

# 投资策略

## 看好创业板指未来 12 个月突破 3000 点——2020 年中期策略

### 投资要点:

**海外：雷声大、雨点小。**各国央行史无前例的放水带动海外反弹。近期，疫情反复、大水漫灌下的美股，反而不用太担心。后续，中美或“雷声大，雨点小”，科技战边际缓和。至少大选之前，海外风险不大。但中长期，市场表现仍将回归盈利，中美全球龙头易主之势延续。

**国内：盈利逐季向上，流动性趋势宽松。**国内随着复工复产基本完成，经济已在持续复苏，企业盈利也有望逐季修复。但经济仍有压力，需求不足是核心矛盾。对冲下行压力，流动性拐点未至，趋势性宽松是常态。盈利逐季向上+流动性趋势宽松+资本市场改革提速，共同构建良好的内部环境。

**资金：机构增量加速入市，公募是主力。首先，公募基金成为年内最重要的增量资金。**从存量来看，2020 年前 5 月偏股基金份额净增加约 4100 亿份，与新发份额持平，“赎旧买新”并不显著。假设下半年基金发行节奏不变，全年偏股基金增量有望超过 1 万亿。**其次，外资入场仍在初级阶段，全年预计维持 2000~3000 亿流入。第三，保险资金扩容有望带动全年增量 2000~3000 亿。第四，银行理财全年增量有望达到千亿级别。此外，社保、养老金、年金全年也有望再添千亿级增量。**

### 展望：看好创业板指未来 12 个月突破 3000 点

**1、对比 2013、14 年：三大周期再临。**2013-2014 年，A 股迎来创业板结构牛市。2019 年至今创业板结构行情再起。**两轮行情绝非简单相似，而是同样受到三大周期合力驱动：一是盈利上行周期，二是监管放松周期，三是资本市场扩容周期。**

**2、但是，全面牛市难再现，结构大分化将持续。**近年来，杠杆资金与场外配资始终被监管层严格把控，且未来相当长时期内很难再出现“大水漫灌”局面。与此同时，监管层通过资管新规、理财新规等改革，鼓励银行设立基金公司、提高机构配股比例等方式，引导长线资金入市，并推动居民资金由直接持股向间接持股转变。因此，市场全面、快速上涨的牛市行情很难再现，更多是类似 2013~2014 年的结构性行情。

**3、三季度科技板块有望再起：**1) 外部冲击钝化，科技战或有缓和。2) 科技板块还获得基本面、资金面双重支撑。3) 科创板、创业板注册制等资本市场改革加速落地，将继续引领科技行情推进。

**4、看好创业板未来 12 个月突破 3000 点。**1) 创业板结构以科技、消费为主，TMT+医药占比超过 80%，占据了新一轮科技周期下的多个优秀赛道；2) “放水养鱼”取代“大水漫灌”，金融供给侧改革理念下，全面指数级牛市开启难度较大，结构分化格局大概率将持续；3) 资金面上公募基金为主导增量，政策面上监管放松与资本扩容共振，都将继续助力科技行情推进。4) 参考 2013-14 年，从相对估值来看，当前创业板估值可类比 2013 年 6 月左右，距离极值仍有较大空间。

### 结构：两大主线，六个行业

——两大主线：科创板+国产替代

——六个行业：新能源汽车、光伏、半导体、消费电子、游戏、黄金

**风险提示：**1、疫情发展超预期；2、宏观经济超预期波动；3、测算可能与实际存在误差；4、以历史创业板的涨幅推断可能存在误差。

### 作者

分析师 张启尧

执业证书编号：S0680518100001

邮箱：zhangqiyao@gszq.com

### 相关研究

- 1、《投资策略：科创板交投情绪继续改善——科创板周监控第 20 期》2020-06-27
- 2、《投资策略：偏股基金发行继续改善——市场情绪周监控第 68 期》2020-06-24
- 3、《投资策略：富时扩容收官，北上流入再提速——陆股通周监控第 67 期》2020-06-23
- 4、《投资策略：利率集体上行，人民币汇率维持平稳——资金价格周监控第 67 期》2020-06-22
- 5、《投资策略：三重驱动，科技再起——A 股市场策略周报》2020-06-21



## 内容目录

一、海外：雷声大、雨点小 .....	4
二、国内：盈利逐季向上，流动性趋势宽松 .....	7
三、资金：机构增量加速入市，公募是主力 .....	9
四、展望：看好创业板指未来 12 个月突破 3000 点 .....	15
五、结构配置：两大主线，六个行业 .....	24
风险提示 .....	32

## 图表目录

图表 1: 疫情冲击，2020 年美日欧经济增速全面回落，% .....	4
图表 2: 海外金融市场一度陷入流动性挤兑，% .....	4
图表 3: 本轮危机中，全球主要央行经历了剧烈的扩表(万亿美元) .....	4
图表 4: 疫情对股市表现仍有重大影响 .....	5
图表 5: 主要市场走势(2019 年底=100) .....	5
图表 6: 欧美 5 月 PMI 大幅回升 .....	5
图表 7: 美国疫情全面反弹，且越早开放越严重 .....	5
图表 8: 本轮美联储 QE 力度远超从前 .....	6
图表 9: 大选年美股上涨概率较高，% .....	6
图表 10: 近期外部压力缓和信号 .....	6
图表 11: 基本面强弱才是决定长期市场走势的核心变量，% .....	7
图表 12: 六大电厂耗煤量变化，万吨 .....	7
图表 13: PMI 连续 3 个月处在枯荣线上 .....	7
图表 14: 企业经营状况已在改善，% .....	8
图表 15: 上市公司业绩有望逐季修复 .....	8
图表 16: 基建加速托底经济，% .....	8
图表 17: 出口持续疲软，% .....	8
图表 18: 必选消费修复，但消费整体仍低迷，% .....	9
图表 19: 政策利率持续回落，% .....	9
图表 20: 货币宽松持续推进，% .....	9
图表 21: 2020 年（截止 6 月 19 日）偏股基金发行已超过 2019 年 .....	10
图表 22: 2020Q1 公募持股占比大幅提升 .....	10
图表 23: 2020 年公募基金存量份额大幅提升，亿份 .....	10
图表 24: 2020 年上半年四类混合型基金发行份额占比 .....	10
图表 25: 近年来外资持股规模与占比持续攀升 .....	11
图表 26: 2020 年 4 月以来重回净流入（截止 6 月 24 日） .....	11
图表 27: A 股在全球市场中仍然是处于大幅低配 .....	11
图表 28: 台湾外资成交占比持续攀升 .....	11
图表 29: 当前保险资金权益投资仍有上升空间 .....	12
图表 30: 保险资金直接投资股票占比持续提升 .....	12
图表 31: 保费收入有望维持 10% 左右增速，万亿 .....	13
图表 32: 保费收入与保险运用余额变动基本一致，% .....	13
图表 33: 银行理财非保本规模快速扩张 .....	13
图表 34: 2019 年 6 月非保本理财产品资产配置情况 .....	13

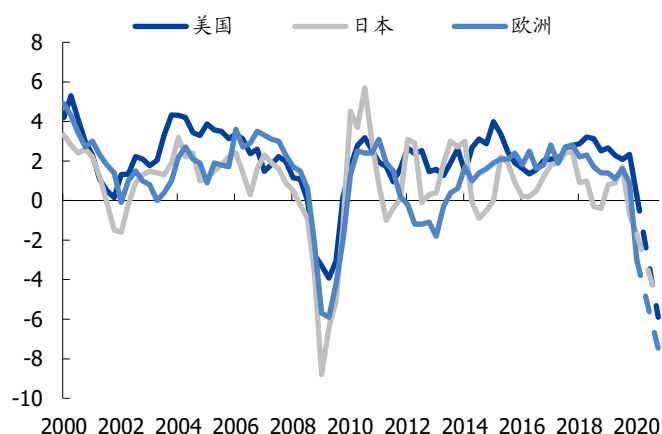
图表 35: 社保基金持股整体呈上升趋势.....	14
图表 36: 基本养老保险基金仍在以较快速度增长.....	14
图表 37: 2020 年 A 股市场增量资金测算.....	15
图表 38: 2013-2014 年创业板走势.....	15
图表 39: 2019 年至今创业板走势.....	15
图表 40: 创业板-沪深 300 相对业绩增速 (%) 与指数走势.....	16
图表 41: 4G 产业链各板块表现期及相关指标.....	16
图表 42: 4G 和 5G 期间三大运营商资本开支, 亿元.....	17
图表 43: 新增 5G 基建数量及预测.....	17
图表 44: 股市监管周期&定增周期与创业板相对收益走势.....	17
图表 45: 2013 年-2015 年新一轮监管放松周期政策梳理.....	18
图表 46: 2014-2016 年定增规模快速扩张 (亿元).....	19
图表 47: 2015 年重大资产重组达到高峰期, 例.....	19
图表 48: 2014-2016 年较 2006-2013 年定增项目增加数量.....	19
图表 49: 2017-2018 年较 2014-2016 年定增项目减少数量.....	19
图表 50: 2010 年以后国内经济增长持续放缓, 逐渐进入存量时代, %.....	20
图表 51: 经济杠杆水平达到历史高位.....	20
图表 52: 2020 年以来资本市场改革概览.....	20
图表 53: M2 与名义 GDP 增速差不断收敛, %.....	21
图表 54: 杠杆资金交易占比始终维持在低位区间, %.....	21
图表 55: 2013-2014 年与 2019 年至今创业板走势对比, %.....	22
图表 56: 国内外疫情不确定性仍高.....	22
图表 57: 中美贸易摩擦时间线.....	22
图表 58: 四轮中美摩擦期间汇率、A 股、TMT 行业涨跌幅, %.....	23
图表 59: 2020 年 515 美国制裁华为后 TMT 二级行业涨跌幅.....	23
图表 60: 创业板-沪深 300 相对走势 (右轴) 与业绩差 (%).....	23
图表 61: 科技类 ETF 成为今年最重要的 ETF 增量.....	23
图表 62: 创业板结构中, TMT+消费占比超过 80%.....	24
图表 63: 全球央行急速扩表, 但中国央行并未大幅放水 (万亿美元).....	24
图表 64: 公募基金成为今年最重要的增量资金.....	24
图表 65: 创业板与沪深 300 相对估值仍有较大提升空间.....	24
图表 66: 科创板标的科创细分主题分布.....	25
图表 67: 科创板标的营收增速明显高于沪深 300 和创业板指成分股.....	25
图表 68: 科创板公募基金规模持续攀升.....	26
图表 69: 首批科创板个股 7 月集中解禁.....	26
图表 70: 中国 5G 市场规模发展空间巨大 (2020-2030E).....	27
图表 71: 国产替代涉及到的具体细分领域.....	27
图表 72: 欧洲新能源车销量同比有望在下半年回暖 (万辆).....	28
图表 73: 拟纳入 2020 年光伏发电国家竞价补贴范围项目分省汇总表, 单位: 万千瓦.....	29
图表 74: 近期智能手机出货量大幅反弹.....	30
图表 75: TWS 无线耳机出货量有望持续超预期 (万台).....	30
图表 76: 费城半导体指数持续反弹.....	30
图表 77: 国产替代空间测算.....	31
图表 78: 中国移动游戏市场实际销售收入快速增长.....	31
图表 79: 黄金价格持续上行.....	32
图表 80: 全球央行重启宽松, 万亿美元.....	32

## 一、海外：雷声大、雨点小

疫情重创全球经济，金融市场一度陷入危机。一季度，美国、日本、欧洲等主要经济体GDP增速均已显著下滑。而根据IMF的预测，2020年全球经济将萎缩3%，比金融危机时还糟。其中，美国、日本、欧元区将分别萎缩5.9%、5.2%和7.5%。

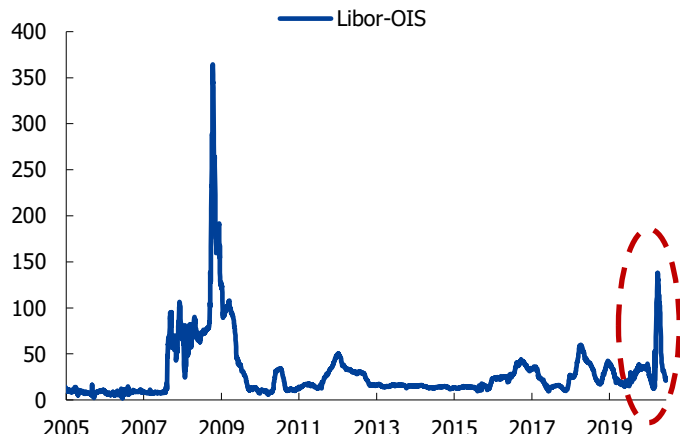
与此同时，疫情冲击之下，海外金融市场一度在高杠杆+高估值+交易拥挤导致的羊群效应踩踏等因素主导下开始下跌。并随着市场预期于短时间内大幅反转、恐慌情绪快速蔓延，快速进入挤兑流动性的“绝地求生”模式。风险资产和避险资产全线下跌，主要市场股票市场一度暴跌40%以上。

图表1：疫情冲击，2020年美日欧经济增速全面回落，%



资料来源：Wind，国盛证券研究所

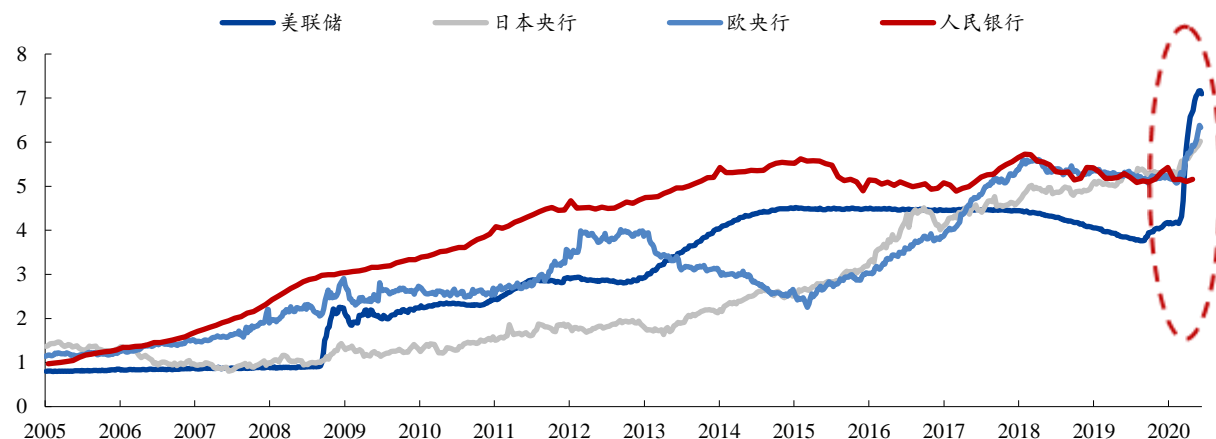
图表2：海外金融市场一度陷入流动性挤兑，%



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

但史无前例的货币宽松带动市场修复。美联储在连续打出巨幅回购、紧急降息至零、重启7000亿美元QE等政策组合拳之后，又相继启动多项危机工具向市场注入流动性。欧央行也宣布大幅提高QE规模至1400亿欧元，并增加LTROs和放松TLTRO III的条件。截至当前，美日欧央行已分别较疫情前扩表72.4%、16.1%和24.6%。大放水下，全球巨幅反弹，纳斯达克创新高。

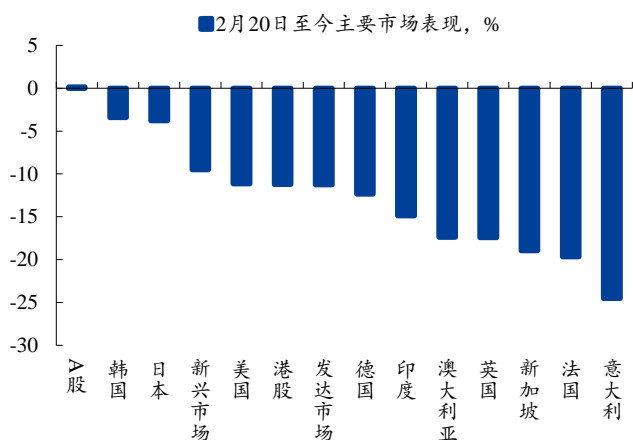
图表3：本轮危机中，全球主要央行经历了剧烈的扩表(万亿美元)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

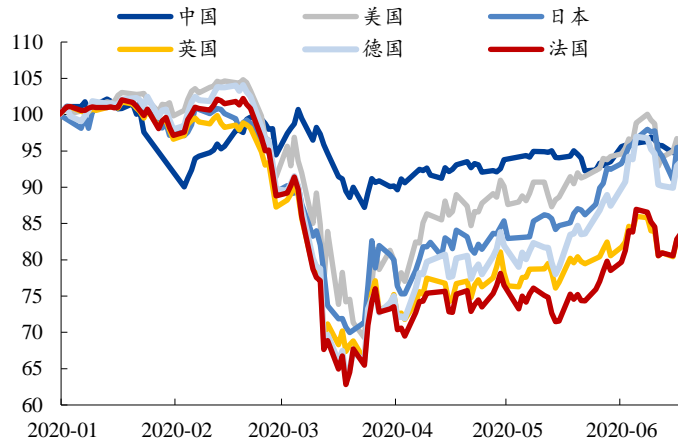
然而，疫情应对仍是决定股市表现的核心指标，除了美国。主要市场中，除美国外，各国对疫情的应对仍是决定股市表现的核心指标。本轮美股反弹到新高本质是流动性和风险偏好驱动的“水牛”。

图表4：疫情对股市表现仍有重大影响



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：主要市场走势(2019年底=100)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

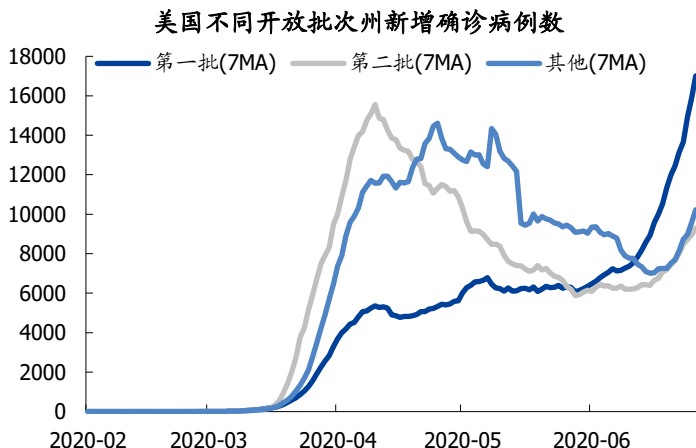
当前，复工推进经济复苏，但二次疫情难以避免。随着欧美疫情有所改善，复工推进之下5月份经济数据明显改善。但疫情反复仍将对经济复苏形成扰动。从美国的情况看，在疫情尚未得到有效控制的情况下重启经济，疫情大概率去而复返，且开放越早疫情越严重。

图表6：欧美5月PMI大幅回升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表7：美国疫情全面反弹，且越早开放越严重

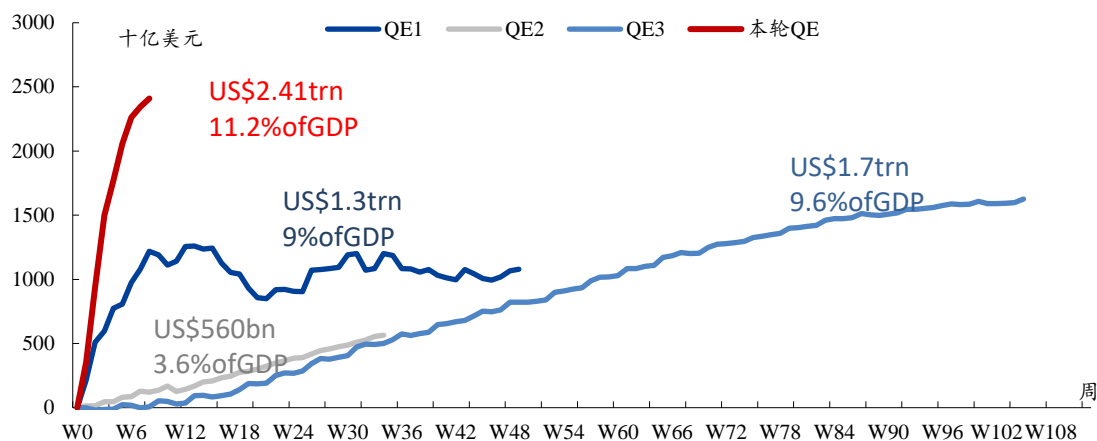


资料来源：Wind，国盛证券研究所

而大水漫灌下的美股，也不用太担心。超常规的流动性投放是近期美股的核心驱动。疫情以及美国国内抗议活动结束之前，大水漫灌状态仍将持续。因此，对于美股不用太过担心，短期风险不大。



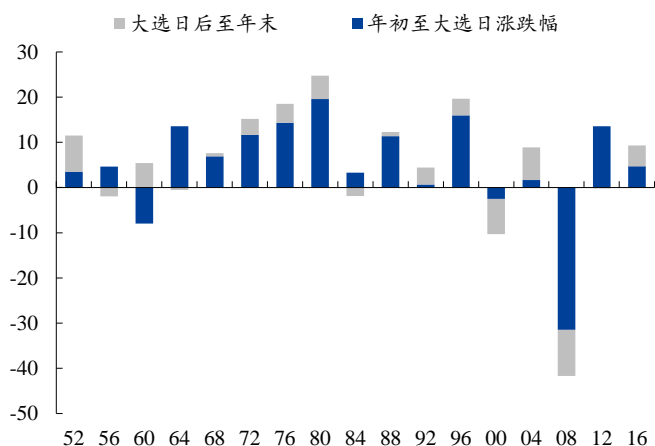
图表 8: 本轮美联储 QE 力度远超从前



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

后续，中美或“雷声大，雨点小”，边际缓和。随着后续美国总统大选临近，特朗普对于经济及金融市场稳定的诉求将更强烈。即使对华施压被两党作为大选筹码反复提及，但很可能“雷声大、雨点小”。从近期一系列信号看，科技战有边际缓和的可能性。

图表 9: 大选年美股上涨概率较高，%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

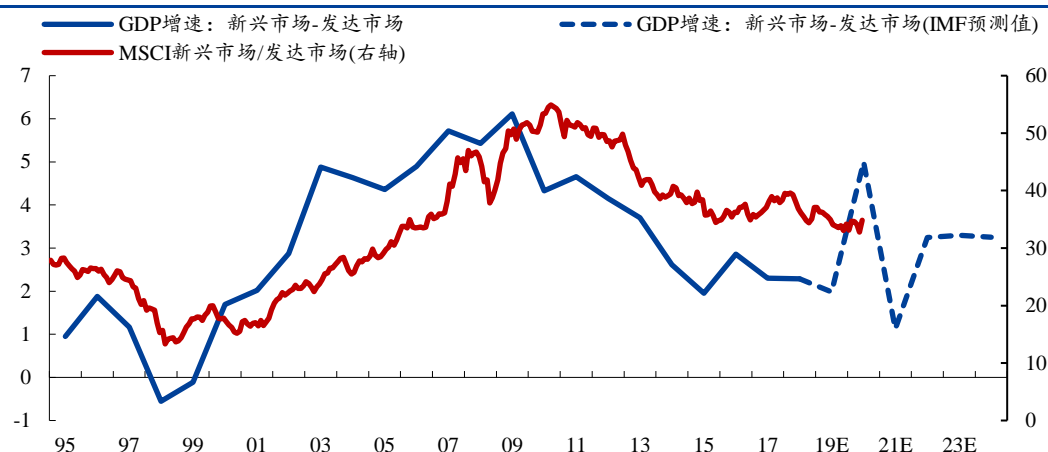
图表 10: 近期外部压力缓和信号

国家	主要内容
英国	允许华为在剑桥郡建立研发基地，并敦促英国运营商尽快囤积华为的设备，以满足国内市场的需求
美国	对制裁政策进行修改，允许本国企业与华为合作，共同参与 5G 标准的制定
德国	德国电信与华为签订 5G 合同

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

中长期回归盈利，龙头易主趋势强化。基本面强弱决定了全球市场走势以及资产配置方向，下一轮大周期新兴 VS 发达市场有望强弱更替。疫情之下，虽然短期美股在大水漫灌下迅速反弹，但超常规流动性投放终将退出，美股终将回归盈利。考虑到美中疫情受损程度和复苏进度差距，中美龙头易主趋势强化。

图表 11: 基本面强弱才是决定长期市场走势的核心变量, %



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

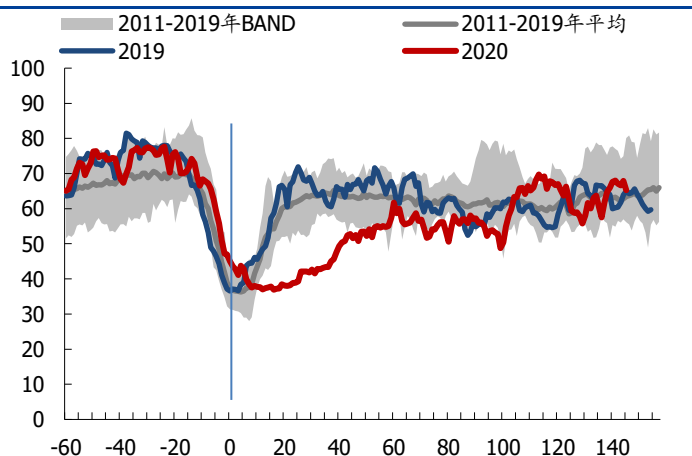
小结: 1、各国央行史无前例的放水带动海外反弹; 2、疫情反复、大水漫灌下的美股, 反而不用太担心; 3、中美或“雷声大, 雨点小”, 科技战边际缓和; 4、至少大选之前, 海外风险不大; 5、中长期回归盈利, 中美全球龙头易主之势延续。

## 二、国内: 盈利逐季向上, 流动性趋势宽松

国内经济持续复苏, 企业盈利将逐季修复。5月以来生产活动逐步恢复, 目前基本完全复工。根据六大电厂耗煤量, 5月以来已恢复至历史均值以上。根据官方披露口径, 截至5月18日, 全国规上企业复工率 99.1%, 人员复岗率 95.4%, 中小企业复工率 91%, 超 20 个省份的中小企业复工率大于 90%。

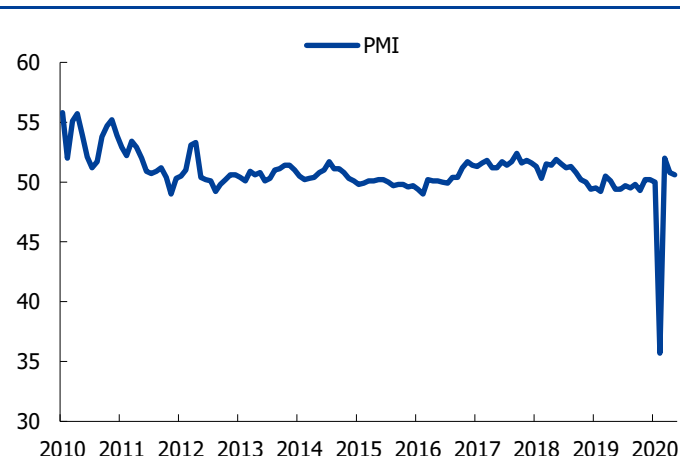
随着疫情逐步控制和国内复工复产逐步完成, 国内经济数据持续改善, 5月 PMI 录得 50.6, PMI 在 2 月见底后快速回升并持续 3 个月在荣枯线上方。近期以北京地区疫情反复引发担忧。但整体来看仅为局部影响, 很难影响整体的经济复苏趋势。

图表 12: 六大电厂耗煤量变化, 万吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: PMI 连续 3 个月处在枯荣线上

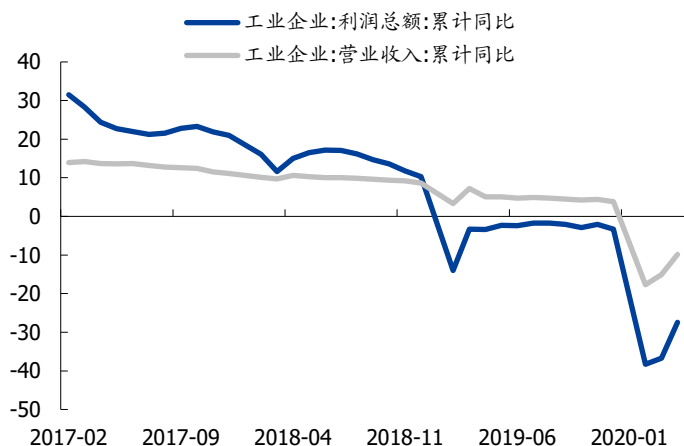


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

微观层面，伴随经济逐渐修复，企业盈利一季度确认全年底部，后续将逐季改善。

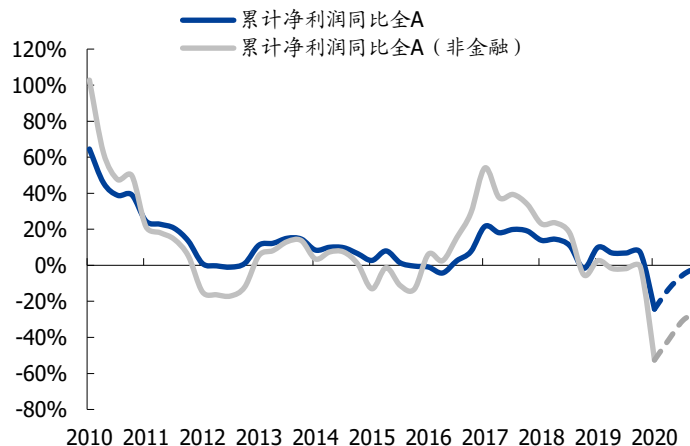
- 乐观情况：假设二三四季度 GDP 均去年持平，则全年的名义 GDP 约为 5.55%，对应的全 A 和全 A 非金融净利润增速分别为 1.2%和-18.7%。
- 中性情况：假设二季度继续下滑，但冲击力度减弱，绝对量下滑 0.8 万亿，三四季度与去年持平，则全年名义 GDP 约为 4.74%，对应的全 A 和全 A 非金融净利润增速分别为-1%和-25.9%。
- 悲观情况：假设二季度绝对量下滑 1.2 万亿，三季度绝对量下滑 0.6 万亿，四季度与去年持平，则全年名义 GDP 约为 3.73%，应的全 A 和全 A 非金融净利润增速分别为-3.6%和-34.8%。

图表 14: 企业经营状况已在改善, %



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

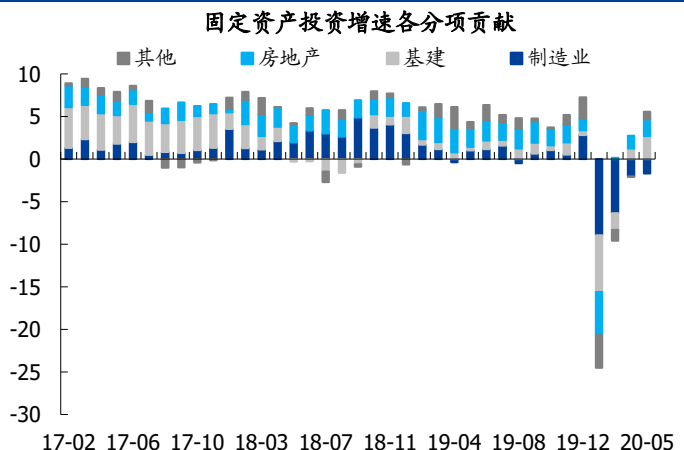
图表 15: 上市公司业绩有望逐季修复



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

但经济仍有压力，缺需求是主要矛盾。一方面，生产端复苏明显快于消费端。从工业生产角度来看，3、4月国内生产恢复非常快，5月工业增加值同比为 4.4%，接近 2019 年同期水平。但从需求端来看，仅以传统基建、房地产为主的投资端显著回升，疫情影响下消费需求依旧低迷。另一方面，海外复苏缓慢也对出口形成拖累。

图表 16: 基建加速托底经济, %



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

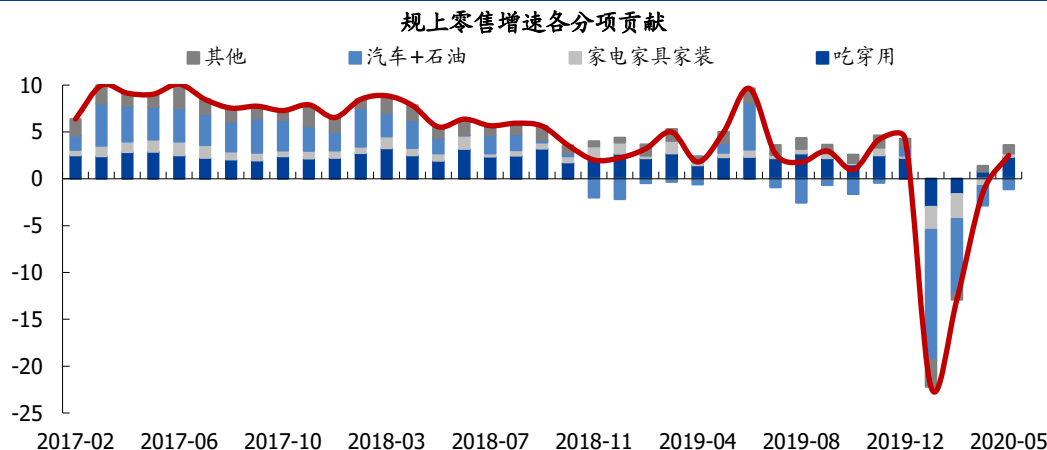
图表 17: 出口持续疲软, %



资料来源: Wind, 国盛证券研究所



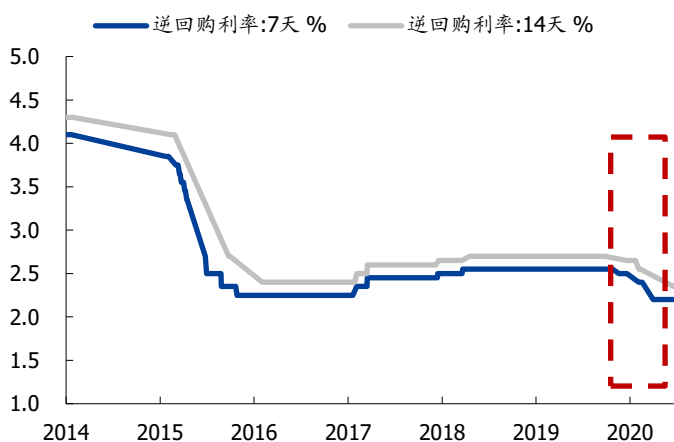
图表 18: 必选消费修复, 但消费整体仍低迷, %



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

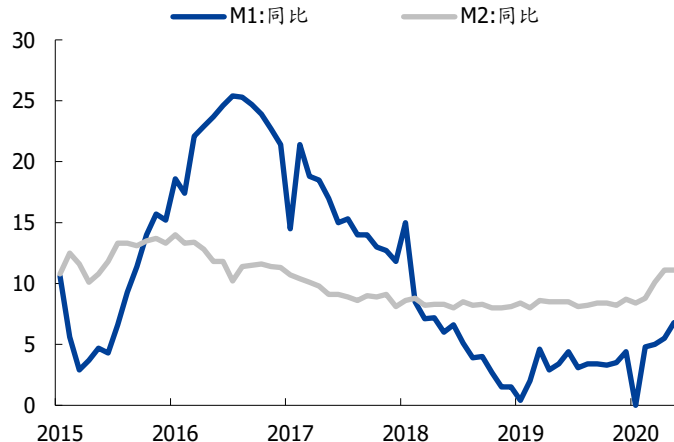
流动性拐点还早, 趋势宽松是常态。4 月央行集中发力后, 5 月宽松力度有所放缓。逆回购、LPR 利率持平, 市场一度担忧流动性拐点出现。但我们始终强调这仅是经济边际回暖背景下宽松节奏的调整、并不改变宽松方向。近期监管层重新出手呵护, 6 月 17 日国常会提及综合运用“降准”、再贷款等工具, 预计降准有望近期落地。6 月 18 日央行调降 14 天逆回购利率 20bp。后续政策利率也有望进一步下调。流动性趋势宽松将是常态, 未来一个阶段难看到拐点。

图表 19: 政策利率持续回落, %



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 货币宽松持续推进, %



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

小结: 1、国内经济持续复苏, 企业盈利有望逐季修复; 2、但经济仍有压力, 需求不足是核心矛盾; 3、对冲下行压力, 流动性拐点未至, 趋势性宽松是常态; 4、盈利逐季向上+流动性趋势宽松+资本市场改革提速, 共同构建良好的内部环境。

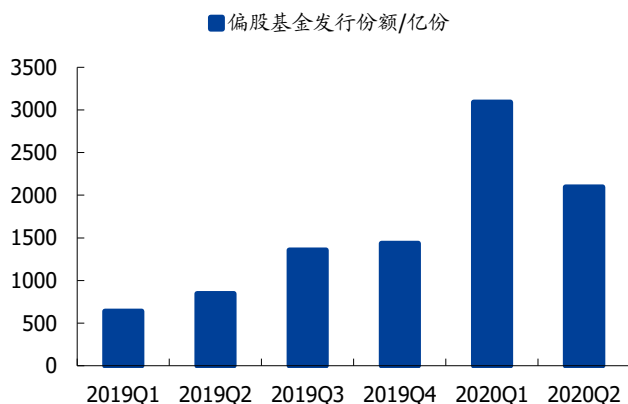
### 三、资金: 机构增量加速入市, 公募是主力

#### 3.1、公募基金成为年内最重要的增量资金, 全年增量有望过万亿

从新发基金来看, 2020 年上半年偏股基金发行量已超过 2019 年全年。震荡市叠加结构性行情极致演绎, 基金相较股票对散户吸引力更大, 散户变基民趋势明显。2020 年截

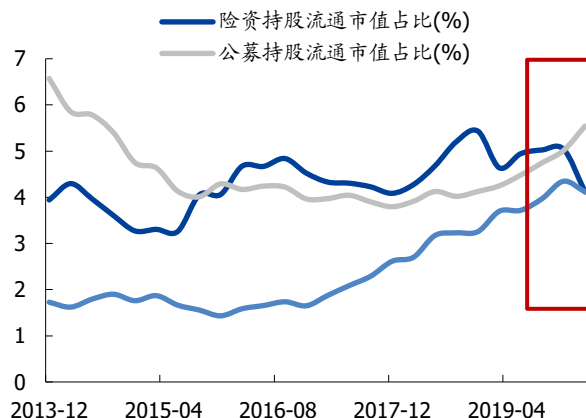
止6月19日，偏股基金（股票型+偏股混合型）发行规模达到5187亿份，已经远超过2019年全年4273亿份。且今年公募话语权继续提升。2020Q1公募持股占比已持续提升至5.54%，同期保险与外资占比略有下滑。

图表 21: 2020 年（截止 6 月 19 日）偏股基金发行已超过 2019 年



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 2020Q1 公募持股占比大幅提升

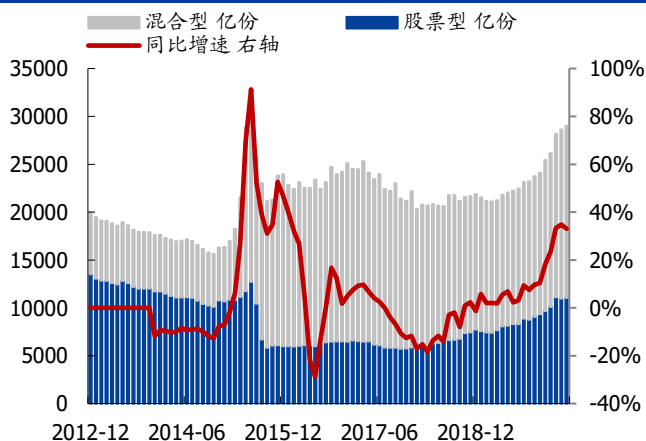


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从存量来看，2020 年前 5 月偏股基金份额净增加约 4100 亿份，与新发份额持平，“赎回买新”并不显著。根据基金业协会数据，2020 年前 5 月股票型和混合型基金存量份额（含新发+存量申赎）相比 2019 年底增加 1681 亿份和 3228 亿份。为了计算上述混合型基金中偏股混合型的规模，根据今年新发行的混合型基金中偏股混合类占比约 75%，因此估算偏股基金（股票型+偏股混合）份额净增加为 4102 亿份，前 5 月同期偏股基金新发规模为 4456 亿份，存量增加份额与新发行份额相差无几。说明今年偏股基金份额增加主要是由新发行增量贡献，申购赎回处于正常水平。

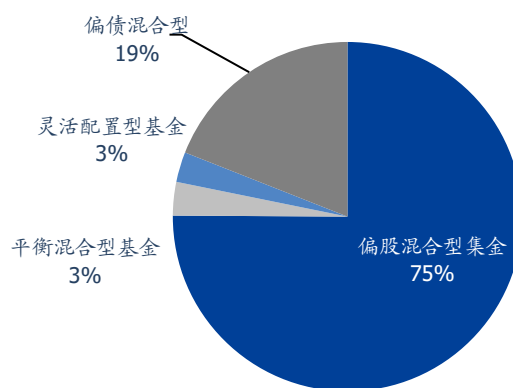
假设下半年基金发行节奏不变，全年偏股基金增量有望超过 1 万亿，是今年 A 股最重要的增量资金。科技 ETF 重新获批，下半年发行有望重新提速。另外科创板主题基金在注册制以及科创板指数的催化下，发行可能继续放量。

图表 23: 2020 年公募基金存量份额大幅提升，亿份



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 2020 年上半年四类混合型基金发行份额占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2、外资全年预计维持 2000~3000 亿流入

测算思路：北上资金净流入规模。外资由北上资金+QFII（含 RQFII）构成，其中北上

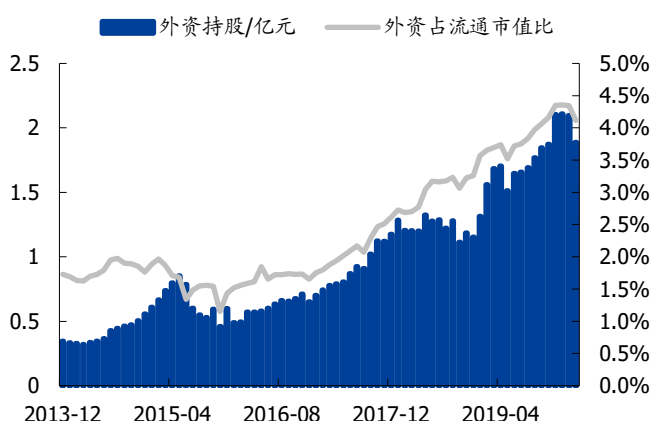
占比七成且持续提升，叠加 QFII 持仓相对稳定、数据频率低且无净流入数据，因此用北上资金能够很好代表外资行为。

上半年外资净流入 1390 亿元，维持全年 2000~3000 亿左右的判断。

首先，近 3 年北上年度净流入在 2000-3500 亿，考虑到 2019 年的三大国际指数扩容，2020 年仅有富时罗素从 15% 提升至 25%，指数扩容步伐已有所放缓。截止 6 月 24 日，北上净流入 1390 亿元，预计全年流入规模不及 2019 年。

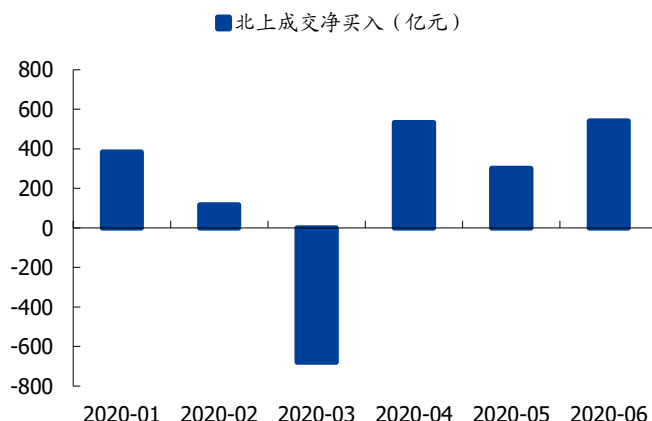
其次，疫情爆发、中美关系趋紧等不确定性因素都对外资流入形成一定冲击，但经历了 3 月巨震后，北上资金已于 2 季度加速回流。考虑到下半年全球疫情有望逐步得到控制，各国有序复工复产，外部扰动削减，北上资金将保持回流态势。

图表 25：近年来外资持股规模与占比持续提升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 26：2020 年 4 月以来重回净流入（截止 6 月 24 日）

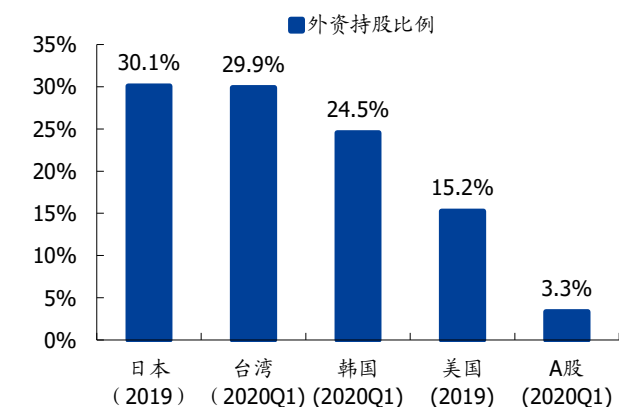


资料来源：Wind，国盛证券研究所

长期来看，A 股当前的外资占比远低于海外市场，外资入场初级阶段判断不变，“水往低处流”仍是大趋势。

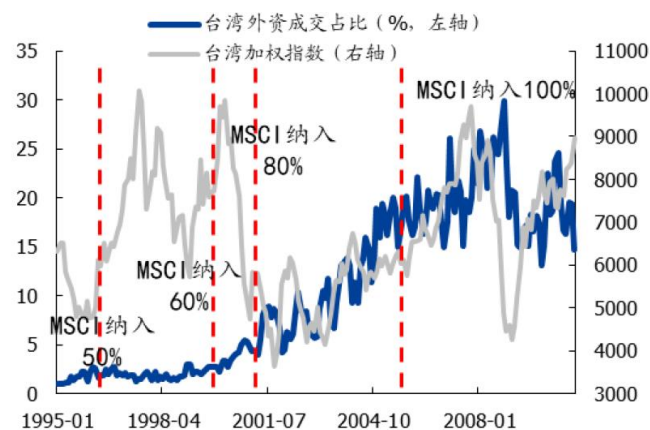
参考台韩，MSCI 扩容间隔期，外资仍会保持单边持续流入趋势。我们早在去年报告《明年外资流入节奏如何？20191109》和《2020 年国盛策略十大预测》明确指出，国际指数纳入不仅仅是一个指数意义，更类似一个全球资产配置认证书，外资入场步伐并不会因指数扩容暂停而停止。从台湾、韩国等地区的经验来看，以 MSCI 纳入为标志，对外开放全面提速。MSCI 扩容间隔期，外资仍会保持单边持续流入趋势。

图表 27：A 股在全球市场中仍然是处于大幅低配



资料来源：Wind，CEIC，Bloomberg，国盛证券研究所

图表 28：台湾外资成交占比持续提升



资料来源：CEIC，国盛证券研究所

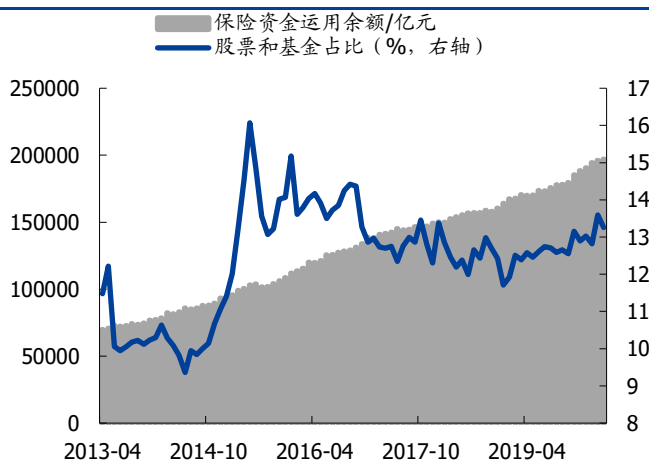
### 3.3、保险资金扩容带动全年增量 2000~3000 亿

测算思路：保险资金运用余额\*股票投资占比。

受益于险资运用余额大幅提升，今年前5月险资入市资金达到**928亿元**，预计全年**2325亿元**。截止2020年5月，险资运用余额达到19.7万亿元，2020年年化增速高达15.8%，假设下半年增速不变。截止2020年5月，股票+基金占比达到13.25%，其中直接股票投资1.54万亿，占比达到7.95%（仅披露至2020Q1），假设下半年直接股票占比保持不变。

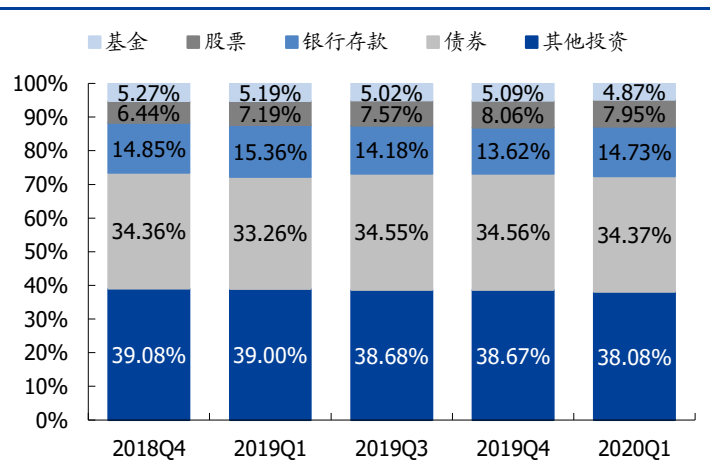
除此之外，考虑到险资也通过基金间接入市，实际增量资金可能更多。

图表 29：当前保险资金权益投资仍有上升空间



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 30：保险资金直接投资股票占比持续提升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

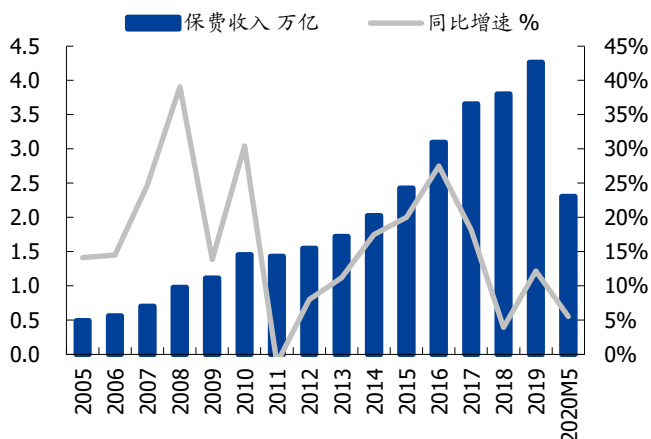
长期来看，险资每年有望带来**2000~3000亿**增量。

一方面，保险资金运用余额有望持续增长。保费收入在前期快速扩张后，近三年逐步稳定在10%左右的增速水平，带动险资规模持续扩张。可以假设未来保险资金运用余额能够按10%的增速增长。

另一方面，当前保险运用余额中权益类资产占比仍有较大提升空间。截止2020Q1，权益类资产（股票+基金+股权）占比为22.57%，距离30%上限仍有一定空间，且监管层表明权益类投资比例有望放宽至40%。并且，其中直接股票占比7.95%（占A股流通市值仅为3.17%），基金占比仅为4.87%，均有较大提升空间。

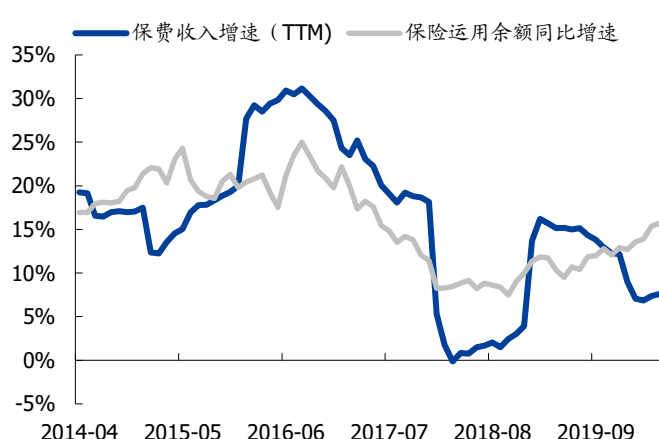
因此，当前险资运用余额约20万亿，假设余额10%增长，即使权益类占比持平，意味着每年至少**2000~3000亿**规模的资金增量。若后续权益类占比逐步提升至40%，则将带来数万亿增量资金。

图表 31: 保费收入有望维持 10% 左右增速, 万亿



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 保费收入与保险运用余额变动基本一致, %



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

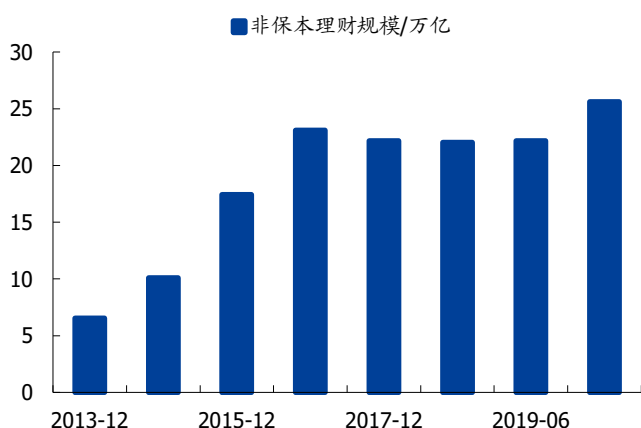
### 3.4、银行理财全年将带来千亿级别增量

测算思路: 理财非保本余额\*股票投资占比。

银行理财全年增量有望达到千亿级别。截至 2020 年 4 月末, 非保本理财 25.9 万亿元, 年化增速 18.8%, 假设下半年增速不变, 年底有望达到 28.7 万亿。其中, 权益类资产占比 9.25% (2019Q2 最新数据), 假设 2019 年直接投资股票占比为 1%, 2020 年比例提升至 1.5%, 则 2020 年增量资金有望达到 681 亿。若考虑间接投资, 全年增量资金有望超过千亿元。

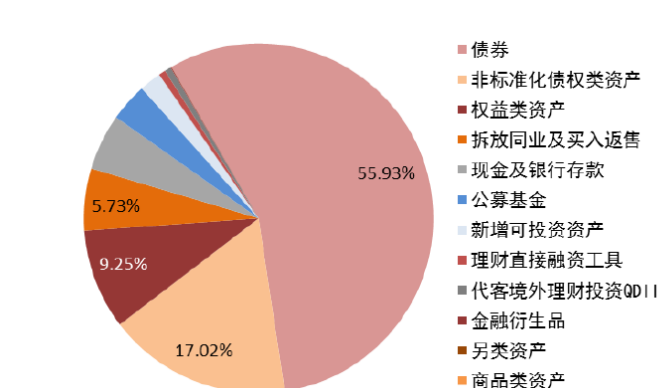
长期来看, 银行理财或将为 A 股市场带来万亿级别增量。银保监会明确加大权益类资管产品发行力度, 支持理财子公司提高权益类产品比重。参考保险资金股票和基金 13% 的配置占比, 保守假设理财资金未来有 5%~10% 的比重配置 A 股市场, 便有望带来约 1~2 万亿增量资金规模。

图表 33: 银行理财非保本规模快速扩张



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 2019 年 6 月非保本理财产品资产配置情况



资料来源: 中国理财网, 国盛证券研究所

### 3.5、社保、养老金、年金全年有望再添千亿级增量



测算思路：社保/基本养老金/企业年金资产总额\*股票投资占比。

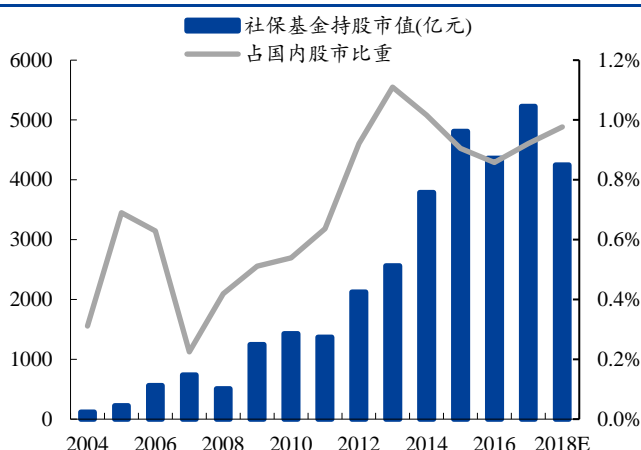
预计全年养老保障体系（社保+养老金+企业年金）增量资金千亿元。

社保基金全年增量预计 **800 亿元**。2019 年社保基金资产总额 2.6 万亿元，同比增加 16.1%。假设维持 16% 增速，则 2020 年底社保资产有望达到 3.0 万亿元。根据基金业协会，2016 年底社保配置 A 股比例 21.4%，假设 20% 占比不变。

基本养老金全年增量 **300 亿元**。截至 2020 年 3 月，全国已有 22 个省份签署委托合同，共 10930 亿元，累计到账 9253 亿元。假设年内到账，则新增 2000 亿元。基本养老金也是由社保理事会管理，参考社保基金 20% 股票配置，保守估计基本养老金 15% 股票配置比例。

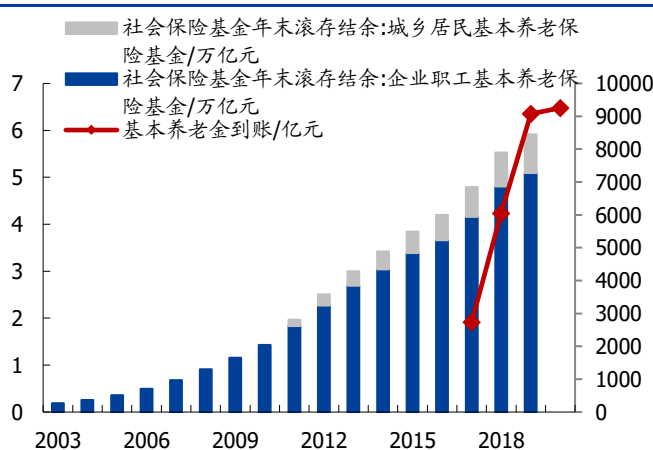
企业年金全年增量 **200 亿元**。截至 2020 年一季度，全国企业年金实际运作金额已达 1.85 万亿，同比增速 20%。若保持 20% 增速，则 2020 年底有望达到 2.12 万亿。近几年企业年金股票投资占比在 5% 左右，假设 2020 年维持不变。

图表 35： 社保基金持股整体呈上升趋势



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 36： 基本养老保险基金仍在以较快速度增长



资料来源：Wind，国盛证券研究所

### 3.6、小结

- 1、公募基金是今年最重要的资金来源，有望带来接近万亿增量；
- 2、外资预计维持 2000~3000 亿的稳定流入；
- 3、保险持续扩容、社保养老体系资金持续流入、银行理财加速配置权益；
- 4、为何我们在今年始终维持乐观？最重要的原因就是：股市流动性充裕，增量资金加速入市；
- 5、因此，市场机会远大于风险、仓位不是主要矛盾、核心在结构。

图表 37: 2020 年 A 股市场增量资金测算

	测算口径	2020 年上半年增量	2020 年全年增量
公募基金	公募偏股基金（股票型+偏股混合型）新发行规模	5187 亿（截止 6 月 19 日）	10000 亿
外资	北上资金净流入	1390 亿（截止 6 月 24 日）	2000~3000 亿
保险	保险资金运用余额:股票	928 亿（截止 5 月）	2000~3000 亿
银行理财	非保本理财: 股票	500 亿	1000 亿
社保	社保基金资产: 股票	400 亿	800 亿
养老金	基本养老保险委托金额: 股票	150 亿	300 亿
企业年金	企业年金实际运作金额: 股票	100 亿	200 亿

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 国盛策略团队测算

## 四、展望：看好创业板指未来 12 个月突破 3000 点

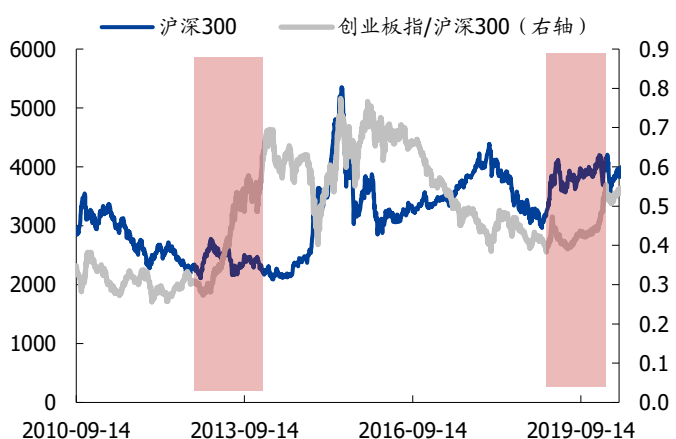
### 4.1、对比 13、14：三大周期再临

**2013-2014 年，A 股迎来创业板结构牛市。**经历 2012 年的漫长熊市，2013 年的大盘春季躁动后继续震荡下行，但创业板却扶摇而上，率先进入长达 15 个月的结构性牛市。此后大盘崛起，A 股全面牛市开启。

**2019 年至今创业板结构行情再起。**自 2019 年下半年起，大盘震荡，创业板自 2019 年 7 月至今上涨 50%，新冠疫情不改向上态势，科技成长引领节后反弹。

两轮行情绝非简单相似，而是同样受到三大周期合力驱动：一是盈利上行周期，二是监管放松周期，三是资本市场扩容周期。

图表 38: 2013-2014 年创业板走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 2019 年至今创业板走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从历史来看，业绩增速优势是创业板超额收益的最根本支撑。创业板相对沪深 300 盈利增速与相对沪深 300 走势高度相关。2013-14 年创业板牛市期间，创业板盈利自 2013 年开始步入长达三年的上行周期。2016 年开始，伴随创业板增速的回落与大盘业绩抬升，创业板步入熊市。

自 2018 年底创业板相对业绩增速开始提升，盈利重回上行周期。疫情对创业板的盈利冲击小于大盘，2020 年 Q1 创业板相对业绩增速延续上行趋势。因此，盈利上行是创业板行情的必要条件和底层驱动。新一轮科技周期开启，成为两轮行情的共同驱动。

图表 40: 创业板-沪深 300 相对业绩增速 (%) 与指数走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**4G 带来 13-15 年科技全产业链景气上行周期。2013 年 4G 牌照发放，开启新一轮科技周期。**通信技术发展的重要时点主要有 4 个，频谱划分、运营商牌照发放、设施建设和大规模商用。国内 4G 于 2013 年 12 月发放牌照，2013-2016 年进入建设高峰期（资本开支大幅增加），2014 年开始商用，2015 年全面商用。

从产业链角度，4G 带来上游至下游全产业链迎来景气上行期。通过观察在 4G 发展周期中产业链各细分板块的资本开支、收入增速、业绩增速以及相对股价情况，可以看到，上游设备、中游运营、下游应用全产业链受益。从频谱划分开始到牌照发放，主要是通信设备、光模块、天线和射频会最先有表现，随后是光纤光缆；从建设期过渡到商用期，则轮换到运营商、手机天线、以及游戏等板块表现。

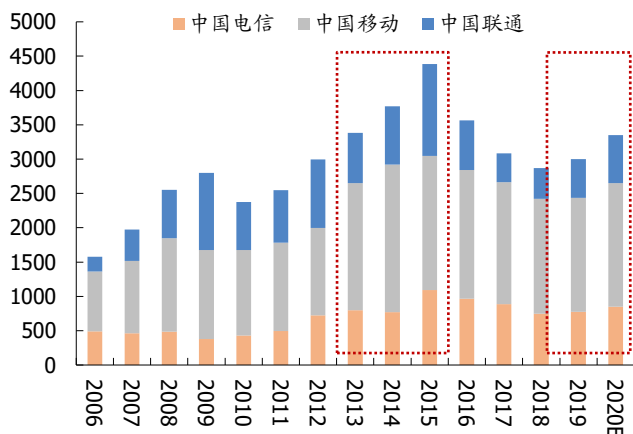
图表 41: 4G 产业链各板块表现期及相关指标

子板块	股价表现较好的时期	主要相关指标
通信设备	频谱划分后 1-2 年	资本开支（频谱划分后资本开支会逐步提升）
光模块	频谱划分后，牌照发放前	资本开支（频谱划分后会迎来高峰）
天线	频谱划分后，牌照发放后均上涨（短期） 快速上涨期为牌照发放前后	收入增速
射频	频谱划分后，牌照发放后均上涨（短期） 快速上涨期为牌照发放前后	资本开支/收入增速/业绩增速（三者基本同步）
光纤光缆	牌照发放后约 1 年时间 需要注意光纤光缆与固定宽带关系更大	业绩增速（一般牌照发放后业绩快速提升）
中游 运营商	中后周期，进入商用之后 需要注意，更新快于回收，资本开支以及携号转网带来的竞争会对业绩带来压力	业绩增速（商用后业绩增速开始提升）
下游应用	手机天线	4G 手机销售增速
	手机游戏	营业收入增速
	网络视频	龙头均在海外上市，当前标的不具有典型性

资料来源: 国盛证券研究所

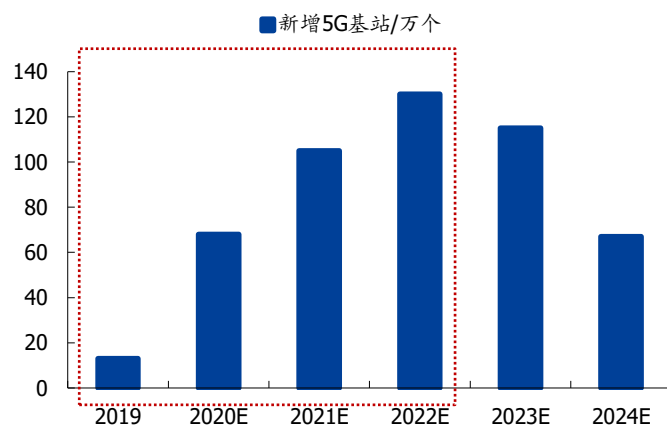
当前,5G为代表的新一轮科技周期正在开启。对比4G,当前5G进度可类比2013-2014年,2020年仍处于5G大规模建设初级阶段。2019年6月5G牌照发放,2019年进入建设期并实现商用,三大运营商资本开支已经出现回升,且根据计划2020年将继续上行。2020年5G基站数量也将迎来爆发增长且未来三年有望持续增加。对比4G,当前5G处于建设加速期,仍处于新一轮科技周期初始阶段。

图表 42: 4G 和 5G 期间三大运营商资本开支, 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 43: 新增 5G 基站数量及预测

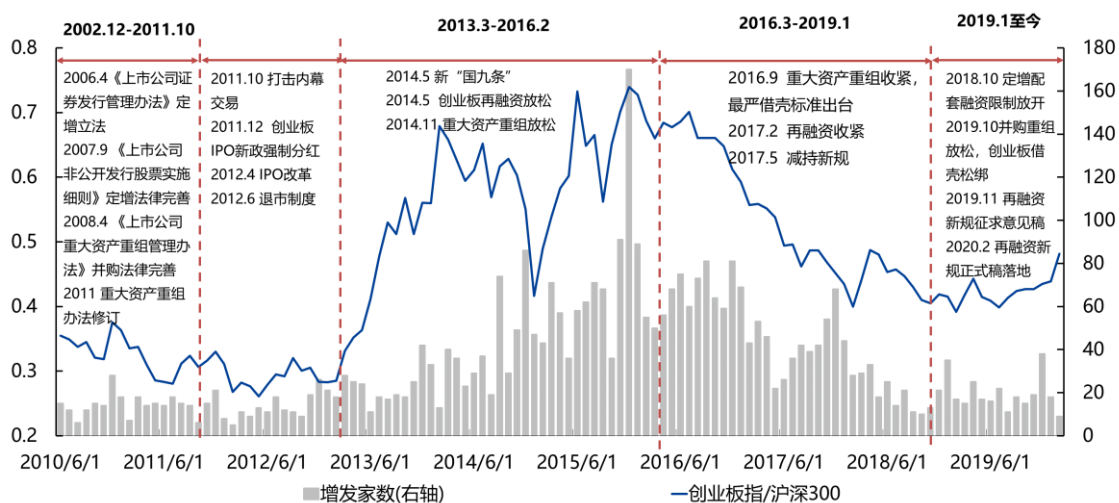


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

与此同时,新一轮监管放松周期全面铺开。自2011年以来,资本市场监管呈现明显的“紧-松-紧-松”周期性变动。2011年开启监管紧缩周期,2013年“金融创新”带来长达四年的监管放松周期,2016年“金融去杠杆”迎来金融监管期再度趋严,而2019年“资本市场全面改革”意味着新一轮监管放松周期的开始。

监管周期与定增周期呈现一致性。定增作为重要的股权融资工具,可以用来近似量化资本市场监管周期。实际上,监管放松往往伴随着IPO、定增、并购重组、多层次资本市场等全方位放松。

图表 44: 股市监管周期&定增周期与创业板相对收益走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2013年,新“国九条”推动资本市场扩容。2013年12月和2014年5月,《加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》与《促进资本市场健康发展的若干意见》发布,纲领性文件指导下资本市场地位得到空前抬升,提升至顶层设计高度。

**资本市场扩容加速。**2013 年作为新一轮改革元年，全年围绕完善多层次资本市场制度展开，包括 **RQFII 试点、新三板试点推广至全国、优先股试点、并购重组简化**。纲领文件落地后，2014 年迎来双向扩容期。一边是供给端，年初 IPO 重启、创业板再融资松绑、并购重组松绑；资金端配合，基金业创新 11 条、沪港通开通等。彼时市场也担心 IPO 重启等会引致吸血效应，然实际上带来的是资本市场双向扩容与结构牛市。

图表 45: 2013 年-2015 年新一轮监管放松周期政策梳理

日期	发布机构	文件名称
2013/3/1	央行	<b>RQFII 试点</b> : 《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》
2013/6/19	国务院	<b>"新三板"试点推广至全国</b> : 非公众上市的中小企业也可以挂牌融资，并可以连续交易和转让
2013/10/8	证监会	<b>并购重组放松</b> : 《并购重组审核分道制实施方案》结合国家产业政策和交易类型，对符合标准的并购重组申请，有条件地淡化行政审核和减少审核环节，实行差异化审核制度安排
2013/11/30	证监会	《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》
2013/12/27	国务院	国九条: 《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》
2013/12/9	证监会	<b>优先股试点</b> : 《优先股试点管理办法》
2013/12/31	证监会	<b>IPO 重启</b>
2014/1/12	证监会	《关于加强新股发行监管的措施》
2014/5/9	国务院	<b>"新国九条"</b> : 《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》健全多层次资本市场体系，对于加快完善现代市场体系、拓宽企业和居民投融资渠道、优化资源配置、促进经济转型升级
2014/5/14	证监会	<b>创业板再融资松绑</b> : 3 月征求意见，5 月落地《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》
2014/6/13	证监会	基金业监管“大松绑”: 《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》基金业创新 11 条
2014/9/12	上交所	两融扩容: 增加 205 只融资融券标的个股，其中上交所 104 只，深交所 101 只
2014/10/15	证监会	完善退市制度: 《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》
2014/11/14	证监会	<b>沪港通开通</b> : 《关于港股通下香港上市公司向境内原股东配售股份的备案规》
2014/11	证监会	<b>重大资产重组放松</b> : 7 月征求意见，11 月正式稿《上市公司重大资产重组管理办法修订》重大资产重组认定与审核标准得到有效简化、增发定价要求也走向多元化、盈利补偿要求进一步放宽等
2015/1/9	证监会	《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》
2015/2/9	上交所	上证 50ETF 期权上市
2015/4/12	中证登	关于取消自然人投资者 A 股等证券账户一人一户限制的通知
2015/7/4	证监会	IPO 暂停

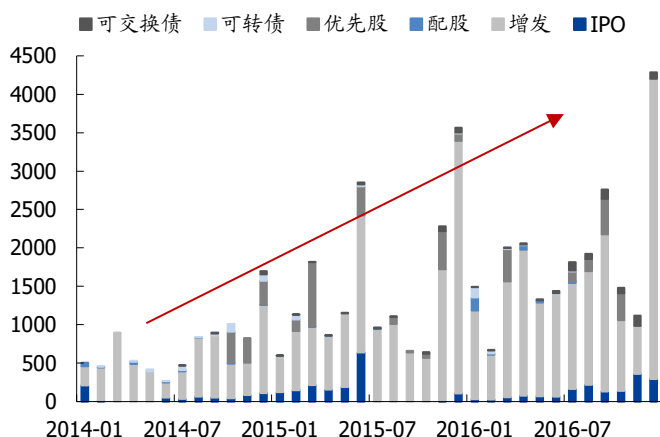
资料来源: 各部委官网, 国盛证券研究所

**监管放松周期是 2013~15 年创业板牛市的重要驱动。**监管放松周期之下，2013 年开始 A 股定增市场迎来黄金年代。2014-2016 年季度平均定增实施数达到 175 项左右，2015 年四季度更是达到了 333 项之多。与此同时，定增募集金额在该阶段突飞猛进，成为股权融资领域当之无愧的“领头羊”，定增融资规模占股权融资比例在此阶段基本维持在 80%左右的水平。

**并购重组也在 2013-2015 年迎来了爆发增长。**2014 年重大资产重组项目完成数跃升至 241 项，相较 2013 年增加了近一倍，2015 年达到 345 例。借壳上市数量也在这几年快速增长。

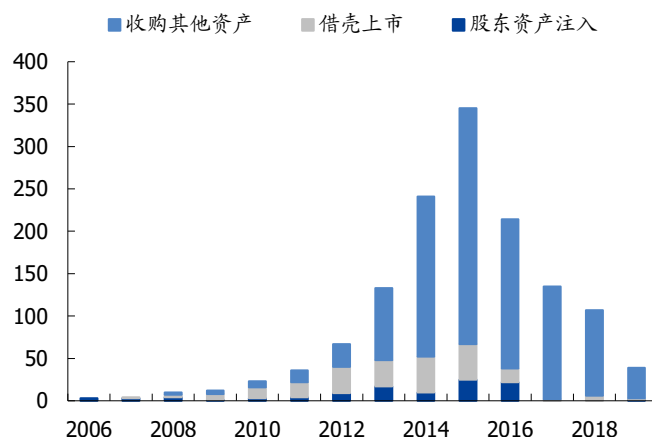


图表 46: 2014-2016 年定增规模快速扩张 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

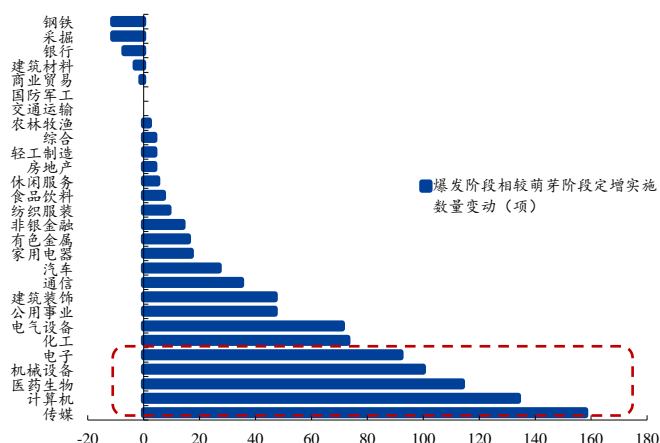
图表 47: 2015 年重大资产重组达到高峰期, 例



资料来源: wind, 国盛证券研究所

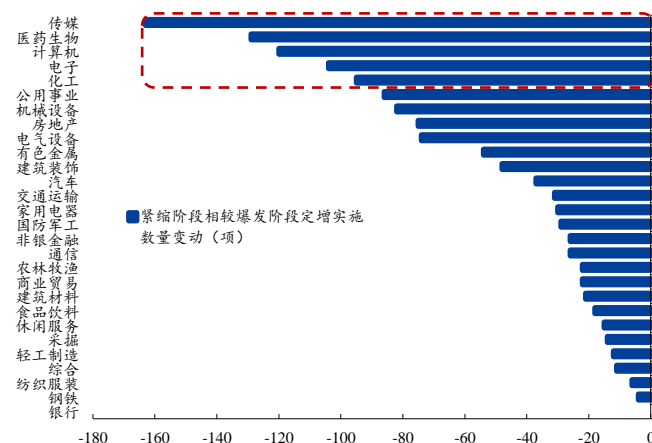
新一轮监管放松周期已经开启, 科技成长是最受益的方向。2月13日再融资新规正式发布, 新一轮监管放松周期已经开启。定增门槛进一步降低, 创业板放松力度最大, 定增需求有望再次爆发。

图表 48: 2014-2016 年较 2006-2013 年定增项目增加数量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 49: 2017-2018 年较 2014-2016 年定增项目减少数量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

当前资本市场再度进入扩容周期: 类似 2013~2015, 资本市场再度承担重任。自 2013 年底起, 资本市场服务实体经济地位显著抬升, 股权融资再度得到重视。2013 年 12 月和 2014 年 5 月, 国务院相继发布《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》与《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(新“国九条”), 资本市场的地位得到大幅提升。2014 年 9 月, 李克强总理又在夏季达沃斯论坛上首次提出“大众创业、万众创新”。此后迅速成为政府工作的重要内容。

2013~2015 年以鼓励创新、并购整合、双向扩容为主的政策导向, 根源于当时的宏观经济形势: 1) 经济增速持续放缓, 企业盈利恶化。因此一方面需要创新寻求新的增长点, 另一方面加速资源整合提高效率。2) 杠杆水平达到历史高位, 债务融资难以为继。

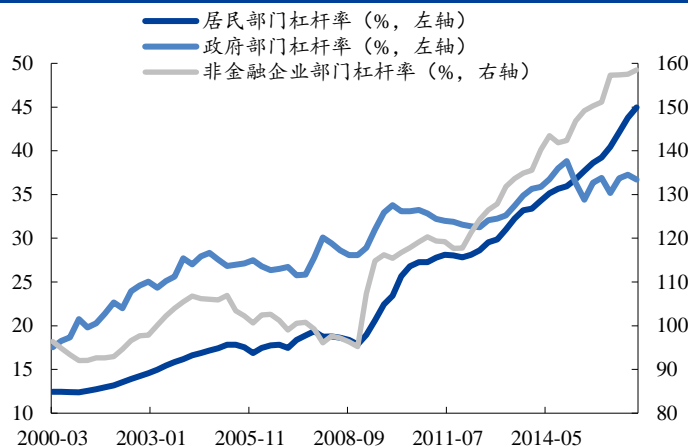
而 2018 年以来, 去杠杆下的企业融资困境, 叠加中美摩擦下打赢科技战的迫切需求, 再次成为引发资本市场加速改革、再融资加速放松、科创板、创业板注册制快速推出的重要驱动。资本市场再度承担重任。

图表 50: 2010 年以后国内经济增长持续放缓, 逐渐进入存量时代, %



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 51: 经济杠杆水平达到历史高位



资料来源: wind, 国盛证券研究所

本轮资本市场改革与扩容力度之大前所未有。2018 年中央经济工作会议成为资本市场发展的重要转折。顶层定调“金融是实体经济的血脉”，而“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”，资本市场发展进入战略机遇期。

2018 年底以来，新《证券法》落地，科创板及注册制、创业板注册制、新三板精选层改革等多层次资本市场制度极大完善，叠加再融资放松、并购重组放开、分拆上市、红筹回归等，供给侧加速扩容。而三大指数相继扩容，银行理财子公司、保险、养老社保、ETF 等长线资金入市，为股市提供源源不断增量。

图表 52: 2020 年以来资本市场改革概览

日期	事件	主要内容
2020/2/14	《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》和《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》	再融资新规发布，具体包括降低创业板再融资门槛、优化股票定增制度安排、延长批文有效期和适度放宽非公开发行股票融资规模限制等
2020/3/1	新《证券法》实施	完善证券市场基础制度，体现了市场化、法治化、国际化方向，为证券市场全面深化改革落实落地，有效防控市场风险，提高上市公司质量，切实维护投资者合法权益，促进证券市场服务实体经济功能发挥，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提供了坚强的法治保障。
2020/4/7	金融委第二十五次会议	发挥好资本市场的枢纽作用，不断强化基础性制度建设，坚决打击各种造假和欺诈行为，放松和取消不适应发展需要的管制，提升市场活跃度。
2020/4/9	《中共中央国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	推进资本要素市场化配置。完善股票市场基础制度；加快发展债券市场；增加有效金融服务供给；主动有序扩大金融业对外开放。
2020/4/17	《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》	规范公开募集证券投资基金（以下简称基金）投资全国中小企业股份转让系统（以下简称新三板）挂牌股票的行为。
2020/4/27	《创业板改革并试点注册制总体实施方案》	推进创业板改革并试点注册制，深化资本市场改革、完善资本市场基础制度、提升资本市场功能

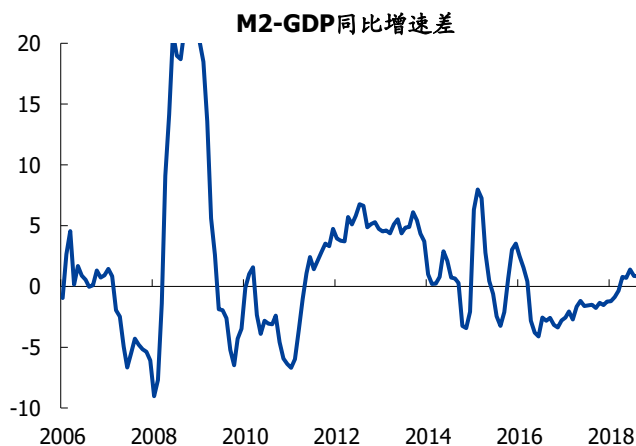
2020/5/27	国务院金融委发布 11 条金融改革措施	出台《商业银行小微企业金融服务监管评价办法》《中小银行深化改革和补充资本工作方案》《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》等四部规章、《加强金融违法行为行政处罚的意见》等,涉及银行、证券等多个行业领域。
2020/6/12	《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法(试行)》、《创业板上市公司持续监管办法(试行)》、《证券发行上市保荐业务管理办法》	发布创业板改革并试点注册制相关业务规则及配套安排,共计 8 项主要业务规则及 18 项配套细则、指引和通知,涉及首发审核类、再融资和并购重组审核类、持续监管类、发行承销类、交易类等五个方面。
2020/6/20	修订上证综合指数的编制方案和科创板指数发布	上交所发布公告,将于 7 月 22 日修订上证综合指数的编制方案,另外当天收盘后发布上证科创板 50 成份指数历史行情。

资料来源:公开信息整理,国盛证券研究所

但是,全面牛市难再现,结构大分化将持续。吸取 2015 年“杠杆牛”大涨大跌的教训,同时从金融供给侧改革理念出发,一个健康平稳的资本市场远比一场单纯的指数牛市重要。深化金融供给侧改革,一方面旨在增强金融服务实体经济能力,另一方面也包含了化解和防范金融风险、推动金融与实体健康发展。

近年来,杠杆资金与场外配资始终被监管层严格把控,且未来相当长时期内很难再出现“大水漫灌”局面。与此同时,监管层通过资管新规、理财新规等改革,鼓励银行设立基金公司、提高机构配股比例等方式,引导长线资金入市,并推动居民资金由直接持股向间接持股转变。因此,市场全面、快速上涨的牛市行情很难再现,更多是类似 2013~2014 的结构性行情。

图表 53: M2 与名义 GDP 增速差不断收敛, %



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 54: 杠杆资金交易占比始终维持在低位区间, %



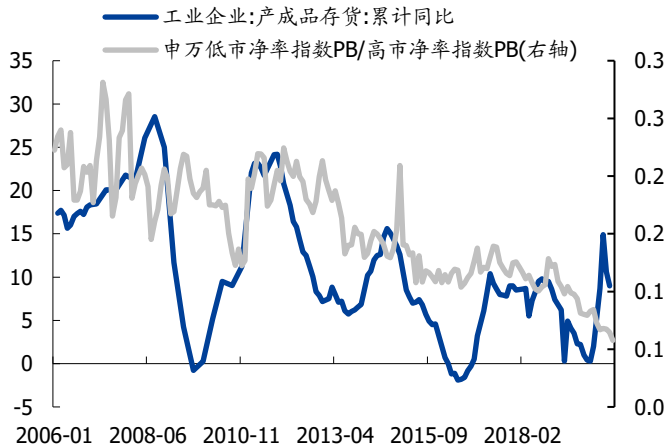
资料来源: wind, 国盛证券研究所

**大分化继续,风格难切换至低估值。**金融周期等低估值板块具备修复条件,但演化为系统性风格切换的难度较大,大分化仍将继续:

- 一方面,自二季度以来核心经济体虽然陆续开启复工复产,但面临的实际阻力依旧不小,各国经济更多处于深坑爬坡状态,强周期板块业绩端提升空间有限;
- 另一方面,过去十余年里,低 PB 板块相对估值中枢不断下移,且近几轮短周期估值向上弹性也在减弱,即便是 2016-17 年供给侧改革与商品大牛市,周期板块的估值也没有明显提升。

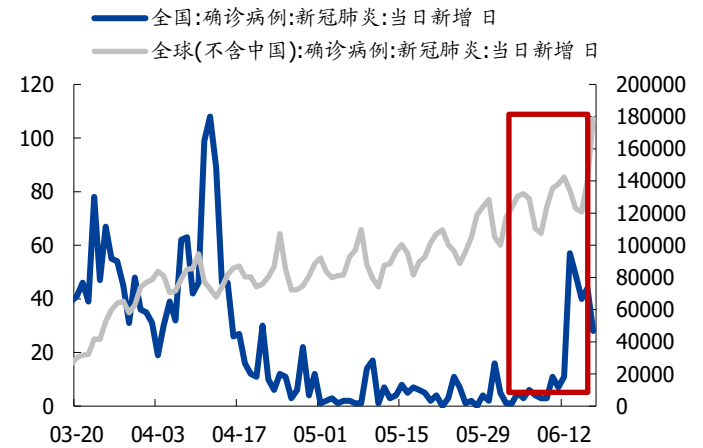
因此,当前金融周期蓝筹板块的风险收益比,适合绝对收益者做配置型布局,但开启系统性行情难度较大。

图表 55: 2013-2014 年与 2019 年至今创业板走势对比, %



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 56: 国内外疫情不确定性仍高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三季度科技再起: 外部冲击钝化, 科技战或有缓和。复盘 2018 年以来四轮中美争端, 外部冲击逐渐钝化:

- 第一轮 (8 个月): 2018 年 3 月 23 日 (首次宣布拟加征 600 亿关税) 至 2018 年 12 月 1 日 (停止并推迟 2000 亿关税);
- 第二轮 (2 个月): 2019 年 5 月 5 日 (2000 亿美元将加征 25%) 至 2019 年 6 月 29 日 (不再加征新关税);
- 第三轮 (1 个月): 2019 年 8 月 15 日 (3000 亿美元将加征 10%) 至 2019 年 9 月 12 日 (推迟 2500 亿关税提至 30%);
- 第四轮: 2020 年 5 月 1 日 (特朗普威胁加征关税) 至今, 期间 5 月 15 日制裁华为、5 月 23 日 33 家实体清单等。

图表 57: 中美贸易摩擦时间线



资料来源: 公开信息整理, 国盛证券研究所

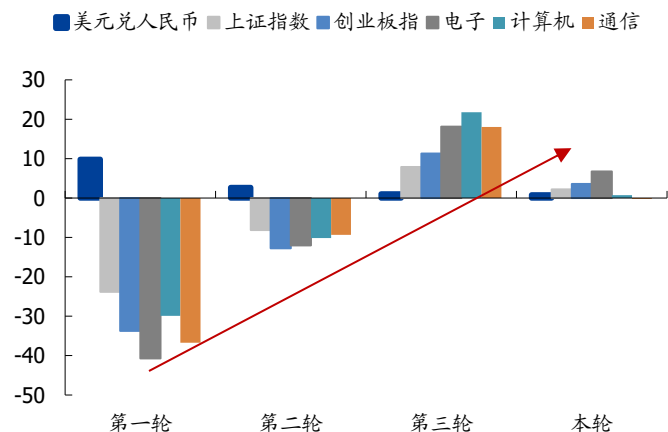
四轮中美争端演绎特点可总结如下:

1. 持续时间缩短。前三轮分别是 8 个月、2 个月、1 个月。
2. 子弹逐渐打光。第一轮制裁层层加码, 500 亿 25%、2000 亿 10%、2000 亿 25% (未执行)。第二轮 2000 亿 25%。第三轮 3000 亿 10% (第二批未执行)、2500 亿 30% (未执行)。本轮无加征关税、以打击科技企业为主。
3. 对 A 股杀伤力趋弱。第一轮股汇双杀, 大盘与创业板下跌 24% 和 34%, 人民币贬



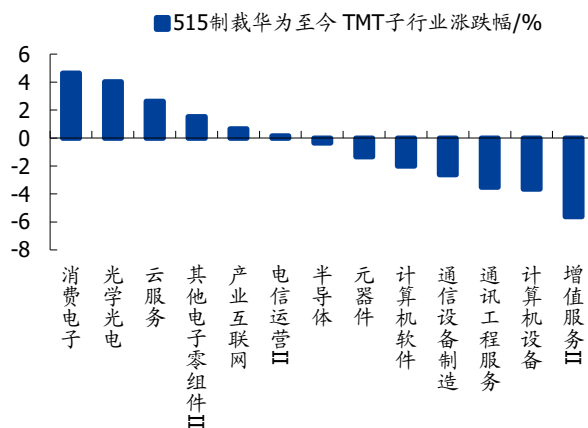
值 10%。第二轮冲击股市，大盘与创业板下跌 8%和 13%，人民币小幅贬值 3%。第三轮 A 股开启免疫，大盘与创业板反而上涨 8%和 11%。本轮 A 股免疫，小幅冲击通信板块，电子及计算机未受影响。在此前国内投资者已做好最坏打算的基础之上，近期海外释放出缓和的信号，短期内有望缓解外部环境对科技板块的制约。

图表 58: 四轮中美摩擦期间汇率、A 股、TMT 行业涨跌幅，%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

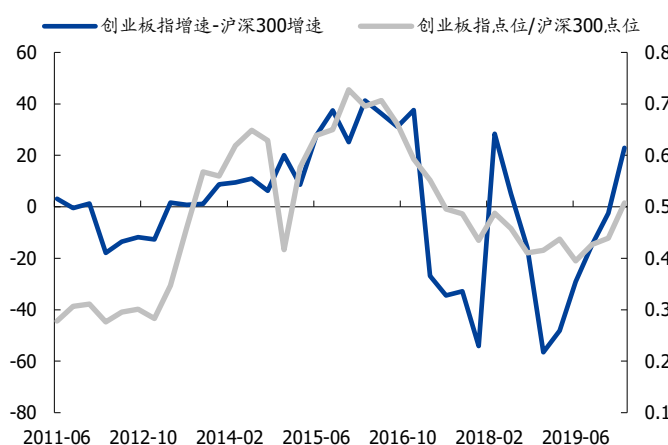
图表 59: 2020 年 515 美国制裁华为后 TMT 二级行业涨跌幅



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

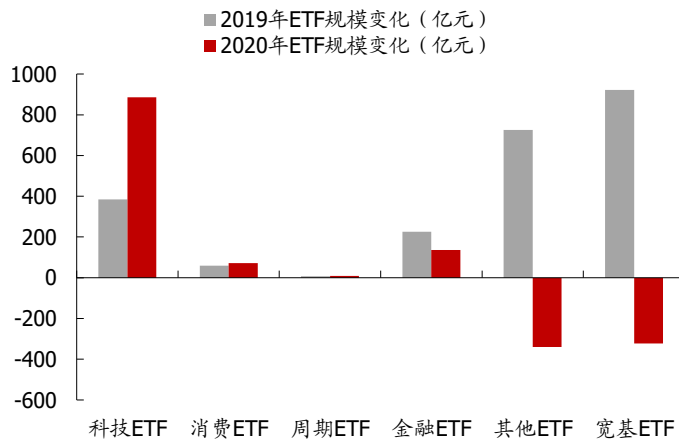
与此同时，科技板块还获得基本面、资金面双重支撑。基本面上，新一轮科技周期支撑下，创业板相对沪深 300 业绩仍然处于上行趋势，下半年科技成长板块景气度也有望边际改善。资金面上，公募基金是今年最重要的增量来源。其中，偏股类基金发行经过 4 月降温后于近期再度提速。科技类 ETF 发行再度放开，提供定向浇灌。

图表 60: 创业板-沪深 300 相对走势 (右轴) 与业绩差 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 61: 科技类 ETF 成为今年最重要的 ETF 增量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

此外，科创板、创业板注册制等资本市场改革加速落地，将继续引领科技行情推进。从科创板到创业板注册制改革，其最终目的都在于完善资本市场体系、加速双向扩容、促进股权融资以及加速实现经济转型升级。

三季度创业板注册制新规将进入执行阶段，从制度设计来看，创业板目前已在上市审核、保荐、发行、交易等诸多环节与科创板接轨，注册制明确要求优化审核注册程序、压缩审核注册期限，同时减持与退市机制等改革也均配套于服务实体经济和产业创新功能。

后续，科创板、创业板注册制改革、再融资新规等新一轮政策放松周期，将继续助力科技行情作为市场主线推进。



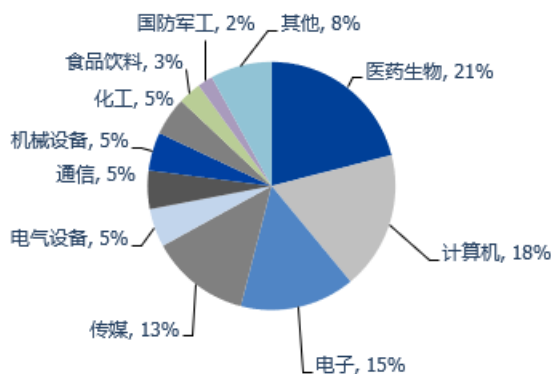
## 4.2、看好创业板指未来 12 个月突破 3000 点

结构仍是未来中期 A 股投资的主要矛盾，看好创业板指未来 12 个月突破 3000 点。

首先，创业板结构以科技、消费为主，TMT+医药占比超过 80%，占据了新一轮科技周期下的多个优秀赛道；

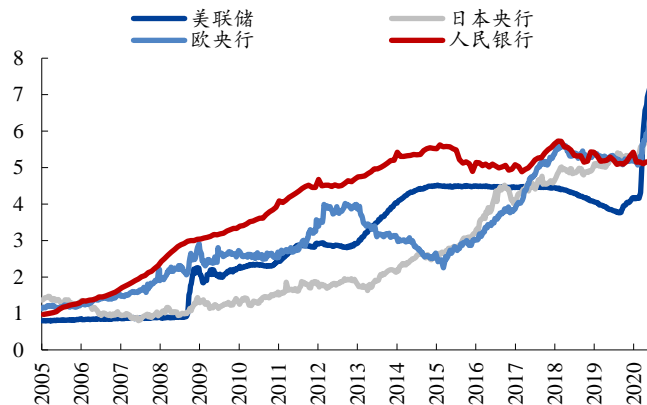
其次，“放水养鱼”取代“大水漫灌”，金融供给侧改革理念下，全面指数级牛市开启难度较大，结构分化格局大概率将持续；

图表 62：创业板结构中，TMT+消费占比超过 80%



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 63：全球央行急速扩表，但中国内央行并未大幅放水（万亿美元）

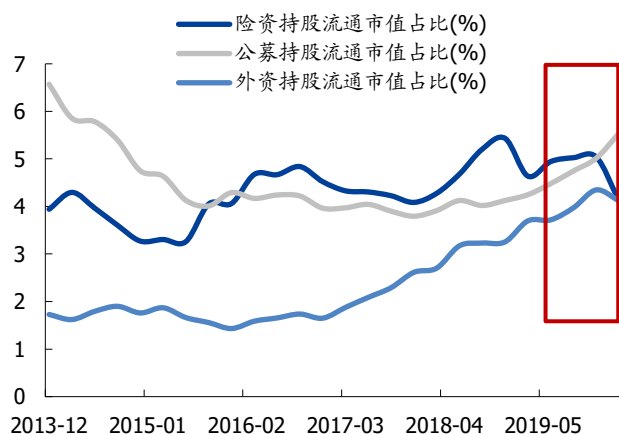


资料来源：Wind，国盛证券研究所

与此同时，资金面上公募基金为主导增量，政策面上监管放松与资本扩容共振，都将继续助力科技行情推进。

最后，参考 2013-14 年，从相对估值来看，当前创业板估值可类比 2013 年 6 月左右，距离极值仍有较大空间。不考虑 2015 年进入大水漫灌的杠杆牛阶段，仅对标 2013 年初-2014 年 2 月创业板结构性牛市中的涨幅，本轮创业板指向上空间也有望突破 3000 点。

图表 64：公募基金成为今年最重要的增量资金



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 65：创业板与沪深 300 相对估值仍有较大提升空间



资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 五、结构配置：两大主线，六个行业

## 两大主线——科创板

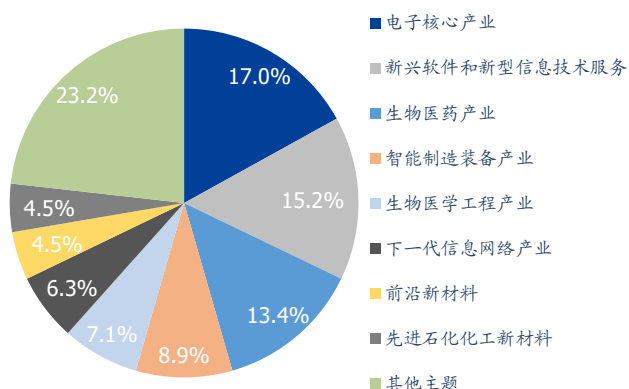
2018年以来，去杠杆下的企业融资困境叠加中美摩擦下打赢科技战的迫切需求，成为资本市场加速改革、科创板快速推出的重要驱动。

百年变局下，科技创新难假外人之手。随着中国经济、企业的快速崛起，美国在“修昔底德陷阱”、“零和博弈”思维下，为维持其在全球经济、科技等领域的主导地位发起贸易战、科技战。面对美国的再三施压，一味妥协没有出路。因此，早早抛弃幻想、未雨绸缪是最佳应对。未来，中国势必致力于追赶、反超美国在多个领域的领导地位。而在中美经济、全球产业链深度绑定、嵌套的情况下，科技将是中国赢得这场持久战的关键。科创板建设定位科技，引领未来。科创板自推出之时便确立了“面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求”、“服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业”的定位，这标志着我国资本市场主要任务由助力国企融资、改革，向实现转型升级、推动科技创新、打赢科技战转变。

从细分产业及主题看，科创板聚焦长期最优赛道、致力突破前沿科技的定位明晰。从科创主题分布看，新一代信息技术产业占比接近四成，伴随5G时代来临，新一轮信息技术革新带动产业高速发展，大量优质企业纷纷登陆科创。同时，生物产业、高端装备制造产业紧随其后，占比分别达到23.8%和16.2%。此外，从细分主题看，电子核心产业、新兴软件和新型信息技术服务、生物医药产业占比最高，分别达到17.0%、15.2%和13.4%。

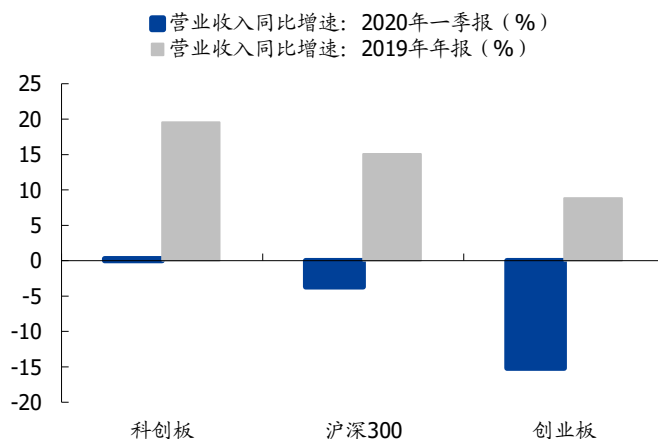
虽然当前科创板整体估值较高，但结合企业生命周期、板块整体定位和监管层表述，我们认为对科创板企业定价应更具包容性，短期的盈利和估值不是主要矛盾，成长性、赛道、空间才是关键。回顾纳斯达克历史估值，创立早期板块估值也一度高达80倍以上，但伴随上市标的的去伪存真、优胜劣汰，估值逐渐被消化，FAANG由此诞生。科创板也将经历类似进程，中国“纳斯达克”正在孕育。

图表 66: 科创板标的科创细分主题分布



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 67: 科创板标的营收增速明显高于沪深300和创业板指成分股



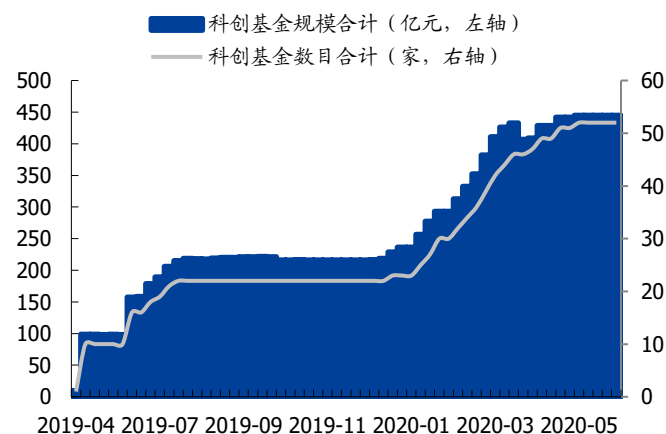
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

6月19日，上交所正式披露科创板指数计划，首支科创板指数科创50，将于7月22日盘后问世。此次指数编制充分借鉴海外经验，结合流通性、市值等要求选取了首批50只成分股。其中三家市值过千亿的公司金山办公、中微公司、澜起科技已悉数纳入，成分股总市值突破万亿规模。指数体系设立将为科创板相关指数型ETF设立敞开大门，科创板有望迎来被动资金的集中配置。同时，根据上交所同日披露的上证综指编制新规，部分科创板标也有望被纳入上证综指，以及上证50、上证180、上证380等核心指数。这也意味着，优质科创板标的还有望获得更多宽基ETF增配。

科创板公募基金一季度明显扩容，持股规模持续攀升。自科创板开板以来，重点投向科创板的公募基金数目和规模不断抬升，尤其是今年一季度，科创板公募基金明显扩容，单季度基金数目新增 23 只，持股规模扩容超 200 亿元。截至 6 月 19 日，已发行科创板基金数目已增至 52 只，持股总规模达 445.02 亿元。从科创板公募基金命名的细分类型看，从科技创新基金到科创主题基金，再到最新的科创板基金，对科创板资产配置比例逐步提升，科创板公募基金的“科创”属性强化，科创板将持续迎来其“定向灌溉”。目前，已发行的 52 只科创板公募基金中，科技创新基金、科创主题基金已分别达到 40 只、12 只，持股规模分别达到 313 亿元、132 亿元。未来，增量资金“科创化”属性提升也将成为科创板牛市的重要支撑。

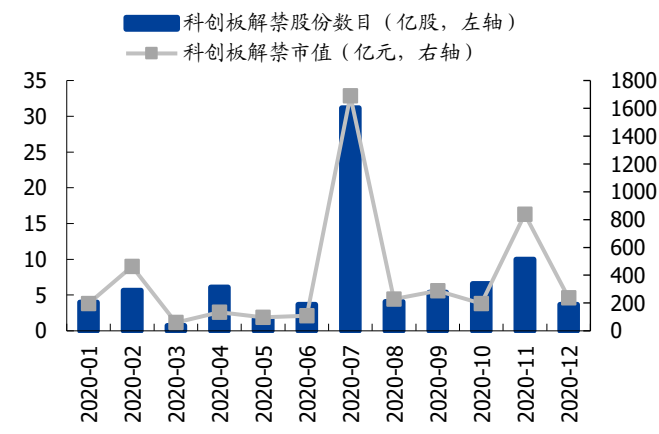
7 月 22 日集中解禁压力较大。7 月科创板一周年之际，首批科创板公司将迎来首发、战配股集中解禁，单月解禁规模达 1690 亿元，全年解禁占比达 37.24%。其中，7 月 22 日将是本次“解禁潮”的集中爆发点，23 只科创板个股面临集中解禁，解禁规模达 1663 亿元。参考创业板首批个股解禁经验（2010.11.01），解禁个股于次日集体回调，平均回调幅度在 4% 左右，创业板整体也受到较强冲击。但是，基于我们对科创板长期方向的看好、以及确定性增量资金的注入，我们认为若集中解禁导致短期调整，反而将成为配置资金的入市良机，更有望成为科创板首轮牛市起点，建议积极把握。

图表 68: 科创板公募基金规模持续攀升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 69: 首批科创板个股 7 月集中解禁



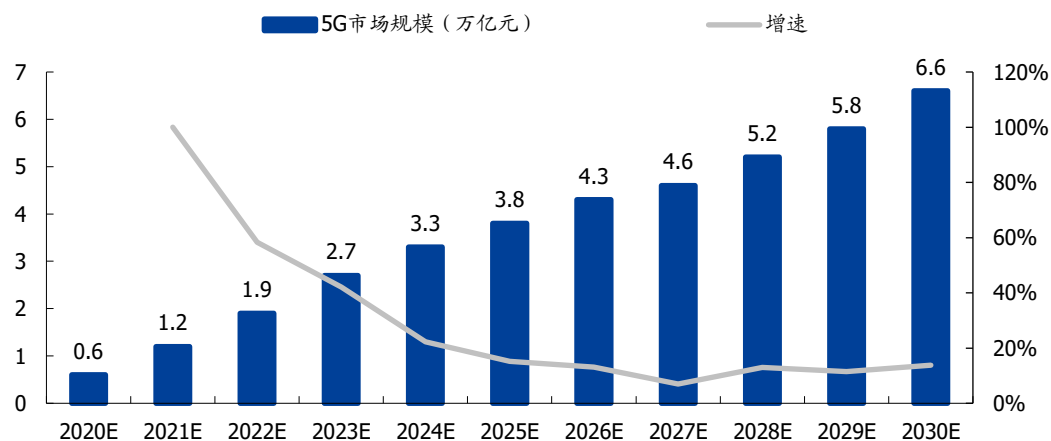
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 两大主线——国产替代

二季度以来，美国对华为的制裁再次升级，面对美国的再三施压，一味的妥协没有出路，未来，只有加快科技创新实现国产替代、掌握核心科技“硬实力”，才能真正为美国不断升级的贸易战画上“休止符”。

当前随着全球疫情缓和，5G、云计算、人工智能等科技创新周期继续，下游需求有望恢复，未来 5G 产业链格局有望重塑，建议关注国产替代的相关机会，主要包括通信行业中的包括芯片、环形器/滤波器、以及部分上游原材料的国产替；电子行业中的配套服务产业链，例如代工、封测、设备、新材料国产化的机遇等。

图表 70: 中国 5G 市场规模发展空间巨大 (2020-2030E)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所计算机团队

图表 71: 国产替代涉及到的具体细分领域

国产替代涉及大类行业	涉及的具体细分领域
计算机	服务器关键部件: CPU、GPU、内存、存储、BIOS/BMC 和 IO 模块
电子	IC 设计、IDM&foundry、封测、设备、材料、PCB、消费电子、安防、面板
通信	环形器/PA 材料/滤波器/FPGA/高频高速材料/连接器等
电气设备	电气自动化、电源设备、高低压设备
医药生物	医疗器械
汽车	汽车自动变速、汽车电子
机械设备	通用机械、运输设备、专用设备
国防军工	船舶制造、航空航天装备
新材料	半导体材料、OLED 发光材料、COC/COP 光学材料、载体材料-蜂窝陶瓷、涂层材料-沸石、可降解塑料

资料来源: 国盛证券研究所

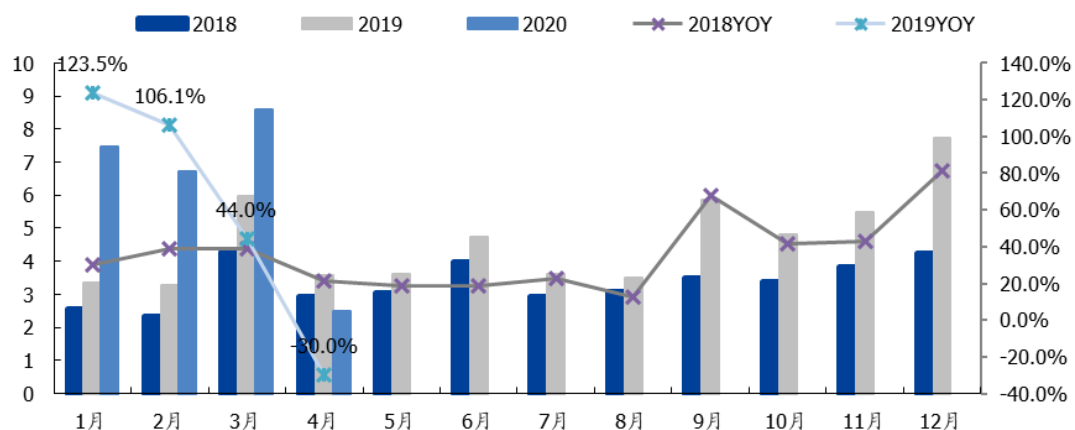
## 六个行业——新能源汽车

短期来看疫情影响有限, 景气度逐步回升, Q3 将迎来国内外双升。疫情对国内新能源汽车销量影响 10-15% 左右, 幅度有限。1) 国内疫情过后销量已开始逐月恢复, 产业链景气度逐月回升。新能源汽车是稳增长的有效着力点, 国家级补贴政策退坡幅度温和, 地方因地制宜加大力度促进新能源汽车消费, 公共交通领域加速替换, 有望逐月攀升, 在基数效应下, Q3 开始将同比转正。2) 欧洲 1-2 月新能源汽车均实现同比翻倍以上增长, 3 月尽管疫情在欧洲逐步爆发, 但主要 7 国仍实现 35% 以上增长, 需求强劲。目前欧洲疫情拐点已现, 经过 Q2 的进一步控制, Q3 需求有望恢复正常, 将重回高增, 从而迎来国内外销量共振。

长期来看中国、欧洲两大汽车市场执行惩罚性政策, 倒逼传统车企加速电动化转型。中国双积分压力从 2020 年开始显现, 欧洲碳排放政策从 2020 年开始执行, 严苛的惩罚性

政策倒逼车企加大新能源车型投入及销售。各主流车企在特斯拉引领及政策压力下加速转型，2020年第一轮电动化产品周期开启。

图表 72: 欧洲新能源车销量同比有望在下半年回暖 (万辆)



资料来源: Wind, 国盛电新组, 国盛证券研究所

## 六个行业——光伏

国内竞价项目落地，竞价规模达到 **25.97GW**，超出市场预期。根据国家能源局公布的2020年光伏竞价项目结果，2020年被纳入国家竞价补贴范围的项目达到25.97GW，前期市场对国内竞价项目的预期在20GW左右，本次竞价结果超出市场预期。

光伏产业链价格映射需求景气，行业需求复苏，全年光伏装机有望超预期。从产业链价格来看，隆基和通威公布7月硅片和电池片售价，价格相比上月维持稳定。根据solarzoom统计，4月国内光伏出口达到5.46GW，同比减少5%，5月光伏组件出口环比上升9%。考虑到4、5月正逢海外疫情高峰，出口数据表现超出市场预期。国内方面，随着2020年竞价项目落地，国内需求即将启动，下半年行业景气度将持续提升。



图表 73: 拟纳入 2020 年光伏发电国家竞价补贴范围项目分省汇总表, 单位: 万千瓦

序号	省(区、市)	普通光伏电站		全额上网工商业分布式光伏		自发自用、余电上网工商业分布式光伏		合计	
		个数	装机容量	个数	装机容量	个数	装机容量	个数	装机容量
1	河北	31	357.26	5	1.0778	0	0	36	358.34
2	内蒙古	11	140	0	0	0	0	11	140
3	上海	1	11	2	0.95	0	0	3	11.95
4	浙江	25	252.1	41	9.789	0	0	66	261.89
5	安徽	13	47.296	4	0.77	0	0	17	48.066
6	江西	23	216.2	23	7.7655	0	0	46	223.97
7	山东	20	94.58	20	8.7969	0	0	40	103.38
8	河南	12	22.7	13	1.5696	0	0	25	24.27
9	广西	7	54	0	0	0	0	7	54
10	重庆	1	3	9	1.408	0	0	10	4.408
11	贵州	57	522	0	0	0	0	57	522
12	陕西	27	146.54	20	0.92	0	0	47	147.46
13	青海	20	200	0	0	0	0	20	200
14	宁夏	32	407	0	0	2	0.8	34	407.8
15	新疆	10	54	0	0	0	0	10	54
16	新疆建设兵团	5	35.2	0	0	0	0	5	35.2
合计		295	2562.9	137	33.047	2	0.8	434	2596.7

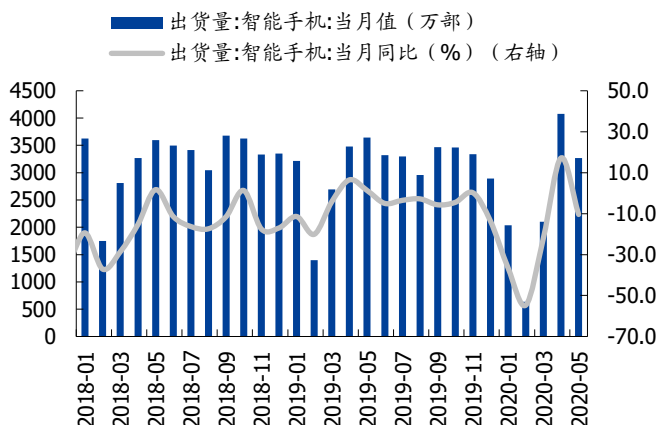
资料来源: 国家能源局, 国盛电新组, 国盛证券研究所

## 六个行业——消费电子

**智能手机出货量继续反弹。**一季度受疫情的影响, 智能手机出货量受到较大冲击。2020 年 2 月, 智能手机出货量同比下滑至-54.7%, 3 月份小幅改善至-21.9%, 4-5 月份继续反弹, 显示短期疫情影响逐步消退。5 月国内市场 5G 手机出货量 1564.3 万部, 占同期手机出货量的 46.3%, 未来随着 5G 换手潮的到来, 智能手机景气度将持续。

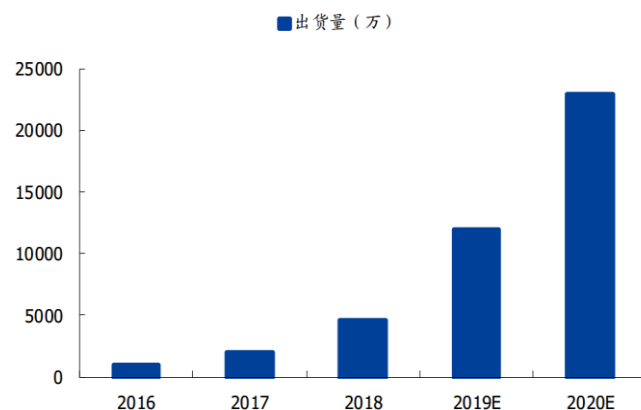
**TWS 无线耳机将维持高增长。**近期各大电商平台对 TWS 耳机进行了大力促销以拉动整体需求, 未来出货量有望继续超预期。根据 Counterpoint Research 统计, TWS 无线耳机的市场渗透率仅为 15%, 渗透率较低, 2020 年 TWS 无线耳机的出货量将达到 2.3 亿副, 相对于 2019 年仍有翻倍的空间, 市场前景广阔。

图表 74: 近期智能手机出货量大幅反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 75: TWS 无线耳机出货量有望持续超预期 (万台)



资料来源: Counterpoint Research, 国盛电子, 国盛证券研究所

## 六个行业——半导体

**半导体行业景气度持续向上。**当前全球半导体中期供需拐点明确, 产业需求持续回暖; 5G、汽车、数据中心等都将帮助半导体市场规模不断扩张; 特别从移动端手机设备来看, 存储的用量也将受到 5G 手机渗透率及出货量的提高而水涨船高。

同时, 随着美国对华为制裁的升级, 国内半导体产业格局将迎来重构, 应重视国产替代的机遇。在国产替代加速及新一轮创新周期引领下, 研发转换效率提升的 A 股龙头公司有望继续引领全球高增长, 2020 年可以重点关注 CIS、射频、存储、模拟等国产化深水区。

图表 76: 费城半导体指数持续反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 77: 国产替代空间测算

上市公司	主要产品	所在赛道空间 (亿元)	竞争厂家
兆易创新	NOR、NAND 闪存、MCU	210-280	旺宏、cypress、华邦
合肥长鑫	DRAM	5000	三星、美光、海力士、南亚
长江存储	3D NAND Flash		三星、海力士、东芝、美光等
韦尔股份	模拟芯片	3600	TI、ADI、矽力杰、MPS、圣邦股份
豪威科技	CMOS 图像传感器	950	索尼、三星
紫光国微	FPGA	400	赛灵思、安路信息
汇顶科技	指纹识别芯片、物联网芯片	50-70	思立微、神盾
士兰微	功率半导体, MOSFET 及 IGBT	1000	英飞凌、安森美
圣邦股份	模拟芯片	3600	TI、ADI、矽力杰、MPS、圣邦股份
闻泰科技	功率半导体, 二极管、整流桥	500	安森美、vishay、IR
扬杰科技	功率半导体, 二极管、整流桥	500	安森美、vishay、IR
捷捷微电	晶闸管		
三安光电	化合物半导体	280 (仅考虑化合物)	skyworks、qorvo、cree
长电科技	高端封测	3850	日月光、安靠
中芯国际	先进制程代工	4200	台积电、联电

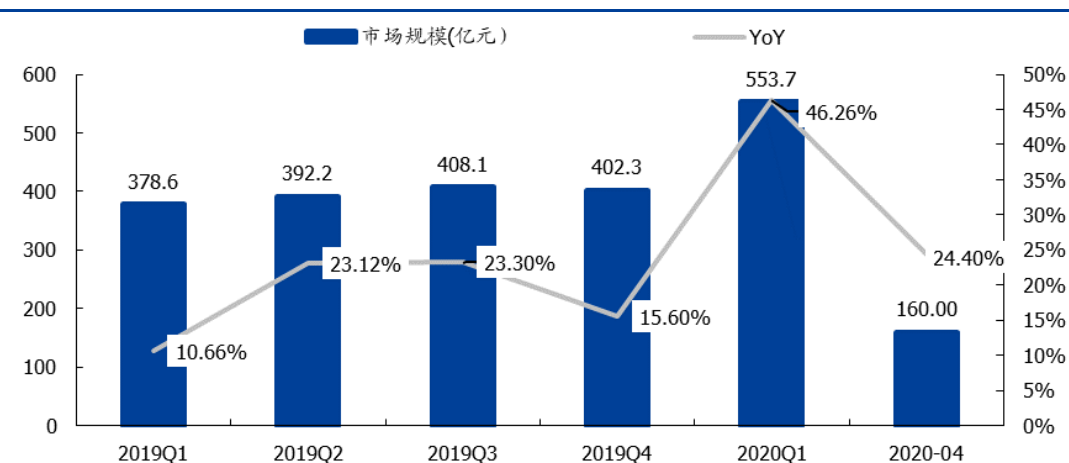
资料来源: 国盛电子组, 国盛证券研究所

## 六个行业——游戏

**疫情带动线上游戏活跃度大幅提升。**一季度受疫情的影响, 居家隔离使得用户将更多的娱乐时间转向线上, 游戏业务板块活跃用户大幅增加, 流水也有较大提升。数据显示, 2020年一季度和2020年4月, 中国移动游戏市场规模分别达到553.7亿元和160亿元, 同比增速分别为46.26%和24.40%, 较2019年的增速持续提升。

**随着暑期临近, 景气度将持续。**往后看, 游戏板块景气度仍将持续, 特别是随着暑期的临近, 游戏板块有望继续实现高增长, 同时从估值的角度来看, 当前游戏板块估值并不高, 配置性价比较高。

图表 78: 中国移动游戏市场实际销售收入快速增长



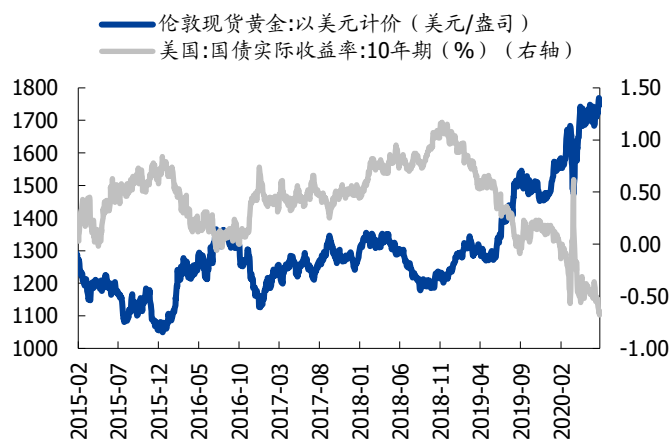
资料来源: 游戏产业报告, 国盛传媒, 国盛证券研究所

## 六个行业——黄金

对冲危机，各国开启史无前例的货币宽松。美联储在连续打出巨幅回购、紧急降息至零、重启 7000 亿美元 QE 等政策组合拳之后，又相继启动多项危机工具向市场注入流动性。欧央行也宣布大幅提高 QE 规模至 1400 亿欧元，并增加 LTROs 和放松 TLTRO III 的条件。截至当前，美日欧央行已分别较疫情前扩表 72.4%、16.1%和 24.6%。

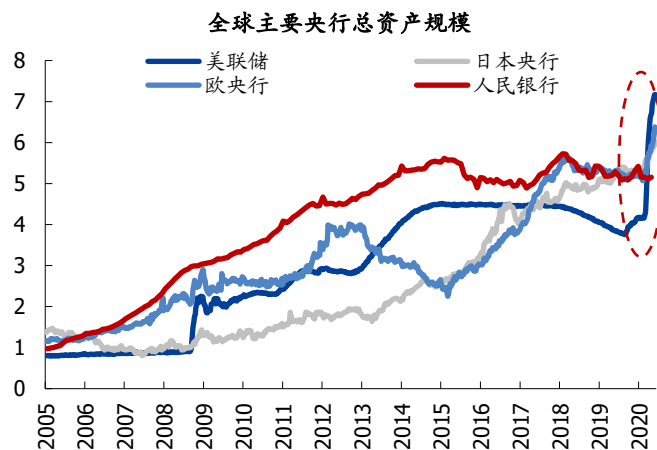
往后看，全球仍存在较大的不确定性，美国经济下行压力大，疫情仍有二次发酵的可能，避险需求叠加全球货币宽松，长期来看黄金仍然具有配置价值。

图表 79: 黄金价格持续上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 80: 全球央行重启宽松，万亿美元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

- 1、疫情发展超预期，持续拖累经济复苏；
- 2、宏观经济超预期波动，导致企业盈利下行，行情失去支撑；
- 3、测算可能与实际存在误差；
- 4、以历史创业板的涨幅推断可能存在误差。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

<b>北京</b> 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>上海</b> 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
<b>南昌</b> 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>深圳</b> 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com