

2020 年 07 月 04 日

深度报告

策略研究

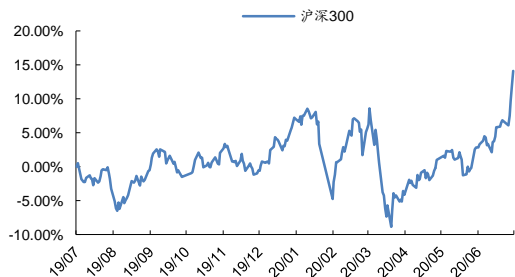
研究所

证券分析师：李浩 S0350519100003
021-68930177 lih07@ghzq.com.cn
证券分析师：纪翔 S0350520040001
021-60338168 jix@ghzq.com.cn
联系人：周远扬 S0350120060025
13263170063 zhouyy@ghzq.com.cn

配置宏观趋势，博弈经济修复

——2020 年 A 股中期策略报告

最近一年大盘走势



投资要点：

■ 经济特征变化：波动衰减

中国经济增长逐步从高增速转向高质量发展，市场经济进入成熟期。地产投资、工业需求波动衰减将带动 GDP 波动衰减。中国经济以供给侧改革为途径，转向高质量发展，未来经济增速仍将维持低波动水平。供给侧改革在去产能的同时优化了工业产能，并严控新增产能的扩张，供给端将保持相对稳定。需求端，政策更加着眼于经济长期的高质量增长，短周期刺激会逐步弱化，地产基建的波动也会下降。从而供给侧改革推出以后，宏观供需趋于平衡，经济的波动性受到平抑。

■ 中美摩擦：长期化常态化

从日本和美国贸易冲突的经验来看，贸易摩擦是个长期的过程。借鉴美日贸易摩擦的经验，我们认为中美贸易摩擦对经济短期的影响聚焦于争端的行业，中长期将拉低中美的经济增速。但考虑到我国经济对出口的依赖要弱于日本这种出口导向型经济体，以及中美在制造业上的互补性，中美贸易战对经济的影响相对更弱。从全球贸易的角度来看，贸易战将引起新一轮的逆全球化浪潮。

■ 权益市场特征：估值极端分化

2020 年上半年中国及全球经济受新冠疫情的冲击，经济增速普遍大幅下滑，当下新冠疫情海外蔓延态势不减，权益市场抱团盈利确定性较高的必选消费及中长期行业景气度较高的科技板块。行业间估值分化极大，必选消费估值分位处于历史 80%分位之上，科技板块估值分位也处于较高水平；而金融及周期板块估值处于历史极低分位水平。

科技行业高成长撑起估值。科技行业中长期的估值主要受到行业景气度的影响，行业中长期的预期增速将起到决定性作用，当下科技行业仍处于快速发展期。消费龙头持续受益行业集中度的提升，消费行业龙头估值有望持续提升或持续维持较高水平。一方面消费行业盈利增速稳定且能维持相对较高的水平，另一方面行业多数基本

相关报告

《2020 年度 A 股策略报告：库存周期拐点，小而美公司性价比凸现》——2019-11-26

已经进入相对成熟期，行业的集中度开始不断提升，行业龙头的市占率持续提升，盈利能力持续提高。以上两个方面均支撑消费行业龙头给出估值溢价，食品饮料是其中较为典型的代表。

■ 大势研判：股市中枢将继续抬升

经济修复仍在途中。国内来看，地产、基建投资持续回升，地产销售端也在不断回暖。上半年由于疫情影响，项目开工缓慢，伴随国内疫情的控制，下半年稳增长政策下，基建作为主要抓手，有望进一步发力。工业品价格持续反弹，也预示这经济的持续修复。外需来看，目前在逐步好转。欧美经济已经复工，尽管复工后海外新增病例又创新高，但欧美稳增长的迫切性决定复工复产是主基调，甚至进一步的刺激政策可期。考虑疫情的影响，外需可能存在反复，但大趋势上外需将不断改善。

流动性充裕推升权益市场估值。利率水平快速修复至疫情初期，进一步快速上行乏力，货币政策仍将维持宽松的格局。坚定“房住不炒”，地产信贷需求下降将抑制信用的扩张，从而有利于推动利率下行，货币政策有望继续维持较宽松的格局。其次，当下经济仍处于修复期，货币政策延续宽松的格局，有利于经济的修复。宏观流动性的充裕有利于推动资金向股市微观流动性传导，权益市场流动性格局较好。股票基金指数突破 2018 年初高点，赚钱效应开始显现。居民和机构资金持续入场。

■ 行业配置：转向低估值及高弹性板块

消费：转向可选消费。建议关注家电特别是白电及汽车行业的配置机会。

科技：中长期主线配置方向。重点关注半导体、消费电子、新能源车等领域的配置机会。

金融：重点配置券商。

周期：龙头配置价值凸显。

风险提示：地产复苏超预期；海内外疫情再次爆发。

内容目录

1、 经济特征变化：波动衰减	6
1.1、 经济波动衰减	6
1.2、 供给侧改革降低经济未来波动	8
1.3、 市场经济进入成熟期	10
1.4、 中美摩擦：长期化常态化	11
2、 权益市场特征：估值极端分化	13
2.1、 科技行业高成长撑起估值	15
2.2、 消费龙头持续受益行业集中度的提升	18
3、 大势研判：股市中枢将继续抬升	21
3.1、 经济修复仍在途中	21
3.2、 流动性充裕推升权益市场估值	22
4、 行业配置：转向低估值及高弹性板块	24
4.1、 消费：转向可选消费	24
4.2、 科技：中长期主线配置方向	25
4.3、 金融：重点配置券商	26
4.4、 周期：龙头配置价值凸显	26
5、 风险提示	26
5.1、 地产复苏超预期	26
5.2、 海内外疫情再次爆发	26

图表目录

图 1: 中国经济增长平稳下台阶	6
图 2: 投资对经济增长的拉动明显下滑	6
图 3: 地产投资波动衰减	7
图 4: 地产周期被熨平	7
图 5: 工业需求波动衰减	7
图 6: 供给侧改革抑制新增产能	8
图 7: 供给侧改革推动产能利用率及工业品价格回升	8
图 8: 地产周期利润传导机制受阻	9
图 9: 房住不炒抑制信用扩张	9
图 10: 信用扩张放缓推动利率下行	9
图 11: 居民住房投资增速放缓	10
图 12: 产能利用率中枢的回升	10
图 13: 制造业投资的增速持续放缓	10
图 14: 传统行业集中度提升, 成长行业仍处于快速成长期	11
图 15: 美日贸易摩擦中长期压制经济增速	12
图 16: 美日贸易摩擦引发逆全球化趋势	12
图 17: 美日贸易摩擦期间出口对 GDP 的拉动下滑	12
图 18: 中国经济增长更多依赖消费和投资拉动	12
图 19: 19 世纪 80 年代日本推动资产泡沫化抵抗经济回落	13
图 20: 行业估值两极分化 (2010 年以来数据)	14
图 21: A 股科技、消费与医药板块市值占比	14
图 22: A 股科技、消费与医药板块净利润占比	14
图 23: A 股科技、消费与医药市值与净利润占比之差	15
图 24: 标普 500 科技、消费与医药市值与净利润占比之差	15
图 25: 科技依然处于快速发展期	16
图 26: 2014 年以来科技营收增速高于经济体营收增速	16
图 27: 2013 年至 2015 年科技行业利润增速较高	16
图 28: 2014 年以来科技固定资产投资高于制造业整体	17
图 29: 传统行业销售利润率下行, 科技维持稳定上行	17
图 30: 半导体行业估值走势	17
图 31: 食品饮料收入增速相对稳定且较多年份高于工业整体	18
图 32: 白酒行业进入相对成熟期	19
图 33: 白酒行业估值走势	19
图 34: 医药收入增速快且稳定	20
图 35: 医药行业销售利润率较高	20
图 36: 医药、食品饮料及成长行业利润增速	20
图 37: 医药、食品饮料行业估值走势	21
图 38: PMI 持续维持荣枯线上方	22
图 39: IMF 预测 2021 年全球经济恢复增长	22
图 40: 工业品价格快速修复预示经济转好	22
图 41: 地产销售、投资持续改善	22
图 42: 利率进一步上升乏力	23
图 43: 中证股票基金指数突破 2018 年初新高	23
图 44: 北上资金持续流入	24

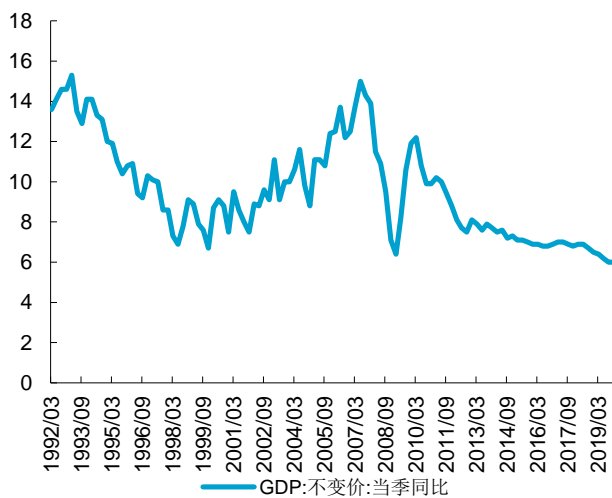
图 45: 基金发行淡季不淡.....	24
图 46: 可选消费/必选消费比价底部, 性价比更高.....	25
图 47: 白电销售增速持续回升.....	25
图 48: 汽车销售 5 月单月同比 14%	25

1、经济特征变化：波动衰减

1.1、经济波动衰减

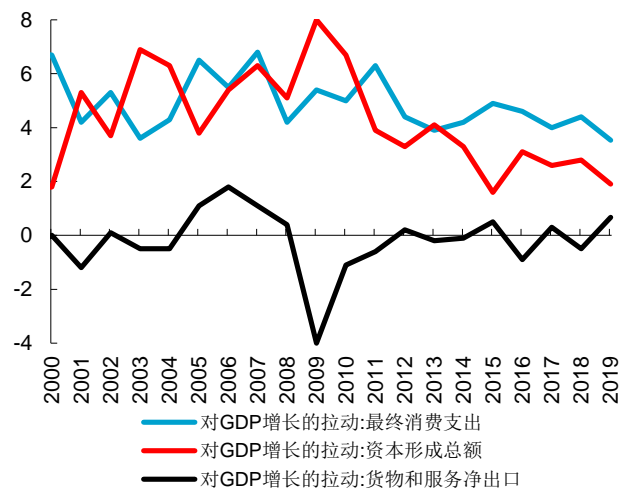
中国经济增长逐步从高增速转向高质量发展，经济增速中枢平稳下台阶。中国经济从高速增长进入新常态，依靠投资拉动经济增长的意义弱化，消费对经济的贡献逐渐提升。2012 年以来投资对经济的拉动明显下滑，消费对经济的拉动相对稳定，最终消费、服务业在 GDP 中的占比逐步提高，也增强了经济运行的稳定性，这也为经济转向高质量发展奠定了有利的基础性条件。

图 1：中国经济增长平稳下台阶



资料来源：Wind，国海证券研究所

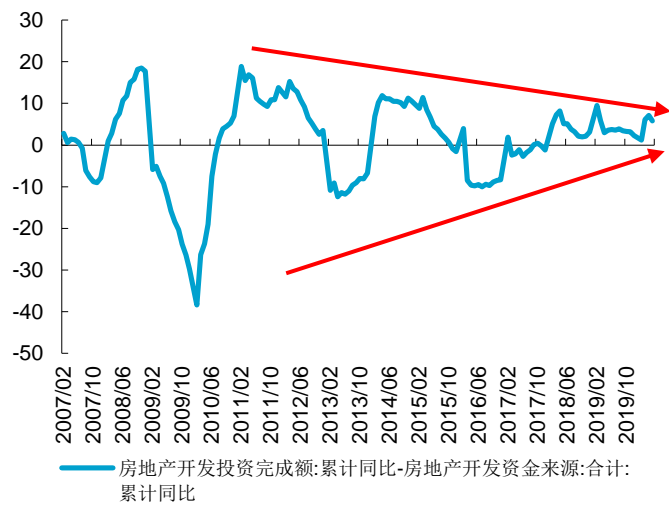
图 2：投资对经济增长的拉动明显下滑



资料来源：Wind，国海证券研究所

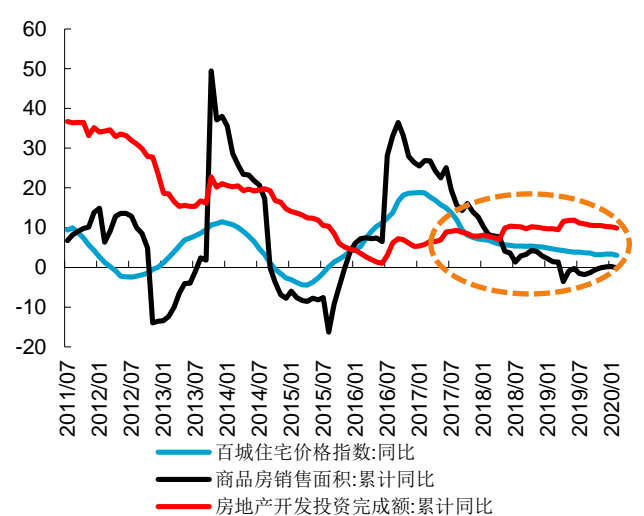
地产投资波动衰减。房地产投资的波动对 GDP 的波动有显著的影响，地产投资波动衰减也降低了经济的波动性。自 2016 年以来，房地产政策转为收紧，且表现为持续调控。从总量调控转变为更加强调结构调整，一二三线城市的地产政策存在明显的轮动性，各类城市间房价轮动，从而总体上房价的波动被拉平。同时，销售端增速总体也表现为平稳。2018 年资管新规的出台，房地产开发商融资渠道面临监管加强，地产融资压力提升。需求端和融资端均存在压力，地产投资上行压力较大。从而我们在数据层面看到 2017 年以来房地产相关的三个重要指标投资、销售和价格周期性波动均被熨平。此外，我们认为地产周期逐步熨平也与房地产行业对地产周期的学习效应有关。

图 3: 地产投资波动衰减



资料来源: Wind, 国海证券研究所

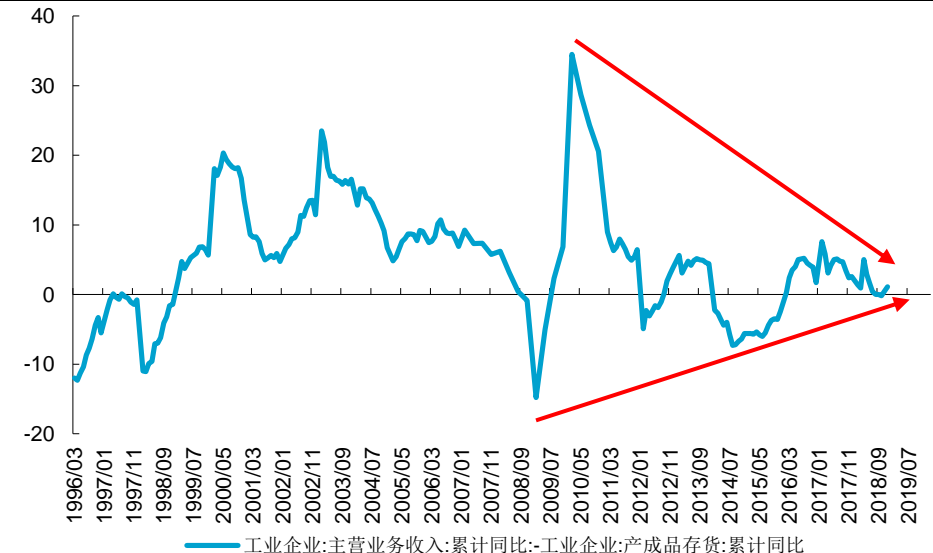
图 4: 地产周期被熨平



资料来源: Wind, 国海证券研究所

工业需求波动衰减。2010 年以来工业企业营收增速及产成品存货增速整体均维持下行趋势。营收端受到 PPI 的下行以及地产基建的需求回落影响，库存的波动也在收敛。一方面工业品价格的波动更加平缓，另一方面随着信息技术的进步，企业经营管理效率在不断提高，企业对库存的合理水平有更好的把控力。整体上工业需求的波动自 2010 年以来是持续收敛的，工业需求波动的衰减进一步带动宏观经济波动的衰减。

图 5: 工业需求波动衰减



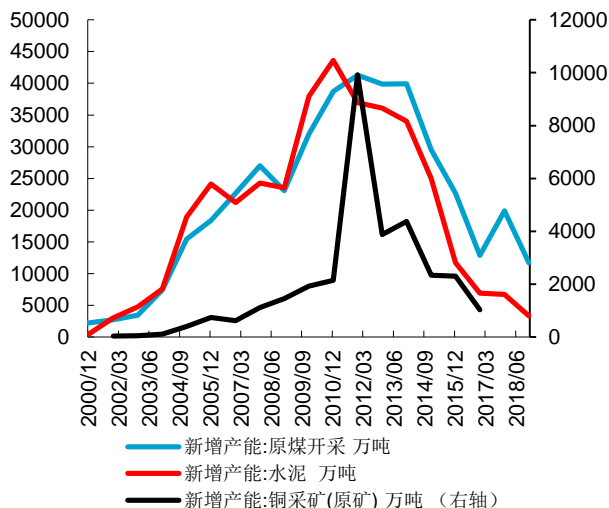
资料来源: Wind, 国海证券研究所

1.2、供给侧改革降低经济未来波动

中国经济以供给侧改革为途径，转向高质量发展，未来经济增速仍将维持低波动水平。供给侧改革在去产能的同时优化了工业产能，并严控新增产能的扩张，供端将保持相对稳定。需求端，政策更加着眼于经济长期的高质量增长，短周期刺激会逐步弱化，地产基建的波动也会下降。从而供给侧改革推出以后，宏观供需趋于平衡，经济的波动性受到平抑。

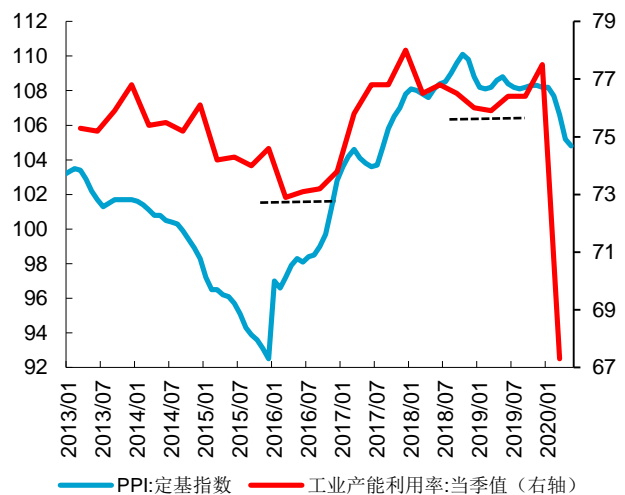
供给端来看，2008 年金融危机后，为了稳定经济增长，我国采取了积极的财政政策和货币政策，在政策推动下，基建带动中国经济在危机中率先企稳，在此过程中工业产能快速扩张，并在 2011 年前后达到高峰。伴随产能的扩张，企业部门杠杆率上升，产能过剩进一步加剧了杠杆率激增的企业的偿债压力。为缓解这一矛盾，去产能势在必行，2013 年至 2015 年国家即开展清理严重过剩产能工作，2015 年末我国政府正式出台供给侧改革政策。去产能、供给侧改革的推进实现旧产能的逐步退出，保留下优质产能。工业产能利用率在 2016 年至 2017 年期间大幅回升，工业产能利用率从 73% 大幅上修至 78%。供给侧改革带动工业品价格大幅回升，工业企业利润修复，但并没有进一步扩张产能，利润的提升主要用于帮助企业减轻债务压力，进而压降债务实现杠杆率的去化。2018 年至 2019 年期间，工业产能维持相对稳定，工业产能利用率维持在 76% 以上的相对较高水平。

图 6：供给侧改革抑制新增产能



资料来源：Wind，国海证券研究所

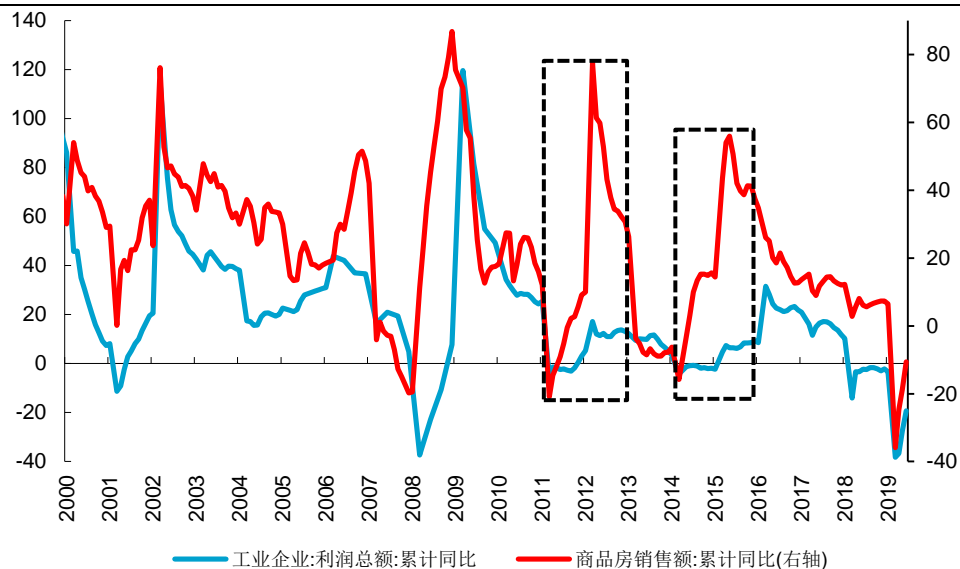
图 7：供给侧改革推动产能利用率及工业品价格回升



资料来源：Wind，国海证券研究所

需求端来看，短周期刺激会逐步弱化，地产基建的波动也会下降。2012 年以前，地产周期对工业企业利润有这明显的带动作用，每一次地产价格的膨胀均带动工业企业利润大幅抬升。2012 年以后地产周期的利润传导机制明显受阻，房地产周期的上升期对工业企业利润的带动能力显著下滑。2016 年以来，在宏观政策调控下，加上地产周期本身的学习效应，地产周期逐步被熨平，地产在需求端表现的比较平稳。

图 8：地产周期利润传导机制受阻

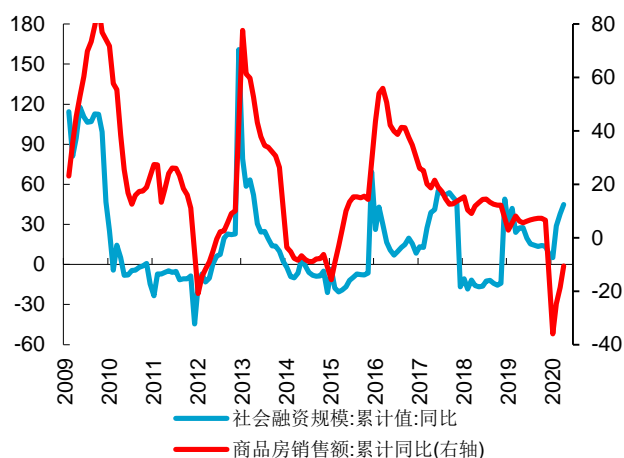


资料来源：Wind，国海证券研究所

“房住不炒”抑制信用扩张的速度，推动利率下行。中央坚定“房住不炒”的定位，将引导投机性资金从房地产领域流向实体经济领域，积极培育新动能，促进经济高质量发展。从 2018 年资管新规的出台，到 2019 年房地产信托融资渠道的收紧，房地产的融资持续承压。“房住不炒”的定位抑制了地产的融资需求，信用扩张速度放缓，进而推动利率水平下移。

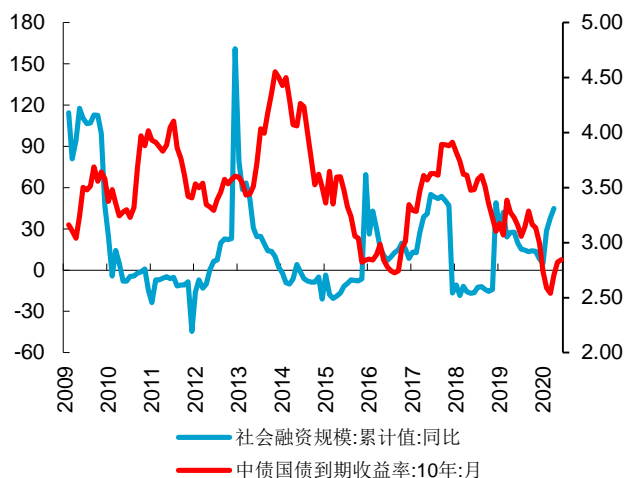
经济发展从高增长转向高质量发展，对经济增速的容忍度提升，经济增速预期逐步放缓，市场回报率趋于下行，有利于引导资金回流实体。对权益市场而言，经济增速及波动放缓，企业的发展更多的考验在存量竞争的状态下抢占市场，从而有利于推动企业在供给端持续优化产能，提升产品的竞争力，那么各行业龙头将充分受益，有利于推动科技、消费及传统行业龙头估值的抬升。银行地产等经济相关性较大的行业长期逻辑出现瑕疵，在利空充分落地前估值很难提升。

图 9：房住不炒抑制信用扩张



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 10：信用扩张放缓推动利率下行

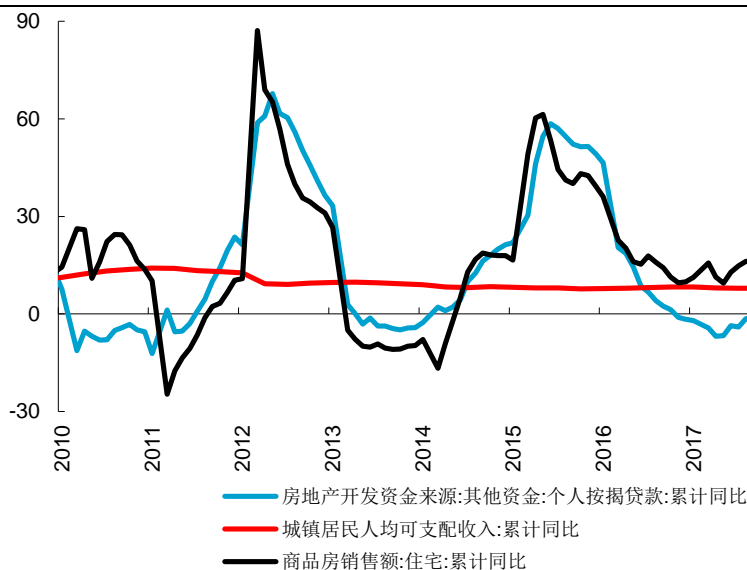


资料来源：Wind，国海证券研究所

房地产政策的持续调控下，地产周期更加平滑，“房住不炒”的定位进一步降低

未来地产周期的波动性。商品房销售增速小于收入增速，消费的增长自然可持续。房价的波动性将显著回落，对于居民资产配置而言，房地产的投资属性将降低，居民的资产配置可能出现变化。

图 11：居民住房投资增速放缓



资料来源：Wind，国海证券研究所

1.3、市场经济进入成熟期

从发达国家经验来看，当市场经济逐渐进入成熟期时，经济的增速会逐步下台阶，伴随的是经济的波动性也在逐步收敛。宏观经济增速自 2010 年以来稳步下行，经济增速波动的区间持续收敛。从相关经济变量来看，供给侧改革之后，抛开近期新冠疫情的影响，工业产能利用率一直维持相对稳定的水平，制造业投资增速持续放缓，工业企业利润增速的波动也显著收敛。这是经济进入成熟期的必然现象，行业产能持续稳定优化，制造业新增的投资需求回落，工业企业利润增速放缓。

图 12：产能利用率中枢的回升

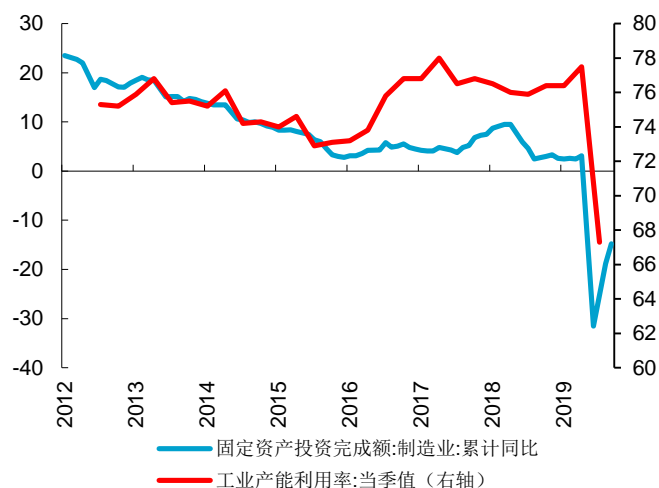
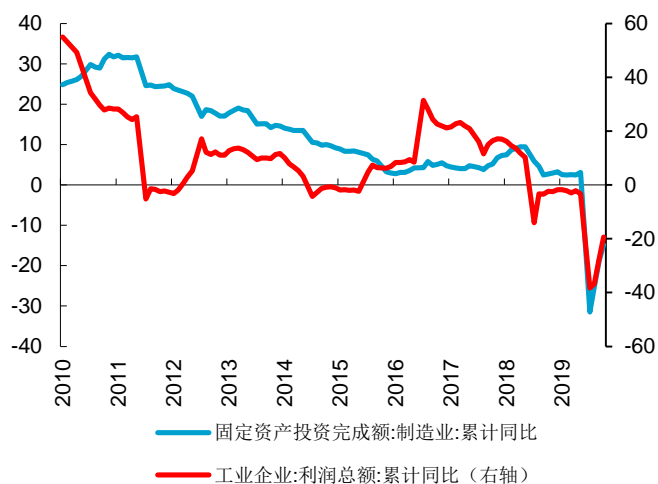


图 13：制造业投资的增速持续放缓

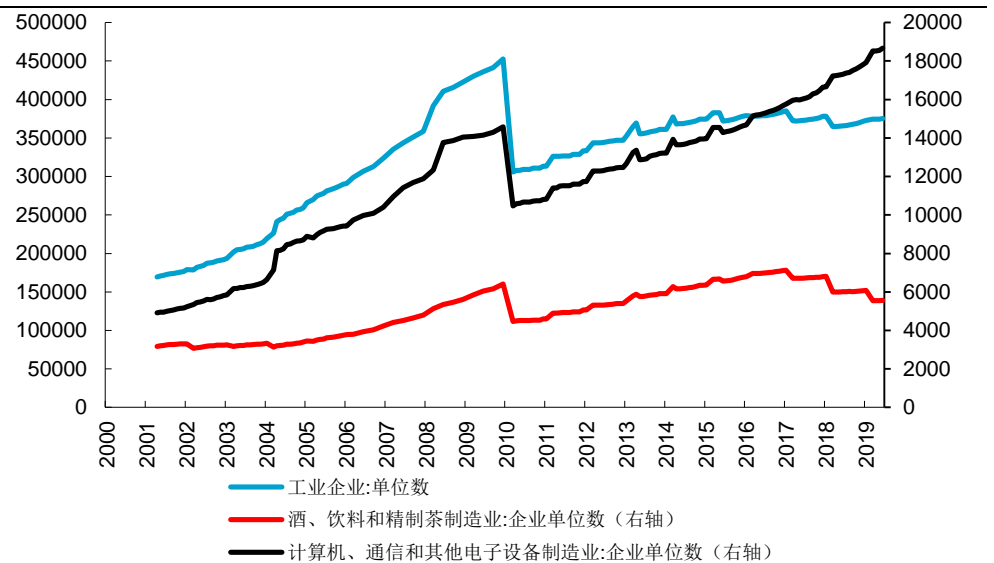


资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

经济进入成熟期，传统行业龙头价值凸显，新兴成长行业依靠技术进步提升估值。全国工业企业单位数量增长持续放缓，2015 年以来维持相对稳定甚至略有回落，但结构上分化明显，以食品和 TMT 行业为例，以白酒为代表的处于成熟期的行业企业单位数自 2016 年以来逐年减少，而以计算机、通信、电子为代表的成长行业企业数量仍持续增长，增速仍能够维持，说明科技行业目前仍处于快速成长期。对于权益市场而言，传统行业里龙头集中效应将会比较明显；而科技行业因为高门槛也会形成龙头效应，但是技术迭代比较快，也决定了龙头效应并不稳定，需要企业持续的研发投入，不断地进行技术革新，从而不断巩固并维持技术领先的低位。

图 14：传统行业集中度提升，成长行业仍处于快速成长期



资料来源：Wind，国海证券研究所

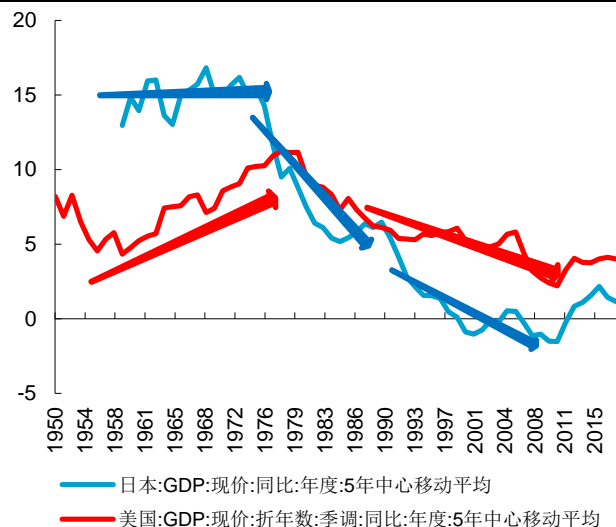
1.4、中美摩擦：长期化常态化

从日本和美国贸易冲突的经验来看，贸易摩擦是个长期的过程。从纺织品、钢铁、彩电到核心的汽车、半导体及电信行业的贸易战，美日贸易战历时旷日持久。各领域的贸易摩擦在短期主要影响经济结构，而中长期压制了美日的经济增速，经济增速有明显的下台阶。借鉴美日贸易摩擦的经验，我们认为中美贸易摩擦对经济短期的影响聚焦于争端的行业，中长期将拉低中美的经济增速。

从全球贸易的角度来看，贸易战将引起新一轮的逆全球化浪潮。美日贸易战最为激烈的时间段是 19 世纪八十年代初期到九十年代中期，期间经合组织成员国商品贸易占 GDP 的比例一改之前的上升趋势转为震荡下行。过去几十年是经济全球化的极速膨胀期，中国是全球化的最大受益者，正是因为中国积极参与全球化，从 2010 年开始中国一跃成为全球第二大经济体，随后几年中国与美国的差距越来越小，2019 年中国的 GDP 已经达到了美国的 2/3 左右。2016 年美国特

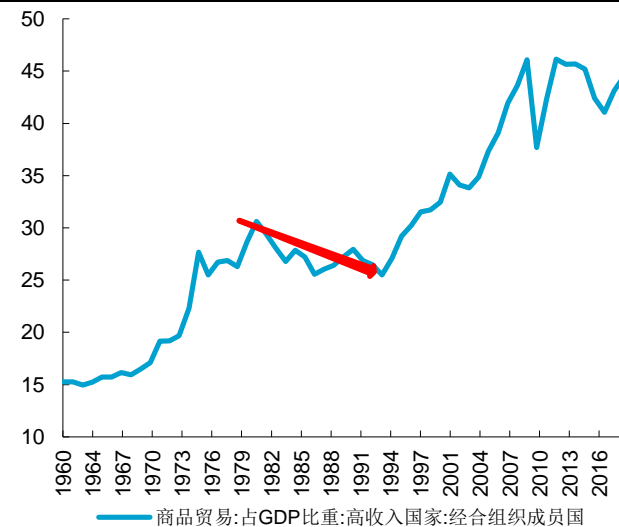
特朗普政府上台，随即开始了逆全球化的过程。美国为了遏制中国的发展，掀起中美贸易战，将引发新一轮的逆全球化浪潮。2020 年以来新冠疫情在全球范围的爆发，将进一步加速逆全球化趋势的形成。

图 15: 美日贸易摩擦中长期压制经济增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

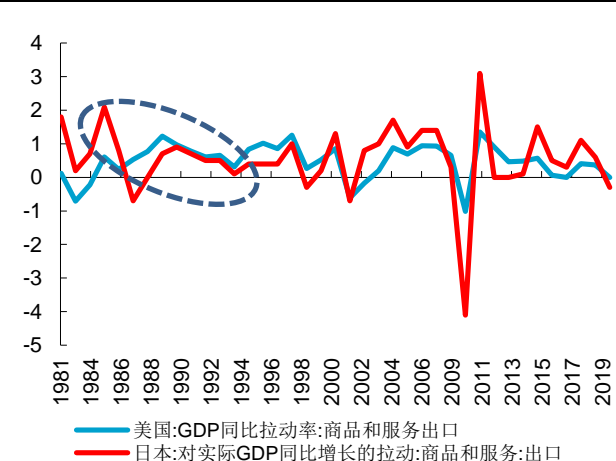
图 16: 美日贸易摩擦引发逆全球化趋势



资料来源: Wind, 国海证券研究所

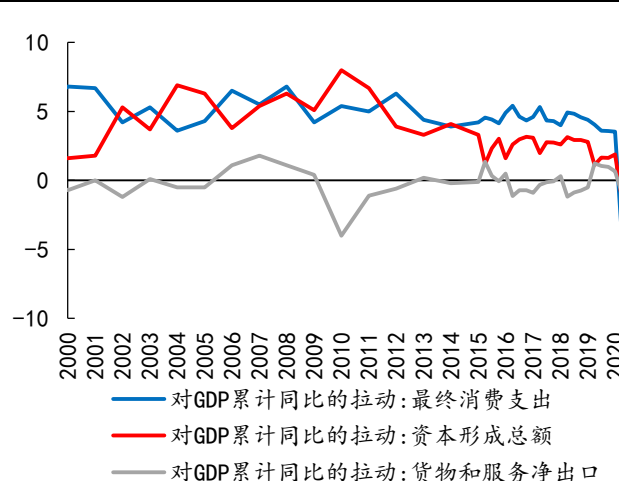
日本经济体是典型的出口导向型经济，国内消费需求在经济发展“三驾马车”中所占比例较低，贸易战对经济的影响更加显著，日美贸易战期间，出口对日本经济的拉动作用震荡下滑，期间一度转负。同一时间，出口对美国 GDP 的拉动也在波动下滑，可见日美贸易战是把双刃剑，对两国经济均产生负面效果。反观中国经济进出口贸易在 GDP 中的占比逐渐下滑，出口对经济的拉动作用较小，GDP 主要依赖于消费和投资的拉动，消费日益成为日本经济最重要的部分。其次在经济结构上，日本和美国的竞争也更为激烈，而中美在制造业的分工上互补性更强，从而中美贸易战对经济的影响相对更小一些。

图 17: 美日贸易摩擦期间出口对 GDP 的拉动下滑



资料来源: Wind, 国海证券研究所

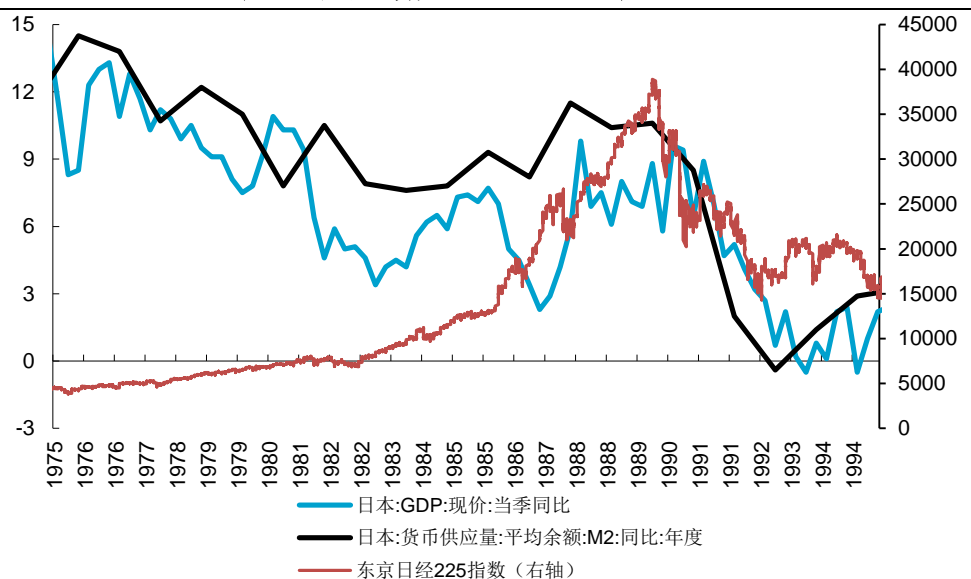
图 18: 中国经济增长更多依赖消费和投资拉动



资料来源: Wind, 国海证券研究所

19 世纪 80 年代，日本为了抵抗经济增速放缓的影响，采取宽松的政策，M2 增速持续回升，推动资产泡沫化。90 年代初期，随着泡沫的破灭，经济增速快速回落，股市持续大幅下跌，日本经济发展受到重创。有日本前车之鉴，中国应对中美贸易战主要依靠挖掘内需、靠改革开放与产业转型升级、靠团结发展中国家。中国不会推高资产泡沫化，从而权益市场不太可能出现快速的上涨，房地产市场也不会出现快速的膨胀。从美国压制中国发展的述求来看，中美的博弈将长期化、常态化。而中美两国的竞争归根结底是科技领域的竞争，将推动国内科技行业加速发展。从权益市场的反应来看，中美贸易战初期更多的是影响市场的情绪，随着时间的延长，摩擦常态化，中美贸易战对市场的风险偏好的影响逐步减弱，影响的时间更加短期化，而非决定股市中期方向的决定性因素。

图 19：19 世纪 80 年代日本推动资产泡沫化抵抗经济回落

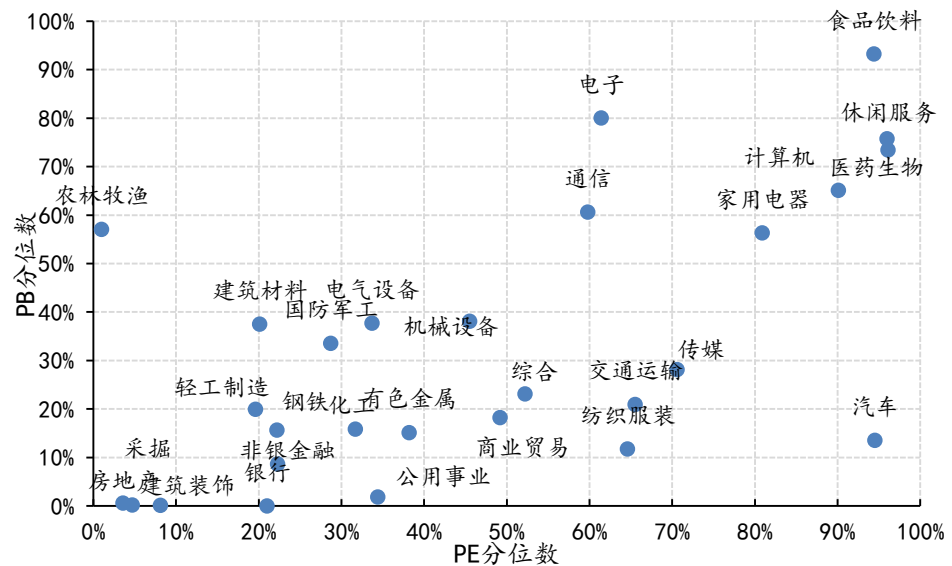


资料来源：Wind，国海证券研究所

2、权益市场特征：估值极端分化

2020 年上半年中国及全球经济受新冠疫情的冲击，经济增速普遍大幅下滑，当下新冠疫情海外蔓延态势不减，权益市场抱团盈利确定性较高的必选消费及中长期行业景气度较高的科技板块。行业间估值分化极大，必选消费估值分位处于历史 80%分位之上，科技板块估值分位也处于较高水平；而金融及周期板块估值处于历史极低分位水平。

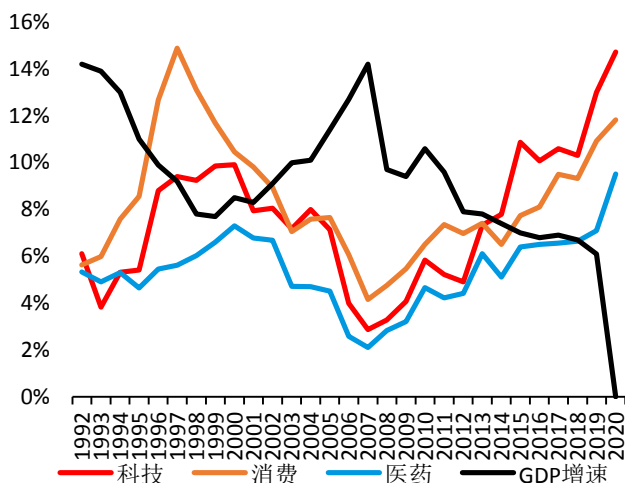
图 20: 行业估值两极分化 (2010 年以来数据)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

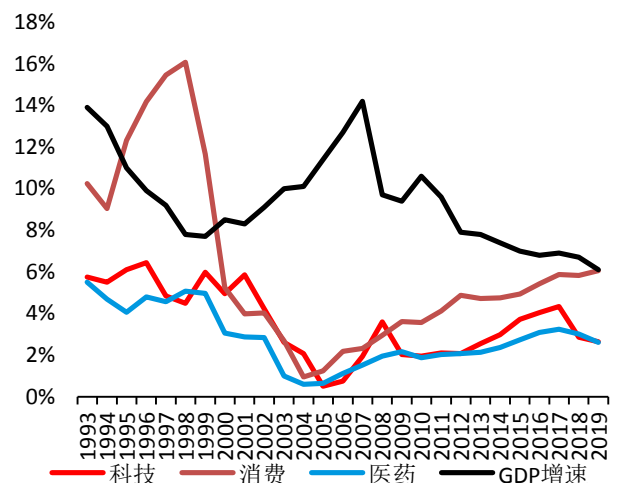
如果把时间拉长来看,科技及消费在 A 股中的市值占比持续提升,对应的净利润的占比提升幅度却远远小于市值占比提升的幅度。科技、消费及医药市值占比自 2008 年的 3.29%、4.16%、2.83%提升至当前的 14.72%、11.83%和 9.52%;对应的净利润占比则从 3.60%、2.96%和 1.95%变化至 2.65%、6.07%和 2.16%。科技股市值占比提升了接近 4 倍,而利润规模的占比却不升反降,可见科技股的上涨以来估值的持续提升。消费板块市值提升近 3 倍而利润规模提升了约两倍,相对更为匹配。

图 21: A 股科技、消费与医药板块市值占比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 22: A 股科技、消费与医药板块净利润占比

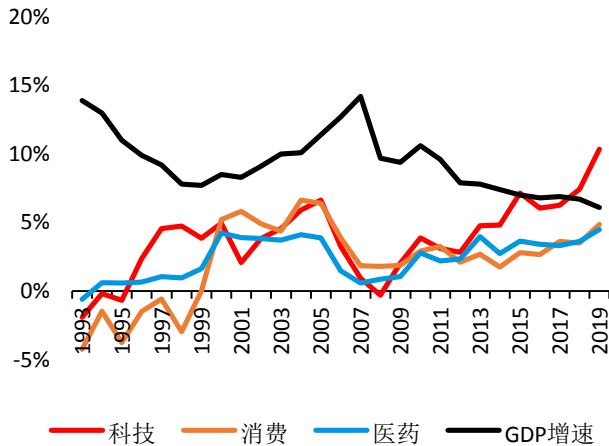


资料来源: Wind, 国海证券研究所

进一步,通过比较 A 股科技、消费与医药市值占比与净利润占比之差,我们发现科技股这一差值 2013 年以后持续抬升,消费的这一差值则是 2017 年之后开始显著提升。对比美股标普 500 科技、消费与医药市值占比与净利润占比之差,

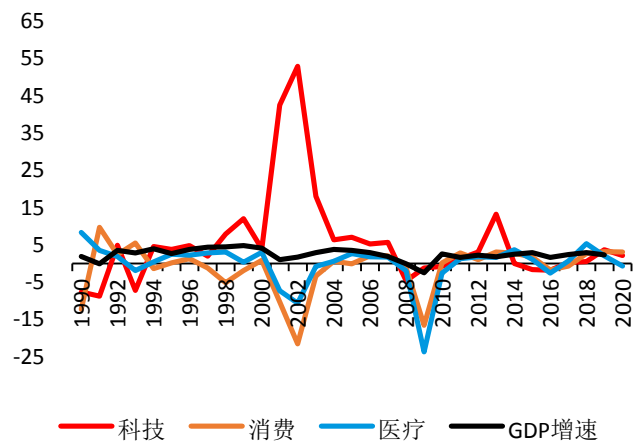
除了在科技股泡沫时期，市值占比与利润占比只差出现过短期的走扩，其余时间基本都维持在较为稳定的水平。从这一点来看，A股投资者投资风格更加偏向于成长，而美股投资者更加偏向于价值。

图 23: A 股科技、消费与医药市值与净利润占比之差



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 24: 标普 500 科技、消费与医药市值与净利润占比之差



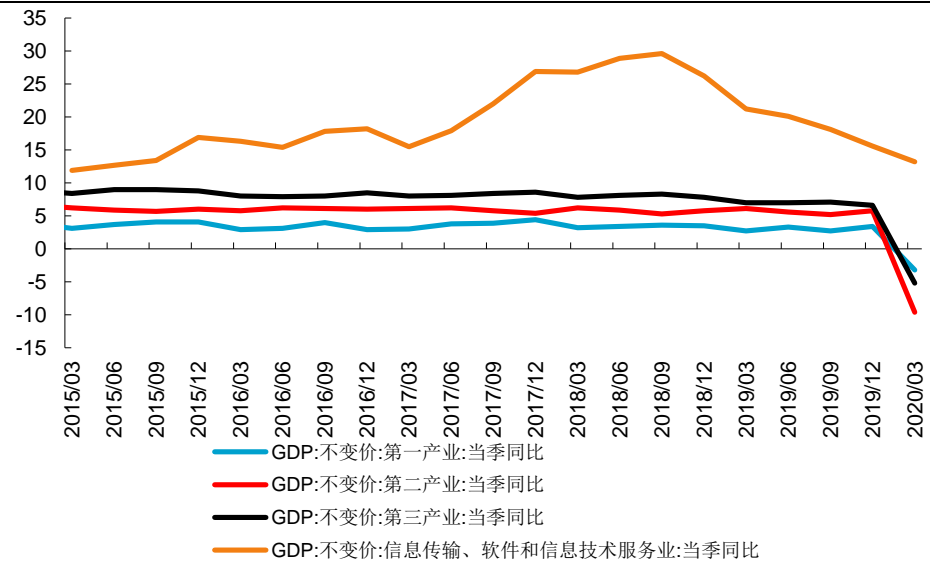
资料来源: Bloomberg, 国海证券研究所

2.1、科技行业高成长撑起估值

科技行业仍处于快速发展期，消费行业增速维持稳定。科技行业维持较高的资本开支增速，利润率相对较低但跟经济的相关性较弱，伴随传统工业的销售净利率持续回落，科技行业的相对盈利能力逐步显现。

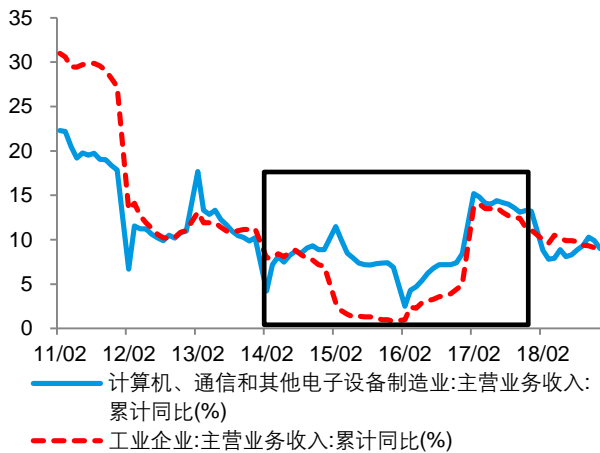
从一二三产业增速变化来看，以消费服务为代表的第三产业增速较一二产业增速较高且波动较小。科技行业增速仍处于高速增长期，显著高于一二三产业整体增速。细分财务数据方面，从营收增速来看，计算机、通信及电子行业在 2014 至 2017 年期间显著高于工业企业营收增速水平。利润增速在 2013 至 2015 年期间，计算机、通信及电子行业增速显著高于工业企业整体利润增速，近几年二者趋同。

图 25: 科技依然处于快速发展期



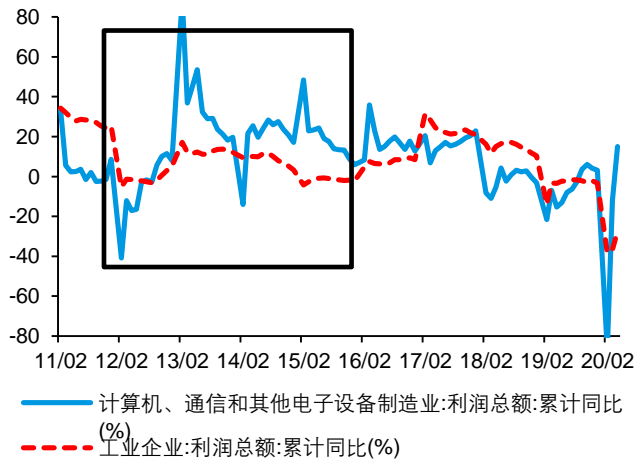
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 26: 2014 年以来科技营收增速高于经济体营收增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

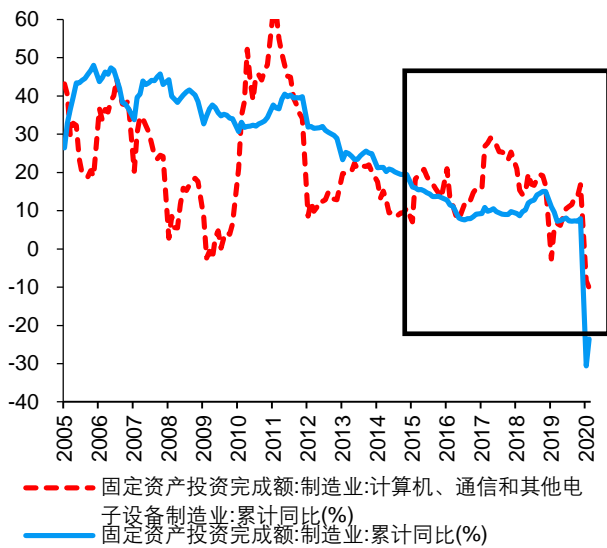
图 27: 2013 年至 2015 年科技行业利润增速较高



资料来源: Wind, 国海证券研究所

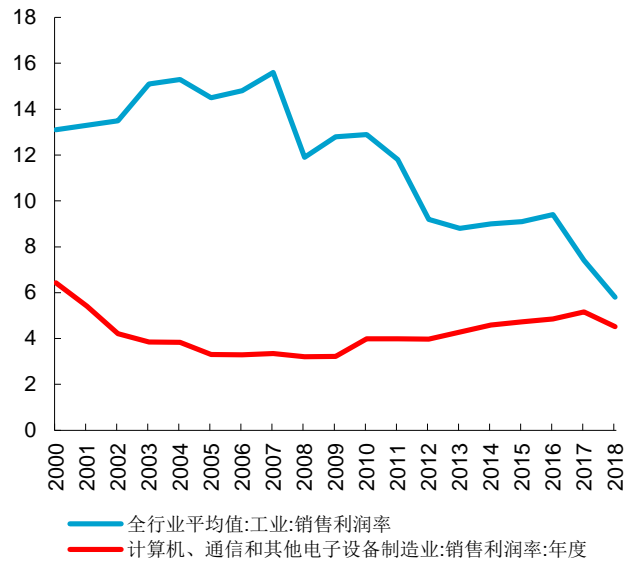
从资本开支来看,2012 年以来制造业固定资产投资增速持续下滑,而以计算机、通信及电子行业为代表的科技行业固定资产投资增速维持震荡持稳,特别是 2015 年以来科技行业固定资产投资增速明显快于制造业整体固定资产投资增速。销售净利率来看,工业企业销售净利率从较高水平伴随经济增速的回落持续下行趋势明显;以电子为代表的科技行业销售净利率维持相对较低位置,但趋势上维持稳定,受宏观经济波动的影响相对较小。特别是自 2018 年开始,电子行业销售净利率开始超过工业整体的销售净利率。

图 28: 2014 年以来科技固定资产投资高于制造业整体



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 29: 传统行业销售利润率下行, 科技维持稳定上行



资料来源: Wind, 国海证券研究所

科技行业的估值短期受风险偏好的影响较大, 具备较高的贝塔效应。当市场赚钱效应比较明显, 投资者风险偏好较高时, 股市流动性比较充裕, 一般在短期能够迅速推升科技行业的估值水平。一般而言, 科技行业估值快速的抬升是相对不稳定的, 需要持续充裕的流动性支撑。当流动性收紧时, 估值的短期波动也较大。

科技行业中长期的估值主要受到行业景气度的影响, 行业中长期的预期增速将起到决定性作用。举例来说, 中美贸易战的长期性将引导逆全球化浪潮, 全球一元体系打破, 向二元体系转变, 提升了投资者对自主可控领域的增速预期。全球掀起的 5G 建设周期, 将推动手机及相关应用的增速预期, 带来估值的中长期抬升。新能源车板块, 特斯拉在上海建厂、以及欧洲较大力度的政策推动汽车升级, 将带动新能源车产业链整体的增速上修, 抬升板块估值水平。新兴的短视频和网红经济带动相关行业的消费增速抬升从而带动估值的提升。

图 30: 半导体行业估值走势



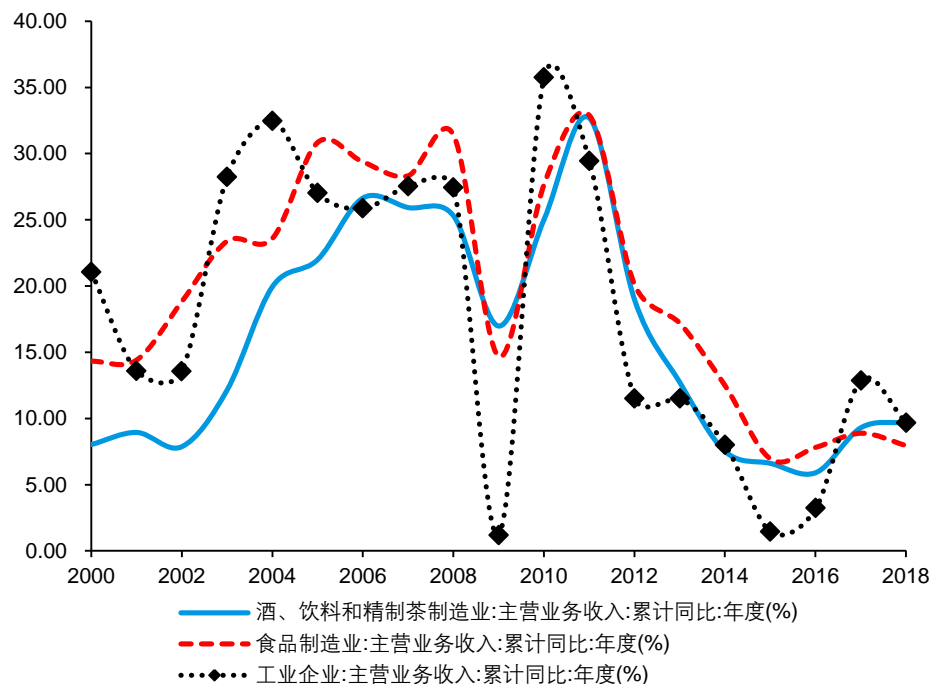
资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.2、消费龙头持续受益行业集中度的提升

消费行业龙头估值有望持续提升或持续维持较高水平。一方面消费行业盈利增速稳定且能维持相对较高的水平，另一方面行业多数基本已经进入相对成熟期，行业的集中度开始不断提升，行业龙头的市占率持续提升，盈利能力持续提高。以上两个方面均支撑消费行业龙头给出估值溢价，食品饮料是其中较为典型的代表。

盈利的稳定性抬升食品饮料行业估值。食品饮料行业增速的波动性显著弱于工业企业整体增速的波动性，且多数年份食品饮料的盈利增速均高于工业企业整体盈利增速。特别是经济波动相对较大的年份，食品饮料作为必选消费品，受经济的影响相对较小，盈利的稳定性凸显，行业间比较，市场倾向于给出更高的估值。宏观经济自 2018 年起来持续承压，特别是疫情的催化，市场对“确定性”的抱团更加明确且集中，食品饮料的估值水平也在持续提升。

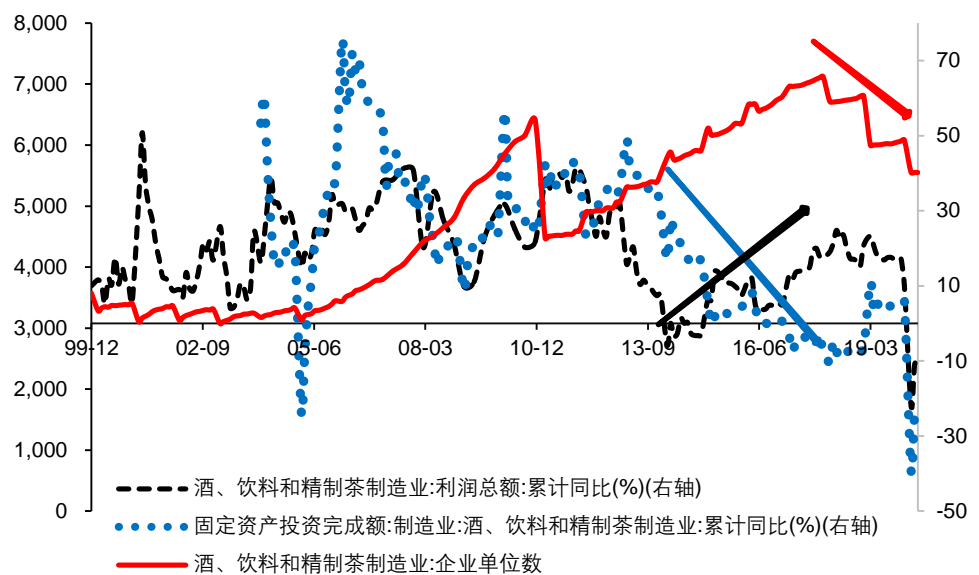
图 31：食品饮料收入增速相对稳定且较多年份高于工业整体



资料来源：Wind，国海证券研究所

行业集中度提升推动行业龙头估值溢价。白酒行业自 2014 年以来固定资产投资增速开始持续下滑，并在 2016 年下半年开始转负。白酒行业工业企业数量自 2018 年以来开始持续收缩，行业集中度提升在数据层面开始证实。利润端来看，白酒行业至 2015 年利润增速开始见底回升。2013 年白酒行业受到“塑化剂”事件冲击，估值一度跌至不足 9 倍，此后在 2015 年回升自 20 倍附近。本轮白酒行业估值的持续抬升始于 2016 年，与行业资本开支转负的时间点更为一致。

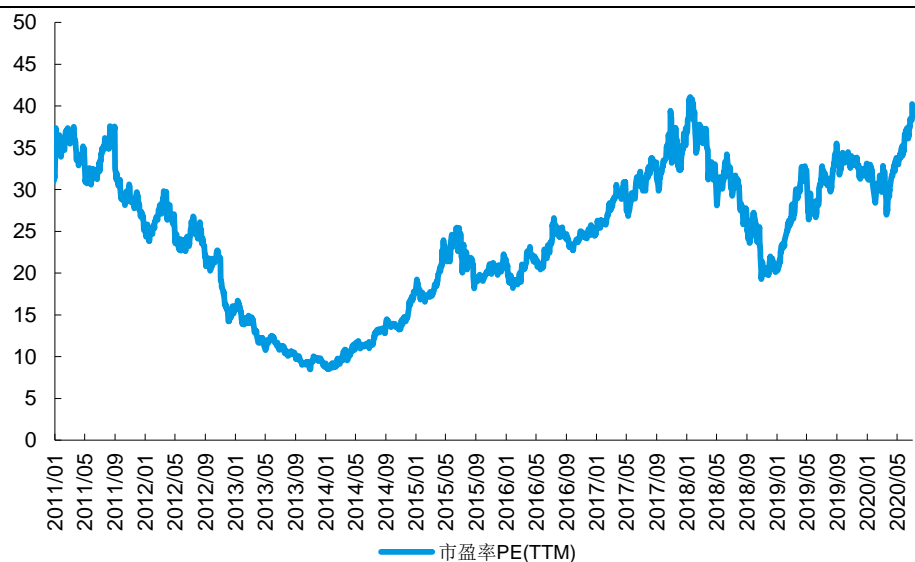
图 32: 白酒行业进入相对成熟期



资料来源: Wind, 国海证券研究所

消费行业整体利润增速进入稳定期，其与经济的弱相关性，使得消费行业估值波动与经济预期存在一定的负相关。行业进入成熟期，行业集中度提升，能够支撑行业龙头维持较高的估值水平，短期过高的估值将在中长期通过盈利的稳步提升被时间消化。消费行业盈利的稳定性较强，行业间比较有较高的避险属性，受益于确定性，在经济压力较大的情况下给出较高的相对估值。展望消费行业中长期估值趋势，我们认为行业龙头估值有望持续上行或持续维持高位，但风险点来自于经济的超预期复苏是得行业短期缺乏弹性。

图 33: 白酒行业估值走势

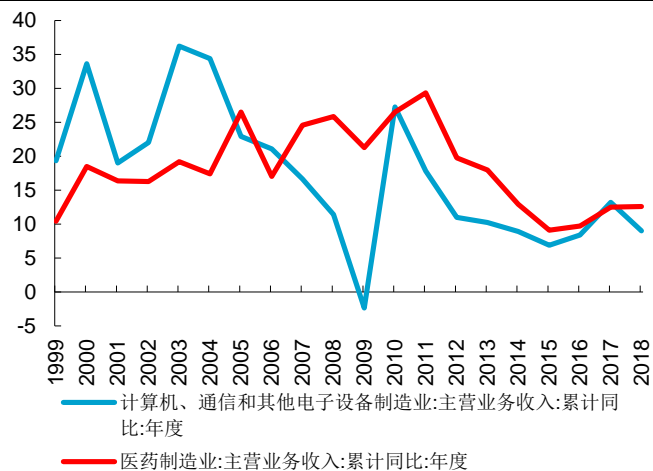


资料来源: Wind, 国海证券研究所

基本面角度，医药行业维持相对较高的营收增速且比较稳定，行业销售利润率持续维持高位。利润增速维持在 10%附近，波动较小，表现出稳定的成长属性。估值角度，医药行业估值与食品饮料估值走势类似，估值的波动与经济负相关，

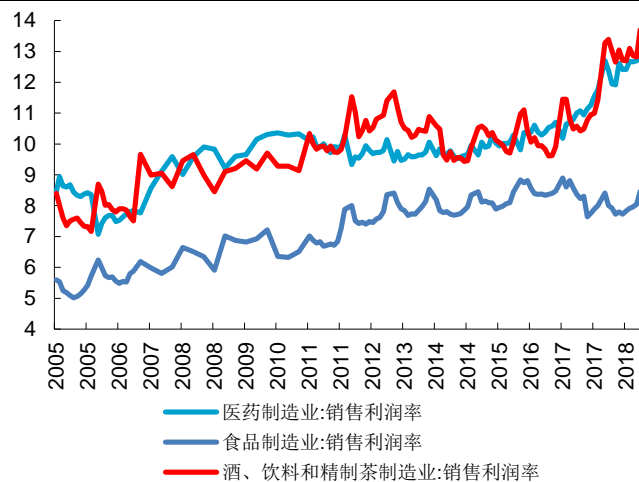
特别是今年受新冠疫情的影响，医药行业的估值进一步抬升。

图 34: 医药收入增速快且稳定



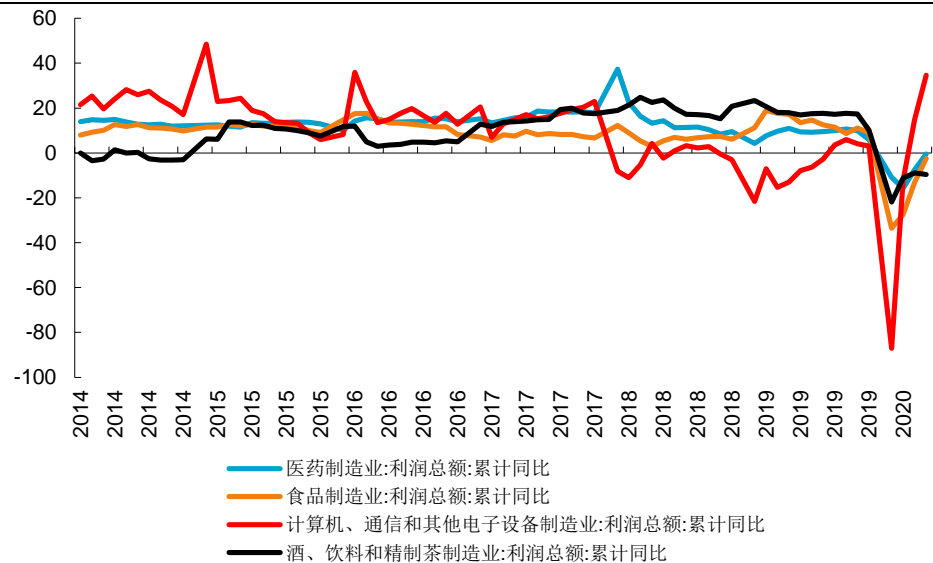
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 35: 医药行业销售利润率较高



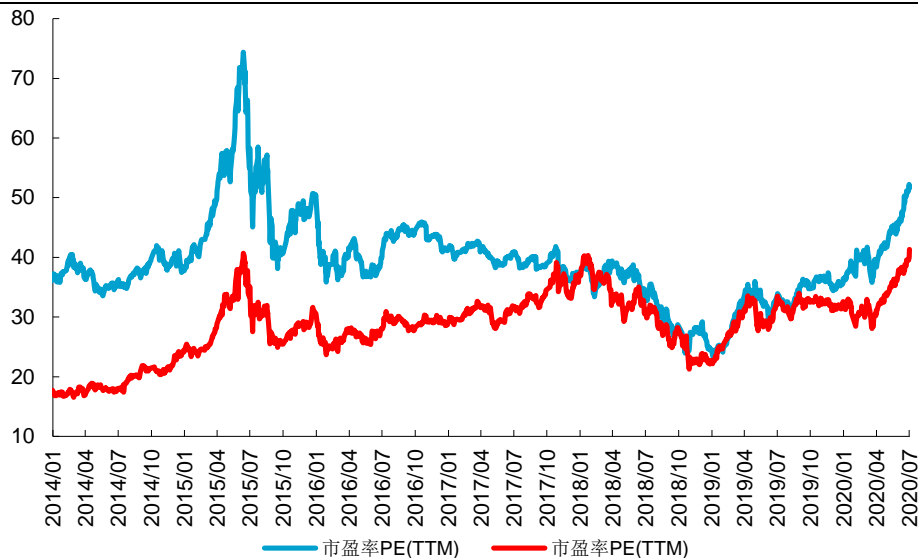
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 36: 医药、食品饮料及成长行业利润增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 37: 医药、食品饮料行业估值走势



资料来源: Wind, 国海证券研究所

3、大势研判: 股市中枢将继续抬升

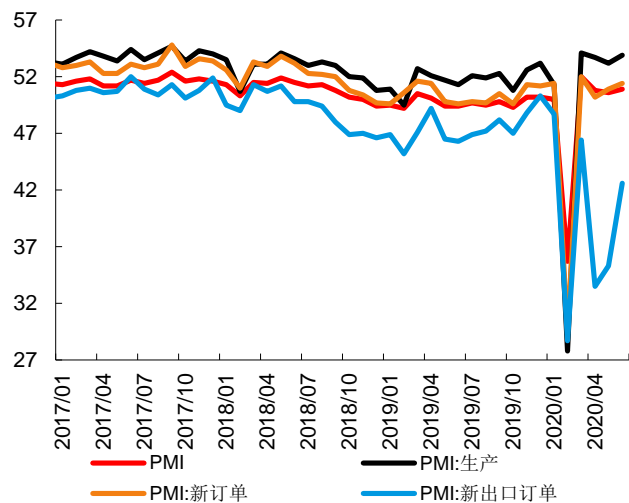
3.1、经济修复仍在途中

PMI 数据显示经济继续强劲复苏。制造业 PMI 数据连续四个月位于荣枯线上方, 6 月 PMI 从 50.6 进一步回升至 50.9。PMI 分项指数也显示, 经济全方位在复苏。生产和新订单指数继续回升, 受益于欧美的复工复产, 海外需求出现明显改善, 6 月新出口订单指数从 35.3 大幅回升到 42.6。根据 IMF 预测, 中国经济在 2020 年实际增速将达到 0.96%, 2021 年进一步大幅回升, 且发达经济体及新兴市场经济增速均回归正常增长水平。

国内来看, 地产、基建投资持续回升, 地产销售端也在不断回暖。上半年由于疫情的影响, 项目开工缓慢, 伴随国内疫情的控制, 下半年稳增长政策下, 基建作为主要抓手, 有望进一步发力。工业品价格持续反弹, 也预示这经济的持续修复。

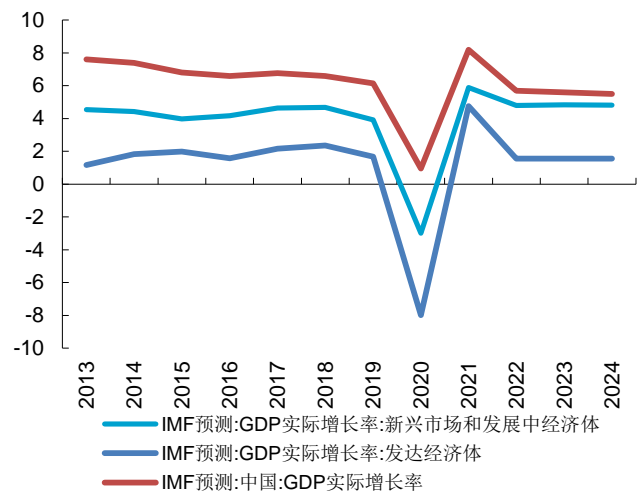
外需来看, 目前在逐步好转。欧美经济已经复工, 尽管复工后海外新增病例又创新高, 但欧美稳增长的迫切性决定复工复产是主基调, 甚至进一步的刺激政策可期。考虑疫情的影响, 外需可能存在反复, 但大趋势上外需将不断改善。

图 38: PMI 持续维持荣枯线上方



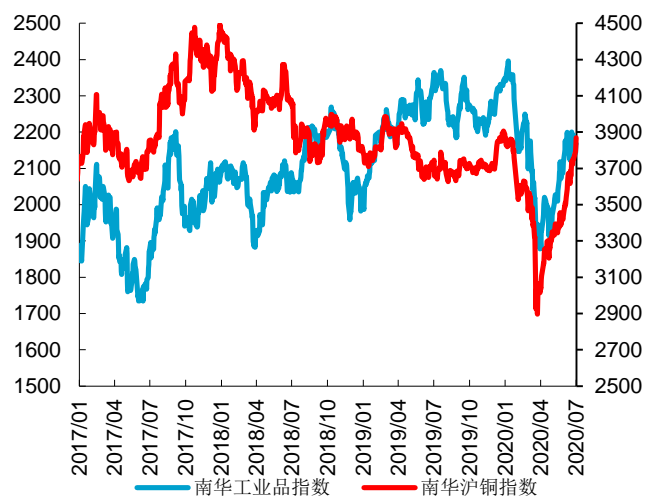
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 39: IMF 预测 2021 年全球经济恢复增长



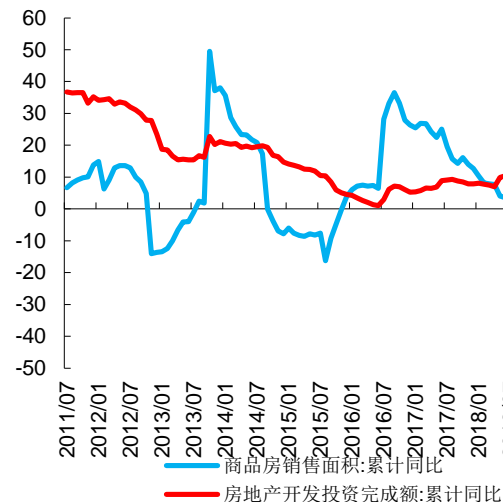
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 40: 工业品价格快速修复预示经济转好



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 41: 地产销售、投资持续改善



资料来源: Wind, 国海证券研究所

3.2、流动性充裕推升权益市场估值

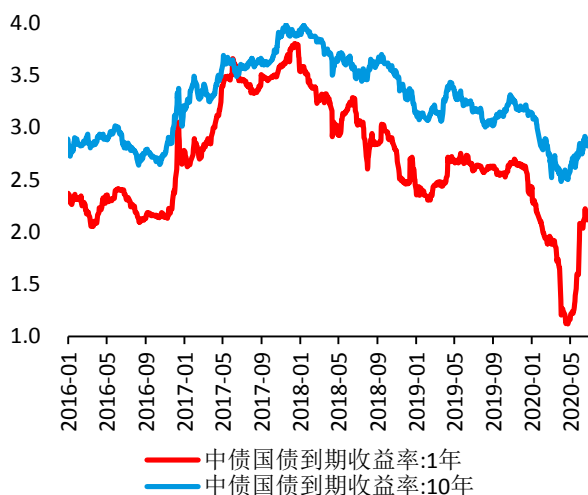
利率水平快速修复至疫情初期，进一步快速上行乏力，货币政策仍将维持宽松的格局。5 月以来，伴随经济的修复以及政策转入观察期，利率出现一轮快速修复，但利率的上行对股市的影响较小，更多体现的是债市的波动。短端利率，1 年期国债利率由 5 月初的 1.1% 大幅抬升到近期的 2.1% 以上。利率快速修复至疫情爆发初期的水平，我们认为利率将暂缓上行。坚定“房住不炒”，地产信贷需求下降将抑制信用的扩张，从而有利于推动利率下行，货币政策有望继续维持较宽松的格局。其次，当下经济仍处于修复期，货币政策延续宽松的格局，有利

于经济的修复。宏观流动性的充裕有利于推动资金向股市微观流动性传导，权益市场流动性格局较好。

股票基金指数突破2018年初高点，赚钱效应开始显现。上证指数有一定的失真，仍在3000点附近，但中证股票基金指数已经突破2018年初的高点，股市的赚钱效应开始显现。我们根据新增投资者数量估算的沪深新增股票数3月以来快速上升，个人投资者仍在持续入场。从大的趋势而言，当前低利率环境下，固定收益资产难以满足居民对收益的需求，房住不炒政策下地产投资价值弱化，在权益市场向风险要收益将是未来较长时间的主流选择。居民资金增配权益市场将给股市提供较好的流动性支撑。

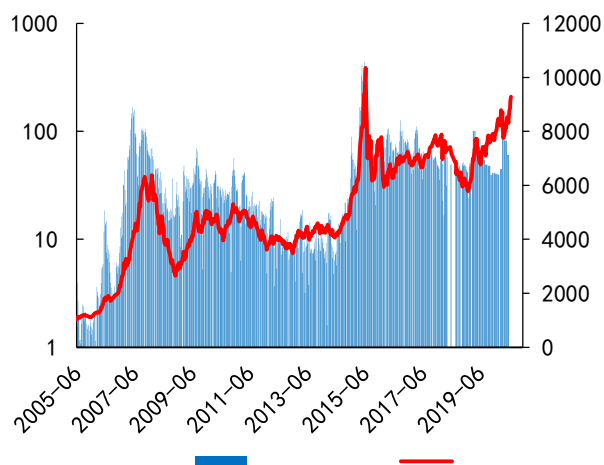
机构资金持续入场。北上资金累计净买入突破今年2月份高点创下新高。公募基金新发行基金淡季不淡，持续维持较高规模，达到2019年年初及2020年年初水平。股市微观流动性处于较充裕的状态，在股市本身赚钱效应的驱动下，增量资金的趋势将进一步加强。A股整体估值分位仍处于50%以下，充裕的流动性有望带动整体估值的进一步提升。

图 42：利率进一步上升乏力



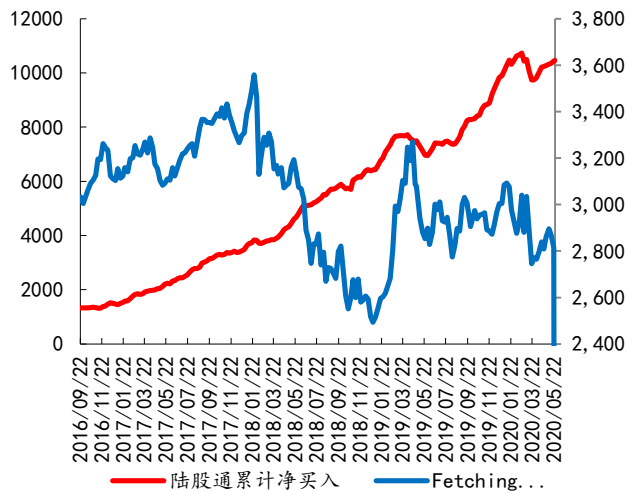
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 43：中证股票基金指数突破2018年初新高



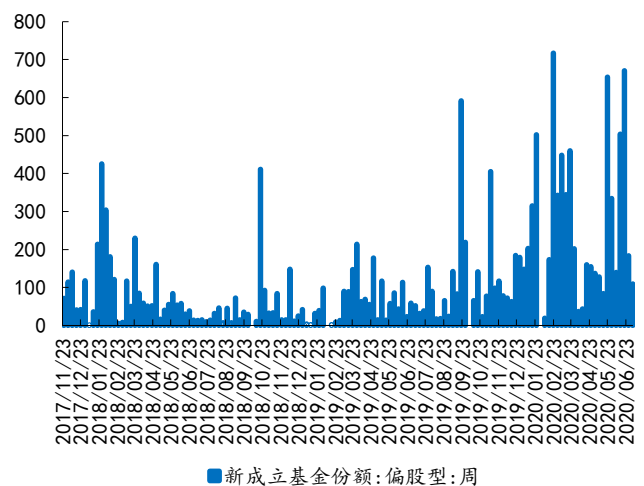
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 44: 北上资金持续流入



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 45: 基金发行淡季不淡



资料来源: Wind, 国海证券研究所

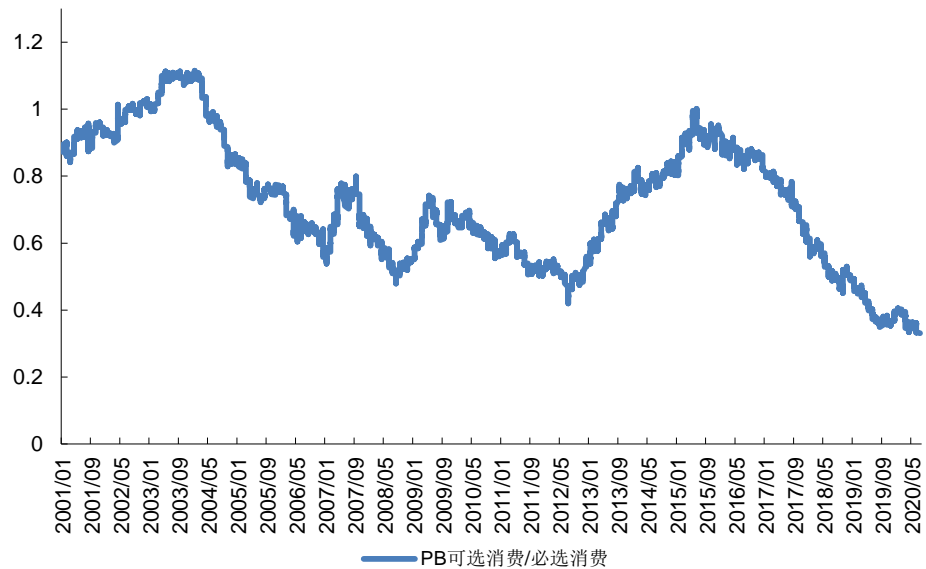
4、行业配置：转向低估值及高弹性板块

4.1、消费：转向可选消费

受疫情影响，上半年必选消费板块由于业绩的确定性受到机构的抱团，目前必选消费整体估值处于较高位置，食品饮料 PB 及 PE 估值均在 90%以上分位，医药 PE 估值也处于 90%以上分位。尽管必选消费业绩长期比较稳定，但伴随经济的修复，前期确定性的优势决定这后续业绩弹性的乏力，高估值可能需要时间通过业绩进一步的消化。

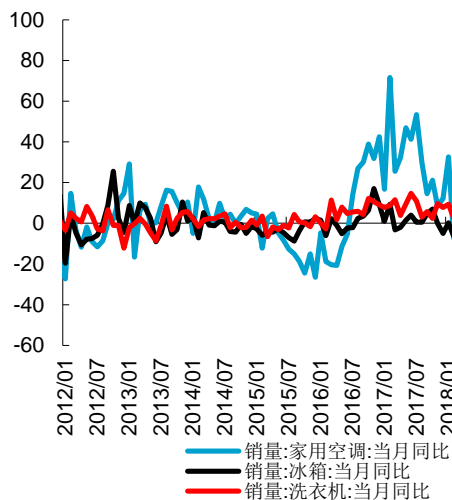
消费板块的配置上应当转向与经济更相关的可选消费领域。一是可选消费相对必选消费的估值处于历史底部位置，性价比较高；其次，伴随国内外经济的修复，居民由于疫情压制的消费能力将逐步释放。建议关注家电特别是白电及汽车行业的配置机会。家电行业疫情期间，便捷免安装的小家电销售较好，而需要安装的厨电销售数据下降较多，这部分消费的压制将伴随疫情的控制逐步释放。家电海外营收占比在 40%以上，外需的改善将进一步带动家电的需求。

图 46: 可选消费/必选消费比价底部, 性价比更高



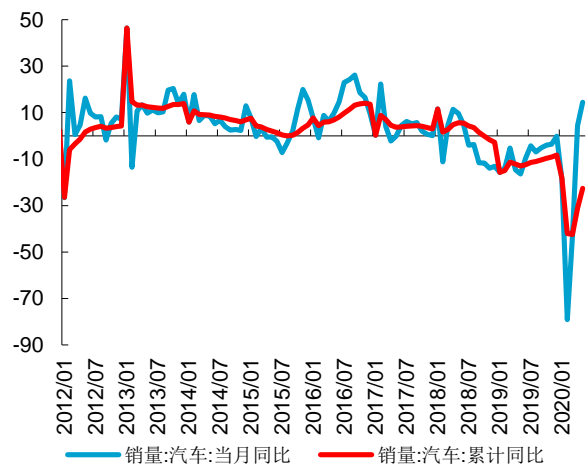
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 47: 白电销售增速持续回升



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 48: 汽车销售 5 月单月同比 14%



资料来源: Wind, 国海证券研究所

4.2、科技：中长期主线配置方向

科技板块整体估值处于合理区间，高成长性支撑高估值。中长期来看，宏观经济进入成熟期，增速稳定且逐步下移，波动性衰减，科技板块是为数不多的具备高增速的板块，科技的高增速表现出极大的稀缺属性。展望下半年，伴随海外需求的复苏，科技板块的景气度有望边际改善。重点关注半导体、消费电子、新能源车等领域的配置机会。中国半导体产业仍处于蓬勃发展阶段，产业发展逻辑趋势

向好，半导体的景气周期更长，有望成为未来 3-5 年的投资主线。新冠疫情不会改变 5G 换机大趋势，2020 年仍将是 5G 手机渗透率快速提升的一年，建议布局消费电子龙头。

4.3、金融：重点配置券商

金融板块整体处于估值底部，我们推荐布局券商，关注银行及地产估值修复下的配置机会。资本市场政策处于新一轮的创新周期，A 股微观流动性处于持续扩张的趋势，对于 A 股市场中长期展望比较乐观，这将支撑券商板块存在趋势性的行情，当前券商的估值处于历史较低分位，具备较高的配置价值。银行、地产中长期逻辑有瑕疵，但估值处于绝对低位，经济的修复及股市低估值风格的转向有望带动行业出现估值修复行情。

4.4、周期：龙头配置价值凸显

周期行业整体估值均处于历史估值较低分位。通过供给侧改革，传统行业产能进一步优化，周期行业的盈利能力有了较大的提高。经济进入成熟期，经济的波动性下降，盈利的稳定性提升。当前周期行业处于较低估值，建议配置周期龙头。

5、风险提示

5.1、地产复苏超预期

我们认为“房住不炒”抑制信用扩张的速度，推动利率下行。房地产政策的持续调控下，地产周期更加平滑，“房住不炒”的定位进一步降低未来地产周期的波动性。地产的复苏将是以一种较为温和的方式复苏。如果地产政策松动，房地产超预期复苏，销售、投资超预期上行将带动信用扩张，推升利率水平，从而导致宏观流动性收紧。利率的上行将对制造业的复苏产生压制，不利于经济整体的修复。其次地产投资波动性扩大带动宏观经济的波动性抬升，那么地产产业链存在较大的上行风险。

5.2、海内外疫情再次爆发

上述分析我们假设国内疫情控制较好，海外疫情逐步缓解。从而海内外经济逐步复苏，内外需共振。但目前国内外很多专家对四季度疫情持比较悲观的看法，如果疫情出现再次爆发，将对基本面的复苏产生冲击。但就对资本市场的整体影响而言是弱于年初疫情爆发时的冲击的，二次影响将弱于初次影响，疫情的再次爆发将对行业的配置产生较大影响。

【策略研究小组介绍】

李浩，工商管理硕士，十年钢铁行业工作经验，七年钢铁市场研究经验，曾就职武钢股份。目前从事 A 股策略研究。
纪翔，中科院工商管理硕士，东北财经大学经济学学士。曾从事黄金、钢铁板块研究，目前从事 A 股策略研究。
周远扬，南开大学金融硕士，金融学与数学双学士，三年 A 股策略研究经验，擅长行业比较与 A 股流动性分析。

【分析师承诺】

纪翔、李浩，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。