

日期：2020 年 06 月 01 日



分析师：屠骏
Tel: 021-53686136
E-mail: tujun@shzq.com
SAC 证书编号：S0870511070001

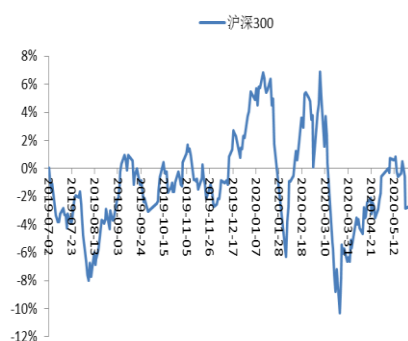
分析师：陈健宏
Tel: 021-53686133
E-mail: chenjianmi@shzq.com
SAC 证书编号：S0870514080001

报告编号：2020NDCL-2

相关报告：

首次报告日期：2012 年 10 月 10 日

最近 6 个月沪深 300 指数表现



变中求稳，顺势而上

——2020 年 A 股市场中期策略展望

■ 主要观点：

下半年 A 股市场面临的三个不确定性或者间歇性压力：

首先，下半年全球都将在控制疫情和经济发展之间求得可持续的平衡。国内疫情防控常态化的经济成本，可能使需求短时间内难以恢复。财税政策和货币政策仍保持克制，需求可能无法短时间恢复并扩张。

其次，疫情、美国大选加剧外部关系复杂化，大国博弈可能使得中美科技合作关系进一步恶化。

最后，美联储资产负债表规模的扩张趋于收敛，流动性扩张对于美股高估值支撑减弱，信用利差扩张，压制风险偏好，美股再次出现动荡。

A 股市场是个风险偏好主导的成长型市场，上述三大因素会对下半年市场风险偏好形成间歇性的压制。

但同时，国内的政策基调已定——不设目标，底线思维。六保六稳，最核心的是保就业。今年中国经济下半年求“稳”是确定的。

今年以来成立了 534 只新基金，规模合计达到 7933.82 亿元，超过了 2015 年前 5 个月牛市行情中的新发规模 7876 亿元。此外，今年新基金平均发行规模达到 14.86 亿元，高于近 5 年同期平均发行规模。2019 年以来 A 股市场的机构化趋势仍将继续演进，权益资产的配置价值继续凸显，在低利率、低增长成为常态的市场环境下，确定性溢价主导下的结构性行情，可能出现局部泡沫化迹象。

下半年基于疫情控制、经济恢复、华为事件演进的预判，我们总体上认为市场风险偏好将呈现前低后高的态势。结构性行情的把握重点在于消费向科技切换的时点。在科技创新、内需消费、制度红利三条结构主线下，我们看好军工（大飞机、空天互联网）、房地产后周期产业链-物业管理和整体家居、宠物食品、体外检测、消费电子、海南区域等结构机会。

一、宏观影响因素

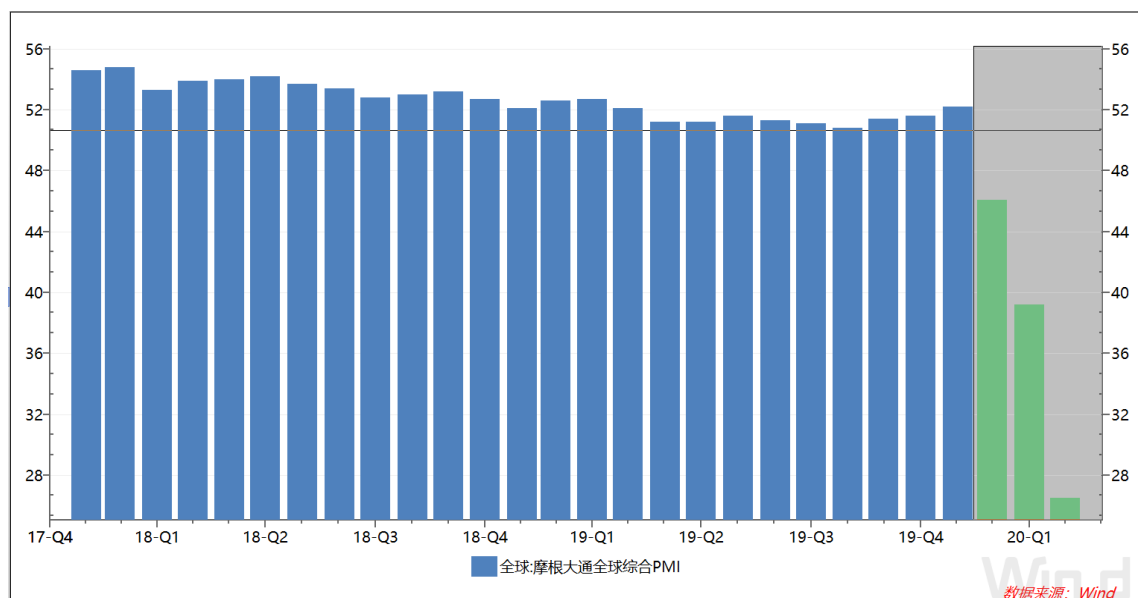
（一）外需冲击明显，内部政策加码应对经济下行压力

疫情的影响导致全球经济形势明显恶化。2 月摩根大通全球综合 PMI 跌穿荣枯分界线读数 46.1，3 月下跌至 39.4，4 月再度大幅下滑至 26.5。

从全球产业链分工需求端的发达经济体看，90 年代以来美国经济经历了 3 轮周期：1991 年 1 季度至 2001 年 4 季度；2002 年 1 季度至 2009 年 2 季度；2009 年 3 季度至今。2018 年 3 季度开始美国经济出现边际下行步入本轮增长周期的尾声，美国制造业 PMI 读数从 2018 年 8 月 61.3 下行至 2019 年末的 47.8，GDP 增速从 2018 年 2 季度的 3.20% 下行至 2019 年 4 季度的 2.32%。欧洲经济相对美国更弱，欧元区制造业 PMI 读数 2018 年开始持续走低，19 年 2 月起一直位于 50 分位下方。与之对应，2018 年开始欧元区 GDP 增速持续下行，2019 年 4 季度降至 1%。

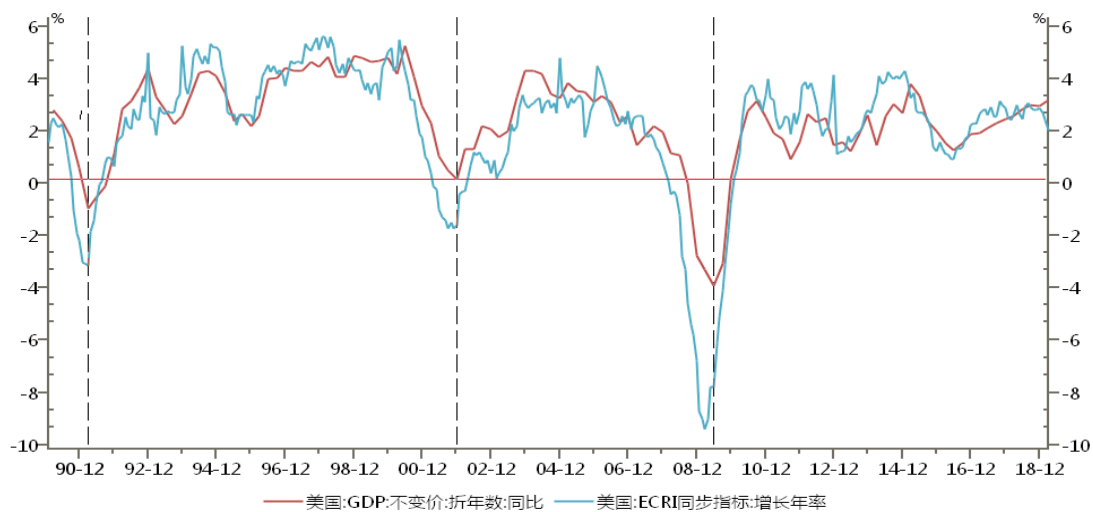
发达经济体处于周期增长的末端叠加新冠疫情的巨大冲击，2020 年 1 季度美国 GDP 增速大幅下滑至 0.32%，同期欧元区增速 -3.20%。

图 1 疫情影响下摩根大通全球综合 PMI 指数大幅下行



数据来源: Wind 资讯、上海证券研究所

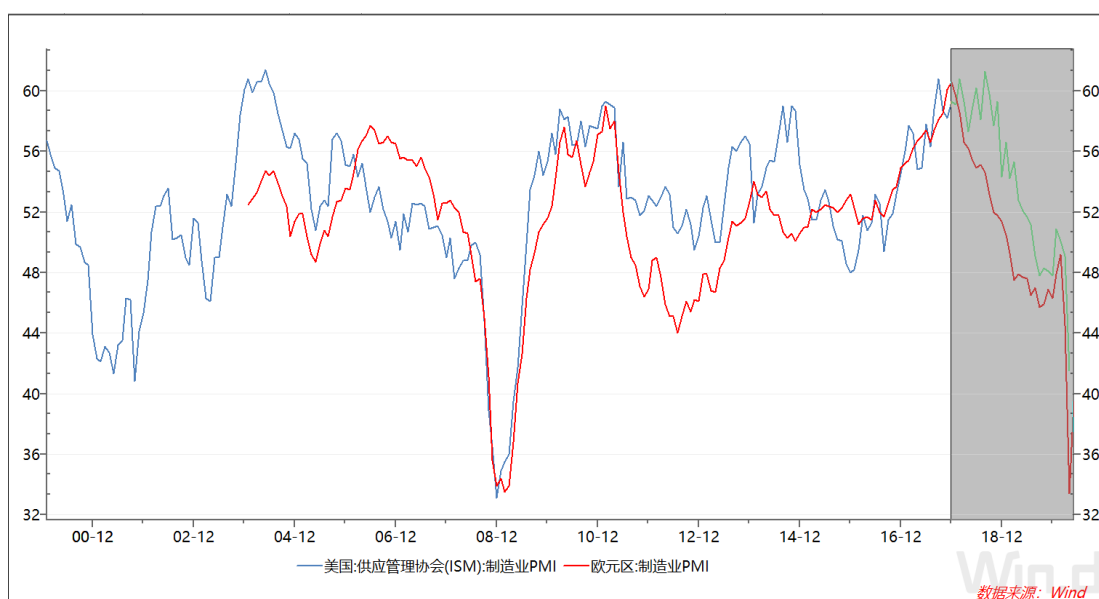
图 2 90 年代以来美国经济周期划分（灰色虚纵线部分为美国经济周期底部）



数据来源: Wind

数据来源: Wind 资讯、上海证券研究所

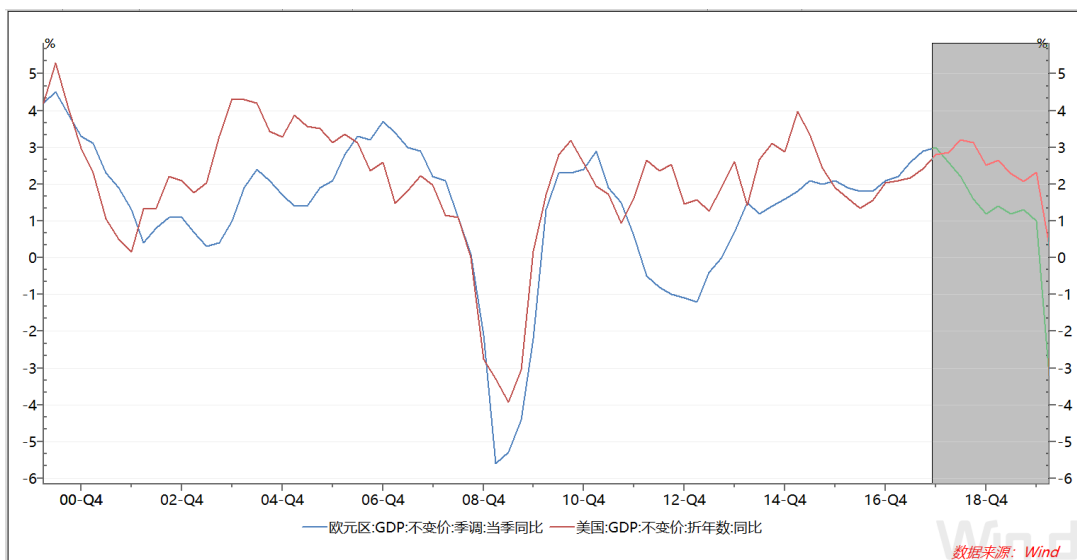
图 3 欧美经济均持续下滑（阴影部分），欧洲经济较美国更弱



数据来源: Wind

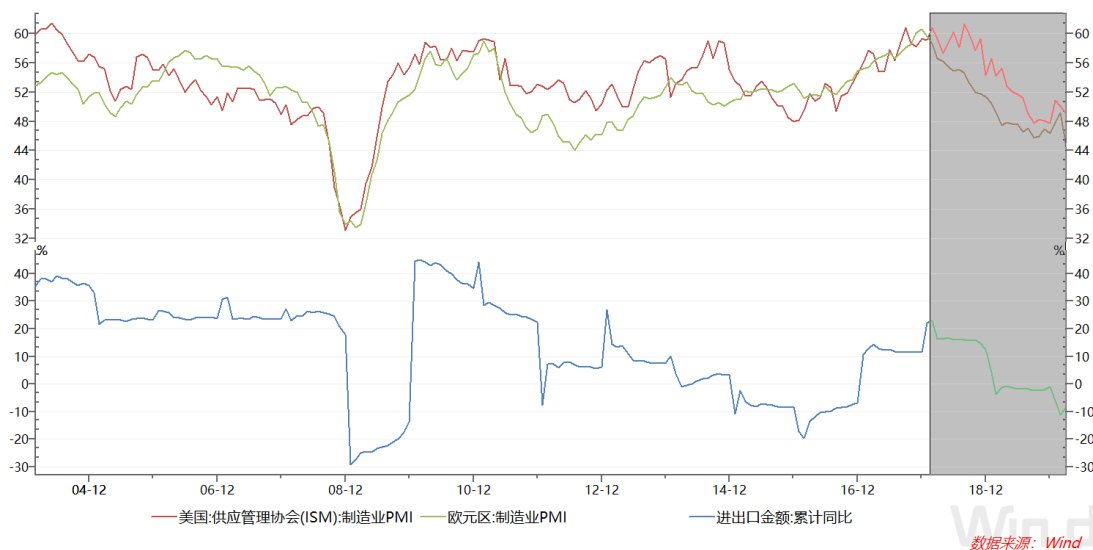
数据来源: Wind 资讯、上海证券研究所

图 4 美国、欧元区 GDP 增速



数据来源: Wind 资讯、上海证券研究所

图 5 外需下滑对中国经济产生明显冲击



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

外需冲击加大国内经济下行压力，中央政策加码对冲外部影响。尽管两会并未设定经济增长目标，但为确保实现“六稳六保”底线任务，两会政府工作报告中的财政和货币政延续双宽松的格局。政府工作报告明确“年度财政赤字率提高到 3.6% 以上，发行专项债 3.75 万亿，特别国债 1 万亿”。由于地产总的基调坚持“房住不炒”，财政发力点主要集中于传统基建和新基建方面，报告提出“加强交通、水利等重大工程建设。增加国家铁路建设资本金 1000 亿元”，“加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展 5G 请务必阅读尾页重要声明

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。货币政策方面，为应对疫情影响一季度央行加大货币投放力度金融市场流动性充裕，报告提出“稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融资规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行”，消除了市场对短期货币政策收紧的担忧。

表 1 2017-2020 年政府工作报告目标

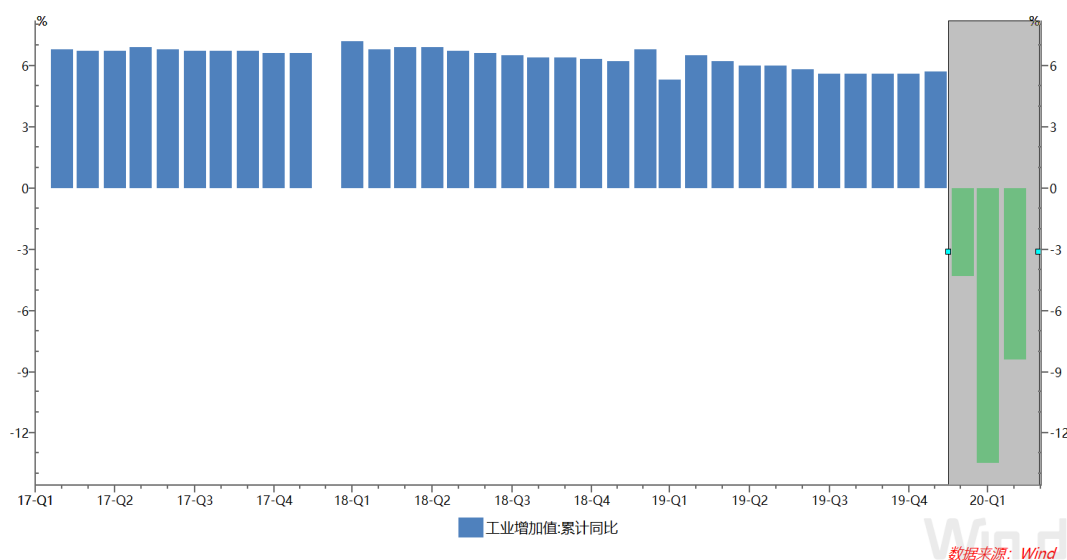
			2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
经济社会发展目标	GDP		6.5%	6.5%	6-6.5%	无、稳经济基本盘
	CPI		3%	3%	3%	3.5%
	城镇	新增就业	1100 万+	1100 万+	1100 万+	900 万+
		调查失业率	无	5.5%-	5.5%	6.0%
		登记失业率	4.5%-	4.5%-	4.5%-	5.5%
	农村	贫困人口减少	1000 万+	1000 万+	1000 万+	全部脱贫
		居民收入	和经济增长基本同步	和经济增长同步	与经济增长基本同步	与经济增长基本同步
	进出口		回稳向好	稳中向好	稳中提质	促稳提质
	国际收支		基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡
	单位 GDP 能耗下降		3.4%+	3%+	3%左右	继续下降
	宏观杠杆率		无	基本稳定	基本稳定	无
货币政策	定调		保持稳健中性	稳健的、保持中性	稳健的、松紧适度	稳健的、更加灵活适度
	M2/社融余额		12%	合理增长	与名义 GDP 增速相配	增速明显高于去年
	流动性		基本稳定	合理稳定	合理充裕	无
财政政策	定调		更加积极有效	积极的、取向不变	积极的、加力提效	积极的、更加积极有为
	赤字率		3%	2.6%	2.8%	3.6%
	财政赤字		2.38 万亿	2.38 万亿	2.76 万亿	3.76 万亿
	中央财政赤字		1.55 万亿	1.55 万亿	1.83 万亿	1.83 万亿
	地方财政赤字		0.83 万亿	0.83 万亿	0.93 万亿	1.93 万亿+1 万亿抗疫债
	全国财政支出		无	21 万亿	23 万亿+	无
	地方政府专项债		8000 亿	1.35 万亿	2.15 万亿	3.75 万亿
	减负	减税	3500 亿	8000 亿+	2 万亿	支持
		降费	2000 亿	3000 亿+		支持
基建	铁路投资/里程		8000 亿	7320 亿	8000 亿/4100km	增加 1000 亿
	公路水运		1.8 万亿公路 20 万公里	1.8 万亿公路 20 万公里	1.8 万亿公路 30 万公里+ 高速 6000km	无

	新增水利/在建	15 项	1 万亿	再开一批	无
	中央预算内投资	5076 亿	5376 亿	5776 亿	6000 亿
地产	棚改	600 万套	580 万套	620 万套	无

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

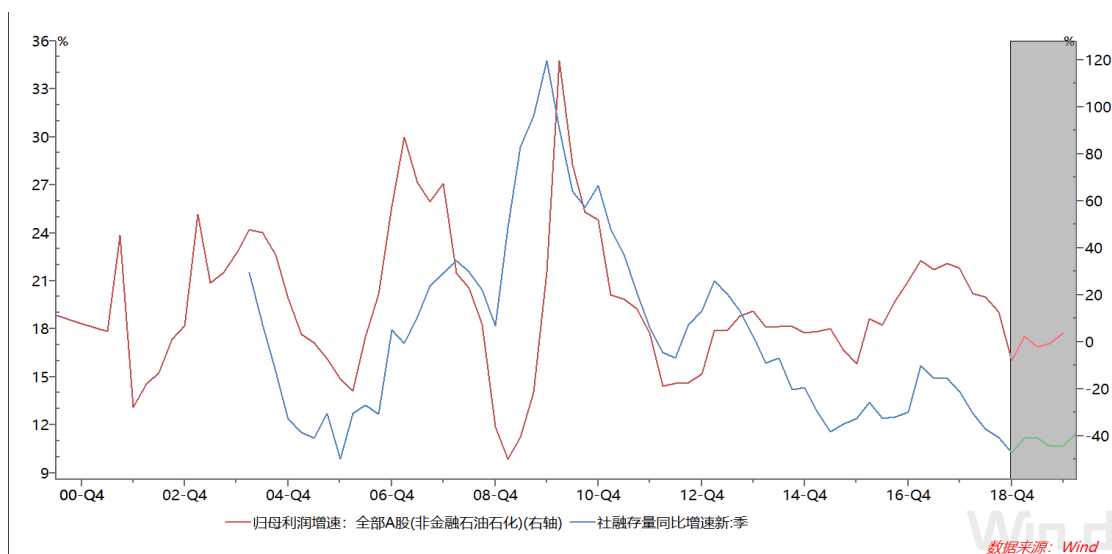
一季度严控疫情的背景下国内经济大幅下滑。疫情得到有效控制后,国内复工复产的进度明显加快,在积极的财政与货币政策以及有针对性的产业政策等各项措施的有力支持下,生产、投资、消费等数据开始出现好转。此外,社融作为经济的领先指标增速仍然上行或也预示着中期经济(企业盈利)将出现好转。

图 6 疫情对 2020 年 1 季度国内经济造成巨大冲击



数据来源: Wind 资讯、上海证券研究所

图7 社融增速领先于经济（企业盈利）增速

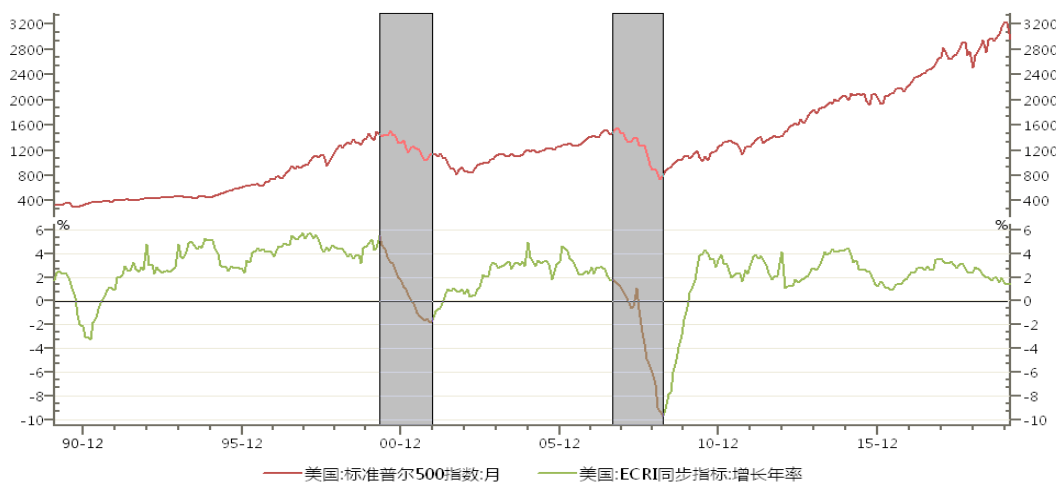


数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

（二）美股波动率加大或将对 A 股市场情绪形成负面扰动

2000 年以及 2008 年经济从周期尾部开始下滑至衰退阶段，美股均逆转前期强势表现，出现头部后开始步入下降通道。2000 年 3 月标普指数见顶持续下跌至 2002 年 10 月见底（2000 年 4 月美国经济摆脱衰退），历时 32 个月，区间跌幅 35.18%。2007 年 10 月标普指数见顶持续下跌至 2009 年 3 月见底（2010 年 1 月美国经济摆脱衰退），历时 18 个月，区间跌幅 47.74%。参考 2000 年以及 2008 年美股的表现，在美国经济大概率陷入衰退的背景下，由经济基本面决定的美股中期或仍面临下行压力，美股波动率加大叠加美国大选前特朗普政府为转移国内矛盾不断挑起外部争端或将对 A 股市场情绪形成负面扰动。

图 8 2000 年以及 2008 年经济从周期尾部开始下滑至衰退阶段，美股均逆转前期强势表现，出现头部后开始步入下降通道



数据来源: Wind

数据来源: Wind 资讯、上海证券研究所

二、结构性机会

国内疫情防控常态化，下半年经济复苏已在路上，此次两会淡化经济目标、积极财政政策等方向基本都在市场预期内，整体较为宽松的政策环境和流动性环境将提供交易性机会。中报披露之前，建议选择医药生物子板块体外检测等业绩确定性较高的板块，内需消费中具有稳定现金流，外延并购活跃的房地产后周期板块和消费升级的宠物食品板块，第四季度智能手机出货量可能反弹。外部因素复杂多变情况下，自主创新主题如大飞机和飞机发动机产业链具有主题性机会。空天互联网也兼具新基建概念和自主创新概念。

(一) 国产大飞机和飞机发动机产业链

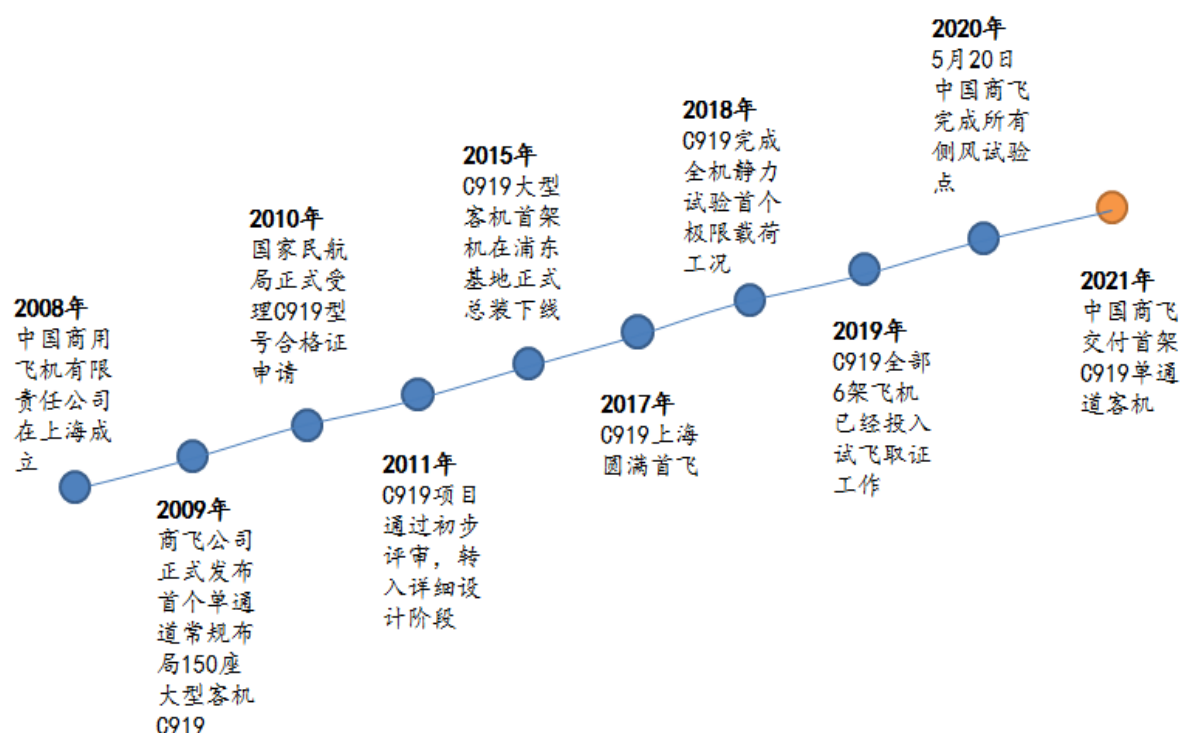
美国政府对是否允许通用电气出口中国民用 Leap 航空发动机的态度一直在摇摆之中。4 月 7 日美国通用电气负责人证实，已经从特朗普政府获得出口许可，允许向中国商飞 C919 客机出口 Leap 航空发动机。然而，5 月 15 日中美冲突升级，美国商务部禁止华为和旗下半导体公司海思使用美国商务部管制清单上的软件和技术生产出的任何产品。即使美国政府此次确定允许对华出口民用航空发动机，也可能带有附加条款限制，包括出口许可的有效期等。中国研发自己的大飞机产业链，满足国内市场需求刻不容缓。

大飞机是指起飞总重超过 100 吨的运输类飞机，也包括 150 座以上的干线客机，大飞机需要一个国家高新技术产业的系统集成。能够带动新材料、高端制造、动力系统、电子设备、自动控制、信息技术等领域的关键技术实现集群突破。技术扩散率高达 60%。此外，研制大飞机能够大幅提高流体力学、固体力学、计算数学、热物理、化学、信息科学等一系列基础科学的研究水平。中国在《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020 年）》中明确了：大型飞机项目是中国在未来 15 年内力争突破的 16 项重大专项之一。

中国用的是“大运（输机）、大客（机）协同发展”的方案。目前大型运输机运-20 已经批量装备解放军空军。2020 年 2 月 13 日运 20 执行武汉抗击疫情运输任务，为首次公开执行非战争军事行动。大型民用客机 C919 计划 2021 年实现商业交付，目前 6 架 C919 机正在进行执行适航试飞任务。

目前 C919 已经获得 815 架订单，未来中国对 C919 这一级别的飞机需求量有 2300-2700 架，C919 将占国内一半以上的市场，在国外再占一些，总销量将达 2000 架以上。2021 年 C919 顺利商业交付将带动产业链多家上市公司估值和业绩双重增长。

图 9 C919 重大历史事件时间节点图



资料来源：中国商飞、上海证券研究所

C919 产业链分为原材料、机体结构件制造和机载设备三大部分。其中原材料部分中金属材料基本国产化、 复合材料开始进口替代。

表 2 C919 原材料供应商

上市公司	涉及产品
中国铝业	子公司东北轻合金为 C919 提供机翼壁板、蒙皮铝合金材料。机翼壁板已经获得中国商飞授权，蒙皮铝合金用材处于评审阶段
宝钛股份	提供强度高、耐蚀性好、耐热性高的钛合金材料
西部超导	提供超导材料和稀有金属材料
光威复材	是目前唯一进行 PCD 适航认证的国产纤维企业
永兴材料	大飞机潜在特种钢供应
宝钢特钢	公司新研制的 300M 超强度钢将用于 C919 起落架
中航高科	复合材料预浸料的生产
楚江新材	子公司天鸟主要做刹车盘预制体
新研股份	提供精密的加工
爱乐达	擅长航空钛合金类零件精密加工
三角防务	军工集团结构件供应商
中航重机	液压系统大构件锻造

数据来源：中国商飞、上海证券研究所

机体结构件制造是飞机制造的重要环节，其成本在大飞机整机中占 30-35%。得益于军机制造系统的多年积累，中国已经能够独立自主生产 C919 的机体结构件。

表 3 C919 机体结构件供应商

供应商	相关上市公司	涉及产品
西安飞机工业	中航飞机	中机身、外翼、部分中机身
洪都飞机工业	洪都航空	前机身大部段、中后机身
沈飞民机	中航沈飞	后机身、吊挂、APU 舱门
哈尔滨飞机工业	中直股份	前主舱门、垂尾
航天海鹰	航天科技	后机身后段
成飞民机		机头
中国商飞		总装、平尾
浙江西子航空		RAT 舱门

数据来源：中国商飞、上海证券研究所

航空机载设备部分，中国军用航空机载设备系统已经达到国际一流水平，民用机载设备需要严格的适航认证和市场经济性，C919的供应商原先以中外合资公司为主，在中美贸易争端加剧的背景下，C919 机载设备供应链国产化加速。

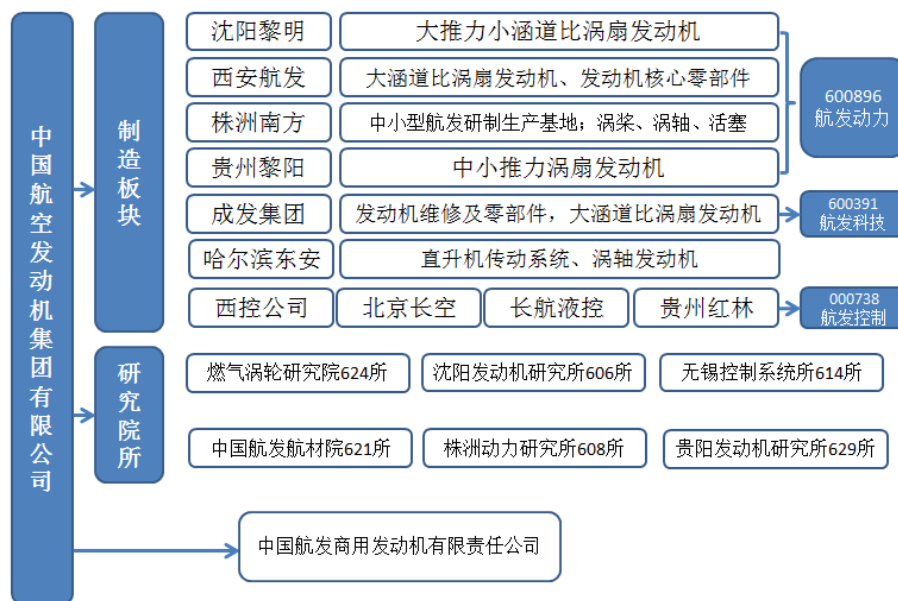
表 4 C919 机载设备供应商

供应商	相关上市公司	涉及产品
九州空管	四川九州	客舱核心系统
昂际航电	中航电子	核心处理系统、综合显示系统、机载维护和飞行记录系统
霍尼韦尔博云	博云新材	机轮刹车系统
中航汉胜	中航机电	电源系统
鹏翔飞控	中航机电	飞控动作系统、液压系统
南京航鹏	中航机电	油箱和液压动力系统
宝胜股份	宝胜股份	特种电缆

数据来源：中国商飞、上海证券研究所

飞机产业链中，航空发动机的技术难度最高、资金投入最大、研制周期最长。能够独立研制先进航空发动机的国家只有美国、英国、法国、俄罗斯和中国。目前中国军用涡扇发动机涡扇 18 已经量产配备运-20 大型运输机，涡扇 20 正在研制中。在民用航空发动机领域，中国和国外差距巨大，目前没有中外合资航空发动机公司。C919 只能向国外采购 LEAP 发动机。外部不确定性极大的背景下，若国产新型发动机实现研发突破，产业链标的将获得更强的催化效应。

图 10 中国航空发动机集团旗下主要研究和生产单位



数据来源：中国商飞、上海证券研究所

（二）空天互联网

空天互联网的主要基础设施是低轨卫星通信网络，随着批量卫星制造成本和可重复运营火箭发射成本大幅降低，低轨卫星通信系统的性价比要高于地面通信系统 5G 基站，可有效对地面通信系统不易覆盖或无法覆盖的地区进行补足，实现全球互联网接入率的提升。

国外低轨卫星通信网络建设完成在即，Space X 和 OneWeb 分别已完成了 360 颗和 34 颗应用星的发射。OneWeb 计划为整个北极圈提供网络服务。由于空间轨位和频段资源的有限性，以及低轨卫星通信网络的巨大发展前景和价值，我国以航天科技和航天科工为代表的鸿雁星座和虹云工程两大低轨卫星星座也于 2018 年开始进行发射验证阶段。

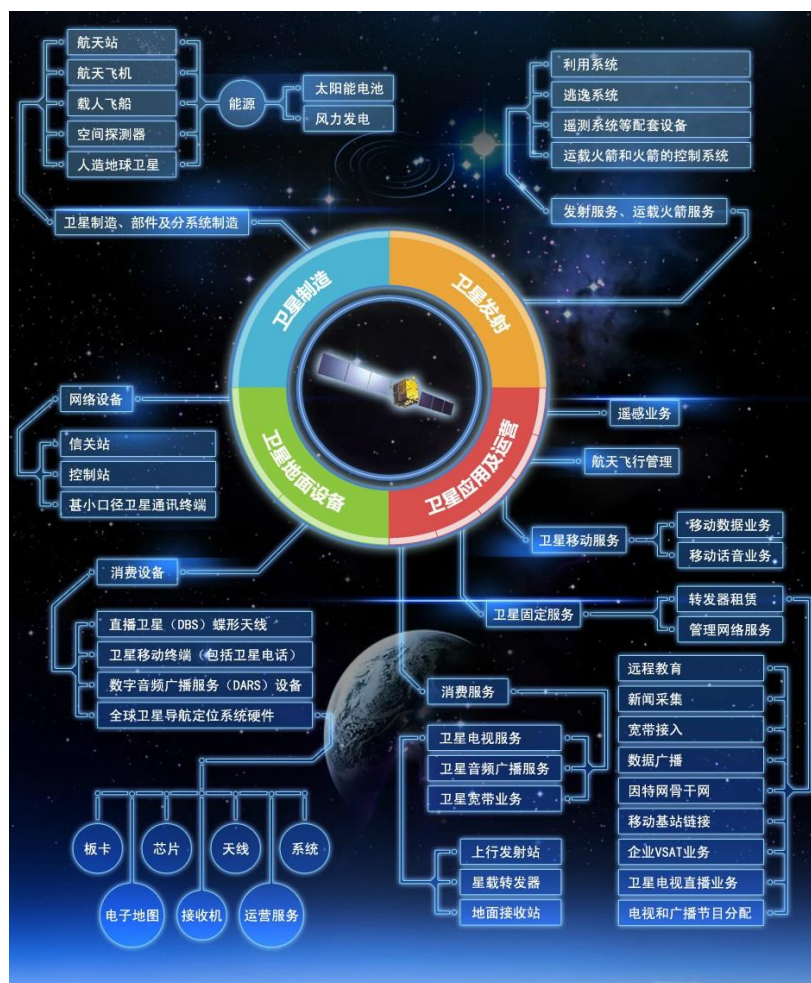
4 月 20 日，国家发改委创新和高技术发展司司长伍浩表示，新基建中的“信息基础设施”主要是指基于新一代信息技术演化生成的基础设施，比如，以 5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的通信网络基础设施，以数据中心、智能计算中心为代表的算力基础设施等。这是国家首次把卫星互联网纳入新基建范围。随着低轨卫星互联网项目建设加速和国产化升级，将带来千亿级的组网市场以及万亿级的应用市场。

表 5 空天产业链相关上市公司

大类划分	细分产品	相关上市公司
卫星组网与发射服务	卫星总体	中国卫星、航天机电
	控制芯片	康拓红外
	导航设备	航天电子
	转发器	杰赛科技
	天线	杰赛科技
	星敏感器	康拓红外
	太阳能帆板及电源	ST 电能
	星载原子钟	天奥电子
	宇航电子器件	航天电子
	被动元器件（电阻、电容）	振华科技、宏达电子、鸿远电子
	TR 组件	亚光科技
	火箭发动机	航天动力
地面基站及移动设备		中国卫星、杰赛科技、
	地面站建设	航天电子、天奥电子
卫星与地面通讯服务 （待定）	移动终端	华力创通、中兴通讯
	移动终端服务商	中国联通、中国移动、
	天基互联网运营商	中国卫通

数据来源：公司官网、上海证券研究所

图 11 空天互联网产业链



数据来源：新浪新闻、上海证券研究所

（三）房地产后周期产业链-物业管理和整体家居

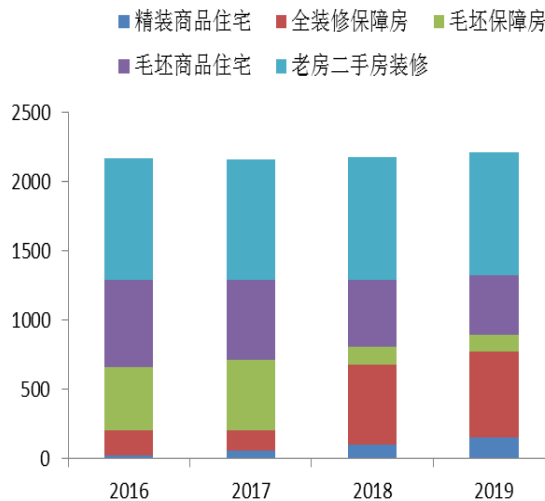
4月16日住房城乡建设部副部长黄艳表示，住房城乡建设部将会同有关部门，加大城镇老旧小区改造力度，推动惠民生、扩内需。2020年，各地计划改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户。部分前期未配套物业管理的老旧小区也将给予物业管理公司新的市场机会。当前我国现有存量房60%是2000年后建设，按照15年左右的更新周期，存量房市场未来有望成为家居需求的重要增长点，并带来家装渠道、局部翻新市场崛起。

头部房企布局家居产业动作频频，4月12日碧桂园创投斥资5亿认购帝欧家居增发股份，5月6日又认购5亿蒙娜丽莎增发股份，认购完成后，碧桂园将成为这两家公司的战略投资者。未来碧桂园集团将在陶瓷建材和家居定制方面和这两家企业进行长期供货合作。

在地产白银时代，老旧小区改造、住宅物业管理和非住宅物业

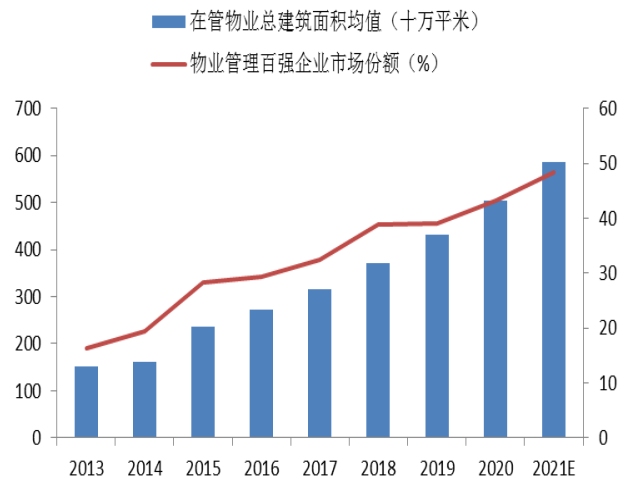
管理等房地产后周期产业目前行业集中度低，外延并购空间大，头部企业增速高。物业管理板块具有高现金流，高增长，低杠杆等特点，且周期属性较弱，投资价值在此次疫情中得到凸显。

图 12 中国住宅装修市场需求规模（万户）



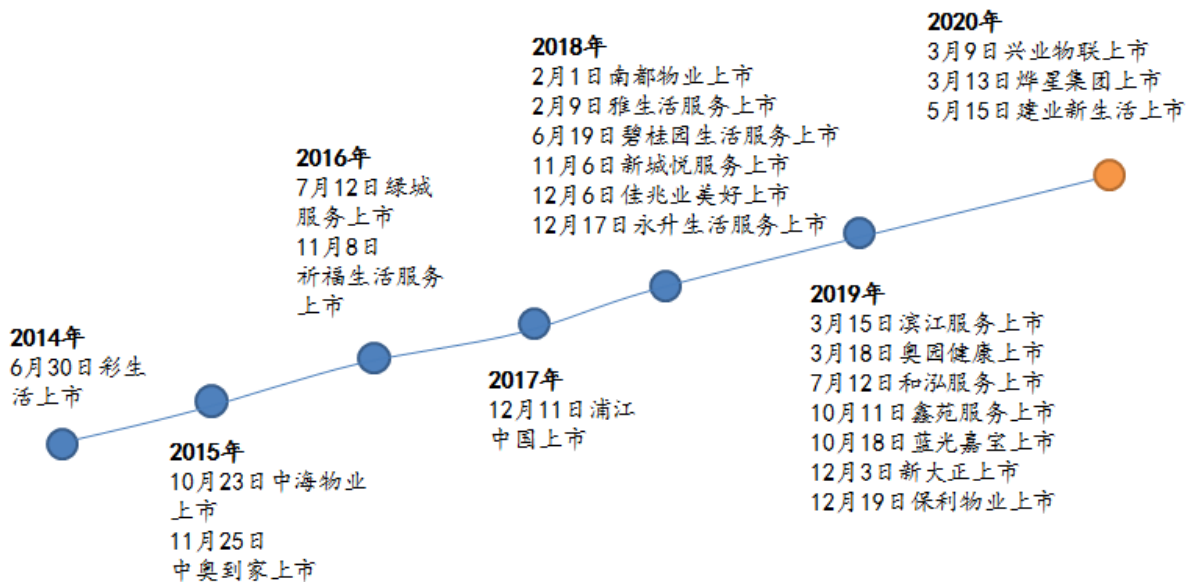
数据来源：国家统计局、住建部、上海证券研究所

图 13 百强企业在管建筑面积和市场份额



数据来源：中国指数研究院、上海证券研究所

图 14 物业管理企业加速上市



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

（四）宠物食品

根据 2019 中国宠物行业白皮书的统计，2019 年我国城镇宠物消费市场规模已达 2024 亿元，比 2018 年增长 18.5%。目前国内家庭养宠物的数量比例和美国日本还有较大差距，随着经济发展、单个家庭人口数量减少和人口老龄化程度上升，未来国内养宠物家庭数量增加，单只宠物年消费金额也将增加，宠物市场成长空间巨大。

宠物食品消费是最大的养宠支出，占宠物消费支出比例为 60%。宠物食品具有刚性且高频的线上线下消费属性，具备细分赛道优势。2019 年国内宠物食品行业市场规模约 1200 亿元，未来仍将保持 20% 以上的增速。

当前阶段以玛氏和雀巢为首的两大海外品牌合计占据国内宠物食品市场约 50% 份额，国内公司的体量普遍较小，市场份额也较低，仍有很大的提升空间，预计未来 2 年我国宠物食品的本土龙头企业市场份额有望达到 15%，年均营业收入增速达到 50% 以上。

图 15 中国宠物行业市场规模变化

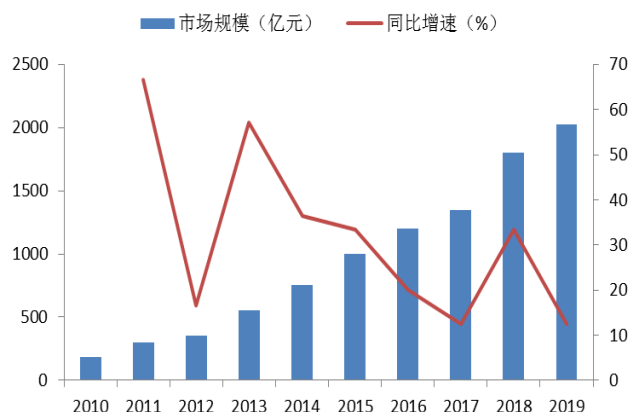
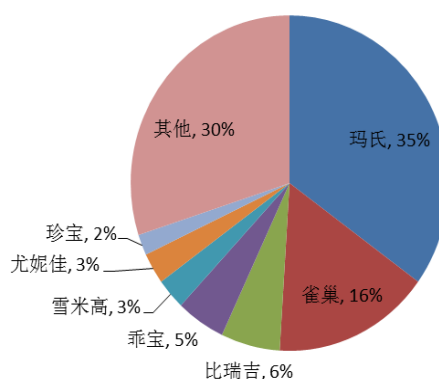


图 16 国内宠物食品市场超半数被海外品牌占据



数据来源：《2019 中国宠物行业白皮书》、上海证券研究所

数据来源：《2019 中国宠物行业白皮书》、上海证券研究所

（五）体外检测

目前海外新冠疫情全面爆发，疫情防控已经进入全球化阶段，新冠肺炎病毒的有效检测是疫情防控的前提。充足的新冠病毒检测人群覆盖率有望实现疫情的有效控制。

海外情况：4 月 25 日，商务部、海关总署和市场监督管理总局下发通知，允许仅取得进口国（地区）标准认证或注册的生产企业出口防疫物资，要求企业提交声明，承诺产品符合进口国质量标准和安全要求，海关凭医保商会企业清单验放。据海关统计，3-4 月

全国共验放出口新冠病毒检测试剂盒 7341 万人份。新冠检测试剂出口政策放松，全球疫情总体仍未见拐点，预计二季度试剂盒出口量将大幅增加，相关企业业绩确定性强。

表 6 部分国内企业新冠病毒检测产品海外认证情况

公司	检测靶标	美国 FDA 认证	欧盟 CE 认证	其他
复星医药	核酸+抗体	✓	✓	
华大基因	核酸	✓	✓	日本、澳大利亚
迈克生物	核酸	✓	✓	
明德生物	核酸	已申请	✓	
丽珠集团	抗体		✓	澳大利亚
万孚生物	抗体		✓	台湾、巴西
安图生物	抗体	✓	✓	
迈克生物	抗体		✓	
科华生物	核酸+抗体		✓	
基蛋生物	核酸+抗体	已申请	✓	
三诺生物	抗体	✓	✓	
迪安诊断	核酸		✓	英国
凯普生物	核酸		✓	巴西
乐普医疗	抗体		✓	
安科生物	核酸+抗体		✓	
透景生命	核酸+抗体		✓	

资料来源：公司公告、上海证券研究所

国内情况：4 月 19 日，国务院发布了《关于进一步做好疫情期间新冠病毒检测有关工作的通知》，要求新冠病毒检测应当由符合条件的医疗机构（包括独立设置的医学检验实验室）和疾控机构开展。扩大检测范围，做到重点人群“应检尽检”、重点行业“适时抽检”、一般人群“愿检尽检”。

新冠病毒检测样本来自于疑似病例的肺泡灌洗液或咽拭子，检测样本可能含有病毒，如处置不当会造成检验科内感染，医疗机构开展病原学检测生物安全二级及以上实验室资质，具有 PCR 实验室条件。

二级医院本身经费不多，就诊人数不多，医院比较分散，考虑成本和建设周期、人员配备等因素，三级医院以及独立设置的医学检验实验室会是主要的检测承担机构。即使集采降价导致国内试剂盒价格下降，医学实验室检验服务仍有较高的利润空间。

表 7 我国扩大重点地区新冠病毒检测范围

工作重点	具体实施
------	------

请务必阅读尾页重要声明

17

全国	境外输入和个别地方本地疫情交织叠加, 加快提高核酸和抗体检测能力	扩大检测范围, 做好对重点地区重点人群应检尽检工作。要做好社区和公共场所常态化科学精准防控, 落实“筛查-诊断-报告-隔离”闭环管理要求, 一旦发现疫情立即精准围堵。
边境	根据疫情跨境输入形势变化, 突出重点做好防控	边境省份要有针对性完善方案, 加强边境地区防控薄弱环节; 加大疫情防控人员和物资等保障力度, 切实做好检测、隔离观察点、房舱医院、定点救治医院等应急设备。

资料来源: 人民日报、上海证券研究所

（六）消费电子

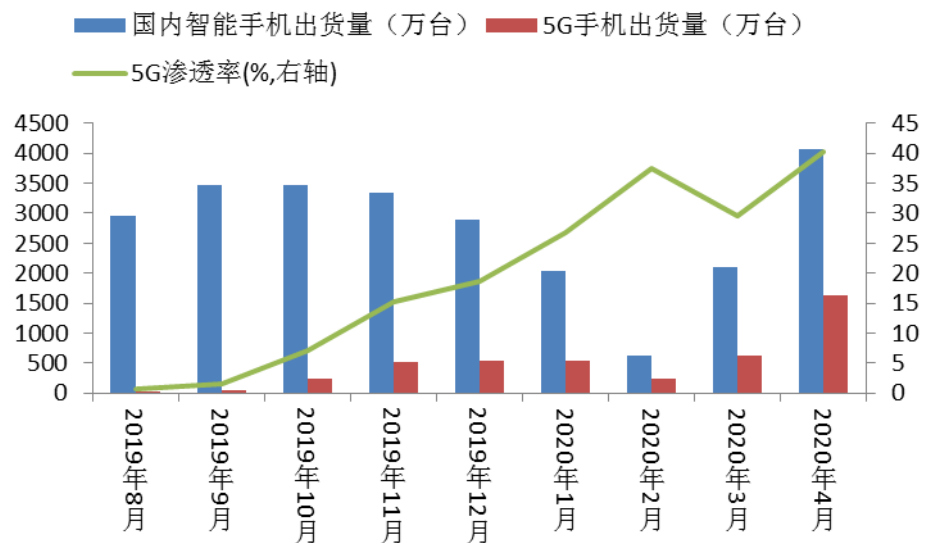
IDC 统计数据显示, 第一季度全球智能手机出货量为 2.76 亿部, 同比下降 11.7%, 其中, 中国市场降幅最大, 出货量同比下降 20.3%, 美国和欧洲则分别同比下降 16.1% 和 18.3%。与餐饮等日常消费需求不同, 用户更换新手机的需求仍在, 今年四季度智能手机出货量可能反弹, 目前行业库存处于低位。

5G 的传输速度比 4G 快很多, 未来大量的计算和存储都在云端服务器完成, 预计安卓手机蜂窝天线仍以 LDS 为主, 数量翻倍; LCP 天线和连接器逐步渗透, 射频 B2B 加速应用, 5G 手机的被动元器件如电感、电容的单机用量比 4G 手机大幅提升, 下游库存处于低位, 行业景气度上行。

包括 CIS、光学镜头、光学模组在内的整个手机光学产业链都将持续受益行业高增长。从手机后置摄像头数量来看, 目前最多的是后置五摄, 机型如华为 P40 Pro+、小米 CC9 Pro 等; 前置摄像头方面, Vivo X9、华为 P40 系列采用前置双摄, 此外还有华为 Magic2、美图 V7 等采用前置三摄。5G 手机前置后置都可配置 3D 摄像头, AR 效果进一步提升, 2021 年平均每台智能手机摄像头数量约为 3.83 颗。

受手机厚度限制, 一般长焦摄像头焦距提升空间较窄, 潜望式长焦摄像头应运而生, 目前华为、三星、OPPO、Vivo 推出的最新系列均具备潜望式长焦机型。预计未来潜望式摄像头在大屏手机中的渗透率有望提升。

图 17 国内智能手机出货情况



数据来源：中国信息通信研究院、上海证券研究所

表 8 潜望式摄像头技术特点

光学镜头	潜望式镜头新增的 1-2 块玻璃材质转向棱镜，过去手机镜头多是塑料镜头，因此潜望式镜头将会要求手机镜头企业具备玻璃光学元件的设计与制造能力。此外，潜望式镜头还将打开单个镜头镜片数量的空间，未来 7P、8P 镜头都将不受手机厚度的限制。
摄像头模组	由于新增玻璃转向棱镜，潜望式摄像头的跌落稳定性远不如传统摄像头，这对模组厂的组装能力会提出严苛的要求。复杂的摄像头组件还会对模组厂的算法以及设备提出新的要求。

资料来源：华为花粉俱乐部、上海证券研究所

三、投资策略：变中求稳，顺势而上

下半年 A 股市场面临的三个不确定性或者间歇性压力：

首先，下半年全球都将在控制疫情和经济发展之间求得可持续的平衡。国内疫情防控常态化的经济成本，可能使需求短时间内难以恢复。财税政策和货币政策仍保持克制，需求可能无法短时间恢复并扩张。

其次，疫情、美国大选加剧外部关系复杂化，大国博弈可能使得中美科技合作关系进一步恶化。

最后，美联储资产负债表规模的扩张趋于收敛，流动性扩张对于美股高估值支撑减弱，信用利差扩张，压制风险偏好，美股再次出现动荡。

A 股市场是个风险偏好主导的成长型市场，上述三大因素会对下半年市场风险偏好形成间歇性的压制。

同时，国内的政策基调已定——不设目标，底线思维。六保六稳，最核心的是保就业。今年中国经济下半年求稳“稳”是确定的。

今年以来成立了 534 只新基金，规模合计达到 7933.82 亿元，超过了 2015 年前 5 个月牛市行情中的新发规模 7876 亿元。此外，今年新基金平均发行规模达到 14.86 亿元，高于近 5 年同期平均发行规模。2019 年以来 A 股市场的机构化趋势仍将继续演进，权益资产的配置价值继续凸显，低利率、低增长成为常态的市场环境下，确定性溢价主导下的结构性行情，可能出现局部泡沫化迹象。

下半年基于疫情控制、经济恢复、华为事件演进的预判，我们总体上认为市场风险偏好呈前低后高的态势。结构性行情的把握重点在于消费向科技切换。在科技创新、内需消费、制度红利三条结构主线下，我们看好军工（大飞机、空天互联网）、房地产后周期产业链-物业管理和整体家居、宠物食品、体外检测、消费电子、海南区域等结构机会。

四、附表

表 9 A 股市场多指数盈利预测

指数名称	净利润同比增长率(%)			市盈率		
	20E	21E	两年复合	19A	20E	21E
上证综指	3.96	14.04	9.00	11.80	11.35	9.95
沪深 300	6.63	13.55	10.09	10.93	10.25	9.03
深证成指	35.92	18.63	27.27	26.42	19.44	16.39
中小板综	89.22	19.38	54.30	46.59	24.62	20.63

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所

表 10 沪深 300 指数分行业盈利预测

行业名称	实际权重(%)	流通市值(亿元)	净利润同比增长率(%)		净利润占沪深 300 比(%)		
			20E	21E	19A	20E	21E
电信	1.50	4,100.25	-4.30	20.02	1.87	1.78	1.73
公用	2.59	7,068.65	-6.65	10.28	1.47	1.85	1.99
医药	6.48	17,641.83	23.02	22.26	1.76	2.36	2.65
信息	7.56	20,603.27	31.18	27.35	3.56	3.83	3.98
材料	5.26	14,335.85	5.55	18.05	6.74	3.53	4.38
能源	5.85	15,933.51	-48.59	40.76	4.87	4.45	4.82
可选	7.99	21,776.97	-10.29	22.95	3.83	5.72	5.56

消费	13.98	38,083.52	46.30	10.44	9.92	8.27	9.09
工业	10.56	28,779.13	-18.16	24.77	64.77	67.03	64.56
金融	38.22	104,128.95	1.51	9.36	1.87	1.78	1.73

数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所

表 11 最新基金行业资产配置情况 (2020 年一季度)

行业名称	市值(万元)	占净值比(%)	占股票投资市值比(%)	股票市场标准行业配置比例(%)	相对标准行业配置比例(%)	市值增长率(%)
农、林、牧、渔业	2,972,438.77	0.18	1.11	1.12	-0.02	15.00
采矿业	4,627,676.25	0.28	1.72	5.13	-3.41	-7.94
制造业	150,900,312.07	9.21	56.17	47.43	8.74	9.16
电力、热力、燃气及水生产和供应业	2,650,838.11	0.16	0.99	3.13	-2.14	-8.00
建筑业	3,721,562.15	0.23	1.39	2.37	-0.99	15.94
批发和零售业	4,770,841.75	0.29	1.78	2.53	-0.75	21.39
交通运输、仓储和邮政业	4,953,222.77	0.30	1.84	3.33	-1.49	-3.04
住宿和餐饮业	312,025.73	0.02	0.12	0.11	0.01	-30.81
信息传输、软件和信息技术服务业	22,559,844.61	1.38	8.40	5.36	3.04	36.49
金融业	31,280,078.76	1.91	11.64	21.76	-10.12	-18.59
房地产业	9,895,822.80	0.60	3.68	3.79	-0.11	-11.73
租赁和商务服务业	2,698,108.12	0.16	1.00	0.96	0.04	-22.46
科学研究和技术服务业	3,206,758.08	0.20	1.19	0.66	0.53	16.81
水利、环境和公共设施管理业	958,689.48	0.06	0.36	0.54	-0.18	113.41
教育	320.69	0.00	0.00	0.00	0.00	79.95
卫生和社会工作	572,099.06	0.03	0.21	0.10	0.11	38.82
文化、体育和娱乐业	3,926,003.27	0.24	1.46	0.58	0.89	0.20
综合	3,775,691.16	0.23	1.41	0.87	0.53	5.54

数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所

分析师声明

屠骏 陈健宏

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。