

**分析师:**

王德伦 S0190516030001  
 李美岑 S0190518080002  
 王亦奕 S0190518020004  
 张兆 S0190518070001  
 吴峰 S0190510120002

**研究助理:**

张勋 张日升

**联系人:**

王德伦  
 021-3856 5610  
[wangdl@xyzq.com.cn](mailto:wangdl@xyzq.com.cn)  
 李美岑  
 021-6898 2355  
[limeicen@xyzq.com.cn](mailto:limeicen@xyzq.com.cn)  
 王亦奕  
 021-6898 2351  
[wangyiyi@xyzq.com.cn](mailto:wangyiyi@xyzq.com.cn)  
 张兆  
 021-6898 2352  
[zhangzhaojs@xyzq.com.cn](mailto:zhangzhaojs@xyzq.com.cn)  
 张勋  
 021-3856 5943  
[zhangxun@xyzq.com.cn](mailto:zhangxun@xyzq.com.cn)  
 张日升  
 021-2037 0730  
[zhangrisheng@xyzq.com.cn](mailto:zhangrisheng@xyzq.com.cn)

**相关报告**

- 《拥抱权益时代——2020 年 A 股年度策略 (20191212)》
- 《开放的红利——2019 年下半年投资策略 (20190625)》
- 《重构创新大时代——2019 年度 A 股市场投资策略 (20181210)》
- 《大创新的春天——2018 年下半年 A 股投资策略 (20180703)》
- 《大创新时代——2018 年度策略》(20171127)
- 《平衡木上的舞蹈——2017 年度策略》(20161130)

**蛰伏中孕育生机****—2020 年下半年投资策略****2020 年 6 月 8 日****投资要点**

★ 大势研判: 2020 年下半年市场在震荡中蛰伏, 短期投资把握结构性生机, 长期的全面性的生机正在孕育中

整体来看, 2020 年下半年市场呈震荡格局, 经济基本面处于内需向上, 外需向下的交错期, 流动性维持宽松但不“泛滥”, 风险偏好反复冲击、折腾, 把握结构性机会。国内经济在政策催化和复工复产加速下逐步回归正常, 经济和企业盈利增速逐季提升; 国外, 特别是欧美国家疫情拐点逐步出现, 逐步着手恢复经济, 但整体需求较弱, 恢复还需一定时间。同时, 随着美国大选, 中美关系可能面临更大压力, 亚非拉疫情等尚在发酵, 这些因素正在制约着市场投资者的情绪, 待这些因素逐步随着市场震荡调整过程中 price in, 而内部流动性整体宽松、政策托底和改革红利频出的利好, A 股蛰伏之后有望生机勃勃。

**蛰伏:** 不确定性众多而且重大, 风险冲击更多来自外部, 疫情冲击外需下行、全球债务“灰犀牛”、中美持续博弈, 外部潜在风险让市场处于蛰伏之中。第一层面的不确定性来自于基本面本身。第二层面的不确定性来自于资本市场的潜在动荡风险。第三层面的不确定性来自于美国在大选季加剧施压, 中美持续博弈。全球经济低增速、需求疲弱, 08 年后遗症, 美国自身衰退、资本市场波动, 欧洲债务危机可能因疫情加剧, 亚非拉国家疫情、经济和债务冲击多重冲击。同时, 美国疫情企稳后, 一手恢复经济, 一手为了选票, 故技重施市场风险偏好造成持续打压。对于市场而言, 这些因素尚未完全反应在价格预期中, 待这些因素完全反应完成前, 市场大概率处于蛰伏之中。

**短期投资要把握结构性生机:** 生产端恢复需求端逐步改善、财政货币双兜底但政策有定力, 国内逐步孕育新生。在一季度强力的财政货币政策扶持下, 国内工作重心从“防疫”向“经济”转变。生产端已经接近往年同期水平, 4 月工业增加值同比 3.9%, 好于市场预期, 计算机、通信与电子设备制造业、汽车等行业回升程度较高; 以消费为主的需求端具备回暖态势, 但距完全修复仍需时间, 疫情尚未完全解决, 恢复速度可能慢于预期。此次两会政策整体定调以“六稳”、“六保”为主, 财政政策没有“大水漫灌”, 但政策工具充分, (转下页)

**风险提示:** 无风险利率上行、宏观经济大幅波动、产业政策风险、市场波动超预期, 全球资本回流美国超预期、中美博弈超预期、通胀超预期、金融监管政策超预期收紧等。

货币政策延续宽松基调，持续推动利率下行。综合来看，待内部逐步恢复，以“内需”为中心的方向将逐步孕育新生。

**长期的全面性的生机正在孕育中：中国经济强大的恢复能力和稳定的输出能力，资本市场改革全面铺开，国别比较配置下全球最好的资产在中国，股市从蛰伏到新生具备中长期基石。**中国在经历了 15-17 年“三去一降一补”，供给侧改革和金融去杠杆后，整体经济、股票市场较海外处于相对更健康状态。当前中国经济比以往任何时候抵御外部冲击都要强，我们 14 亿人强大的内需市场、消费在经济体系重要程度强于以往。2019 年以来，资本市场制度改革进入上升周期，科创板开板、新证券法修订、要素市场化改革出台，三季度前后创业板注册制和新三板改革有望落地。三十而立的 A 股市场，已逐渐显露成熟气质，已非当年谈 IPO 色变的 A 股，在逐步正常化、常态化的 IPO 情况下，市场适应能力明显增强，制度逐步完善，相比于以往，投资者反而更愿意看到更多优秀的公司走向前台，与其一起成长，而不再像以前一样炒新、炒烂，最后“一地鸡毛”，而 A 股投资者很难享受到红利。随着 A 股市场供需关系实现正向循环、注册制与退市机制构建资本市场“活水”和新生态，从全球来看，考虑高性价比、配置比例低等要素，使得最好的资产在中国股市，A 股在蛰伏中孕育着长期的勃勃生机，**我们正在经历一轮长牛。**

#### ★ 行业配置：寻找生机孕育点，关注大创新、崛起的高端制造与科技、家电家居建材产业链、黄金

**长期来看，科技成长进入向上通道的长周期，“大创新”板块是趋势性投资机会。**短期受到美国科技领域压制的反复冲击，叠加阶段性泡沫使得板块波动加大，但是波动之后依然不改向上的趋势。资本市场制度性改革持续推进、各种与股市相关的政策利好频频带动，尤其是与科创相关的政策制度利好“源源不断”，投资“大创新”容易“赢得未来”，适合“以长打短”。

**崛起的高端制造，尤其是切入全球产业链后的高端制造，如医疗器械、新能源车、新材料等。**外部冲击使得国产化由被动推动转为主动应用，政策层面持续落地支持。国产化各领域完整生态已初步形成。中美贸易战冲击，使得大家开始主动采用国产品牌，有望培育出多个切入全球供应链的龙头。具体而言，可以关注国产化加速、需求大力推动的医疗器械；受益于海外仍有望保持高增长、并且切入全球产业链的新能源车；受益产业转移与政策助力、国产化空间广阔的新材料（半导体材料、锂电材料、OLED 材料）等。

**家电家居产业链，首推家电、家居、消费建材等行业链条，有望先行复苏的景气方向，逐步关注房地产行业。**虽然一季度有公共卫生事件影响，但多个消费品行业表现出了较好的韧性，毛利率水平并未受到较大影响。随着应对政策迅速出台及发力，经济增速有望逐渐企稳回升，消费领域部分行业已经出现景气向上的趋势。首推量价齐升、3 年周期拐点有望出现的家电，确定性高而关注度低；以及竣工提升叠加龙头企业规模效应显现的家居、消费建材等。此外，关注房地产和汽车行业可能出现的底部反转机会，两者作为促内需、保底线的重点，房地产关系着地方财力恢复，汽车是消费抓手，市场预期差大。

受益于全球流动性大放松、货币体系重建“估值锚”的黄金。全球“火箭式”流动性释放导致名义利率持续下行，进而实际利率下行推升金价持续上涨。全球央行已经连续 11 年净买入黄金状态，并且近两年有加速买入迹象。历史上流动性危机解除是投资贵金属最佳时间点。

★ 主题投资：1) 国产替代：美国对华为限制升级，国产化迫在眉睫；2) 5G 建设：大规模落地，2020 年底前有望覆盖所有地级市；3) 军工：地缘政治风险事件催化不断。

风险提示：无风险利率上行、宏观经济大幅波动、产业政策风险、市场波动超预期，全球资本回流美国超预期、中美博弈超预期、通胀超预期、金融监管政策超预期收紧等。

## 目 录

2020年下半年市场呈震荡格局，把握结构性机会 .....	- 7 -
蛰伏：三大不确定因素压制A股市场 .....	- 7 -
● 不确定之一来自基本面 .....	- 7 -
● 不确定之二来自资本市场 .....	- 9 -
● 不确定之三来自中美博弈 .....	- 11 -
生机：以“内需”为中心逐渐修复，全年政策“六稳、六保” .....	- 12 -
● 生机：经济“填坑”，把握结构性生机 .....	- 12 -
● 财政政策虽未“大水漫灌”，但政策库弹药充足 .....	- 13 -
● 货币政策延续宽松基调，持续推动利率下行 .....	- 14 -
长期生机：全球最好的资产在中国股市 .....	- 15 -
● 供给侧改革后中国经济韧性十足 .....	- 15 -
● 金融体系去杠杆与资管新规建立，安全边际明显提高 .....	- 16 -
● 创业板注册制、新三板改革推进，完善股市基础制度 .....	- 18 -
● A股三十而立，全球最好的资产在中国股市 .....	- 19 -
行业配置：寻找生机孕育点，关注大创新、崛起的高端制造与科技、家电家居建材产业链、黄金 .....	- 20 -
长期来看，科技成长进入向上通道的长周期，“大创新”板块是趋势性投资机会 .....	- 20 -
● 利润增速有望随着收入增速回升而回升 .....	- 20 -
● 以开放应对摩擦，对冲风险偏好冲击，科技成长进入向上通道的长周期 .....	- 21 -
● 2020年是资本市场改革大年，科创板、创业板、新三板制度建设持续推进 .....	- 21 -
崛起的高端制造，尤其是切入全球产业链后的高端制造，如医疗器械、新能源车、新材料 .....	- 22 -
● 外部冲击使得进口替代由被动推动转为主动应用 .....	- 22 -
● 医疗器械：进口替代加速迎来黄金十年 .....	- 23 -
● 新能源车：海外市场仍有望保持高增长，带动国内供应链企业受益 .....	- 24 -
● 新材料：关注受益产业转移与政策助力、国产化替代空间广阔的半导体材料、锂电材料、OLED材料 .....	- 26 -
有望先行复苏的景气方向，首推家电家居、消费建材等链条行业，逐步关注地产及汽车 .....	- 27 -
● 盈利能力和外资显示消费仍有较多细分景气行业 .....	- 27 -
● 家电：量价齐升可期，3年周期拐点将至 .....	- 28 -
● 家居及消费建材：龙头企业受益于规模效应，显现出抗周期性 .....	- 29 -
● 地产和汽车：可能出现的底部反转机会 .....	- 30 -
受益于全球流动性大放松、货币体系重建“估值锚”的黄金 .....	- 31 -
主题投资：关注国产替代、5G以及军工 .....	- 32 -
● 国产替代：美国对华为限制升级，国产化迫在眉睫 .....	- 32 -
● 5G：大规模落地，2020年底前有望覆盖所有地级市 .....	- 33 -
● 军工：地缘政治风险事件催化不断 .....	- 33 -
附录：重大事件表 .....	- 35 -
风险提示：无风险利率上行、宏观经济大幅波动、产业政策风险、市场波动超预期，全球资本回流美国超预期、中美博弈超预期、通胀超预期、金融监管政策超预期收紧等 .....	- 35 -

图表 1: 两次疫情冲击情形下全球 GDP 有较大下行压力 .....	- 7 -
图表 2: 较新兴市场, 发达经济体经济下行压力更大.....	- 7 -
图表 3: 疫情对中国多个出口依赖度高的产业产生明显冲击.....	- 8 -
图表 4: 2020 年美国经济衰退概率处于历史高位.....	- 9 -
图表 5: 四次全球危机的比较分析 .....	- 9 -
图表 6: 美国公司债违约风险加剧 .....	- 9 -
图表 7: 2020 年美股公司回购力度或遭明显下滑 .....	- 9 -
图表 8: 2019 年欧元区的对外贸易依存度达到 38% .....	- 10 -
图表 9: 2019 年欧元区非金融企业部门杠杆率达到 107.6% .....	- 10 -
图表 10: 欧元区非金融企业债券余额较 2009 年底几乎翻倍 .....	- 10 -
图表 11: 负利率的压力开始突显 .....	- 10 -
图表 12: 新兴经济体公共卫生投入不足 .....	- 11 -
图表 13: 2018 年全球个人防护设备市场地域分布 .....	- 11 -
图表 14: 2020 年全球商品价格可能低位徘徊 .....	- 11 -
图表 15: 新兴市场企业杠杆率超过发达经济体 .....	- 11 -
图表 16: 2018 年中美博弈从贸易摩擦, 到科技、金融, 再到国家安全 .....	- 12 -
图表 17: 2020 年下半年是经济“填坑”过程 .....	- 12 -
图表 18: 下半年大概率仍维持工业品通缩的格局 .....	- 13 -
图表 19: 下半年 CPI 可能逐渐回落 .....	- 13 -
图表 20: 2020 年下半年需求端有望逐步改善 .....	- 13 -
图表 21: 2020 年二季度开始, 生产端有望逐渐恢复 .....	- 13 -
图表 22: 2020 年赤字率拟按 3.6% 以上安排 .....	- 14 -
图表 23: 2020 年前 4 月新增地方专项债发行额同比增长 58% (单位: 亿元) ..	- 14 -
图表 24: 年初至今货币政策持续发力 .....	- 15 -
图表 25: 2010-2016 年间主要工业品淘汰大量落后产能 .....	- 16 -
图表 26: 2015-2017 年主要工业品供给侧改革成效显著 .....	- 16 -
图表 27: 两融余额逐步维持在 1 万亿附近良性区间 .....	- 17 -
图表 28: 同业存单发行量逐步走低 .....	- 17 -
图表 29: 创业板注册制改革助力建设多层次资本市场 .....	- 18 -
图表 30: 分红和回购规模快速增长, 助力股市资金供需平衡 .....	- 19 -
图表 31: 全球最好的资产在中国股市 .....	- 20 -
图表 32: A 股企业累计盈利增速 .....	- 21 -
图表 33: 沪深 300 盈利预期表现 .....	- 21 -
图表 34: 外资仍呈现出流入趋势 .....	- 21 -
图表 35: 大创新 50 与大创新 100 组合定基表现 .....	- 21 -
图表 36: 多层次资本市场体系 .....	- 22 -
图表 37: 计算机各领域国产品牌布局情况 .....	- 22 -
图表 38: 我国部分设备产业国产化率情况 .....	- 22 -
图表 39: 松下动力电池供应链 .....	- 23 -
图表 40: 中国医疗器械行业市场规模 (亿元) .....	- 24 -
图表 41: 我国主要医疗器械国产及进口占比 .....	- 24 -
图表 42: 药品与医疗器械人均消费额比例对比 .....	- 24 -
图表 43: 欧洲新能源乘用车销量 (万辆) .....	- 25 -
图表 44: 2018 年至今国内动力电池格局演变 .....	- 25 -
图表 45: LG 化学供应链 .....	- 26 -
图表 46: 半导体石英市场空间约为 212 亿元 .....	- 26 -
图表 47: 部分 OLED 材料国产厂商 .....	- 27 -
图表 48: A 股企业分行业单季度毛利率变化 .....	- 27 -

图表 49: 2月28日至3月24日陆股通净流入规模的行业分布.....	28 -
图表 50: 3月24日至5月21日陆股通净流入规模的行业分布.....	28 -
图表 51: 地产交房面积增速 .....	28 -
图表 52: 空调销售均价(元/台) .....	28 -
图表 53: 家电行业基金配比 .....	29 -
图表 54: 2014年房屋竣工面积增速回正 .....	29 -
图表 55: 中国精装修商品住宅新开盘情况 .....	29 -
图表 56: 伟星新材期间费用率(%) .....	30 -
图表 57: 科顺股份期间费用率(%) .....	30 -
图表 58: 全国商品住宅待售面积(万方) .....	30 -
图表 59: 各地出台政策稳定房地产市场 .....	30 -
图表 60: 乘用车政策刺激弹性测算(单位:万辆, %) .....	31 -
图表 61: 拉动工程重卡新增需求测算(单位:万辆, 万亿, %) .....	31 -
图表 62: 疫情导致的流动性紧张, 各国央行纷纷加码宽松(单位:亿元) .....	31 -
图表 63: 全球各国央行已连续10年净买入黄金(吨) .....	31 -
图表 64: 2008年金融危机各个时期黄金表现 .....	32 -
图表 65: 当前半导体设备国产化率 .....	33 -
图表 66: 当前半导体材料国产化率 .....	33 -
图表 67: 2020三大运营商5G相关资本开支大幅增长 .....	33 -
图表 68: 5G丰富的应用场景 .....	33 -
图表 69: 2020下半年主要的地缘政治事件 .....	34 -
图表 70: 重大事件表 .....	35 -

## 2020年下半年市场呈震荡格局，把握结构性机会

整体来看，2020年下半年市场呈震荡格局，经济基本面处于内需向上，外需向下的交错期，流动性维持宽松但不“泛滥”，风险偏好反复冲击、折腾，把握结构性机会。

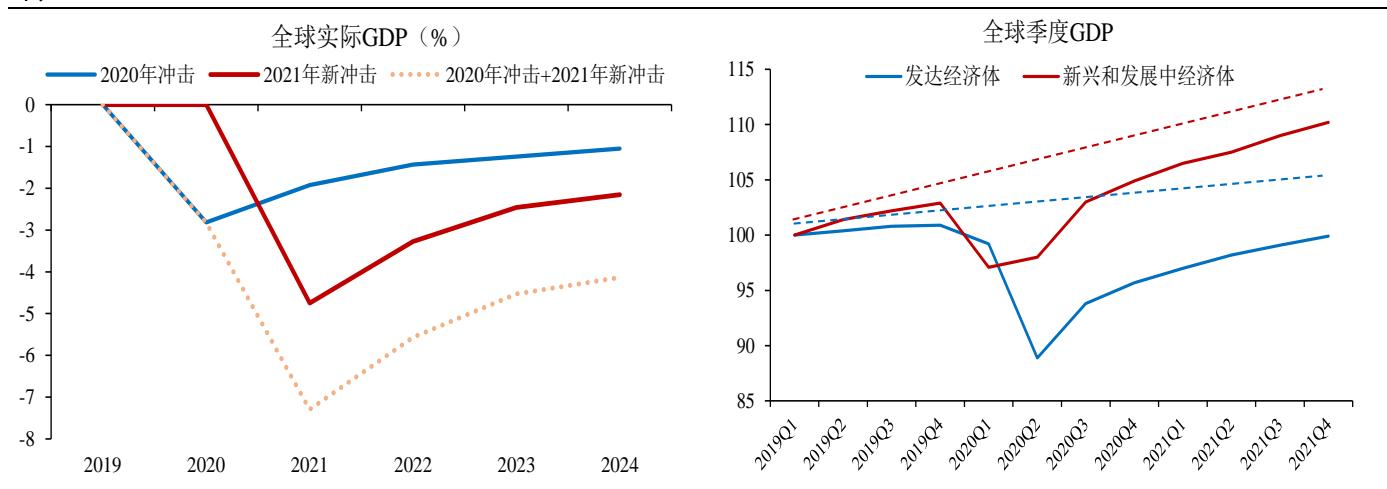
国内经济在政策催化和复工复产加速下逐步回归正常，经济和企业盈利增速逐季提升；国外，特别是欧美国家疫情拐点逐步出现，逐步着手恢复经济，但整体需求较弱，恢复还需一定时间。同时，随着美国大选，中美关系可能面临更大压力，亚非拉疫情等尚在发酵，这些因素正在制约着市场投资者的情绪，待这些因素逐步随着市场震荡调整过程中 price in，而内部流动性整体宽松、政策托底和改革红利频出的利好，A股蛰伏之后有望生机勃勃。

### 蛰伏：三大不确定因素压制 A 股市场

- 不确定之一来自基本面

2020 年爆发的全球公共卫生事件给全球经济增长带来很大不确定性。基于 IMF2020 年 4 月份的测算，在 2020 年全球经济仅面临一次疫情冲击情形下，全球 GDP 下降 2.82%，然而在面临 2020 年和 2021 年两次疫情冲击情形下，除了在 2020 年全球 GDP 下降 2.82% 之外，2021 年 GDP 将会下降 7.29%。这意味着在疫情冲击的节奏，爆发的模式和程度等不可预期背景下，经济受到的影响仍然存在很强的不确定性。

图表 1：两次疫情冲击情形下全球 GDP 有较大下行压    图表 2：较新兴市场，发达经济体经济下行压力更大力



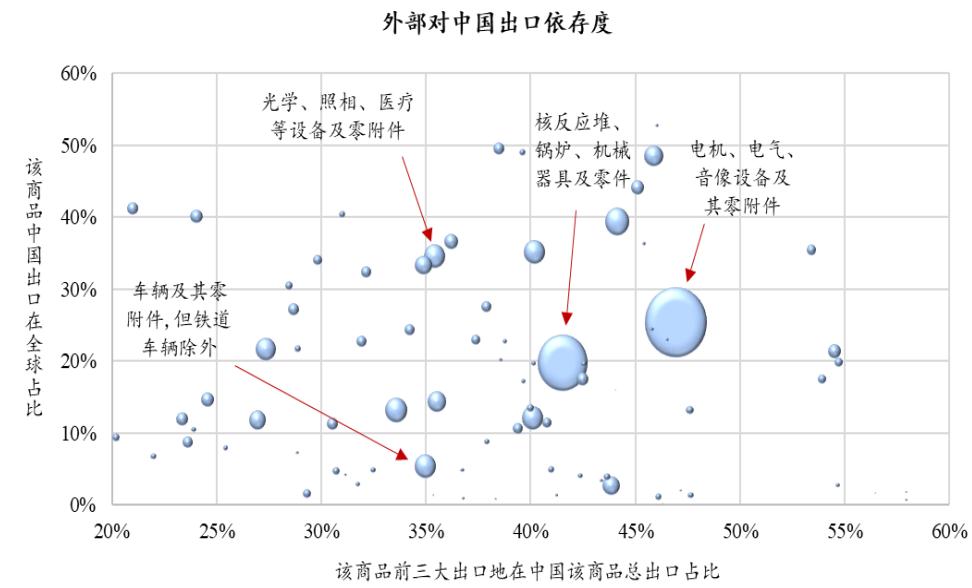
注：左图是以 2019 年为基期模拟 GDP 变化，右图以 2019 年 Q1 为基准。

数据来源：IMF，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

此外从疫情对发达经济体和新兴市场经济的影响来看，新兴经济体受到的负面影响更小，发达经济体受到负面影响更大。具体来看，新兴和发展中经济体GDP相对2019年Q1下降幅度不到3%，而发达经济体则可能出现相对2019年Q1超过11%的降幅。这可能与两类经济体的人口结构有关。总之在疫情冲击将会使全球经济下降，特别是考虑到全球经济供需双杀，以及各国采取激进宽松措施刺激需求等因素交互作用，增强了中期经济增长的不确定性。

**疫情冲击外需下行，对相关产业链造成不确定性影响。**虽然中国对外贸依存度从2006年的64%逐渐下降到2018年34%，但是我们必须关注到不同产业、不同城市对贸易依赖度有显著的差异。除了下图表示出来的商品对出口依赖度的显著不同，我们还可以看到在同一个区域的不同地区对外贸依存度仍有显著差异。譬如江苏省的苏州市和常州市，两者在2018年对外贸依存度分别为125%和32.1%。这就意味着疫情冲击外需过程中，从而对中国不同维度上的经济增长带来更大不确定性！

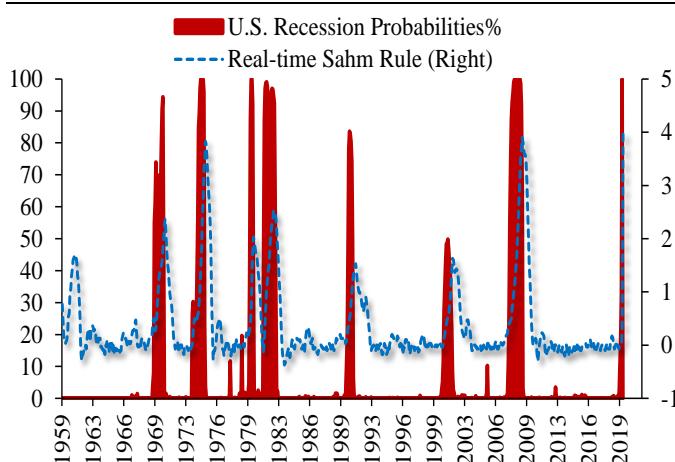
**图表 3：疫情对中国多个出口依赖度高的产业产生明显冲击**



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**当前美国经济衰退概率处于历史高位。**从美联储统计的美国经济衰退概率来看，当前市场预期的美国经济衰退概率处于与20世纪70-80年代、2007到2009年相似的水平上。再综合分析20世纪30年代、70年代、2007-2009年以及2020年新冠肺炎时期的经济和政策表现，我们认为2020年美国危机模式类似20世纪70-80年代供给面上的石油危机和2007-2009年金融危机引发的全球需求快速下降。虽然美国在二季度疫情期间采取了数次大规模宽松和经济刺激政策，但是考虑到美国面临的经济复苏不确定性，国内政治环境变化以及政策快速刺激的经济负面影响等因素，2020年下半年美国经济仍然存在较大不确定性。

图表 4: 2020 年美国经济衰退概率处于历史高位



图表 5: 四次全球危机的比较分析

	20世纪30年代	20世纪80年代	2007-2009年	新冠疫情
工业生产	下降一半	下降10%	下降15%	预计下降11%
衰退时间	43个月	16个月	18个月	预计到2021年下半年GDP回弹至5.8%(2020年底疫情可控的情况下)
失业率	25%	15%	13.70%	15%
政策	金本位制(债务价值上升,收入下降),贸易壁垒	“里根经济学”,实行减税、货币紧缩、放松管制、压缩社会福利、鼓励创新等,全球化兴起	宽松财政政策,促进对外贸易,连续降息,全球化退潮	降息,支持信贷市场计划,大规模开支措施
经济增长	萎缩10%,发达萎缩16%	1974年,GDP增长率为-5%	美国-3%,全球0%	预期2020年萎缩3%,发达萎缩6%

数据来源: 美联储, 公开资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 不确定之二来自资本市场

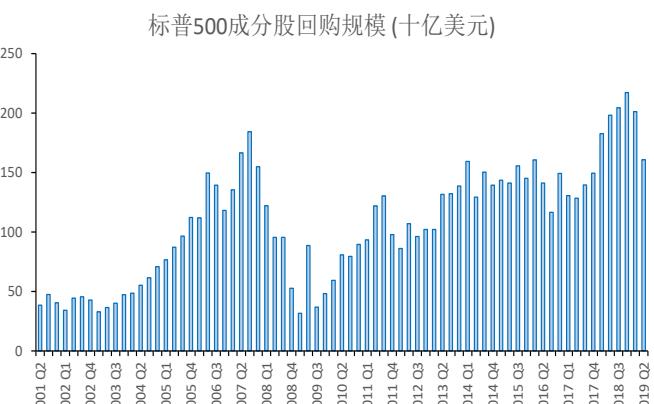
第一, 美国资本市场可能面临潜在动荡风险。首先, 美国公司债违约风险加剧。

2020 年美国企业债市场信用利差飙升至最高 11pct, 也是 2008 年金融危机依赖的最高水平, 目前回落至 7pct 左右, 但仍属于历史较高位置。其次, 疫情冲击下, 2020 年美股公司回购力度或遭明显下滑。过去十年间, 长期低利率的融资环境使得标普 500 指数成分中每年有 80% 的公司都开展回购, 成为驱动美股走牛的重要因素之一。2017 年底特朗普税改引得海外利润回流, 2018 和 2019 年标普 500 成分股的回购额更是超过 7000 亿美元。

图表 6: 美国公司债违约风险加剧



图表 7: 2020 年美股公司回购力度或遭明显下滑



资料来源: Bloomberg, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 第二, 疫情+欧元体系未来 3-5 年面临崩塌“黑天鹅”。

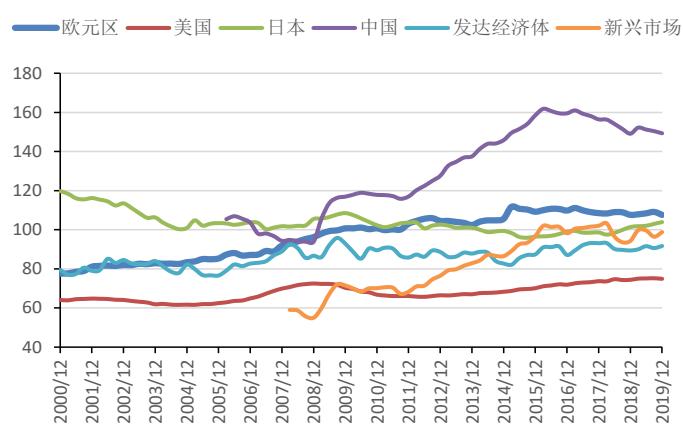
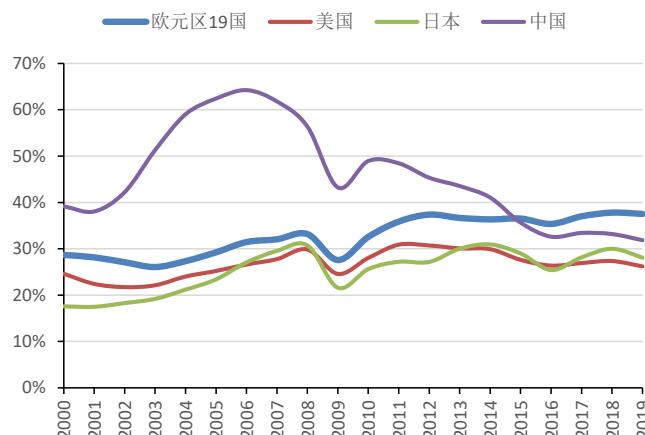
首先, 全球公共卫生事件对欧洲经济的冲击, 可能比美日中等国家更为严重, 注意欧洲债务危机风险。从经济体的对外贸易依存度的角度来看, 欧元区比美国、日本、中国更加依赖外贸, 其非金融企业部门杠杆率也明显高于其他发达经济体,

欧洲经济可能在此次疫情中受到冲击更大。截至 2020 年 3 月，欧元区非金融企业债券未偿还余额接近 1.5 万亿美元，这一规模较 2009 年底的水平几乎翻倍。

其次，负利率的压力开始突显。在 2008 年的全球金融危机中，美联储和欧元区央行分别降息 500bp 和 325bp；本次危机美联储已经降息 150bp，欧元区央行仍按兵不动，未来欧洲也可能进入负利率时代。

图表 8：2019 年欧元区的对外贸易依存度达到 38%

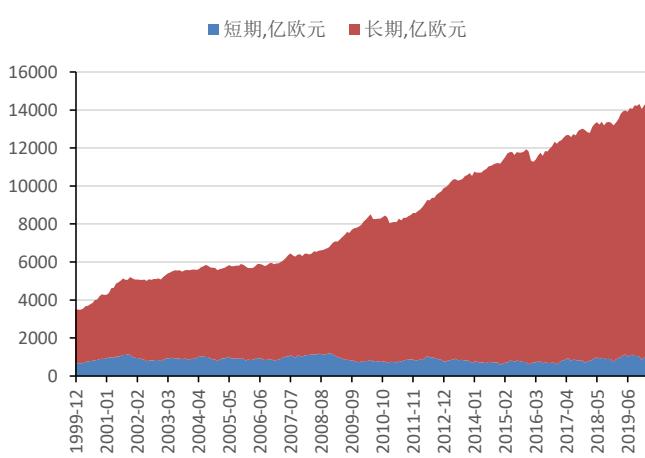
图表 9：2019 年欧元区非金融企业部门杠杆率达到 107.6%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10：欧元区非金融企业债券余额较 2009 年底几乎翻倍

图表 11：负利率的压力开始突显



	美国	日本	欧洲
2007-2009年	5.25% → 0.25% -500bp	0.5% → 0.1% -40bp	4.25% → 1.00% -325bp
2011-2014年	-	-	1.50% → 0.05% -145bp
2016年	0.50% → 0.75% +25bp	0.1% → -0.1% -20bp	0.05% → 0.00% -5bp
2020年	1.75% → 0.25% -150bp	-	-

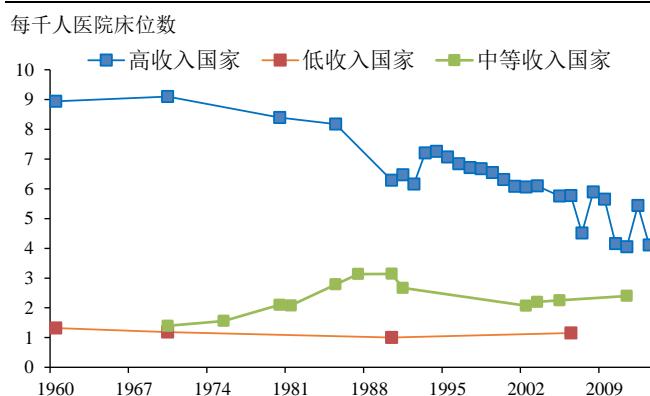
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 第三，亚非拉国家面临疫情、经济和债务冲击，不确定性抬升。

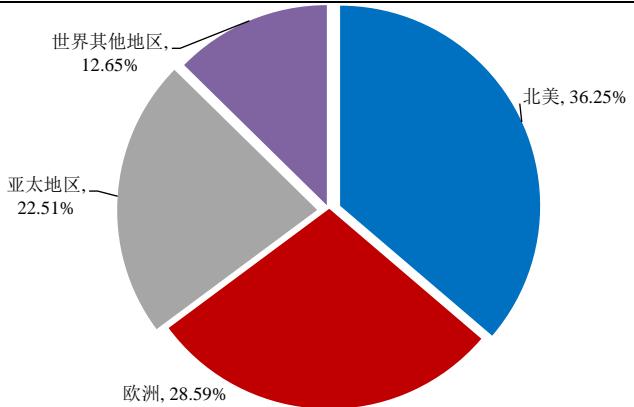
2020 年下半年从亚非拉等国家面临的不确定性来看，主要是集中在疫情、经济和债务等三个方面。首先，新兴市场公共卫生投入相对不足，个人防护设备缺乏，相对发达国家在疫情应对上可能面临更大的压力，特别是在南美洲和南亚等地区，截止 6 月初，确诊人数在 10 万人以上。其次，从与新兴市场经济密切相关的大宗

商品价格走势来看，以原油为例，4月20日出现负油价之后，5月份至今原油价格稳步上行，这在很大程度上是OPEC+减产带来的，需求面上除了中国较早出现的复苏迹象之外，多数其他国家仍未出现需求上升趋势。最后，新兴市场企业杠杆率在2015年超过发达经济体，这意味着一种潜在的隐忧。高杠杆率往往意味着新兴市场在债务环节上相对更容易出现危机风险。综上三点，2020年下半年亚非拉国家面临较为集中的疫情、经济和债务冲击，不确定性抬升。

图表 12：新兴经济体公共卫生投入不足

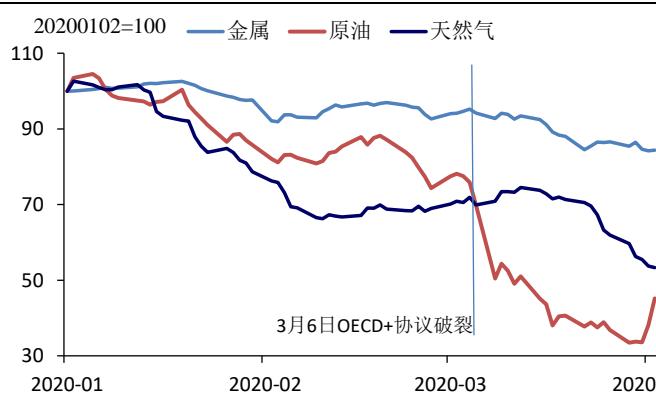


图表 13：2018 年全球个人防护设备市场地域分布

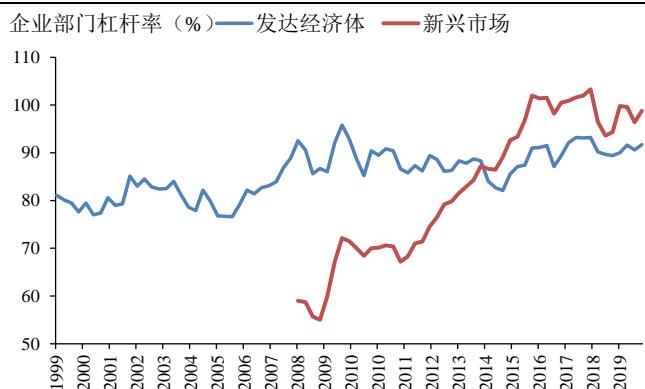


数据来源：世界银行、IMF，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 14：2020 年全球商品价格可能低位徘徊



图表 15：新兴市场企业杠杆率超过发达经济体

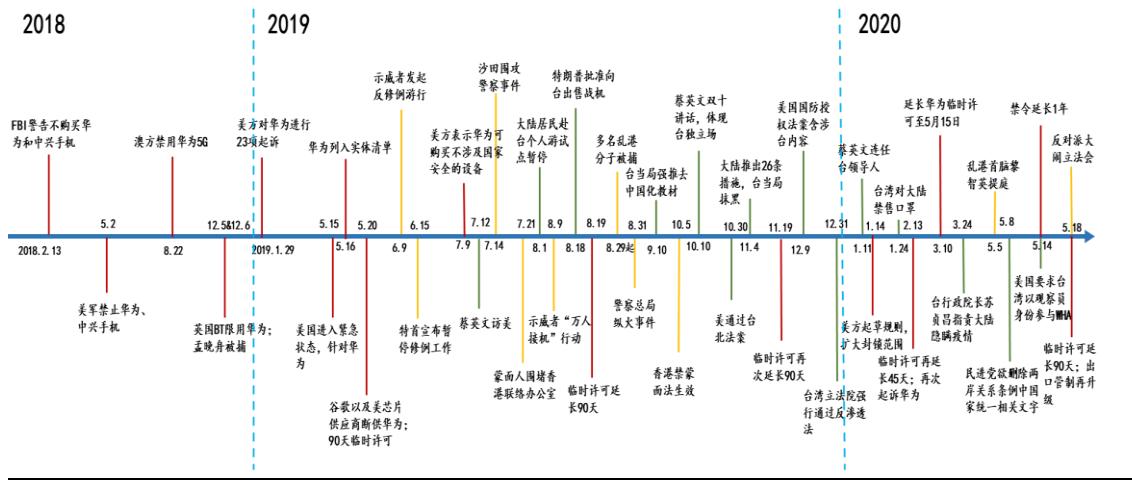


数据来源：MRFR Analysis、BIS，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 不确定之三来自中美博弈

**2020 年是美国大选年，下半年中美博弈加大，范围从科技、金融再到国家安全。**伴随着中美“脱钩论”甚嚣尘上，我们认为中美竞争存在长期化趋势，具体来说中美国家实力愈发接近，在新冠疫情、全球经济疲弱、美国大选临近的背景下，谨防三季度前后外部压力加大。从科技层面来看，下半年美国将继续压制对中国半导体产业发展。特别是在当前瓦森纳协定首增大硅片管制（以美国为首的 42 个成员国对中国的相关产品与技术出口加以限制）背景下，这是对近年来美国压制中国通信、半导体等高新技术产业趋势的一种延续。特别是在 2020 年下半年大选因素催化的中美竞争愈演愈烈背景下，中国台湾和香港地缘政治问题将日益凸显。

图表 16: 2018 年中美博弈从贸易摩擦，到科技、金融，再到国家安全



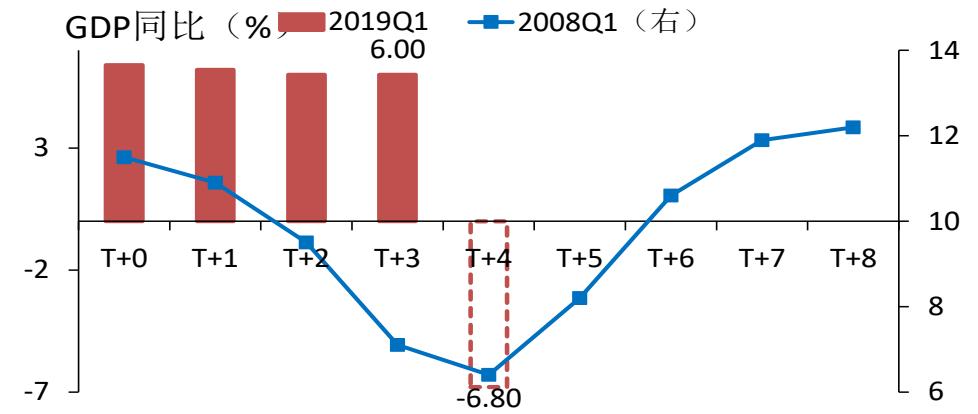
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

### 生机：以“内需”为中心逐渐修复，全年政策“六稳、六保”

#### ● 生机：经济“填坑”，把握结构性生机

2020年下半年经济“填坑”过程。参考2008年全球经济危机导致的需求萎缩，中国GDP同比增速从2009年一季度6.4%逐季回升，到2010年一季度达到12.2%。这里面存在“四万亿”计划对经济的拉动作用。考虑到“两会”放弃量化全年经济增长目标，在“六稳”“六保”工作思路下，国内工作重心逐渐从“防疫”向“经济”转变，且疫情尚未完全解决，恢复速度可能慢于预期。因此这一阶段结构性生机更值得关注。

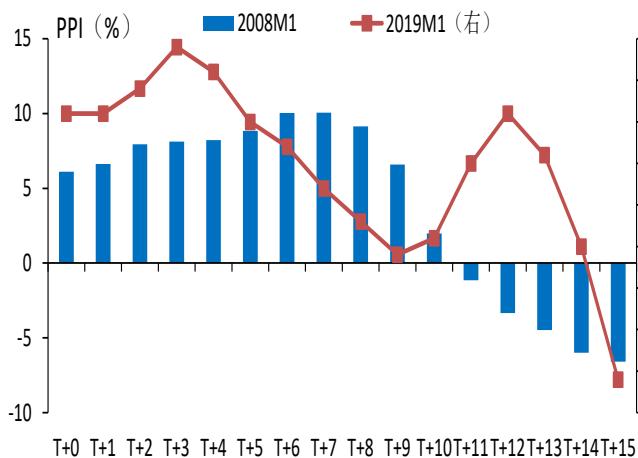
图表 17: 2020年下半年是经济“填坑”过程



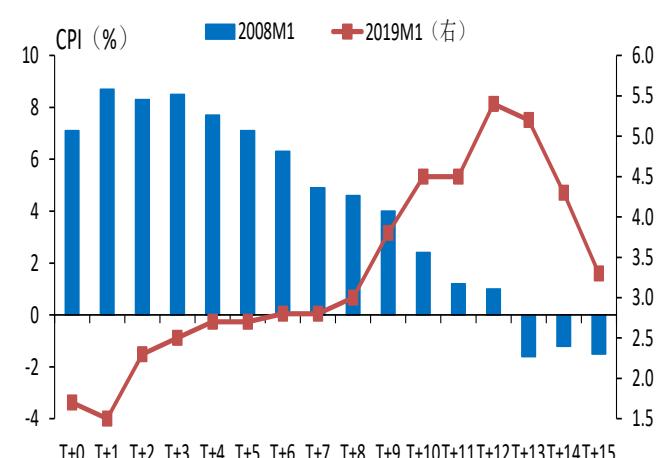
数据来源：Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

下半年大概率仍维持工业品通缩的格局。根据兴证策略宏观团队的预测，2020年二季度、三季度和四季度PPI和CPI分别为-3%、-1.9%、-1.2%和2.9%、1.8%、0.2%。这正好符合2008年中国通胀变化趋势。因此我们认为2020年下半年整体仍将维持通缩格局。

图表 18: 下半年大概率仍维持工业品通缩的格局



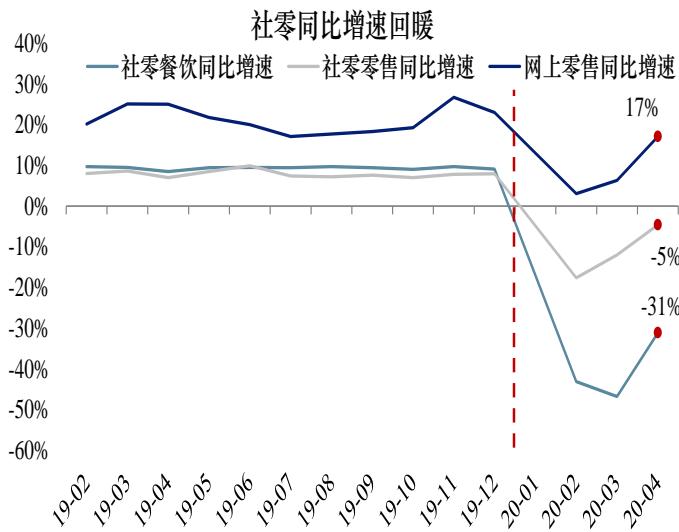
图表 19: 下半年 CPI 可能逐渐回落



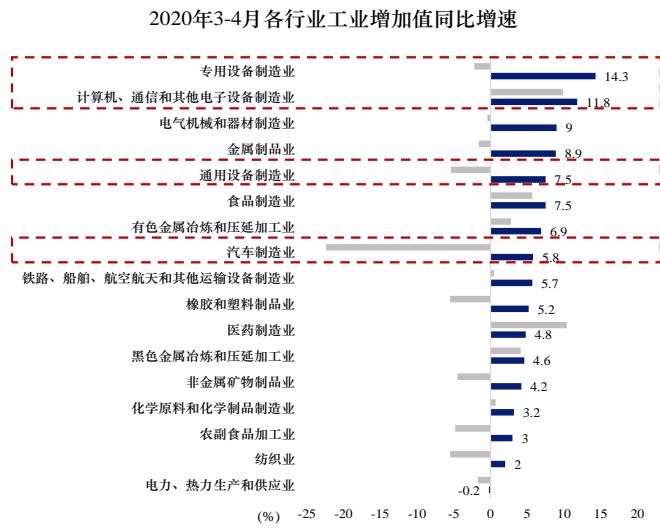
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

在一季度强力货币政策扶持下，生产端恢复，需求端逐步改善。宽松的货币信贷政策，促使工业企业复工复产效果显著，目前恢复至相对常态。专用设备、通用设备、计算机通信电子、汽车的生产端景气回升较好。

图表 20: 2020 年下半年需求端有望逐步改善



图表 21: 2020 年二季度开始，生产端有望逐渐恢复



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 财政政策虽未“大水漫灌”，但政策库弹药充足

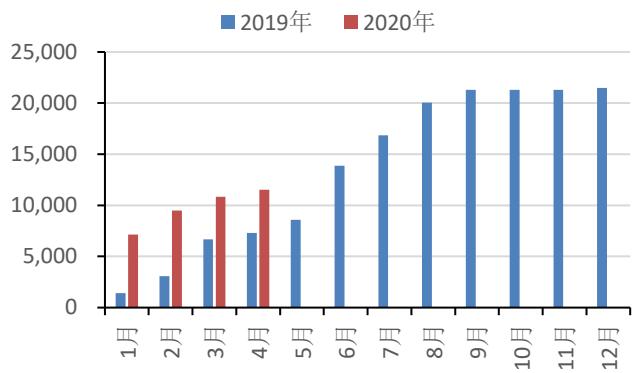
今年赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债。上述 2 万亿元全部转给地方，建立特殊转移支付机制，资金直达市县基层、直接惠企利民，主要用于保就业、保基本民生、保市场主体，包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等。加大减税降费力度，预计全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元。

今年同时拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，目前已下达 2.29 万亿的额度。截至 4 月底累计发行地方债 1.9 万亿，其中新增专项债 1.2 万亿，同比增长 58%，完成提前下达额度(2.29 万亿)的 50.3%。

图表 22: 2020 年赤字率拟按 3.6%以上安排



图表 23: 2020 年前 4 月新增地方专项债发行额同比增长 58% (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 中国政府网, 兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 货币政策延续宽松基调，持续推动利率下行

2020 年以来，货币政策持续发力，数次降准、再贷款等措施，精准滴灌助力经济恢复。先后安排 3000 亿专项再贷款、5000 亿再贷款再贴现额度、1 万亿再贷款再贴现额度共计 1.8 万亿，三次降准共释放资金约 1.85 万亿，同时下调了 LPR、MLF、TMLF 等利率。

延续货币政策宽松的基调未改变。2020 年《政府工作报告》对货币政策的表述，与此前央行一季度货币政策执行报告基调基本一致。1) 整体大基调，稳健的货币政策要更加灵活适度。2) 没有设定具体指标，强调广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。3) 推动利率持续下行。4) 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。

图表 24: 年初至今货币政策持续发力

2020/1/6	央行全面降准 0.5pct, 释放资金约 8000 亿元
2020/2/1	央行提供低成本专项再贷款资金 3000 亿元
2020/2/3	下调 7 天逆回购利率 10bp 至 2.4%
2020/2/7	春节假期后的第一周央行通过公开市场操作净投放 1.12 万亿
2020/2/17	下调 1 年期 MLF 利率 10bp 至 3.15% 并投放 2000 亿元
2020/2/20	1 年期 LPR 利率下降 10bp 至 4.05%
2020/2/26	央行增加再贷款、再贴现专用额度 5000 亿元
2020/3/16	央行定向降准 0.5-1pct, 释放资金约 5500 亿元, 并投放 1000 亿元 1 年期 MLF
2020/3/30	下调 7 天逆回购利率 20bp 至 2.2%
2020/4/3	央行宣布定向降准 1pct, 释放资金约 4000 亿元, 于 4/15 和 5/15 分两次实施
2020/4/7	金融机构超储率从 0.72% 下调至 0.35%, 为 12 年来首次
2020/4/15	央行投放 1000 亿一年期 MLF, 并下调利率 20bp 至 2.95%
2020/4/20	央行下调 1 年期 LPR 利率 20bp 至 3.85%, 再次新增再贷款再贴现额度 1 万亿元
2020/4/24	央行开展 561 亿元 1 年期 TMLF 操作, 中标利率 2.95%, 上次 3.15%

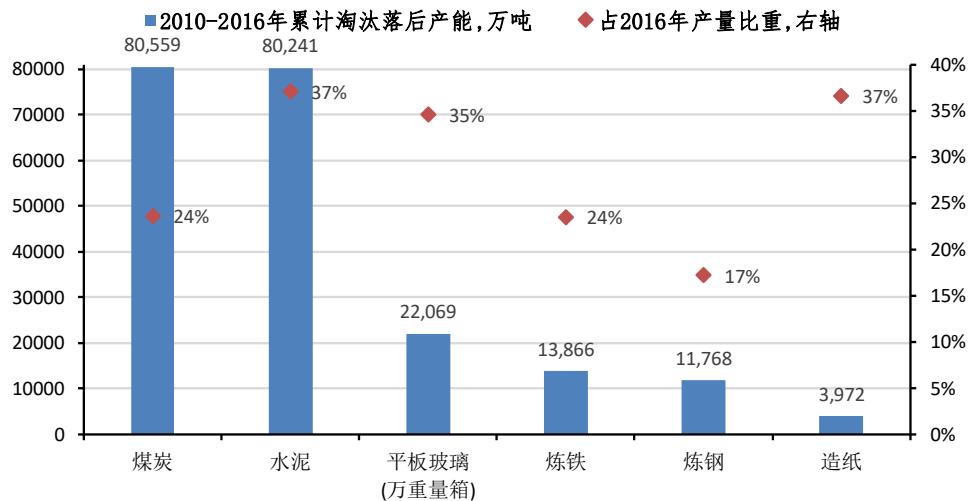
数据来源：中国人民银行，兴业证券经济与金融研究院整理

### 长期生机：全球最好的资产在中国股市

- 供给侧改革后中国经济韧性十足

2015 年以来，供给侧改革大力推进，淘汰落后产能和低效企业。2015 年 12 月中央经济工作会议提出“三去一降一补”，主要工业品供给侧改革效果显著，一方面削减、控制主要工业品新增产能，另一方面淘汰落后产能，因此不仅仅表现为总量的改变，还表现在整体经济效率的提升。具体而言，2010-2016 年间煤炭、水泥、玻璃、铁、钢、造纸分别淘汰 24%、37%、35%、23%、17%、37% 的落后产能。

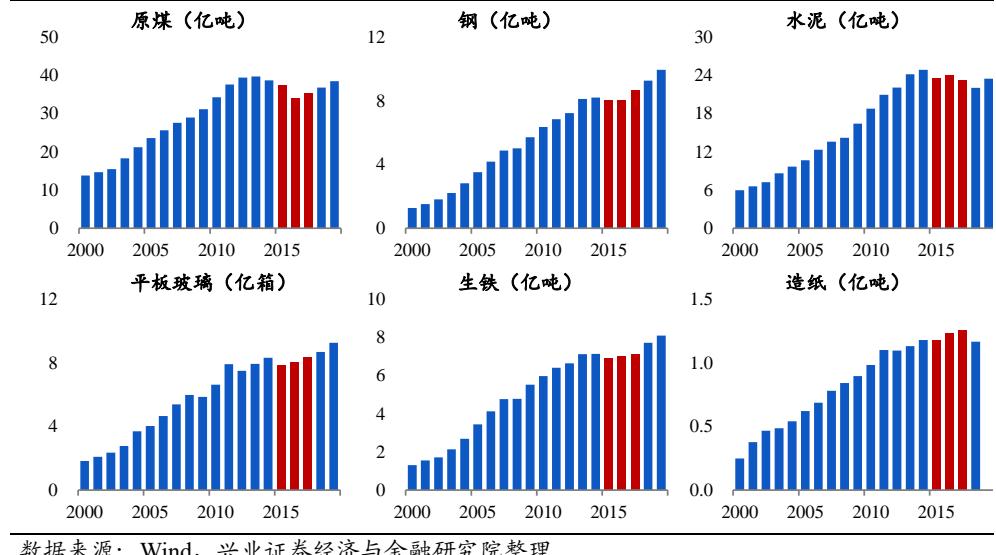
图表 25: 2010-2016 年间主要工业品淘汰大量落后产能



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

落后产能和低效企业的淘汰，促进各类要素通过市场流向先进领域，实现中国经济结构的优化。被淘汰的企业集中于传统周期和投资品领域，在 2010 年以前，因搭乘中国高速城镇化和地产周期的春风，普遍受益。但随着中国经济增长进入“新常态”，主要驱动力从以地产、基建为代表的投資驱动，逐步向创新驱动转型，新費、新制造、新科技成为未来主要发展方向。落后企业的淘汰、兼并，既能做大做强传统领域的龙头企业，也能让信贷、土地、人力等要素从制度桎梏中剥离，重新流向新动能领域，实现经济结构的优化。

图表 26: 2015-2017 年主要工业品供给侧改革成效显著



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

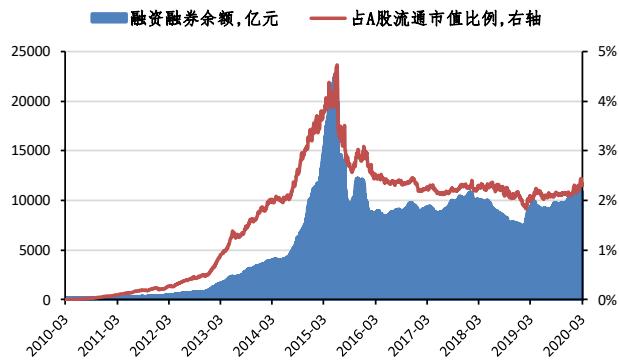
- 金融体系去杠杆与资管新规建立，安全边际明显提高

金融去杠杆成果显著，地方政府债务风险、资本市场杠杆风险和金融同业风险的

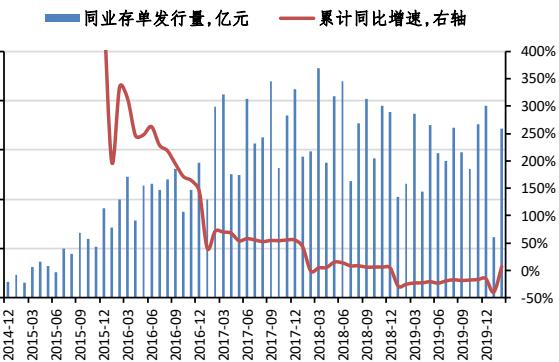
系统性问题大幅度化解。具体而言：

- 1) 地方政府债务风险起于 2008 年“四万亿”刺激，终结于 2011 年后央行紧缩货币和影子银行监管。2008 年“四万亿”刺激政策出台后，短期避免中国经济断崖下跌，但同时也积聚了影子银行和地方政府债务问题。2011 年起，央行大幅收紧流动性、先后出台一系列金融监管政策，整治经济滞胀和影子银行的问题。2013 年央行的两次“钱荒”压力测试显示，国内金融体系恢复至相对健康状态，具备足够抗压能力。
- 2) 资本市场杠杆风险起于 2014 年流动性宽松和杠杆资金扩张，终结于 2015 年中场外配资监管。2014 年，受外需羸弱、国内地产周期带动经济下行影响，从年底起央行再度宽松货币，为经济增长“软着陆”保驾护航。金融监管放松，资本市场杠杆资金大幅扩张：2015 年二季度，A 股市场融资融券余额超过 2 万亿，占当时 A 股流通市值接近 5%；统计之外，场外配资野蛮生长，成为 2014-2015 年“水牛”的重要驱动力，这也致使资本市场杠杆风险巨大。2015 年，证监会着手清理场外配资，经历短期阵痛，融资融券余额有序下滑，目前保持在 1 万亿附近的良性区间，占 A 股流通市值约 2%，场外配资问题则被根本性解决。
- 3) 金融同业风险起于 2014 年货币政策和金融监管宽松，终结于 2016 年底起的金融去杠杆和 2017 年资管新规。2014 年货币政策和金融监管持续宽松，成为金融同业大发展的温床。2015-2017 年间同业业务快速扩张，2017 年有 4 个月当月同业存单发行量超过 2 万亿，全年同业存单发行量超过 20 万亿，同比增长 56%。同业链条主要包括两个环节：一是央行向大型银行机构释放流动性，中小银行和非银机构向大型银行发行同业存单等方式获取流动性，二是中小银行和非银机构将募得资金投向非标债权领域，穿透监管来看，包括地产信托等高风险资产。金融同业链条下，风险向中小银行和非银机构积聚，资金在金融系统空转，同时出现监管套利、资金投向政策禁投领域，系统性风险隐患巨大。2016 年年下半年起，金融去杠杆发力，2017 年随着资管新规逐步落地，2018 年同业存单发行量同比增速降至仅 4%，2019 年则同比下降 15%，金融同业风险大幅降低。

图表 27：两融余额逐步维持在 1 万亿附近良性区间



图表 28：同业存单发行量逐步走低



数据来源：Wind, 中国政府网, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 创业板注册制、新三板改革推进，完善股市基础制度

2019 年至今，资本市场进入继 2008 年和 2014 年后的新一轮资本市场改革浪潮之中。2018 年中央经济工作会议首提资本市场地位，定调为“在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”；2019 年 4 月，科创板建设框架出台，制度频频创新，7 月科创板开板，首次推行注册制；2019 年底新三板深化改革；2020 年，要素市场化改革提出八大任务，其中包括资本要素市场化；2020 年 4 月 27 日，中央全面深化改革委员会会议审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。向未来看，创业板注册制及相关改革最快可能于 7、8 月实施，4 月底新三板精选层已开始受理企业材料，目前也有望于三季度前后开板。全年主板、创业板、科创板的再融资、重组、减持政策有望逐一落地，优质资产加速注入 A 股。

**注册制和退市制度构筑更为健康的 A 股环境，助力 A 股长牛。**新制度下，各个企业将在一级市场融资和二级市场交易中形成竞争关系，企业需要努力提高自身资产质量和经营成果，在众多注册上市的企业中，吸引投资者以合适价格为其提供融资。如果企业欺诈、经营效率低下，除了接受制度处罚、退市外，将无法吸引到投资者参与其 IPO 融资、再融资以及二级市场交易。企业相互竞争、优胜劣汰，形成 A 股新生态，投资者由此受益，A 股在新制度呵护下有望迎来长牛。

图表 29：创业板注册制改革助力建设多层次资本市场



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● A股三十而立，全球最好的资产在中国股市

经历三十年的制度建设，A股股市基础制度渐进改革，良性正循环正在生成，长牛可期。以往部分投资者认为，A股市场是“融资市”，主要为企业融资服务，上市公司不具备持续回报投资者的机制，难以具备长期投资价值；但我们观察到，A股分红规模每年稳步增长，2019年分红派发金额首次超过万亿，A股不再仅是融资的市场，更是回报投资者的市场。2018年，我国上市公司整体现金分红派息率达到36%，达到近十年的新高。A股大市值公司股息率高于整体，截止到11月20日，A股整体股息率为1.8%，沪深300和上证50的股息率分别是3%和2.4%。从净融资到净回报，A股投融资的良性循环正在生根发芽，吸引全球配置和居民配置，也助力A股市场走向长牛。

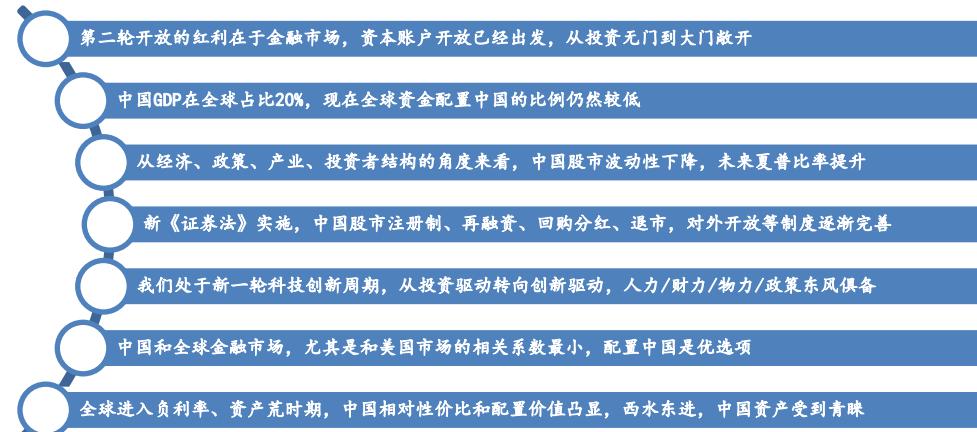
**图表 30：分红和回购规模快速增长，助力股市资金供需平衡**

年份	筹资金额(亿元)	回购金额(亿元)	税前派息(亿元)	净融资(亿元)
2005	55.35	-	735.93	-680.58
2006	2249.17	0.40	787.57	1461.20
2007	7641.67	0.70	1270.35	6370.62
2008	2860.00	-	3318.53	-458.53
2009	4541.57	0.12	3156.20	1385.25
2010	9664.27	-	3996.72	5667.55
2011	6816.81	4.44	4965.44	1846.93
2012	4374.51	2.18	6016.57	-1644.23
2013	4316.33	80.36	6730.06	-2494.09
2014	7669.47	88.00	7551.93	29.54
2015	13876.17	34.93	7876.55	5964.69
2016	18719.28	84.72	8291.60	10342.96
2017	15470.72	52.22	9766.31	5652.19
2018	9665.54	249.97	11493.60	-2078.03
2019	10703.46	1022.86	12215.29	-2534.68

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理。注：筹资金额=增发+IPO+配股+可转债/2。净融资=筹资金额-税前派息-回购。

**A股三十而立，我们认为全球最好的资产在中国股市。**新冠疫情发酵后，全球央行再度“大放水”，负利率时代逐步来临，发达国家从债市到股市，都面临中长期隐含收益大幅下降的问题。中国经济的韧性、财政货币政策的定力和空间，一方面促使国内资产与海外相关性较低，另一方面也让中国的债市和股市在全球资产中独具性价比。外资以往配置中国资产时，面临“投资无门”的窘境，但是2014年以来，中国迎来第二轮开放红利——金融账户开放，中国股债资产的投资渠道一一梳理清晰，即“大门敞开”。中国占据全球GDP超过20%，而资产的全球配置比例依然较低，投资大门的敞开，为后续A股全球配置的大发展做好基础制度建设。回归自身角度，物力、人力、财力条件具备，中国正处于新一轮科技创新周期，未来有望孕育出一批在全球市场中具备竞争力的科技、消费核心资产，将成为全球投资者争相配置的标的。近年来经济、政策、产业、投资者结构已经出现重大变化，A股波动下降、夏普比率提升，伴随着A股基础制度（注册制、再融资、退市、回购、分红、对外开放等）逐步完善，中国股市的吸引力正在逐步升级。国家重视、全球配置、居民配置，A股正处于长牛之中。

图表 31：全球最好的资产在中国股市



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

**行业配置：寻找生机孕育点，关注大创新、崛起的高端制造与科技、家电家居建材产业链、黄金**

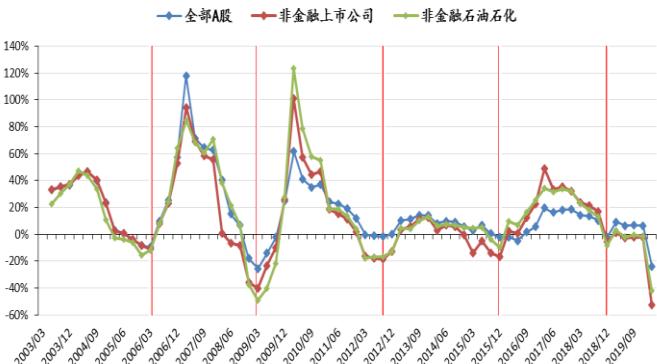
**长期来看，科技成长进入向上通道的长周期，“大创新”板块是趋势性投资机会**

经济走弱，流动性宽松背景下，经济转型预期持续较高，利好创新成长。短期受到美国科技领域压制的反复冲击，叠加阶段性泡沫使得板块波动加大，但是波动之后依然不改向上的趋势。资本市场制度性改革持续推进、各种与股市相关的政策利好频频带动，尤其是与科创相关的政策制度利好“源源不断”，投资“大创新”容易“赢得未来”，适合“以长打短”。

- 利润增速有望随着收入增速回升而回升

上轮盈利周期从 2016 年 Q1 开始，在 2017Q4 开始进入下行阶段，在 2018Q4 见底。突发事件冲击使得 2020Q1 盈利增速出现大幅回落。但随着应对政策迅速出台及发力，经济增速有望逐渐企稳回升，从而带动后续 3 个季度盈利增速有望逐季回升。行业间表征盈利能力的指标如毛利率、ROE 等并非全行业系统性下降。下游日常消费及成长类行业的毛利率水平普遍有所回升。目前沪深 300、中小板指和创业板指的 2020 年一致预期盈利增速分别为 -2.20%、46.60% 和 116.42%。2021 年一致预期增速分别 13.79%、41.69%、60.76%。

图表 32: A股企业累计盈利增速



图表 33: 沪深 300 盈利预期表现



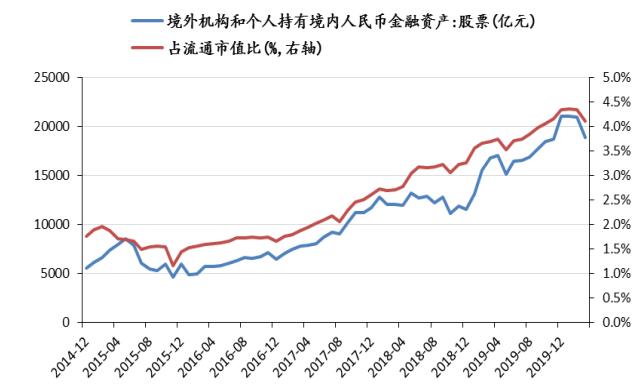
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 以开放应对摩擦，对冲风险偏好冲击，科技成长进入向上通道的长周期

开放、放松管制的资本市场将激发市场微观主体的活力，外资长期来看仍然维持着持续流入的态势。5G 技术带来丰富的应用场景，科技创新正成为中国经济转型的引擎。经济走弱，流动性宽松背景下，经济转型预期持续较高，利好创新成长。

短期受到美国科技领域压制的反复冲击，叠加阶段性泡沫使得板块波动加大，但是波动之后依然不改向上的趋势。我们基于此构建了“大创新 50”与“大创新 100”标的组合，年初以来表现优异，超额收益超过 14%。

图表 34: 外资仍呈现出流入趋势



图表 35: 大创新 50 与大创新 100 组合定基表现



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 2020 年是资本市场改革大年，科创板、创业板、新三板制度建设持续推进

科创板方面，科创板将迎来注册制试点改革一周年，科创板减持重组新规有望落地；创业板方面，创业板注册制改革于 4 月 27 日落地，三季度将迎来创业板试点注册制下的首批公司新三板方面，《公开募集证券投资基金管理全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》发布，允许公募基金投资于新三板精选层，5 月 19 日又发布新三板精选层路演新规。三大板块的制度建设持续推进，将为成长类、科技类股票提供更丰富的融资渠道，同时也将为券商带来新的业绩增长点。

图表 36: 多层次资本市场体系

	主板	中小板	创业板	科创板	新三板精选层
成立时间	沪市1990/11, 深市1990/12	2004年6月	2009年9月	2019年6月	2020年4月接收申请
企业定位	大型成熟企业	中小企业	成长型创新创业企业	科技“硬实力”创新企业	创新创业型实体企业
上市制度	核准制	核准制	注册制	注册制	挂牌模式类注册制
企业家数	3832	955	807	100	111 (受辅导企业)
总市值(亿元)	627,428	102,259	67,556	13,140	1,791
流通A股市值(亿元)	472,237	78,174	45,476	1,921	716
平均市值(亿元)	164	107	84	131	16
平均流通市值(亿元)	123	82	56	19	6
PB(x)	14.54	26.61	43.42	63.00	24.34
PB(x)	1.52	2.81	4.39	6.66	3.39
营收增速(%)	9.5	9.5	11.9	13.9	22.3
归母净利润增速(%)	8.0	4.7	32.8	24.9	20.1
ROE摊薄(%)	9.8	7.9	5.1	8.9	12.3
研发占比(%)	1.4	2.8	4.7	7.8	3.2

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

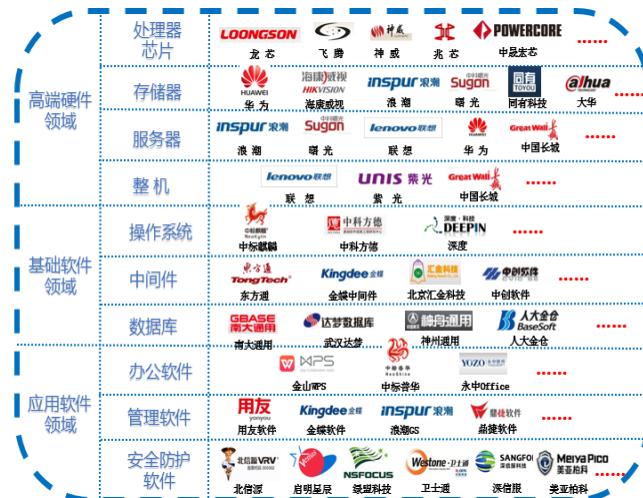
崛起的高端制造, 尤其是切入全球产业链后的高端制造, 如医疗器械、新能源车、新材料

- 外部冲击使得进口替代由被动推动转为主动应用

**政策层面多项落地支持。**例如 2019 年 5 月财政部发布的《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》，2018 年 3 月《深化党和国家机构改革方案》将中央网络安全和信息化领导小组升级为中央网络安全和信息化委员会等一系列政策，都表明了决策层对进口替代领域的持续支持。

**进口替代各领域完整生态已初步形成。**以计算机为例, 当前从硬件到软件各个环节均有国产产品支撑。在应用软件层面, 国产品牌发展较好, 占有率较高。但在底层软件及偏硬件的领域, 由于技术和国外相比确实还有一定差距, 市场份额占比还有巨大的发展空间。

图表 37: 计算机各领域国产品牌布局情况



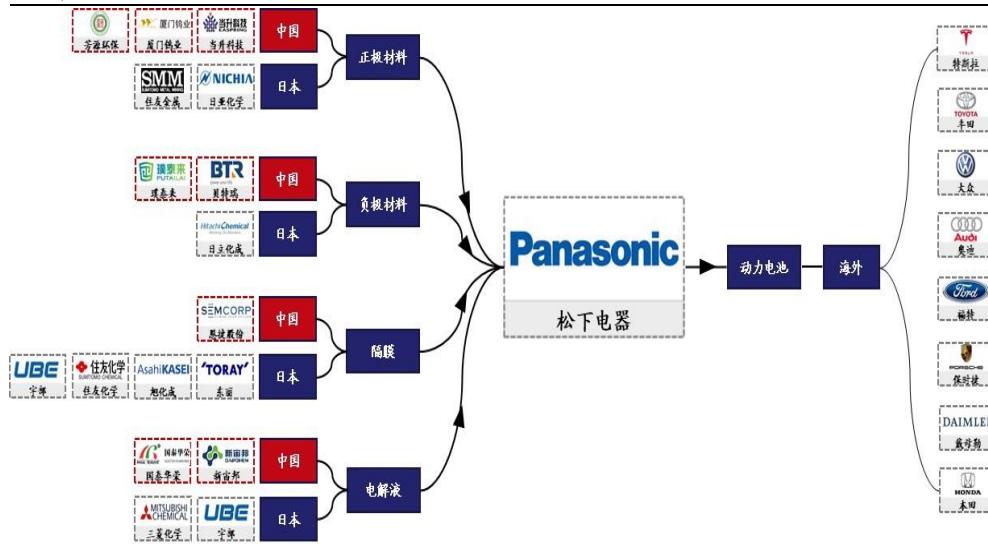
图表 38: 我国部分设备产业国产化率情况

关键设备	国产化率
单晶炉	20%
光刻机	5%-10%
刻蚀机	10%
离子注入机	10%
CVD/PVD 设备	10%-15%
氧化扩散设备	10%
键合机	20%
划片机	20%
减薄机	20%
检测设备	20%
分选机	20%

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院计算机组、机械军工组整理

中美贸易摩擦冲击，使得大家开始主动采用国产品牌。中美摩擦加剧给行业敲响“有钱也买不到”的警钟，行业开始有意识地主动进行国产化替代。在我国庞大消费市场规模支持下，国产品牌迭代将加速，进而加快技术赶超。部分龙头已经切入全球供应链。

图表 39：松下动力电池供应链



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院电新组整理

具体而言，可以关注国产化加速、需求大力推动的医疗器械；受益于海外仍有望保持高增长、并且切入全球产业链的新能源车；受益产业转移与政策助力、国产化空间广阔的新材料（半导体材料、锂电材料、OLED 材料）等。

### ● 医疗器械：进口替代加速迎来黄金十年

我国医疗器械行业增速快，是朝阳性行业。我国医疗器械行业规模从 2006 年的 434 亿元增长至 2018 年的 5304 亿元，年均复合增长率约为 23.01%，行业正处于快速发展期。预计到 2020 年我国医疗器械行业年销售额将超过 7000 亿元人民币，未来 10 年我国医疗器械行业复合增速超过 10%。

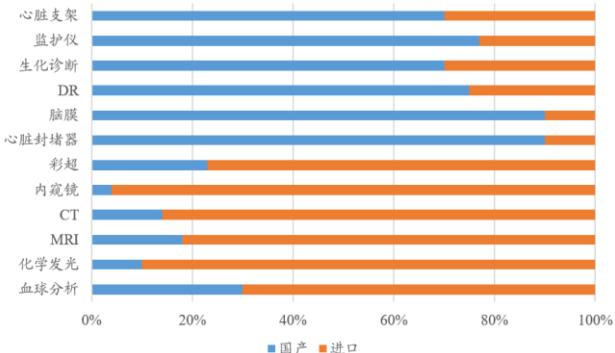
中国自主创新产品层出不穷，进口替代是未来十年我国医疗器械行业主旋律。

目前已经基本实现进口替代（国产占比超过 50%）的细分领域包括：植入性耗材中的心血管支架、心脏封堵器、人工脑膜、骨科植入物中的创伤类产品等；大中型医疗设备中的监护仪、DR 等；体外诊断领域的生化诊断；家用医疗器械中的制氧机、血压计等。

图表 40: 中国医疗器械行业市场规模(亿元)



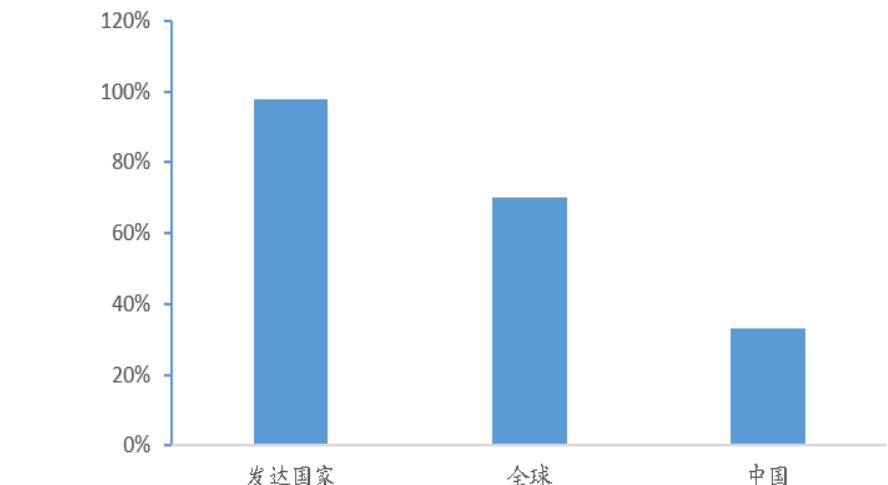
图表 41: 我国主要医疗设备国产及进口占比



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院医药组整理

从药械比看，尚有很大提升空间。截至 2016 年底，我国药品和医疗器械人均消费额的比例仅为 1:0.35，远低于 1:0.7 的全球平均水平，更低于发达国家 1:0.98 的水平。由于庞大的消费群体和政府的积极支持，我国医疗器械市场发展空间极为广阔。

图表 42: 药品与医疗器械人均消费额比例对比

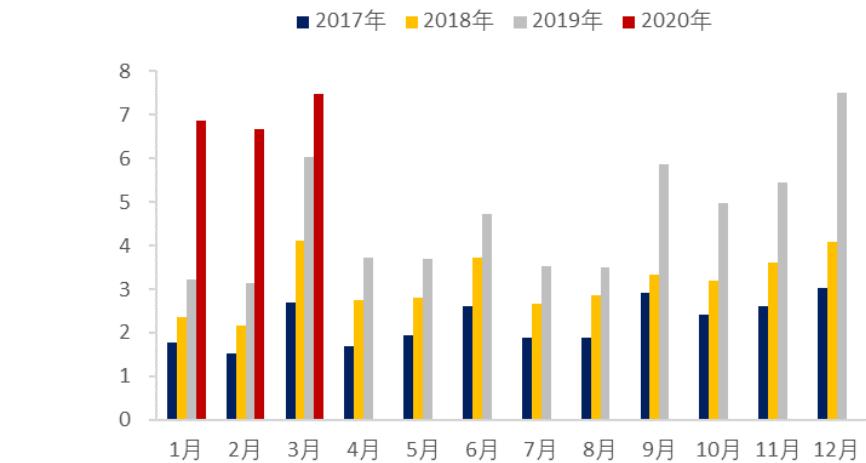


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 新能源车：海外市场仍有望保持高增长，带动国内供应链企业受益

优惠政策、优质供给双驱动，助力欧洲电动车持续放量。2020 年是欧洲新能源汽车的大年，疫情因素对下游市场需求存在短期扰动，但高增长趋势不改。优惠政策和优质供给双驱动，预计 2020 年产销超过 85 万辆，同比增长 57%。

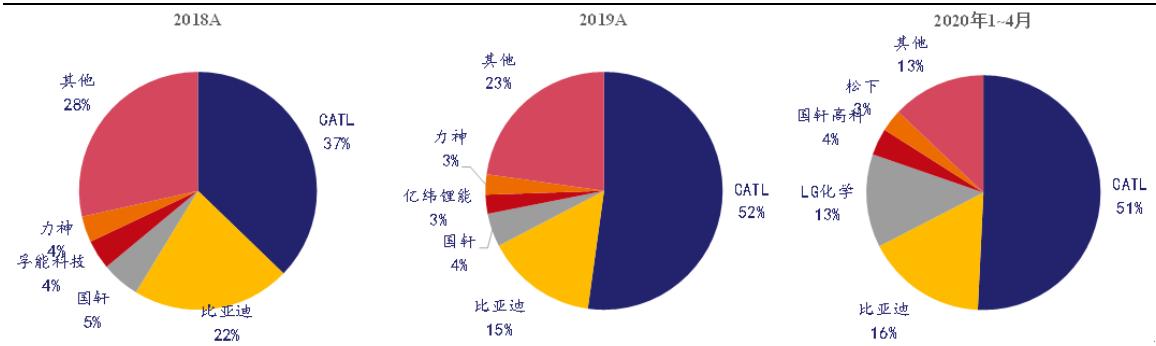
图表 43：欧洲新能源乘用车销量（万辆）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院电新组整理

成本、品质、客户定胜负，国内动力电池寡头龙头格局已现。龙头宁德时代一枝独秀，市场份额逆势增长，由 2018 年 37% 提升至 2019 年 52%。同时车企—宁德时代—核心材料供应商已形成强强绑定之势，宁德时代有望带领核心供应链共成长。

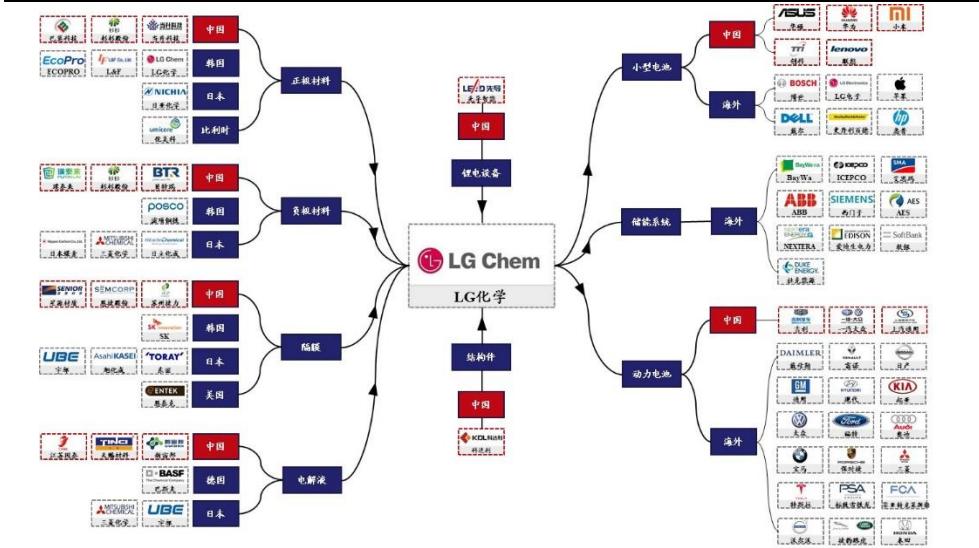
图表 44：2018 年至今国内动力电池格局演变



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院电新组整理

国内材料厂商海外布局正当时。LG 化学、松下正逐步导入中国材料厂商，如电解液、负极材料、隔膜、结构件等。伴随全球电动化进程加速，国内材料厂商实现海外市场突破迎来良机。核心龙头企业海外收入占比稳中有升，海外毛利率高于国内，拉动整体盈利能力提升。

图表 45: LG 化学供应链



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院电新组整理

- 新材料: 关注受益产业转移与政策助力、国产化替代空间广阔的半导体材料、锂电材料、OLED 材料

**半导体材料: 政策和需求共同推动。**全球半导体材料市场规模超 500 亿美元,中国大陆 2019 年半导体材料行业规模达 88.6 亿美元,是全球唯一规模实现增长的主要市场。中短期主要关注国产化进程较快的电子气体、湿电子化学品、靶材、CMP 抛光液等,中长期值得关注品种包括高端光刻胶、晶圆材料(主要为大硅片)、CMP 抛光垫等。上游关注石英、GaAs/GaN 等。

图表 46: 半导体石英市场空间约为 212 亿元



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院有色组整理

**锂电材料: 中国企业具备全球竞争力,受益全球汽车电动化大趋势。**行业前期经历了群雄并起、供给过剩的时代。但随着行业发展以及 2017 年底以来新能源车补贴退坡,目前领先企业与中小产能在规模、技术等方面差距拉大,领先厂商与

下游电池龙头绑定，份额不断扩大，行业格局逐步优化。

**OLED 材料：**下游市场需求强劲，国内中间体厂商有望受益产业爆发。我国材料厂商在产业链中主要提供 OLED 材料的中间体和单体粗品，其中部分领先企业已经进入三星、LG 等龙头企业的核心供应链。随着下游 OLED 市场的爆发，将带动材料市场快速发展，我国 OLED 材料企业将深度受益。

图表 47：部分 OLED 材料国产厂商

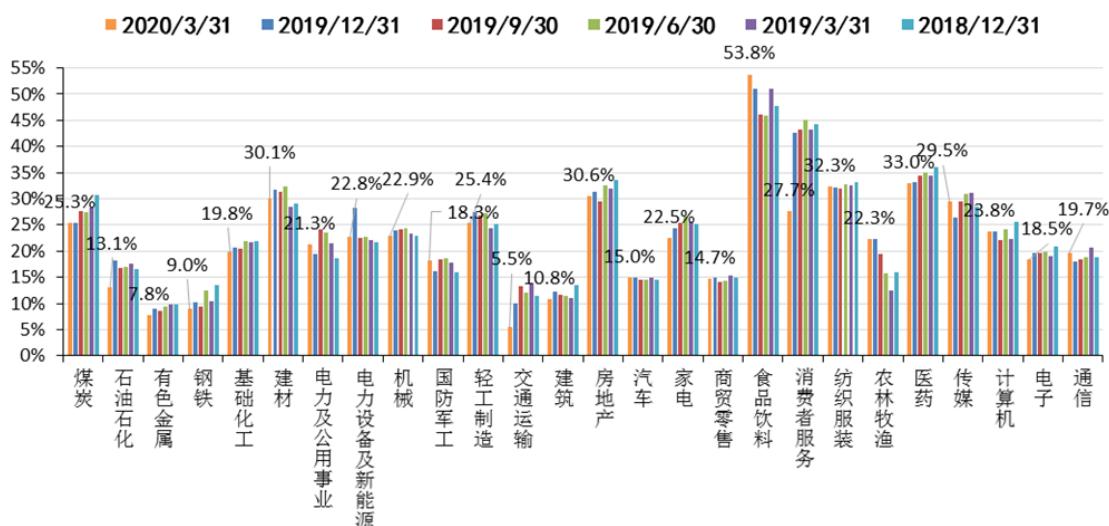
公司	产品
万润股份	OLED 中间体和粗单体
西安瑞联（瑞联新材）	OLED 中间体和粗单体
强力新材（强力显镭）	建设部分空穴材料、发光层、传输层材料产能
濮阳惠成	芴类衍生物 OLED 中间体
吉林奥莱德	OLED 中间体和单体
北京阿格丽雅	OLED 中间体
资料来源：各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理	

有望先行复苏的景气方向，首推家电家居、消费建材等链条行业，逐步关注地产及汽车

- 盈利能力和外资显示消费仍有较多细分景气行业

**盈利能力表现稳健。**分行业来看，在 2020Q1，以食品饮料、医药、纺织服装等为代表的日常消费板块的多个行业的单季度毛利率都较上一季度有所回升。

图表 48：A 股企业分行业单季度毛利率变化

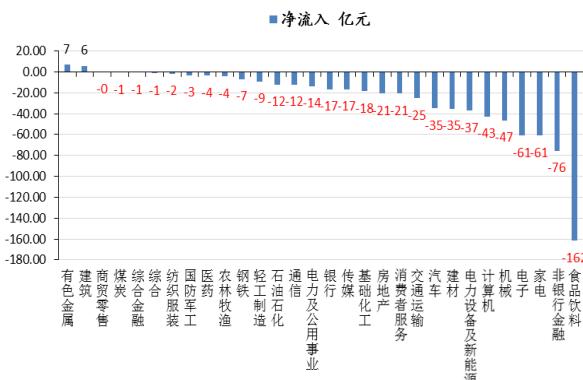


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院有色组整理

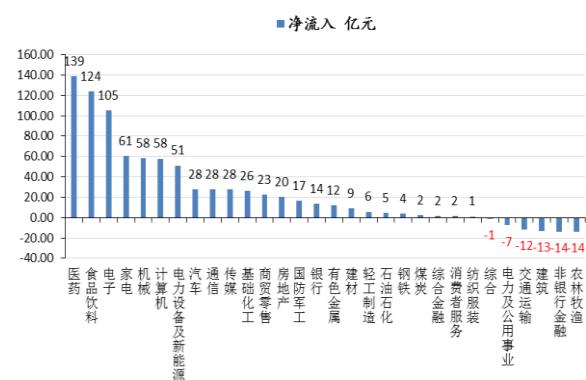
**外资流出变为流入。**3 月份，受市场大幅波动影响，食品饮料、非银、家电、电子、机械等行业经历了较大的外资净流出，净流出前 5 的行业累计净流出达 405

亿元。但是随着4-5市场逐渐企稳回升，医药、食品饮料、电子、家电、机械等核心资产基准的行业再次迎来资金大规模流入，累计净流入达486亿。

图表 49：2月28日至3月24日陆股通净流入规模的行业分布



图表 50：3月24日至5月21日陆股通净流入规模的行业分布



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

首推量价齐升、3年周期拐点有望出现的家电，确定性高而关注度低；以及竣工提升叠加龙头企业规模效应显现的家居、消费建材等。此外，关注房地产和汽车行业可能出现的底部反转机会，两者作为促内需、保底线的重点，房地产关系着地方财力恢复，汽车是消费抓手，市场预期差大。

### ● 家电：量价齐升可期，3年周期拐点将至

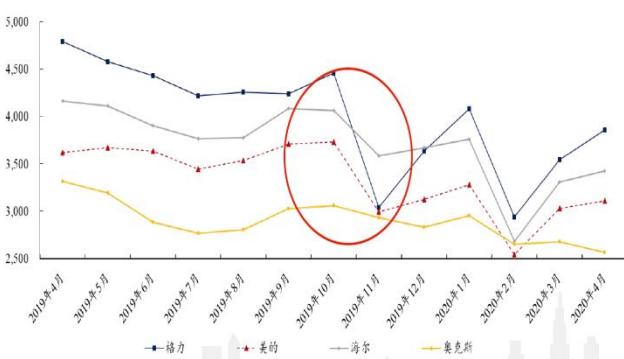
地产新增的交房回暖，叠加疫情压制的需求有望在下半年释放。2019年Q4期房竣工数据开始回暖，同比增速持续扭负为正。竣工传导至空调安装需要半年时间，19Q4竣工开始回暖，正常会在20Q2空调安装回暖。考虑疫情影响，需求有望增长更多。

价格战结束，近期开始恢复涨价。格力从19Q4开始降价，均价短期压到美的价格带，市占率迅速提升。一级市场来看，降价趋势在20年2月触底，3月、4月逆转提价，价格在2500以上的中高端产品占比恢复性提升。

图表 51：地产交房面积增速



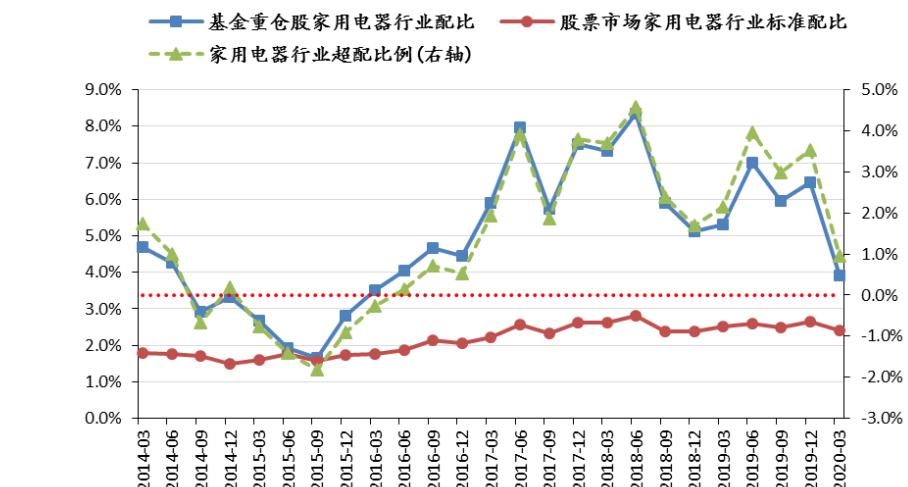
图表 52：空调销售均价（元/台）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

基金配比已经回落至较低水平。2020Q1 主动股票型基金的家电行业超配比例为 0.95%，是 16 年下半年向上周期启动前的低位。

图表 53：家电行业基金配比



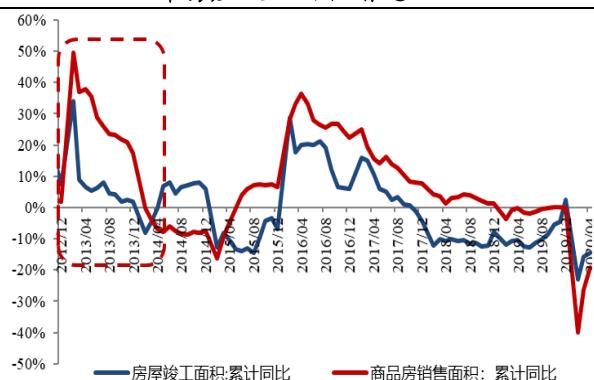
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 家居及消费建材：龙头企业受益于规模效应，显现出抗周期性

竣工下半年或迎可观增长。17 年 03 月开始，商品房销售面积增速与竣工面积增速开始形成背离，到 18 年逐步扩大，今年以来政策调控力度有所缓和，市场流动性转好，房地产投资加速，房屋竣工面积增速或探底回升，减少背离程度。

精装修比例持续提升。近年来，国家以及地方政府加速推动全装修房的交付政策落地。截止 19 年底，精装修商品住宅开盘量同比增速达到 34.39%，全国精装房比例达到 32.80%，预计到 2020 年将超 40%。

图表 54：2014 年房屋竣工面积增速回正



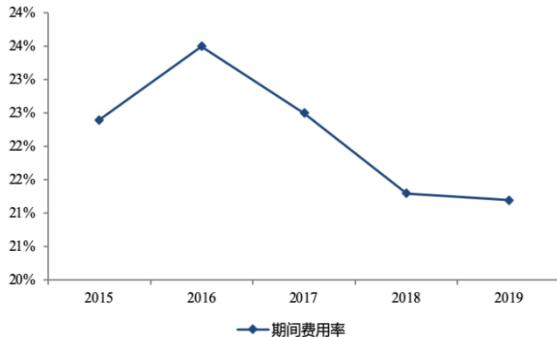
图表 55：中国精装修商品住宅新开盘情况



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**龙头规模效应逐步凸显。**随着龙头企业的市场份额逐步提高，各企业生产经营方面的规模效应也逐步凸显，在企业的费用率，以及生产成本等方面的下降尤为显著。

图表 56: 伟星新材期间费用率 (%)



图表 57: 科顺股份期间费用率 (%)

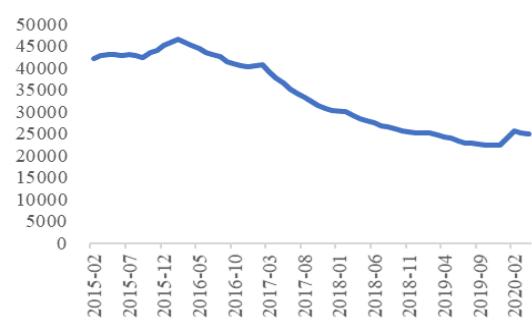


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 地产和汽车: 可能出现的底部反转机会

**地产:** 库存小幅抬升，但仍处于低位。截至 2020 年 4 月，商品住宅待售面积较年初提升 10.3%，但仍然处于低位，仅为 2016 年 2 月高点的 53%。15 个样本城市去化周期 13.4 个月，较年初提升 3.7 个月。政策定调未发生改变，仍然以一城一策为主。公共事件影响下，各地积极采取一系列措施稳定房地产市场，放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制。

图表 58: 全国商品住宅待售面积 (万方)



图表 59: 各地出台政策稳定房地产市场

政策内容	涉及省份/城市
人才新政	青岛、苏州相城区
购房补贴	衡阳、钦州、中山
提高公积金贷款额度	钦州、东莞
可申请贷款展期	无锡、福州、河南
商品房预售资金监管	浙江、无锡、衡阳、厦门、济南、沈阳
预售条件调整	无锡、衡阳、苏州、厦门、福州、佛山市三水区、济南、河南
延期或分期缴付土地出让金	西安、南京、天津、上海、南昌、浙江、无锡、福州、承德、嘉兴、济南、沈阳、佛山市三水区、湖州南浔区、苏州、海口、广西、合肥、河南、河南新乡、钦州
降低土地保证金比例	西安、南昌、承德、河南、河南新乡、钦州

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**乘用车:** 地方政策刺激总量不悲观，结构分化强者更强。我们估算已经出台政策地方将拉动乘用车销售 85 万辆，叠加潜在可能出台刺激政策的地方，全年有望拉动乘用车销售 117 万辆，占 2019 年乘用车销量 5.1%。

**重卡：基建投资+国三淘汰，2020年景气持续，总量110-190万之间。**2020年重卡销量支撑因素包括：（1）“蓝天保卫战”行动计划对部分重点地区国三及以下排放标准重卡的淘汰。20年作为“蓝天保卫战”政策的最后一年，报废量有望超过整体报废量的50%。（2）基建投资加速带来的工程重卡新增需求释放。根据兴业证券建筑团队的估计，2020年基建投资增速预计回到7-10%的增长区间，将拉动工程重卡保有量提升。

图表 60：乘用车政策刺激弹性测算（单位：万辆，%） 图表 61：拉动工程重卡新增需求测算（单位：万辆，万亿，%）

	预计增加销量	提振销量
<b>目前已明确刺激</b>		
限购城市	34.1	1.5%
补贴城市	50.9	2.2%
<b>已明确合计</b>	<b>85.0</b>	<b>3.7%</b>
潜在限购城市放开	4.0	0.2%
北京郊区牌照	13.0	0.6%
潜在非限购城市刺激	14.8	0.7%
<b>潜在合计</b>	<b>31.8</b>	<b>1.4%</b>
<b>总计</b>	<b>116.8</b>	<b>5.1%</b>

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
工程车保有量	228.3	214.3	205.2	200.1	193.0	198.4
工程重卡保有量yoy	-6.13%	-4.27%	-2.46%	-3.55%	2.77%	
工程重卡新增需求	-14.0	-9.2	-5.0	-7.1	5.4	
房地产投资(万亿)	9.6	10.3	11.0	12.0	13.2	13.6
房地产投资yoy	6.88%	7.04%	9.53%	9.92%	3%	
基建投资(万亿)	13.1	15.2	17.3	17.6	18.2	20.0
基建投资yoy	15.80%	13.86%	1.79%	3.33%	10%	
房地产+基建投资(万亿)	22.7	25.5	28.3	29.6	31.4	33.6
工程保有量/(地产+基建投资)	10.0	8.4	7.3	6.8	6.1	5.9
上述比值yoy	-16.21%	-13.84%	-6.92%	-9.01%	-4%	

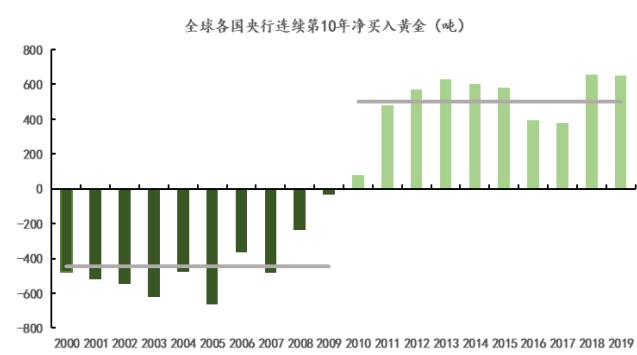
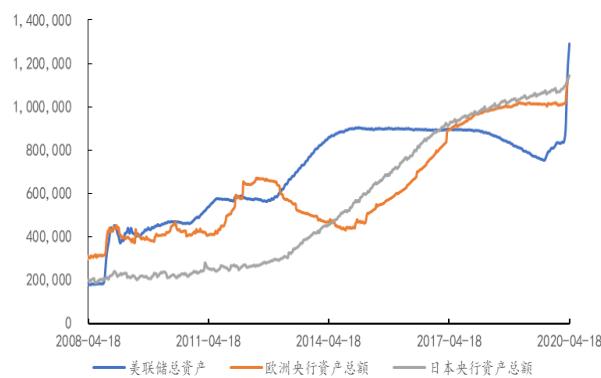
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院汽车组整理

### 受益于全球流动性大放松、货币体系重建“估值锚”的黄金

实际利率下行推升金价持续上涨。全球“火箭式”流动性释放导致名义利率持续下行，油价处于中长周期确定性底部区域，未来货币+财政政策有望带动通胀预期边际改善，实际利率或将确定性下，进而推升金价。

央行黄金储备流入情况与央行资产结构占比方面均发生改变，央行购金行为或成为金价上涨的风向标。截止2019年底，全球央行已经连续11年呈净买入黄金状态，黄金储备达到3.47万吨，并且近两年有加速买入迹象。

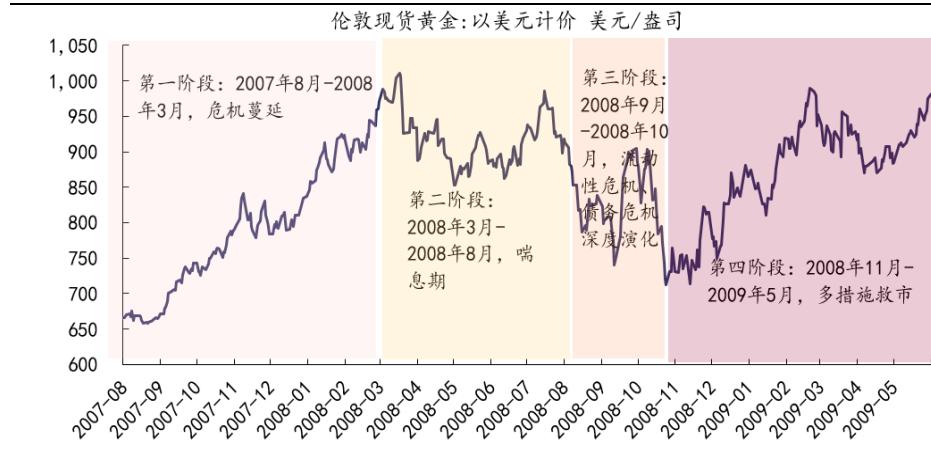
图表 62：疫情导致的流动性紧张，各国央行纷纷加码 图表 63：全球各国央行已连续10年净买入黄金（吨）宽松（单位：亿元）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

以史为鉴，流动性危机解除是投资贵金属最佳时间点。历史来看，流动性危机告一段落的契机在于全球政府的逆周期调控，包括货币和财政，在此过程中的体现就是大规模货币和财政刺激。但此时基本上风险资产继续抛售，但是避险资产开始企稳回升，黄金、白银为代表的贵金属表现良好。流动性危机解除是投资贵金属最佳时间点。

**图表 64：2008 年金融危机各个时期黄金表现**



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 主题投资：关注国产替代、5G 以及军工

### 国产替代：美国对华为限制升级，国产化迫在眉睫

**美国对华为限制政策进一步升级。**2020年5月15日，美国商务部发布公告称：华为及列入实体名单中的机构只要使用美国软件和技术生产直接产品，就需向美国申请许可证；在美国境外为华为生产芯片的晶圆厂商，只要使用了美国半导体生产设备，也需要向美国申请许可证。从限制芯片供应到限制华为的代工供应商，美国对华为的限制政策进一步升级。

**短期内，华为积极备货，为供应链上的企业注入业绩确定性。**为缓解管制方案对晶圆代工厂的冲击，方案为华为设置了120天的缓冲期。在短期内，华为将积极备货，提前下订单并尽可能补充库存。据台湾经济日报报道，华为已向台积电施加7亿美元（约合49.7亿人民币）订单。除台积电外，华为相关供应链企业也将有望获得订单，提前为业绩注入确定性。

**中长期内，国产替代将成为国家主攻方向。**近日国家大基金等机构对中芯南方进行约65亿美元的注资，体现了对国产替代的政策扶持。当前半导体材料与设备国产化平均不足20%，作为国家科技发展的命脉，行业将成为政策扶持的重要领域。建议关注北方华创、安集科技等。

图表 65: 当前半导体设备国产化率

设备	国产化率	国内主要供应商
单晶炉	<20%	晶盛机电、华盛天龙、北方华创
光刻机	<10%	上海微电子、中电科 45 所、沈阳芯源
刻蚀机	<5%	中微半导体、北方华创
离子注入设备	<10%	中电科 48 所、中科信
CVD/PVD	10%-15%	北方华创、中电科 45 所
氧化扩散设备	<10%	上海微电子、北方华创、中电科 48 所
键合机	<20%	上海微电子、中电科 45 所
划片机	<20%	中电科 45 所、大族激光
减薄机	<20%	中电科 45 所、方达研磨
检测设备	<20%	上海微电子、长川科技、华峰测控
分选机	<20%	中电科 45 所、长川科技、长海中艺
探针台	<20%	中电科 45 所、长川科技

图表 66: 当前半导体材料国产化率

材料	用途	国产化情况
硅晶片	生产半导体的基础原料	少量 8 寸, 12 寸依赖进口
光刻胶	用于显影、刻蚀等工艺	国产化率低于 20%
电子气体&MO源	用于薄膜、刻蚀、掺杂、气相沉积、扩散等工艺	国产化率低于 20%
CMP抛光液	硅片抛光	国产化率低于 10%
CMP抛光垫	硅片抛光	国产化率低于 5%
超纯试剂	芯片清洗与刻蚀	国产化率 30%
溅射靶材	半导体溅射	主要依赖进口

数据来源：中国产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

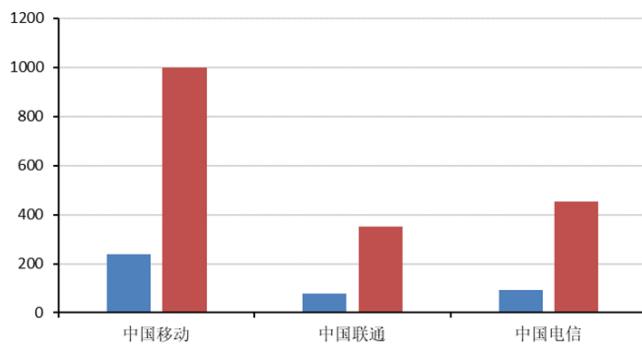
### 5G：大规模落地，2020 年底前有望覆盖所有地级市

**政策持续加码，5G 基建下半年将大规模落地。**2020 年以来，中共中央政治局、工信部的工作会议多次强调应加快推进 5G 发展，而《2020 年政府工作报告》强调要拓展 5G 应用，政策为 5G 建设接连注入确定性。虽然一季度疫情带来 5G 投资暂时的延迟，但 2020 年下半年有望持续进行大规模的 5G 基建，5G 产业链将保持高景气度。

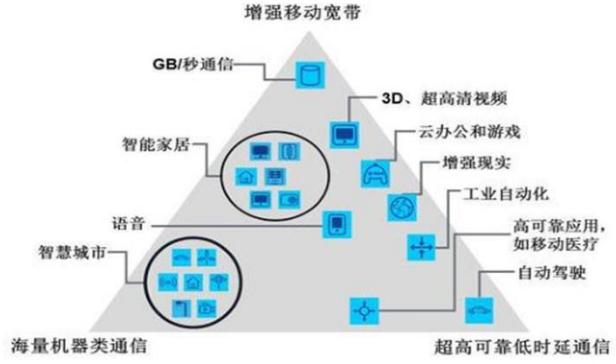
**2020 年底前 5G 有望覆盖所有地级市。**根据近日举办的世界电信和信息社会日大会数据，我国已开通 5G 基站超过 20 万个。工信部副部长表示，要力争今年年底实现全国所有地级市覆盖 5G 网络。此外，广电也表示要在 2021 年基本实现广电 5G 的全国覆盖，并与中国移动共建共享 5G 网络，为 5G 产业增长注入新动力。建议关注汇顶科技、立讯精密、生益科技等。

图表 67: 2020 三大运营商 5G 相关资本开支大幅增长

■ 5G 基建 2019 资本支出（亿元） ■ 5G 基建 2020 资本支出（亿元）



图表 68: 5G 丰富的应用场景



数据来源：新华网，中国信通院，兴业证券经济与金融研究院整理

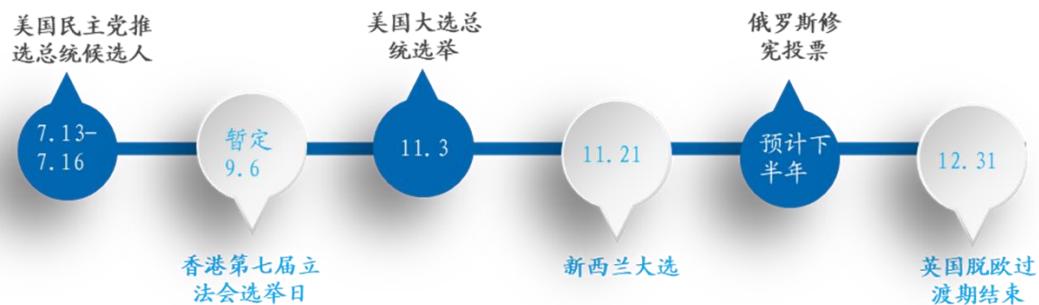
### 军工：地缘政治风险事件催化不断

下半年将进入全球大选季，地缘政治的不确定性催化军工板块行情。美国、新西

兰等地将在下半年接连开展大选，俄罗斯修宪、台湾对大陆政策、香港议会选举等政治事件也将持续发酵。此外，美国对华为的禁令许可证也将在三季度到期。

**2020年是北斗全球系统建设的收官之年，下半年还将开展多项重大航天工程。**西昌卫星发射中心将在6月份发射最后一颗北斗组网卫星，完成北斗三号系统的建设工作，并宣告北斗全球系统建设圆满收官。另外，长征五号B运载火箭将开展多项航天重大工程，包括发射我国首个火星探测器，发起火星探测任务；择机发射嫦娥五号月球探测器，实现月面无人采样返回，完成探月工程三步走的总体规划目标。建议关注中航高科、中航沈飞、航天电器等。

图表 69: 2020 下半年主要的地缘政治事件



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

## 附录：重大事件表

图表 70：重大事件表

时间	事件	相关板块
预计6月	最后一颗北斗组网卫星将择机发射，北斗系统部署将圆满完成 苹果WWDC发布新品	军工 消费电子
2020.6.9-6.10	美联储议息会议	——
2020.6.10	G7峰会	——
2020.6.15-6.24	中国进出口商品交易会	消费升级
2020.7.13-7.16	美国民主党推选总统竞选人	地缘政治/军工
2020.7.17	NASA发射火星2020探测车	军工
2020.7.21-2020.7.23	上海合作组织峰会和金砖国家峰会	——
2020.7.23	科创板开市一周年	券商/大创新
2020.7.13-7.16	美国民主党推选总统竞选人	地缘政治/军工
2020.7.28-29	美联储议息会议	——
2020.8.14	对华为及其在“实体清单”上的关联公司的临时通用许可证（TGL）到期日	国产替代
2020.9	苹果新品发布会	5G、TMT、移动通信
暂定9月6日	香港第七届立法会选举日	地缘政治/军工
2020.9.15-9.16	美联储议息会议	——
2020.9.15左右	华为上游供应商申请美国许可证120天缓冲期到期	国产替代
预计三季度	创业板试点注册制首批公司	券商/大创新
2020.10.20	迪拜世界博览会开幕	——
2020.11.1	第七次人口普查	——
2020.11.3	美国大选总统选举	地缘政治/军工
2020.11.9-11.19	联合国气候峰会	环保
2020.11.21	新西兰大选	地缘政治/军工
2020.11.4-11.5	美联储议息会议	——
2020.11.21-11.22	G20峰会	——
2020.12.1	证券公司外资股比例限制取消	外资
2020.12.31	英国脱欧过渡期结束	——
预计下半年	发射我国首个火星探测器；年底前还将发射嫦娥五号月球探测器，计划对月球表面采样后返回	航天军工
	俄罗斯修宪投票	地缘政治/军工
	国企改革三年行动方案发布	国企改革
	京沈高速铁路、京雄城际铁路将开通	京津冀

数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

**风险提示：**无风险利率上行、宏观经济大幅波动、产业政策风险、市场波动超预期，全球资本回流美国超预期、中美博弈超预期、通胀超预期、金融监管政策超预期收紧等

**无风险利率上行、宏观经济大幅波动、产业政策风险、市场波动超预期，全球资本回流美国超预期、中美博弈超预期、通胀超预期、金融监管政策超预期收紧等**

## 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受到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告期内投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn