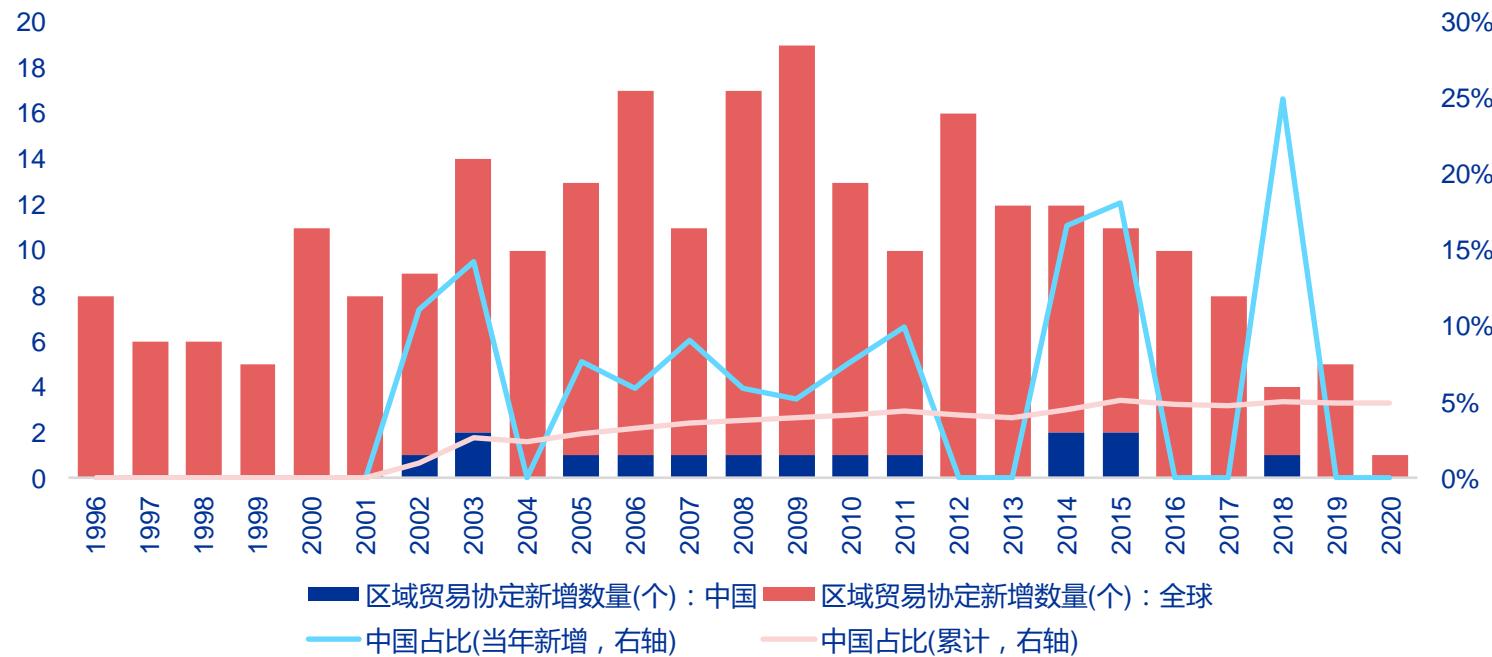
海外环境恶化方向确定

平稳期找机会，发酵期避风险

逆全球化的趋势需坦然面对

- 曾经的全球化背景下，全球解决问题的方式是加强合作，每逢危机(2000年、2008年、还有欧债危机前的2012年)全球区域贸易协定的数量就会增加
- 2015年以来，全球区域贸易协定的数量呈现出逐年回落的趋势，逆全球化趋势已成，我们需要坦然面对

2015年以来，全球区域贸易协定的数量呈现出逐年回落的趋势



- 2月底，海外新冠肺炎疫情加速发酵后，特朗普应对不力，支持率一度大幅下滑；3月14日进一步采取抗疫行动后，支持率有所企稳回升；4月以来，特朗普支持率再度走弱

4月以来，特朗普支持率再度走弱

特朗普支持率与美股走势



- 新冠肺炎疫情以来，各大研究机构对发达国家和发展中国家经济损失简单估算，中、美、意大利等损失较高

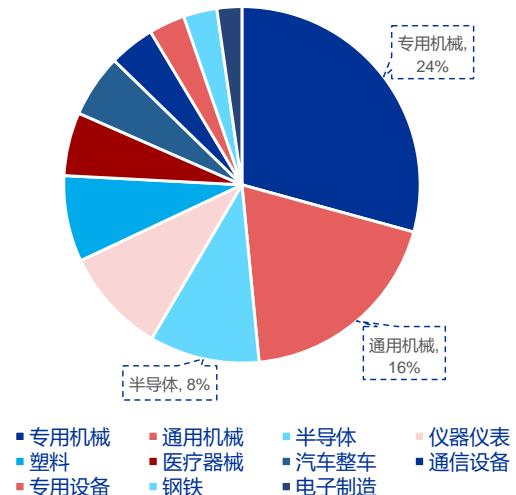
新冠疫情发生以来，媒体报道各国损失测算结果

国家	预测出处	损失金额
中国	哈尔滨工业大学研究报告	疫情爆发以来，中国经济损失了约 3.5万亿元人民币【5050.7亿美元】
美国	摩根士坦利	2020年美国名义国内生产总值或将损失 【3600亿美元】
德国	德国研究机构	最差可能会让德国经济损失 【3540亿—7290亿欧元】 ，GDP增长下跌10%-20.6%
法国	法国政府 法新社	预计今年法国经济萎缩8%，涉及金额已经接近 【10亿欧元】
英国	英国每日星报	疫情封锁俩月，英国千名富翁财富损失超 【4650亿英镑】 ，单人缩水达500亿
日本	第一财经	疫情致日本上市公司至少损失 【170亿美元】 破产激增； 如果“紧急状态”从4月30日再延长一个月，日本国内生产总值将蒙受 【23.1万亿日元】 损失： 截至5月6日的第一轮“紧急状态”，已经造成了 【21.9万亿日元】 经济损失。
意大利	意大利《信使报》 意大利统计局	意大利将要面临 【1700亿欧元】 的经济损失，相当于威尼斯地区GDP总量，意企业因疫情停产每月损失1000亿欧元
伊朗	伊朗政府	伊朗经济损失约 【1.64亿美元】 (约11.4亿元人民币)

中美贸易摩擦：第3批还有近1600亿关税未征



第一、二批共计500亿



机械设备，半导体 (中国制造2025)

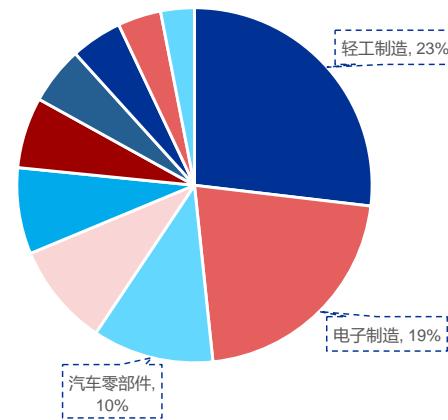
340亿 (25%) 宣布时间：2018.3.22

生效时间：2018.7.6

160亿 (25%) 宣布时间：2018.3.22

生效时间：2018.8.23

第三批共计2000亿



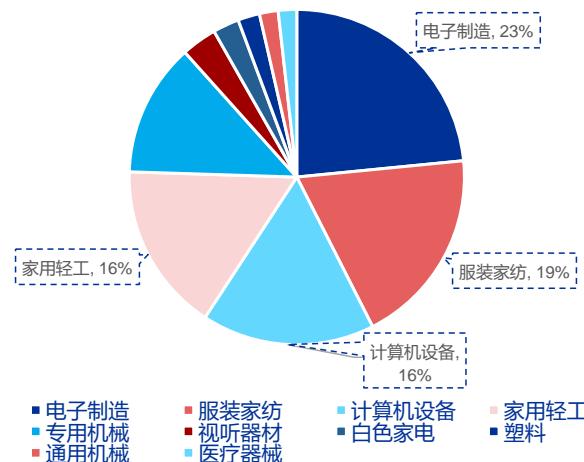
主要轻工制造，电子制造 汽车零部件

宣布时间：2018.7.10 (10%)

2018.8.10 (25%)

生效时间：2019.5.6 (25%)

第四批共计3000亿



电子制造，纺织服装 计算机

宣布时间 (3000亿) : 2019.5.14

2019.8.2 (10%)

2019.8.24 (15%)

宣布时间 (1560亿) : 2019.12.13 (15%) 暂缓

宣布时间 (1440亿) : 2019.12.13 (7.5%) 减半

生效时间 (1440亿) : 2019.9.1 (15%)

【签署协议后30天】 (7.5%)

宣布时间：2019.8.24 (30%)

生效时间：2019.10.15 (30%) 暂缓

宣布、生效时间：2019.12.13 (25%维持不变)

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

美国最大的十次“长臂管辖”影响

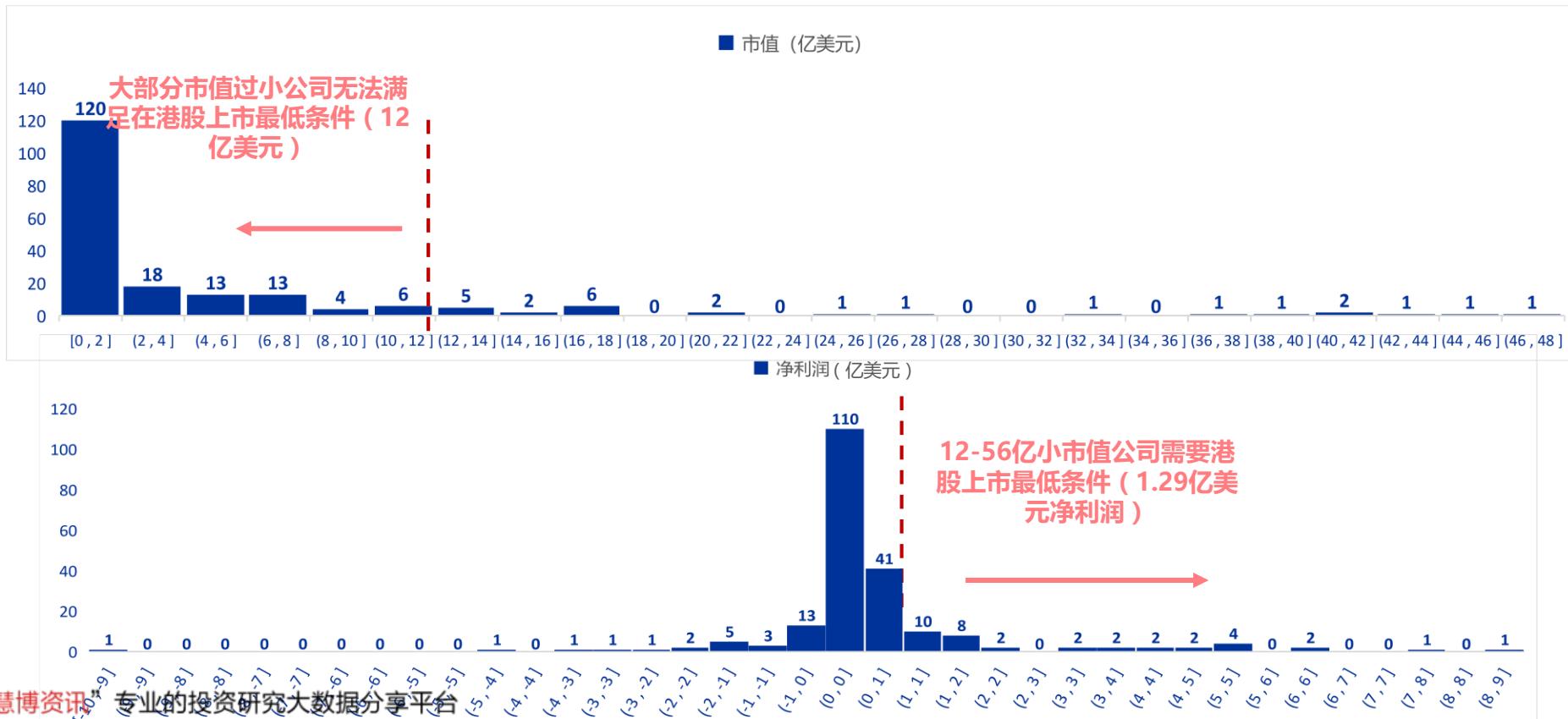
- 长臂管辖制裁不仅可以通过在美股上市公司（例如三菱日联、德意志银行）也可直接制裁公司，罚款金额最大的为巴黎银行、德意志银行、中兴通讯
- 从历次长臂管辖看，美国的长臂管辖已经从工业，信息技术开始逐渐蔓延至金融，从早年间的商业行贿蔓延至和制裁国家存在贸易往来
- 而制裁期间，对大部分公司市值都影响可谓巨大

	上市地点	所属行业	罚款时间	罚款金额（亿美元）	制裁阶段市值变化(%)	美国调查结果
西门子	伦敦证券交易所	工业	2008/12/5	16.00	-1.63	商业行贿
哈利伯顿	纽约证券交易所	能源	2009/2/15	12.00	29.17	商业行贿
英国宇航系统	伦敦证券交易所	工业	2010/2/10	4.00	83.80	沙特武器交易【英国制止调查】
阿尔卡特朗讯	巴黎证券交易所	信息技术	2010/12/28	1.37	-58.92	商业行贿
道达尔	纽约证券交易所	能源	2013/4/29	3.98	-13.58	行贿伊朗官员获得伊朗油田开采权
三菱日联金融集团	纽约证券交易所	金融	2013/6/15	3.15	38.45	参与伊朗交易【主动报告】
法国巴黎银行	巴黎证券交易所	金融	2014/6/30	89.70	-18.36	与苏丹、伊朗和古巴等受制裁国家从事数额巨大的美元交易清算
阿尔斯通	巴黎证券交易所	工业	2014/12/23	7.70	23.36	商业行贿
中兴通讯	深圳证券交易所	信息技术	2016/6/7	22.00	-13.14	搭载美国科技公司软硬件产品出售伊朗
德意志银行	纽约证券交易所	金融	2016/9/16	72.00	-49.74	虚假陈述，未向投资者披露RMBS证券所包括贷款的重大信息，误导美国公众

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

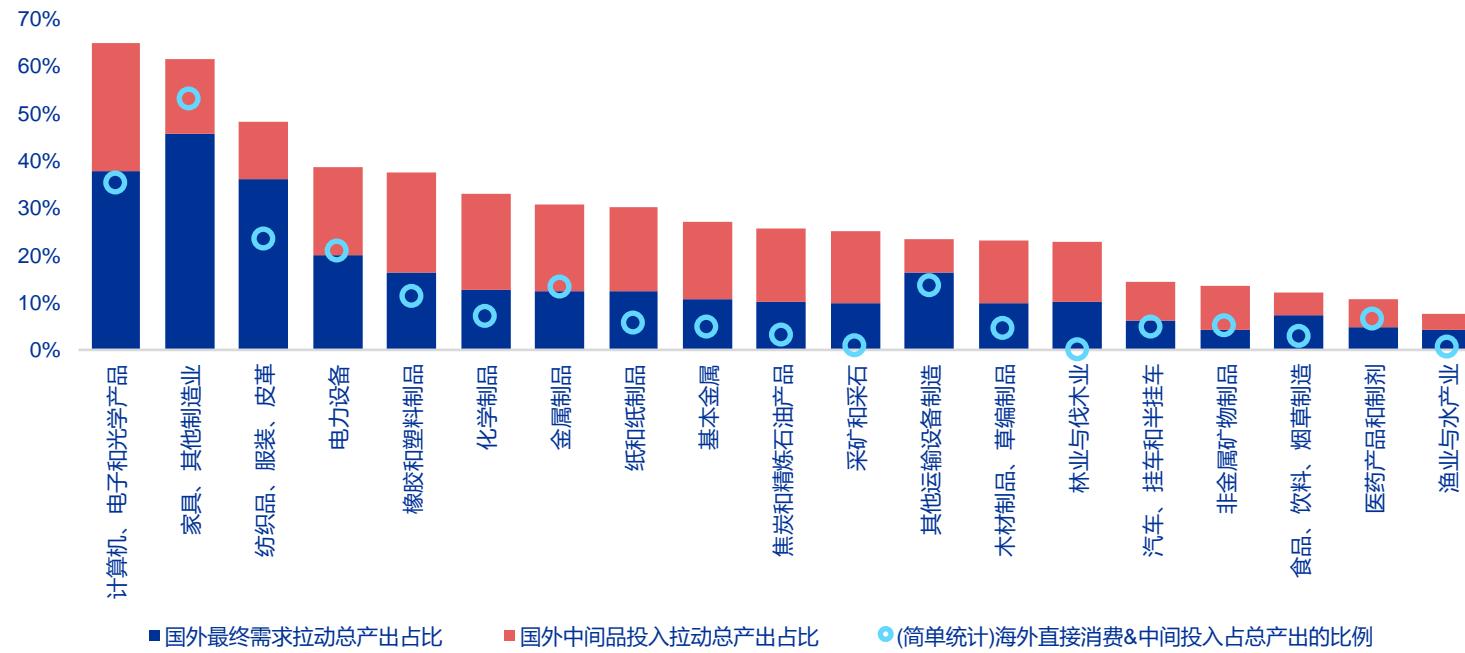
大部分小市值公司，回家的路也是漫漫长路

- 据中国《证券法》未经国务院证监管理机构和国务院有关主管部门同意，任何单位和个人不得擅自向境外提供与证券业务活动有关的文件和资料；而2020年5月21日，美国参院通过了Chinese Company Oversight Bill
- 中概股中，大部分市值集中在10亿美元以下，净利润集中在0-1亿美元



- 简单的出口分析忽视了国内出口产业链的投入产出关系，投入产出视角下，外需对中国制造总产出的拉动比例更高
- 外需拉动总产出比例最高的行业包括计算机和电子、家居、纺织服装、电力设备、化学制品等，这些行业格局中期面临较大的重构压力

投入产出视角下，外需对中国制造总产出的比例高于简单的出口分析



Part II - 2

生活不只是眼前的苟且
还有诗和远方

- 2.1 国有经济布局
- 2.2 国有企业混改
- 2.3 自然垄断行业改革
- 2.4 非公有制经济高质量发展环境

二、坚持公有制为主体、多种所有经济共同发展，增强微观市场主体活力

三、夯实市场经济基础性制度，保障市场竞争公平竞争

- 3.1 完善产权制度
- 3.2 全面实施市场准入负面清单
- 3.3 公平竞争审查

四、构建更加完善的要素市场化配置体制机制，进一步激发全社会创造力和市场活力

- 4.1 更加完善的要素市场化配置体制
- 4.2 推进要素价格市场化改革
- 4.3 创新要素市场化配置方式
- 4.4 推进商品和服务市场提质增效

- 5.1 构建有效协调的宏观调控新机制
- 5.2 加快建立现代财税制度
- 5.3 强化货币政策、宏观审慎政策和金融监管协调
- 5.4 全面完善科技创新制度和组织体系
- 5.5 完善产业政策和区域政策体系

五、创新政府管理和服务方式，完善宏观经济治理体制

六、坚持和完善民生保障制度，促进社会公平正义

- 6.1 促进公平的收入分配
- 6.2 完善覆盖全民的社会保障体系
- 6.3 健全国家公共卫生应急管理体系

七、建设更高水平开放型经济新体制，以开放促改革促发展

- 7.1 以“一带一路”建设为重点构建对外开放新格局
- 7.2 加快自由贸易试验区、自由贸易港
- 7.3 健全高水平开放政策保障机制

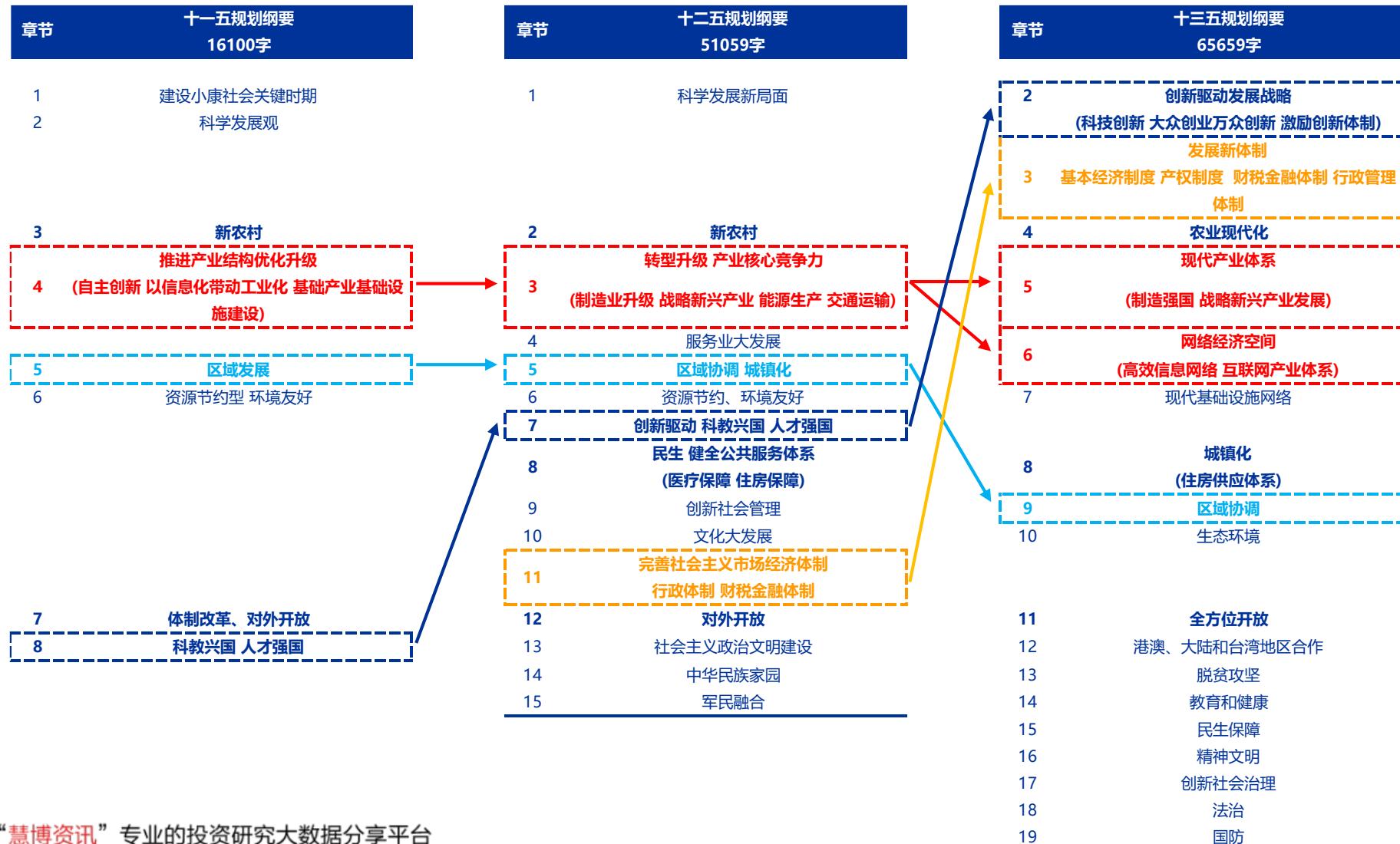
- 8.1 完善经济领域法律法规
- 8.2 健全执法司法保障机制
- 8.3 行政权力制约和监督机制

八、完善社会主义市场经济法律制度，强化法治保障

九、坚持和加强党的全面领导，确保改革举措有效实施

科技在历年规划中占比逐渐提升

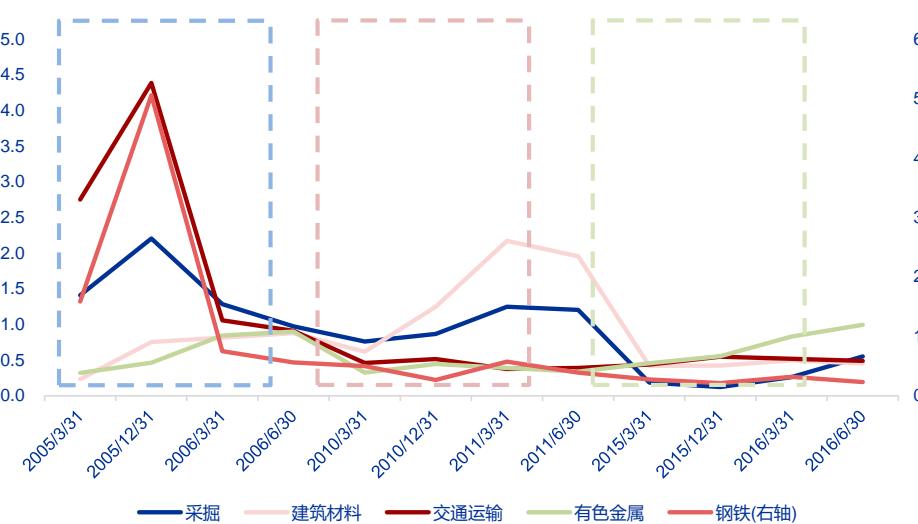
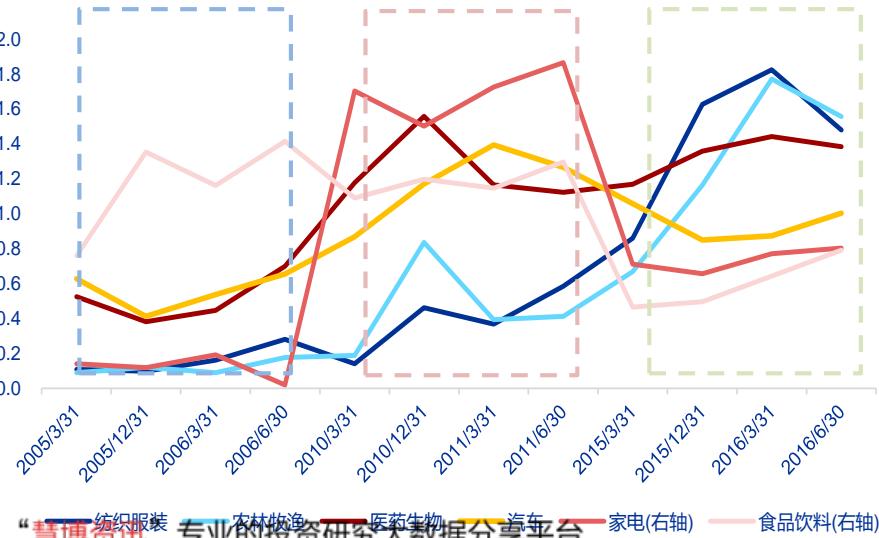
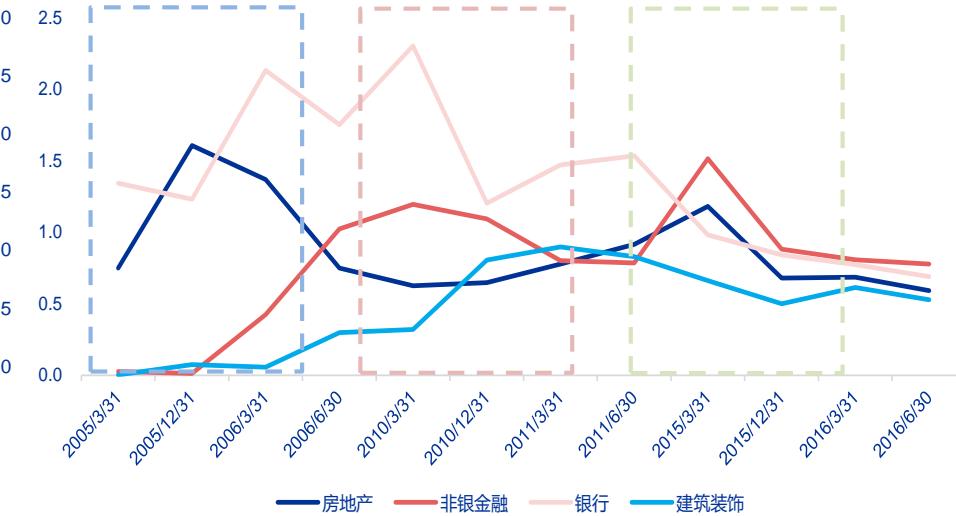
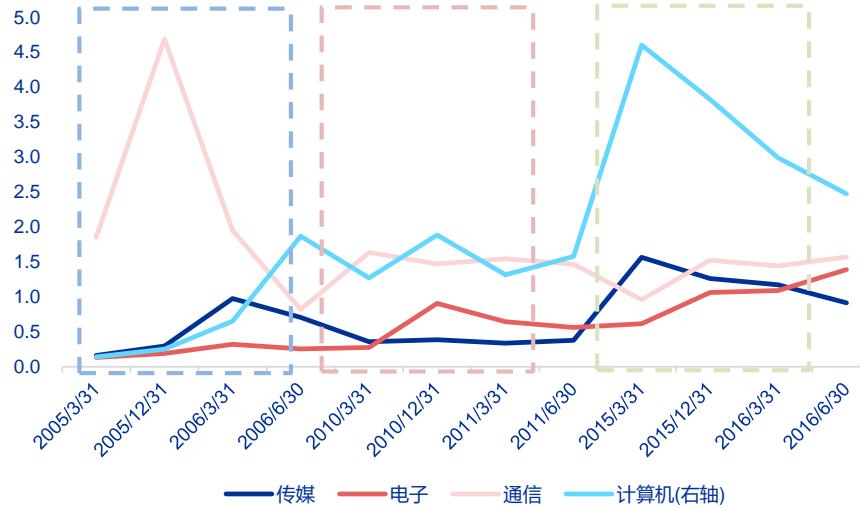
毫无疑问“十四五”规划科技创新和体制机制改革仍将是重头戏



五年规划中的“成长股”：周期 -> 消费 -> 科技



十一五、十二五、十三五规划期间大类行业公募基金配置系数变化



慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台

复盘2010：七大战略新兴产业，下一个“四万亿”？



两日内，温家宝接连主持三次战略性新兴产业发展座谈会，听取47名经济、科技专家对于战略性新兴产业的意见和建议。这是战略性新兴产业第一次正式进入舆论的视线。

温家宝在人民大会堂向首都科技界发表讲话《让科技引领中国可持续发展》，强调了科学选择战略性新兴产业的重要性。“选对了就能跨越发展，选错了将会贻误时机。”

战略性新兴产业领域确定工作逐步启动，当时初步确定的领域包括“新能源、节能环保、电动汽车、新材料、新医药、生物育种和信息产业”七大产业。

2009年9月22、23日

一份名为《国务院关于加快培育战略性新兴产业的决定》的文件就开始在多个部委及各地方发改委等相关部门广泛征求意见。

2009年11月3日

由国家发改委牵头的“加快培育战略性新兴产业研究部际小组”宣告成立，包括发改委、科技部、工信部、财政部等20个部委或单位负责人组成。

2009年底

温家宝作政府工作报告：国际金融危机正在催生新的科技革命和产业革命。**发展战略性新兴产业，抢占经济科技制高点，决定国家的未来，必须抓住机遇，明确重点，有所作为。**

2010年初

战略性新兴产业总体思路研究部际协调小组成员部委开始了全国调研。与此同时，战略性新兴产业规划文件起草组也相应成立。

2010年2月

国务院通过《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》。

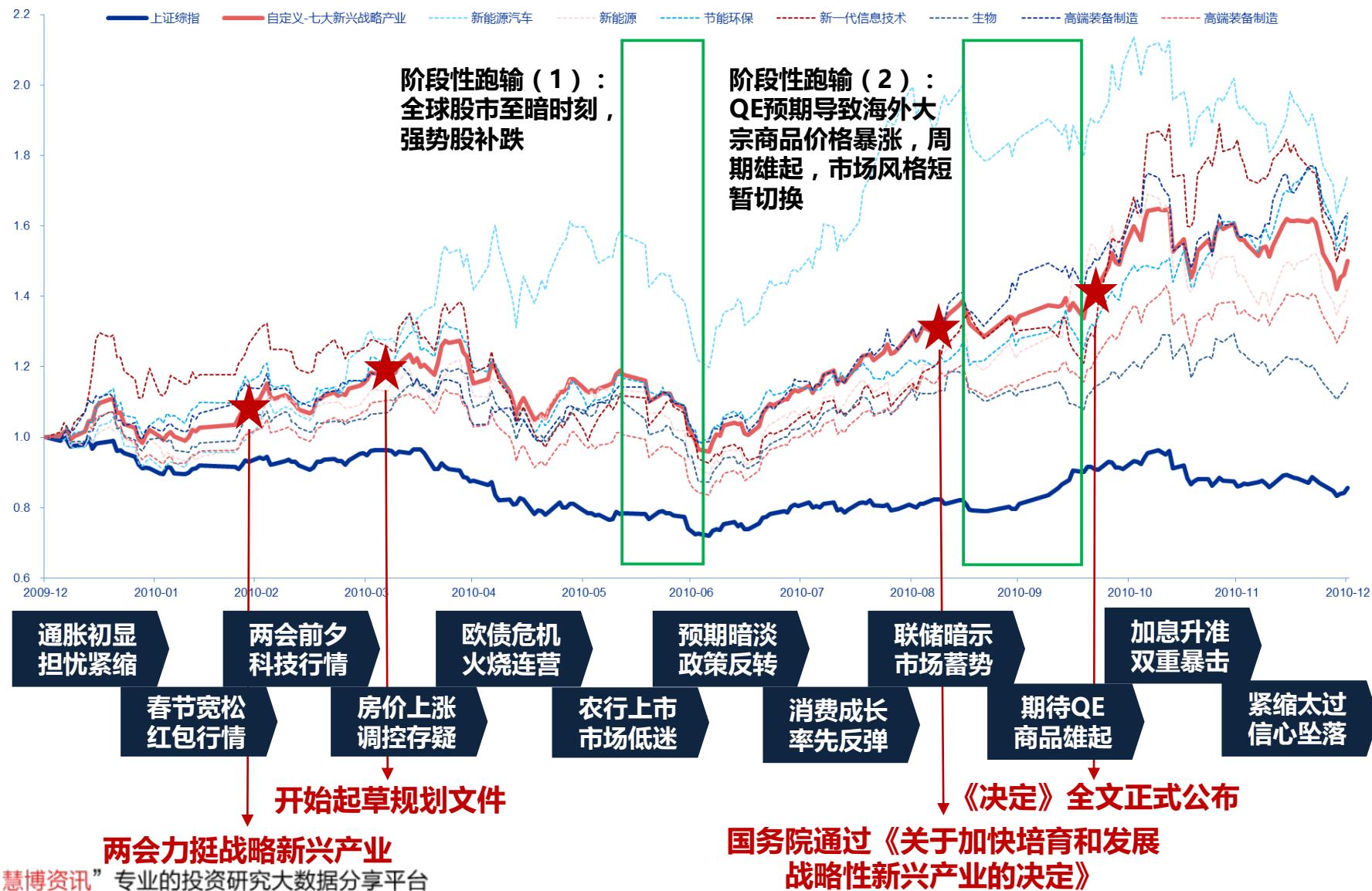
2010年3月5日

胡锦涛主持2010年中央经济工作会议：“坚持把经济结构战略性调整作为加快转变经济发展方式的主攻方向”。

2010年4月初

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

复盘2010：七大战略新兴产业，催化密集、反复表现



增量改革推动存量改革，资本要素市场化必经之路



创业板注册制整体沿用科创板制度创新。负面清单定位更具兼容性；上市标准多样化，高度灵活；涨跌幅放宽至20%，退市制度史上最严

科创板、创业板原制度及创业板注册制等制度细节对比

定位	主板、中小板	科创板	创业板原制度	创业板注册制	创业板注册制相对科创板制度	创业板注册制相对原创业板制度
	无	集中在新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保和生物医药等6大行业	无	主要是成长型创新创业企业，符合创新、创造和创意的大趋势，支持传统和新经济深度融合的企业	不同	不同
上市条件	主板、中小板 依法设立且合法存续的股份有限公司	科创板 依法设立且持续经营3年以上的股份有限公司	创业板原制度 依法设立且合法存续的股份有限公司	创业板注册制 依法设立且持续经营3年以上的股份有限公司	相同	不同
主体资格						
财务要求	发行人应当符合下列条件： (1)最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据； (2)最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元；或者最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元； (3)发行前股本总额不少于人民币3000万元； (4)最近一期未无形资产(扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权后)占净资产的比例不高于20%； (5)最近一期末不存在未弥补亏损。	发行人申请在上交所科创板上市，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项： (1)预计市值不低于人民币10亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币5000万元，或者预计市值不低于人民币10亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元； (2)预计市值不低于人民币15亿元，最近一年营业收入不低于人民币2亿元，且最近三年研发投入合计占最近三年营业收入的比例不低于15%； (3)预计市值不低于人民币20亿元，最近一年营业收入不低于人民币3亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币1亿元； (4)预计市值不低于人民币30亿元，且最近一年营业收入不低于人民币3亿元； (5)预计市值不低于人民币40亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件	发行人应当符合下列条件之一： (1)最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于1000万元； (2)最近一年盈利，最近一年营业收入不少于五千万元。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据； (3)预计市值不低于人民币50亿元，且最近一年营业收入不低于人民币3亿元。	发行人应当符合下列条件之一： (1)最近两年净利润均为正，且累计净利润不低于人民币5000万元； (2)预计市值不低于人民币10亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元； (3)预计市值不低于人民币50亿元，且最近一年营业收入不低于人民币3亿元。	差异化制度安排，各有所长	弱化盈利目标，引入市值标准，保留传统财务指标
表决权要求	同股同权	允许设置差异化表决权	同股同权	允许设置差异化表决权	相同	新增
交易制度	主板 竞价交易制度	科创板 竞价交易制度	创业板原制度 竞价交易制度	创业板注册制 竞价交易制度	相同	相同
投资者适当性	无要求；沪伦通要求持有金融资产大于300万	个人证券账户及资金账户资产不低于人民币50万元，并参与证券交易满24个月；	具备24个月的A股交易经验	新增创业板个人投资者须满足前20个交易日日均资产不低于10万元，且具备24个月的A股交易经验的门槛。	门槛更低	门槛更高
涨跌幅限制	涨跌幅限制：10%	涨跌幅限制：20%	涨跌幅限制：10%	涨跌幅限制：20%；特别是存量公司日涨跌幅同步由10%扩至20%	相同	放松
盘后交易制度	无	盘后定价交易：按照时间优先顺序对收盘定价申报进行撮合，并以当日收盘价成交的交易方式。	无	盘后定价交易：收盘后按照时间优先的原则，以当日收盘价对盘后定价买卖申报逐笔连续撮合	相同	新增
融资融券	融资融券标的有严格限制	科创板标的的上市首日即可作为融资融券标的	融资融券标的有严格限制	创业板新增标的的上市首日即可作为融资融券标的	相同	放松
申报数量	应为100股或其整数倍，单笔申报最大数量应不超过100万股，卖出时余额不足100股的部分应当一次性申报卖出	单笔申报数量应不小于200股，可按1股为单位进行递增。市价订单单笔申报最大数量为5万股，限价订单单笔申报最大数量为10万股	应为100股或其整数倍，单笔申报最大数量应不超过100万股，卖出时余额不足100股的部分应当一次性申报卖出	市价订单单笔申报最大数量为5万股，限价订单单笔申报最大数量为10万股	相同	新增
退市制度	主板	科创板	创业板原制度	创业板注册制	相同	
退市环节	退市流程包括从退市警示—暂停上市—终止上市—进入退市整理期等环节	无暂停上市和恢复上市环节	退市流程包括从暂停上市—终止上市—进入退市整理期等环节	无暂停上市和恢复上市环节	相同	精简退市程序
财务退市：净利润及营业收入择一即可	1)最近两个会计年度经审计的净利润连续为负值；或者被追溯重述后连续为负值； 2)最近一个会计年度经审计的营业收入低于1000万元；或者被追溯重述后低于1000万元；	最近一个会计年度经审计的扣除非经常性损益之前或者之后的净利润(含被追溯重述)为负值，且最近一个会计年度经审计的营业收入(含被追溯重述)低于1亿元	1)公司连续两年亏损的，在披露其后首个半年度报告时； 2)因财务会计报告存在重要的前期差错或者虚假记载，须对以前年度财务会计报告存在重要的前期差错或者虚假记载，须对以年度会计报告进行追溯调整的，在知悉追溯调整导致最近三年连续亏损时；	最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于一亿元，或者因财务会计报告存在重要的前期差错或者虚假记载，须对以前年度财务会计报告存在重要的前期差错或者虚假记载，须对以年度会计报告进行追溯调整的，在知悉追溯调整导致最近三年连续亏损时；	相同	退市时间缩短
交易性退市	通过本所交易系统连续120个交易日实现的累计股票成交量低于500万股	连续120个交易日实现的累计股票成交量低于200万股	连续120个交易日通过本所交易系统实现的累计成交量低于100万股	连续120个交易日通过本所交易系统实现的股票累计成交量低于200万股；	相同	更严格
	连续20个交易日的每日股票收盘价均低于股票面值	连续20个交易日股票收盘价低于股票面值	连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值	连续二十个交易日每日股票收盘价均低于每股面值；	相同	相同
	连续20个交易日每日均低于2000人；	连续20个交易日股东数量低于400人	股东数量少于200人	连续二十个交易日每日公司股东人数均少于400人；	相同	更严格
	连续20个交易日股票市值均低于3亿元	连续20个交易日股票市值均低于5亿元		连续二十个交易日每日股票收盘市盈率均低于5倍；	相同	新增

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

■ 创业板注册制首批上市时间可能在8-10月

- 首先，技术系统调整和全网测试时间要求相对刚性，科创板经验推算可能在8-9月
- 其次，从投行角度，仍有制度细节需明确，投行预计最早8月实现首批上市
- 关注敏感时间点：7月22日是科创板开市一周年，10月30日是创业板开市11周年

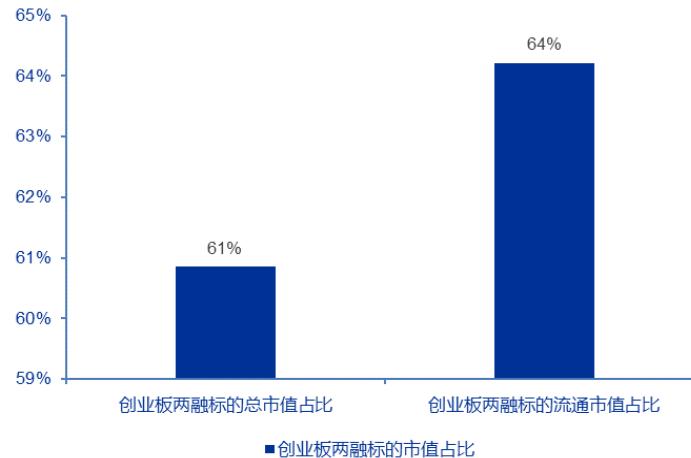
■ 存量产品制度及时调整，增量产品设计可以围绕打新、负面清单管理和波动率产品等三大方向展开



创业板存量杠杆的结构特征较为显著，需重点关注

- 创业板存量杠杆主要是两融和股权质押，其中两融市值覆盖率达64%
- 创业板杠杆集中在传媒、医药生物、计算机、通信和电气设备等五大行业
 - 这五大行业的创业板股权质押市值占比较高，创业板两融标的占全市场行业流通市值比例也相对比较靠前

创业板两融标的市值覆盖率达到64%

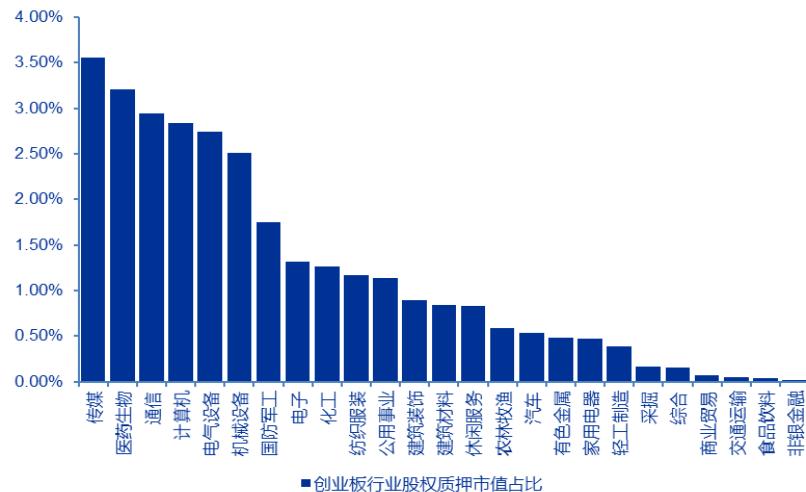


“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

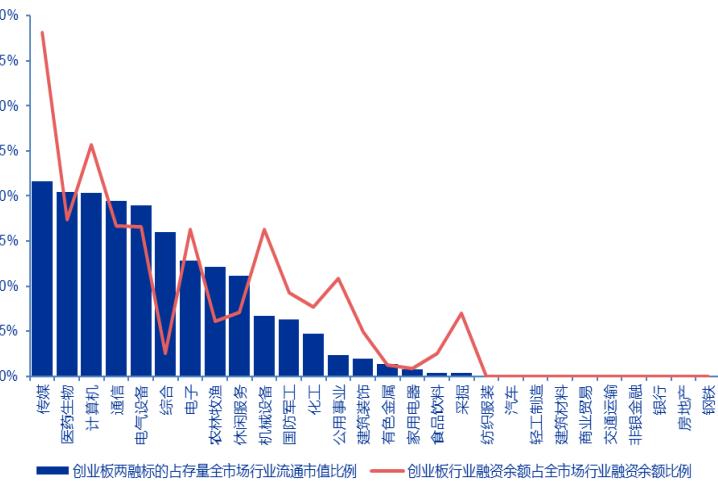
www.swsresearch.com hibor.com.cn

资料来源：Wind，申万宏源研究

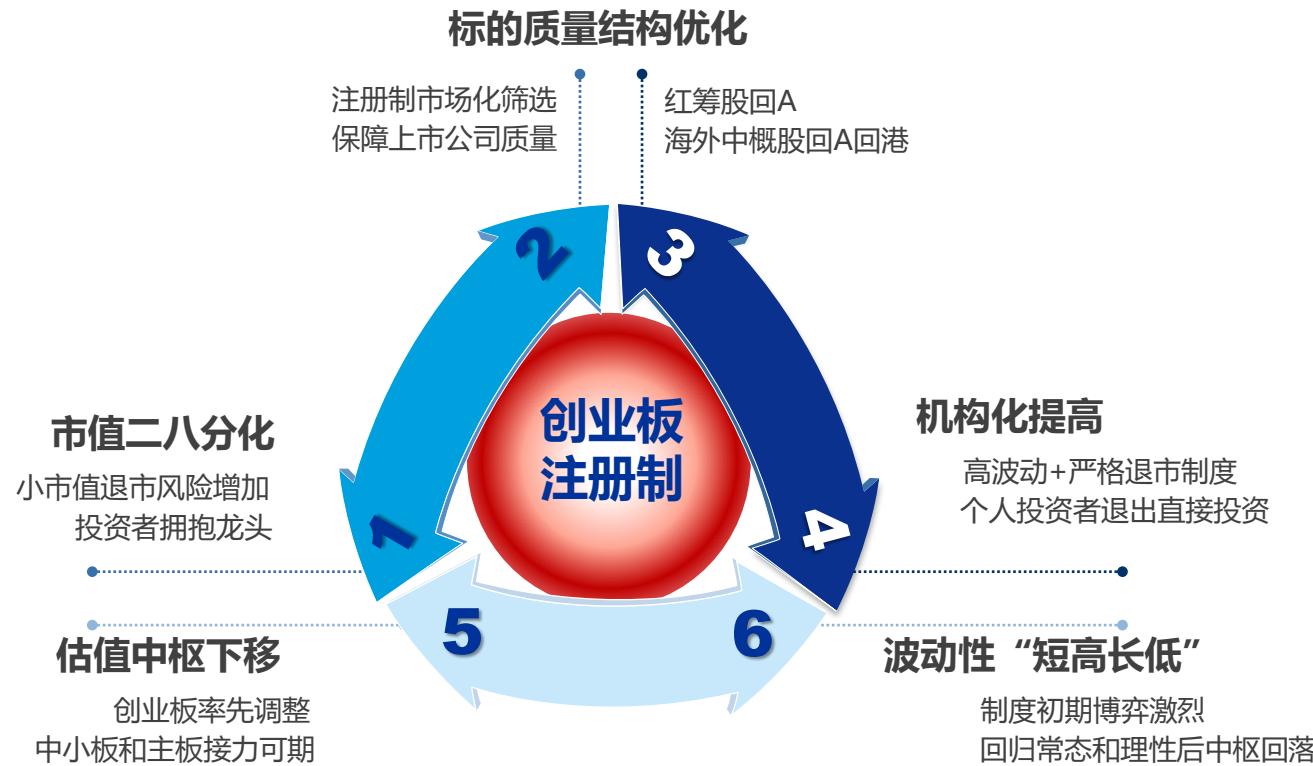
创业板股权质押市值占比较高行业分布



创业板两融标的占全市场行业流通市值较高的行业分布



- 创业板注册制将带来市场结构的中长期变化，标的质量结构、市值结构、估值中枢、投资者结构和波动性等中长期将迎来显著变化



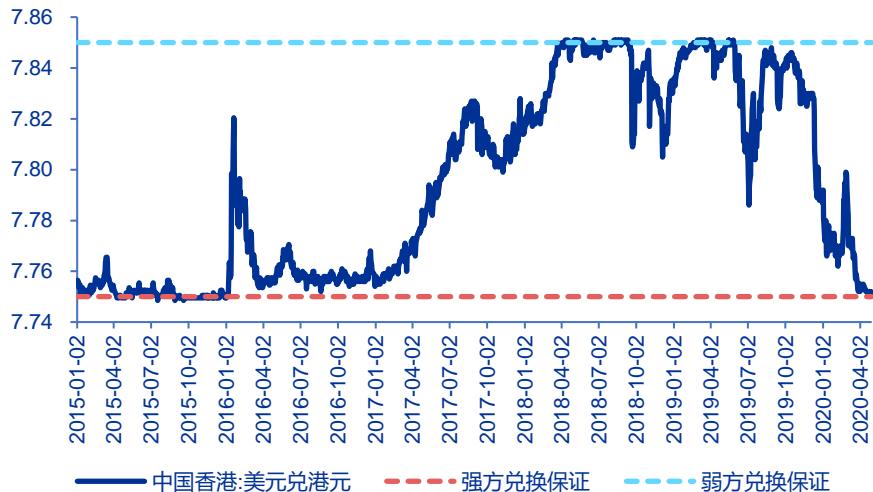
后续政策验证重点：政治局常委会议 + 金稳会



时间	召开会议	1/7	1/20	1/21	1/22	1/23	2/3	2/4	2/5
疫情后第一、二周	政治局常委会议					生命安全和身体健康第一	加大科研攻关力度		
	金融委会议	会议召开后中美第一阶段贸易协议签订							
	政治局会议								
	国常会				“部署疫情防控工作，有力有效遏制”			医疗物资和生活必需品保障	
疫情后第三、四周	政治局常委会议	2/6	2/7	2/10	2/11	2/12	2/13	2/14	2/17
	政治局会议					努力实现各项目标任务			
	国常会								
		2/18	2/20	2/21	2/23	2/24	2/25	2/26	2/27
疫情后第五周	政治局常委会议							精准稳妥推进复工复产	
	政治局会议				17万人电视电话会议				
	国常会	部署不误农时切实抓好春季农业生产					稳定就业		
		3/1	3/2	3/3	3/4	3/5	3/6	3/9	3/10
疫情后第六周	政治局常委会议				复工复产与扩大内需结合起，市场关注所提新基建				
	政治局会议								
	国常会			疫情”六稳“全面部署					
		3/16	3/27	3/18	3/20	3/22	3/23	3/24	3/26
疫情后第七、八周	政治局常委会议				要清醒看到国内外疫情形势的复杂性和严峻性				
	政治局会议								
	国常会	务工人员尽快返岗，必须把稳就业放首位				通过线上最大限度减少损失			
		3/29	3/31	4/2	4/7	4/8	4/10	4/12	4/15
疫情后第九、十周	政治局常委会议				做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备				
	金融委会议				截止4-7，中间共召开10次会议				
	政治局会议						为创业板注册制准备		
	国常会								
疫情后第十、十一周	政治局常委会议				要进一步增加地方政府专项债规模				
	金融委会议								
	全面深化改革会议								
	政治局会议				创业板注册制通过				
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台	中美贸易扰动	“六稳六保”				特朗普表示：可以加征关税惩罚中国			
							美国全面限制华为采购美国软件和技术生产半导体		
								两会召开	

- 尽管有逆全球化的扰动，但不必怀疑，举国体制防疫成功为中国制造赢得了机遇，也为中国资本市场赢得了机遇
- 2015年10月后，2020年4月21日强方兑换保证首次被触发
 - 2005年，中国香港的联系汇率制度增加强方兑换保证(1美元兑7.75港元)和弱方兑换保证(1美元兑7.85港元)，并承诺只要触及区间的任何一边，金管局会入市干预

港币近期多次触及强方兑换保证



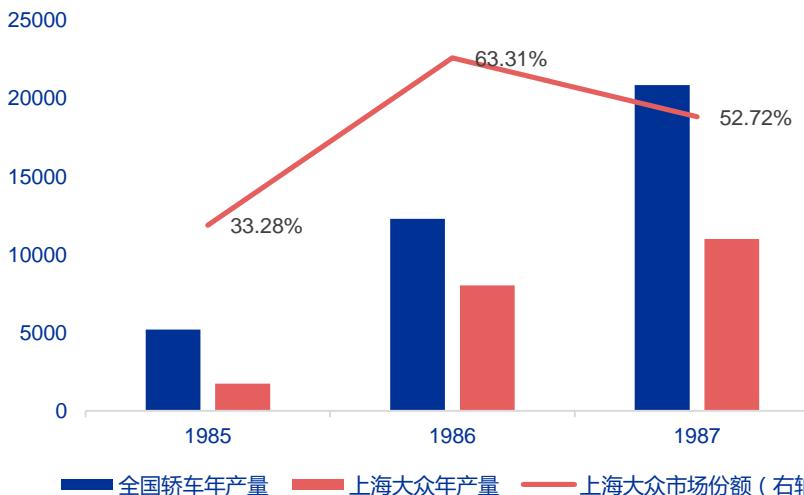
中国香港和美国利差创近15年最大



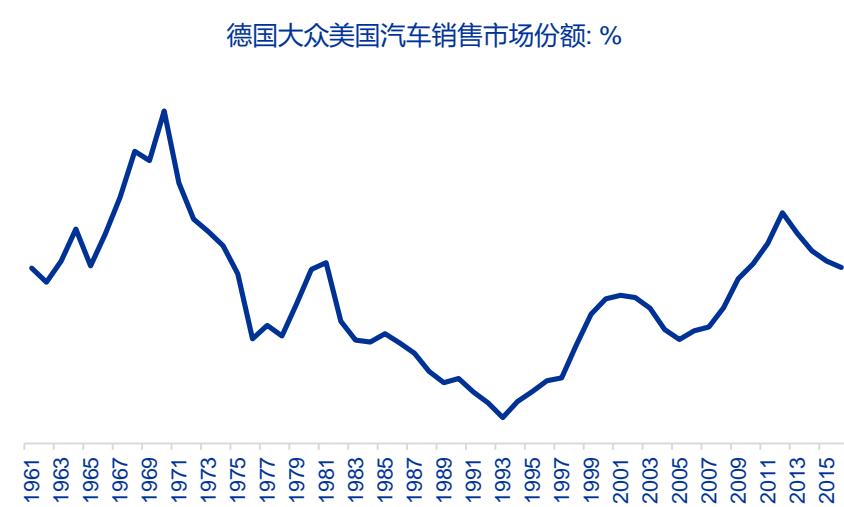
- 4月9日，中共中央国务院关于构建更加完善的要素市场化配置机制体制的意见发布，强调稳步推进人民币国际化和人民币资本项目可兑换
- 4月14日，媒体报道，央行数字货币DCEP在中国农业银行开始内测，首批试点地区为深圳、雄安、成都、苏州，目前只有白名单用户才能注册使用
- 4月21日，港元在中国香港交易时段触发了联系汇率机制下7.75港元兑1美元的强方兑换保证。这是2015年10月后，强方兑换保证首次被触发
- 5月14日，关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见出炉。支持粤港澳大湾区内地金融租赁公司、汽车金融公司、证券公司、基金管理公司、期货公司、保险公司等机构按规定在开展跨境融资、跨境担保、跨境资产转让等业务时使用人民币进行计价结算。研究设立广州期货交易所
- 5月19日，宝钢股份与澳大利亚力拓集团完成首单利用区块链技术实现的人民币跨境结算，总金额逾1亿元。这是宝钢股份继今年1月和4月分别与巴西淡水河谷、澳大利亚必和必拓完成首单人民币跨境结算后的又一新进展

- 78年改革开放提出后，上海大众成为中国轿车合资第一个吃螃蟹的企业，随后，上海市市长江泽民宣布“汽车是上海的第一支柱产业”
- “我们大概花了10年左右时间才完成了桑塔纳国产化工作。这为后来的整车生产打好了基础，后来其他汽车厂商来到中国后，发现很多问题都解决了，700多家零部件供货商是中国汽车工业的基础” ——张綏新

80年代德国大众在中国市场份额高达63.31%



70年代开始德国大众在美国市场份额持续下滑



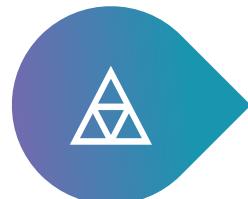
资料来源：《汽车工业发展》 CEIC 申万宏源研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

- 上海市明确表示总结特斯拉超级工厂项目成功经验，实现复制一批特斯拉项目，让特斯拉速度成为上海速度
- 上海《关于加快特色产业园区建设促进产业投资的若干政策措施》：四个1000亿

先导产业基金

三大产业领域：集成电路
人工智能、生物医药



园区二次开发基金

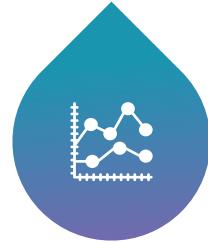
推动园区转型升级



上海 四个1000亿

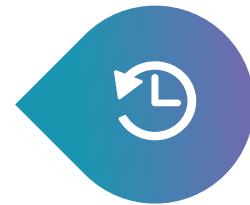
先进制造业 中长期信贷专项资金

中长期低息贷款政策从集成电路扩
大至人工智能、生物医药等领域



新基建信贷优惠专项

新网络、新设施、新平台、
新终端等

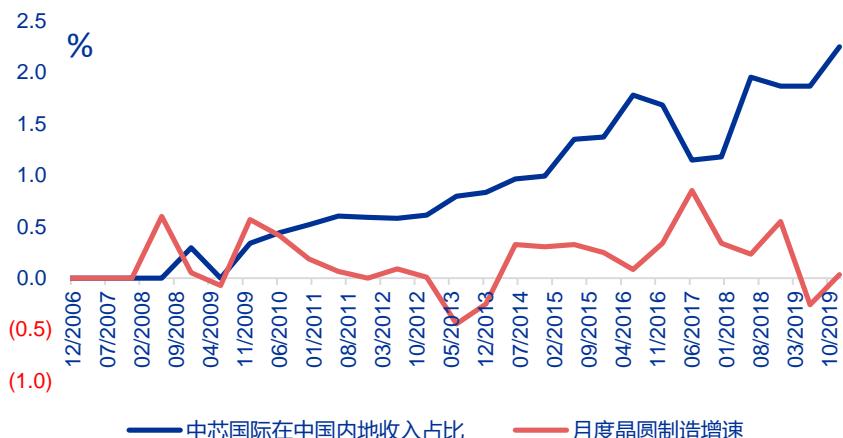


中国对世界发出的邀请函不会停止



- 2019年尽管历尽海外不确定性
- 但是中国对外开放的程度更深
- 2019年全球数控机床龙头日本发那科和中国企业签约

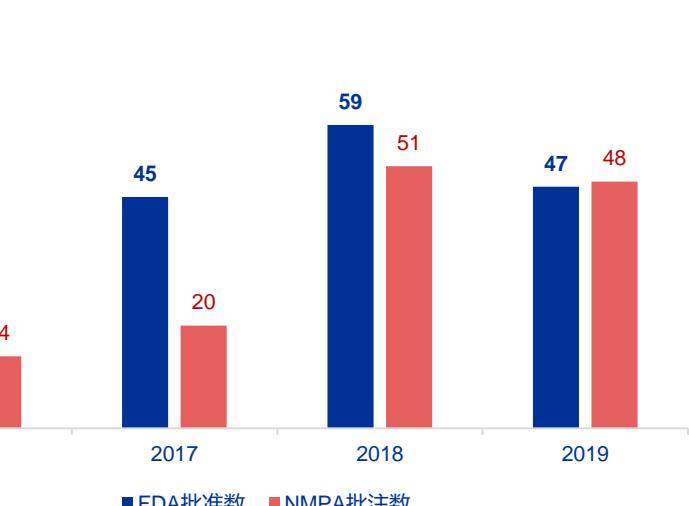
中芯国际在中国内地营收占比再创新高



2019年全球数控机床龙头日本发那科和中国企业签约

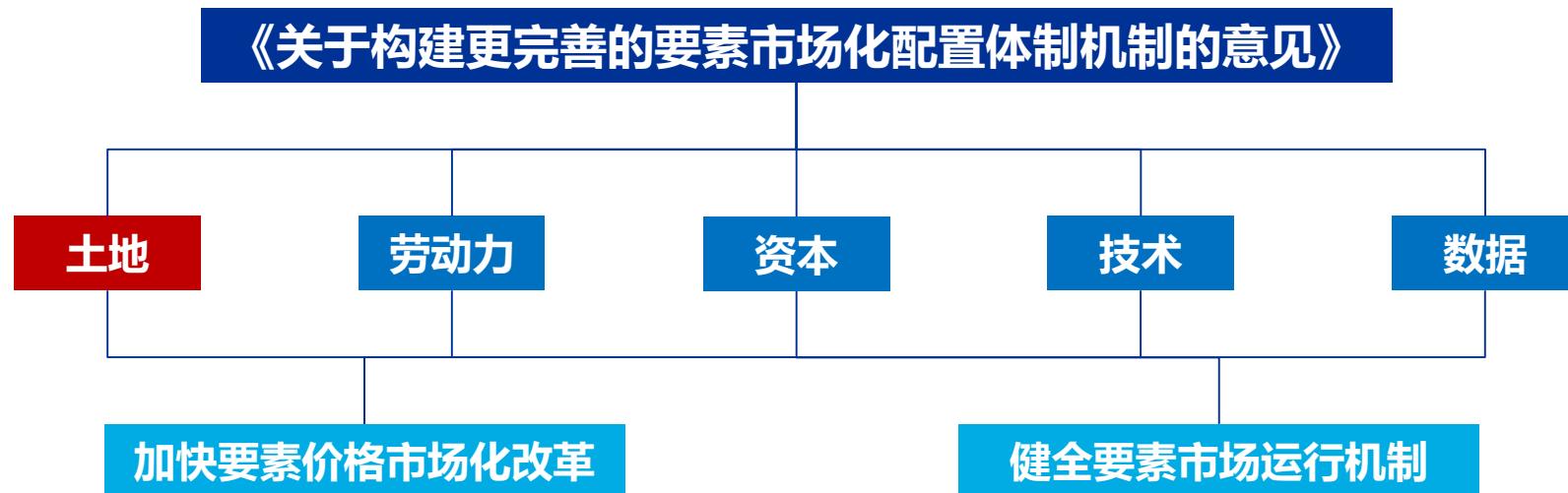


中国创新药审批在2019年超过美国



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

- 2020年4月9日，中共中央、国务院发布了《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，对土地、劳动力、资本、技术、数据这5个生产要素的市场化配置改革提出纲领性的建议
 - 在疫情背景下，经济下滑压力增大，倒逼改革加速
 - 该文件的重要性直追2013年11月十八届三中全会通过的《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，可被视作未来一个时期的改革地图
 - **土地改革位列第一款，重要性不言而喻**





■ 征地制度改革（A）的内容：

- 第一，明确何为“公共利益”：各地方根据当地实际，编制“征地目录”。明确什么土地在什么情况下可以征收，其余的一律不行。
- 第二，规范流程管理：比如进行土地用途公示，规范确定补偿款等。

■ 核心达到一个目的：能不通过征地解决问题的，就不要征地！

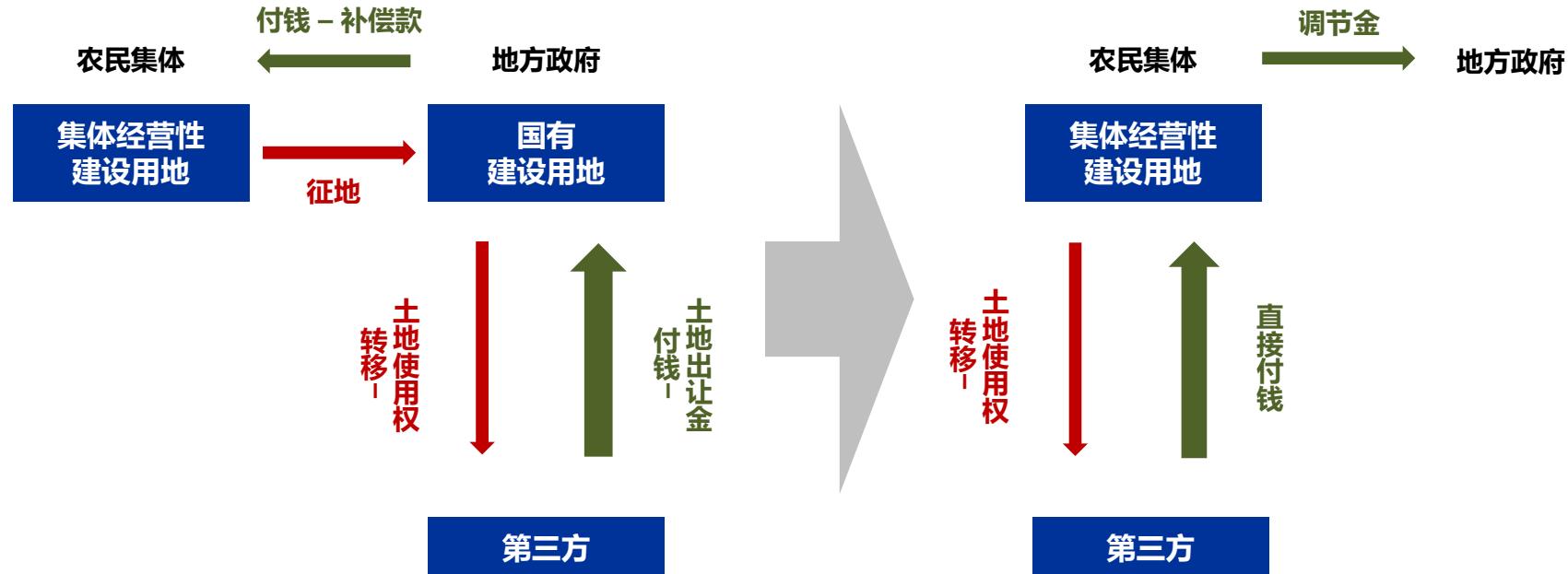
- 试点始于2015年，经过5年的实践已形成完善经营，本次《要素市场化配置文件》提出“全面推开农村土地征收制度改革”，未来必将使得全国范围内的征地数量边际下降。
- 那么，产生了一个问题：征地数量少了，企业用地需求怎么满足呢？这就需要“三块地”改革的“第二块地”：集体经营性建设用地入市（B）。

■ 打通农民和企业之间交易的渠道

- 农民有地，企业要地，那么就一手交钱一交地

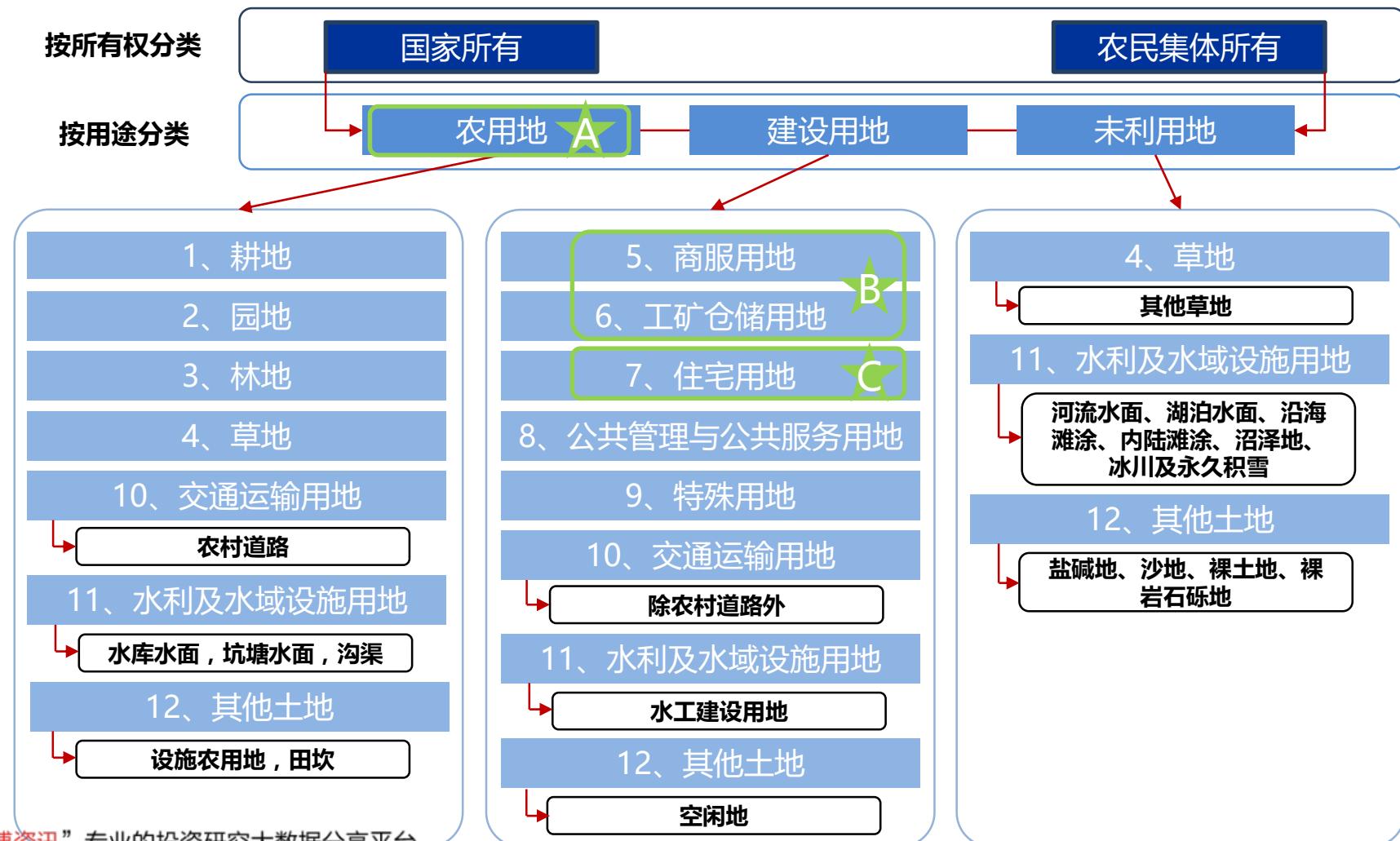
■ 在新的制度下，建设用地供应市场上，多了“农民集体”这个新的供给者

- 也就是自十八届三中全会以来，文件中一直说的：“建立健全城乡统一的建设用地市场”



“集体经营性建设用地”包括商服、工矿仓储用地

“集体经营性建设用地” 范围 (B)



■ 自2015年以来，“集体经营性建设用地入市”在全国33个县进行试点，受到基层的大力拥护

- 举例：镇上有一块地荒了10多年。按照当地的土地规划，这是一块“商服用地”，也就是用作商业和服务业，但是当地村集体没有能力或意愿来开发这块地。另外有一家企业看中，准备用来建个商场，但是在之前的制度下，这块地是没法给企业用的，而且市里也没有关注，所以一直也没来征收，这地就一直荒废着
- 现告知农民，可以把这块地卖给企业，出让所得均分，而且几年之后商场建好，居民逛街消费有了去处，从居民的角度，大力支持的可能性比较高

■ 截止2018年底，集体经营性建设用地已入市地块1万余宗，面积9万余亩，总价款约257亿元，收取调节金28.6亿元

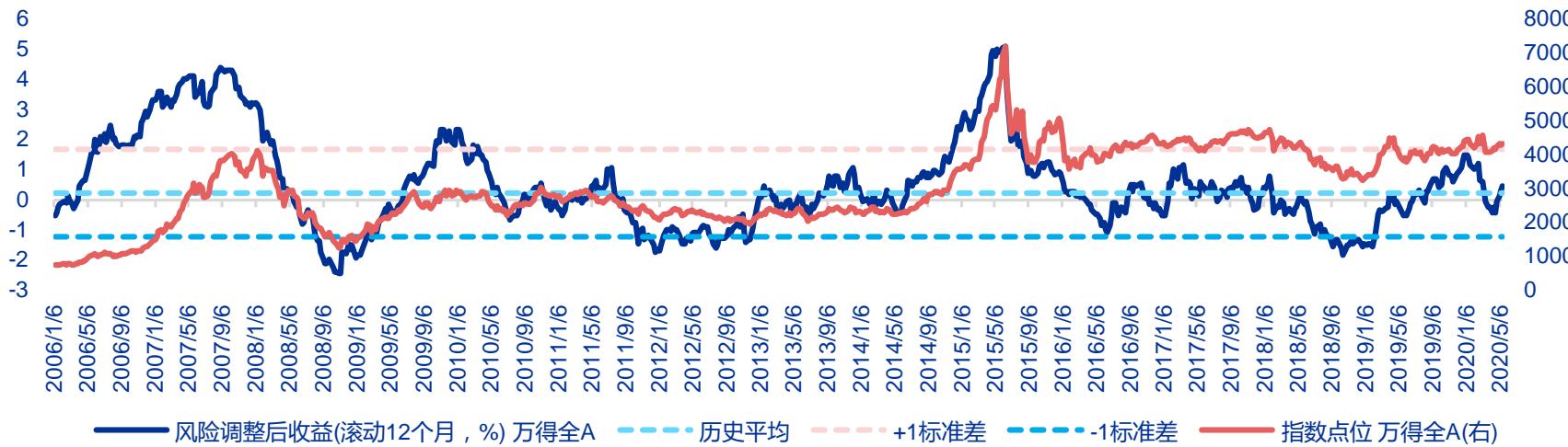
- 根据此数据可大致算得出让均价为28.5万/亩；总体收取调节金比例约为总价的11.1%。根据自然资源部《2017年中国土地矿产海洋资源统计公报》，全国集体经营性建设用地规模在5000万亩以上，那么按照上述均价入市的总金额达到了惊人的14.25万亿

Part III

大势研判结论：我们开始期待牛市

大病初愈：期待未来，敬畏未来

牛市生于绝境，这是我们2019年底不谈牛市的重要原因；2020年若有二次出清，可能就是牛市之始！



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

- 居民部门储蓄率可以转化为消费和房地产的增量需求，也可以转化为资产配置的增量需求
- 新冠肺炎疫情并未阻碍爆款基金密集出现，居民资产配置需求正在释放，A股增量博弈潜力客观存在，牛市正在筑基

新冠肺炎疫情并未阻碍爆款基金密集出现，居民资产配置需求正在释放

证券代码	未成立-证券简称	发行日期	发行总份额(亿份)	基金成立日	基金经理	投资类型
009341.OF	易方达均衡成长	2020-05-20			陈皓	普通股票型
009391.OF	汇添富优质成长	2020-05-18			杨瑨	偏股混合型
009364.OF	工银科技创新6个月	2020-05-07			赵蓓,张继圣	偏股混合型
证券代码	未成立-证券简称	发行日期	发行总份额(亿份)	基金成立日	基金经理	投资类型
009331.OF	鹏华成长价值	2020-04-27	59.8382	2020-05-18	王宗合	偏股混合型
009190.OF	景顺长城核心优选一年	2020-04-17	41.6358	2020-05-08	余广	偏股混合型
009265.OF	易方达消费精选	2020-04-08	79.1475	2020-04-13	萧楠	普通股票型
008065.OF	汇添富中盘积极成长	2020-03-09	125.9350	2020-03-13	郑磊	偏股混合型
009014.OF	泓德睿泽	2020-02-28	49.4117	2020-03-04	秦毅	偏股混合型
008297.OF	广发价值优势	2020-02-27	98.2064	2020-03-02	王明旭	偏股混合型
008174.OF	国泰蓝筹精选	2020-02-24	47.5623	2020-02-27	李恒	偏股混合型
008955.OF	交银创新领航	2020-02-24	49.4320	2020-02-27	郭斐	偏股混合型
008958.OF	嘉实回报精选	2020-02-24	58.8838	2020-03-06	常蓁	普通股票型
008286.OF	易方达研究精选	2020-02-19	165.8939	2020-02-21	冯波	普通股票型

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

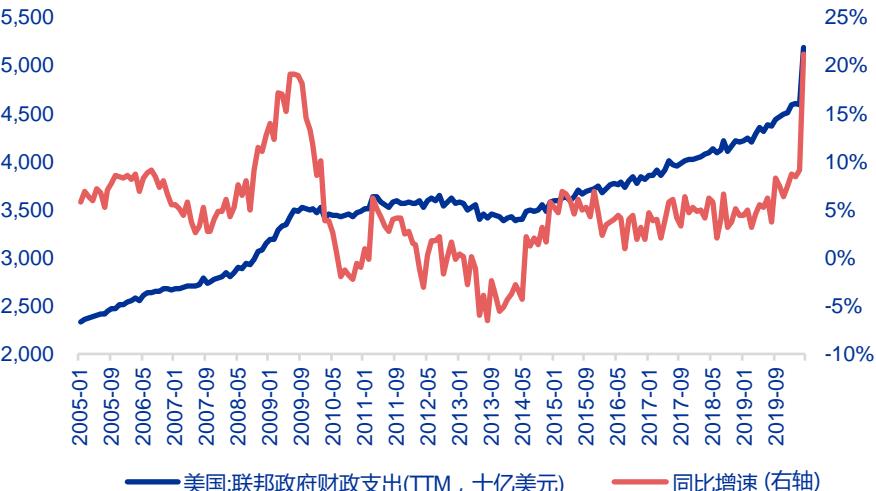
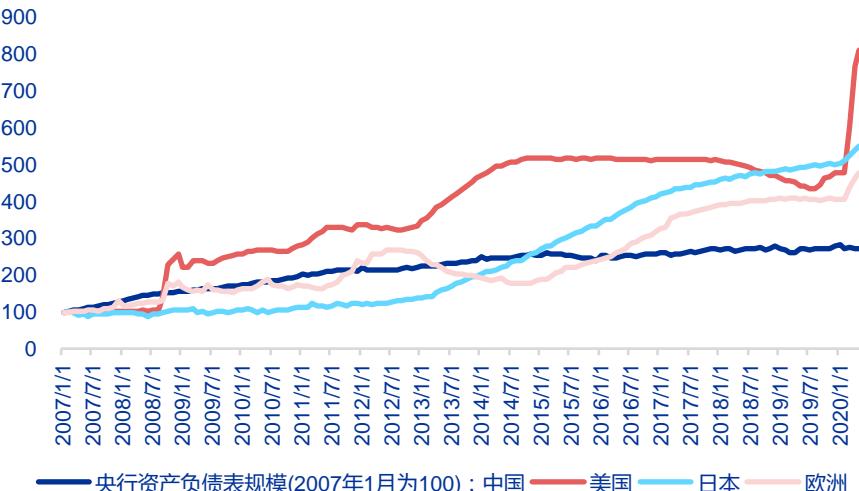
■ Life Always Finds Its Way Out , 年年困难年年过 ! 2020年可能是历史特别困难的年份之一 , 过去三年可能都是历史比较困难的年份

Life Always Finds Its Way Out , 年年困难年年过

年份	事件	年份	事件
1997	★ 邓小平逝世	2009	★ 7月5日新疆乌鲁木齐市发生打砸抢烧严重暴力犯罪事件
1998	★ 南方特大洪灾	2010	★ 4月青海省玉树7.1级地震最高震级 ★ 8月7日 , 舟曲特大泥石流
1999	★ 3月24日北约轰炸南联盟	2011	★ 723中国动车事故 ★ 8月7日双汇瘦肉精事件爆发
2000	★ 纳斯达克互联网泡沫破裂	2012	★ 北京遭遇特大暴雨山洪泥石流灾害
2001	★ 4月1日中美南海撞机事件 ★ 911恐怖袭击事件	2013	★ 中东部地区大范围雾霾天气 ★ 黄浦江上游水域漂浮死猪事件
2003	★ 非典型肺炎疫情中国蔓延 ★ 3月20日美英联军入侵伊拉克	2014	★ 3月1日云南昆明火车站新疆分裂势力严重暴力恐怖事件 ★ 9月28日中国香港“占领中环”非法集会
2004	★ 2004年岁末印度洋地震引发的大海啸 ,	2015	★ 2014年12月31日晚上海外滩踩踏事件造成36人死亡49人受伤 ★ 股市异常波动
2005	★ 全球禽流感疫情出现迅速蔓延	2016	★ 特朗普获选美国总统 ★ 脱欧公投
2006	★ 苏丹红事件全国全面爆发	2017	★ 6月资金断裂 , 贾跃亭出走美国 ★ 特朗普签署退出跨太平洋伙伴关系协定(TPP)行政令
2007	★ 2007年4月4日 , 新世纪金融公司申请破产保护 , 次贷危机酝酿中	2018	★ 2018年3月美国总统特朗普签署启动301调查 , 开启中美贸易摩擦 ★ 5月长生生物疫苗事件爆发
2008	★ 2008年3月贝尔斯登破产 , 全球金融危机爆发 ★ 5·12四川汶川发生特大地震 ★ 年初中国南方发生特大冰冻灾害 ★ 三鹿受污染奶粉掀开奶业危机 ★ 甲型H1N1流感全球爆发	2019	★ 中美贸易摩擦延续 , 华为被纳入出口管制的“实体清单” ★ 12月20日 英国通过约翰逊政府的脱欧协议法案
		2020	★ 全球新冠肺炎疫情爆发

- 全球都是“大病初愈”的阶段，在中短期政策空间明显压缩后，全球抵御新一轮冲击的能力势必受到影响，大病初愈，风寒亦伤身
- 真正的下行风险往往来自不可知的区域，所以我们期待未来，也敬畏未来。但不要因为不可研究、不可知的未来停下脚步，正是我们强调战术配置的原因，至少我们可以期待下半年有一波“非常像牛市”的大反弹

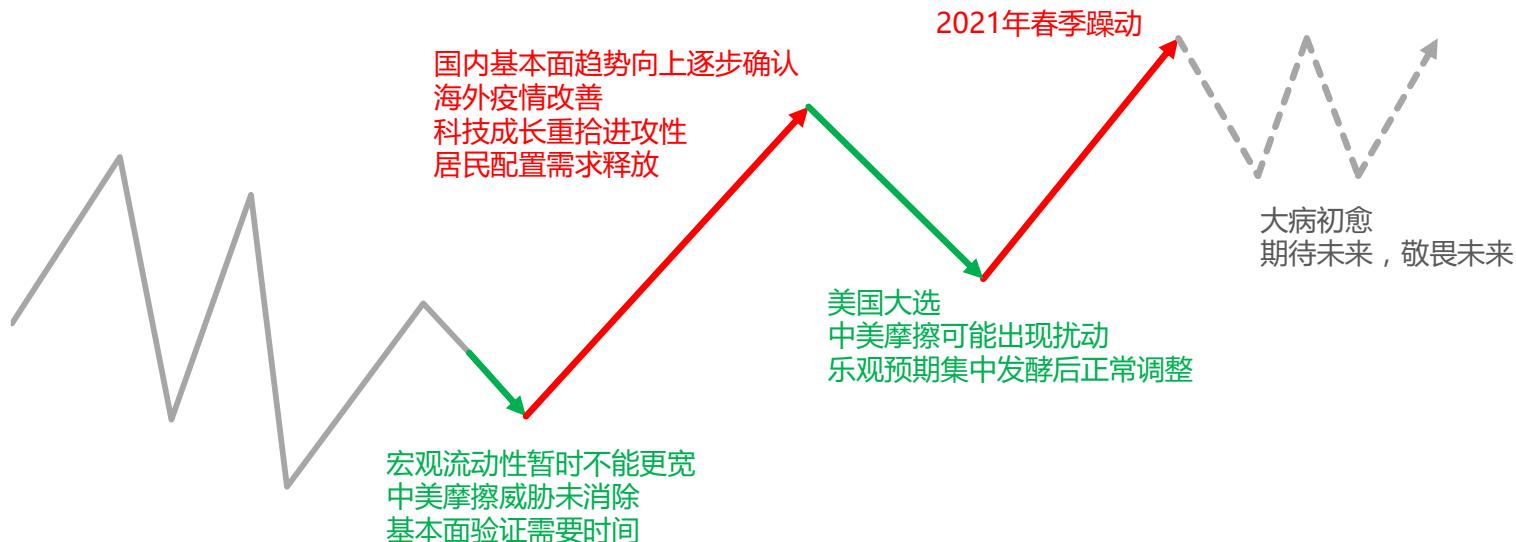
中短期政策空间明显压缩，全球抵御新一轮冲击的能力势必受到影响



■ 我们开始期待牛市，下半年逐步转向战略乐观，至少可以期待一波“非常像牛市”的大反弹

- (1) 下半年A股基本面趋势向上有望得到确认，新周期开启预期可能阶段性发酵
- (2) 科技成长重拾进攻性，基本面触底，“十四五”规划和创业板注册制落地
- (3) 新冠肺炎疫情下更彻底出清，牛市生于绝境；居民储蓄率上升，配置需求释放

牛市生于绝境，下半年逐步转向战略乐观



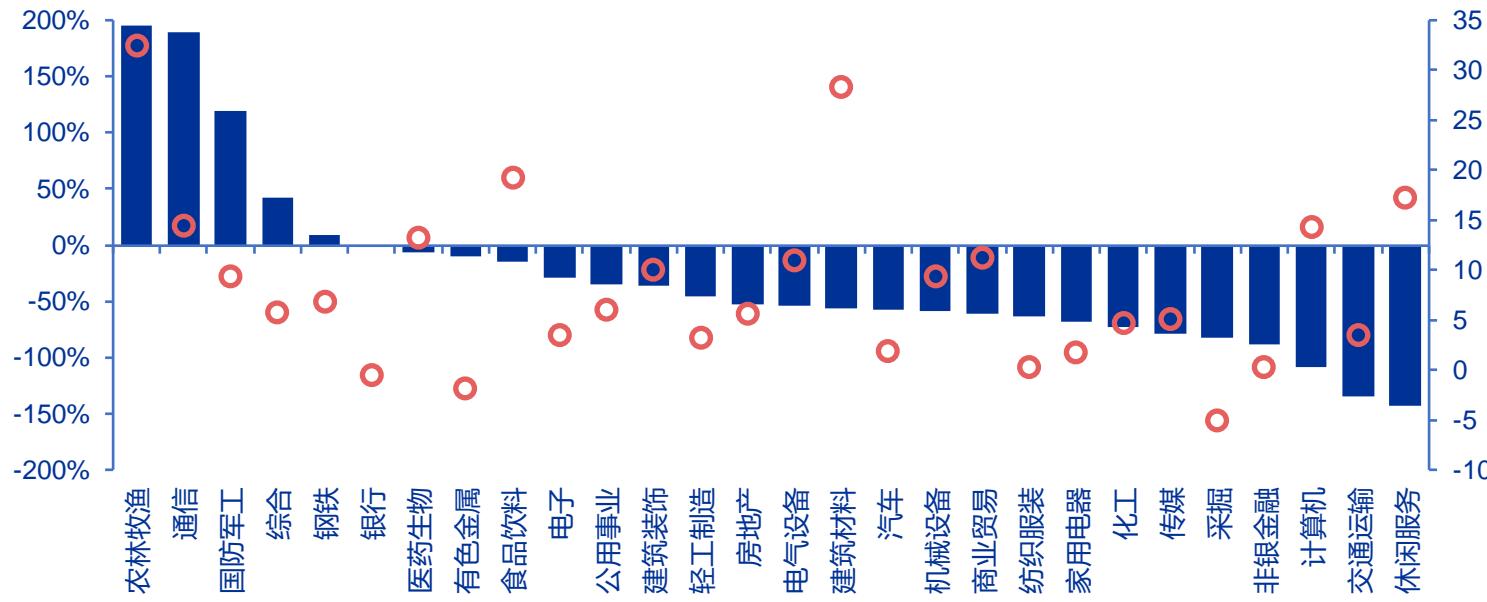
Part IV

“去日可追” 战术机动

“来日可期” 底仓配置

- 1. 相对业绩趋势占优：农林牧渔、通信、国防军工、医药生物、食品饮料
- 2. 竞争格局优化、龙头溢价(来日可期)：医药生物、食品饮料、建筑材料、机械设备、休闲服务
- 3. 需求回补预期和基本面触底(去日可追)：建筑装饰、电气设备、机械设备、计算机、商业贸易、休闲服务

三类资产的一季报期相对收益显著



两会主题投资机会复盘：功夫在两会后



■ 两会政策类主题：多数第一波行情已过，两会后政策落实情况成主要矛盾

政策类主题：新主题好于老主题，两会后催化剂兑现密度决定成败

分类讨论	两会附近相对收益段	更长时间维度的相对收益特征	规律总结
A 不持续的政策类主题：主题第一波发酵已过，两会后有催化但不持续			
2014-上海自贸区	1.17-2.20，从启动人民币跨境支付业务开始，两会前主要的相对收益已经结束，持续1个月，幅度约9% 3.17-3.28，两会后一周半还有较短时间的相对收益，幅度约7%	持续性较差，第一波相对收益发生在2013.8.7-9.24，从自贸区整体方案通过开始，前期已经兑现了较大超额收益，后续机会以波段为主，2014全年跑输万得全A	1) 决定两会附近收益是否持续，主题本身的质地是第一位的(是否是当年的新主题、国家重视程度如何、是否不断有实质落地的事件性催化)
2014-一带一路	2.7-2.27，两会前20天有相对收益，幅度约2% 3.19-5.16，两会后2个月有相对收益，幅度约5%	持续性较差，第一波相对收益发生在2013下半年，从海上丝绸之路提及直到中央经济工作会议结束，最大相对收益7%，2014年上半年跑输万得全A，但年底有机会	2) 除非是质地很好的主题，否则板块相对收益往往分两会前、两会后两段，两会期间跑输
2018-乡村振兴	2.2-3.27，从一号文聚焦乡村振兴开始，到两会结束后1周半，持续近2个月，相对收益约26%	持续性较差，最初2017年10月十九大报告提出乡村振兴，但主题没涨，2018年两会附近可以说是主题唯一的超额收益时间段	3) 两会前开始时间取决于具体的事件发生时间点(两会说要做的事情一般前几个月政策面会有所布局)，两会后相对收益结束的时间短则两周，长则近3个月
2019-创投指数(科创板)	1.31-3.22 相对收益43%，从证监会发布科创板首次公开发行股票注册管理办法开始，至两会后1周，持续近2个月	持续性较差，最早的相对收益在于2018.10.19-11.19(11.5习近平宣布科创板注册制)，2018Q1之后一路跑输万得全A	4) 主题催化落实的行情可能迟到：我们总结的主题除2019创投以外，均在当年的10月(有的更早)再次出现了相对收益机会
B 持续的政策类主题：新主题，两会后持续催化			
2014-京津冀	2.24-3.27，从京津冀上升为国家发展战略开始，一直跑赢到两会结束后两周，持续1个月，幅度约45%，此后相对收益回调至此前的3/5左右	持续性较强，是2014年2月的新主题，第一波相对收益回调充分之后2014年内依然有较长时期跑赢万得全A，对后续的催化事件能有效做出反馈	
2017-国企改革	2016.10.16-2017.2.20，两会前4个月有相对收益，幅度约10%，市场从2016年底开始预期2017年最强的主题机会在于国企改革 2017.3.17-6.1，两会后2个半月有相对收益，幅度约8%	持续性较强，作为历史悠久的主题，2016年底、2017年初国企改革进入1+N顶层设计基本完成阶段，催化政策不断，2017年上半年、四季度均有显著超额收益	

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

两会产业类主题：慎谈“利好出尽成利空”



产业类主题：基本面趋势才是主要矛盾，两会政策验证可能只是行情加速器

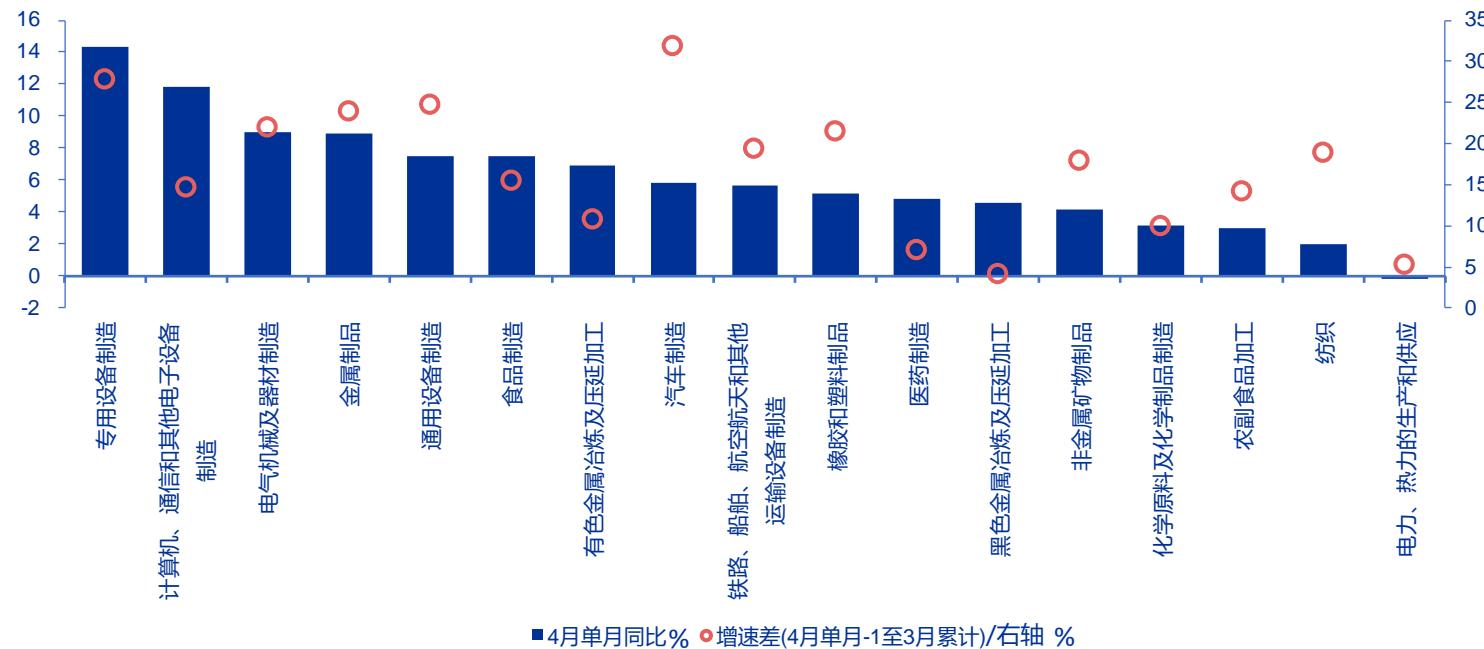
分类讨论	两会附近相对收益段	更长时间维度的相对收益特征	规律总结
C 不持续的产业类主题：市场暂时无法理解政策的深刻意义，或后续景气验证出现波折	2016-采掘、钢铁(供给侧改革三去一降一补) 2.19-3.8、4.6-4.21 相对收益弹性大，最大相对收益幅度可达20%左右，呈波段式两会期间跑输万得全A 2019-新能源车 1.31-2.26 相对收益7% 3.8-3.14 相对收益3%，也就是说两会期间也有相对收益 3.29-4.17 相对收益3% *都是非常短暂、幅度很小的相对收益段	持续性较弱，根本在于2016年一季度关于宏观经济复苏的预期很弱，8月PMI开始拐头向上，周期板块下半年开始才真正出现能够把握的相对收益趋势	1) 通常两会并非产业类主题走向的决定性时点，相关板块在两会前后是否有相对收益取决于业绩趋势，即行业本身基本面逻辑是否遭到破坏
D 持续的产业类主题：政策导向中长期，基本面景气趋势持续验证	2015-创业板(互联网+、产业转型.....) 1.5-3.24，持续2个多月，相对收益30% 4.17-6.3 创业板再次跑赢，直到股灾之前，相对收益21%	持续性较强，内核是2013年以来创业板相对业绩趋势未完，2015年初由央行拟建征信系统引发，最终结束于股市去杠杆	2) 顺基本面趋势的方向，两会可能成为强化相对收益的契机，产业类主题的政策催化兑现慎谈“利好出尽成利空”
2016-新能源车 2018-仿制药(医疗、医保、医药联动改革) 2020-新基建？	1.28-2.26，两会前1个月上涨，相对收益6% 3.11-6.16，两会期间就开始上涨，相对收益31% 2.6-7.2 相对收益幅度63% 从行业当时的推荐情况来看，讨论更多的是业绩，两会仅仅是起到政策面添柴的作用 2019.11.28-2020.2.25 相对收益28% 岁末年初乐观预期发酵相对充分，两会政策背书预期差可能不大，但应有尽有，后续基本面验证的重要性提升	持续性较强，从2015年动力电池业绩高增开始至2016年6月市场预期补贴退坡，涨幅最大达到64%，经历比亚迪并购重组、中国制造2025、互联网汽车等多种催化，仅在2015年11月-2016年3月表现稍弱(没有明显跑输) 持续性较强，大波段相对收益从2017.10.9开始至2018.7.2，相对收益幅度88%，始于2017年四季度白马业绩高增、且医药生物板块在Q1 业绩高增长，终结于7月长生疫苗事件、12月带量采购政策变化和业绩预期下调 持续性？(我们的判断是较强) 继续提示“去日可追”的结构选择逻辑，新基建需求回补的确定性最高，相对基本面趋势占优有望支撑板块行情更持续	

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

■ 新基建景气验证进行时，相关行业引领工业增加值恢复性增长

- 4月增速最高的行业是专用设备，计算机、通信和其他电子，电气机械及器材，金属制品和通用设备
- 4月环比3月增速上行幅度最大的行业是汽车、专用设备、通用设备、金属制品和电气机械及器材

新基建受益相关行业引领工业增加值恢复性增长



■ 两会政府工作报告特提“两新一重”：加强新型基础设施建设，加强新型城镇化建设，加强交通、水利等重大工程建设

- 按照4月14日国常会规划，2020全年计划改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户，按照每户100平计算约7亿平，总造价约2291亿元
- 存量空间广阔：根据住建部，我国2000年前的老旧小区有近16万个，涉及居民超过4200万户，建筑面积约为40亿平方米

■ 受益行业方向：1) 建筑装饰：拆除重建的模式利好装配式建筑产业链、装饰装修板块；2) 建筑材料：功能性材料子行业，防水材料、管材、涂料、保温材料、玻璃

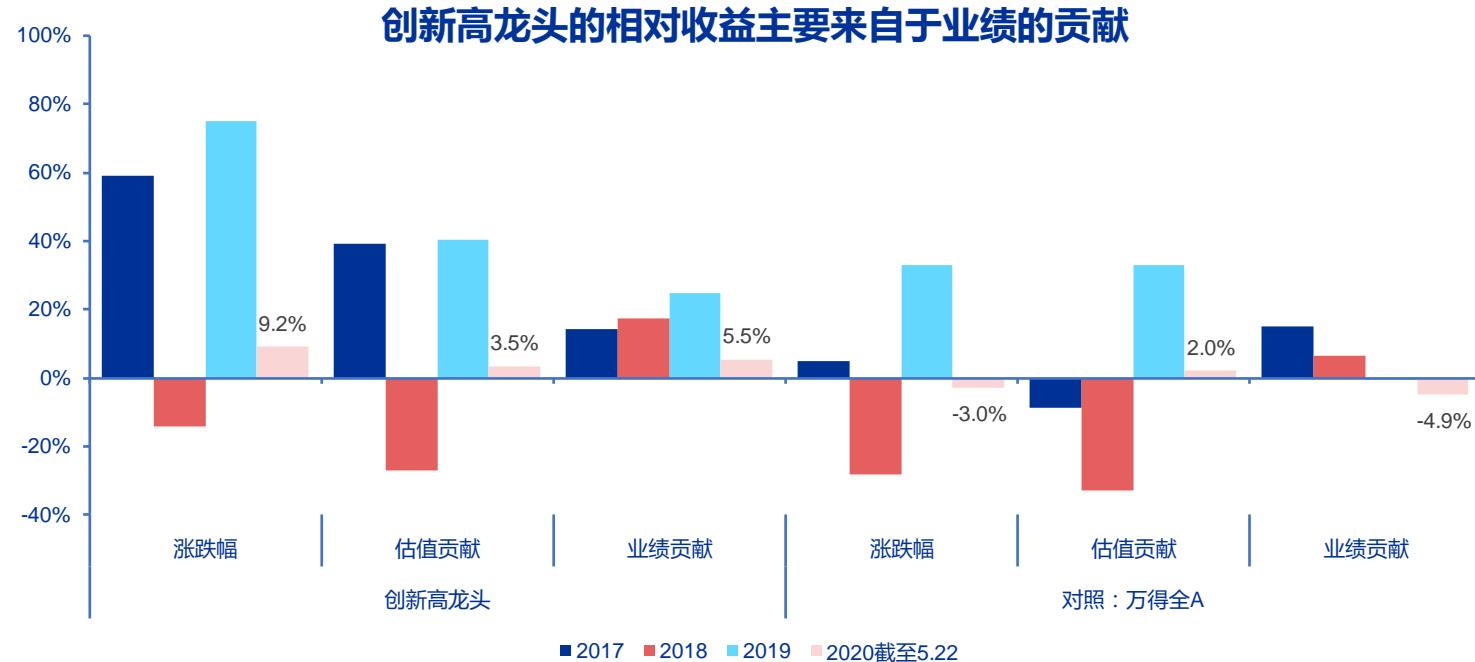
旧改工程单位平米造价约327元，其中土建工程单方造价最高，电气工程利润率最高

旧改工程综合造价测算（单位：元/平方米）

工程性质	工程单方造价	测算系数	单方造价预测	人工费	材料费	机械费	工程水电费	措施费	企业管理费	利润	规费	税金
土建工程	314.83	0.4	125.93	14.98%	42.41%	0.74%	0.47%	10.13%	11.17%	5.59%	4.61%	9.91%
电气工程	163.09	0.4	65.24	23.78%	27.17%	2.19%	0.33%	2.78%	16.25%	11.60%	5.98%	9.91%
给排水工程	102.57	0.4	41.03	23.10%	30.65%	2.41%	0.32%	1.70%	15.33%	10.94%	5.64%	9.91%
采暖工程	116.8	0.4	46.72	8.84%	66.57%	0.93%	0.12%	1.05%	6.04%	4.32%	2.22%	9.91%
室外工程	120.98	0.4	48.39	38.68%	17.23%	5.17%	0.49%	3.14%	10.52%	5.27%	9.59%	9.91%
“慧博资讯”专业的投资决策数据分享平台			327.31	21.88%	36.81%	2.29%	0.35%	3.76%	11.86%	7.54%	5.61%	9.91%

买龙头依然是正确的选择

- 2020年以来(截至5月22日)，创新高龙头公司共有100个，这些股票估值提升，而全部A股同样提估值，创新高龙头的相对收益主要来自于业绩的贡献
 - 创业高龙头涨幅9.2%，估值贡献3.5%，业绩贡献5.5%；全部A股涨幅-3.0%，估值贡献2.0%，业绩贡献-4.9%
- 其中长期“复利效应”的核心资产，胜在确定性和时间价值，仍可保持配置



“慧博资讯”注专业的研究报告及数据提供商，年报营收在申万一级行业内排名前10，当年股价创上市以来新高，营收大于50亿元

信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	梁皓凯	0755-23832050	18188609757	lianghaokai@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入(Buy)	: 相对强于市场表现20%以上；
增持(Outperform)	: 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好(Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	: 沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入(BUY) :	: 股价预计将上涨20%以上；
增持(Outperform)	: 股价预计将上涨10-20%；
持有(Hold)	: 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持(Underperform)	: 股价预计将下跌10-20%；
卖出(SELL)	: 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好(Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡(Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	: 恒生中国企业指数(HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。我们将根据所了解的情况，独立、客观地出具本报告，但并不保证本报告所载信息是准确的、完整的，也不保证投资回报率。我们对本报告所表述的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.bihor.com.cn>

www.swsresearch.com

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司(隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布，仅供本公司的客户(包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户)使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、財務状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

傅静涛
fujt@swsresearch.com

王胜
wangsheng@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>
www.swsresearch.com