



2020 年 06 月 11 日

**分析师：康崇利**

执业编号：S0300518060001  
电话：010-66235635  
邮箱：kangchongli@yqzq.com

**分析师：殷越**

执业编号：S0300517040001  
电话：021-51782237  
邮箱：yinyue@yqzq.com

**近期报告**

《【粤开策略解盘】如何看待现阶段市场的运行节奏-0605》2020-06-05

《【粤开策略大势研判】红筹回归叠加估值回测，助力沪指上攻三千点区域》2020-06-07

《【粤开策略解盘】两方面布局确定性行情-0608》2020-06-08

《【粤开策略解盘】如何看待美股的强势反弹-0609》2020-06-09

《【粤开策略】蛟龙起久蛰，牛市蓄力时——A股2020年中期投资策略》2020-06-11

**投资策略研究****【粤开策略深度报告】四维把握下半年行业配置方向****投资要点****上半年，行业表现面面观**

**（一）板块轮动明显，行业配置意义凸显。**2019 年 12 月以来 A 股估值修复，尤其是科技股在盈利拐点的预期之下涨势强劲。1 月下旬，突发公共卫生事件超出市场预期，A 股回调，医药生物、线上办公、线上娱乐等板块表现出了较强的韧性；3 月初，市场预期外需萎缩对 A 股形成二次冲击，叠加油价、美股大幅下挫，联动效应下 A 股二次大幅回调，医药、农林牧渔、食品饮料等防御性品种，以及受益于政策支持的新老基建板块相对抗跌，科技股回调明显；3 月下旬，国内疫情控制卓有成效，政策环境较为宽松，扩内需方向明确，同时海外的流动性风险有所缓解，A 股触底反弹，前期受疫情影响较大的可选消费、餐饮旅游等板块迎来复苏，科技股弹性凸显；5 月中旬，中美经贸问题再起波澜，叠加疫情下国际产业链有望重塑，我国科技企业面临国产化替代的历史机遇；5 月下旬以来，随着两会的闭幕，相关政策进入兑现期，对股价形成支撑；美股走势强劲，A 股上行趋势明确。

**（二）市场风格转向中小票。**2020 年 1 到 5 月，创业板指领涨大盘，涨幅 16.05%，上证 50 表现较弱，下跌 8.38%。从行业看，上证 50 权重股中包含大量银行、非银金融板块的股票，而在经济衰退周期的预期下，金融板块表现欠佳；从市场风格角度看，今年上半年市场风格较去年有所转变，中小创接棒大盘蓝筹，成为行情主力军。

**（三）非周期性行业异军突起。**今年上半年行情主线在于消费、医药、科技以及基建，除农林牧渔外，周期性行业表现不佳。

**四维把握行业配置方向：估值水平、政策方向、盈利预期、外资流向**

下半年的经济环境以及外部因素等方面依旧存在诸多不确定性，市场震荡或将延续。踏准市场节奏、把握结构性机会依旧是能否取得超额收益关键所在，探寻市场的确定性逻辑能为行业配置提供方向。

**（一）行业估值具备修复空间。**通过近 15 年以来的估值数据回测，横向、纵向比较各行业的估值情况(2005/6/10-2020/6/10)。大盘指数看，上证 50 和沪深 300 的 PE (TTM) 分别为 9 倍和 12 倍，接近历史最低 PE (TTM) 值 7 倍和 8 倍，A 股整体估值水平较低。行业方面，横向比较计算机、休闲服务、国防军工的估值较高；银行、房地产、建筑装饰等周期性行业估值较低。纵向比较，仅计算机、休闲服务、医药生物等少数行业的估值水平高于中位数，多数行业估值处于历史偏低水平，高估值行业多集中于年内涨幅较大的热门行业。在本轮上涨中，热门行业的估值修复明显，后续依旧存在修复动力：医药、食品饮料受疫情扰动较小，整体表现较为稳健；当前国内疫情控制较好，前期受影响较大的休闲服务、汽车等可选消费品种业绩改善预期增强；计算机、通信成长属性明显，伴随着资本市场改革不断向纵深发展，我国资本市场将日益成熟，带动估值持续修复。

**（二）政策预期主导主题方向。**预计政策环境整体仍将维持宽松，政策预期主要体现在两方面：逆周期政策将持续发力；资本市场改革将进一步深化。1、



**逆周期政策具备加码空间。**由于政策向宽货币、宽信用的传导存在一定时滞，我们认为短期货币政策并不具备大幅收紧的基础。以 2008 年为例，央行自 2008 年 9 月到年底接连进行 4 次降准及 5 次降息，金融机构各项贷款余额自 10 月有所回升，M2 和 PMI 于 11 月出现拐点。预计后续货币政策的大方向仍将维持宽松，具体方式将根据经济运行情况相机抉择。财政政策工具丰富，将成为逆周期调节的主力军，使宽货币到宽信用渠道进一步打通，在外需疲弱的情况下，拉动投资与消费，从而扩内需带动经济回暖。

**2、资本市场改革持续升温，夯实制度基础。**政府工作报告中提及推进要素市场化配置改革，金融委发布 11 条金融改革措施定调改革方向，资本市场改革持续升温。注册制改革持续推进，新三板深化改革加速推进，另外研究引入单次 T+0 交易、明确红筹回归科创板等政策密集发布，我国资本市场改革进入快车道，中长期利好健康生态环境构建，夯实 A 股长牛慢牛制度基础

**（三）盈利季度边际改善预期较强，全年业绩仍需验证。**随着逆周期政策对冲力度加码以及疫情的有效控制，居民生产、生活逐步恢复，上下游产业链得以修复，A 股盈利有望回归原有周期轨迹，二季度的业绩边际改善预期较强。三季度不确定性较大，前期的政策刺激效果进入到验证阶段，美股不排除存在再度杀估值的可能，10 月美国大选面临冲刺，中美经贸关系复杂多变，全年业绩仍需验证。对于业绩的把握节奏，我们认为可以三季度看边际改善预期较强的行业，如可选消费、餐饮旅游、酒店交运等；年底回归全年确定性较高的行业，如食品饮料、医药、农业等刚需品种。

**（四）外资持续流入大势所趋。**资本市场对外开放力度加大，叠加 A 股估值仍有提升空间，外资持续流入的大趋势不会改变。A 股扩容正当时，未来 5-8 年，外资有望净流入 A 股 2-4.5 万亿元，每年净流入规模达 2500-9000 亿元。目前外资的重仓行业消费居多，包括家电、休闲服务、食品饮料等，随着外资的流入，权重龙头的估值有望进一步修复。

#### 从政策红利及行业景气度布局投资主线

##### （一）政策红利驱动：新老基建、金融、区域经济、国企改革。

**1、扩内需的关键仍在基建投资。**基建投资政策持续积极，成为扩大有效投资、托底经济增长的重要手段。传统基建方面，机械、建筑等行业将有望受益。新基建方面，尤其是 5G 建设，其建设周期长，随着 5G 建设的开展，通信相关企业业绩有望持续提升。5G 建设后期还会带动超高清、人工智能、工业互联网、虚拟现实等应用端投资及发展。

**2、宽松政策叠加改革预期，利好金融股。**券商、银行等服务性金融机构有望受益于较宽松的流动性环境；改革预期强烈对传统券商及金融科技品种均形成利好；金融行业估值偏低，存在估值修复空间；外资方面，金融受外资青睐。

**3、政策逐渐向区域经济倾斜，区域概念值得关注。**区域经济或将成为后续的重要政策方向之一，重点区域内的基建、高新技术及金融领域相关概念股有望得到提振，具体还应结合区域发展规划。

**4、把握国改政策红利下的估值修复机会。**国改主题受政策驱动的效应明显，三年行动方案呼之欲出，国企混改、重组、股权激励等措施有望加速落地，对国改概念形成催化。国企整体估值较低，政策催化下将迎估值修复良机。



## （二）行业景气上行：看好消费、科技

**1、必选消费业绩确定性高，可选消费边际改善预期强。**必选消费属刚需，受事件性因素扰动较小，全年业绩确定性高，可**重点关注食品饮料、医药、农业等行业**。可选消费一季度出现大幅滑坡，但二季度以来滞后需求回补，边际改善预期强烈，**重点关注汽车、家电、消费建材、旅游等**。扩内需政策持续加码，叠加促销活动及大额优惠券刺激，**新零售、直播平台、新能源车等新消费也将受益**。

**2、科技股仍处上升周期，国产替代迎来历史发展机遇。**科技股将在相当长的一段时间内保持行业景气度上行态势。2019 年年报体现出科技股发展势头较好，20Q1 业绩虽有冲击，但科创板亮点凸显，盈利增速实现逆势增长。在我国综合国力不断提升、产业升级不断推进背景下，科技创新将引领经济转型升级。公共卫生事件影响下，全球产业链有望重塑，叠加中美经贸关系再起波澜，我国科技企业面临国产化替代的历史机遇，**重点关注半导体、信息产业、高端制造等方面**。

**风险提示：政策效果不及预期，经济超预期下行，外围环境走弱**



## 目 录

一、上半年，行业表现面面观	5
(一) 板块轮动明显，行业配置意义凸显	5
(二) 市场风格转向中小票	6
(三) 非周期性行业异军突起	7
二、四维度把握行业配置方向	7
(一) 行业估值具备修复空间	7
(二) 政策预期主导主题方向	8
1、逆周期政策具备加码空间	9
2、资本市场改革持续升温，夯实制度基础	9
(三) 盈利季度边际改善预期较强，全年业绩仍需验证	10
(四) 外资持续流入大势所趋	11
三、从政策红利及行业景气度布局投资主线	13
(一) 政策红利驱动：新老基建、金融、区域经济、国企改革	13
1、扩内需的关键仍在基建投资	13
2、宽松政策叠加改革预期，利好金融股	14
3、政策逐渐向区域经济倾斜，区域概念值得关注	14
4、把握国改政策红利下的估值修复机会	14
(二) 行业景气上行：看好消费、科技	15
1、必选消费业绩确定性高，可选消费边际改善预期强	15
2、科技股仍处上升周期，国产替代迎来历史发展机遇	16

## 图表目录

图表 1：复盘 2020 年 1-5 月行业表现	6
图表 2：1-5 月重要指数表现	6
图表 3：2020 年 1-5 月各板块表现（申万一级行业）	7
图表 4：各个行业的估值情况	8
图表 5：08 年宽松周期中政策的传导过程	9
图表 6：黑天鹅扰动下，原有的盈利周期被打破	10
图表 7：A 股市场北上资金净流入情况	11
图表 8：各行业外资持仓情况（截止 6 月 10 日）	12
图表 9：5 月份以来各行业外资流入金额	12
图表 10：4、5 月份挖掘机销量同比大幅增加	13
图表 11：新基建发展运用空间广阔	14
图表 12：2015 年以来国企改革指数 PE（TTM）	14
图表 13：拆解大消费的空间潜力	15



## 一、上半年，行业表现面面观

2020 年初以来，在“黑天鹅”事件以及中美经贸关系再现扰动的影响下，A 股的投资主线呈现出三大特征：

### （一）板块轮动明显，行业配置意义凸显

2019 年 12 月以来，A 股走出一波估值修复行情，尤其是科技股，在盈利拐点的预期之下涨势强劲。1 月下旬，突发公共卫生事件超出市场预期，A 股大幅调整。“黑天鹅”事件打乱了企业盈利周期的节奏，扰动之下，**医药生物、线上办公、线上娱乐等板块表现出了较强的韧性**，引领春节后之后的一波反弹；

3 月初，海外疫情出现扩散，市场预期外需萎缩对 A 股形成二次冲击，外部环境方面，油价、美股大幅下挫，联动效应下 A 股出现大幅回调，**这一阶段医药、农林牧渔、食品饮料等防御性品种，以及受益于政策支持的新老基建板块相对抗跌，科技股回调明显**；

3 月下旬，国内疫情控制卓有成效，政策环境较为宽松，扩内需方向明确，同时海外的流动性风险有所缓解，A 股触底反弹，**前期受疫情影响较大的可选消费、餐饮旅游等板块迎来复苏，科技股弹性凸显**；

5 月中旬，中美经贸问题再起波澜，叠加疫情之下，国际产业链有望重塑，**我国科技企业面临国产化替代的历史机遇**；

5 月下旬以来，随着两会的闭幕，相关政策进入兑现期，对股价形成支撑，外围方面，美股走势强劲，纳指不仅收复了年初以来的失地，还接连创出历史新高，A 股上行趋势明确。





图表1：复盘 2020 年 1-5 月行业表现

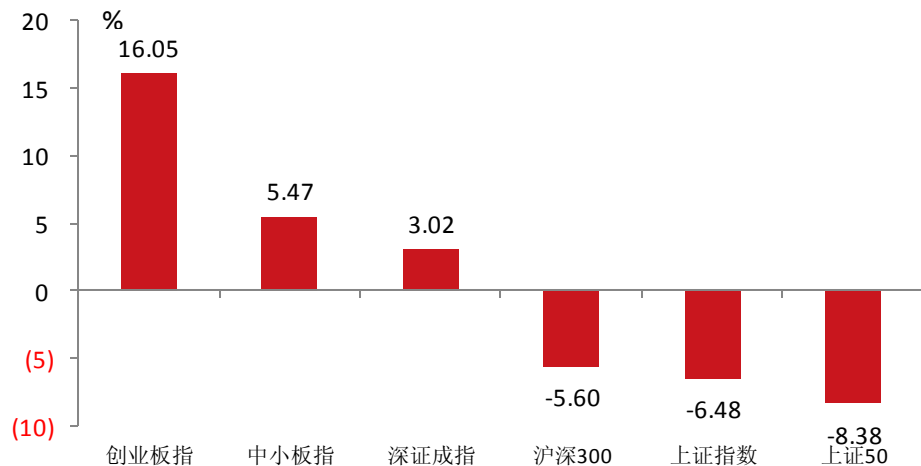


资料来源：wind、粤开证券研究院

## (二) 市场风格转向中小票

2020 年 1 月到 5 月，创业板指领涨大盘，涨幅 16.05%，上证 50 表现较弱，下跌 8.38%。从行业看，上证 50 权重股中包含大量银行、非银金融板块的股票，而在经济衰退周期的预期下，金融板块表现欠佳；从市场风格角度看，今年上半年市场风格较去年有所转变，中小创接棒大盘蓝筹，成为行情主力军。

图表2：1-5 月重要指数表现



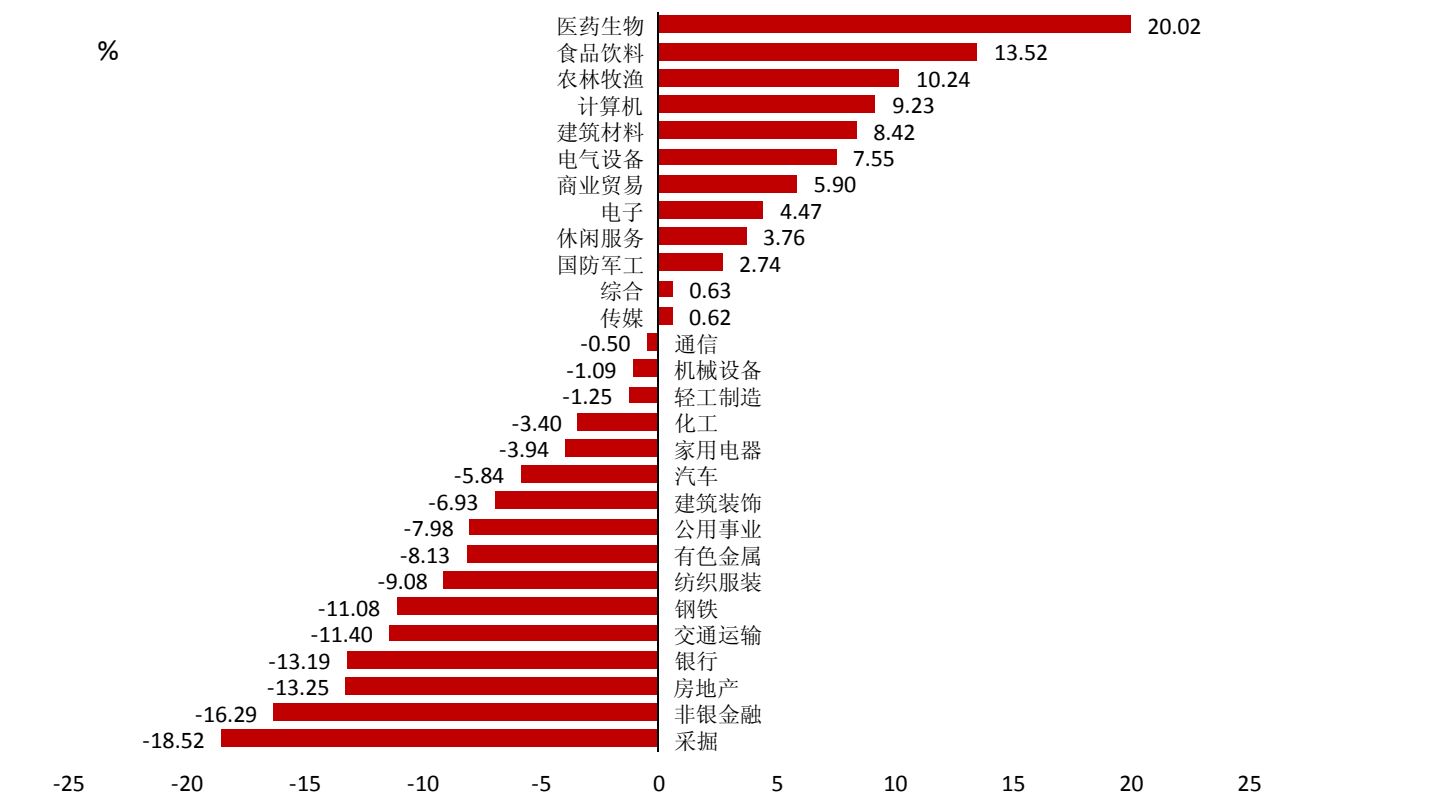
资料来源：wind、粤开证券研究院



### (三) 非周期性行业异军突起

除农林牧渔外，周期性行业表现不佳，非周期性行业异军突起。具体而言，2020年1月到5月，医药生物、食品饮料、农林牧渔、计算机、建筑材料等行业涨幅居前，分别上涨20.02%、13.52%、10.24%、9.23%、8.42%。从行业方面看，今年上半年行情主线在于消费、医药、科技以及基建，周期性行业整体表现欠佳。

图表3：2020年1-5月各板块表现（申万一级行业）



资料来源：wind、粤开证券研究院

## 二、四维把握行业配置方向

在公共卫生事件的影响下，下半年的经济环境以及外部因素等方面存在诸多不确定性，市场震荡或将延续。踏准市场节奏、把握结构性机会依旧是能否取得超额收益关键所在，我们认为可以通过自上而下和自下而上两个角度，从估值水平、政策方向、盈利预期、外资流向四个维度探寻市场的确定性逻辑，为行业配置提供方向。

### (一) 行业估值具备修复空间

通过近15年以来的数据回溯（2005/6/10-2020/6/10），我们梳理了申万行业以及上证50、沪深300指数的最高、最低PE（TTM），以及当前市场所处的估值位置情况，横



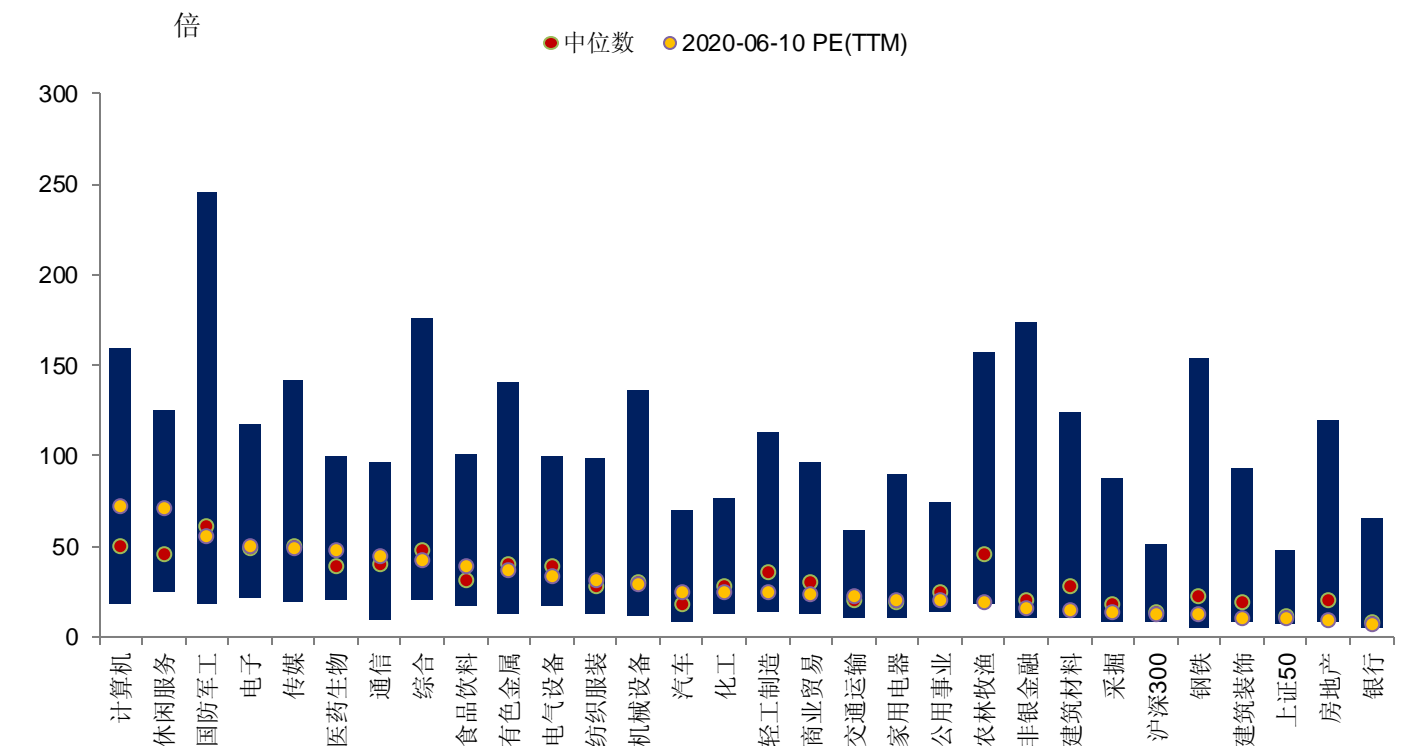
向、纵向比较各行业的估值情况。

大盘指数看，上证 50 和沪深 300 的 PE ( TTM ) 分别为 9 倍和 12 倍，接近 15 年以来历史最低 PE ( TTM ) 值 7 倍和 8 倍，目前 A 股整体估值水平较低。

行业方面，横向比较计算机、休闲服务、国防军工、电子、传媒的估值较高，分别为 72 倍、71 倍、55 倍、50 倍、49 倍；银行、房地产、建筑装饰、钢铁、采掘等周期性行业估值较低，分别为 6 倍、9 倍、9 倍、10 倍、12 倍。

纵向比较，仅有计算机、休闲服务、医药生物、通信、食品饮料、汽车等少数行业的估值水平高于中位数，多数行业估值处于历史偏低水平，高估值行业多集中于年内涨幅较大的热门行业。在本轮上涨中，热门行业的估值修复明显，后续依旧存在修复动力：医药、食品饮料受疫情扰动较小，整体表现较为稳健；当前国内疫情控制较好，前期受影响较大的休闲服务、汽车等可选消费品种业绩改善预期增强；计算机、通信成长属性明显，伴随着资本市场改革不断向纵深发展，我国资本市场将日益成熟，带动估值持续修复。

图表4：各个行业的估值情况



资料来源：wind、粤开证券研究院

## (二) 政策预期主导主题方向

公共卫生事件影响下，预计政策环境整体仍将维持宽松，政策预期主要体现在两方面：逆周期政策将持续发力；资本市场改革将进一步深化。

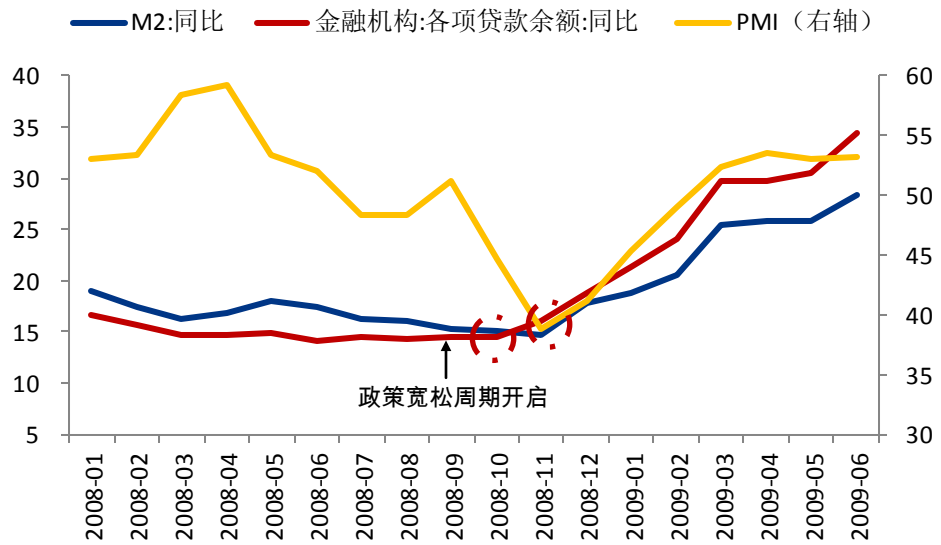




## 1、逆周期政策具备加码空间

五月底央行重启逆回购，但降息预期落空，引发了市场对于未来货币政策边际收紧的担忧。由于政策向宽货币、宽信用的传导存在一定时滞，我们认为短期货币政策并不具备大幅收紧的基础。以 2008 年为例，在次贷危机的影响下，全球开启一轮宽松周期，我国央行自 2008 年 9 月到年底接连进行 4 次降准及 5 次降息，金融机构各项贷款余额自 10 月有所回升，M2 和 PMI 于 11 月出现拐点。

图表5：08 年宽松周期中政策的传导过程



资料来源：wind、粤开证券研究院

预计后续货币政策的大方向仍将维持宽松，具体方式将根据经济运行情况相机抉择。今年政府工作报告明确提到“创新直达实体经济的货币政策工具”，后续新型的结构化政策工具出台值得期待。2020 年 6 月 8 日，央行宣布将于 6 月 15 日左右对本月到期的中期借贷便利一次性续做，具体操作金额将根据市场需求等情况确定，释放了未来流动性不会大幅收紧的预期。

财政政策将成为逆周期调节的主力军。根据政府工作报告，2020 年财政赤字率为 3.60%，较去年上升 0.8%；财政赤字 3.76 万亿，较去年增长 1 万亿；地方政府专项债 3.75 万亿，较去年增长 1.6 万亿；同时发行了抗疫特别国债 1 万亿，减税降费 2.5 万亿，较去年增加了 5000 亿。无论是财政赤字、地方政府专项债，还是抗疫特别国债、减税降费，数字方面的增加都充分体现了财政政策工具丰富。加大财政投入，能够使宽货币到宽信用渠道进一步打通，在当前外需疲弱的情况下，拉动投资与消费，从而扩内需带动经济回暖。

## 2、资本市场改革持续升温，夯实制度基础

政府工作报告中提及推进要素市场化配置改革，金融委发布 11 条金融改革措施定调改革方向，资本市场改革持续升温。

具体改革措施方面，注册制改革持续推进。2019 年 6 月，科创板正式开板并首推注册制，新证券法首次明确全面推行注册制并于 2020 年 3 月 1 日正式实施，4 月 27 日创



业板注册制试点改革启动。注册制改革下，发行效率将进一步提升，有助于资本反哺实体经济。

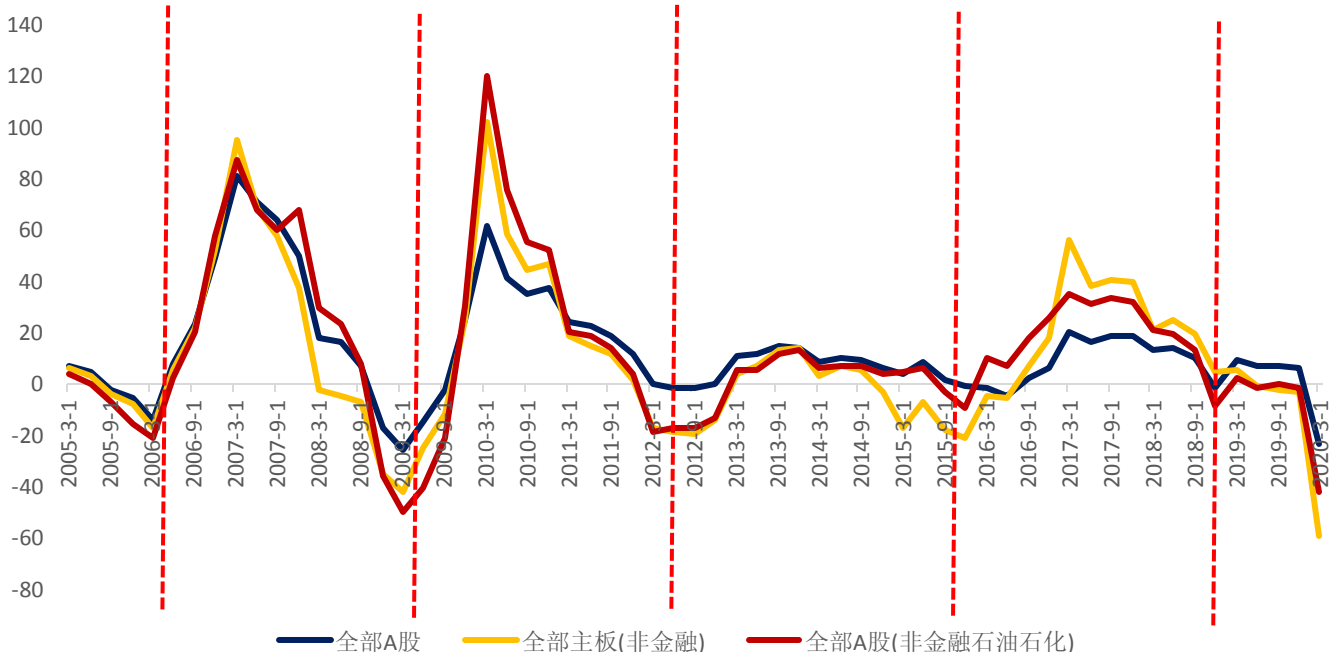
**新三板深化改革加速推进。**2019 年 10 月证监会启动全面深化新三板改革，12 月新三板全面深化改革正式落地，通过降低投资者门槛、引入公募基金、推出精选层、引入连续竞价交易、打通与 A 股的转板机制等改革措施，对标 A 股，盘活流动性。截止 6 月 10 日，颖泰生物、艾融软件成功过会，成为精选层首批过会的 2 家企业，5 只可投精选层的新三板公募基金发售，精选层呼之欲出。

此外，5 月 29 日上交所在“制度供给”方面表示适时推出做市商制度、研究引入单次 T+0 交易，6 月 5 日明确红筹回归科创板相关事项，政策密集发布，我国资本市场改革进入快车道，制度建设将加速完善，中长期来看，利好我国资本市场构筑更为健康生态环境，夯实 A 股长牛慢牛的制度基础。

### （三）盈利季度边际改善预期较强，全年业绩仍需验证

“黑天鹅”扰动之下，我国一季度经济探底，一季度有望成为企业全年的业绩洼地，二季度的业绩边际改善预期较强。根据 A 股此前的盈利周期，2018 年底，我国逐渐步入盈利周期底部，2019 年业绩显现回暖迹象。然而进入到 2020 年一季度，受公共卫生事件影响，原有的库存及盈利周期被延长，业绩再度下滑。随着逆周期政策对冲力度加码以及疫情在我国得到了有效控制，居民生产、生活逐步恢复，上下游产业链得以修复，A 股盈利有望回归原有周期轨迹。

图表6：黑天鹅扰动下，原有的盈利周期被打破



资料来源：wind、粤开证券研究院

三季度不确定性较大，全年业绩仍需验证。从经济基本面环境来看，前期的政策刺



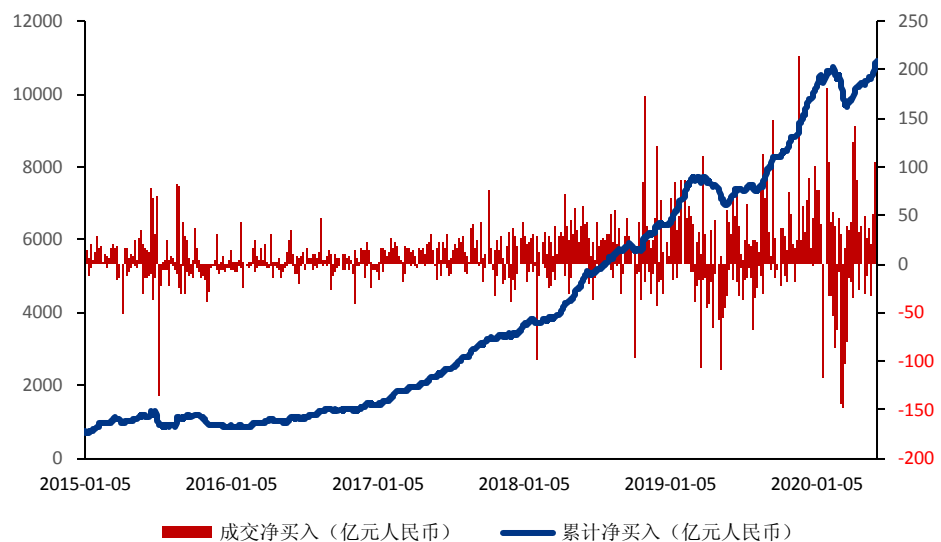
激效果进入到验证阶段，经济数据可能会对市场形成一定扰动。从外围环境来看，美股持续强势提前兑现了经济重启后对企业盈利的预期，其复工复产的效率以及效果还需要进一步验证；若后续经济基本面有所改善，如何踩准政策与经济“跷跷板”的平衡点也是一个值得关注的问题。叠加目前美股居于高位，上方空间有限，而且当前国外疫情的发展方向尚未明朗，美股不排除存在再度杀估值的可能。10月美国大选面临冲刺，而且当前中美经贸关系也复杂多变，可能会对三季度的市场形成扰动。

对于业绩的把握节奏，我们认为可以三季度看边际改善预期较强的行业，年底回归全年确定性较高的行业。进入到二季度，市场对于企业盈利改善预期较强的逻辑在于国内疫情控制较好，复工复产持续推进，一季度受影响较大的**可选消费、餐饮旅游、酒店交运**等行业将迎来复苏，此类行业中报业绩边际改善的确定性较强，可在三季度前期的业绩真空期提前布局。进入到四季度，对于业绩的关注点将回归全年业绩确定性较高的刚需品种，如**食品饮料、医药、农业**等受事件性因素扰动较小的行业。

#### （四）外资持续流入大势所趋

资本市场对外开放力度加大，叠加 A 股估值仍有提升空间，外资持续流入的大趋势不会改变。2015 年至 2018 年末，北上资金累计净流入 A 股 6417 亿元人民币。从 2019 年起，北上资金加速流入，截止 2020 年 5 月末，累计净流入规模达 10589 亿元人民币。截至 2020 年 6 月 10 日收盘，北上资金已经连续 13 个交易日净流入，累计净流入规模达 450 亿元人民币。

图表 7：A 股市场北上资金净流入情况



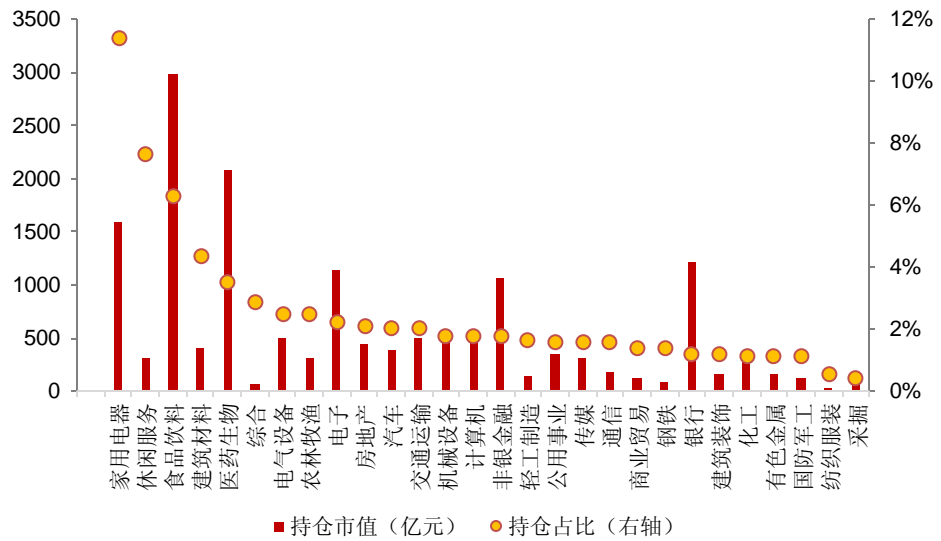
资料来源：wind、粤开证券研究院

**A 股扩容正当时。**富时罗素指数将于 6 月下旬扩容 A 股，权重将由 17.5% 提升至 25%，预计将带来增量资金约 250 亿元。近年来国际指数持续提升 A 股所占比重，正常情况下，未来 5-8 年，外资有望净流入 A 股 2-4.5 万亿元，每年净流入规模达 2500-9000 亿元。

目前外资的重仓行业消费居多，包括家电、休闲服务、食品饮料、建筑装饰、医药生物等。



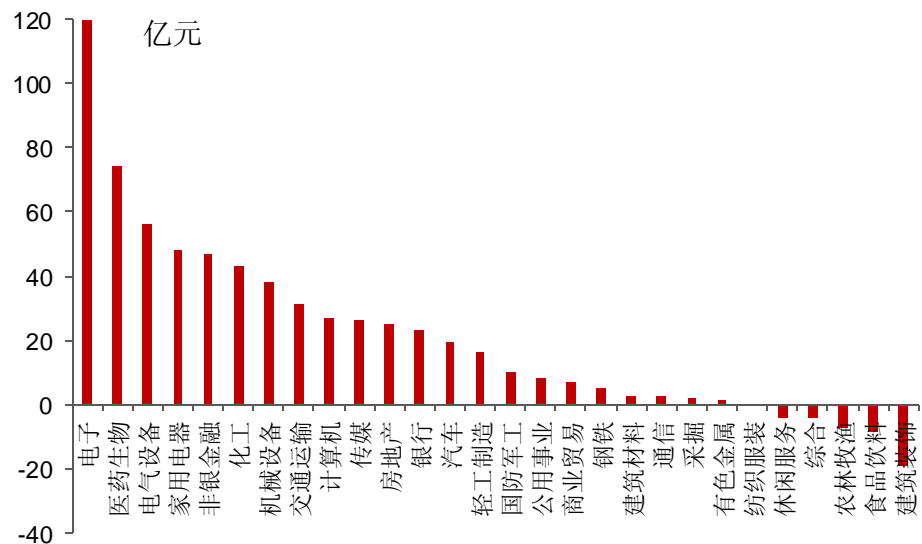
图表8：各行业外资持仓情况（截止6月10日）



资料来源：朝阳永续、粤开证券研究院

随着外资的流入，权重龙头的估值有望进一步修复。5月份以来，外资偏好电子、医药、电气设备、家电、非银金融行业。

图表9：5月份以来各行业外资流入金额



资料来源：朝阳永续、粤开证券研究院



### 三、从政策红利及行业景气度布局投资主线

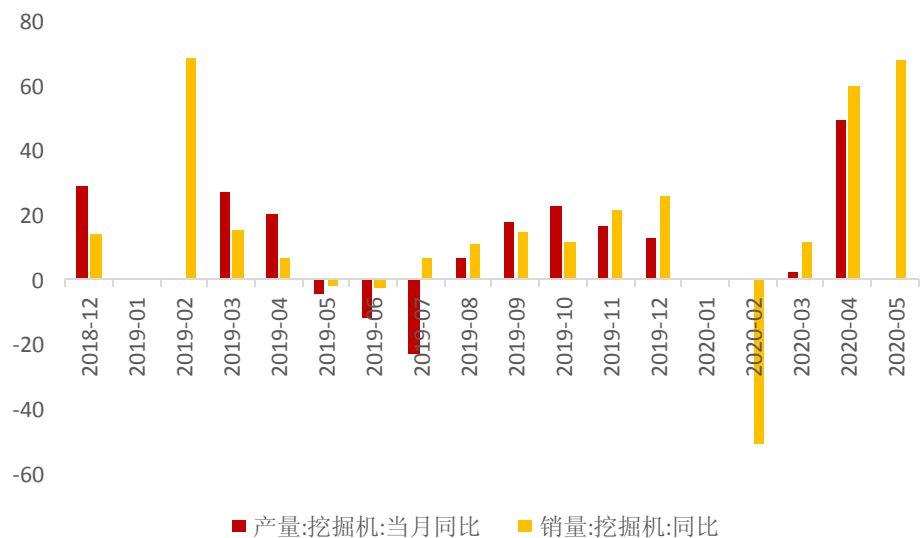
#### (一) 政策红利驱动：新老基建、金融、区域经济、国企改革

##### 1、扩内需的关键仍在基建投资

2020 年来召开的政治局会议多次提及基建，并要求扩大专项债规模。政府工作报告明确投向“两新一重”，基建投资政策持续积极，成为扩大有效投资、托底经济增长的重要手段。

传统基建方面，上半年基建开工进展放缓，随着疫情影响边际弱化，前期积累的工程项目得到释放。4、5 月份挖掘机同比分别增长 60%、68%，随着基建项目的推进，下半年基建领域业绩有望改善，机械、建筑等行业将有望受益。

图表 10：4、5 月份挖掘机销量同比大幅增加



资料来源：wind、粤开证券研究院

新基建方面，除了起到稳定经济的作用，中长期来看，大力发展新基建项目，有利于我国的产业结构升级，发展运用空间广阔。尤其是其中的 5G 建设，其建设周期长，随着 5G 建设的开展，通信相关企业业绩有望持续提升，5G 建设后期还会带动超高清、人工智能、工业互联网、虚拟现实等应用端投资及发展。



图表11：新基建发展运用空间广阔



资料来源：wind、粤开证券研究院

## 2、宽松政策叠加改革预期，利好金融股

金融领域，一方面，在货币政策宽松的大方向下，券商、银行等服务性金融机构有望受益于较宽松的流动性环境。另一方面，改革预期强烈是以券商为代表的金融板块的重要看点，预计后续相关改革政策将持续推进，对传统券商及金融科技品种均形成利好。从估值角度来看，金融板块估值偏低，存在估值修复空间。另外从外资的角度来看，金融也是受外资青睐的品种之一。

## 3、政策逐渐向区域经济倾斜，区域概念值得关注

政府工作报告提到加快落实区域发展战略，与推进西部大开发形成新格局、金融支持粤港澳大湾区建设等政策相衔接，国务院新闻办公室表示充分发挥“京津冀”、“粤港澳大湾区”、“长三角”三大动力源的引领作用，区域经济或将成为后续的重要政策方向之一。区域经济的协调发展能够形成规模效应，在一定程度上拉动经济增长，重点区域内的基建、高新技术及金融领域相关概念股有望得到提振，具体还应结合区域发展规划。

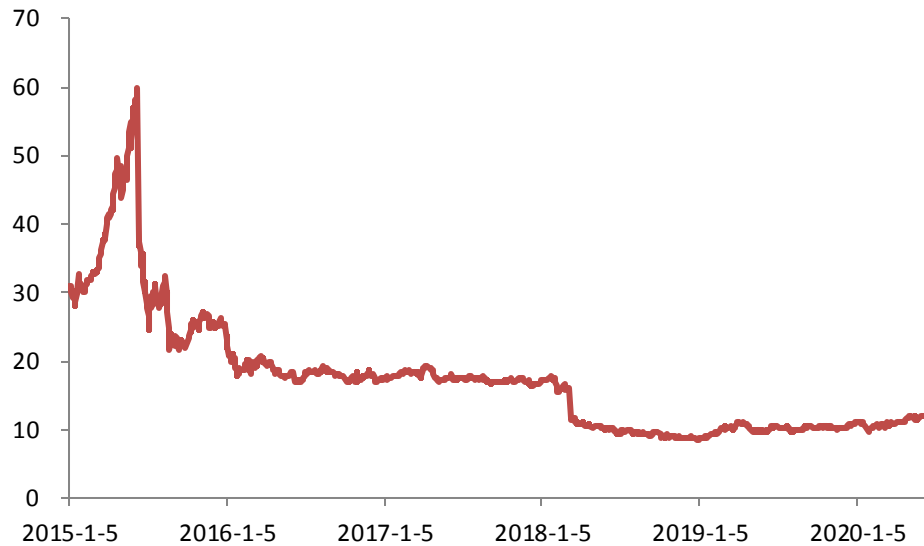
## 4、把握国改政策红利下的估值修复机会

政府工作报告提及“实施国企改革三年行动”，在《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》中，也要求推进国有经济布局优化和结构调整，积极稳妥推进国有企业混合所有制改革。国改主题受政策驱动的效应明显，三年行动方案呼之欲出，国企改革、重组、股权激励等措施有望加速落地，对国改概念形成催化。

国企整体估值较低，政策催化下，有望迎来估值修复良机。2016 以来，国企估值整体偏低，随着国改的进一步推动，国企的经营效益和活力有望增强，助推行业基本面和企业盈利改善，带动估值修复。

图表12：2015 年以来国企改革指数 PE ( TTM )





资料来源：Wind，粤开证券研究院

## (二) 行业景气上行：看好消费、科技

### 1、必选消费业绩确定性高，可选消费边际改善预期强

必选消费属刚需，受事件性因素扰动较小，全年业绩确定性高，可重点关注食品饮料、医药、农业等行业。可选消费一季度出现大幅滑坡，但二季度以来滞后需求回补，边际改善预期强烈，重点关注汽车、家电、消费建材、旅游等。扩内需政策持续加码，叠加促销活动及大额优惠券刺激，新零售、直播平台、新能源车等新消费也将受益。

图表13：拆解大消费的空间潜力



资料来源：Wind，粤开证券研究院



## 2、科技股仍处上升周期，国产替代迎来历史发展机遇

科技股将在相当长的一段时间内保持行业景气度上行态势。尽管科技股相对较高的估值，叠加美国对我国科技领域的压制，可能会使得科技股波动加大，但短期扰动不改科技作为贯穿全年的主线的逻辑。2019 年年报体现出科技股发展势头较好，20Q1 业绩虽有冲击，但科创板亮点凸显，盈利增速实现逆势增长。在我国综合国力不断提升、产业升级不断推进背景下，科技创新将引领经济转型升级。公共卫生事件影响下，全球产业链有望重塑，叠加中美经贸关系再起波澜，我国科技企业面临国产化替代的历史机遇，重点关注半导体、信息产业、高端制造等方面。



## 分析师简介

康崇利，北京工业大学本科，2014 年 1 月加入粤开证券，现任研究院副院长，证书编号：S0300518060001。

殷越，上海财经大学硕士，2017 年加入粤开证券，现任新三板研究负责人、策略分析师。证书编号：S0300517040001。

## 研究院销售团队

北京 王爽 010-66235719 18810181193 wangshuang@y kzq.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司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。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许的范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州市黄浦区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址: [www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)