

## 相关研究

《本轮科技周期到了哪步了？》

2020.02.18

《大浪潮：居民从购房到配股》

2020.02.17

《我们终将俯瞰现在——再论当前中国类似 1980 年代美国》 2019.12.17

《“牛”转乾坤——2020 年 A 股投资策略》  
2019.11.17

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@htsec.com

证书:S0850511040006

分析师:李影

Tel:(021)23154117

Email:ly11082@htsec.com

证书:S0850517090005

分析师:姚佩

Tel:(021)23154184

Email:yp11059@htsec.com

证书:S0850518080004

联系人:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zzx12149@htsec.com

联系人:王一潇

Tel:(021)23219400

Email:wyx12372@htsec.com

联系人:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wxx12750@htsec.com

## 牛市扩散——2020 年中期 A 股投资策略

## 投资要点:

- **核心结论:** ①今年上半年疫情全球蔓延背景下 A 股韧性很强,源于宏观流动性充裕,19/1 开始的牛市格局未变。②下半年企业利润同比将回升至两位数,牛市进入盈利估值双轮驱动,市场望向上突破,创本轮牛市新高。③市场将从局部机会扩散到轮涨,科技+券商主线再发力,低估低配行业阶段性补涨,如银行地产及周期。
- **牛市中,焦点是盈利。**今年上半年,全球各主要股指受疫情影响均出现过大跌,但 A 股相比之下更有韧性,股市上半年上涨时间与下跌时间之比为 8:2,是牛市的特征之一。A 股的韧性来源于宏观政策面宽松+微观资金面充裕,我们测算上半年股市资金净流入超 7000 亿,超过去年全年。展望下半年,货币政策宽松格局不变,居民资产配置将进一步偏向股市,因此下半年流动性继续宽裕。年度视角看,上证综指今年振幅较历史偏低,未来振幅将扩大。上证综指 2646 底是恐慌底、估值底、政策底三底叠加,较为扎实,因此今年指数向上拓宽的概率更大。牛熊视角下,当前市场处在牛市 2 浪的震荡磨底阶段,参考历史,未来市场进入牛市 3 浪需要基本面回升支持。
- **盈利从深坑回升转正。**针对这轮盈利周期,如果没有疫情,19 年 3 季度末 4 季度初进入补库存周期,宏观基本面数据见底回升。但是,疫情冲击使得基本面形态由 19Q3-Q4 的圆弧底变成了 20Q1 再砸深坑。20Q1 受疫情影响,全部 A 股归母净利润同比增速为-24%,往后看预计 Q2/Q3/Q4 三个季度单季同比增速分别为-3%、13%、20%,我们对基本面的判断是 Q3 基本面将迎来明显回升,预计全年 A 股净利同比为 0~5%。结构上看,疫情加速产业结构升级和行业集中度提升,A 股 ROE 回升有望更明显。截止 2020 年 3 月,A 股上市公司有 3807 家,海外中资股有 338 家,而我国实有企业总量 3905 万户,对比来看上市公司基本属万里挑一,随着后疫情时代各行业集中度逐步提升,优质的上市公司更有望受益,上市公司业绩数据也表明龙头公司业绩更优。
- **局部机会扩散到轮涨。**2020 年上半年行业分化明显,从自然年度视角,今年上半年离散度为 7.9,高于 2005-2019 年均值 6.8,从牛熊视角,19 年 1 月至今行业间离散度 2.83,高于此前三轮牛市 1.33、1.49、1.36。观察历史可发现,震荡市分化最明显,牛市期间行业离散度较小。本轮牛市至今行业分化已明显超越历史,未来行业上涨扩散,差距将缩小。综合来看,医药和食品饮料行业虽具备长期投资价值,但短期处高涨幅、高估值、高配置,性价比不高。今年 3 月后由于全球疫情形势严峻,投资者对疫情冲击下的基本面预期并不明朗,资金青睐确定性较高的板块。下半年,当基本面回升至正常水平后,市场交易的逻辑将从偏防守的确定性逻辑转向偏进攻的成长性逻辑,Q3 应重点关注科技+券商。根据历史经验,牛市期间会出现主导产业,盈利是其决定变量,但在主线上涨过程中,也会出现其他行业的阶段性轮涨行情。今年上半年分化更明显。展望下半年,银行地产、采掘钢铁等低估低配行业有轮涨机会,需要一些催化剂。三季度基本面数据有望回升至疫情前的正常水平,一旦得到确认,即是银行地产估值修复的催化剂。采掘钢铁等周期行业国企占比较高,因此主要看国企改革。
- **风险提示:** 向上超预期:国内改革大力推进,向下超预期:中美关系或疫情恶化。

## 目 录

---

1. 牛市中，焦点是盈利 .....	6
2. 盈利从深坑回升转正 .....	9
3. 局部机会扩散到轮涨 .....	13

## 图目录

图 1	相比其他市场，A 股更有韧性.....	6
图 2	今年市场特征是急跌慢涨.....	6
图 3	20 年上半年政策面宽松.....	7
图 4	20 年上半年股市微观资金面充裕.....	7
图 5	2010 年 1 月货币政策开始收紧.....	7
图 6	2010 年货币政策收紧源自通胀走高.....	7
图 7	相比海外，我国居民权益资产配置力度极低.....	8
图 8	今年微观资金面充裕.....	8
图 9	对比历史，今年上证指数振幅偏低.....	8
图 10	上证综指 2646 点时股债收益率比价处于历史 100%分位.....	8
图 11	历史上每轮牛市进入 3 浪都对应着盈利向上.....	9
图 12	全部 A 股归母净利润累计同比.....	9
图 13	企业盈利与库存周期对应.....	9
图 14	中国政府赤字率情况.....	10
图 15	地方政府专项债发行情况.....	10
图 16	2011 年以来各月工业企业利润占全年比重均值.....	11
图 17	历年一季度归母净利润和 GDP 占全年比重.....	11
图 18	我国第三产业占 GDP 比重逐步提升.....	13
图 19	我国消费占 GDP 比重逐步提升.....	13
图 20	近年来中国部分行业集中度快速上升（截至 19/12/31）.....	13
图 21	今年我国破产清算案件数大增.....	13
图 22	A 股 ROE（TTM）变动趋势.....	13
图 23	2019 中国居民收入结构.....	13
图 24	历年行业分化情况.....	14
图 25	上半年行业分化明显.....	14
图 26	2020 年上半年涨幅前三行业基金持仓数据（%）.....	14
图 27	2020 年上半年涨幅前三行业交易占比数据.....	14
图 28	基金重仓股中 TMT 行业市值占比.....	17
图 29	新能源汽车销量情况.....	17
图 30	12-15 年行业热度由电子向计算机、传媒扩散.....	17

图 31	19Q3 电子扣非后归母净利累计同比开始转正回升 .....	17
图 32	中美券商 ROE 对比 .....	18
图 33	券商估值处于历史低位 .....	18
图 34	07/1-07/6 出现小盘股行情 .....	18
图 35	14/10-14/12 月上证 50 补涨 .....	18
图 36	银行 PB (LF, 倍) 与基金仓位 .....	19
图 37	地产 PB (LF, 倍) 与基金仓位 .....	19
图 38	各行业 PB-ROE 匹配情况 .....	19

## 表目录

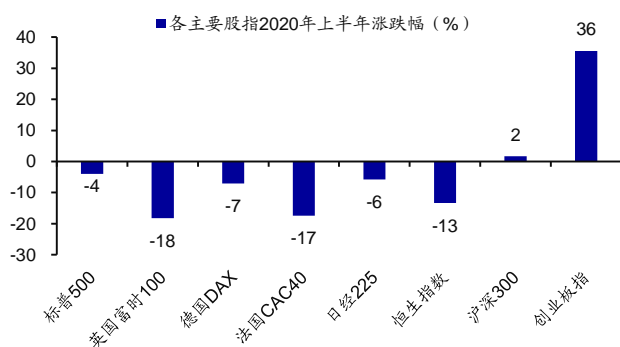
表 1	历史上, 各类周期平均持续时间和高低点位置 .....	10
表 2	分板块测算 2020 年归母净利润同比的情况 .....	11
表 3	各行业归母净利累计同比走势变化 .....	12
表 4	分年度分行业涨跌幅统计 (%, 截至 2020/06/30) .....	15
表 5	05 年来三轮牛市行业涨跌幅统计 (%, 截至 2020/06/30) .....	16
表 6	“新基建”建设内容与目标 .....	17

在今年上半年疫情爆发背景下，A股宽基指数震荡走平，表现出较强韧性，市场上涨时间:下跌时间为8:2，这说明今年上半年是牛市中的震荡蓄势，即我们一直强调的19/1/4开启的牛市趋势未变，疫情只是影响了牛市的节奏。展望下半年，A股基本面逐步改善，市场将向上突破，牛市从结构性机会扩散到轮涨。

## 1. 牛市中，焦点是盈利

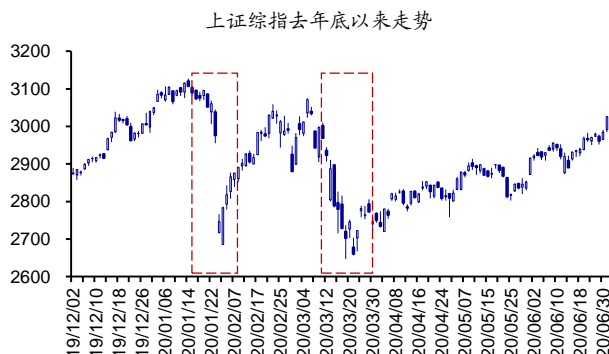
**回顾：上半年 A 股有韧性，牛市格局未变。**今年上半年，全球各主要股指受疫情影响均出现过大跌，截止 6 月 30 日，2020 年上半年标普 500 指数累计下跌 4%，英国富时 100 指数下跌 18%，德国 DAX 指数下跌 7%，法国 CAC40 指数下跌 17%，日经 225 指数跌 6%，恒生指数跌 13%。相比之下，A 股虽然在 2 月和 3 月也因疫情蔓延出现过急跌，但是上半年整体平稳，沪深 300 指数上半年微涨 2%，创业板指则大涨 36%。分析 A 股上半年下跌和上涨的时间，以上证综指刻画，市场下跌期间包括两段：2020/1/14-2020/2/4（3127 点-2685 点）和 2020/3/5-2020/3/19（3074 点-2646 点），合计 21 个交易日。而上半年 117 个交易日中其余 96 个交易日市场均处于震荡上行中，市场上涨时间与下跌时间之比为 8:2，即急跌慢涨，这是牛市的特征之一，即我们一直强调的 19/1/4 开启的牛市趋势未变，疫情只是影响了牛市的节奏。整体看，上半年 A 股的韧性来源于上半年宏观流动性宽松：宏观流动性方面，今年为支持疫情下的实体经济发展，守住经济基本盘，货币政策非常宽松，短期资金利率 R007 从年初最高的 3.56% 下降至 5 月最低的 1.26%，长端十年期国债利率则从最高的 3.1% 最低下降到 2.5%；微观流动性方面，根据我们在《增量资金望过万亿——2020 年股市资金供求分析-20191125》中的测算方法，我们对上半年的股市资金面进行了分析，在仅考虑高频可跟踪的散户、公募、杠杆资金、外资、险资以及 IPO、产业资本的口径下，上半年有超过 7000 亿资金入市，月均接近 1200 亿元，符合历史上牛市中资金面的特征。其中最大的流入项是散户和公募，散户 20Q1 净流入 2700 亿元，上半年我们估算为 3500 亿元；公募今年发行量巨大，偏股型基金上半年发行 7100 亿份（月均近 1200 亿份），和去年比，19 年全年才 4700 亿份（月均约 400 亿份），和债市比，今年以来债券型基金已发行 2400 亿份（月均 400 亿份），19 年债基金全年发行 9400 亿份，月均约 780 亿份。

图1 相比其他市场，A股更有韧性



资料来源：Wind，海通证券研究所

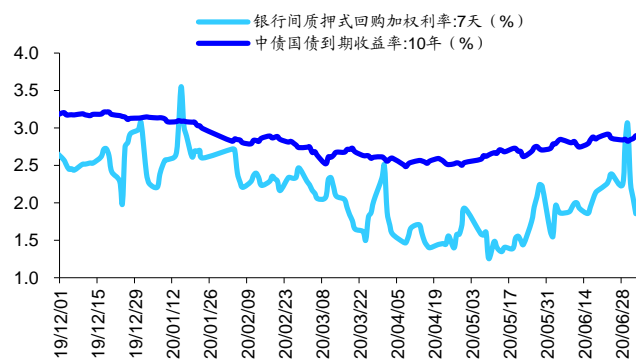
图2 今年市场特征是急跌慢涨



资料来源：Wind，海通证券研究所

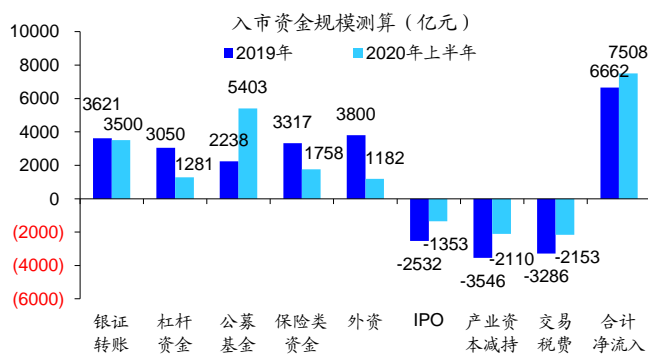


图3 20年上半年政策面宽松



资料来源: Wind, 海通证券研究所

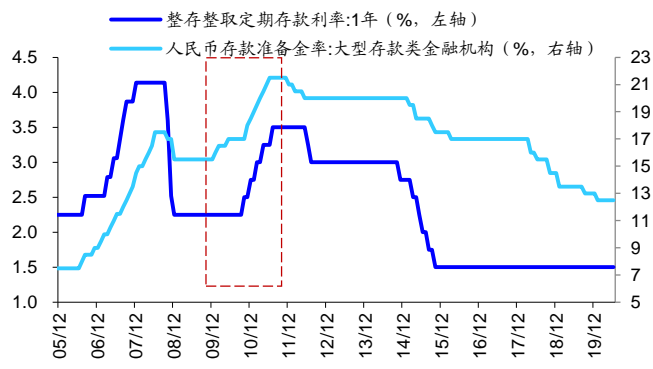
图4 20年上半年股市微观资金面充裕



资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

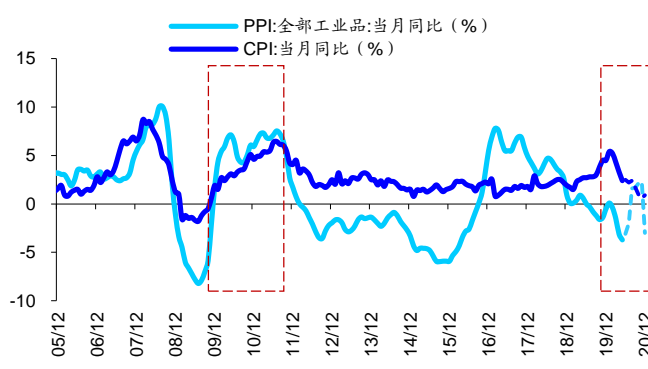
下半年流动性充裕格局不变，大类资产继续偏向股市。宏观流动性方面，近期投资者开始担忧货币政策会边际收紧，R007与十年期国债收益率也从五月开始走高。但是我们认为，现在开始担忧货币政策收紧为时过早。参考08-09年历史，08年金融危机后央行从9月开始降准降息，并于11月推出“四万亿”政策，之后一直到10年的1月宽松政策才开始收紧，央行在1月提高存款准备金率，并在当年10月开始加息。背后的原因是实体经济在“四万亿”的支持下，从复苏走向过热，PPI当月同比增速从09年7月最低的-8%一路上升至10年1月的4.3%、10月的5.0%，最高到11年7月的7.5%，CPI则从09年7月最低的-1.8%上升至10年1月的1.5%、10月的4.4%，最高到11年7月的6.5%。从08年11月开始算，货币政策保持宽松持续了一年多。今年的宽松政策从2月开始，至今只持续了四个月，前五个月工业增加值累计同比只有-2.8%，表面经济尚未复苏到正常水平，而CPI、PPI当月同比增速分别从年初的5.4%、0.1%下降至5月的2.4%、-3.7%，Wind一致预期显示今年CPI同比增速为2.6%，PPI为-2.3%，表明今年并无通胀压力，因此站在半年视角看，下半年宏观政策宽松格局不会改变。微观流动性方面，前文提及今年以来最大的两个资金流入项是散户和公募，而公募的持有者主要也是散户，因此今年上半年居民资金在大幅入场。展望下半年，我们认为这种居民资产配置偏向股市的现象会继续。在《权益资产占比仅2%——<2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查>点评-2020510》、《大浪潮：居民从购房到配股-20200213》等多篇报告中我们分析过，美国居民资产中股票占了1/3，房子只占1/4，而我国居民资产配置中房地产占6成，股票占比只有2%。我国居民高配地产低配权益是因为过去我国处在工业化社会，房地产是产业结构中的支柱产业，地产的快速发展支持着我国经济做大做强，与此同时地产融资主要靠信贷，因此我国融资结构主要以间接为主，居民的资产配置也以固收类存款以及信贷支持的地产为主。但是往后看，未来我国将走向后工业化、信息化时代，支柱产业将是以科技和消费为代表的服务型产业，地产的重要性将趋势性下降，融资方式也将从以前的间接融资转变为以股权融资为代表的直接融资，因此居民的资产配置也将转为权益类资产，支持着股市微观资金面保持宽裕。

图5 2010年1月货币政策开始收紧



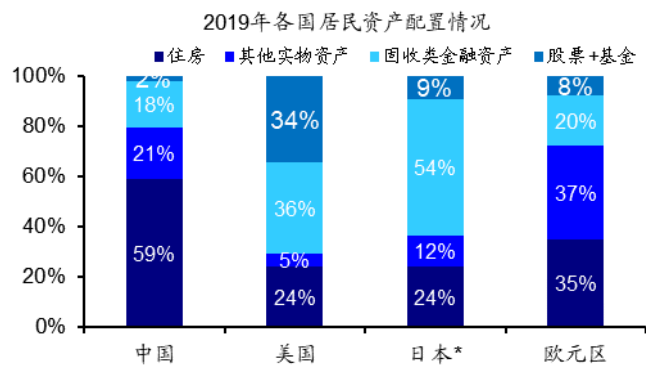
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 2010年货币政策收紧源自通胀走高



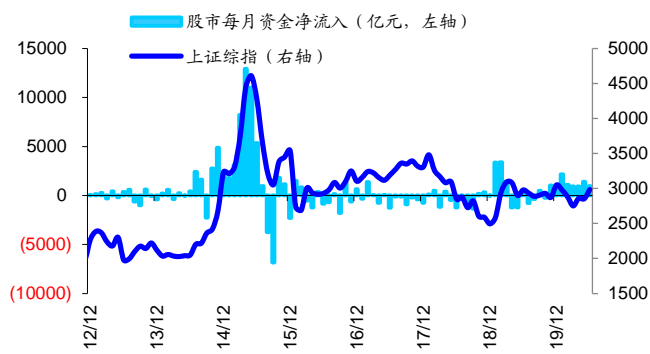
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 20年6-12月虚线值为wind一致预期

图7 相比海外，我国居民权益资产配置力度极低



资料来源：中国人民银行，wind，海通证券研究所。日本为2018年数据。

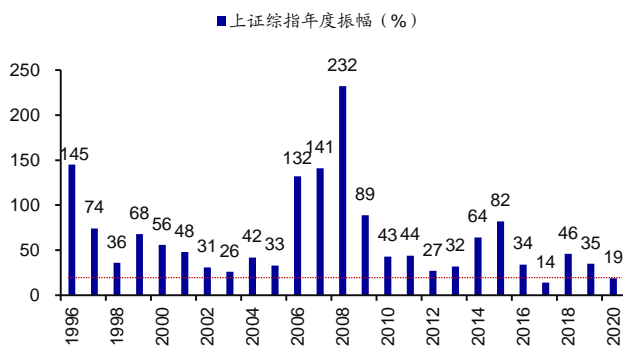
图8 今年微观资金面宽裕



资料来源：wind，海通证券研究所

**牛市下阶段的核心是盈利。**我们在《伟大是熬出来的-20200426》一文中统计过，2000年以来上证综指年度振幅除2017年以外均在25%以上，但是今年（截至2020/07/05，下同）只有19%（高点为7月3日的3153点，低点为3月19日的2646点），也就是说从年度角度看，今年指数大概率会拓宽。那么扩宽的方向更可能向下还是向上？我们认为向下可能极小，3月19日上证综指2646点是牛市2浪调整的底部区域：第一，恐慌底，当时投资者担忧08年金融危机重现，目前看全球货币政策宽松，金融危机概率很小，而且这次基本面背景跟08年不同，详见《现在与08年的异同——新冠肺炎研究系列5-20200325》。第二，估值底，2646点时全部A股PB（LF，整体法）低至1.56倍，接近历史上熊市最低点。大类资产比较角度，2646点时股债收益比（沪深300股息率/10年国债收益率）为100%分位，显示股市大幅优于债市。第三，政策底，3月19日2646点后，3月22日国新办举行一行两会一局新闻发布会，向外界传递了稳金融的信号。所以振幅向上拓宽可能更大，在下半年流动性整体保持宽裕的背景下，市场向上的幅度将取决于基本面。另外，从牛市阶段来看，我们一直指出19年1月4日上证综指2440点是新一轮牛市的起点，2440点至19年4月的3288点为牛市1浪上涨，3288点后市场进入牛市2浪回调，疫情冲击下2浪被拉长，2646点是牛市2浪底部，参考历史，市场进入牛市3浪需要基本面数据回升支持。例如05-07年牛市中3浪上涨从06/01开始，背后原因是工业增加值累计同比06/01的12.6%见底回升至2月的16.2%，随后升至07/03的18.3%，全部A股归母净利润同比增速06Q1见底于-14.0%，06Q2升至7.4%，07Q1升至80.7%；08-10年牛市中3浪从09/01开启，信号是这前后四万亿政策刺激效果显现，工业增加值累计同比从09/01的-2.9%触底回升至2月的3.8%，全部A股归母净利润累计同比增速09Q1见底于-26.2%，09Q2、09Q4先后反转至-15.0%和25.0%。12-15年牛市中，以创业板指刻画的牛市3浪上涨从13/4开始，当时创业板归母净利累计同比在12年末达到最低点-8.6%，13Q1降幅收窄至-1.3%，13Q2增速转正至1.4%，之后一路回升。

图9 对比历史，今年上证指数振幅偏低



资料来源：Wind，海通证券研究所

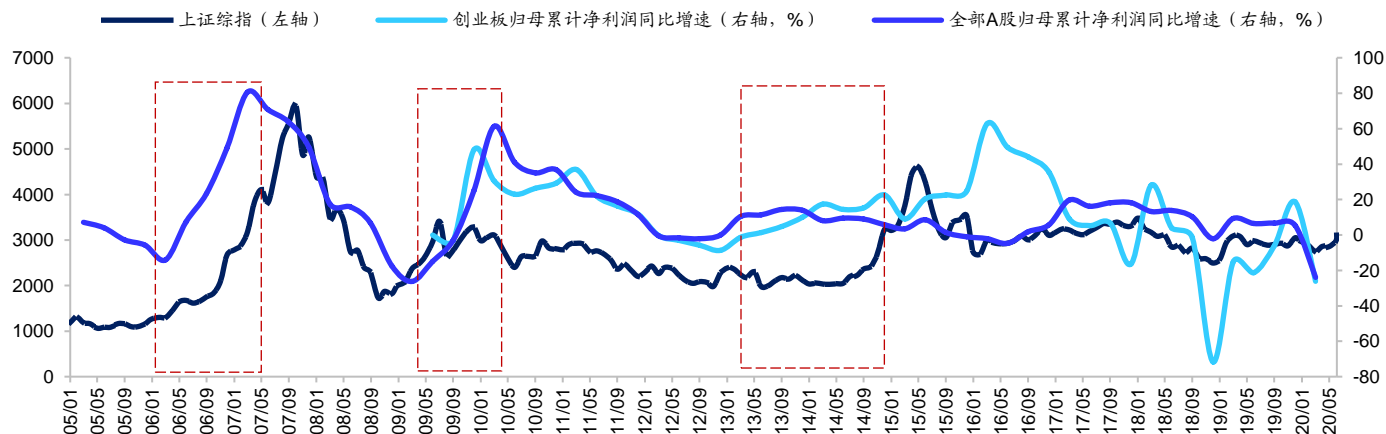
图10 上证综指2646点时股债收益率比价处于历史100%分位



资料来源：Wind，海通证券研究所



图11 历史上每轮牛市进入3浪都对应着盈利向上



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2. 盈利从深坑回升转正

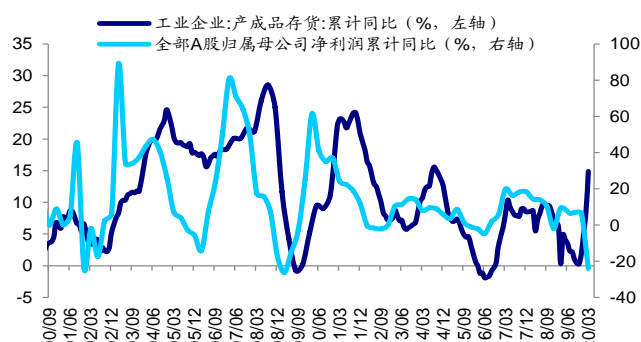
盈利周期 20Q1 被疫情砸出深坑，大规模财政赤字助推下半年盈利明显回升。针对这轮盈利周期，如果没有疫情，19 年 3 季度末 4 季度初进入补库存周期，宏观基本面数据见底回升。但是，疫情冲击使得基本面形态由 19Q3-Q4 的圆弧底变成了 20Q1 再砸深坑。疫情导致经济短期停摆，数据断崖式下跌，20Q1GDP 同比-6.8%，全部 A 股归属母公司净利同比-24%，均接近 09Q1 历史最低点。由于库存变化反映了市场需求预期和企业生产状况，和企业盈利正相关，所以通过分析库存周期的变动我们可以追踪企业盈利所处的周期区间。回顾历史，2000 年至今市场共经历了 5 轮完整的库存周期，平均一个周期历时 39 个月，本轮库存周期始于 2016 年 6 月，按照历史经验推算这轮库存周期将在 19 年 9 月见底，这也预示着 A 股盈利也将在 19 年三季度见底四季度开始回升。当时 19 年 11 月工业企业利润总额累计同比增长-2.1%，环比回升 0.8 个百分点，处于 2005 年以来从低到高 13%分位。而工业企业利润与上市公司盈利高度相关，2019 年 11-12 月工业企业利润回升逐步验证了我们当时的判断。然而，年初疫情爆发打断了盈利见底回升的节奏。由于这次盈利周期是因为特殊情况即疫情爆发被打乱，现在国内疫情已经得到控制，经济活动将逐步向正常水平靠拢，前期暂缓的生产和消费有望在下半年得到回补，基本面数据有自我回升的动力。为对冲经济下行压力，我国也积极采取了措施应对。政府工作报告虽然没提 GDP 目标，但积极财政政策力度很大。今年赤字率拟按 3.6%以上安排，赤字规模比去年增加 1 万亿元，此外，今年还将发行 1 万亿元抗疫特别国债以及 3.75 万亿地方政府专项债（较去年增加 1.6 万亿），因此整体广义赤字较去年增加了 3.6 万亿。我们预计实际上广义赤字率从去年 5%可能升至 8%。对比 09 年狭义、广义赤字率分别为 2.2%、3.1%。随着“两会”开后政策逐步落地，货币、财政政策发力后将助推基本面数据回升。在报告《如何预测跟踪盈利趋势？-20190919》中我们回顾分析过 A 股历史上盈利周期的波动，政策发力见效一般 4-10 个月，这次疫情爆发后，2 月开始货币、财政等各项政策更积极，三季度的盈利改善望更明显。

图12 全部 A 股归母净利润累计同比



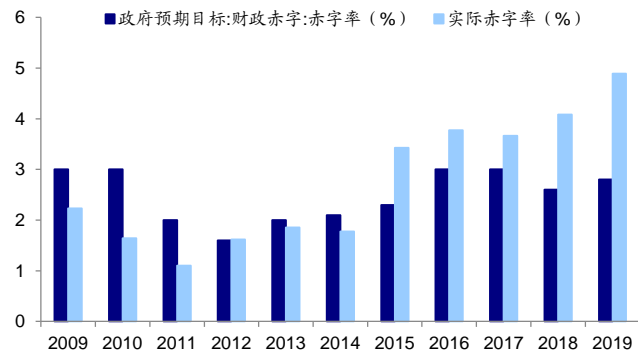
资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 企业盈利与库存周期对应



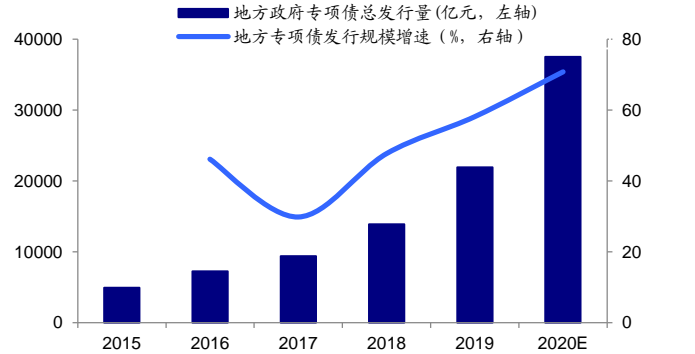
资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 中国政府赤字率情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图15 地方政府专项债发行情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

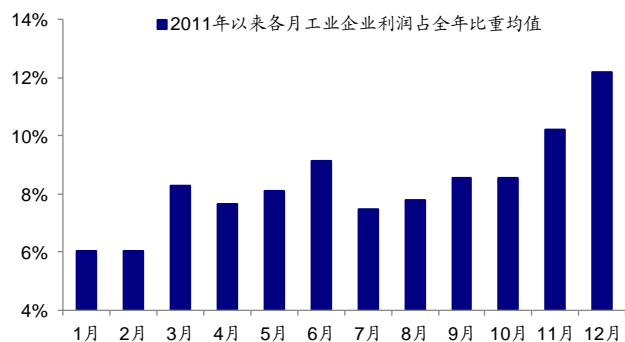
表1 历史上, 各类周期平均持续时间和高低点位置

各项周期/指标	历史平均持续时间	历史高点位置	历史低点位置	本轮周期持续时间	最新值/最低值(截至 20/07/02)
上市公司净利润累计同比	39 个月	15-20%	-5-0%	46 个月	-24.0%/-24.0%
库存周期 (工业企业产成品库存累计同比)	39 个月	10-15%	0%	46 个月	14.9%/0.3%
工业企业利润周期 (工业企业利润累计同比)	38 个月	20-40%	0%	51 个月	-36.7%/-38.3%
PPI 周期 (PPI 累计同比)	36 个月	8-10%	-6%	53 个月	-1.7%/-1.7%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

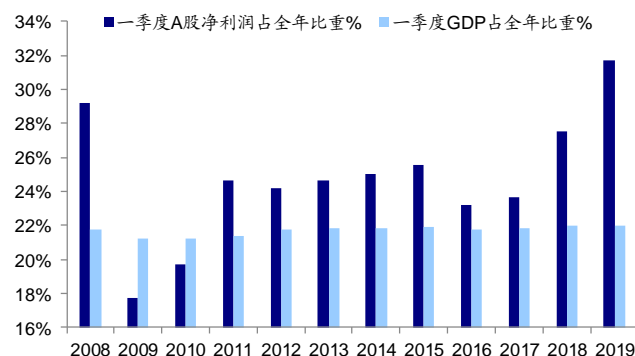
**今年盈利望回正, 基本面支撑市场创 19/1/4 来新高。**对于 2020 年 A 股净利润增速预测, 我们采取自上而下的情景分析和自下而上的行业汇总分析。情景分析的出发点是
 通过一季度 A 股净利润占比来推算全年净利润同比增速, 我们认为今年类似 09 年金融危机冲击, 一季度是全年业绩低点。回顾 09 年, 当时一季度 GDP 实现正增长, 增速为 6.4%, 而今年一季度 GDP 增速为-6.8%, 为罕见的负增长, 对应到微观上, 我们认为今年一季度净利润占比大概率将比 09 年的 18% 更低。如果今年一季度 A 股利润占全年比重为 16-17%, 对应 2020 年 A 股净利同比为-1~6%。另外, 我们汇总海通证券各行业证券分析师自下而上的预测, 推算出 2020 年全部 A 股净利同比为 2%。综上所述, 我们认为疫情对业绩冲击的至暗时刻已过去, 往后三个季度 A 股业绩逐渐回升, 2020 年 A 股净利同比有望达到 0-5%。按照 2020 年 A 股净利增速 5% 测算, 2020 年 A 股剔除金融归母净利同比为 4%, 金融为 6%, 地产为 15%, 科技为 13%, 消费为 5%, 周期为-14%, 其他为-1%, 具体行业详见表 3。分季度看, 20Q1 受疫情影响, 全部 A 股归母净利润同比增速为-24%, 预计 Q2/Q3/Q4 三个季度单季同比增速分别为-3%、13%、20%, 我们对基本面的判断是 Q3 基本面将迎来明显回升。长期来看, 市场上涨最终要靠盈利支撑, 统计 1996 年以来上证综指指数年化增速为 7.0%, EPS 为 7.8%, PE 为-0.6%, 盈利仍是驱动股价上涨的核心动力。从牛熊周期看, A 股牛市都对应一轮盈利回升期, 详见《盈利是股价之母——百年美股和卅年 A 股-20200618》。前文我们提到今年市场流动性充裕, A 股估值也处在历史低位, 所以决定未来市场走势的关键是盈利, 而我们预计三季度 A 股盈利将逐步改善, 那么 A 股市场中枢也有望抬升。2019 年上证指数均值为 2920 点, 而今年以来为 2909 点, 2019 年高点为 3288 点, 而今年以来为 3152 点, 往后看我们认为今年指数均值和高点均高于 2019 年。这是因为今年市场利率下降, 2019 年 10 年期国债到期收益率、1 年期理财预期收益率中枢为 3.18%、4.26%, 而今年以来为 2.76%、4.03%, 而且我们预计今年 A 股净利润有 0~5% 的增长, 上半年上证指数均值和高点均低于 2019 年。从牛市各个阶段分析, 我们多次指出, 牛市 3 浪上涨关键看盈利, 一旦盈利回升, 牛市 3 浪必然明显高于牛市 1 浪高点, 以上证综指刻画牛市 1 浪高点是 19 年的 3288 点, 有了盈利支撑今年下半年将过此高点。

图16 2011年以来各月工业企业利润占全年比重均值



资料来源：Wind，海通证券研究所，截止 2019 年

图17 历年一季度归母净利润和 GDP 占全年比重



资料来源：Wind，海通证券研究所

表2 分板块测算 2020 年归母净利润同比的情况

	ROE (TTM, 整体法, %)				
	2017	2018	2019	2020Q1	2020E
全部 A 股	10.3	9.3	9.1	8.3	9
	归母净利润累计同比 (%)				
	2017	2018	2019	2020Q1	2020E
全部 A 股	18.4	-1.9	6.4	-24.0	5
金融	7.2	1.7	14.7	-1.2	6
A 股剔除金融	31.8	-5.4	-2.3	-52.7	4
周期	78.1	9.6	-12.5	-61.5	-14
地产	24.7	9.8	9.0	-46.3	15
消费	15.4	-7.3	3.9	-31.3	5
科技	5.4	-62.0	-5.9	-45.5	13
其他 (交运、公用事业等)	7.9	-12.9	17.2	-81.8	-1
主板	19.8	3.0	6.6	-24.6	5
中小板	20.7	-23.9	-0.8	-17.2	10
创业板	-16.4	-69.3	23.6	-27.5	12

资料来源：Wind，海通证券研究所预测

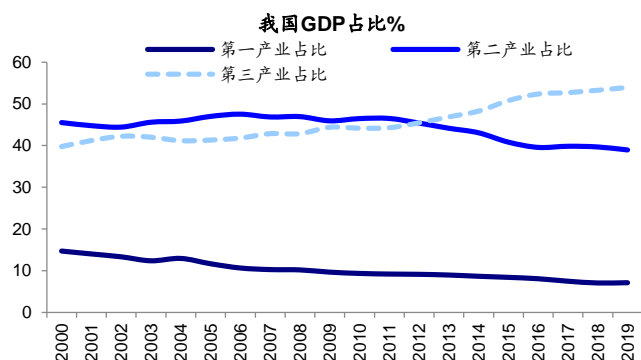
表 3 各行业归母净利累计同比走势变化

所属大类行业	中信一级行业名称	20Q1归母净利润 同比%	19年归母净利润累计同 比%	2020年分析师预测A股净利 润同比%	当前PE (TTM, 整体法, 倍, 截至20/07/02)
金融	保险 II	-26	71	4	11
金融	证券 II	-24	72	10	29
金融	银行	5	6	6	6
周期	有色金属	-53	-55	-20	333
周期	石油石化	-204	-5	-30	24
周期	煤炭	-28	-1	-20	8
周期	建筑	-27	7	0	9
周期	建材	-36	4	-2	16
周期	基础化工	-44	-84	-20	41
周期	机械	-49	67	-10	53
周期	国防军工	206	33	15	63
周期	钢铁	-45	-43	-50	13
周期	电力设备及新能源	-16	-16	15	49
地产	房地产	-46	9	15	9
消费	酒类	9	18	10	40
消费	食品	12	-1	10	56
消费	医药	-17	-9	8	75
消费	商贸零售	-76	-18	5	43
消费	轻工制造	-23	4	-10	29
消费	汽车	-83	-31	-15	42
消费	农林牧渔	575	291	40	24
消费	家电	-52	19	0	24
消费	纺织服装	-80	-22	-15	39
消费	消费者服务	-151	-8	-15	117
科技	计算机	-128	-39	10	209
科技	电子	-1	25	10	81
科技	传媒	-56	-41	12	/
科技	通信	-44	-35	30	64
其他	交通运输	-131	12	-20	31
其他	电力及公用事业	-29	12	15	23

资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

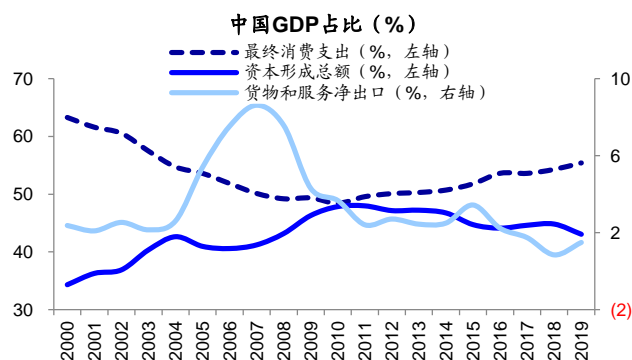
疫情加速产业结构升级和行业集中度提升, A 股 ROE 回升更明显,  $R>G$ , 股权市场更有吸引力。自 2010 年以来我国产业结构不断升级, 第三产业占 GDP 比重从 2010 年的 39.8% 升至 2019 年的 53.9%, 消费占 GDP 比重从 48.5% 升至 55.4%。同时, 自 2010 年以来我国行业集中度进入提升阶段, 以营收为统计标准, 2010 至 2019 年酒类 CR4 从 37.68% 升至 58.33%、工程机械 CR3 从 67.83% 升至 81.97%、化肥农药 CR5 从 38.96% 升至 42.27%、空调 CR3 从 57.51% 升至 81.42%、冰箱 CR3 从 46.73% 升至 55.66%, 详见《各行业头部集中加速中-20200623》。而今年初以来新冠肺炎疫情爆发, 这将使得我国产业结构将加速升级, 行业集中度将进一步提升。疫情将加速行业出清, 企业破产数量大增, 根据全国企业破产重整案件信息网统计, 今年以来破产清算案件已高达 16347 件, 而去年同期为 8288 件, 增加了 97%。可见, 在疫情冲击下中小企业处境艰难, 而龙头公司资金实力更加雄厚、经营能力更强, 从而更易度过这段艰难时期。截止 2020 年 3 月, A 股上市公司有 3807 家, 海外中资股有 338 家, 而我国实有企业总量 3905 万户, 对比来看上市公司基本属万里挑一, 随着后疫情时代各行业集中度逐步提升, 优质的上市公司更有望受益, 上市公司业绩数据也表明龙头公司业绩更优。全部 A 股 20Q1ROE (TTM, 整体法, 下同) 为 8.3%, 低于 2005 年以来的均值 11.7%, 目前处于 05 年以来 ROE 从低到高的 13% 分位。回顾本轮盈利周期见底回升时, 上市公司 ROE 望回升更快, 预计 20 年回到 9%。《权益投资将愈发重要——<21 世纪资本论> 的启示-20200702》中我们分析过, 产业结构升级将提高推升资本收益率 (R), 资本收益率 (R)>经济增长率 (G) 时, 增加财产性收入, 即股权投资非常重要, 如美国 1980-2000 年。这个趋势在中国正在发生, 并将强化, 中国居民财产性收入占比太低, 现在和未来将逐渐上升, 即前文提出的权益配置比例提高。

图18 我国第三产业占 GDP 比重逐步提升



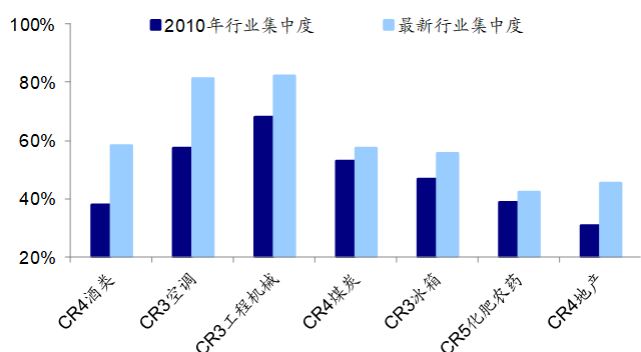
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 我国消费占 GDP 比重逐步提升



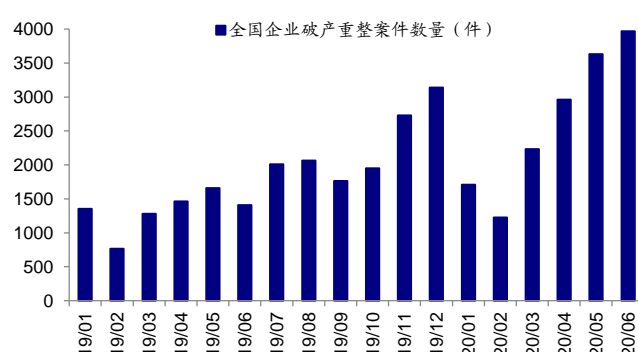
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图20 近年来中国部分行业集中度快速上升 (截至 19/12/31)



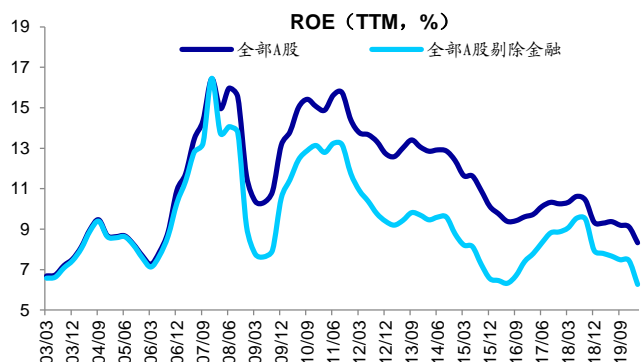
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图21 今年我国破产清算案件数大增



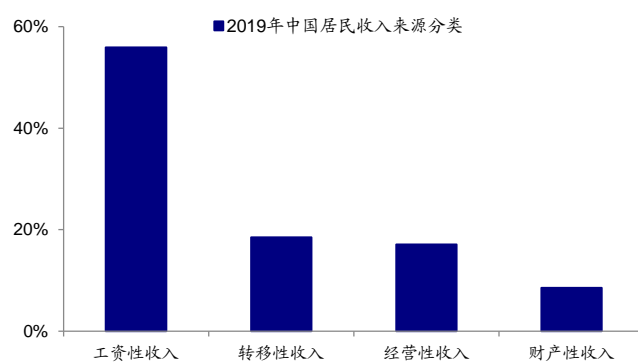
资料来源: 全国企业破产重整案件信息网, 海通证券研究所

图22 A 股 ROE (TTM) 变动趋势



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图23 2019 中国居民收入结构



资料来源: Wind, 海通证券研究所

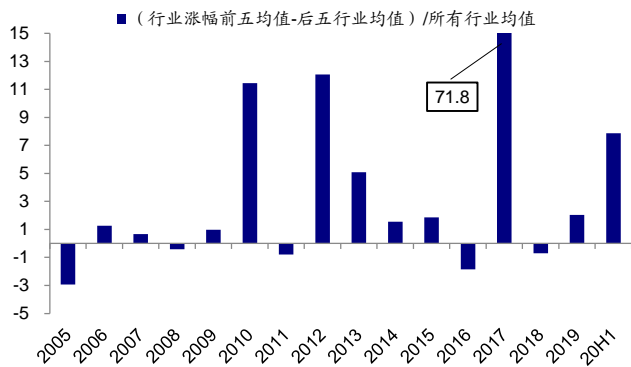
### 3. 局部机会扩散到轮涨

今年上半年局部机会，下半年将扩散轮涨。我们在《对比历史，看行业分化-20200628》中就明确提出，下半年市场结构将收敛，即通过扩散轮涨的方式，缩小差距。从自然年度视角，我们以每年（行业涨幅前五均值-后五行业均值）/所有行业涨跌幅均值作为离散度指标来分析2005年以来行业分化情况。其中，2010、2012、2017三年震荡市的行业分化最大，离散度分别为11.4、12.1、71.8；2007、2008、2018三年大牛或大熊市行业分化较小，分别为0.7、-0.4、-0.7。今年上半年离散度为7.9，高于2005-2019年均值6.8，仅半年时间行业分化程度排名已达历史第四。从牛熊视角，我们以A股最近3轮完整牛市05/6-07/10、08/10-10/10、12/12-15/6为观察区间再看行业分化，05/6-07/10牛市行业离散度为1.33、08/10-10/10为1.49、12/12-15/6为1.36。我们一直提出19年1月4日上证综指2440点开启新一轮牛市，19年1月至今行业间离散度2.83，高于此前三轮牛市，本轮牛市行业分化已明显超越历史。从具体行业来看，白酒、医药、



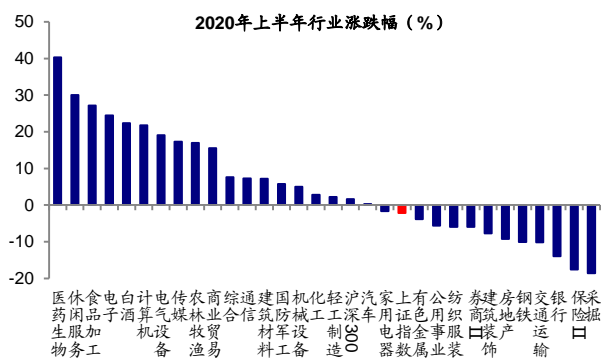
食品板块涨幅居前。20年上半年（截至20200630，下同），上证综指跌幅为-2.1%，医药生物涨幅为40.3%、食品27.1%、白酒22.4%。从估值来看，截至6月30日，医药行业PE（TTM，下同）为52倍，位于2010年以来从低到高96%的分位；食品行业PE为41倍，分位数为86%；白酒行业PE为39倍，分位数为99%，目前三个板块的估值均处于历史高位。从基金配置看，20Q1基金重仓股中医药生物股的市值占比为17.6%，处在2010年以来从低到高86%的分位；白酒的市值占比为9.9%，历史分位数70%；食品的市值占比为3.9%，分位数64%。考虑到Q2上述三个行业涨幅较大，基金对这些行业的配置比例预计将高于Q1。综合来看，医药和食品饮料行业虽具备长期投资价值，但短期处高涨幅、高估值、高配置，性价比不高。2020年上半年行业分化明显，观察历史可发现，震荡市分化最明显，牛市期间行业离散度较小。本轮牛市至今行业分化已明显超越历史，未来行业上涨扩散，差距将缩小。

图24 历年行业分化情况



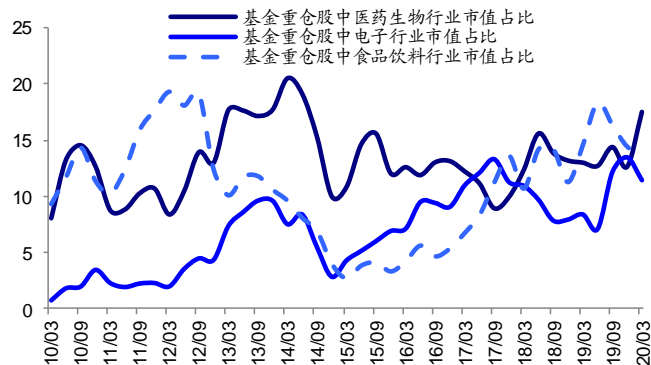
资料来源：Wind，海通证券研究所

图25 上半年行业分化明显



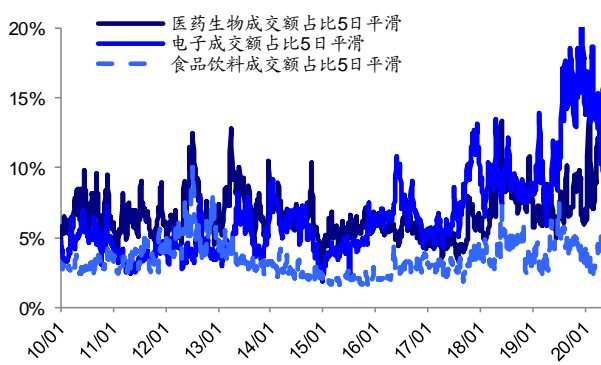
资料来源：Wind，海通证券研究所

图26 2020年上半年涨幅前三行业基金持仓数据（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图27 2020年上半年涨幅前三行业交易占比数据



资料来源：Wind，海通证券研究所



表 4 分年度分行业涨跌幅统计（%，截至 2020/06/30）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	20H1
农林牧渔	-16	81	166	-47	86	23	-29	-3	18	16	68	-9	-12	-22	47	17
采掘	-11	58	268	-68	164	-6	-27	-3	-30	26	2	-7	0	-33	9	-19
化工	-11	88	187	-65	107	-22	-30	2	8	28	56	-9	-3	-31	24	3
钢铁	-18	111	185	-71	92	-28	-28	-4	-17	81	4	-8	20	-30	-2	-10
有色金属	-9	141	271	-77	175	23	-38	17	-29	40	16	-8	15	-41	25	-4
电子	-28	41	133	-66	141	41	-40	1	43	18	74	-15	14	-42	73	24
家用电器	-13	70	208	-56	154	1	-23	18	40	22	46	-3	43	-31	57	-2
食品饮料	6	167	131	-59	108	22	-9	1	-7	18	27	7	56	-23	77	23
纺织服装	-25	62	195	-63	113	9	-24	-9	9	34	91	-15	-24	-34	8	-6
轻工制造	-21	73	177	-66	116	3	-30	-1	23	29	91	-15	-13	-36	19	2
医药生物	-13	66	189	-43	102	29	-30	10	38	17	58	-14	4	-27	38	40
公用事业	-15	54	179	-56	51	-11	-21	7	12	56	26	-18	-7	-30	6	-6
交通运输	-12	68	178	-69	76	-11	-32	-3	6	66	34	-24	7	-30	17	-10
房地产	-5	150	171	-64	114	-24	-21	35	-10	68	53	-19	1	-28	24	-9
商业贸易	-4	129	197	-59	107	5	-32	-10	14	33	47	-15	-14	-32	10	16
休闲服务	8	109	124	-68	131	10	-23	7	22	37	81	-22	-4	-10	29	30
综合	-23	71	206	-66	121	17	-26	-1	13	46	73	-15	-21	-39	27	8
建筑材料	-21	108	202	-61	129	16	-31	6	-7	44	28	-1	6	-30	51	7
建筑装饰	-9	109	172	-47	37	7	-31	20	-11	84	14	-1	-7	-29	-1	-8
电气设备	-1	92	214	-42	79	21	-41	-17	33	32	63	-18	-8	-34	24	19
国防军工	8	137	236	-72	126	19	-32	-5	38	53	31	-20	-17	-30	28	6
计算机	-19	65	145	-54	102	28	-33	-3	69	40	102	-32	-12	-24	47	22
传媒	-15	69	116	-57	75	-1	-21	-3	109	18	77	-34	-23	-39	21	17
通信	-11	71	129	-54	81	-9	-27	-24	37	40	74	-18	-3	-31	20	7
银行	21	172	106	-64	103	-22	-5	16	-7	66	1	-5	14	-14	24	-14
非银金融	-18	297	192	-69	103	-24	-31	30	-2	125	-16	-15	18	-26	46	-12
汽车	-16	110	191	-70	239	-11	-33	7	14	39	49	-11	0	-34	15	0
机械设备	-16	150	172	-62	118	29	-35	-4	10	42	49	-18	-10	-35	24	5
涨幅前 5-后 5 均值	32	131	118	25	111	54	22	37	79	68	87	25	50	21	57	41
所有行业均值	-11	104	180	-61	113	5	-28	3	16	44	47	-14	1	-30	28	5
(涨幅前 5-后 5 均值)/所有行业均值	-2.9	1.3	0.7	-0.4	1	11.4	-0.8	12.1	5.1	1.6	1.9	-1.9	71.8	-0.7	2	7.7

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 5 05 年来三轮牛市行业涨跌幅统计（%，截至 2020/06/30）

	第一轮牛市 (2005/06-2007/10)	第二轮牛市 (2008/10-2010/10)	第三轮牛市 (2012/12-2015/06)	2019/01 至今 (截至 2020/06/30)
农林牧渔	333	123	184	70
采掘	630	91	42	-11
化工	485	33	168	28
钢铁	464	11	159	-12
有色金属	1098	192	59	19
电子	189	185	258	116
家用电器	366	148	221	54
食品饮料	503	109	66	113
纺织服装	350	102	232	1
轻工制造	328	102	277	22
医药生物	313	180	192	92
公用事业	321	33	203	-1
交通运输	330	29	243	5
房地产	867	69	164	11
商业贸易	577	109	193	26
休闲服务	455	113	225	66
综合	359	142	239	36
建筑材料	546	158	125	62
建筑装饰	463	39	175	-10
电气设备	605	164	255	48
国防军工	911	167	338	35
计算机	269	147	489	80
传媒	286	78	427	42
通信	266	52	296	29
银行	649	38	97	6
非银金融	1181	31	173	28
汽车	502	210	197	15
机械设备	617	137	205	30
涨幅前 5-后 5 均值	677	160	287	96
所有行业均值	509	107	211	34
(涨幅前 5-后 5 均值)/所有行业均值	1.33	1.49	1.36	2.83

资料来源：Wind，海通证券研究所

**扩散1：科技+券商主线再发力。**我们前期多篇报告研究过，19/1/4开启的这轮牛市主线是科技+券商，即这是转型升级牛市，类似1980-2000年的美股，产业结构升级是核心，金融结构调整是支撑，详见《我们终将俯瞰现在——再论当前中国类似1980年代美国-20191217》、《回顾美国1980-2000年科技长牛-20200109》等。今年3月后由于全球疫情形势严峻，投资者对疫情冲击下的基本面预期并不明朗，资金青睐确定性较高的板块。下半年，当基本面回升至正常水平后，市场交易的逻辑或将从偏防守的确定性逻辑转向偏进攻的成长性逻辑，Q3应重点关注科技+券商。科技行业指数高点是2月底，3月全球疫情蔓延出现大幅回落，现在疫情逐渐得到控制，加上国内新基建这一政策亮点，科技行业指数或将再上一个台阶。《策略对话行业：新基建的规模和机遇-20200518》中我们分析过，预计新基建2020年投资近3万亿元，7个领域同比增长均为两位数以上甚至过百，在新基建的引领下科技板块的各子领域将获得充分发展，基本面更强，盈利水平有望明显提升。其中应重点关注新能源汽车和计算机，新能源汽车今年重启补贴，特斯拉入华提高了电动汽车市场热度，下半年业绩增速有望明显提升；计算机行业不仅受益于新基建的多个领域，并且依据科技周期下硬件-软件-内容-应用场景的传导规律，过去一年硬件业绩突出，下一阶段软件将迎来发展，故计算机有望崛起。从配置角度看TMT行业，20Q1基金重仓股（剔除港股）中TMT整体市值占比为26%，目前处于历史中位略偏高。另外，重点关注券商，券商与科技如同一枚硬币的两面，在信息时代，科技这类新兴行业的成长离不开以股权融资为代表的直接融资支持，随着科技产业发展，券商作为融资服务的供给方也将迎来更广阔的发展空间。未来金改各项政策的落地有助于做大直接融资、股权融资，券商行业也将有更多政策红利。金改将提升券商ROE，18年中美券商行业ROE分别为3.5%/12.7%，对比美国，中国券商仍有较大发展空间，随着未来业务多元化，券商业绩有望持续上升。另外，下半年随着市场指数抬高、成交量放大，券商利润会明显增长，历史上牛市3浪成交额是牛市1浪的1.6-2.5倍。目前，券商处在低配置和低估值，截至7月1日，券商行业PB为1.55倍，处在2010年以来从低到高17.5%的

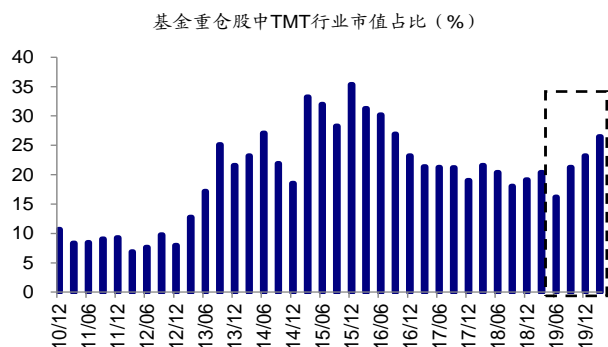
分位。从基金持仓看，20年Q1基金重仓股中券商的市值占比为0.7%，处在2010年以来从低到高24.4%的分位。

表6 “新基建”建设内容与目标

领域	建设目标与规划内容
5G 基建	20 年三大运营商 5G 资本开支目标 1803 亿元、同比增长 338%，5G 基站建设目标 55 万个。
大数据中心	根据《大数据产业发展规划（2016-2020）》，20 年底大数据相关产品和服务业务收入突破 1 万亿元，16-20 年复合增长 30%。IDC 预计 2019-2023 年市场规模复合增速 23.5%。
人工智能	根据《新一代人工智能发展规划》，20 年人工智能核心产业规模超过 1500 亿元，带动相关产业规模超过 1 万亿元。根据赛迪顾问数据，预计未来几年市场规模复合增速 30%
工业互联网	根据《工业互联网发展行动计划（2018-2020）》，20 年底前推动 30 万家以上工业企业上云，培育超过 30 万个工业 APP。
特高压	今年内在建和待核准特高压工程 16 条线路，具有明确投资规模 7 条。
新能源汽车充电桩	根据《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》（征求意见稿），以车桩比 1:1 估算，25 年中国需要充电桩 700 万个。发改委产业发展司副司长表示，预计 20 年充电基础设施投资 100 亿，我们预计未来 2-3 年投资金额增速 25%-30%。
高铁与轨道交通	预计 20 年拟通车线路 14 条，通车里程有望达到 3696 公里。

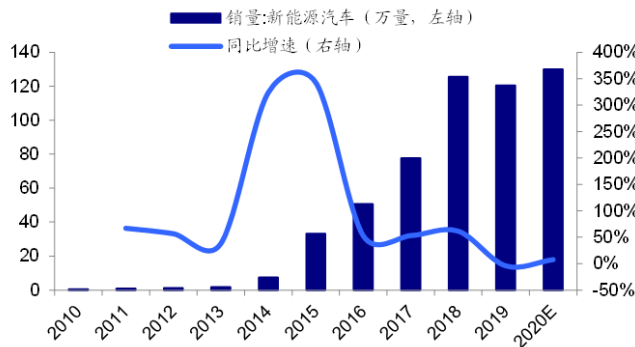
资料来源：人民网，工信部，搜狐网，新浪网，中国信通院，中国政府网，赛迪研究院电子信息研究所，IDC，海通证券研究所

图28 基金重仓股中 TMT 行业市值占比



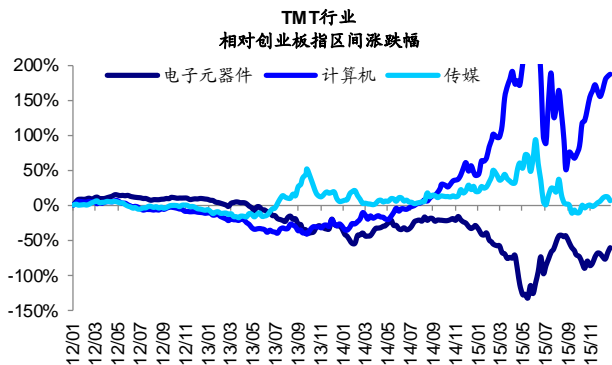
资料来源：Wind，海通证券研究所

图29 新能源汽车销量情况



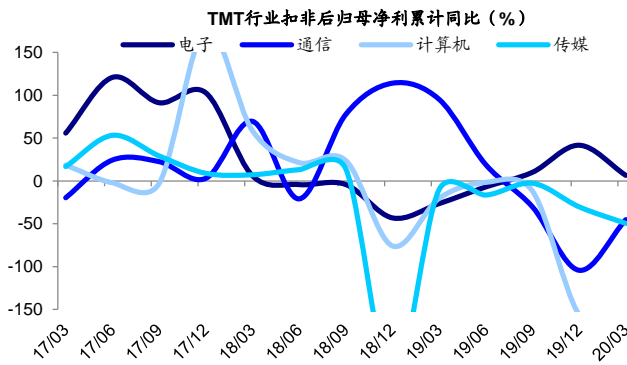
资料来源：Wind，海通证券研究所

图30 12-15 年行业热度由电子向计算机、传媒扩散



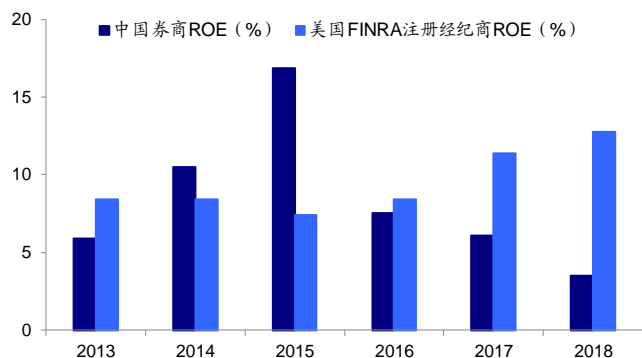
资料来源：Wind，海通证券研究所

图31 19Q3 电子扣非后归母净利累计同比开始转正回升



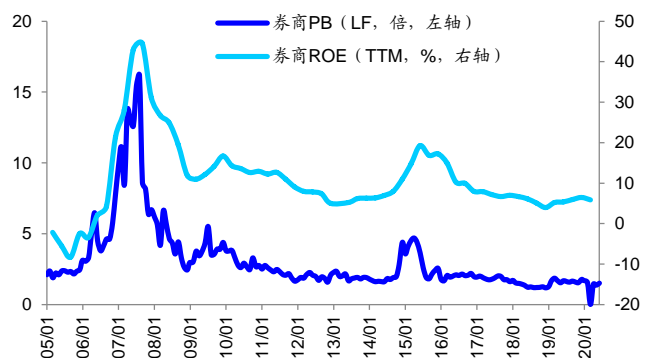
资料来源：Wind，海通证券研究所

图32 中美券商 ROE 对比



资料来源：Wind, SIFMA DATABANK, 海通证券研究所

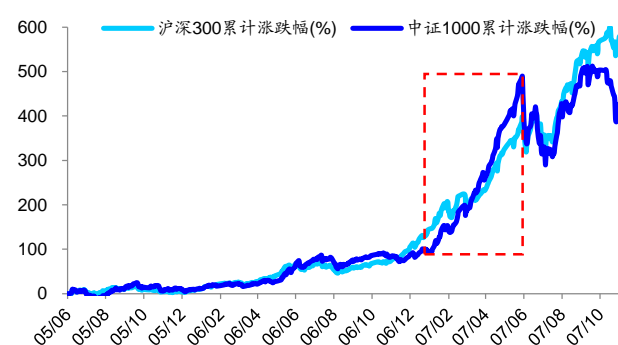
图33 券商估值处于历史低位



资料来源：Wind, 海通证券研究所

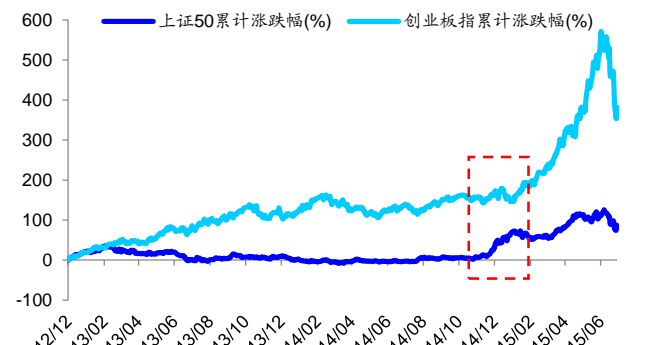
**扩散 2: 低估低配的行业补涨。**根据历史经验，牛市期间会出现主导产业，盈利是其决定变量，但在主线上上涨过程中，也会出现其他行业的阶段性轮涨行情。例如 05/6-07/10 牛市主导行业是地产银行为代表的大盘蓝筹股，但在 07 年 1-6 月也出现了一轮小盘股行情，期间中证 1000 为代表的小盘股区间最大涨幅 113%，同期沪深 300 区间最大涨幅 84%；12/12-15/6 牛市主导行业是 TMT 为代表的成长股，但在 14 年 10-12 月也出现了金融地产为代表的价值股修复行情，期间上证 50 涨幅 59.4%，同期创业板指跌幅-4.5%。自 19 年 1 月牛市行情启动至今，涨幅前五行业是电子（112%）、食品饮料（110%）、医药（87%）、计算机（77%）、农林牧渔（65%）。而涨跌幅后五行业采掘（-11%）、钢铁（-11%）、建筑装饰（-9%）、公用事业（-1%）、纺织服装（1%）。今年上半年分化更明显。展望下半年，银行地产、石化煤炭等低估低配行业有轮涨机会，需要一些催化剂。截至 6 月 30 日，银行 PB 为 0.7 倍，处 2010 年以来从低到高 0.4% 分位；地产 PB 为 1.2 倍，处 2.2% 分位。20Q1 基金重仓股中，银行市值占 4.2%，处 2010 年以来 19.5% 分位；房地产市值占比为 5%，处 73% 分位。三季度基本面数据有望回升至疫情前的正常水平，一旦得到确认，即是银行地产估值修复的催化剂。采掘、钢铁、建筑等周期行业国企占比较高，PB-ROE 模型显示明显低估，估值修复一方面需要宏观经济数据回到疫情前正常水平，另一方面需要国企改革的催化，前期报告《国企改革：2020 我们能期待什么？-20191231》分析过相关逻辑。6 月 30 日中央深改委第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》，我们预计国企改革年内将会有相关政策落地。此外，3 季度末 4 季度或会有资金博弈的因素出现，基于年底排名的考虑，那时可能出现博弈资金配置前期涨幅小、基金配置低、估值低的行业，前期报告《银行地产岁末年初异动-20190926》中分析过。

图34 07/1-07/6 出现小盘股行情



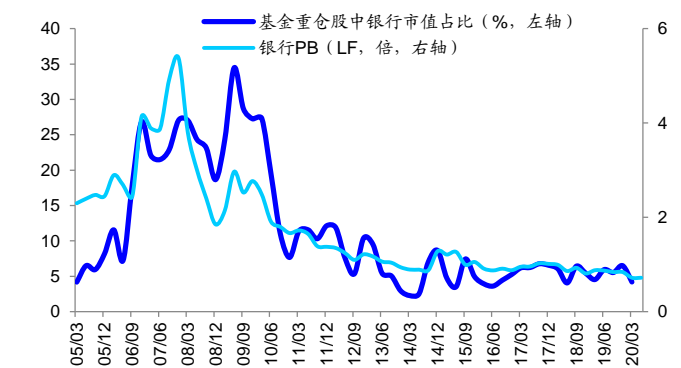
资料来源：WIND, 海通证券研究所

图35 14/10-14/12 月上证 50 补涨



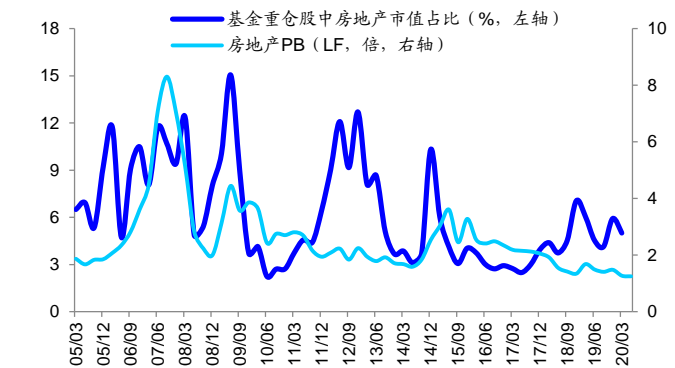
资料来源：WIND, 海通证券研究所

图36 银行 PB (LF, 倍) 与基金仓位



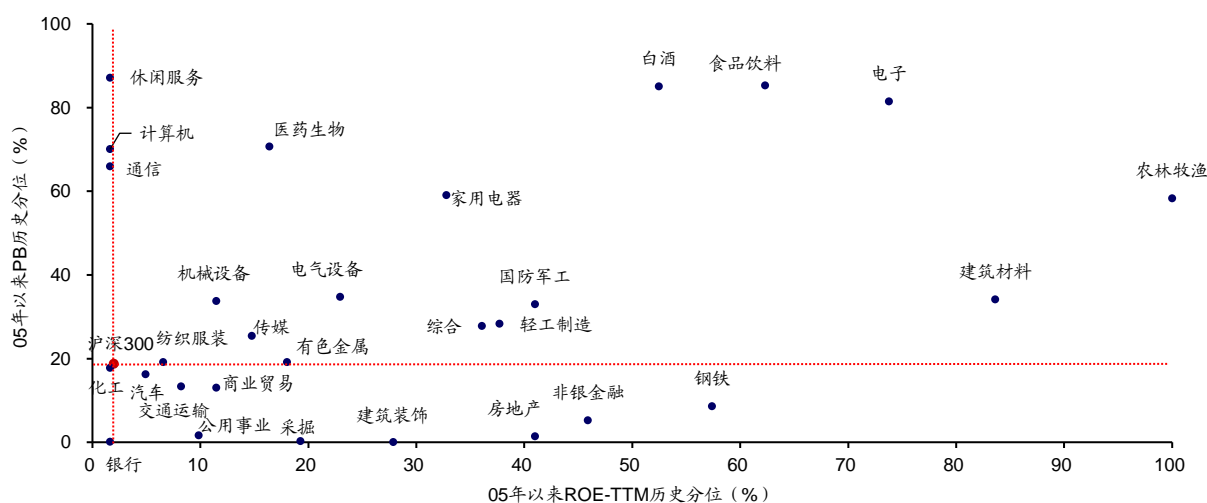
资料来源：WIND，海通证券研究所

图37 地产 PB (LF, 倍) 与基金仓位



资料来源：WIND，海通证券研究所

图38 各行业 PB-ROE 匹配情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

**风险提示：** 向上超预期：国内改革大力推进，向下超预期：中美关系或疫情恶化。



# 信息披露

## 分析师声明

荀玉根 策略研究团队  
李影 策略研究团队  
姚佩 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准:	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。



## 海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队  
姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
联系人  
应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队  
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylh9619@htsec.com  
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队  
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队  
姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队  
荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉 zxh12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队  
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队  
李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业  
邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
联系人  
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业  
余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业  
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
郑 蕾 23963569 zl12742@htsec.com  
房乔华 0755-82900477 fqh12888@htsec.com

公用事业  
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业  
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com  
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒  
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业  
施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业  
涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

### 电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com  
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com  
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com  
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
联系人  
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

### 煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
联系人  
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

### 电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
房青(021)23219692 fangq@htsec.com  
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com  
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

### 基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com  
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com  
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

### 计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
于成龙 ycl12224@htsec.com  
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

### 通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
张峰青(021)23219383 zqz11650@htsec.com  
张弋 01050949962 zy12258@htsec.com  
联系人  
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

### 非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com  
联系人  
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

### 交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com  
罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com  
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com  
陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

### 纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com  
联系人  
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

### 建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com  
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com  
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

### 机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
周丹 zd12213@htsec.com  
联系人  
吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com

### 钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

### 建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com  
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com  
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

### 农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com  
联系人  
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

### 食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com  
颜慧菁 yhj12866@htsec.com  
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com  
联系人  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

### 军工行业

张恒昶 zhx10170@htsec.com  
张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com  
联系人  
刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

### 银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
解巍巍 xww12276@htsec.com  
林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com

### 社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com  
许樱之 xyz11630@htsec.com

### 家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com  
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

### 造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com  
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com  
联系人  
柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
欧阳梦楚 (0755)23617160  
oymc11039@htsec.com  
巩柏舍 gbh11537@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
马晓男 mxn11376@htsec.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
张思宇 zsy11797@htsec.com  
王朝领 wcl11854@htsec.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
李婕 lj12330@htsec.com  
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com  
郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼

电话：(021) 23219000

传真：(021) 23219392

网址：www.htsec.com