

复苏牛，未完待续

2020年下半年A股投资策略展望

安信策略团队

陈 果 SAC执业证书编号：S1450517010001

2020.6



市场展望：牛市未完待续，下半年仍有买入良机

- 利率走过拐点，A股已是复苏牛逻辑主导。
- 预计贴现率(无风险利率与风险溢价)趋势边际改善，市场核心焦点将会比二季度看得稍远一些。
- 预计科技景气在下半年得到体现。
- 随着复苏深化和库存周期演进,下半年低估值顺周期品种有望出现一轮估值修复行情。
- 预计外围环境的不稳在下半年仍将提供A股牛市的买点。
- 重点关注行业：新能源汽车、计算机、电子、医药、非银，汽车，地产、家电等。
- 重点关注主题：国企改革、十四五规划等。
- 风险提示：全球经济显著低于预期、政策收紧超预期等。

2020上半年A股市场：牛市中的两次黄金坑

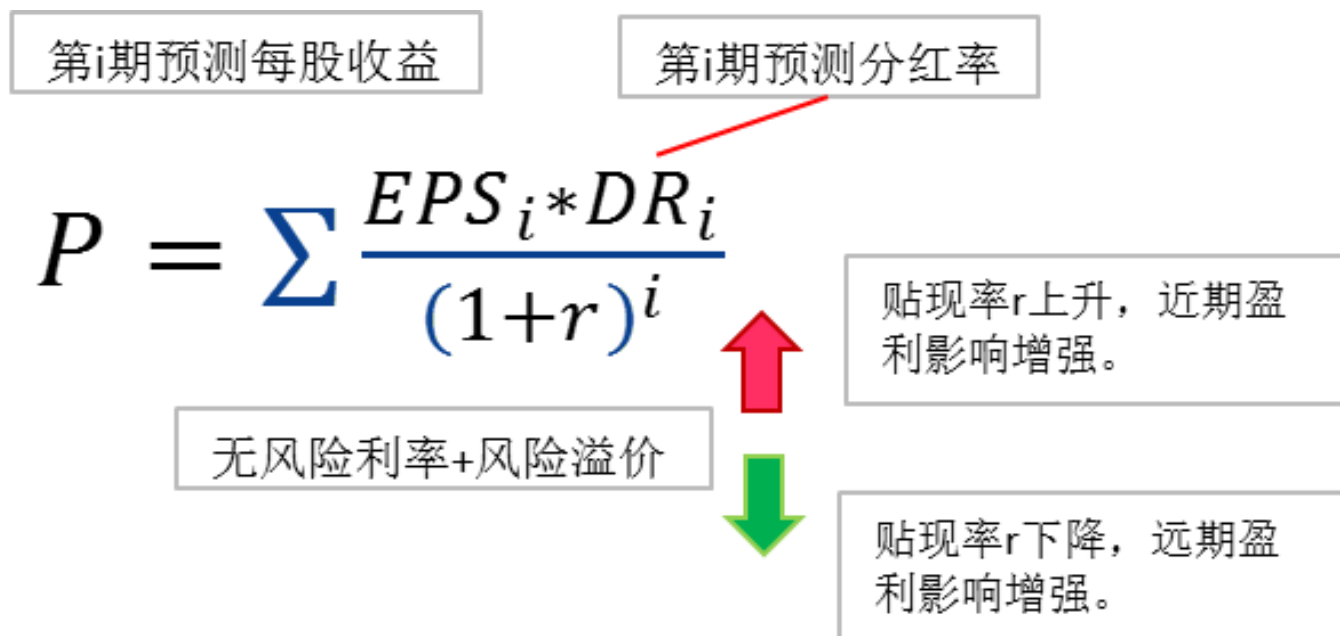
图1：2020上半年的A股市场：牛市中的两次黄金坑



结构主线与景气相关,也和贴现率相关

- 黄金坑1.0行情:贴现率下行, 远期盈利重要性上升, 科技显著跑赢。
- 黄金坑2.0行情:贴现率(风险溢价、无风险利率)上行, 近期盈利重要性上升, 外需预期骤降, 内需消费显著跑赢。
- 预计下半年贴现率环境介于两次黄金坑之间, 市场会比二季度看得稍远一些。

图2: 从DDM模型看市场结构线索变化



无风险利率已回升至疫情前水平

- 中美第一阶段协议落实中, 有利于风险溢价稳定。
- 预计下半年贴现率环境介于两次黄金坑之间, 市场会比二季度看得稍远一些。

图3: 债券收益率已经回升至疫情前水平 (%)

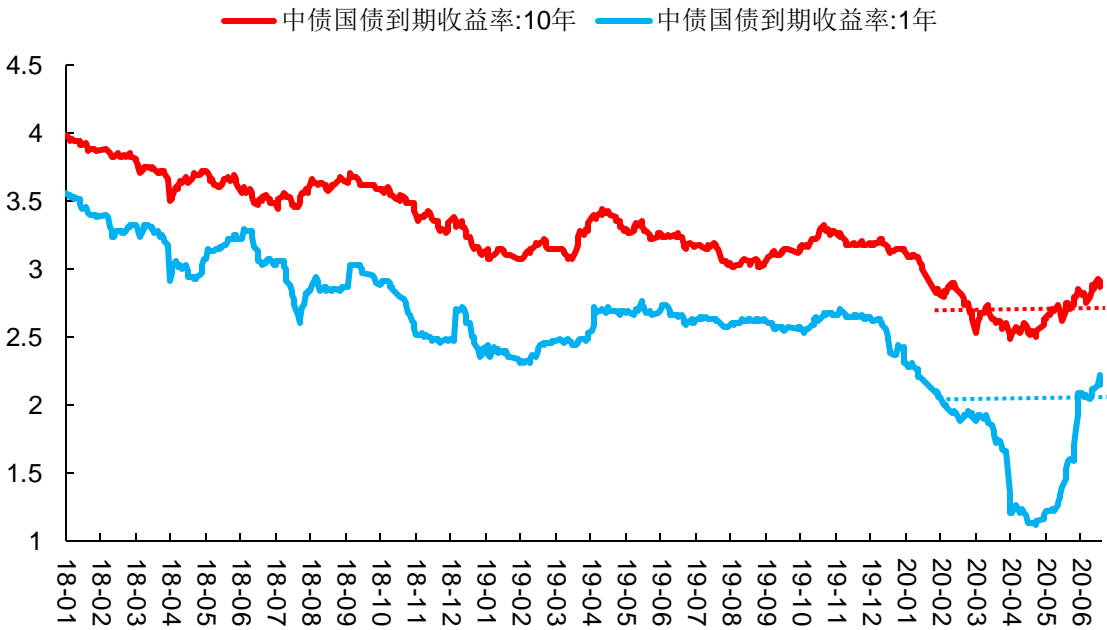
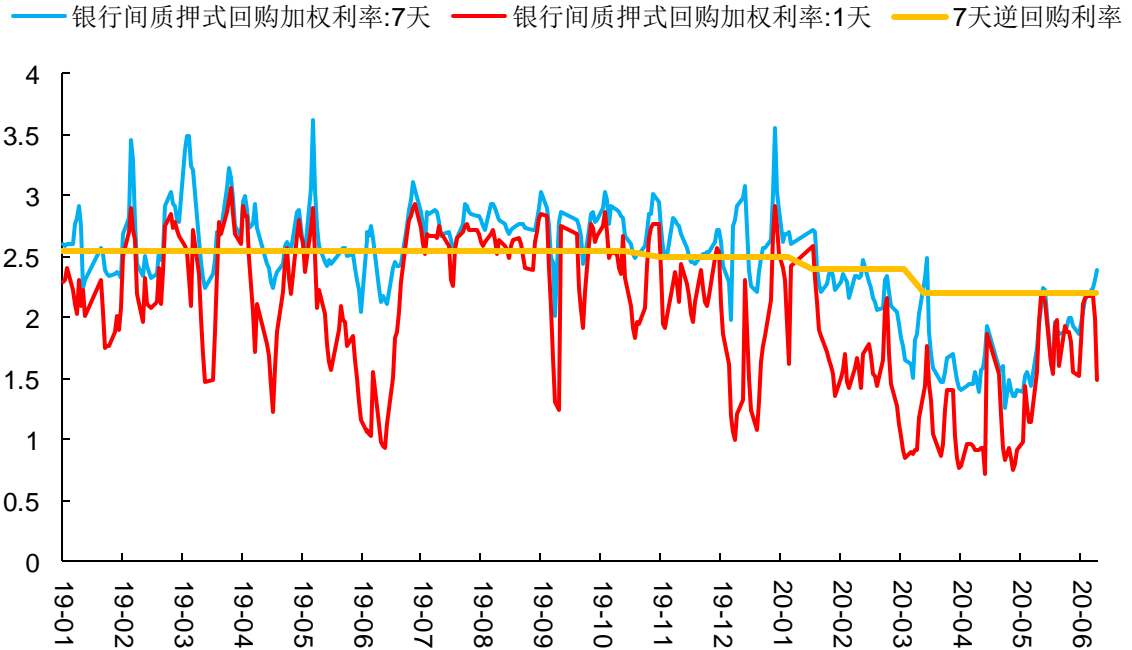


图4: 市场利率向至政策利率收敛 (%)



下半年市场将看得稍远一些

- 新冠病毒即使持续存在，也不会改变明年经济高增长。看得稍远一些，外需也会显著增长。

图5：IMF预测中国将是2020年全球唯一GDP正增长经济体（%）

(实际GDP, 年百分比变化)	2019	2020	2021
世界产出	2.9	-4.9	5.4
发达经济体	1.7	-8.0	4.8
美国	2.3	-8.0	4.5
欧元区	1.3	-10.2	6.0
德国	0.6	-7.8	5.4
法国	1.5	-12.5	7.3
意大利	0.3	-12.8	6.3
西班牙	2.0	-12.8	6.3
日本	0.7	-5.8	2.4
英国	1.4	-10.2	6.3
加拿大	1.7	-8.4	4.9
其他发达经济体	1.7	-4.8	4.2
新兴市场和发展中经济体	3.7	-3.0	5.9
亚洲新兴市场和发展中经济体	5.5	-0.8	7.4
中国	6.1	1.0	8.2
印度	4.2	-4.5	6.0
东盟五国	4.9	-2.0	6.2

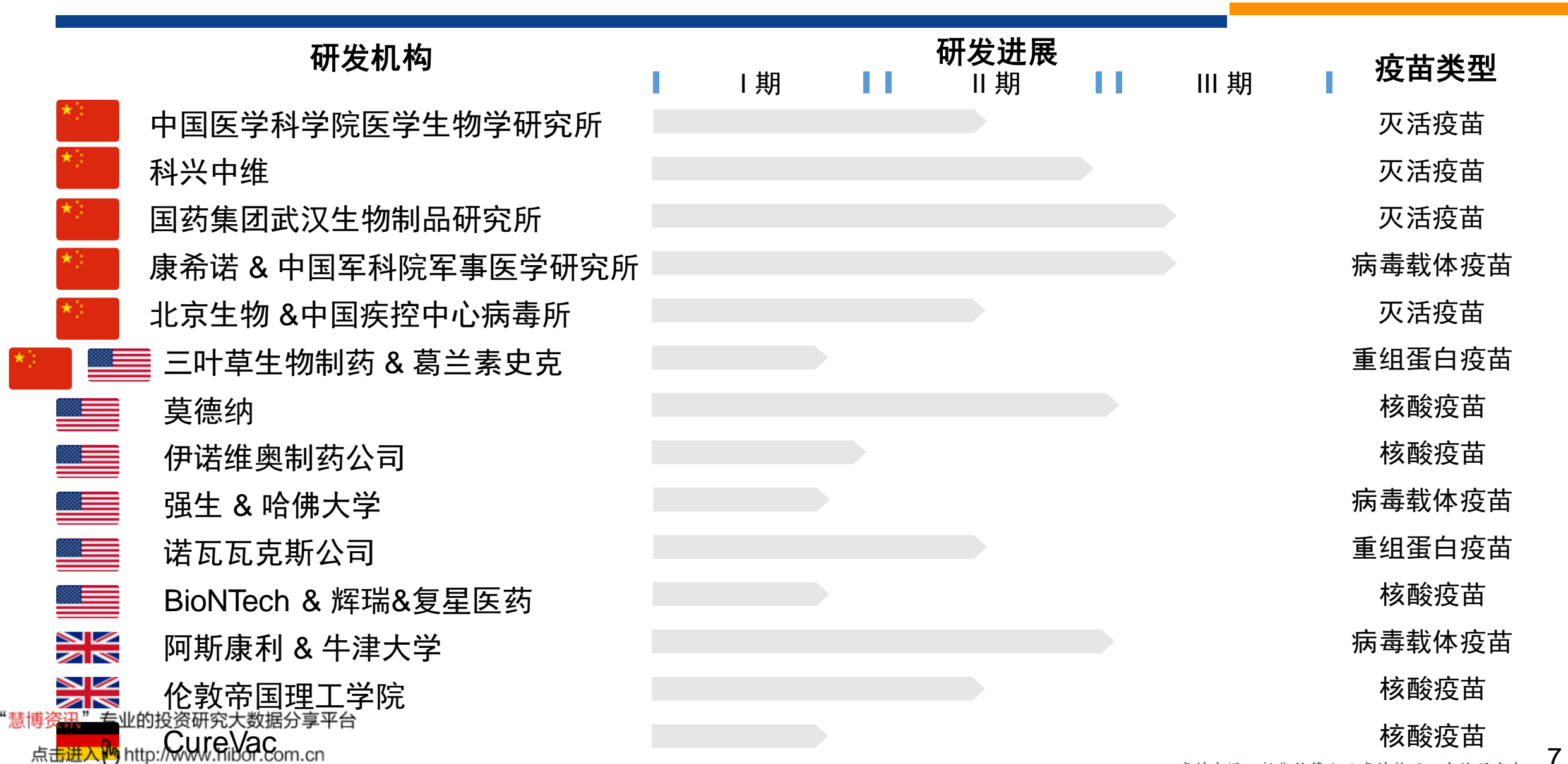
资料来源：IMF，安信证券研究中心

图6：世界银行预计中国经济2021年大幅反弹

	2017	2018	2019e	2020f	2021f
世界	3.3	3.0	2.4	-5.2	4.2
发达经济体	2.5	2.1	1.6	-7.0	3.9
美国	2.4	2.9	2.3	-6.1	4.0
欧元区	2.5	1.9	1.2	-9.1	4.5
日本	2.2	0.3	0.7	-6.1	2.5
新兴市场	4.5	4.3	3.5	-2.5	4.6
商品出口国	2.2	2.1	1.5	-4.8	3.1
其他新兴经济体	6.1	5.7	4.8	-1.1	5.5
其他新兴经济体除中国	5.4	4.8	3.2	-3.6	3.6
中国	6.8	6.6	6.1	1.0	6.9

资料来源：世界银行，安信证券研究中心

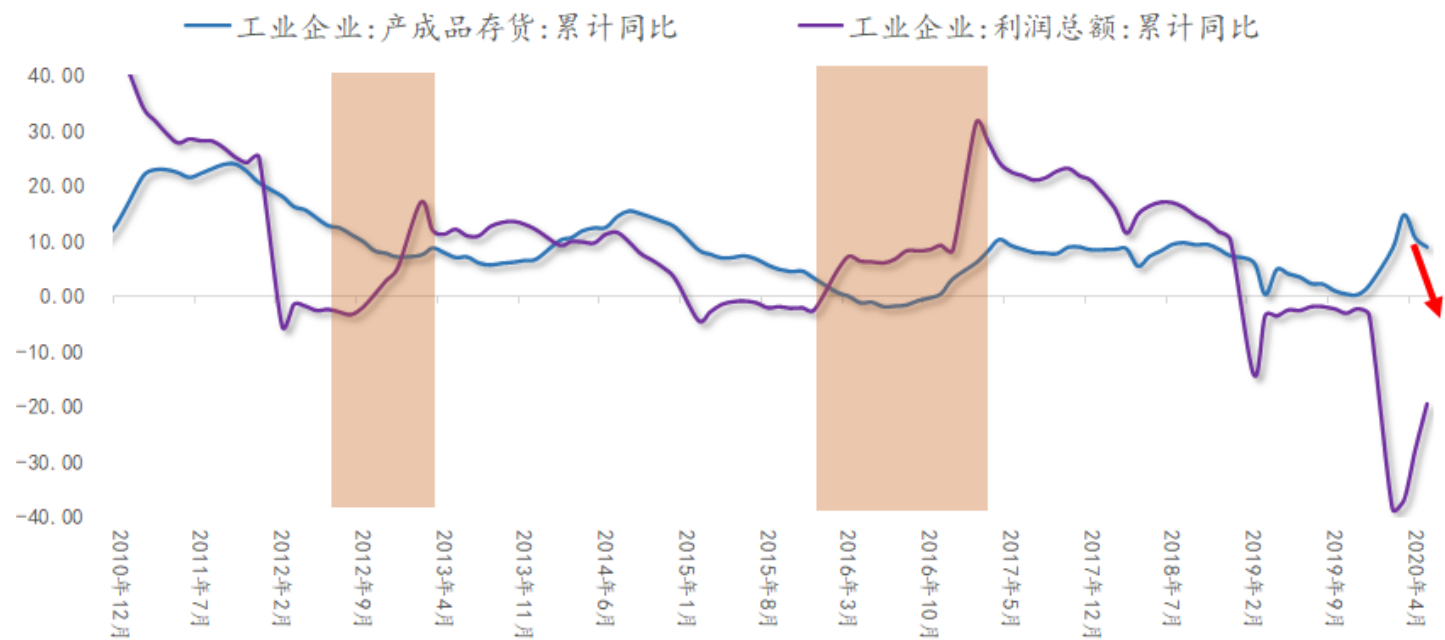
疫苗与复苏



盈利：供求关系更重要

- 从被动去库存过渡到主动补库存，是供求关系最佳阶段，也是企业盈利改善的黄金期。
- 而这一黄金期预计将在下半年开启。

图7：工业企业利润与产成品库存累计同比增速情况（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心
“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>

微观高频的一些积极迹象：传统行业有望主动补库存

- 房地产销售回升，待售面积降幅缩窄，未来依然存在主动补库存空间。
- 汽车库存从历史高位快速回落。从汽车经销商库存系数（库销比）来看，当前库存系数已经由2月创记录的14.8下降至5月的1.55，已低于历史平均水平。

图8：房地产销售回升，待售面积降幅缩窄（%）

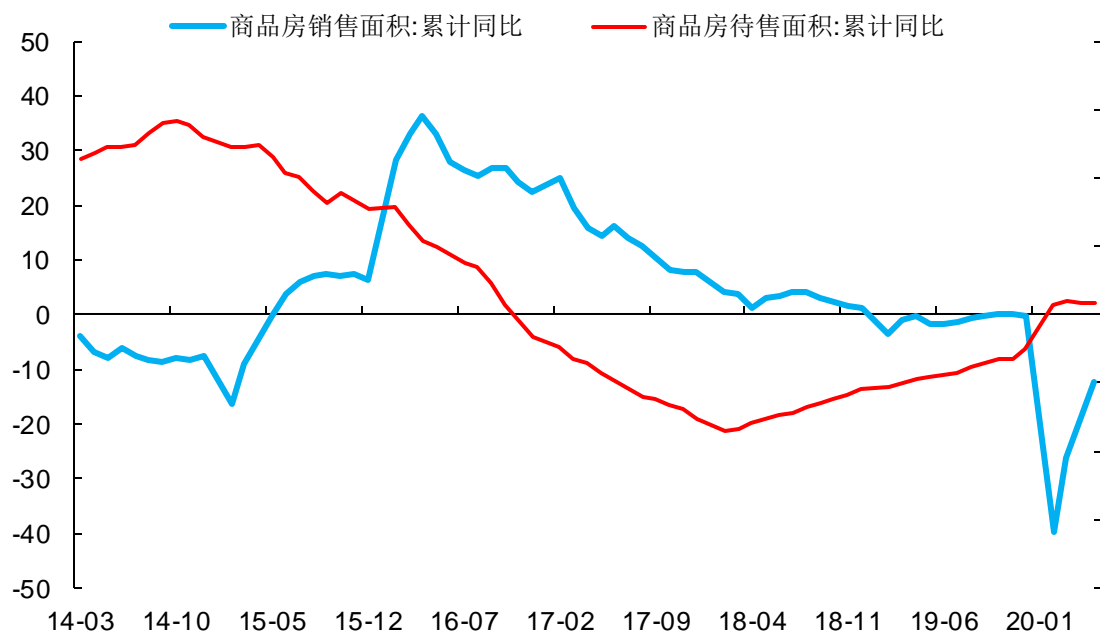
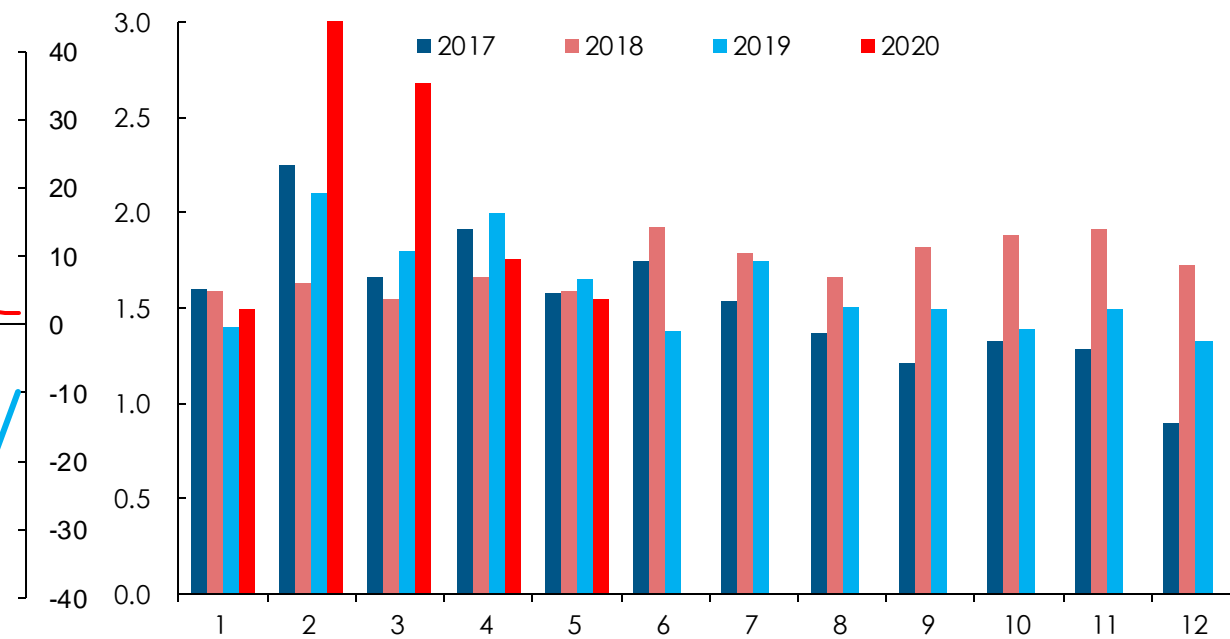


图9：汽车经销商库存系数



资料来源：Wind，安信证券研究中心

资料来源：Wind，安信证券研究中心

“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>

科技景气,在变局中开新局

- 产业、疫情、政策三大因素叠加，科技景气上行。

产业

步入上行周期

- 汽车步入电动化、智能化时代
- 手机5G换机潮，可穿戴设备崛起
- 影音娱乐进入超高清时代
- 半导体的国产替代浪潮
- 信创、云计算重构国内IT产业
- 创新药、医疗器械公司崭露头角
- HJT电池技术迎来产业化元年

疫情

深刻变革生活习惯

- 远程办公、线上会议受到认可
- 在线教育获得高速发展契机
- 直播带货成为购物新模式
- 休闲零食增长迅速
- 食品安全备受重视
- 家装家电需求延后，追求品质生活
- 健康类服务需求上升

政策

持续深入推进

- 免税行业享受政策红利
- 政策推动医疗信息化进程
- 装配式政策不断加码
- 注册制改革，龙头券商获益显著
- 政策推动车联网加速落地
- 户籍制度改革强化都市圈吸引力

新经济产业景气逐步体现

- **高质量复苏。**1-5月份，和互联网相关的新业态、新模式继续保持逆势增长。1-5月份，实物商品网上零售额同比增长11.5%，比上月加快2.97个百分点；实物商品网上零售额占比24.3%，比去年同期提高5.4个百分点。从工业来看，5月份高技术产业增加值同比增长8.9%，比上月减慢1.6个百分点，一些高技术产品继续保持较快增长，比如电子计算机产量同比增长27.5%，工业机器人增长16.9%，保持了高速增长。在政策更加重视高质量发展，政策支持方向更倾向支持中期投资回报率及发展空间更优的新经济板块的背景下，我们认为当前的这一轮复苏是新经济产业引领的复苏，我们将其定义为“高质量复苏”。

图10： 高技术制造业利润修复显著快于平均水平

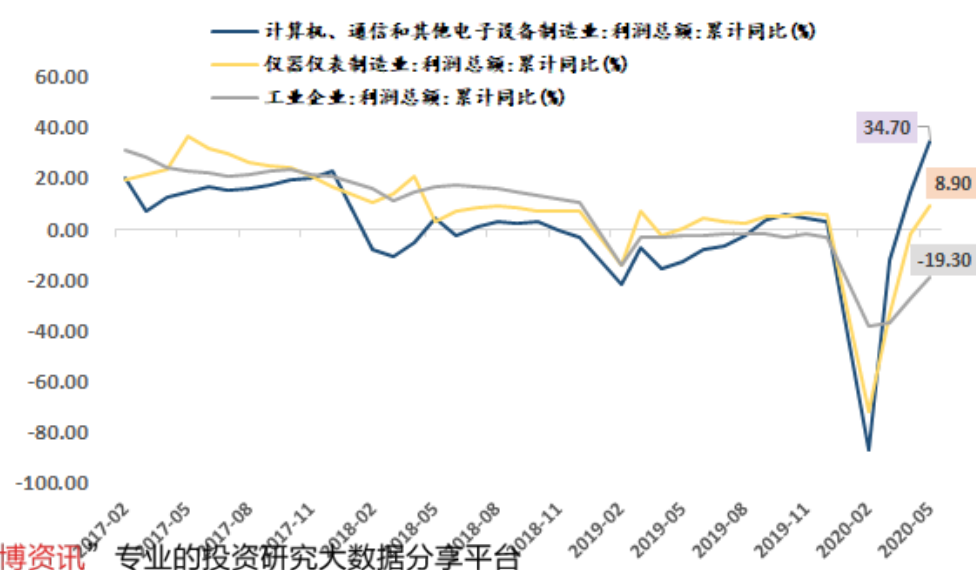
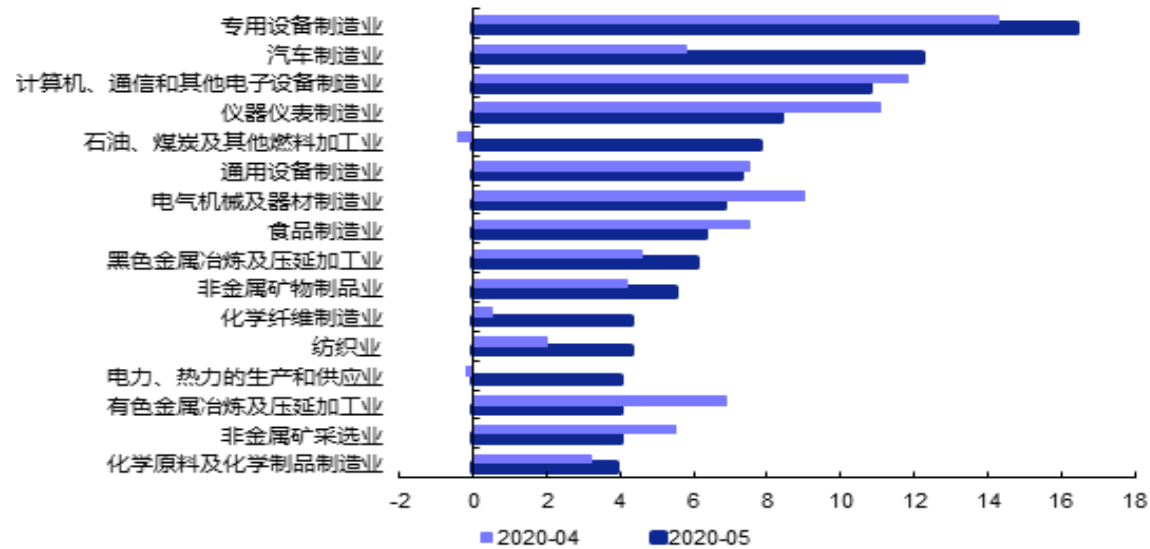


图11： 结构上新经济行业工业增加值5月同比较3月明显改善



手机5G换机潮带动产业链景气

- 5G手机四五月份出货量均超过1500万，六月在618推动下有望继续保持高位。下半年，5G手机有望迎来换机潮，但速度或慢于4G。从上市新机型数量上来看，行业集中度相较于4G更高。
- 据电商平台数据，618期间，苏宁平台Airpods2登上爆款排行，京东平台苹果产品5秒成交额破亿元，天猫平台苹果产品半天即超去年全天成交额。短期持续关注iPhone、TWS相关产业链，中期关注Mini LED 产业链。
- 围绕健康领域开发新型传感器为智能手表在健康领域的应用做了良好铺垫。心率、心电、血压监测等功能在新一代可穿戴设备上得到普及。运动和健康功能已经成为智能手表主要卖点。相关领域内的技术进步值得持续关注。

图12：5G手机下半年有望迎来换机潮，速度或慢于4G

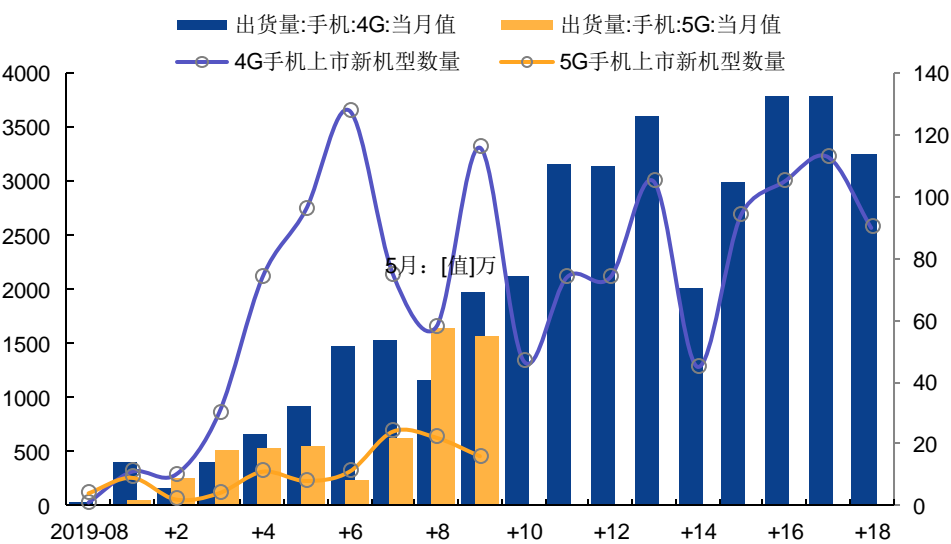


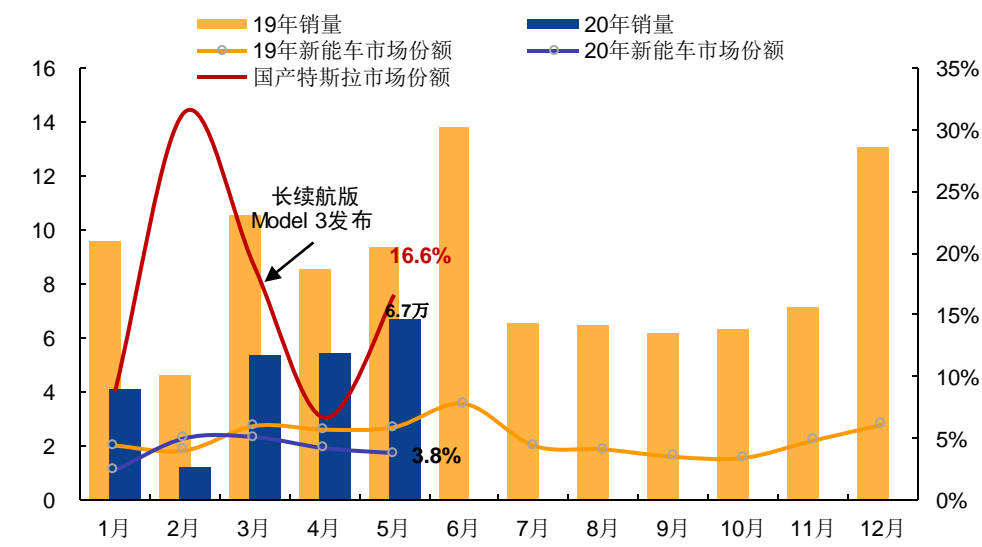
表1：健康传感器技术的相关应用

传感器类型	技术原理	近年发展趋势	代表厂商
PPG 心率	光电传感测量技术	辅以血氧等指标提升准确度，其他基础传感器消除运动噪声	Apple、汇顶科技、AMS、Valencell、Epson
血氧	动脉波形信号提取	连续监测血氧、脉搏等综合指标，进一步提升血氧算法质量	Masimo、SiliconLabs、汇顶科技
ECG 心电图	皮肤导电性测量	-	ADI、汇顶科技
排汗	皮肤导电性测量	微纳加工技术，更加准确辨别汗量细微变化并缩短响应时间	Electrozyme
血糖	电化学与光学传感	光谱分析技术逐渐成熟，主导无创检测技术，结合其他体液指标提高血糖测量准确率	C8 MediSensor、Integrity Applications、Abbott
体温	热敏电阻和红外探测	微型、柔性化，热响应时间缩短，结合心率等指标	TI、Murata、PST Sensors、VivaLnk
血压	示波法	与标准血压计使用的技术相同，更加微型化	Omron Healthcare、Infrav

特斯拉引领新一轮电动车景气

- 特斯拉引领电动车革命。Model 3 极强的科技感和超越传统汽车的智能驾驶配置使得国产特斯拉表现强势；Model Y 预计于四季度投产。特斯拉将汽车零部件加工制造外包的整体思路将为中国供应商带来机会。
- 汽车智能化时代即将到来：全球主流车型即将进入汽车智能网联升级期，国家推动V2X网络基建先行，千亿级RSU建设有望拉开序幕。2月24日发改委发布《智能汽车创新发展战略》提出，到 2025 年，车用无线通信实现区域覆盖，新一代车用无线通信网络（5G+V2X）在部分城市、高速公路逐步开展应用。

图13：新能源车销售缓慢复苏，特斯拉表现强势

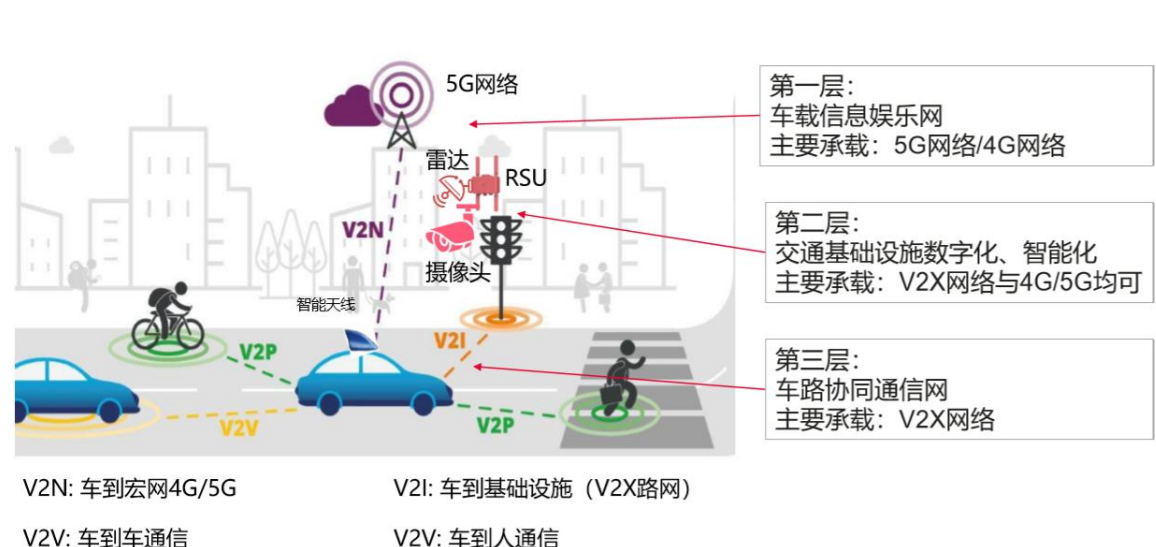


资料来源：乘联会，安信证券研究中心。新能源车统计口径为BEV+PHEV。

“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>

图14：5G+V2X应用示意图



资料来源：华为宣传材料，安信证券研究中心。

在线模式加速推广，流量需求正向反馈供给提升

- **远程办公-优势：**远程办公使得工作更加灵活有效率，降低运营成本，在协同办公、业务组织、业绩考核等方面都能发挥巨大优势；在线教育行业领域不断细化，下沉市场空间大，有利于提高偏远地区优质教育资源可及性；知识付费意识觉醒；**渗透率大幅提升：**疫情期间大量“免费体验”活动正在改变用户认知与习惯，培养大批潜在客户，满足差异化需求；
- **远程办公-需求增加：**中国企业全球化，跨国、跨地区企业对远程沟通需求不断增加；我国产业结构在全球价值链中的提升带来更多研发、设计、营销等需要云协作的分工；**供给驱动：**5G、云计算等技术不断完善成熟。
- **在线教育-短期疫情催化接受度提升，长期市场空间大，知识付费意识觉醒。**

图15：疫情期间远程办公渗透率大幅提升

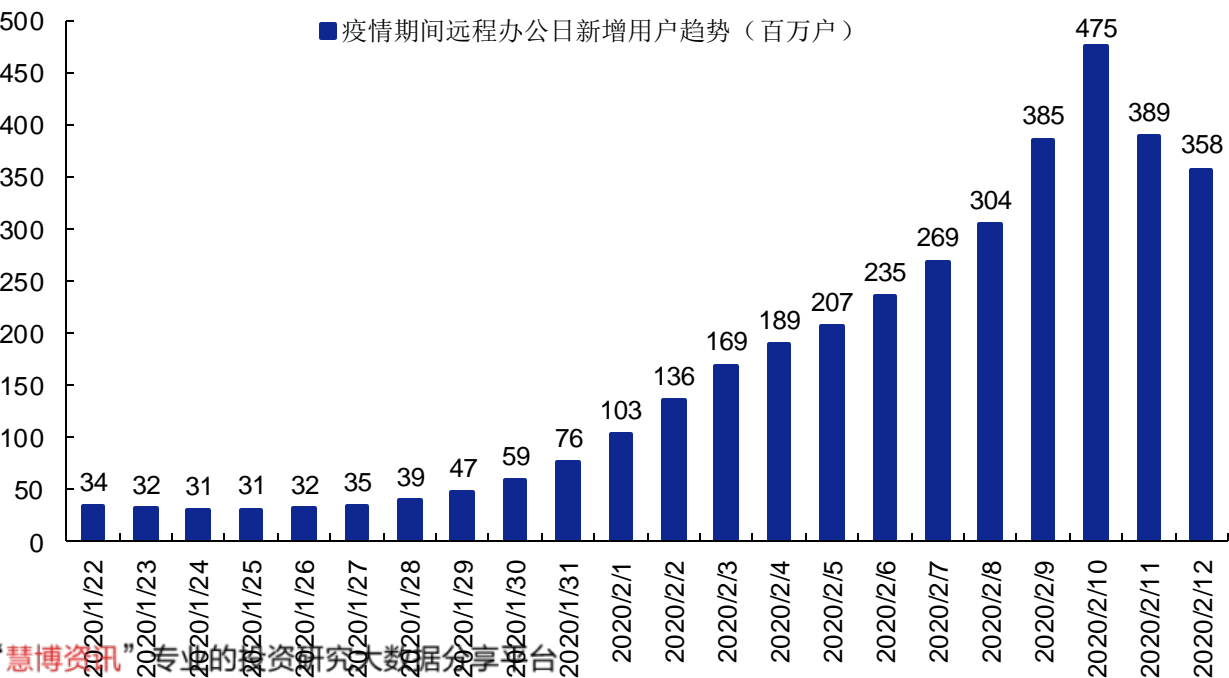


表2：在线教育产品

企业	重点开放产品
新东方	面向全国中小学生，免费开放旗下专业在线教育平台“新东方在线”所有春季班直播课程，第一批将供应一百万份
好未来	考满分自2020年1月26日起向湖北地区考生及全国考生免费提供在线课程和备考服务，提供托福、雅思、GRE、GMAT寒假在线备考课程；学而思网校将于2月10日起推出从周一到周五与校内时间同步的全年级各学科免费直播课和自学课，课程涵盖小学一年级到高中三年级全部学科；启动了“避风港计划”，向全国培训机构免费开放直播云在线直播系统等
跟谁学	旗下在线直播平台“微师”将向全国培训机构和中小学免费开放；旗下高途课堂面向全国中小学生免费开放直播课
科大讯飞	向湖北地区中小学免费提供智慧空中课堂（线上直播教学系统）
钉钉	“在线课堂”功能免费向全国大中小学开放，可以支持百万学生同时在线上课，并覆盖广大农村地区学校
爱学习	面向全国中小学生免费开放寒春同步课
网易有道精品课	面向全国中小学生免费赠送名师直播课，另设500万全勤奖学金
VIPKID	发布“春苗计划”，免费为全国延迟开学的孩子提供春季在线课程，同时向广大学校和教育机构免费开放在线直播平台和技术支持

政策推进信息化加速

- 政策需求：疫情催化国内公共卫生体系“补短板”建设，医疗信息化加速落地。
- 空间巨大：电子病历分级有0-8级9档。目前普遍为2级，长期看电子病历有望提升至6级，市场空间巨大。
- 大考将至：2018年文件要求到2020年所有三级医院电子病历分级评价达到4级以上，二级医院要达到3级以上。

表3：政策推动医疗信息化

时间	政策	主要内容
2018.08.22	《关于进一步推进以电子病历为核心的医疗机构信息化建设的通知》	到2019年，辖区内所有三级医院要达到电子病历应用水平分级评价3级以上，即实现医院内不同部门间数据交换；到2020年，要达到分级评价4级以上，即医院内实现全院信息共享，并具备医疗决策支持功能。到2020年，三级医院要实现电子病历信息化诊疗服务环节全覆盖。到2020年，三级医院要实现院内各诊疗环节信息互联互通，达到医院信息互联互通标准化成熟度测评4级水平。
2018.12.03	《电子病历系统应用水平分级评价管理办法（试行）》 《电子病历系统应用水平分级评价标准（试行）》	到2019年，所有三级医院要达到分级评价3级以上。 到2020年，所有三级医院要达到分级评价4级以上，二级医院要达到分级评价3级以上。
2019.01.30	《国务院办公厅关于加强三级公立医院绩效考核工作的意见》	三级公立医院要加强以电子病历为核心的医院信息化建设，按照国家统一规定规范填写病案首页，加强临床数据标准化、规范化管理。
2020.02.07	《国家卫生健康委办公厅关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》	明确各级卫生健康行政部门要充分发挥互联网诊疗咨询服务在疫情防控中的作用，让人民群众获得及时的健康评估和专业指导，精准指导患者有序就诊，有效缓解医院救治压力，减少人员集聚，降低交叉感染风险。 加强对互联网诊疗服务的监管，确保诊疗服务开展的规范、科学、合理，有效保障医疗质量和患者安全。

图16：云HIS架构



资料来源：国家医保局，卫健委，安信证券研究中心
“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>



资料来源：卫宁健康官网，安信证券研究中心

谁先走出疫情影响:关注毛利率企稳改善的行业

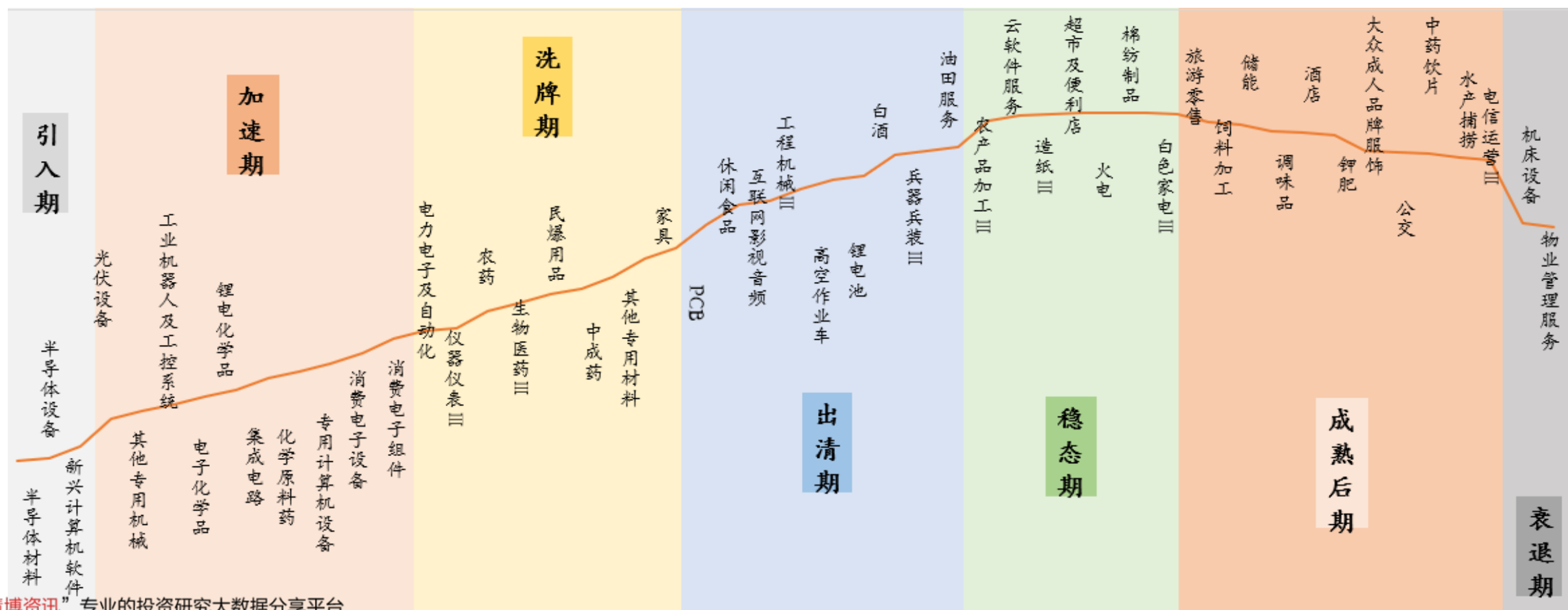
图17：申万行业毛利率与ROE水平

一级行业	销售毛利率					ROE (TTM)					二级行业	销售毛利率 (TTM)		
	2017	2018	2019	2020Q1 (TTM)	趋势图	2017	2018	2019	2020Q1	趋势图		2019	2020Q1	环比变化 (pct)
采掘	23.74%	24.46%	22.23%	18.97%		5.81%	7.79%	7.43%	5.88%		畜禽养殖	30.17%	52.22%	22.05
化工	19.45%	17.71%	17.10%	13.30%		9.19%	10.16%	6.63%	4.20%		证券	22.59%	37.84%	15.25
钢铁	13.70%	15.32%	11.24%	11.02%		14.13%	16.08%	8.34%	7.42%		互联网传媒	25.39%	38.05%	12.66
有色金属	11.73%	11.16%	9.11%	6.52%		7.34%	3.93%	2.23%	1.58%		园区开发	46.91%	58.35%	11.44
建筑材料	28.28%	30.08%	29.70%	30.20%		12.65%	17.57%	16.18%	14.12%		综合	18.73%	26.68%	7.95
建筑装饰	11.72%	12.25%	11.58%	11.01%		10.72%	10.12%	9.51%	8.23%		化学纤维	12.78%	19.55%	6.77
电气设备	23.04%	22.24%	22.03%	22.74%		7.78%	3.68%	5.36%	4.95%		造纸	20.89%	27.56%	6.66
机械设备	23.14%	22.92%	24.46%	24.27%		7.60%	4.51%	5.34%	4.49%		玻璃制造	25.77%	32.36%	6.58
国防军工	15.31%	14.08%	16.43%	18.85%		2.55%	0.82%	2.77%	3.23%		饲料	14.19%	20.67%	6.48
汽车	15.91%	15.26%	14.66%	13.58%		13.15%	9.30%	6.91%	4.95%		橡胶	22.03%	27.85%	5.82
家用电器	24.35%	23.96%	25.01%	22.38%		18.41%	14.57%	17.00%	13.70%		航天装备	22.91%	28.46%	5.55
纺织服装	29.51%	30.90%	25.73%	18.25%		8.29%	5.72%	4.45%	2.50%		饮料制造	68.52%	72.48%	3.97
轻工制造	24.19%	23.12%	24.55%	25.52%		11.24%	5.47%	6.30%	6.03%		船舶制造	10.45%	14.20%	3.74
商业贸易	13.66%	14.26%	14.14%	13.26%		7.37%	8.58%	6.97%	5.32%		半导体	24.54%	27.92%	3.38
农林牧渔	17.20%	15.78%	19.54%	27.47%		8.12%	4.39%	15.28%	17.07%		计算机设备	25.33%	28.67%	3.34
食品饮料	45.86%	48.28%	48.00%	46.18%		18.05%	20.55%	20.73%	18.98%		医疗器械	51.37%	54.12%	2.75
休闲服务	40.03%	41.12%	43.88%	25.28%		10.03%	9.58%	9.33%	3.66%		电力	22.06%	24.60%	2.54
医药生物	33.48%	35.30%	33.99%	32.96%		12.19%	9.75%	8.60%	7.50%		元件	17.17%	19.51%	2.34
公用事业	20.68%	20.55%	22.59%	24.82%		6.80%	6.66%	6.98%	6.00%		航空装备	17.38%	19.71%	2.33
交通运输	12.53%	13.10%	11.39%	2.17%		10.42%	7.96%	8.67%	5.40%		港口	25.55%	27.56%	2.01
房地产	29.55%	32.39%	31.46%	29.85%		13.29%	13.54%	12.84%	10.90%		采掘服务	11.68%	13.52%	1.84
电子	22.34%	15.78%	15.84%	16.14%		8.45%	6.81%	7.10%	6.38%		环保工程及服务	26.46%	28.22%	1.76
计算机	26.83%	26.85%	28.24%	28.62%		7.55%	3.72%	3.90%	2.33%		电源设备	21.44%	22.97%	1.53
传媒	26.80%	25.34%	24.73%	27.06%		6.32%	-4.33%	-1.80%	-2.78%		一般零售	23.67%	24.87%	1.20
通信	24.72%	25.44%	25.37%	25.40%		2.99%	1.87%	-0.43%	-1.09%		其他交运设备	20.89%	21.88%	0.99
银行	59.09%	50.29%	26.29%	-16.75%		13.32%	12.64%	11.90%	11.00%		其他电子	10.88%	11.83%	0.94
非银金融	9.24%	10.09%	18.73%	26.68%		10.63%	8.27%	11.84%	10.07%		通用机械	26.26%	27.15%	0.90
综合	9.24%	10.09%	18.73%	26.68%		5.03%	4.13%	2.96%	2.91%		其他采掘	26.45%	27.02%	0.57
											塑料	17.60%	18.16%	0.56
											电机	23.22%	23.75%	0.53
											通信设备	24.67%	25.15%	0.48
											房屋建设	11.00%	11.26%	0.27
											其他休闲服务	19.94%	20.15%	0.21
											电子制造	16.03%	16.16%	0.13
											地面兵装	22.68%	22.77%	0.09
											电气自动化设备	30.47%	30.48%	0.01

后疫情时代关注扩张

- 关注产业生命周期处于加速期行业。

图18：重点中信三级细分行业所处产业生命周期阶段

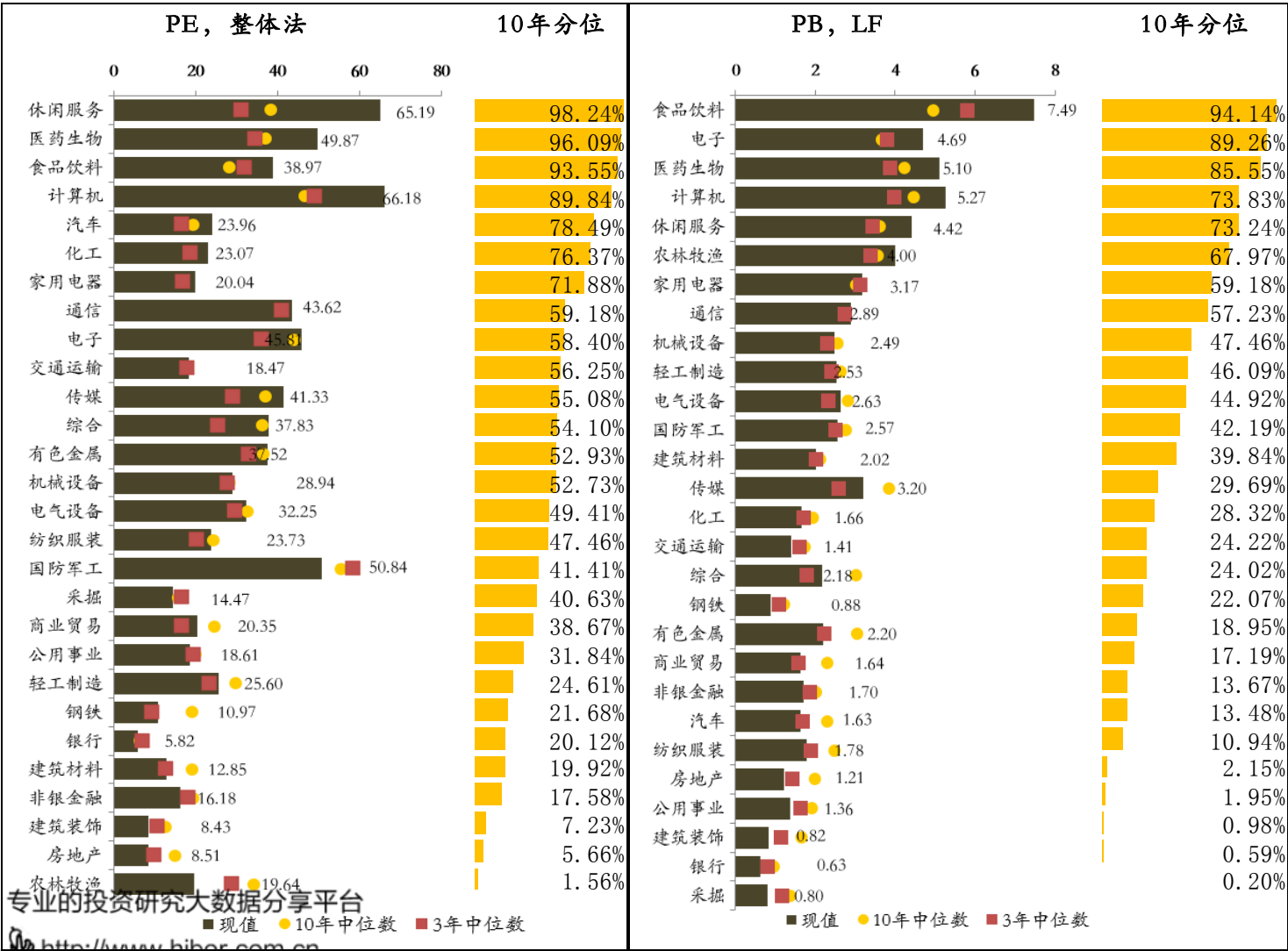


“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Wind、安信证券研究中心
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

估值分化：顺周期行业存在估值修复基础

图19：当前申万一级行业估值情况



PE视角

目前PE水平位于十年内分位数水平最高的行业及其当前PE依次是休闲服务、医药生物、食品饮料，最低的依次是建筑装饰、房地产以及农林牧渔。

PB视角

目前PB水平位于三年内分位数水平最高的行业及其当前PB依次是食品饮料、电子、医药生物，最低的依次是采掘、银行以及建筑装饰。

安信行业估值分化指数：趋近极值，注意下半年可能变化

- 安信策略-A股行业估值分化指数：我们取28个申万一级行业的PE估值历史分位数，用其方差对应估值分化值。

图20：安信策略-A股行业估值分化指数正趋近极值

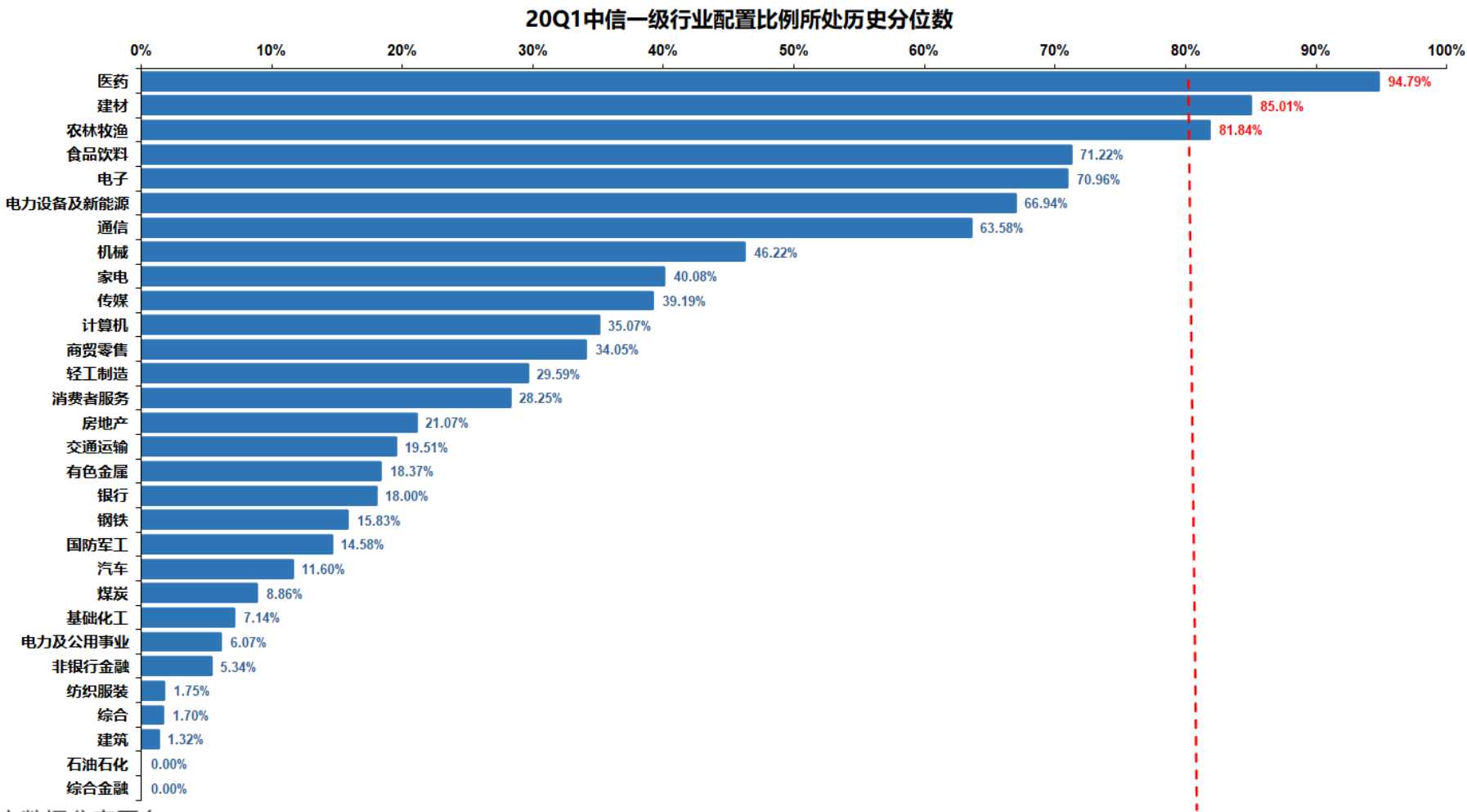


资料来源：Wind，安信证券研究中心，指标经过标准化处理。
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

配置拥挤有时比估值极端更值得注意

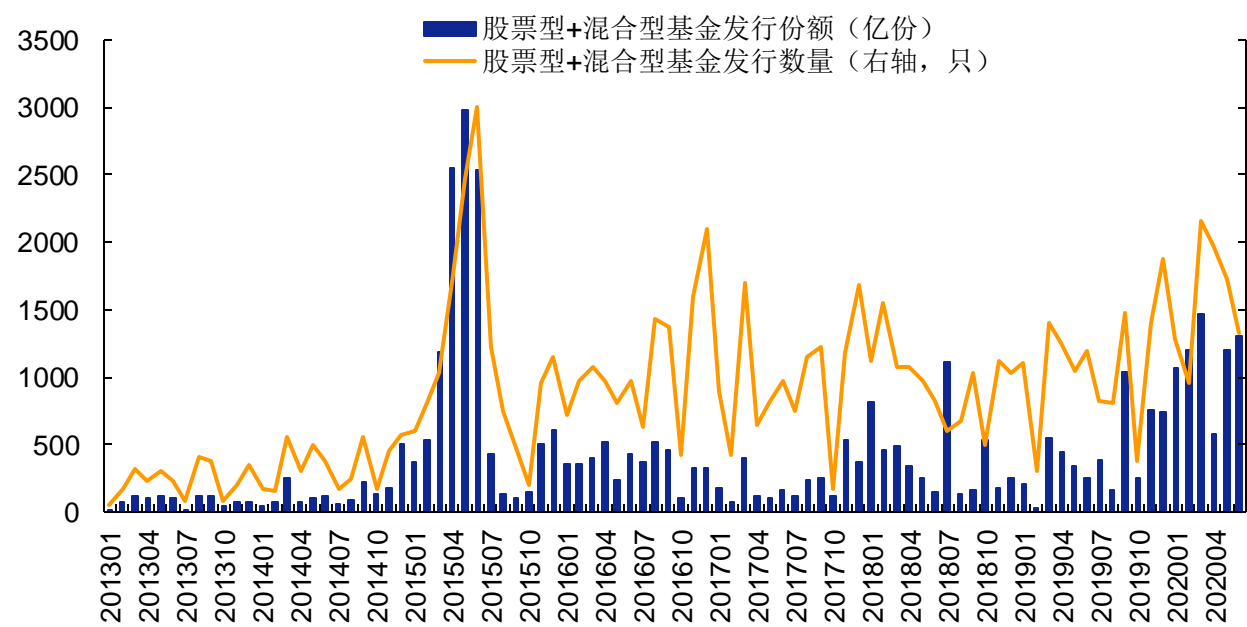
图21：2020Q1周期、金融等行业基金仓位低于历史平均水平



资金面：疫情没有改变权益基金发行火热，后续更可期

- 2020年以来权益类基金（股票型基金+混合型基金）发行份额大幅提升。截至6月19日，2020年新成立基金376只，发行份额达6813.69亿份，大幅超过18、19年的同期水平；

图22：权益类基金发行规模上升



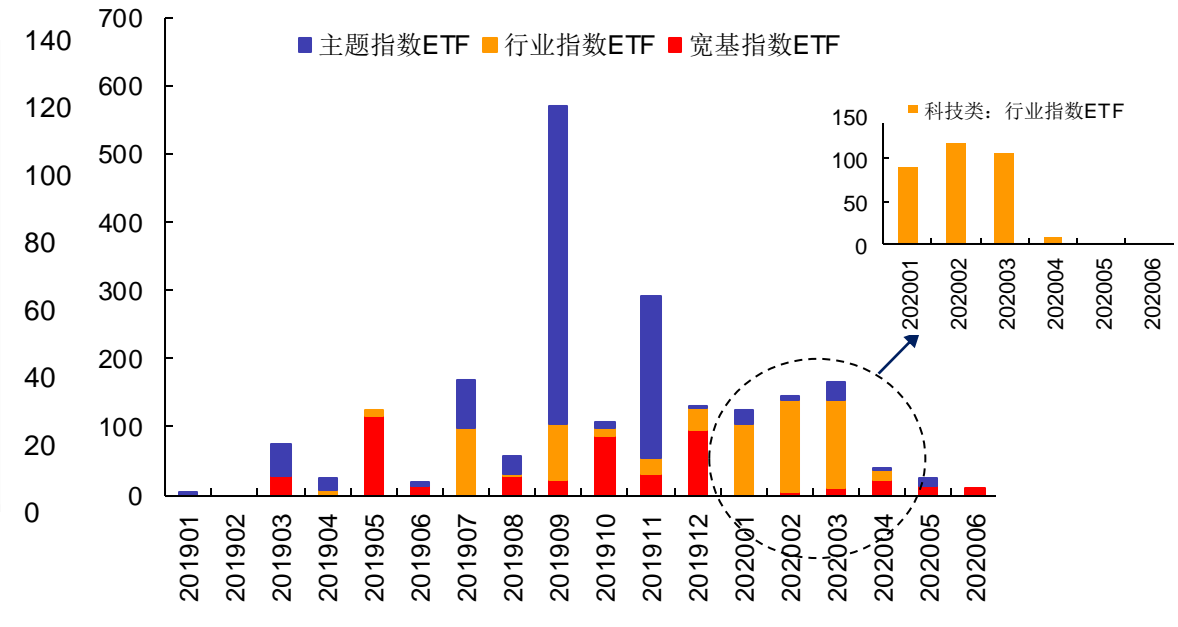
资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：时间划分根据基金成立日，2020年6月份

“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>



图23：股票型ETF分类发行规模统计（单位：亿份）



资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：时间划分根据基金成立日，2020年6月份数据统计不完全

随着疫情影响消退，居民资金入市趋势将进一步增强

- 余额宝和微信理财通的7日年化收益率已从18年年初的4-5%，下降到1.5%左右。部分理财产品出现亏损情况，理财性价比下降，A股风险收益比具备吸引力，居民资金入市是大势所趋。

图24：理财收益率持续新低（%）

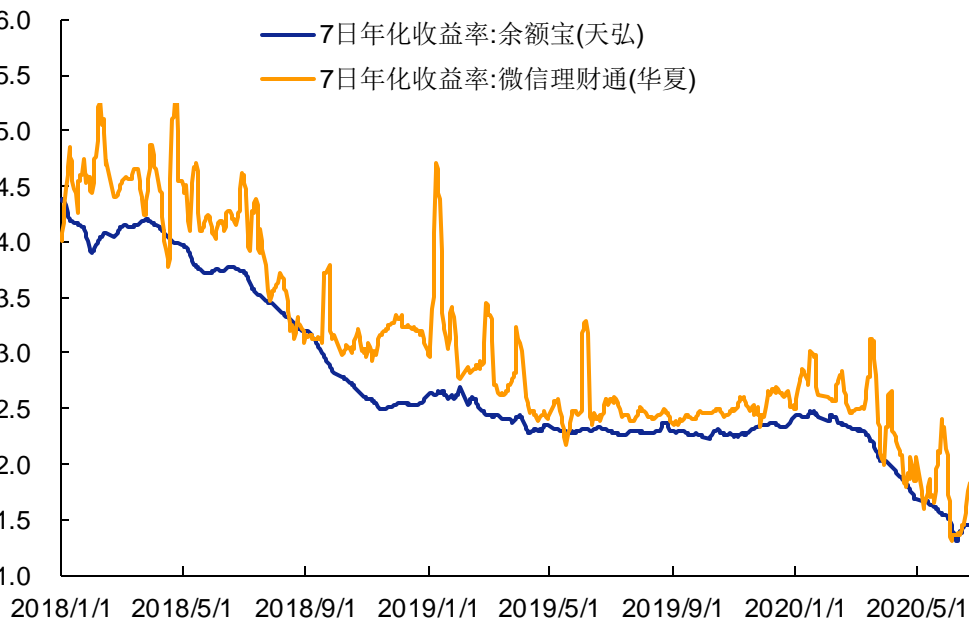


图25：融资余额占A股流通市值的比例仍有上升空间



下半年外资流入预计将增强

- 美国大选前，美国货币、财政政策可能进一步加码，而美元可能走弱
- 在中美关系平稳、风险偏好修复、中国金融对外开放的环境下，下半年外资流入A股趋势预计将增强。

图26：去年6月以来，每月北上资金保持净流入（今年3月除外）

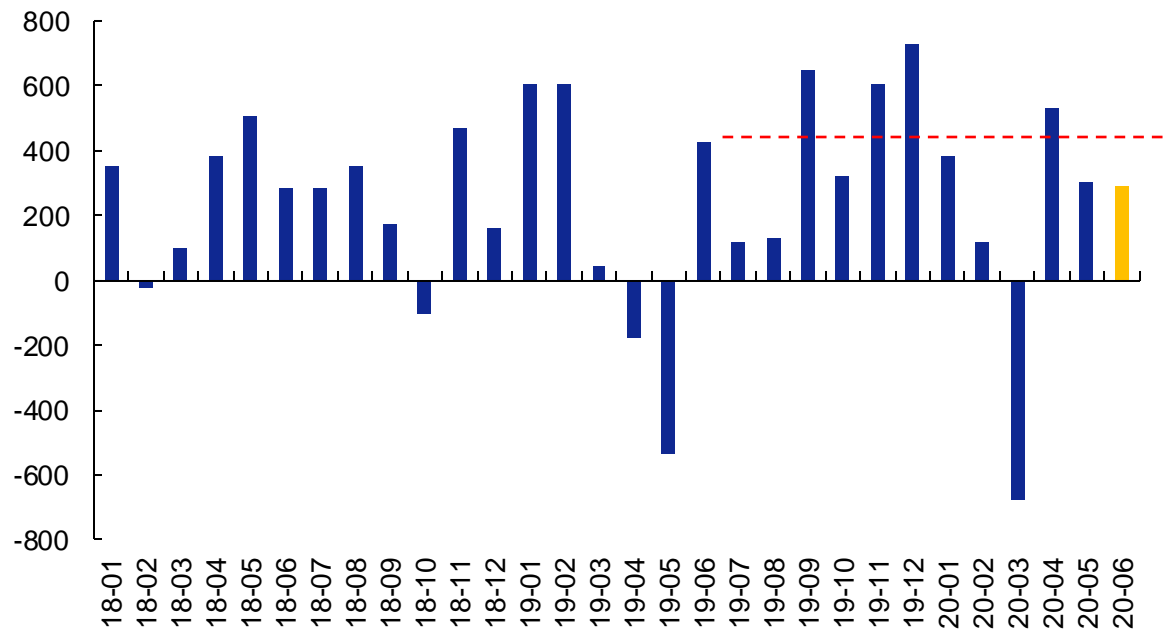
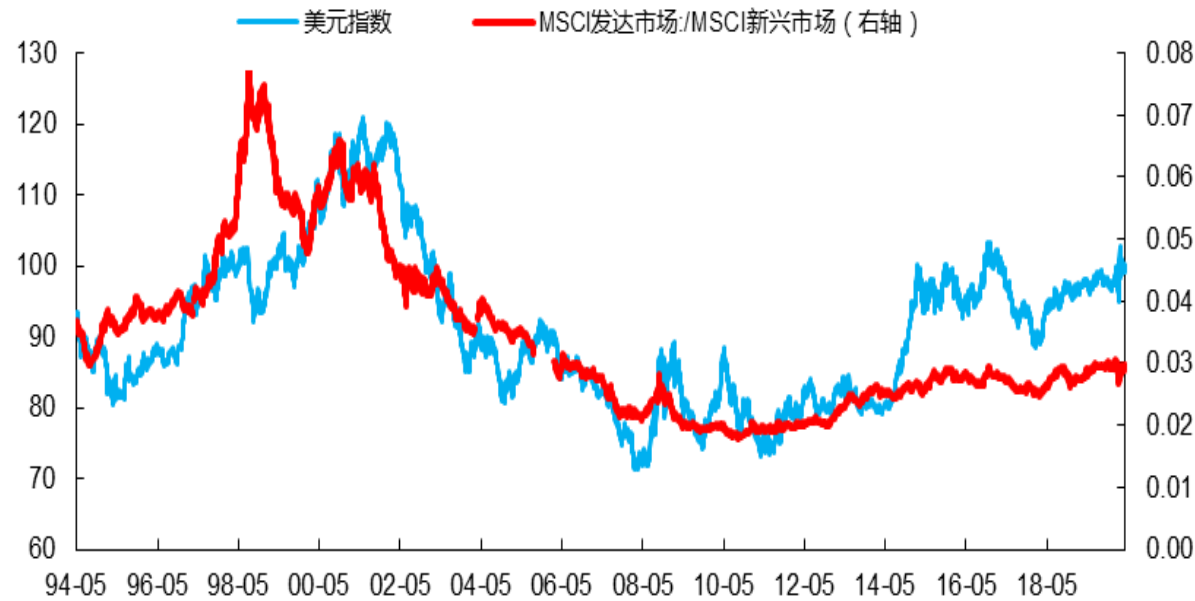


图27：美元走弱，外资流入新兴市场将加强



风险偏好：资本市场改革宽度和深度不断扩展

- 2005年的股权分置改革，解决了非流通股的历史遗留问题，使得A股市场逐步走上正轨；2012-2014年的并购重组改革，鼓励企业的外延式并购，推动了成长型公司的快速发展。
- 当前各项金融改革政策推进，银行让利夯实企业盈利底，创业板注册制改革增强优胜劣汰机制，提升市场定价有效性，上证指数修订消除指数失真，伴随着A股市场机制进一步完善，将吸引长期资金加速流入，助力“复苏牛”行稳致远。



表4：近期资本市场改革要点

改革	要点及影响
上证综指修订	进一步提高指数编制的科学性与合理性，更加准确表征上海市场整体表现。
创业板改革	实施以信息披露为核心的股票发行注册制，实施一揽子改革措施，统筹推进增量改革与存量改革。
新三板改革	增设精选层，优化基础层、创新层制度，完善层级调整机制，丰富差异化制度安排。
新《证券法》	全面推行证券发行注册制度，完善投资者保护制度与交易制度，显著提高证券违法违规成本。
再融资新规	从发行条件、定价基准、参与对象、限售与减持等方面给予上市公司再融资更大的空间。

风险偏好：规范市场，提升投资信心

- 治理财务造假：正形成行政执法、民事追偿和刑事惩戒相互衔接、互相支持的立体、有机体系。
- 行政执法：查办康得新、康美药业等重大案件，动用卫星定位技术确定獐子岛2016年、2017年财务报表造假。
- 民事追偿：抓紧推进中国特色的证券集团诉讼制度落地。
- 刑事惩戒：未来将推动《刑法》修订，大幅提高证券期货犯罪的刑期上限和罚金标准，让违法犯罪者承担应有的责任。
- 加速退市：完善退市标准，简化退市流程；着力畅通强制退、重组退、主动退等多元化退出渠道。

图28：A股退市数量

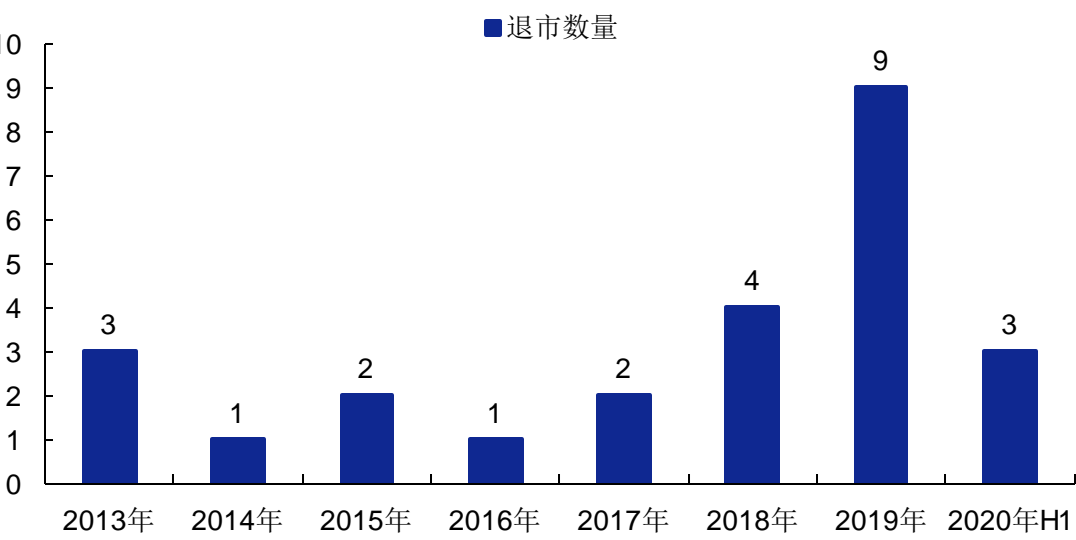


表5：当前暂停上市和已经进入退市程序的A股公司共有16家

名称	暂停上市日期	暂停上市原因
*ST凯迪	2019-05-13	被注册会计师出具无法表示意见或否定意见的审计报告
*ST皇台	2019-05-13	最近两个会计年度的审计结果显示的净利润均为负值，且最近一个会计年度每股净资产低于股票面值
金亚退	2019-05-13	最近三年连续亏损
乐视退	2019-05-13	最近一个会计年度的审计结果显示其股东权益为负值
千山药机	2019-05-13	最近一个会计年度的审计结果显示其股东权益为负值
*ST德奥	2019-05-15	最近两个会计年度的审计结果显示的净利润均为负值
龙力退	2019-05-15	最近两年连续亏损，且被会计师事务所出具无法表示意见或否定的审计意见
*ST毅达	2019-07-19	最近两年连续亏损，且被会计师事务所出具无法表示意见或否定的审计意见
*ST秋林	2020-03-18	最近两年连续亏损，且被会计师事务所出具无法表示意见或否定的审计意见
*ST盈方	2020-04-07	最近三年连续亏损
天翔环境	2020-05-13	最近两年连续亏损，且被会计师事务所出具无法表示意见或否定的审计意见
*ST欧浦	2020-05-15	最近两个会计年度的审计结果显示的净利润均为负值
*ST信威	2020-05-15	最近两年连续亏损，且被会计师事务所出具无法表示意见或否定的审计意见
*ST盐湖	2020-05-22	最近三年连续亏损
*ST航通	2020-05-29	最近两个会计年度的审计结果显示的净利润均为负值
*ST工新	2020-05-29	最近两个会计年度的审计结果显示的净利润均为负值，且最近一个会计年度每股净资产低于股票面值

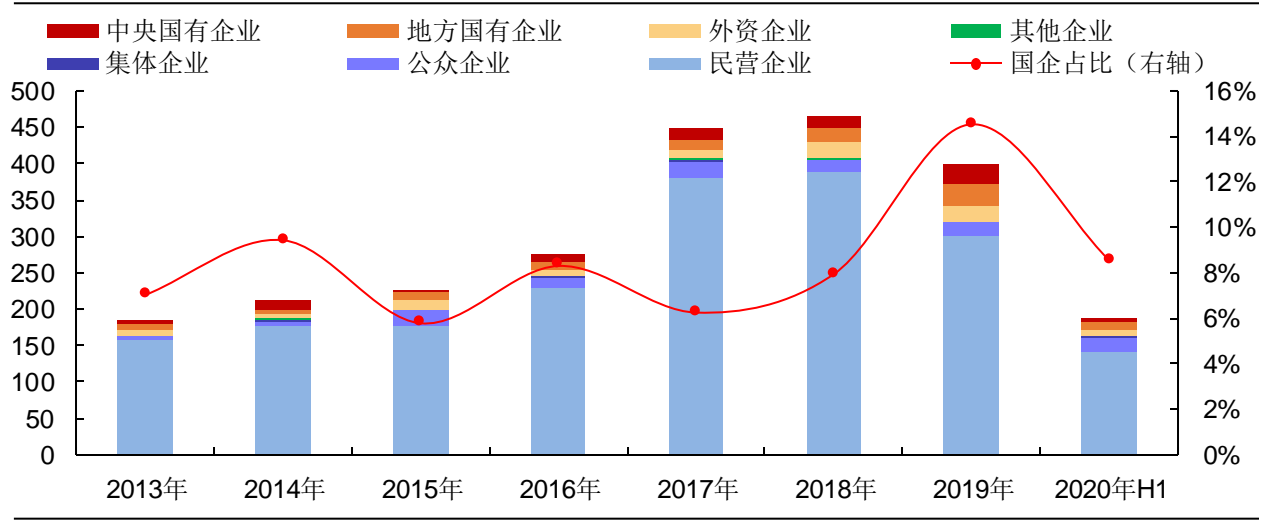
风险偏好：国企改革推进

- 政府工作报告定调：提升国资国企改革成效。“抓行动，见成效”成为今年改革的关键词。混改是国企改革的重要突破口，从前年的“稳妥推进”，去年的“积极稳妥推进”，到今年的“深化”，层层递进。国改深化见成效或将提升市场风险偏好。
- 今年既是“国企改革三年行动方案”的出台和实施年，又是国企“十四五”规划的编制完成年。“实施国企改革三年行动”由国务院国资委牵头，在国企改革重点领域和关键环节提出明确的任务举措，制定量化、可考核的具体指标，已经形成了初步方案，将于10月底前出台相关政策；“基本完成剥离办社会职能和解决历史遗留问题”12月底前完成。（详见国务院文件）
- 当前国改重点方向：由“混资本”向“改机制”转变，以混促改；资本市场成为国企改革加速破局的重点关注方向，上市公司成为国企主要组织形式和管资本载体；《央企股权激励指引》出台，股权激励条件放宽。

表6：历年政府工作报告对国企改革的定调

年份	对国改定调
2014年	增强各类所有制经济活力
2015年	深化国企国资改革
2016年	大力推进国有企业改革
2017年	深入推进国企国资改革
2018年	推进国资国企改革
2019年	加快国资国企改革
2020年	提升国资国企改革成效

图29：2019年国企的股权激励数量和比例提升明显



风险偏好：“十四五”规划指引市场，助力“高质量发展”

- “十四五”是全面完成小康社会建设战略目标，向全面实现社会主义现代化迈进承上启下的关键时期，“十四五”规划可能涉及的领域将引发市场对政策红利的预期而提前布局。
- “十二五”规划和“十三五”规划《建议》发布前后，市场行情都有所上行。
- 预计“高质量发展”将会成为“十四五”规划的关键词，这段时间也是以5G为主要标志的新技术突破期和应用期，人工智能、生物技术、新能源、高端制造等将带来系列重大产业变革。

图30：十二五规划发布前后市场表现



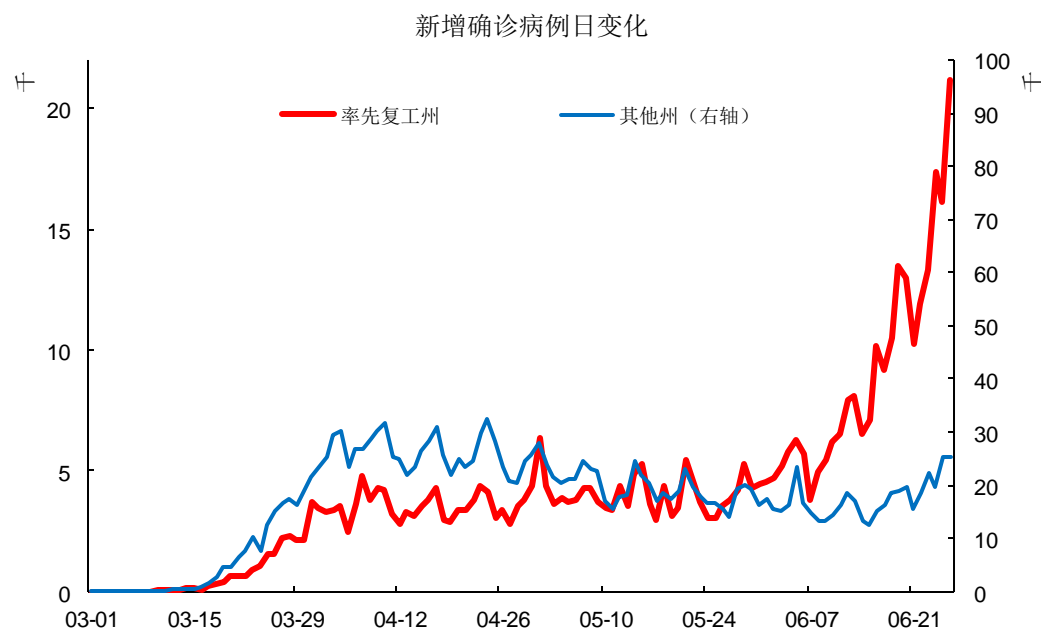
图31：十三五规划发布前后市场表现



外部风险：疫苗问世前的海外疫情

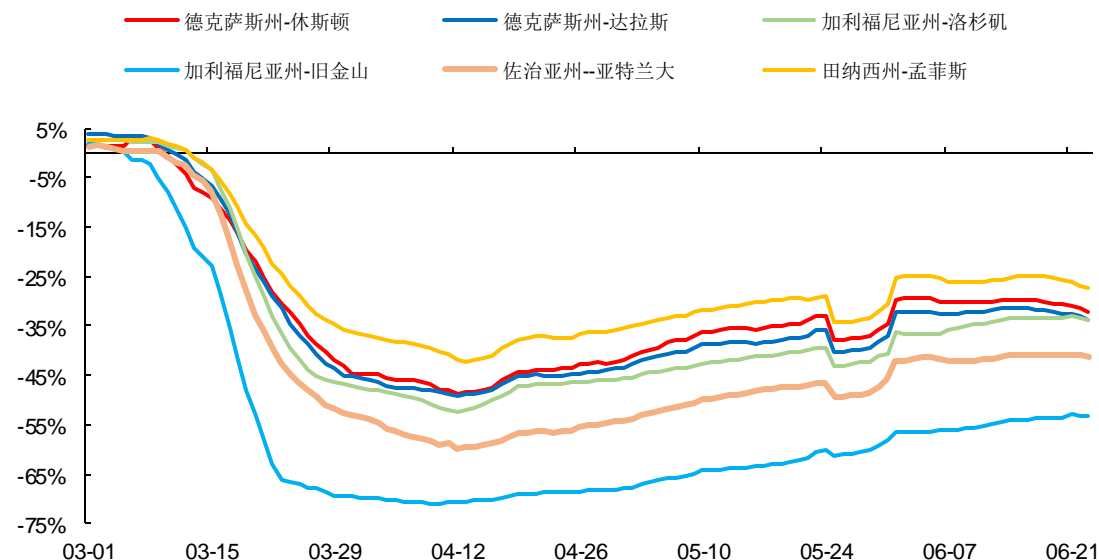
- 当前美国先复工地区疫情二次爆发较为严重，但是大概率不会出现大规模停工，预计整体复工进程仍将逐步推进。

图32：美国先复工州疫情二次爆发较为严重



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图33：疫情爆发地区复工仍在延续



资料来源：Google，安信证券研究中心

外部风险：2020年美国大选

- 从全国角度来看，拜登支持率持续高于特朗普。从6个摇摆州来看，情况与16年大选相似，民主党占尽优势。但最终结果依然难以预测。
- 6个摇摆州中的5个受到贸易战影响（工业品：AZ、FL、WI和MI，农产品：NC）。从这个角度看中美第一阶段协议被维持概率较大。
- 大选之后，不确定因素上升。

图34：美国大选民调结果——全国

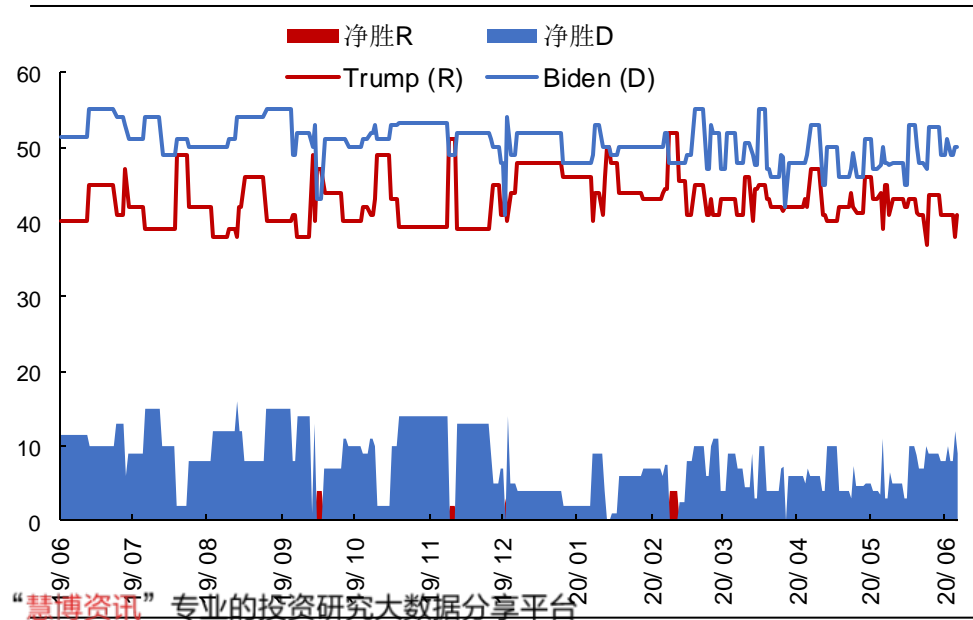


表7：美国大选民调结果——6个摇摆州（选票 特朗普vs拜登—35:66）

州 (选票数量)	2016年		2020近一个月民调支持率均值(%)		差值	年初至今变化
	一致预测	最终结果	民主党	共和党		
AZ 亚利桑那州 (11)	共和党	共和党	45.0	43.7	1.3	
NC 北卡罗来纳州 (15)	民主党	共和党	45.3	46.3	1.1	
FL 佛罗里达州 (29)	民主党	共和党	49.7	42.7	7.0	
WI 威斯康星州 (10)	民主党	共和党	47.3	42.0	5.3	
MI 密歇根州 (16)	民主党	共和党	50.8	40.8	10.1	
PA 宾夕法尼亚州 (20)	民主党	共和党	47.5	48.0	0.5	

资料来源：realclearpolitics-多家民调机构，安信证券研究中心

资料来源：realclearpolitics-多家民调机构，安信证券研究中心 注：数据截至6月23日

2020年下半年行业配置表

表：核心行业配置表

申万一级行业	配置建议	重点细分领域	景气水平	目前估值—中位数 (PE, TTM)	2020Q1基金仓位 (较历史平均)	重点关注公司
电新	超配	新能源车、光伏	持平	32.25—32.65	偏高	隆基股份、通威股份、福莱特、福斯特、苏州固锟、宁德时代、恩捷股份、璞泰来、科达利、嘉元科技、宏发股份
计算机	超配	5G应用、云计算、IT重构、金融科技及数字货币	上升	66.18—46.72	偏高	金山办公、浪潮信息、恒生电子、用友网络、科大讯飞、长亮科技、诚迈科技、东方通、中国长城、中国软件
电子	超配	消费电子、半导体、PCB、面板	上升	45.81—44.09	偏高	立讯精密、领益智造、信维通信、卓胜微、汇顶科技、韦尔股份、澜起科技、紫光国微、斯达半导、北方华创、沪电股份、深南电路、生益科技、京东方、TCL科技
医药生物	超配	医疗新基建、新冠检测、疫苗、CXO、泛医疗服务	上升	49.87—36.95	偏高	迈瑞医疗、海尔生物、华大基因、万孚生物、康泰生物、智飞生物、药明康德、药石科技、大参林、美年健康
非银金融	超配	券商、保险、多元金融	持平	16.18—19.52	偏低	中信证券、华泰证券、国金证券、中国平安
汽车	超配	新能源车、整车、零部件	上升	23.96—19.36	偏低	比亚迪、广汽集团、科博达、德赛西威、星宇股份
房地产	超配	住宅地产	持平	8.51—15.07	偏低	万科A、金地集团、中交地产、中南建设、金科股份、华发股份
家用电器	超配	白电、厨电、黑电	持平	20.04—16.57	偏低	格力电器、美的集团、海尔智家、海容冷链、三花智控、老板电器、华帝股份、浙江美大、苏泊尔、九阳股份、新宝股份、石头科技、公牛集团、创维数字
银行	标配	零售型银行	下滑	5.82—6.53	偏低	招商银行、平安银行、宁波银行、常熟银行
通信	标配	5G、IDC、工业互联网	上升	43.62—40.92	偏高	中兴通讯、新易盛、能科股份
传媒	标配	游戏、视频、内容电商	上升	41.33—37.17	偏高	芒果超媒、掌阅科技、光线传媒、三七互娱、吉比特、完美世界、姚记科技、奥飞娱乐、号百控股、歌华有线
国防军工	标配	信息化、军工新材料、弹载领域	上升	50.84—55.6	偏低	航天电器、航天发展、菲利华、楚江新材、中航高科、光威复材
食品饮料	标配	白酒、食品	持平	38.97—28.26	偏高	贵州茅台、五粮液、山西汾酒、伊力特、古井贡酒、伊利股份、双汇发展、三全食品、绝味食品、桃李面包
建筑材料	标配	水泥、玻璃、玻纤	持平	12.85—19.06	偏高	冀东水泥、海螺水泥、塔牌集团

致谢！

安信证券研究中心 策略团队

陈果	SAC执业证书编号：S1450517010001
朱海洋	SAC执业证书编号：S1450518050002
彭玮骏	SAC执业证书编号：S1450518040003
易斌	SAC执业证书编号：S1450519100005
夏凡捷	SAC执业证书编号：S1450517070002
林荣雄	SAC执业证书编号：S1450520010001



分析师声明

■ 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告都不能作为道义的、责任的和法律依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

联系方式

上海联系人

潘艳 18930060852
侯海霞 13391113930
朱贤 13901836709
李栋 13917882257
刘恭懿 13916816630
孙红 18221132911
苏梦 13162829753
秦紫涵 15801869965
陈盈怡 13817674050
王银银 18217126875

北京联系人

李倩 18500075828
张莹 13901255777
夏坤 15210845461
温鹏 13811978042
曹琰 15810388900
姜东亚 13911268326
张杨 15801879050
刘晓萱 18511841987
王帅 13581778515

深圳联系人

胡珍 13631620111
范洪群 18926033448
黎欢 15820484816
聂欣 13540211209
巢莫雯 18682080397
杨萍 0755-82544825
黄秋琪 13699750501

panyan@essence.com.cn
houhx@essence.com.cn
zhuxian@essence.com.cn
lidong1@essence.com.cn
liugy@essence.com.cn
sunhong1@essence.com.cn
sumeng@essence.com.cn
qinzh1@essence.com.cn
chenyy6@essence.com.cn
wangyy4@essence.com.cn
liqian1@essence.com.cn
zhangying1@essence.com.cn
xiakun@essence.com.cn
wenpeng@essence.com.cn
caoyan1@essence.com.cn
jiangdy@essence.com.cn
zhangyang4@essence.com.cn
liuwx1@essence.com.cn
wangshuai1@essence.com.cn
huzhen@essence.com.cn
fanhq@essence.com.cn
lihuan@essence.com.cn
niexin1@essence.com.cn
chaomw@essence.com.cn
yangping1@essence.com.cn
huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层
邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层
邮编： 100034