

复苏牛，再攀高峰

安信策略团队

陈 果 SAC执业证书编号：S1450517010001

2020.9



市场展望：牛市没有结束，还将再攀高峰

- A股长牛的核心逻辑是转型升级和资产配置。
- A股中期逻辑也没有破坏：全球流动性宽松、中国复苏趋势占优、A股在资产配置中具吸引力。
- A股牛市没有结束，还将呈现震荡上行走势。
- 国内政策收紧：“早收”好于“晚收”，有利长牛。
- 美国大选不确定：但双循环是确定。
- 科技、医药、消费需要进一步优化精选，金融中首选券商，周期中寻找成长股。
- 走向后疫情时代，寻找“复苏+”逻辑：复苏+格局优化，复苏+人民币升值等
- 风险提示：全球经济显著低于预期等。

一、牛市未结束



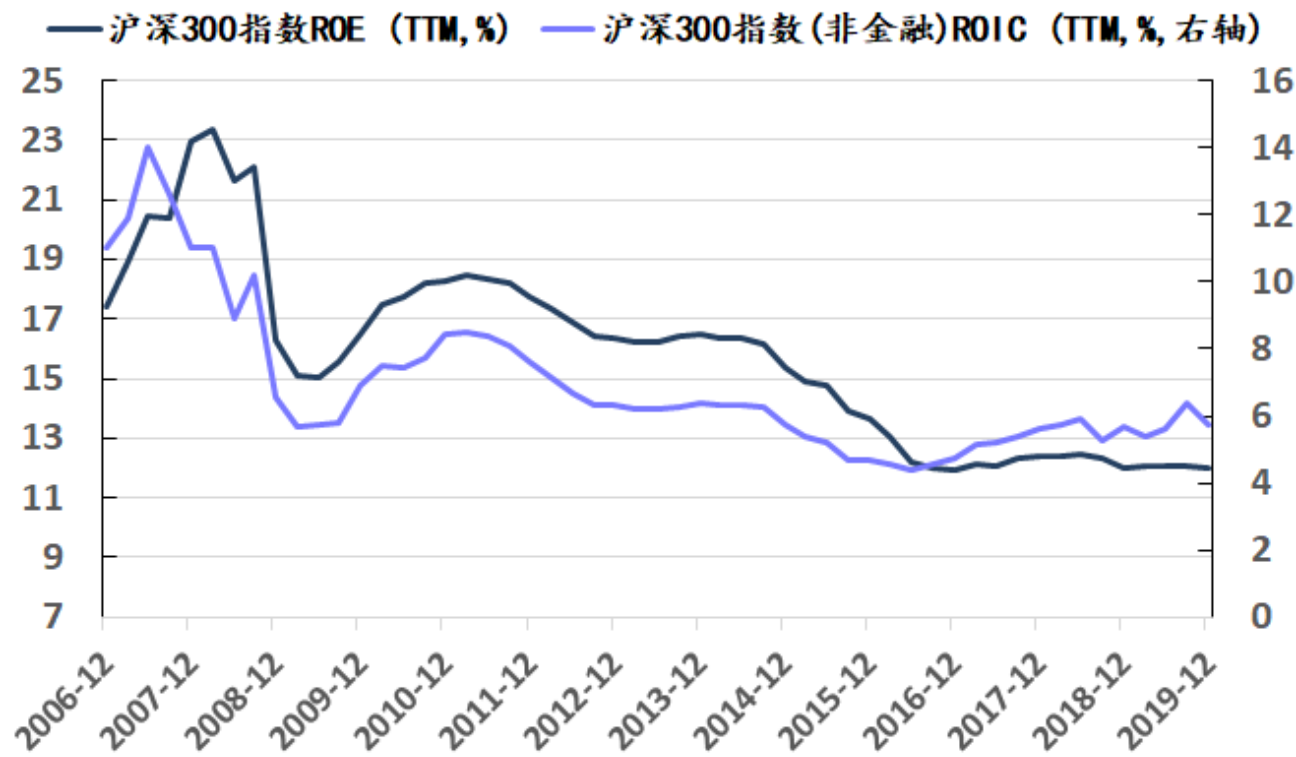
市场回顾：从“黄金坑”到“复苏牛”

图1：2020年以来市场回顾



A股牛市长期逻辑：转型升级与资产配置

图2：沪深300指数ROE及ROIC历史趋势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图3：中美一级行业2020H1 ROE对比

一级行业	2020H1 ROE (TTM)		差值 (Pct)
	美股	A股	
信息技术	23.43%	5.99%	17.44
电信业务	11.84%	0.25%	11.58
可选消费	13.27%	3.27%	10.00
工业	11.65%	5.84%	5.81
医疗保健	13.52%	8.48%	5.04
材料	8.76%	5.85%	2.91
日常消费品	18.88%	19.79%	-0.91
公用事业	6.96%	8.16%	-1.19
金融	7.21%	11.24%	-4.02
房地产	7.43%	11.84%	-4.41
能源	-10.46%	3.80%	-14.25

资料来源：Wind，安信证券研究中心

这个时代的很多牛股体现的是转型升级逻辑

	转型方向	具体逻辑	龙头企业代表	19年业绩增速	1Q20业绩增速	1H20业绩增速
需求端变化	渠道、模式变革	互联网替代传统实体店	美团	103.5%	33.0%	71.9%
	客户结构变化	消费建材类企业从2C转向2B	蒙娜丽莎	25.2%	-50.9%	33.2%
	消费群体的变化	化妆品等	珀莱雅	39.1%	-8.4%	6.9%
	产品结构升级	特斯拉汽车、TWS耳机、光模块等	歌尔股份	47.6%	44.7%	49.1%
供给端变化	低成本、不合规企业退出	光伏、生猪养殖等	隆基股份	117.4%	195.4%	95.1%
	行业结构升级	装配式建筑（替代人工）	鸿路钢构	80.6%	-55.5%	29.1%
新型服务类行业的兴起	产业链转移	CRO等	药明康德	22.8%	-24.0%	13.9%
	新兴行业	物业服务、教育等	碧桂园服务	71.1%		58.6%

资产配置：全球比较优势

图4：A股估值相对海外主流市场具投资吸引力

	当前估值	最大值	最小值	历史中位数	当前所处分位数
标普500	41.4	41.4	11.2	18.9	100%
德国DAX	40.8	254.8	8.8	16.9	92%
韩国综合指数	28.6	84.8	6.1	14.6	94%
日经225	37.1	39.9	13.5	20.0	99%
富时100	90.7	103.1	9.5	18.4	100%
沪深300	15.3	49.4	8.0	13.5	67%
恒生指数	12.1	22.7	7.6	12.3	49%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图5：中国国债收益相对海外债券具有吸引力（%）

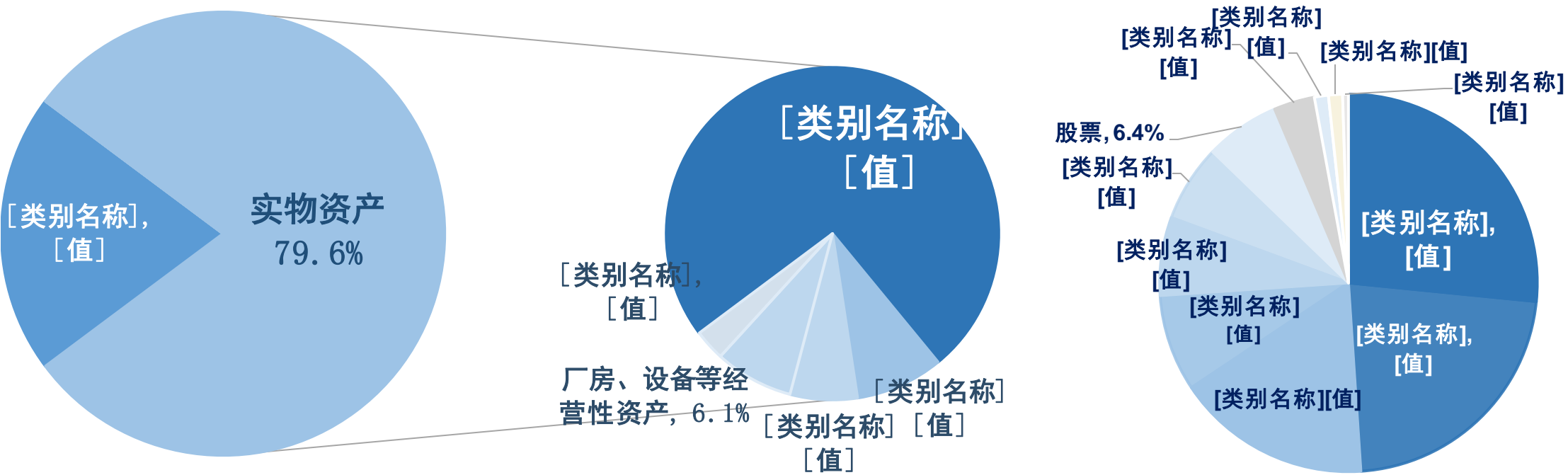
	1年	2年	3年	5年	7年	10年	20年	30年
中国	2.5	2.8	2.9	3.0	3.1	3.0	3.6	3.7
美国	0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	0.7	1.3	1.5
加拿大	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.7	1.0	1.2
英国	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.4	0.8	0.9
日本	0.9	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.4	0.6
法国	-0.6	-0.6	-0.6	-0.5	-0.4	-0.1	0.3	0.6
德国	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6	-0.4	0.0	0.1
欧元区	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.5	-0.4	0.0	0.1

资料来源：Wind，安信证券研究中心

资产配置：结构调整趋势

- 居民资产配置结构仍有较大调整空间。

图6：2019年居民资产配置结构



资料来源：中国人民银行《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，安信证券研究中心

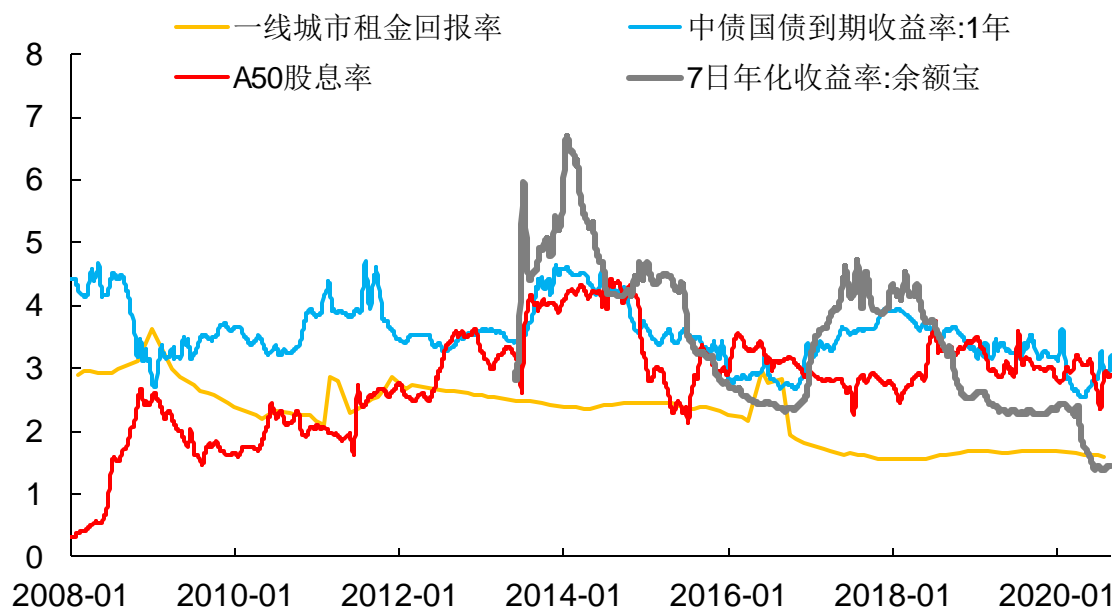
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

资产配置：国内比较优势

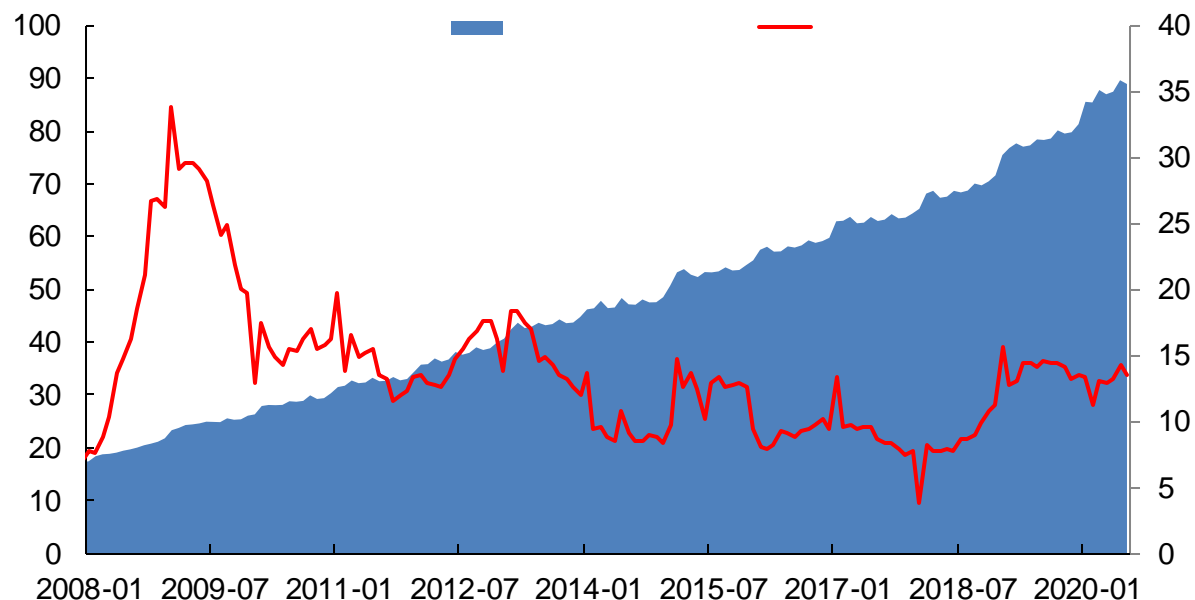
- 从当前大类资产配置角度来看，A50股息率高于债券和一线城市（北上广深）租金回报率。

图7：A股在大类资产中具有配置价值



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图8：居民储蓄仍在快速增长



资料来源：Wind，安信证券研究中心

居民资金入市的推动力量强化

- “房住不炒”、打破刚兑、理财收益持续新低、债券信用利差压缩。
- A股风险收益比具备吸引力，居民资金入市是大势所趋。

图9：债券违约未有好转

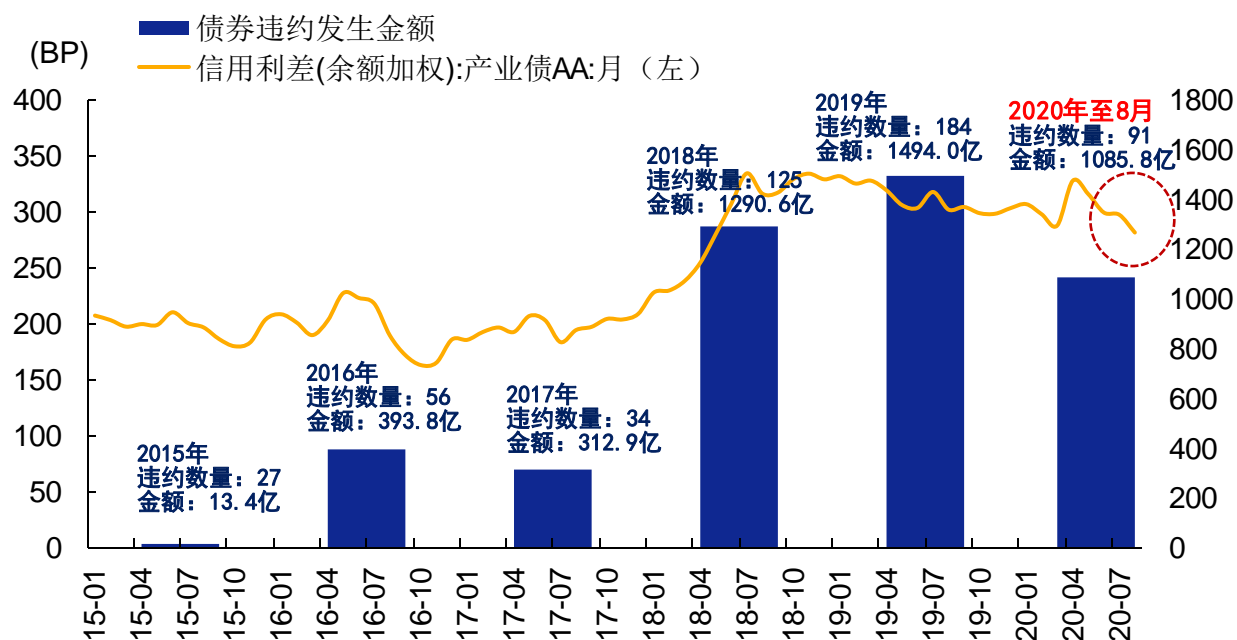
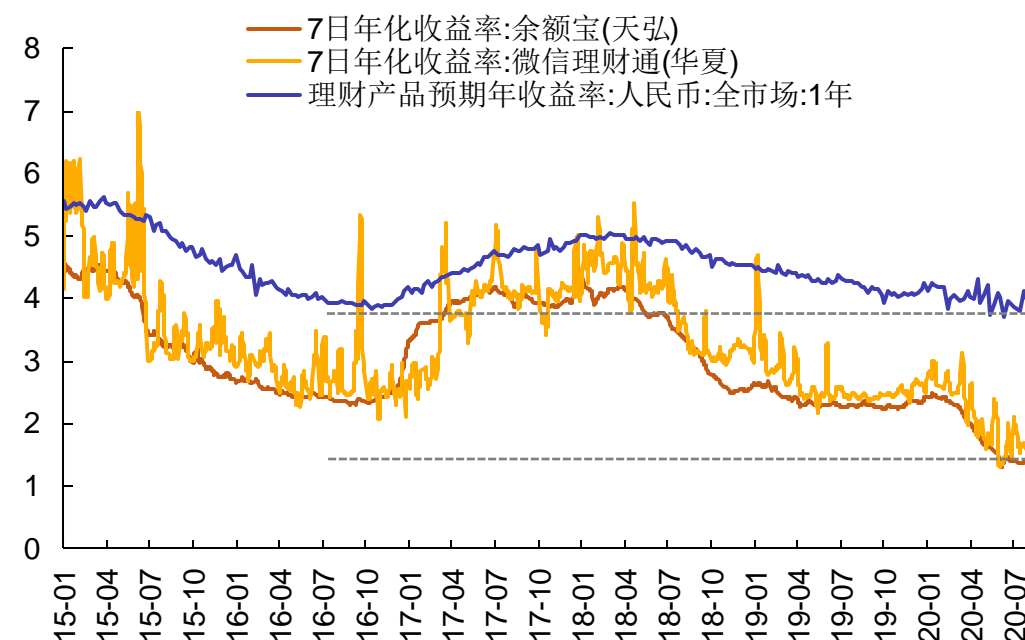


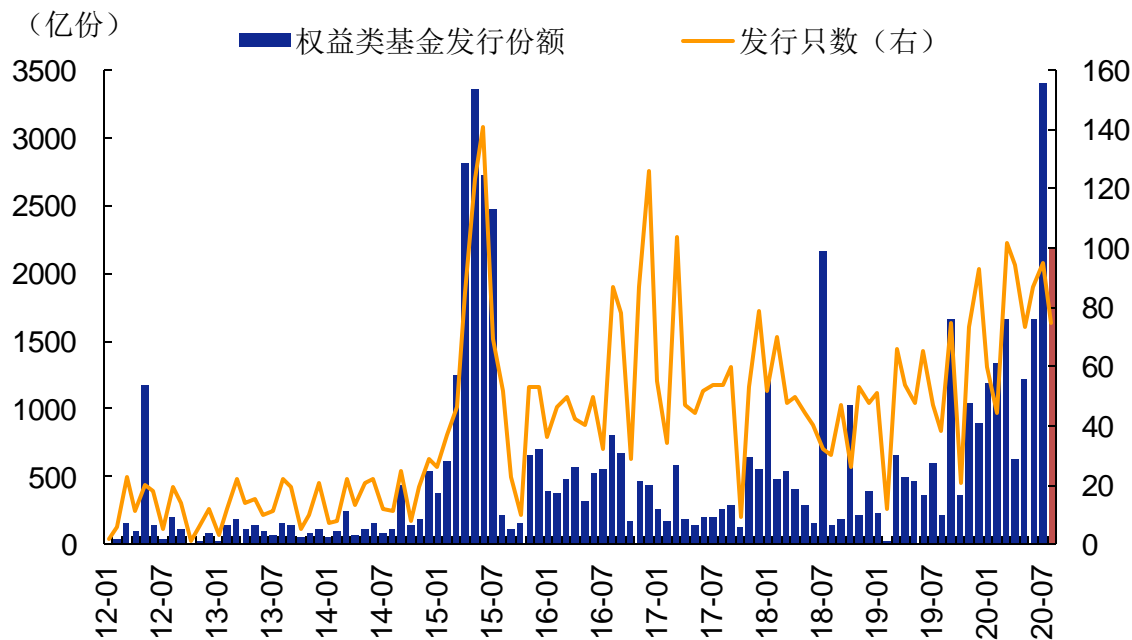
图10：理财收益率持续新低（%）



资产配置倾向权益趋势已经形成

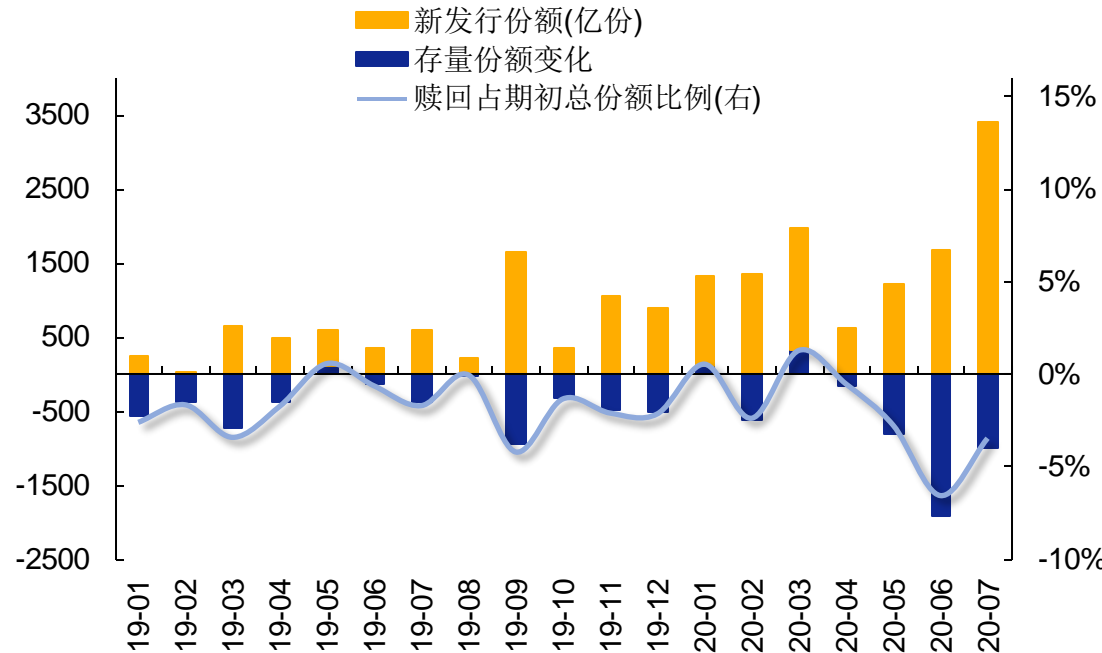
- 权益类基金发行持续火热，7月新发行规模达3410亿份，8月新发近2400亿份，远超往年水平。
- 存在“赎旧买新”，但资金总体仍以净流入为主。

图11：权益类基金发行火热，7月新发规模创历史新高



资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：时间划分根据基金成立日，截止至8月30日

图12：赎回规模小于新发行规模



资料来源：Wind，安信证券研究中心

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

货币政策边际调整：“早收”好于“晚收”

- 国内流动性环境在逐步向疫情前回归。
- 适度早收避免经济过热与通胀风险，有利A股长牛环境。

图13：债券收益率已经回升至疫情前水平（%）

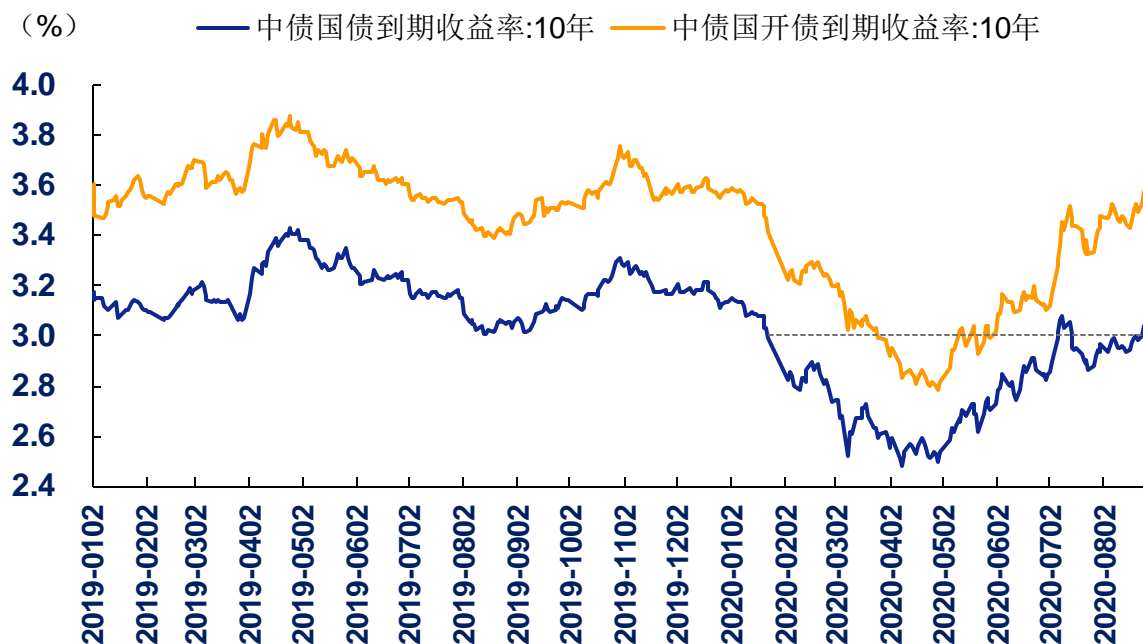
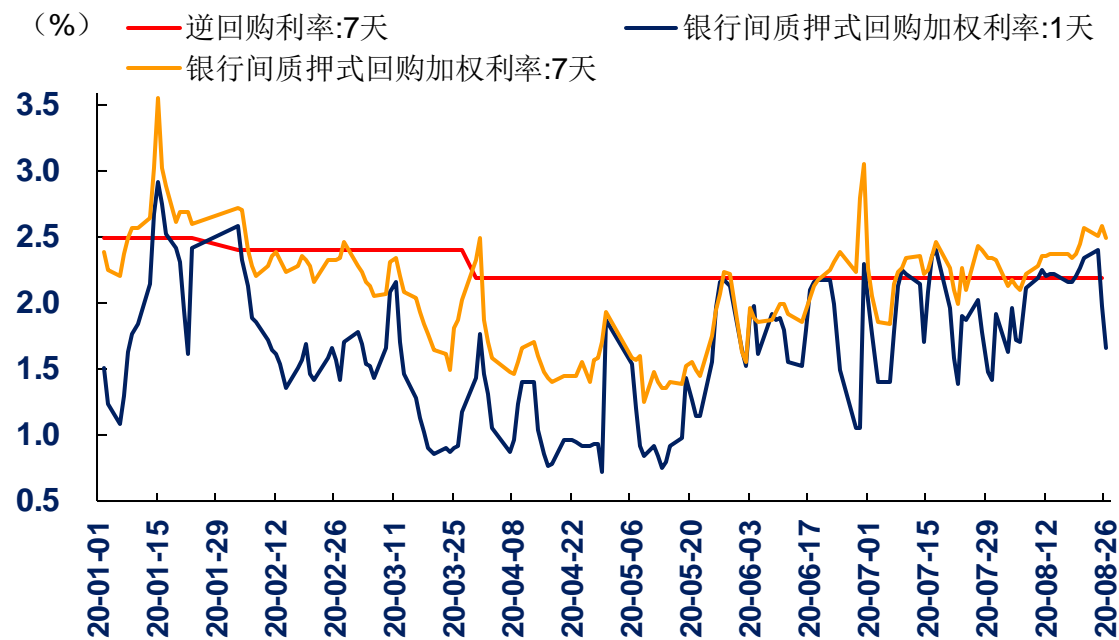


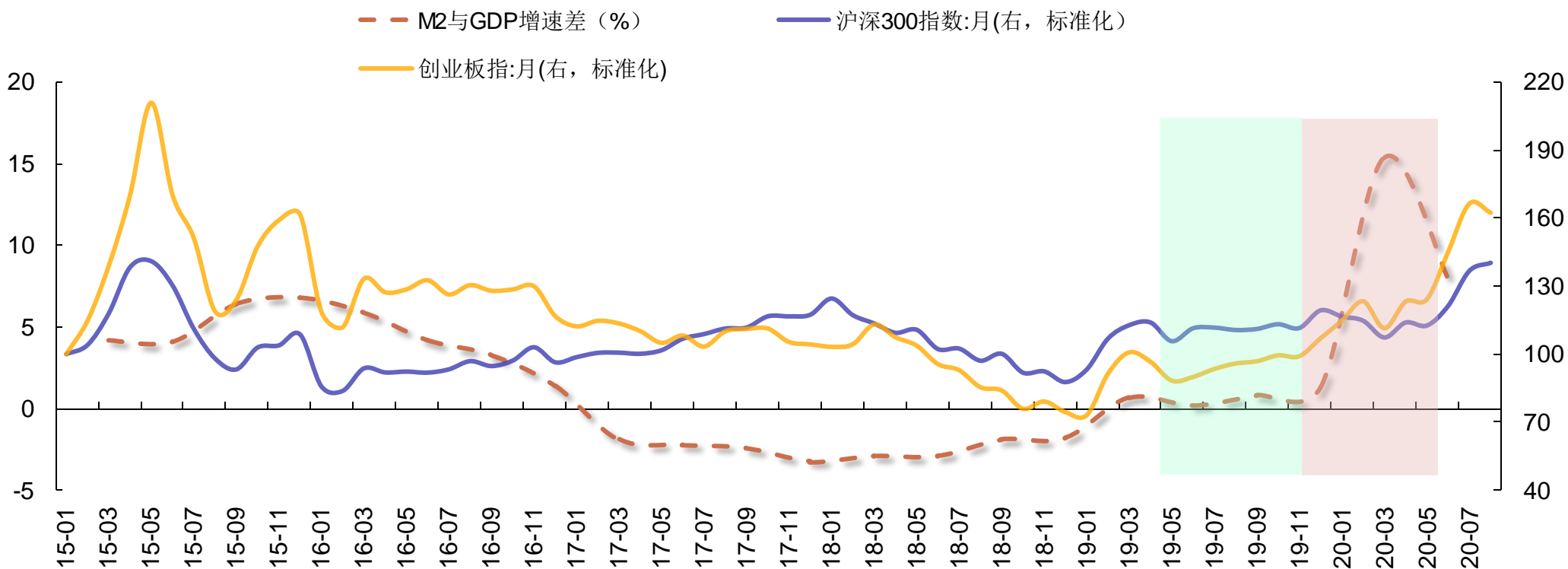
图14：市场利率向政策利率收敛（%）



货币政策边际调整：回归到疫情前依然足以支持牛市

- 今年下半年环境较19年下半年依然相对宽松。

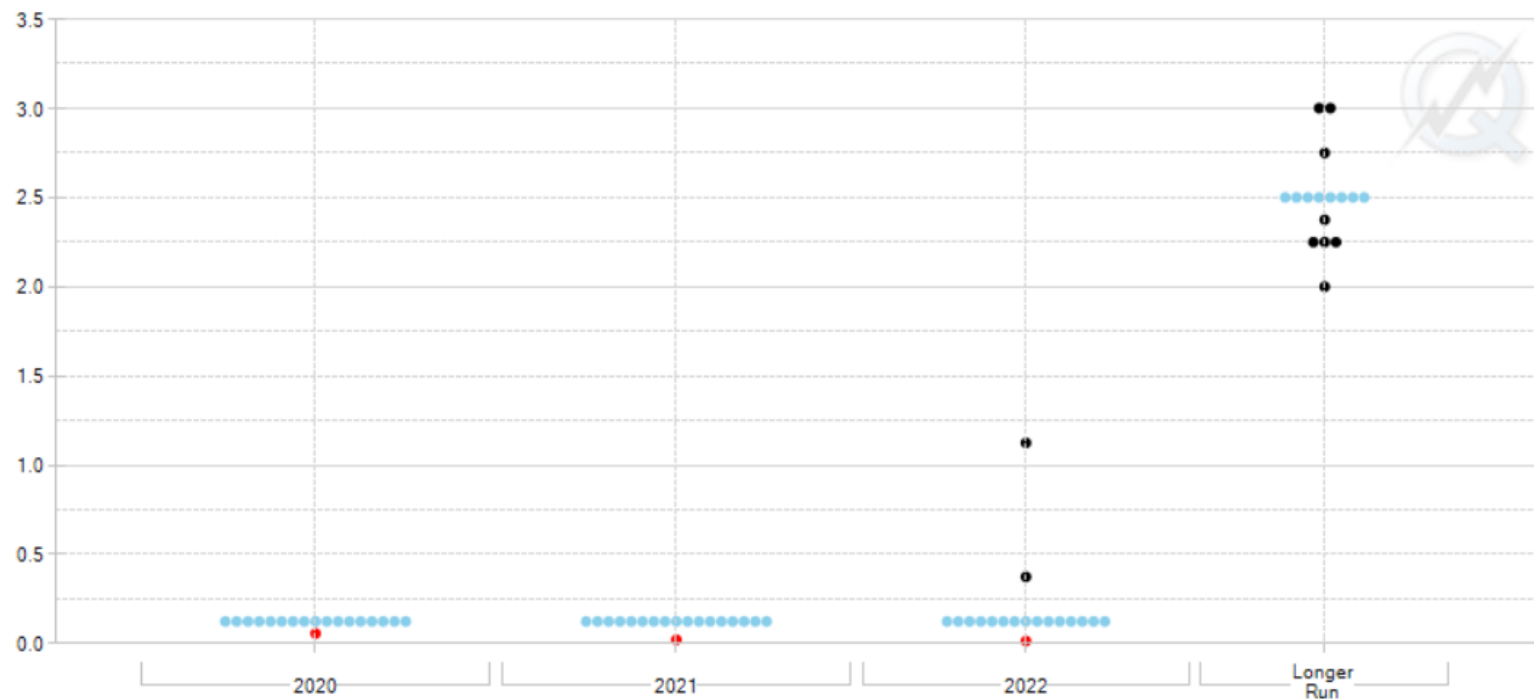
图15：当前剩余流动性较19年下半年依然相对宽松



美联储未来两年大概率继续维持零利率

- 美联储宣布采用“灵活形式的平均通胀目标制”新策略，进一步释放鸽派信号。
- 委员会正寻求实现平均2%的通胀率，这意味着对通胀高于2%的容忍度提升，零利率政策有望维持更长时间。

图16：点阵图显示，未来两年美联储大概率维持零利率



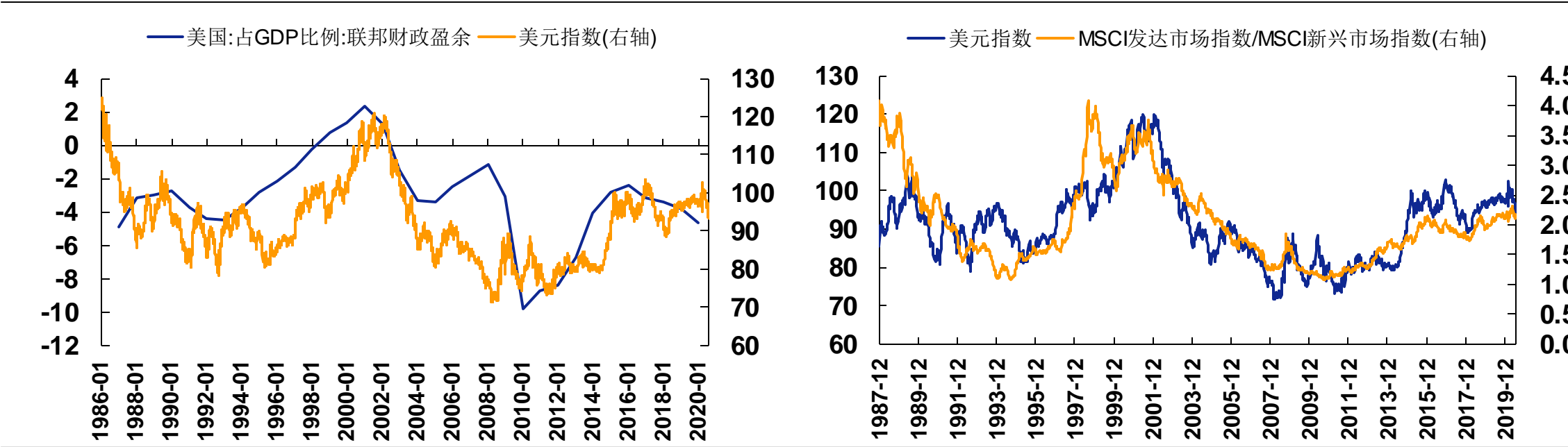
资料来源：FedWatch，安信证券研究中心

弱美元下，外资流入A股趋势将继续

- **美元处于新一轮贬值周期：**美联储QE导致的低利率市场环境，相对于其他经济体美国疲软、实体经济回报率降低等因素使得美元持续走弱，美元指数从3月最高103至今跌了10个点，即美元约贬值10%。
- **弱美元期间新兴市场表现优于发达市场：**美元贬值伴随美国国内资本外流，寻求回报率和弹性更高的海外资产，新兴市场经济发展速度较高、市场发展潜力较大，在美元走弱时通常迎来外资增量资金。

图17：美国赤字率上升将推动美元走弱（%）

图18：弱美元有利于新兴市场



资料来源：Wind，安信证券研究中心

资料来源：Wind，安信证券研究中心

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

2015年后美联储政策温和退出QE，未改美股趋势

- 金融危机以来，美联储一共开启4轮量化宽松政策，并维持几乎接近于零的超低利率政策水平。随着美国经济的逐步改善，从2014年1月份开始，美联储逐步缩减购买资产债券规模。2015年2季度，通货膨胀抬头，美联储进入加息周期。
- 美联储根据债券市场、信贷市场和货币供应量的动态变化，以系统的、有规律的方式，微小、渐进、谨慎地出售债券资产，适时、适度地收缩流动性，对股票市场未造成冲击。

图19：2015年2季度通货膨胀抬头，美联储进入加息周期

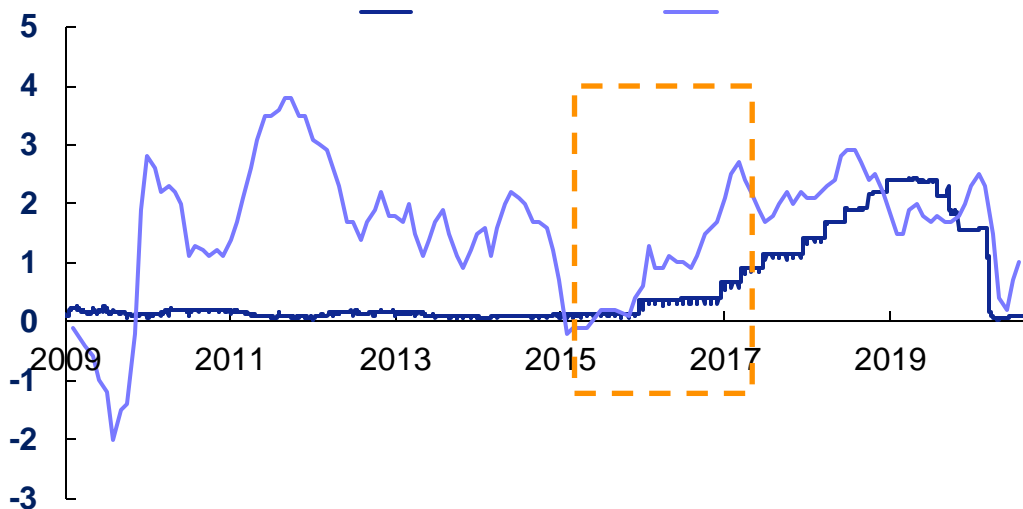
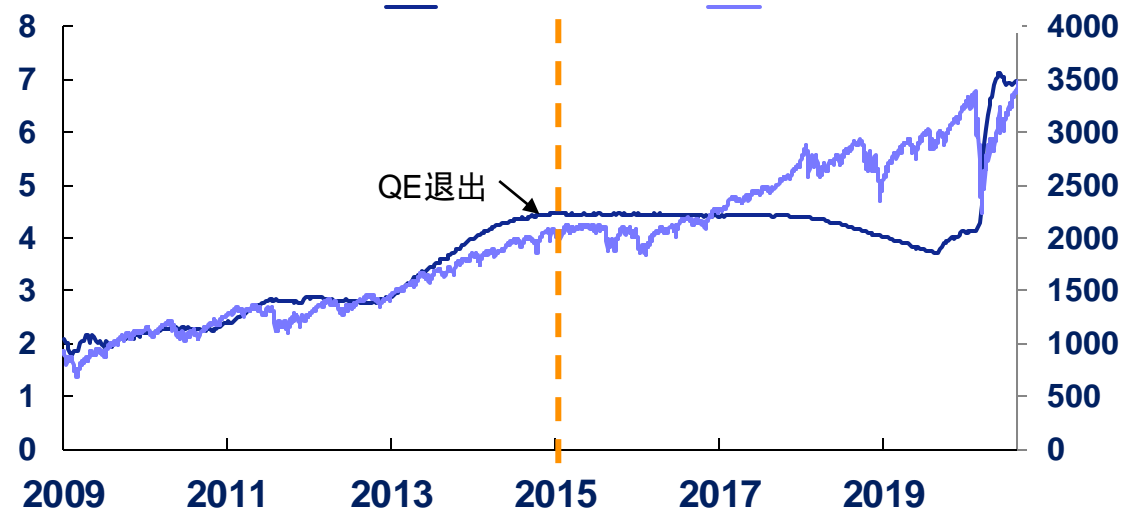


图20：美联储温和退出QE，对美股未造成冲击



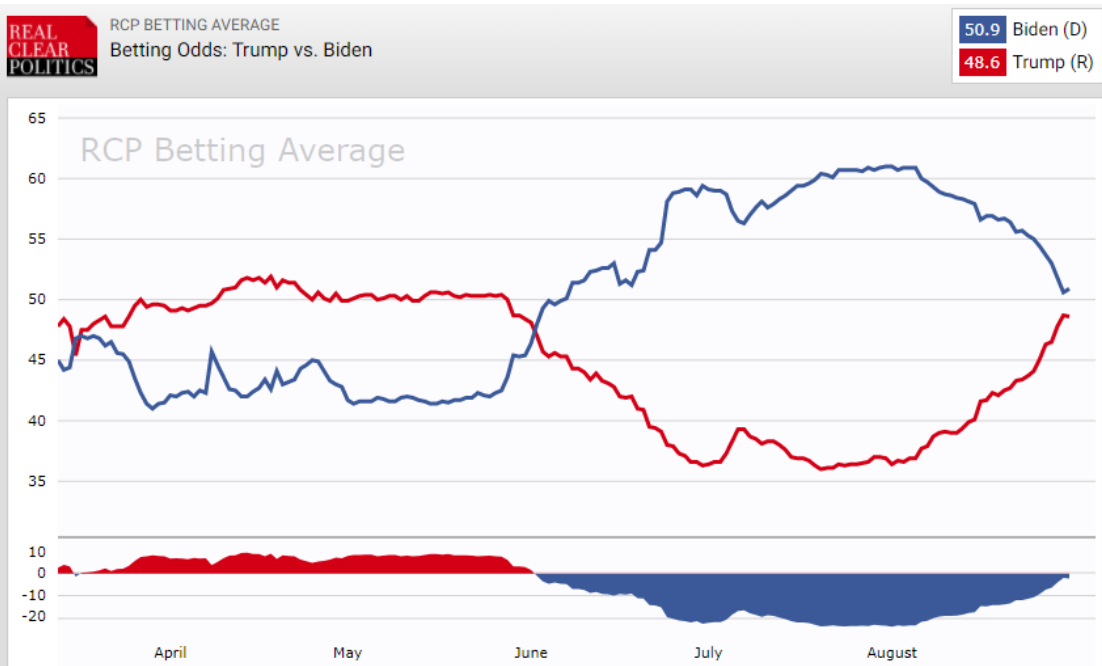
市场纠结于2020年美国大选的不确定

- 美国大选进入关键阶段，9月末将迎来总统辩论、终选投票等重要时点
- 民共两党在政治主张上存在较大差异，对华态度却一致强硬。

表1：特朗普与拜登的主要政治主张比较

	特朗普	拜登
国内经济	<ul style="list-style-type: none">任期内完成减税：降低企业和个人税率，增加标准扣除额和家庭税收抵免，提高遗产税；<u>承诺维持对个人的减税，计划推出新一轮税改。</u>主张加大基建投资：主要投向5G建设和传统基建（任期内未能通过国会）；放宽对大型银行的金融监管。	<ul style="list-style-type: none">提高最高档个人税率到39.5%，<u>提高企业税率从21%到28%；提高海外子公司所得税由10%至21%；拟设立金融交易税；</u>对于中产阶级主张税收减免。主张加大投资基建：主要投向绿色经济、新能源方向，补贴新能源汽车。主张将最低工资提升一倍。
外交贸易	<ul style="list-style-type: none">倡导“美国优先”和制造业回流；退出TPP，对中日欧挑起贸易战，威胁退出WTO。	<ul style="list-style-type: none">偏向于温和理性的多边主义；主张在维持联盟合作关系的条件下重建以美国为主导贸易规则。表示会重新协定TPP，<u>避免让中国建立贸易规则；</u><u>同样明确倡导制造业回流，“美国制造”、“支持美国货”。</u>
对华态度	对华态度一贯强势，18年对中国发起贸易战，制裁中国企业；多次单方面在多个领域挑起争端。	<ul style="list-style-type: none">曾抨击中国盗取美国知识产权、违反WTO规则、市场体系不透明、政府扶持国有企业在技术和产业上获得非正当优势；<u>通过政府投资的方式加强在重点科技领域内与中国的竞争。</u>

图21：赔率数据表明，特朗普获胜机会正迅速靠近拜登



二、双循环战略已确定

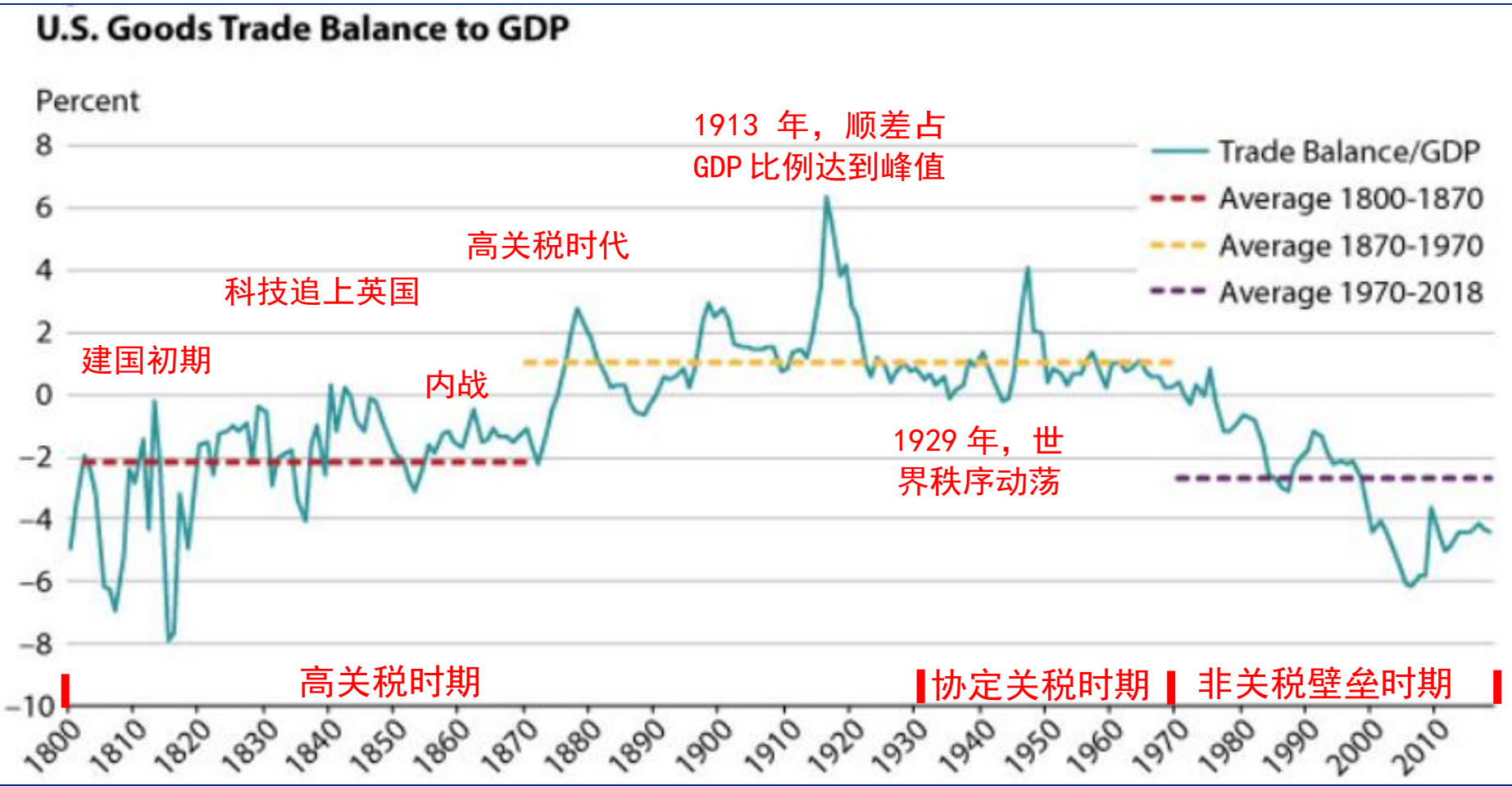


“双循环”战略已确定



“双循环” 与大国崛起

图22: 美国在出口占GDP比例达到峰值后也转向 “国内国际双循环”



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

“慧博资讯” 专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

“双循环” 与大国崛起

- 美国在1913年贸易差额占GDP的比例达到约6.4%的峰值，16年后全球陷入大萧条，全球秩序进入动荡期，美国凭借其强大的工业实力（高附加值、流水线生产）和庞大的内需市场（城镇化和公路网）撑过了海外动荡的15年，奠定了二战后领导西方世界的全球地位，最终实现了“国内国际双循环相互促进”的发展格局。
- 从美国的例子可以看到当今中国经济向“国内国际双循环”发展具有历史必然性。我们也必须为“百年未有之大变局”的到来做好充分的准备。在经历了21世纪以“外循环”推动的第一个十年，并用第二个十年中谋求转型升级后，中国当前最重要的任务是畅通和强化“内循环”。

表2：美中两国贸易差额占GDP比例达到峰值后历史演变

两国对比	贸易差额占GDP高峰	1年后	1x年后	后续发展结果
美国	1913年 ~ 6.4%	1914年一战爆发	1930年代世界秩序动荡	美国奠定其全球地位
中国	2007年 ~ 7.5%	2008年金融危机	百年未有之大变局	？

资料来源：安信证券研究中心

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

“大循环” 历史源起——来自2008年的前瞻思考

“国内大循环” 战略的历史起源——对中国发展路径的前瞻思考：刘鹤（2008）

- 中国要反思赶超型的工业化路径，努力走出一条依靠国内市场需求拉动、建立新的产业体系和形成创新能力的路径，同时用和平方式与资源供给国家形成互惠互利的战略分工。
- 中国应该“成为市场规模巨大的创新型国家”，庞大的内需将能够为中国建立起一道安全的防火墙，以抵御外部“真正的危机”。

图23：刘鹤：没有画上句号的增长奇迹（2008）——节选

总之，国际市场狭小、初级产品价格上升、国内成本优势变化、资源环境压力加大，这些新的长期趋势说明，传统的粗放增长方式已经难以为继，要求中国在全球经济准确界定未来的动态比较优势，更重视熊彼特增长模式和罗默增长模式的研究，充分发挥知识和人力资本作用，创造条件在国际分工体系中扮演新的合适角色。^① 我的基本看法是，在未来我们要做好两件大事：（1）中国要加快调整储蓄和消费的关系，逐步成为内生性的需求大国，为全球提供巨大市场。（2）要促进产业结构升级，加快技术进步和提高投资效率，提升服务业的比重，使产业结构和国内资源禀赋相匹配。在新的环境下，中国要反思赶超型的工业化路径，努力走出一条依靠国内市场需求拉动、建立新的产业体系和形成创新能力的路径，同时用和平方式与资源供给国家形成互惠互利的战略分工。

美国次贷危机发生后，我一直密切关注国际经济环境的变化，当我看到美联储不断降息和对金融体系注入大量资金之后，我感到了真正的危机，因为挽救的对象是本应受到惩罚的不道德行为。在全球化曲折发展的形势下^②，中国的确要建立起一道安全的防火墙，这就是真正扩大内需，稳步提高中等收入者比重，不断加强教育，推动城市化的有序发展，使中国成为市场规模巨大的创新型国家。这不是门罗主义或孤立主义^③，而是在开放前提下应对全球化挑战的理性选择。

“大循环”历史源起——来自2008年的前瞻思考

“国内大循环”战略的历史起源——对中国发展路径的前瞻思考：刘鹤（2008）

- 改革的两大方向：调整扭曲的价格和实现内部良性循环。

图24：刘鹤：没有画上句号的增长奇迹（2008）——节选

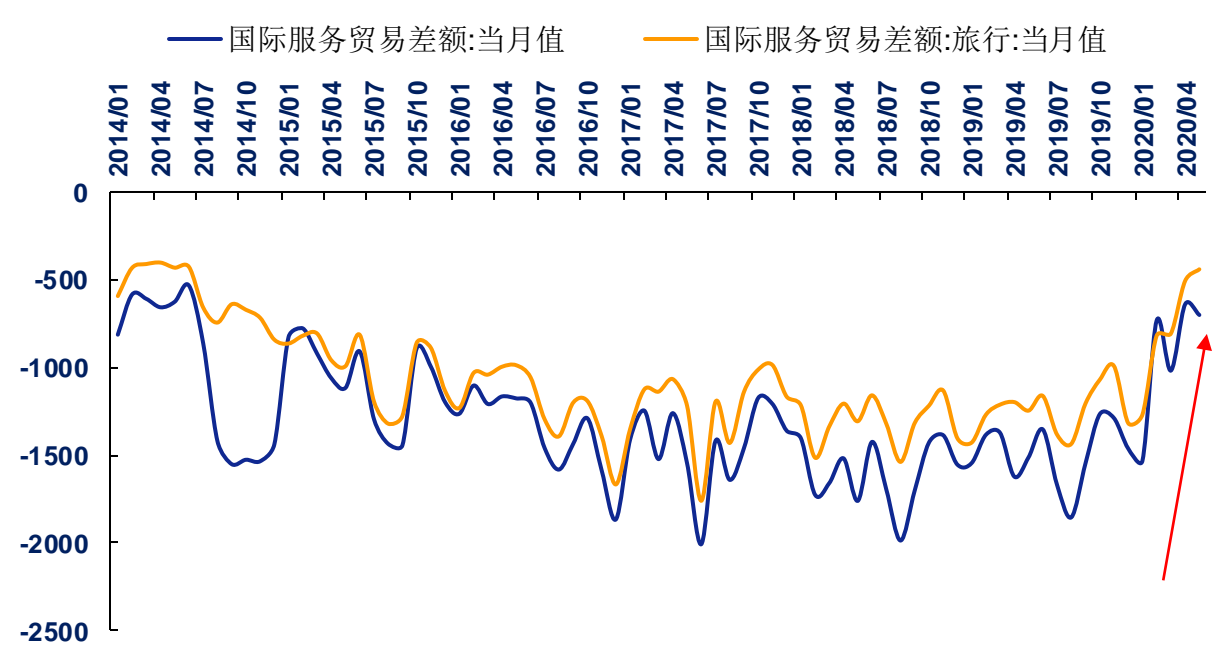
从全球生产要素价格相对变化的新特点和中国经济的新定位出发，未来改革主要包括调整扭曲的价格和实现内部良性循环两项内容。首先，要针对本轮经济周期中出现的价格扭曲现象不失时机地加快价格改革，使初级产品、土地、劳动、资本的价格能够真实反映均衡的市场供求关系和补偿外部成本，从而使增长具有内生性。其次，要从人的生存和实现社会安

资料来源：中国经济50人《看三十年：回顾与分析》（2008），安信证券研究中心

大循环需求侧抓手：构建完整内需体系

- 培育高端消费，将旅行逆差转化为免税店收入——免税消费政策
- 挖掘内需潜力，坚持“房住不炒”——以强化调控为主基调的房地产政策

图25：旅行是中国服务贸易项的主要逆差来源，随着疫情的发展该项逆差已经大幅收窄



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表3：近期各地出台的房地产政策以强化调控为主基调

时间	地区/出处	要点
7月6日	宁波	加大楼市调控力度
7月8日	海南	整治查处房地产市场违规行为
7月15日	深圳	加大楼市调控力度
7月21日	长春	放宽二手住房交易限售
7月22日	南京	加大楼市调控力度
7月24日	东莞	加大楼市调控力度
7月24日	房地产工作座谈会	坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段
7月30日	政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位

资料来源：新浪新闻，新华社，安信证券研究中心

大循环供给侧抓手：产业链现代化攻坚战

- 维护产业链稳定性，自主可控弥补短板——信创、芯片、网络安全、创新药、高端装备
- 扩大领先优势，锻造长板—— 5G、互联网应用、人工智能、新能源汽车、北斗导航

表4：《若干政策》中对集成电路和软件产业的财税支持

政策	具体要点
企业所得税	(一) 国家鼓励的集成电路线宽≤28纳米+经营期>15年的集成电路生产企业或项目，第一年至第十年免征企业所得税；线宽≤65纳米+经营期>15年， 第一年至第五年免征企业所得税，第六年至第十年按照25%的法定税率减半征收企业所得税 ；线宽≤130纳米+经营期>10年， 第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照25%的法定税率减半征收企业所得税 ；线宽≤130纳米的集成电路生产企业纳税年度发生的亏损，准予向以后年度结转， 总结转年限最长不得超过10年 。生产企业优惠期自获利年度起计算；生产项目优惠期自项目取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起计算。
	(二) 国家鼓励的集成电路设计、装备、材料、封装、测试企业和软件企业，自获利年度起， 第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照25%的法定税率减半征收企业所得税 。
	(三) 国家鼓励的重点集成电路设计企业和软件企业， 自获利年度起，第一年至第五年免征企业所得税，接续年度减按10%的税率征收企业所得税 。
	(四) 国家对集成电路企业或项目、软件企业实施的所得税优惠政策条件和范围，根据产业技术进步情况进行动态调整。集成电路设计企业、软件企业在本政策实施以前年度的企业所得税，按照国发〔2011〕4号文件明确的 企业所得税“两免三减半”优惠政策执行 。
增值税	(五) 继续实施集成电路企业和软件企业增值税优惠政策。
进口关税	在一定时期内，集成电路线宽小于65纳米（含）的逻辑电路、存储器生产企业，以及线宽小于0.25（六）微米（含）的特色工艺集成电路生产企业（含掩模版、8英寸及以上硅片生产企业）进口自用生产性原材料、消耗品，净化室专用建筑材料、配套系统和集成电路生产设备零配件， 免征进口关税 ；集成电路线宽小于0.5微米（含）的化合物集成电路生产企业和先进封装测试企业进口自用生产性原材料、消耗品， 免征进口关税 。
	(七) 在一定时期内，国家鼓励的重点集成电路设计企业和软件企业，以及第（六）条中的集成电路生产企业和先进封装测试企业进口自用设备，及按照合同随设备进口的技术（含软件）及配套件、
	(八) 备件，除相关不予免税的进口商品目录所列商品外， 免征进口关税 。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》

表5：国内北斗系统发展现状（核心性能指标）

分类	数量/金额
国产北斗兼容型芯片及模块	>1亿片
国内卫星导航定位终端产品	>4.6亿台
运营车辆	>650万辆
邮政快递车辆	4万辆
公交车（36城）	8万辆
应用北斗系统设备及系统	内河导航设施 3200座
海上导航设施	2900座
北斗农机自动驾驶系统	>2万台/套
渔船和执法船	7万艘
由民政系统推广的北斗终端	>4.5万台
国产北斗高精密产品年营收（“一带一路”沿线国家级地区）	>1亿元

资料来源：安信证券研究中心整理

大循环供给侧抓手：产业链现代化攻坚战

- 扩大有效投资，重点支持“两新一重”：新型基础设施建设、新型城镇化建设（旧改）、重大工程建设（交通、水利）以及重大区域发展战略

图26：7大“新基建”领域



表6：九大区域发展战略和落实国家重大区域发展战略重要举措

落实重大区域战略	重要举措
西部大开发	深入落实《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，延续西部大开发企业所得税优惠政策，修订西部地区鼓励类产业目录，推动形成新时代西部大开发政策体系。
东北振兴	编制东北振兴重点项目三年滚动实施方案，出台推进东北地区国有企业混合所有制改革三年实施方案政策措施。切实落实减税降费政策，进一步优化东北地区营商环境。
中部崛起	制定实施新时代推动中部地区高质量发展的指导意见，健全推动中部地区崛起政策体系。完善中部地区崛起工作推进机制。
东部率先	大力实施稳外贸稳外资政策，率先推动高质量发展。
京津冀协同发展	牢牢把握北京非首都功能疏解“牛鼻子”，高质量高标准建设雄安新区。以城市副中心建设为契机，持续优化北京功能布局。
长江经济带发展	狠抓长江经济带生态环境警示片披露问题整改，扎实推进“4+1”工程。加快综合交通运输体系建设。强化创新转型绿色发展，扎实做好试点示范。加快推动长江保护法立法。
粤港澳大湾区建设	加快国际科技创新中心和综合性国家科学中心建设，推进前海、南沙、河套、横琴等重点平台规则衔接；以民生改善为重点促进大湾区居民交流交往。
长三角一体化发展	高标准建设长三角生态绿色一体化发展示范区。推进皖北承接产业转移集聚区、环太湖城乡有机废弃物处理利用示范区建设。加快建设长三角世界级港口群，构建一体化治理体系。
黄河流域生态保护和高质量发展	高标准编制黄河流域生态保护和高质量发展规划纲要，推动形成支撑黄河流域生态保护和高质量发展的规划和政策体系。谋划实施一批支撑黄河流域生态环境保护重大工程。

大循环生产端的资源配置：要素市场化改革

- 完善五个要素市场配置机制，以畅通国内循环、提升我国在国际循环中的竞争力。

表7：完善五个要素市场配置机制

要素类型	改革要点	改革措施
土地	增强土地管理灵活性	灵活产业用地方式，健全长期租赁、先租后让、入股等工业用地市场供应体系；完善产业用地政策，推动不同产业探索增加混合产业用地供给。 灵活土地计划指标管理，城乡建设用地供应指标使用应更多由省级政府负责；探索建立全国性的建设用地、补充耕地指标跨区域交易机制。
劳动力	引导劳动力要素合理畅通有序流动	畅通落户渠道，探索推动在长三角、珠三角等城市群率先实现户籍准入年限同城化累计互认。放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制，试行以经常居住地登记户口制度。
资本	完善多层次的资本市场制度	完善股市基础制度建设，制定出台完善股票市场基础制度的意见。 完善债券市场统一标准建设，统一公司信用类债券信息披露标准，对公司信用类债券实行发行注册管理制。
技术	激发技术供给活力，促进科技成果转化	激活产权激励，深化科技成果使用权、处置权和收益权改革，开展赋予科研人员职务科技成果所有权或长期使用权试点。 激活中介服务活力，培养一批技术转移机构和技术经理人，加快推进应用技术类科研院所市场化、企业化发展。建立国家技术转移人才培养体系。
数据	加快培育数据要素市场	通过制定出台新一批数据共享责任清单、探索建立统一的数据标准规范、支持构建多领域数据开发利用场景，全面提升数据要素价值。

产业链现代化优势方向：数字经济锻长板

- 要成为全球价值链上的“头雁”，中国需要在以下领域发力，进一步巩固自身优势地位。
- **5G**：新一轮科技革命的技术基础，目前中国5G的基站数量和用户数都为全球第一，华为、中兴、移动等企业积累了大量技术和专利。
- **互联网应用**：中国在电商、支付、短视频、直播等互联网应用中拥有独特的优势和经验，除了深耕国内市场外，还可以出海全球，将优势进一步放大。
- **人工智能**：新一轮科技革命和产业变革的重要驱动力量，广袤市场和丰富的数据量为我国人工智能企业累积数据优势。正帮助政务、安防、制造、金融、医疗、物流仓储等各个领域实现数字化转型。
- **新能源汽车**：通过对新能源汽车的提前规划部署和大力的补贴，中国已经逐步瓦解了建立在内燃机产业链上的旧秩序，收获了一条完整的产业链，包括车企（比亚迪、上汽、蔚来），电池（宁德时代、比亚迪），自动驾驶、车载系统（百度阿波罗、阿里斑马、华为）等，智能驾驶将是下一个需要攻占的战略制高点。
- **北斗导航**：北斗三号工程建设提前半年完成，核心器部件国产化率达到100%，已全面服务交通运输、公共安全、救灾减灾、农林牧渔、城市治理等行业。2035年前，将建成更加泛在、更加融合、更加智能的国家综合定位导航授时体系。

券商：在未来的资本市场中具有战略价值

- 资本市场已经成为中国经济资源市场化配置的重要平台。截至2018年末，上市公司总数达到3749家，市值总额达到人民币约为59万亿元；我国债券托管量为约为87万亿元，占GDP的比例达到约87%。近年来，上市公司营业总收入相当于同期全国GDP的一半，利润总额相当于同期全国规模以上工业企业总数的四成以上，上市公司日益成为中国经济体系的重要组成部分，行业布局由以传统工商业为主转向以制造业、电信、电子、能源、石化、金融、交通等基础和支柱产业。

表8：交易所市值和上市公司数量统计表

时间	2014	2015	2016	2017	2018	2019
股票市场市值（万亿元）	37	53	51	57	43	59
上市公司数量（家）	2, 613	2, 827	3, 052	3, 485	3, 583	3749
债券托管量（万亿元）	29	35	44	51	77	87
GDP（万亿元）	64	69	74	83	90	99
股票市值/GDP（%）	58%	77%	68%	69%	48%	60%
债券托管量/GDP（%）	45%	51%	59%	62%	86%	87%

券商：在未来的资本市场中具有战略价值

- **趋势一：行业集中度提升。**金融行业中券商集中度最低，小券商难以做大、大券商难以做强。为了与国际投行巨头竞争，尽快推进并购重组，提升行业集中度，做大做强是大势所趋。
- **趋势二：直接融资战略地位提升。**资本市场改革快速推进，科创板、创业板均已实现注册制，投行业务弹性大的券商龙头将直接受益于注册制改革。
- **趋势三：海外公司回流A股上市。**海外公司、中国独角兽上市有望带来更大投行业务弹性。

图27：中概股回流香港，红筹股回流A股



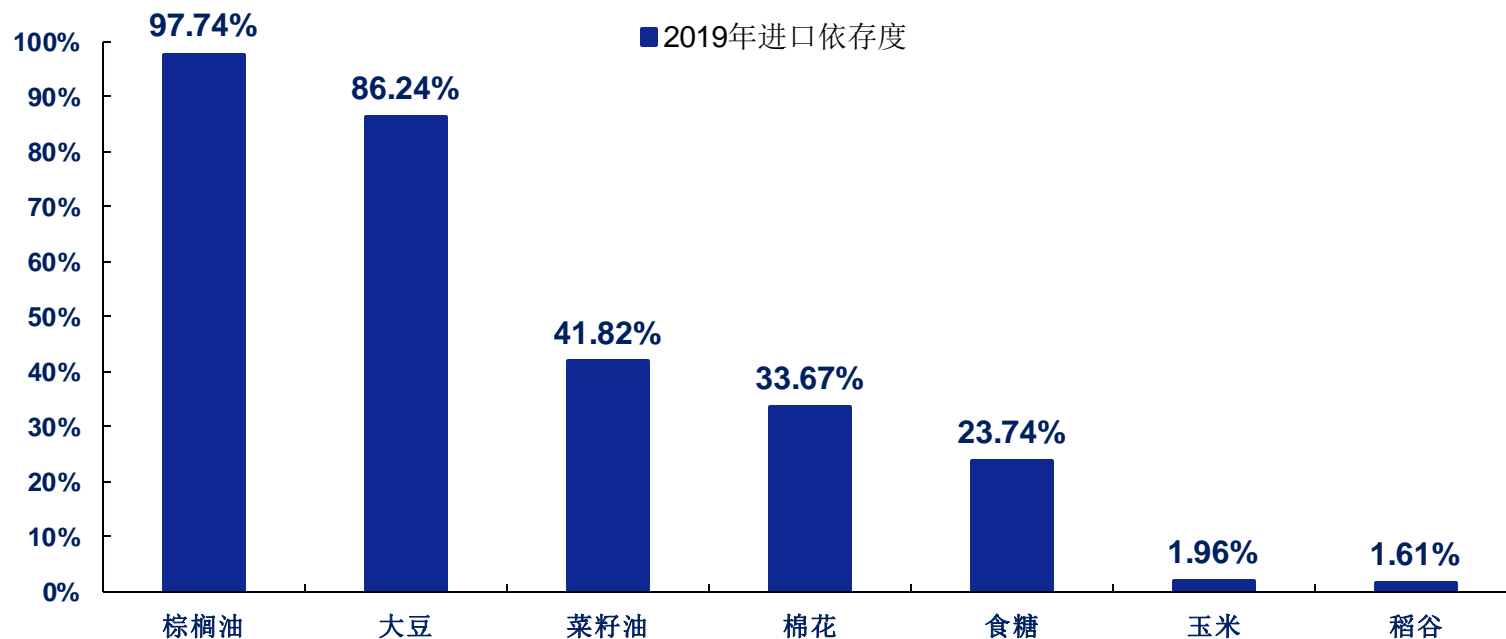
双循环的安全保障：国防军工

- 军工行业受宏观经济波动影响较小，十四五期间受益最具确定性。安信军工团队预计2020年增长在15-20%。主要由于：
 - ✓ 国防建设属于公共消费，政治局会议明确合理增加公共消费，2020年国防预算增速6.6%，行业投入和资金沉淀充足。
 - ✓ 主战装备列装势头较快；
 - ✓ 军改影响逐步消除，此前影响的订单和回款预计未来同比增长相对加快；
 - ✓ 军工体制改革提升企业经营效率，行业里不适应发展需要的制度、体系得以逐步改革，生产效率得以改善。且股权激励有进一步推进的迹象，在价格改革的压力下，企业降低成本和费用的意愿将增强。
- 建议关注：十四五期间需求迫切，行业呈现高景气的航空装备板块和航天相关特种装备板块，以及成长性突出、具有估值提升空间的国防信息化板块。

“国内大循环”的底线保障：粮食与能源安全

- 在维护粮食安全方面，我国一贯重视维护主粮安全，主粮库存储备较多且基本能够实现自给自足。但部分农产品的进口依存度较高。要降低这些农产品对海外的依赖，调整国内转基因政策、增强国产大豆、棉花等品种的竞争力是关键的一环，自去年年底以来我国转基因政策出现松动，进入2020年草地贪夜蛾扩散情况日益严峻，中国对自主可控的转基因种业需求日益迫切，未来建议关注生物育种板块相关机会。

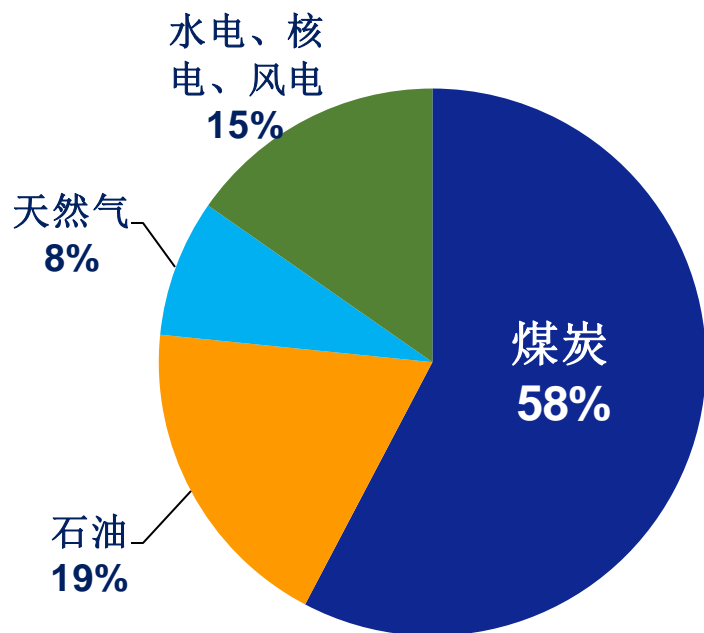
图28：2019年农产品进口依存度最高的是棕榈油、大豆和菜籽油



“国内大循环”的底线保障：粮食与能源安全

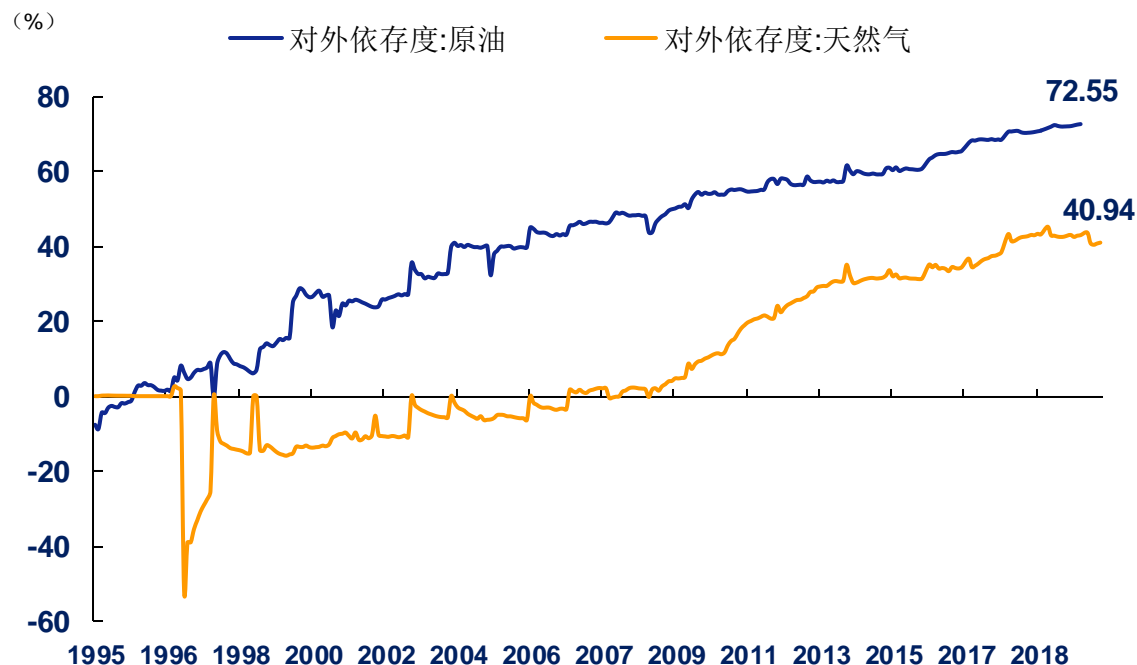
- 在我国当前的能源结构中，石油和天然气占据19%和8%的比例，但两者的进口依存度一直在持续上升，2019年末已经分别高达72.55%和40.94%。

图29：石油和天然气占我国能源结构的27%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图30：石油和天然气进口依存度持续上升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

“国内大循环”的底线保障：粮食与能源安全

- 从石油来源来看，大多来自中东和非洲地区，运输通道以海上为主，能源供给的安全性容易遭受威胁。
- ①通过分散石油供给的来源和运输路径，②适应我国“富煤、少油、有气”的资源禀赋，准备好“煤变油”的后备技术和供应链（国家能源集团目前拥有世界唯一一条百万吨级煤直接液化生产线）。③大力发展新能源产业，以光伏、风电+新能源车、充电桩的组合尽可能多的替代我国对油气的需求。

图31：2012年中国石油进口比例和主要路线

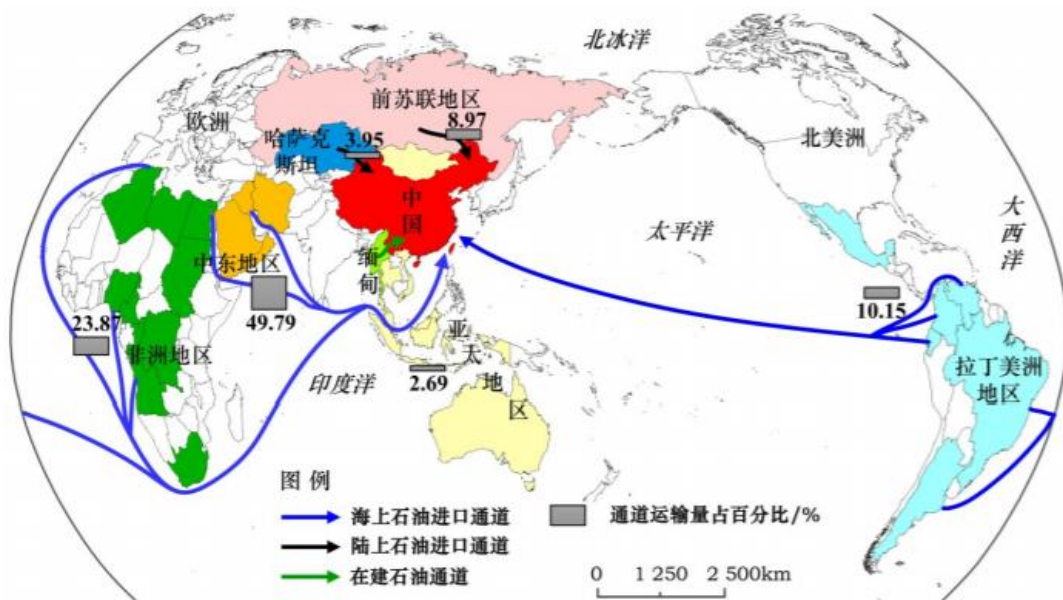
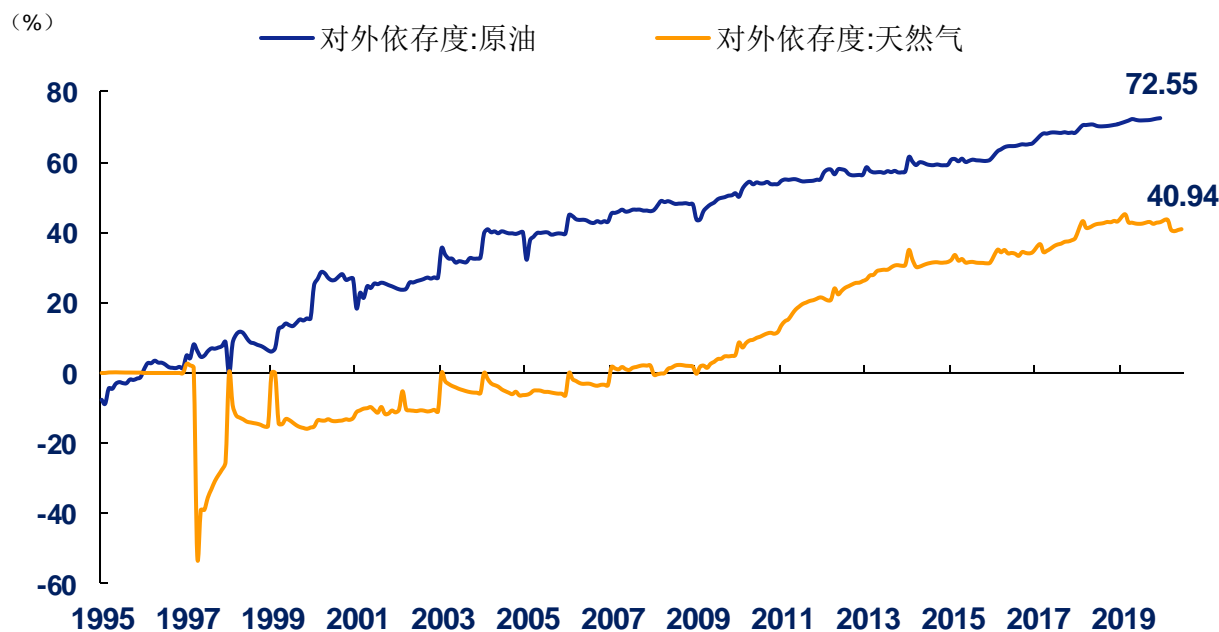


图32：2012年中国各石油运输通道份额占比



资料来源：CNKI，安信证券研究中心

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

资料来源：CNKI，安信证券研究中心

双循环：继续扩大开放，多边贸易谈判加快

- “7月21日总书记在企业家座谈会上发表重要讲话时强调：“以国内大循环为主体，绝不是关起门来封闭运行，而是通过发挥内需潜力，使国内市场和国际市场更好联通，更好利用国际国内两个市场、两种资源，实现更加强劲可持续的发展。”
- 可以看到“国内大循环”是为世界变局所做的前瞻部署，决不应该理解为“闭关锁国”。美国特朗普政府在退出TPP、瘫痪WTO之外，还在修订后的美加墨协定中设置“毒丸条款”，意图将中国排挤出全球供应链之外。因此，中国不但不能自我封闭，反而应该继续扩大开放，在欧美经济遭到疫情重创之际，加速多边贸易谈判步伐。
- 今年有望在签署中国—欧盟投资协定（BIT），区域全面经济伙伴关系（RCEP）、并在中日韩自贸协定（FTA）和中韩自贸协定第二阶段谈判中取得重大进展。

预计“国内大循环”成为十四五关键政策指引

- 新冠疫情、中美贸易战都只是引发逆全球化风潮的短期和偶发因素，但“百年未有之大变局”的到来却具有必然性和长期性。从7月30日政治局会议的表态来看，我们的政策将以“持久战”为标准进行部署。我们预计“国内大循环”将成为“十四五规划”和“二〇三五年远景目标”的关键政策指引，二者将在今年10月召开的第十九届五中会议中讨论。

图33：十三五规划发布前后市场表现



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图34：十二五规划发布前后市场表现



资料来源：Wind，安信证券研究中心

“大循环”的投资线索

- “国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”有望成为我国“十四五规划”和“2035远景目标”的关键政策指引，影响未来多年的系列政策制定。可能为中国经济和A股市场带来巨大的影响。建议投资者积极把握：
自主可控、扩大优势、新基建、高端消费、消费升级、国防军工、能源安全、粮食安全、资本市场改革九大受益方向的投资机会。

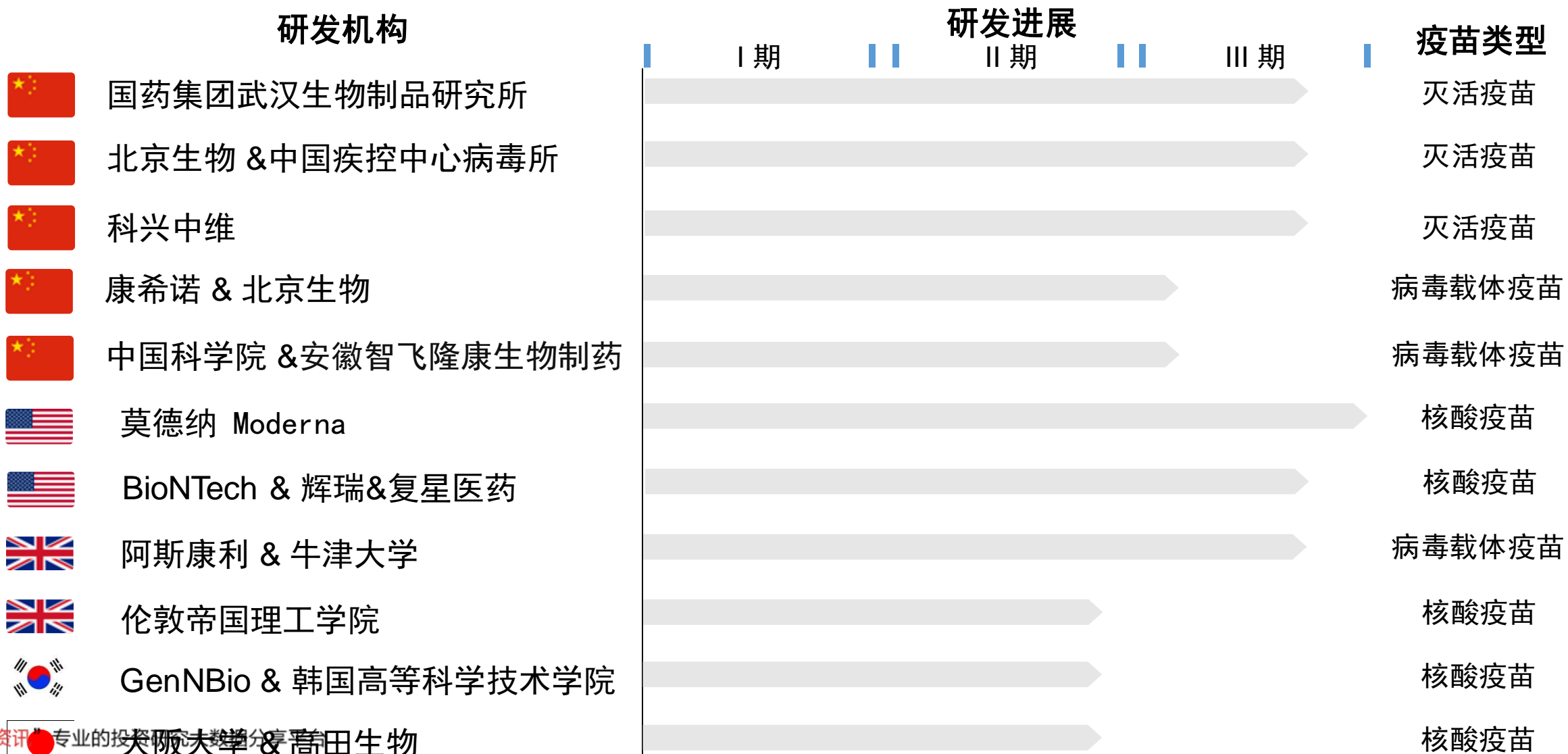
表9：“国内大循环”九大受益方向相关公司

方向	领域	相关公司
自主可控	信创	金山办公、诚迈科技、中国软件、东方通、太极股份 等
	网络安全	深信服、南洋股份、启明星辰、绿盟科技、中孚信息 等
	芯片	韦尔股份、闻泰科技、卓胜微、兆易创新、中微公司 等
	创新药	恒瑞医药、长春高新、我武生物、药明康德、凯莱英、药石科技 等
扩大优势	高端装备	埃斯顿、克来机电、拓斯达、伊之密、博实股份 等
	5G应用	四维图新、中科创达、德赛西威、千方科技、万集科技 等
	人工智能	科大讯飞、中科曙光、浪潮信息、海康威视、大华股份 等
	新能源汽车	宁德时代、比亚迪、当升科技、璞泰来、恩捷股份 等
新基建	数据中心	宝信软件、数据港、新易盛、中际旭创
	云计算	金山办公、广联达、用友网络、恒生电子、石基信息 等
	充电桩	许继电气、国电南瑞、特锐德 等
高端消费	免税消费	中国中免、王府井、凯撒旅游、众信旅游、格力地产 等
消费升级	小家电	新宝股份、小熊电器、石头科技、九阳股份、苏泊尔 等
	小食品	良品铺子、三只松鼠、妙可蓝多、青岛啤酒 等
	化妆品	珀莱雅、丸美股份、上海家化、青松股份 等
	家装	全筑股份、海鸥住工、惠达卫浴、帝欧家居、科顺股份 等
国防军工	航空装备	中直股份、中航高科、中航沈飞、利君股份、航发动力、中航机电 等
	航天相关特种装备	航天电器、菲利华、天箭科技、红相股份等
	国防信息化	振华科技、亚光科技、航天发展、睿创微纳、七一二 等
能源安全	光伏	隆基股份、通威股份、锦浪科技、福斯特、福莱特 等
	能源互联网	良信电器、国电南瑞、正泰电器 等
粮食安全	生物育种	隆平高科、大北农、荃银高科、登海种业 等
资本市场改革	券商龙头	中信证券、华泰证券、国金证券、中信建投 等

三、走向后疫情时代



疫苗问世将推动市场展望后疫情时代



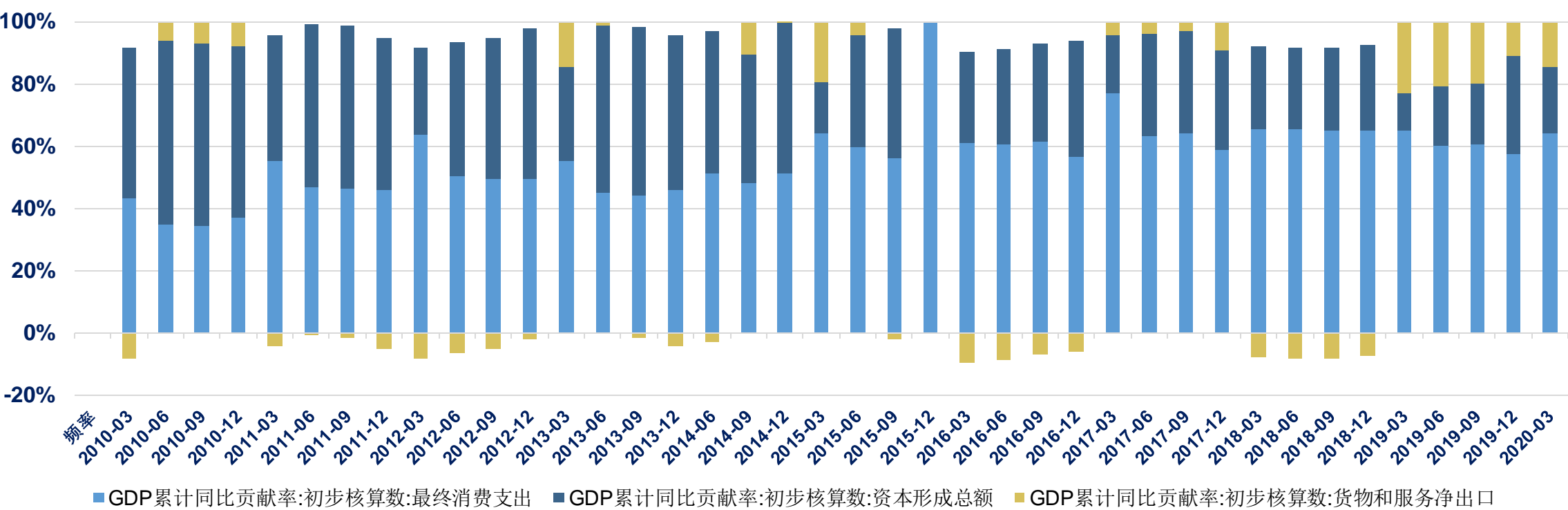
后疫情时代

受益于疫情	疫情后继续维持高增长	服务器、云计算等相关企业
		部分农业企业（养殖）
		游戏
		服务类公司：顺丰快递、美团点评
		呼吸机、检测、防疫相关的医药企业
受损于疫情	疫情后回落	疫情期间受益的部分速冻食品、小家电企业
	快速恢复中	工程机械
		医疗服务
		食品饮料（白酒、调味品等）
		消费电子
		光模块、IDC
		光伏
		消费建材
		装配式建筑
		军工
		计算机（信创）
	四季度有反弹	钢铁、水泥等周期性行业
		地产、银行
		电影、餐饮等行业
	下半年有望追回	创新药
		教育
		白电
		交通运输
		酒店、旅游
	明年有望反转	实体零售
		纺织服装
	中长期受损	中小企业

消费是未来经济修复主力

- 从三大需求角度来看，消费支出对GDP的贡献率从2010年12月的37.3%提升到2019年12月的57.8%。
- 而资本形成总额从2010年12月的54.8%下降到到2019年12月的31.2%。

图35：消费支出对GDP的贡献率和拉动不断提升



消费板块子行业景气矩阵图

表10：消费板块子行业景气矩阵图

增速 (平均)	历史平均估值	龙头估值 (2020)	行业空间	行业增长时间	行业代表	目前景气阶段	排序	排序理由
15%-20%	35	45	缓慢扩容	1-2年	白酒	景气中后期	超配	四季度有望应该来景气边际提升
15%-20%	50	75	缓慢扩容	5-10年	调味品	持续景气周期上	低配	估值高，回调后可考虑参与
20%-30%	40-50	70	缓慢扩容	2-3年	小家电、小食品	景气后期	低配	上半年受益于疫情，短期透支未来涨幅
20%-30%	50	80	快速提升	5-10年	教育	成长景气周期初期	标配	估值高，回调后可考虑参与
30%-40%	20	30-50	快速提升	2-3年	消费建材	成长景气周期初期	超配	高景气+合理估值
增速非线性	60	80-100	快速提升	10年	创新药	成长景气周期初期	标配	估值高，回调后可考虑参与
周期性	15	15-20	小	1-2年	白电	成熟景气周期拐点阶段	标配	预计明年有望迎来反转，目前估值较低

科技板块子行业景气度矩阵图

表11：科技板块子行业景气矩阵图

增速	历史平均估值	估值（2020）	行业空间	行业增长时间	行业代表	目前景气阶段	建议配置比例	理由
0-10%	20	15-25	缓慢扩容	1-2年	安防	景气前段	低配	景气度边际改善，估值低，但行业增速偏低
10-15%	50	40-60	缓慢扩容	2年	银行IT	景气前半段	标配	景气度高，但商业模式不佳
15-20%	40	40-70	缓慢扩容	5-10年	IDC	前中段	超配	赛道长，商业模式好
20-25%	30	30-40	缓慢扩容	2年	手机产业链	景气前半段	标配	存量竞争，需要新亮点如VR
25-30%	40	60	快速提升	5年	物联网模组	景气前半段	超配	行业持续增长，赛道长，龙头高增长
30-40%	20X PS	20X PS	快速提升	10年	SaaS	景气前半段	超配	赛道长，商业模式好，市值空间大
40-50%	40	60	快速提升	3年	TWS	景气中段	超配	TWS渗透率低，高增长，板块内相对优势明显
周期性	40	60	结构性升级	2年	光模块	景气前半段	低配	行业景气度高，周期属性

复苏+格局优化：部分传统行业上市公司ROE上升

表12：ROE上升的传统周期成长板块代表细分

一级行业	三级行业	净资产收益率ROE(TTM)(整体法) (%)						20H1环比19 增长
		2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	
机械	高空作业车	19.54	17.42	17.22	20.00	23.90	25.13	1.23
机械	工程机械Ⅲ	-1.92	-2.76	4.95	9.22	13.63	16.04	2.40
机械	叉车	13.41	12.68	12.58	14.93	15.53	15.66	0.12
电力设备及新能源	太阳能	8.13	8.51	8.03	3.72	7.81	10.20	2.39
基础化工	食品及饲料添加剂	11.08	13.76	12.40	9.41	9.43	9.80	0.37
电力设备及新能源	核电	10.07	11.70	10.45	10.28	9.20	9.72	0.53
电力设备及新能源	风电	11.87	10.27	8.03	5.99	6.54	7.55	1.01
机械	光伏设备	7.19	8.78	17.18	14.80	6.32	6.90	0.58
电力设备及新能源	电力电子及自动化	12.52	10.70	11.21	8.40	5.52	5.93	0.41
机械	矿山冶金机械	-0.80	-9.23	3.76	3.27	5.65	5.84	0.19
机械	基础件	5.29	6.13	8.05	7.40	4.06	5.47	1.41

复苏+人民币升值

- **人民币近期走高：**美元走弱、中美利差加大、国内经济复苏等使得人民币资产吸引力提升，美元兑人民币中间价升破6.90关口。
- **受益板块：**持有大量美元债务或人民币升值有利于降低其生产/经营成本的行业最为受益，建议关注航空、造纸等板块。

图36：近期美元兑人民币中间价升破6.90关口



表13：主要航空公司汇兑收益与人民币兑美元升值（+1%）敏感性分析

航空公司	2020/06/30	2019/12/31
	净利润增加（亿元）	净利润增加（亿元）
中国国航（932亿市值）	4.3	4.4
东方航空（704亿市值）	3.2	3.3
南方航空（788亿市值）	4.1	4.3
海航控股（275亿市值）	2.8	3.1
春秋航空（407亿市值）	0.0	0.0
吉祥航空（215亿市值）	0.2	0.1

市场展望：牛市没有结束，还将再攀高峰

- A股长牛的核心逻辑是转型升级和资产配置。
- A股中期逻辑也没有破坏：全球流动性宽松、中国复苏趋势占优、A股在资产配置中具吸引力。
- A股牛市没有结束，还将呈现震荡上行走势。
- 国内政策收紧：“早收”好于“晚收”，有利长牛。
- 美国大选不确定：但双循环是确定。
- 科技、医药、消费需要进一步优化精选，金融中首选券商，周期中寻找成长股。
- 走向后疫情时代，寻找“复苏+”逻辑：复苏+格局优化，复苏+人民币升值等
- 风险提示：全球经济显著低于预期等。

致谢！

安信证券研究中心 策略团队

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



分析师声明

■ 分析师声明

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

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

免责声明

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

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

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

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

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

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

联系方式

上海联系人

潘艳 18930060852
侯海霞 13391113930
朱贤 13901836709
李栋 13917882257
刘恭懿 13916816630
孙红 18221132911
苏梦 13162829753
秦紫涵 15801869965
陈盈怡 13817674050
徐逸岑 18019221980

北京联系人

张莹 13901255777
张杨 15801879050
温鹏 13811978042
刘晓萱 18511841987
王帅 13581778515
游倬源 010-83321501

深圳联系人

张秀红 0755-82798036
侯宇彤 18210869281
胡珍 13631620111
范洪群 18926033448
聂欣 13540211209
杨萍 0755-82544825
黄秋琪 13699750501
喻聪 18503038620
马田田 18318054097

panyan@essence.com.cn
houhx@essence.com.cn
zhuxian@essence.com.cn
lidong1@essence.com.cn
liugy@essence.com.cn
sunhong1@essence.com.cn
sumeng@essence.com.cn
qinzh1@essence.com.cn
chenyy6@essence.com.cn
xuyc@essence.com.cn
zhangying1@essence.com.cn
zhangyang4@essence.com.cn
wenpeng@essence.com.cn
liuxx1@essence.com.cn
wangshuai1@essence.com.cn
youzy1@essence.com.cn
zhangxh1@essence.com.cn
houyt1@essence.com.cn
huzhen@essence.com.cn
fanhq@essence.com.cn
niexin1@essence.com.cn
yangping1@essence.com.cn
huangqq@essence.com.cn
yucong@essence.com.cn
matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

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

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层
邮编： 200080

北京市

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