

## 策略专题

# 再创新高的美股、亟待升级的上证和少部分公司的牛市

作者：

分析师 刘晨明 SAC执业证书编号：S1110516090006

分析师 李如娟 SAC执业证书编号：S1110518030001

分析师 许向真 SAC执业证书编号：S1110518070006

分析师 赵阳 SAC执业证书编号：S1110519090002

联系人 吴黎艳



# 摘要

## 美股纳斯达克指数周线再次创出历史新高：美股中长期主线仍然是科技和消费的核心资产、但5月中旬开始交易经济恢复的预期

1. 从结构上来看，美股创疫情前新高的股票，主要分布在信息技术（创新高个股占比28%）、日常消费（27%）、医疗保健（25%）。创疫情前新高股票最少的行业主要是金融、能源、地产、公用事业。
2. 当前美股的主导逻辑仍然是“利率中枢大幅下行”、“流动性大幅宽松”后，科技和消费的核心资产溢价不断提升的过程，这也是美股70年代经济和利率中枢不断下台阶后的中长期主导产业，对应美股73年至今，年化收益率最高的行业主要集中于此：航空和国防10.9%、软件和计算机服务10.8%、休闲旅游9.8%、一般零售业9.8%、电子电器设备9.4%、卫生保健9.3%、食品和药品零售9.2%、食品饮料8.9%。
3. 5月中旬以来，随着美国各个州开始陆续复工复产，美股开始阶段性交易经济从“至暗时刻”恢复过来的预期，比如银行股、酒店股、航空股等，短期都有明显补涨。

## 上证指数停滞不前，亟待升级，但我们前期构建的“核心100”指数年化回报超过15%，不亚于美股的任何一个指数。

1. 从2008年金融危机之后的11年时间里，道琼斯工业指数、标普500指数、纳斯达克指数年化收益率分别达到11.1%、11.9%、16.6%。反观A股的几个重要指数，上涨综指、沪深300、中证500、创业板指对应年化收益率也仅为4.2%、7.1%、8.7%、5.6%。
2. 在去年的报告中，我们着重从公司质量（ROE的高低和稳定性）的角度分析了这种差异背后的原因。
3. 导致这种差异的另一个问题是指标的编制，无论是上证综指还是沪深300指数，市值分布都以金融和传统工业等行业为主，未能有效反映产业结构升级的趋势，而美股指数科技和消费市值占比均在60%以上。
4. 一个不断向上的“头部公司”指数，会吸引各种资金不断进入股票市场，也会有更多的ETF类产品对其进行跟踪。于是一个“强者恒强”的正向反馈，就可能不断形成：从指数上涨体现赚钱效应→吸引增量资金配置→指数进一步上涨。
5. A股也有“少部分公司的牛市”：我们前期构建的“核心100”指数（消费+科技龙头），不断创出历史新高，2009年以来，年化回报超过15%，不亚于美股的任何一个指数。

## 中长期维度：A股仍是“少部分公司的牛市”，核心配置是消费和科技的龙头

1. 类似于美国70年代开始，中国中长期经济增长中枢也很大可能开始逐步进入“L型”下台阶的阶段，产业层面也开始从资本密集型向技术密集型转变，叠加中国空间巨大的消费者市场，科技和消费公司同时表现优异并不矛盾，中长期维度的配置思路仍然是在科技和消费板块中寻找优秀的公司。
2. 科技龙头的贝塔在于全球共振的向上科技产业周期，疫情和中美关系虽然可能短期构成影响，影响科技产业周期的斜率，但大概率难以改变趋势。
3. 消费龙头的贝塔在于全球资金在“极低利率环境下”对中国权益资产的再配置，尤其是在对具有盈利可持续性和稳定性的中国特殊资产的配置上，外资对短期盈利波动和估值的容忍度比想象中可能要更高。

## 短期维度：从性价比的角度出发，一方面交易经济活动恢复的预期；另一方面择机布局短期错杀但中报高景气的板块

1. 近期央行流动性投放放缓、银行间利率水平底部抬升，同时叠加5月底监管密集展开的打击场外配资行动，短期来看，资金面的情况开始不利于高估值的板块。
2. 从性价比的角度出发，一方面，可以关注前期股价处于相对低位，且受疫情影响比较严重的板块，比如电影、酒店、航空、餐饮、旅游等。
3. 另一方面，前期我们的报告中提到，6-8月个股涨跌幅的情况，与中报扣非利润增速密切相关，建议择机布局短期错杀但中报高景气的板块，比如典型的5G和数据中心上游。

**风险提示：**上市公司业绩风险、海外风险、政策落实效果及进度不及预期、测算模型局限性导致结果存在一定偏差等。

## 美股纳斯达克指数周线再次创出历史新高

- ——美股中长期主线是科技和消费的核心资产、但5月中旬开始交易经济恢复的预期

## 上证指数停滞不前，亟待升级

- ——我们前期构建的“核心100”指数

## 中长期维度：A股仍是“少部分公司的牛市”

- ——核心配置是消费和科技的龙头

## 短期维度：从性价比的角度出发

- ——一方面交易经济活动恢复的预期；另一方面布局短期错杀但中报高景气的板块

A background image showing a business meeting. In the foreground, a person's hand holds a black pen with gold accents, poised to write on a document. To the left, a silver laptop is partially visible. In the background, other participants are seated around a table, with their hands resting on the surface. The scene is brightly lit, suggesting an indoor office environment.

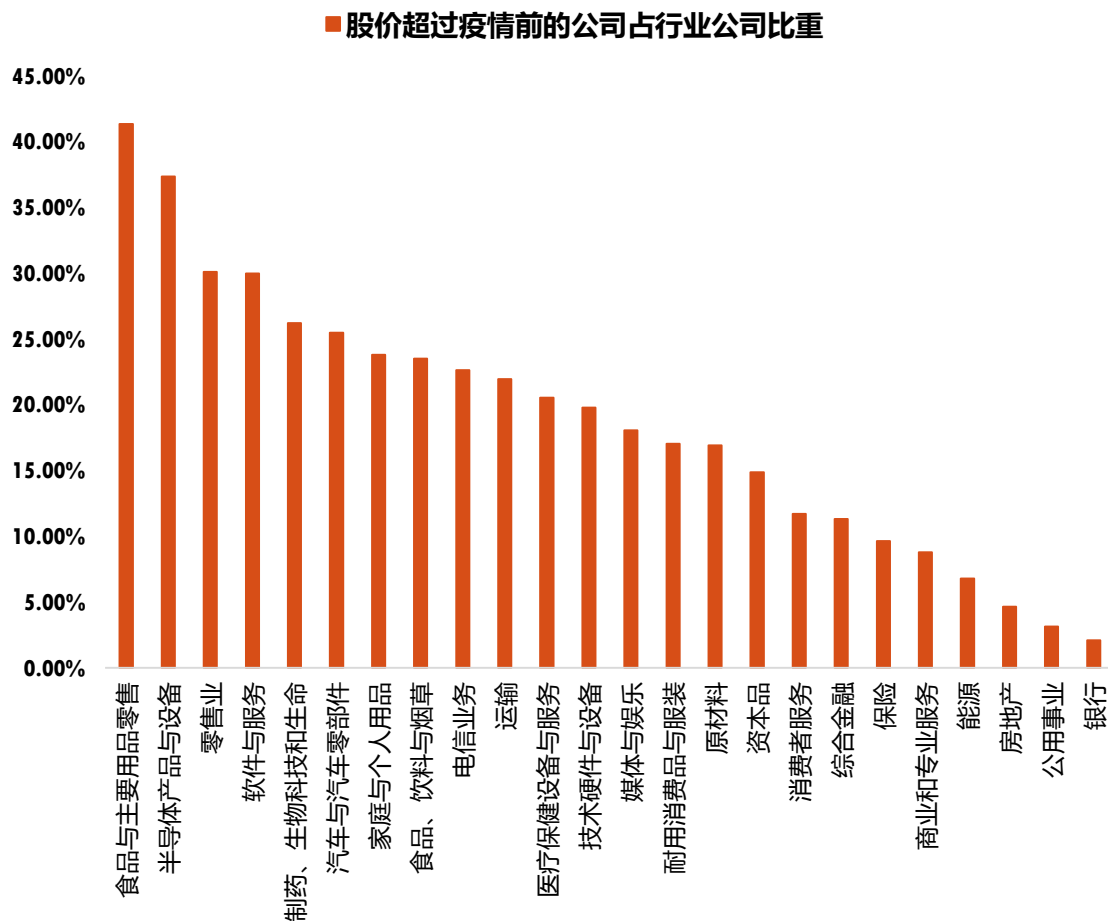
1

# 美股纳斯达克指数周线再次创出历史新高

# 美股哪些公司股价超过疫情前？

从结构上来看，美股创疫情前新高的股票，主要分布在**信息技术**（创新高个股占比**28%**）、**日常消费**（**27%**）、**医疗保健**（**25%**）。创疫情前新高股票最少的行业主要是**金融**、**能源**、**地产**、**公用事业**。

GICS一级行业	股价超过疫情前的公司家数	占全行业比重
房地产	2	4.65%
非日常生活消费品	107	20.66%
工业	80	14.68%
公用事业	3	3.16%
金融	44	5.85%
能源	16	6.81%
日常消费品	46	26.59%
通信服务	44	19.13%
信息技术	165	27.92%
医疗保健	230	24.52%
原材料	33	16.92%

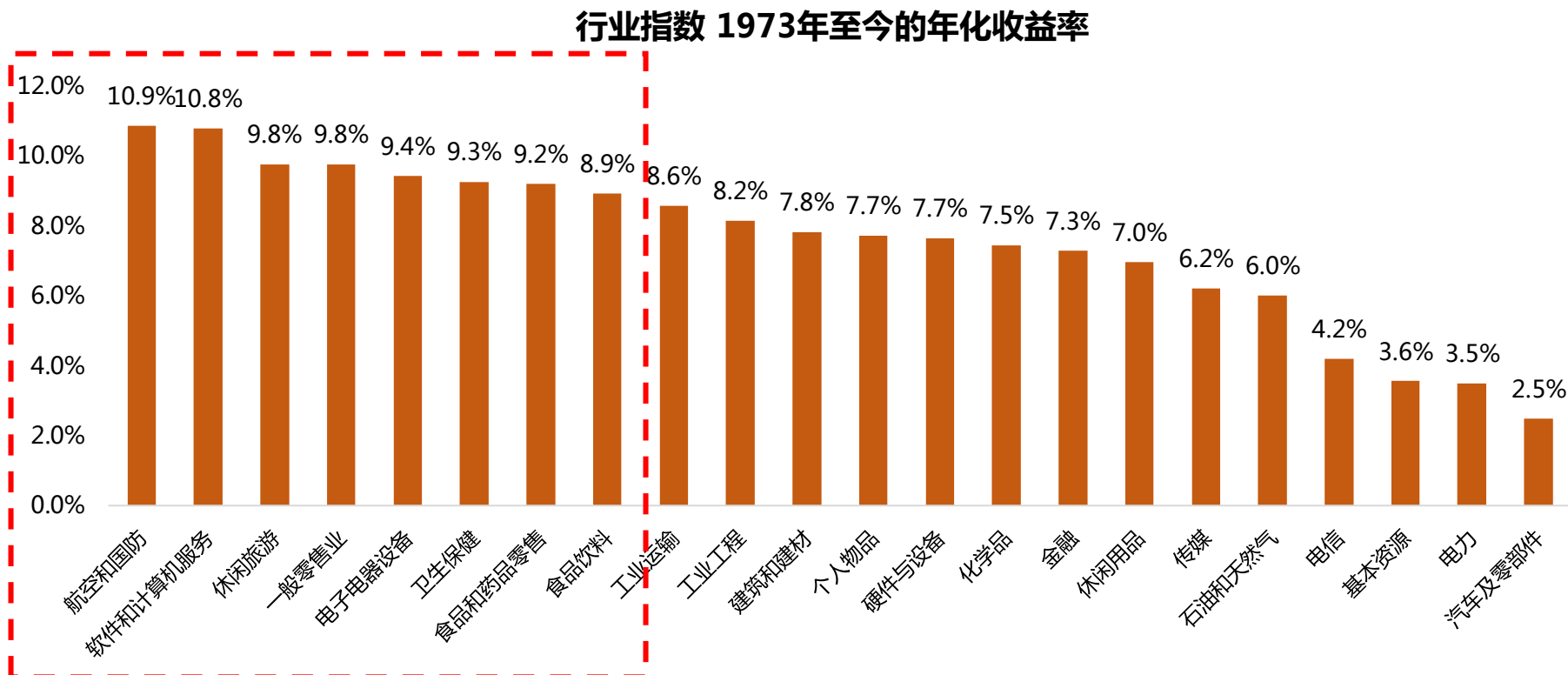




# 美股中长期主线仍然是科技和消费的核心资产

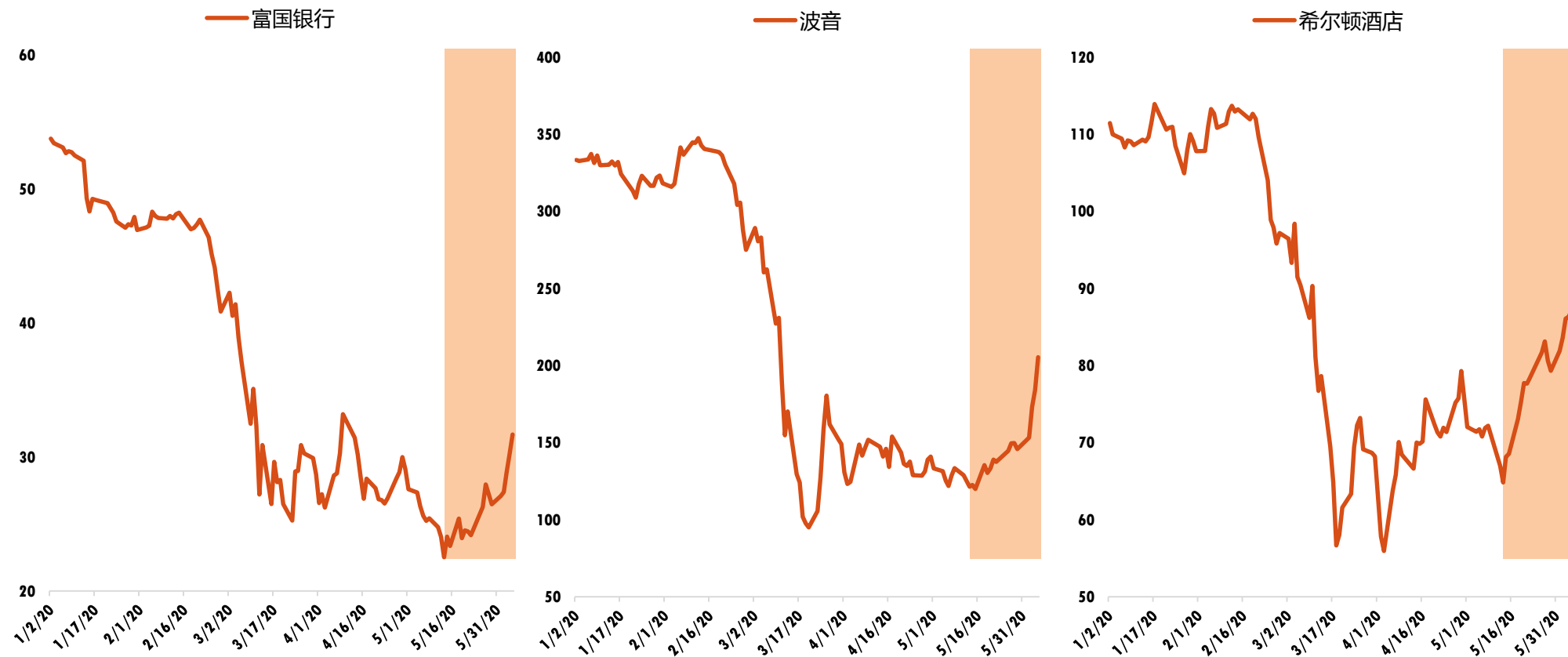
当前美股的主导逻辑仍然是“利率中枢大幅下行”、“流动性大幅宽松”后，科技和消费的核心资产溢价不断提升的过程，这也是美股70年代经济和利率中枢不断下台阶后的中长期主导产业。

对应美股73年至今，年化收益率最高的行业主要集中于此：**航空和国防10.9%、软件和计算机服务10.8%、休闲旅游9.8%、一般零售业9.8%、电子电器设备9.4%、卫生保健9.3%、食品和药品零售9.2%、食品饮料8.9%。**



# 但5月中旬，美股开始交易经济恢复的预期

5月中旬以来，随着美国各个州开始陆续复工复产，美股开始阶段性交易经济从“至暗时刻”恢复过来的预期，比如银行股、酒店股、航空股等，短期都有明显补涨。





2

## 上证指数停滞不前，亟待升级



# A股各大指数的年化回报率远低于美股

从2008年金融危机之后的11年时间里，道琼斯工业指数、标普500指数、纳斯达克指数年化收益率分别达到11.1%、11.9%、16.6%。反观A股的几个重要指数，上涨综指、沪深300、中证500、创业板指对应年化收益率也仅为4.2%、7.1%、8.7%、5.6%。

股票市场	指数	股票个数	09-19年以来 累计涨幅	年化收益率
美股	道琼斯	30	219%	11.1%
美股	标普500	500	246%	11.9%
美股	纳斯达克	2766	442%	16.6%
A股	上证综指	1534	58.8%	4.2%
A股	沪深300	300	113%	7.1%
A股	中证500	500	151%	8.7%
A股	创业板指	100	67.5%	5.6%

# 首先是公司质量的差别

在去年的报告中，我们着重从公司质量（ROE的高低和稳定性）的角度分析了这种差异背后的原因。长期来说，维持一个稳定的ROE水平，背后反映的要么是**高增长**、要么是**高回购**、要么是**高分红**。

情形一			情形二			情形三		
ROE	分红率	维持ROE所需 增长率	ROE	分红率	维持ROE所需 增长率	ROE	分红率	维持ROE所需 增长率
10%	100%	0.0%	20%	100%	0.0%	30%	100%	0.0%
10%	90%	1.0%	20%	90%	2.0%	30%	90%	3.1%
10%	80%	2.0%	20%	80%	4.2%	30%	80%	6.4%
10%	70%	3.1%	20%	70%	6.4%	30%	70%	9.9%
10%	60%	4.2%	20%	60%	8.7%	30%	60%	13.6%
10%	50%	5.3%	20%	50%	11.1%	30%	50%	17.6%
10%	40%	6.4%	20%	40%	13.6%	30%	40%	22.0%
10%	30%	7.5%	20%	30%	16.3%	30%	30%	26.6%
10%	20%	8.7%	20%	20%	19.0%	30%	20%	31.6%
10%	10%	9.9%	20%	10%	22.0%	30%	10%	37.0%
10%	0%	11.1%	20%	0%	25.0%	30%	0%	42.9%

# 首先是公司质量的差别：商业模式定胜负

而对于一个公司而言，其长期的增长能力、分红能力、回购能力，背后都取决于一点——是否有拔群的商业模式。商业模式是一个很大的话题，抽象出来看，对于中美股票市场中的上市公司而言，一个最为显著的商业模式差别在于：**A股市场中大部分公司是赚中国本土市场的钱，而美股市场存在大量的跨国公司巨头，它们赚的是全球市场的钱。**

（1）在道琼斯指数的**30**个成分股中，以数据可得且注册地在美国本土的**25**个公司来看，海外（美国本土以外）收入占比平均值**46.4%**，中位数**52.8%**。

（2）在标普**500**指数的**500**个成分股中，以数据可得且注册地在美国本土的**272**个公司来看，海外（美国本土以外）收入占比平均值**43%**，中位数**43%**。

（3）在沪深**300**指数的**300**个成分股中，海外（中国本土以外）收入占比平均值**11%**，中位数**1%**。

股票市场	指数	有效样本公司	海外业务占比（平均值）	海外业务占比（中位数）
美股	道琼斯	25个	46.4%	52.8%
美股	标普500	272个	43%	43%
A股	沪深300	300个	11%	1%

# 首先是公司质量的差别：商业模式定胜负

事实上，A股中也不乏一些海外市场收入占比较高（超过40%）的龙头公司，比如沪深300中的立讯精密（海外收入占比89%）、歌尔股份（80%）、药明康德（73%）、鹏鼎控股（70%）、京东方A（54%）、美的集团（42%）、海尔智家（42%）、福耀玻璃（41%）、潍柴动力（40%）。

但是总体来看，在300家沪深300的成分股中，海外收入占比超过40%的公司，仅有25家（占比8%），且集中在电子、化工、家电、汽车等细分制造类行业中，同时也很少有公司能够称得上是跨国公司巨头。

再从全部3700多家A股的样本来看，海外收入占比超过40%的公司，虽然有接近500家（占比超过12%），但是这些公司的体量很小，平均市值仅仅108亿人民币，多是在某一制造业细分领域的单一供应商，更称不上是全球大型跨国公司。（而道琼斯指数中海外业务超过40%的公司，平均市值高达3066亿美元）

代码	简称	Wind行业	注册地	市值（亿美元）	海外收入占比
INTC.O	英特尔(INTEL)	信息技术	美国	2,515	79.9%
XOM.N	埃克森美孚(EXXON MOBIL)	能源	美国	2,898	66.2%
MCD.N	麦当劳(MCDONALDS)	可选消费	美国	1,461	63.5%
KO.N	可口可乐(COCA COLA)	日常消费	美国	2,255	63.1%
MMM.N	3M公司(3M)	工业	美国	983	60.8%
NKE.N	耐克公司(NIKE)	可选消费	美国	1,425	59.3%
AAPL.O	苹果公司(APPLE)	信息技术	美国	11,670	57.8%
MRK.N	默克集团(MERCK)	医疗保健	美国	2,153	56.9%
BA.N	波音(BOEING)	工业	美国	2,068	55.8%
V.N	VISA	信息技术	美国	3,520	54.7%
IBM.N	IBM	信息技术	美国	1,187	53.5%
CAT.N	卡特彼勒(CATERPILLAR)	工业	美国	793	53.2%
PFE.N	辉瑞制药(PFIZER)	医疗保健	美国	2,023	52.8%
CVX.N	雪佛龙(CHEVRON)	能源	美国	2,306	49.6%
MSFT.O	微软公司(MICROSOFT)	信息技术	美国	11,295	49.3%
JNJ.N	强生公司	医疗保健	美国	3,447	48.7%
CSCO.O	思科(CISCO SYSTEMS)	信息技术	美国	1,907	41.1%
UTX.N	联合技术	工业	美国	1,279	40.6%
GS.N	高盛集团(GOLDMAN SACHS)	金融	美国	777	39.0%
AXP.N	美国运通	金融	美国	990	26.0%
WBA.O	沃尔格林联合博姿	日常消费	美国	553	25.2%
DIS.N	迪士尼(WALT DISNEY)	可选消费	美国	2,651	24.2%
WMT.N	WALMART	日常消费	美国	3,432	23.7%
HD.N	家得宝(HOME DEPOT)	可选消费	美国	2,591	8.1%
TRV.N	旅行者集团(TRAVELERS)	金融	美国	346	6.0%

# 首先是公司质量的差别：商业模式定胜负

前文我们提到，从逻辑上来说商业模式的优劣，决定了一个公司的成长性、分红能力、回购能力，并最终决定了一个公司ROE的绝对水平和长期的稳定性。

也就是说，业务仅限于本土的商业模式和业务遍布全球市场的商业模式，就决定了不同的ROE的绝对水平和ROE的长期稳定性。

仍然以标普500和沪深300来做一个对比：

（1）标普500，过去8年，ROE的整体水平中枢在14.1%，标准差为1.19。ROE绝对水平较高且趋势向上、离散程度低、稳定性相对强。

（2）沪深300，过去8年，ROE的整体水平中枢在13.9%，标准差为2.07。ROE近几年趋势向下、离散程度高、稳定性相对弱。

股票市场	指数	ROE中枢	ROE标准差	特点
美股	标普500	14.1%	1.19	ROE绝对水平较高且趋势向上、离散程度低、稳定性相对强
A股	沪深300	13.9%	2.07	ROE趋势回落、离散程度高、稳定性相对弱

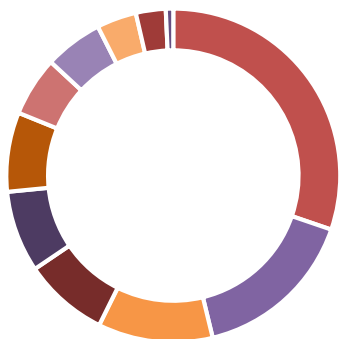


## 其次是指数编制的问题

相比于美国三大股指，无论是上证综指还是沪深300指数，行业市值分布均以金融行业为主，难以反映出产业发展的先进趋势。在指数的编制上，上证综指依据总市值进行加权平均，在总市值分布上，占比最高的行业是金融和工业，合计占比为**52.5%**，而消费和科技行业占比为**25.7%**，其中科技行业占比仅为**7.3%**；沪深300指数在权重的分布上，金融和工业的权重占比为**43.6%**，消费和科技的行业权重合计为**41.2%**，但科技行业权重仍然仅为**12.9%**。

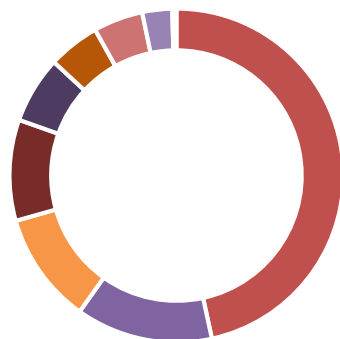
相比之下，美股三大指数市值占比以科技和消费为主。道琼斯工业指数、标普500指数、纳斯达克指数中科技和消费行业市值占比分别为**80.72%**、**67.86%**、**85.33%**，其中科技行业占比分别为**47.4%**、**34.9%**、**56.4%**，均显著高于A股的水平。这也表明，在美国三大股指的结构中，已经实现从传统行业向新兴行业的转变。

上证综指指数权重



■ 金融 ■ 工业 ■ 日常消费 ■ 材料 ■ 信息技术 ■ 可选消费  
■ 医疗保健 ■ 能源 ■ 公用事业 ■ 房地产 ■ 电信服务

道琼斯工业指数权重



■ 信息技术 ■ 医疗保健 ■ 日常消费 ■ 可选消费 ■ 金融  
■ 能源 ■ 工业 ■ 电信服务 ■ 材料

# 其次是指数编制的问题

实际上，美股三大指数的持续牛市和国内的产业结构优化升级密不可分。自上个世纪80年代以来，美国产业结构优化升级，消费和科技产业行业增加值占GDP比重持续上升，而代表传统经济的产业，其增加值占GDP的比重出现趋势性下行，包括：钢铁、采掘、有色、机械、汽车、电气设备等。在产业结构转型的过程中，也带来了以科技行业和消费行业为主导的持续性牛市。

图：1950-2018年美股各行业增加值占GDP的比重

行业	1950	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2018
金融地产	11.5	12.8	14.2	14.3	14.7	15.2	16.0	17.5	18.1	19.0	19.3	20.0	19.6	20.6	20.9
专业服务	3.5	3.9	4.3	4.7	5.0	5.3	6.2	7.5	8.9	9.3	10.8	11.1	11.8	12.3	12.5
政府	10.7	12.3	13.2	13.5	15.2	15.1	13.7	13.8	13.9	13.4	12.9	13.1	14.1	12.8	12.4
批发零售	15.3	14.2	14.5	14.3	14.5	14.8	13.8	13.7	12.9	13.3	12.8	12.2	11.6	11.9	11.4
制造业	27.0	27.8	25.3	25.7	22.7	20.6	20.0	17.8	16.7	15.9	15.1	13.0	12.0	11.7	11.3
教育医疗	2.0	2.3	2.7	3.0	3.9	4.5	4.8	5.3	6.5	7.1	6.8	7.4	8.7	8.6	8.7
信息业	3.0	3.0	3.3	3.4	3.6	3.7	3.9	4.2	4.1	4.2	4.6	4.9	5.0	4.9	5.2
娱乐餐饮	3.0	2.8	2.8	2.8	2.9	2.8	3.0	3.1	3.4	3.4	3.8	3.7	3.7	4.1	4.2
建筑业	4.7	4.4	4.4	4.6	4.8	4.5	4.7	4.2	4.2	4.0	4.5	5.0	3.5	3.8	4.1
运输仓储	5.7	5.1	4.4	4.1	3.9	3.7	3.7	3.3	3.0	3.1	3.0	2.9	2.9	3.1	3.2
采掘业	2.6	2.4	2.2	1.8	1.5	2.1	3.3	2.5	1.5	1.0	1.1	1.7	2.0	1.4	1.7
公用事业	1.7	1.9	2.3	2.2	2.1	2.3	2.2	2.7	2.5	2.4	1.8	1.5	1.9	1.6	1.6
农业	6.8	4.5	3.8	3.1	2.6	3.1	2.2	1.8	1.6	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	0.8

# A股也有“少部分公司”的牛市

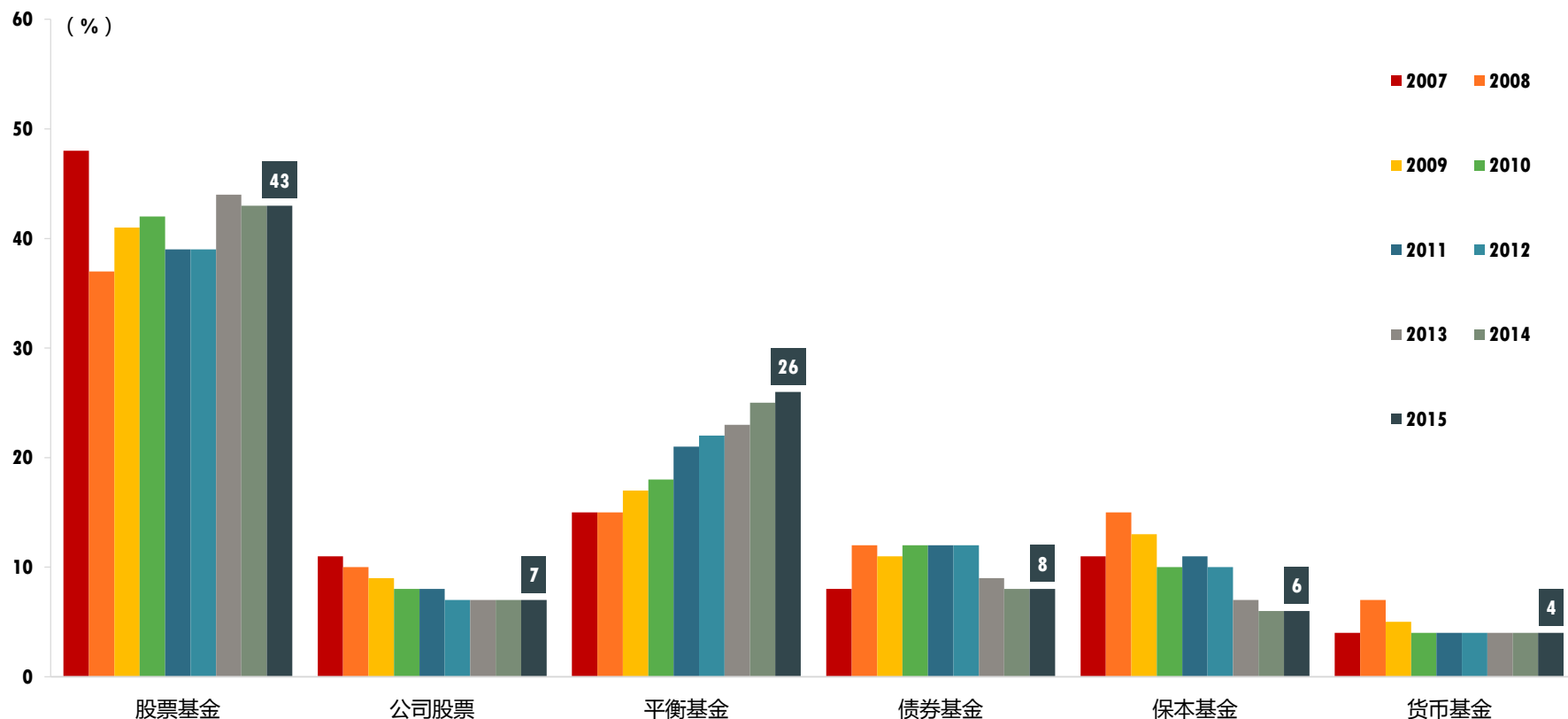
股票市场	指数	ROE中枢	ROE标准差	特点
美股	标普500	14.1%	1.19	ROE绝对水平高且趋势向上、离散程度低、稳定性最强
A股	沪深300	13.9%	2.07	ROE趋势回落、离散程度高、稳定性相对弱
A股	核心100	19.7%	1.67	ROE绝对水平较高且近几年趋势回升，稳定性也相对强

——“核心100”指数



# 期待“头部指数”和“增量资金”的正向循环

一个好的头部指数，往往可以和增量资金形成相互促进的良性互动，其模式往往是“产业周期带动指数上行-吸引增量资金入市-指数进一步上行-长线资金规模扩大进一步入市”。以美国的401(K)计划为例，自20世纪80年代美国养老金等长线资金开始入市以来，随着美国三大股指的持续走强，不断吸引资金向股市聚集。尽管08年金融危机一度打断了这个进程，但随后股票型基金占比从2008年的37%上升至2015年的43%，平衡型基金的占比也不断提升，而保本基金、货币基金的占比下降显著。





3

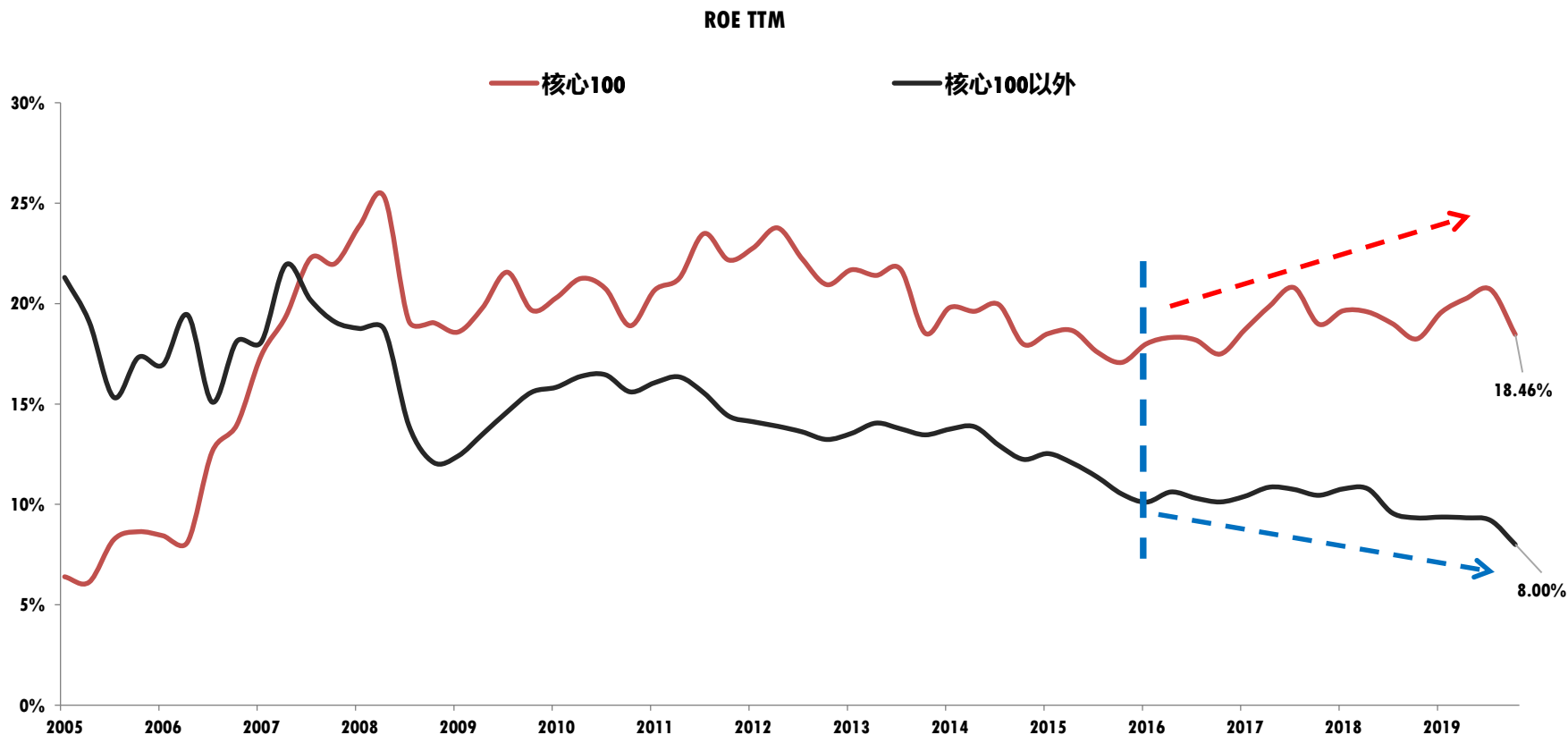
## 中长期维度：A股仍是“少部分公司的牛市”



# 少部分公司的牛市能否延续？

核心100与非核心100指数走势分化的背后是盈利能力的分化。

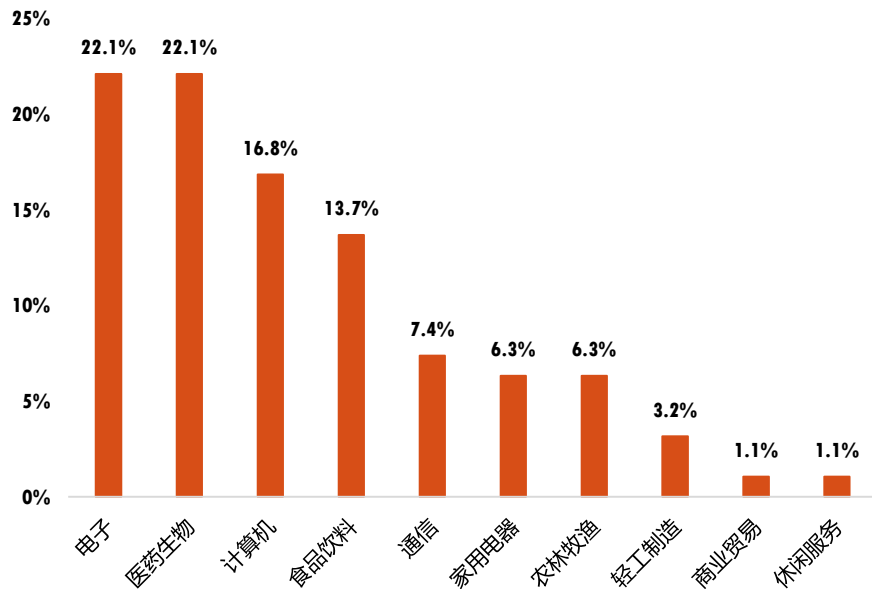
与指数走势一致，盈利能力也是从**2016**年后开始分化。最新季报（**20Q1**），核心100指数的**ROE(TTM)**为**18.46%**。不仅超过非核心100指数的**8%**，也超过了市场上主流指数的**ROE**，盈利能力持续走强是支撑核心100指数**2016**年以来相对走牛的内在原因。



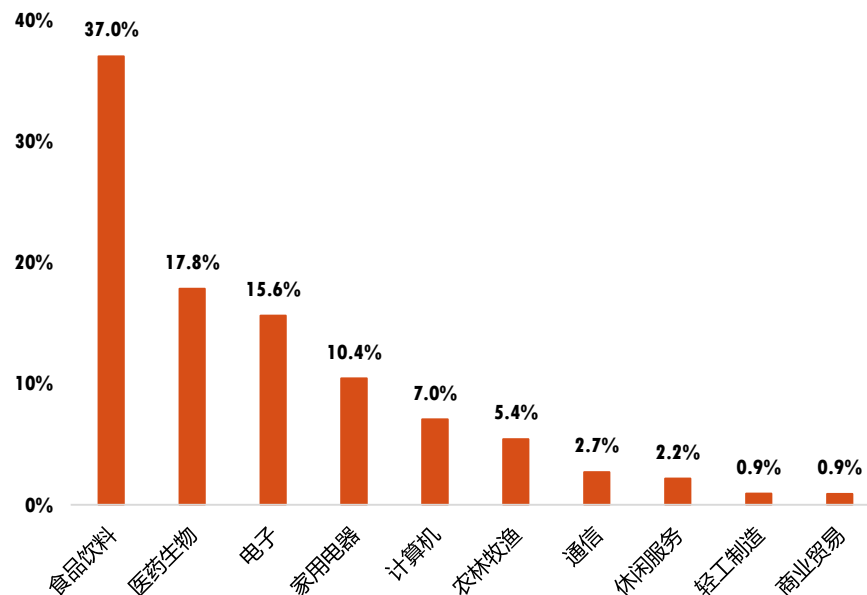
# 背后是科技和消费两类公司的长期配置机会

- 往前看，核心100指数与非核心100指数的走势“剪刀差”是趋于扩大还是收敛，取决于两者盈利能力的相对趋势。我们从指数结构和指数历史表现分别进行讨论。
- 首先，从指数结构看：核心100成份集中于消费和科技，代表转型经济中最具价值的两个方向。
- 以美股为鉴，73年以来，年化收益率高的行业集中于消费与科技：航空国防10.9%、软件10.8%、休闲旅游9.8%、零售业9.8%、电子设备9.4%、卫生保健9.3%、食品药品零售9.2%、食品饮料8.9%。

核心100 行业个数占比

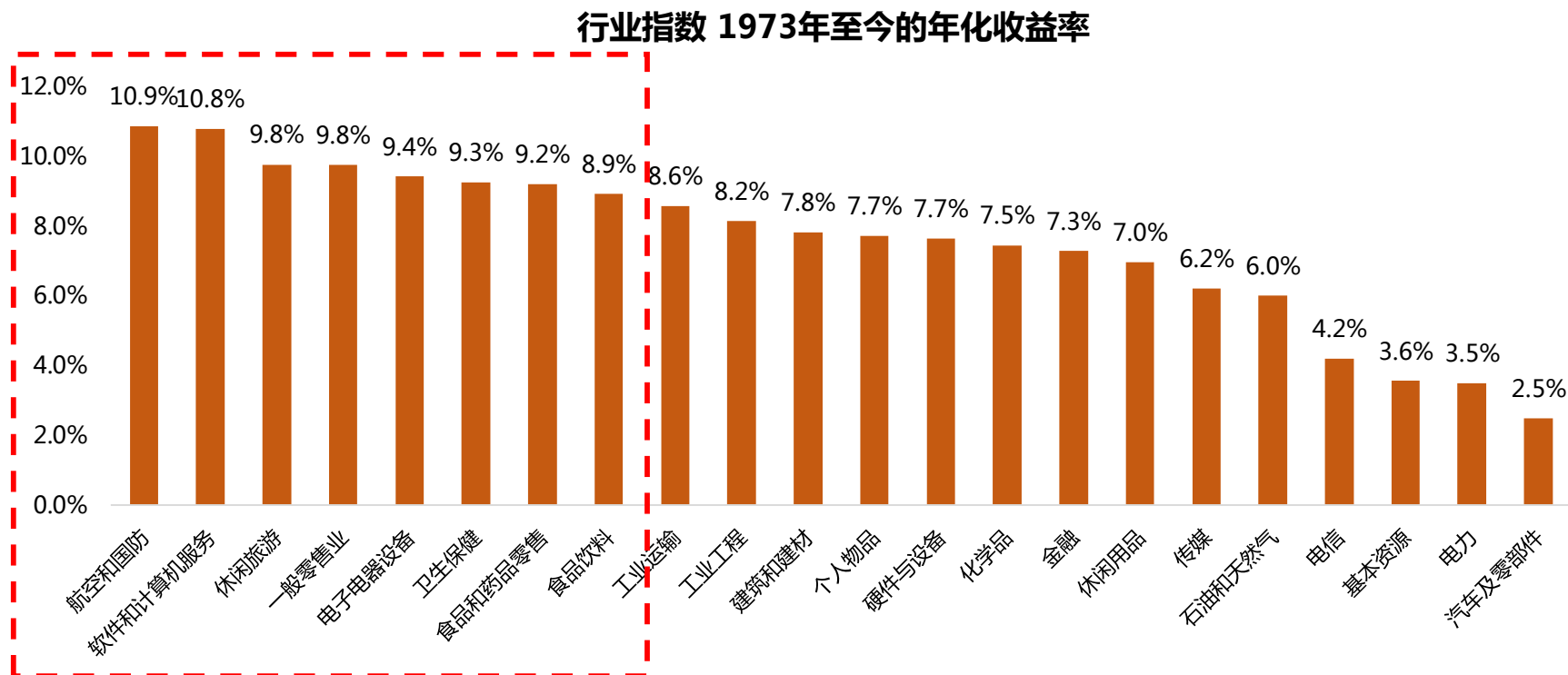


核心100 行业市值占比



# 背后是科技和消费两类公司的长期配置机会

- **美股73年至今，年化收益率高的行业主要集中于两类：消费与科技。**分别是：航空和国防**10.9%**、软件和计算机服务**10.8%**、休闲旅游**9.8%**、一般零售业**9.8%**、电子电器设备**9.4%**、卫生保健**9.3%**、食品和药品零售**9.2%**、食品饮料**8.9%**。
- **年化收益率垫底的行业：**汽车及零部件（**2.5%**，70-90年代三次石油危机，加上日本欧洲汽车业的冲击）、电力（**3.5%**，稳定的类债券收益）、基本资源（**3.6%**，黑色金属煤炭有色等周期品）。



# 宏观背景：经济下台阶和结构转型

**这一股价表现背后的宏观背景在于：经济增长中枢的下台阶和经济结构的转型。**

1960年代，美国实际经济增长较50年代提升了0.5%，同时美国债收益率也不断中枢上移。

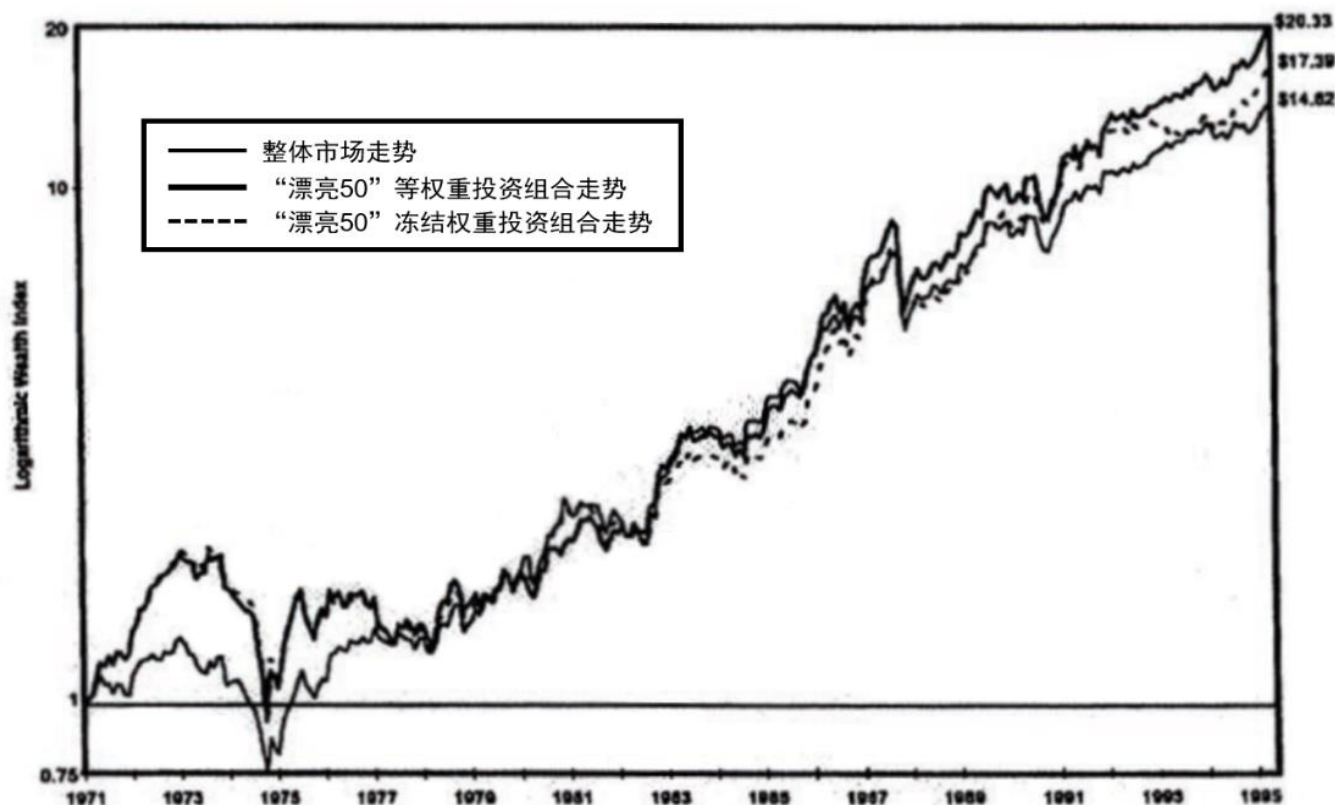
1970年代开始，美国实际经济增长出现连续的下台阶，除了因为抑制70年代的超高通胀导致了利率飙升，在此之后，美国债收益率进入了漫长的中枢下移过程。



# 宏观背景：经济下台阶和结构转型

但是，另一方面，在美国债券收益率中枢长周期下行的过程中，以业绩稳健的消费股龙头和科技龙头为代表的美股“漂亮50”，在80年代仍然走出长期牛市，并较大幅度跑赢指数。

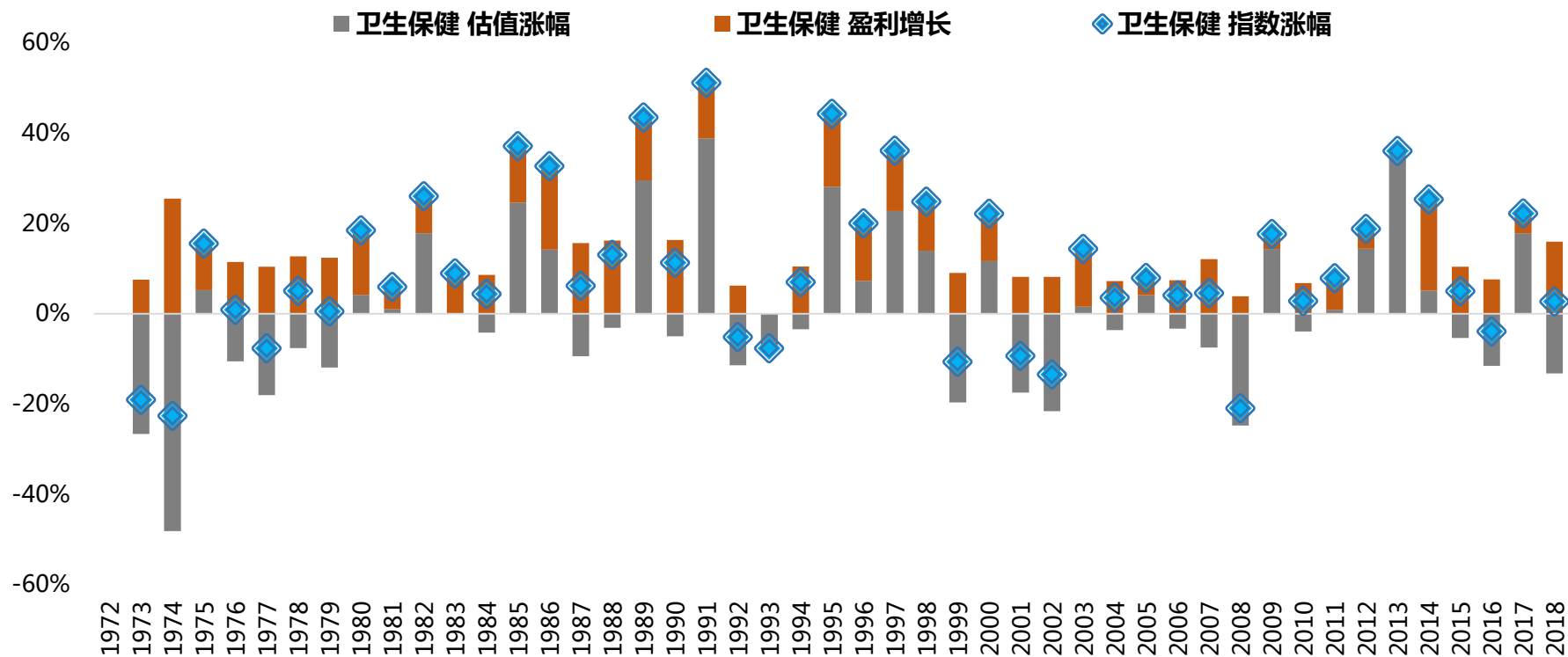
尽管在上世纪70年代初（1970-1974年间），整个组合经历了一轮暴涨暴跌，但如果将时间线放长到1970年至1995年这25年间，“漂亮50”组合仍贡献出较好的收益率，总回报率超出市场整体37%。





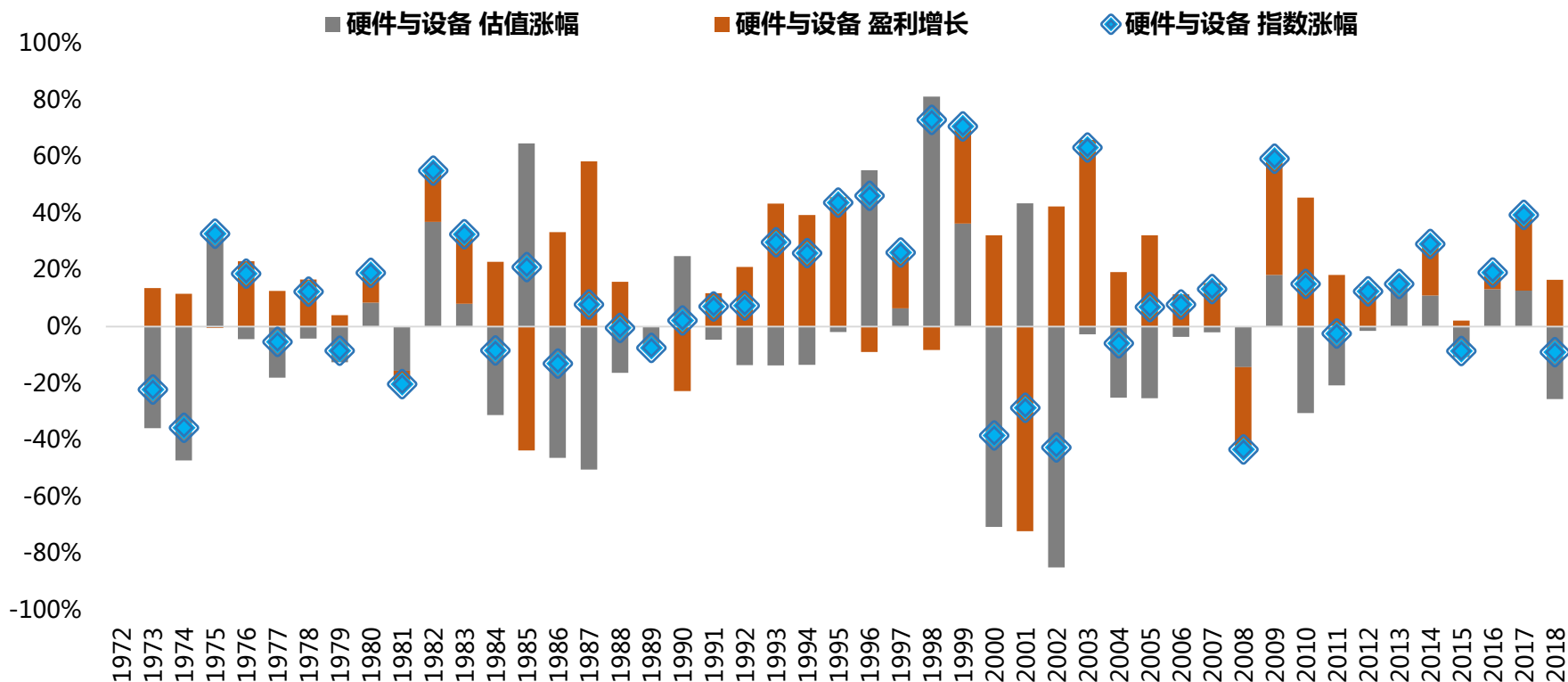
# 微观背景：产业结构变迁支撑了业绩

- **消费行业盈利大多数时候正贡献**；估值正贡献通常发生在盈利加速时。对于卫生保健、一般零售、药品零售、食品饮料、个人用品和休闲用品等消费行业，盈利增长在大部分年份都是正的。而能否获利估值提升的收益，关键在于当期的盈利增速是否加速，即估值反应盈利的预期变化。
- **消费行业的盈利表现可穿越周期**。不管是70年代的滞胀、80年代的改革、90年代的转型，还是00之后的刺激。



# 微观背景：产业结构变迁支撑了业绩

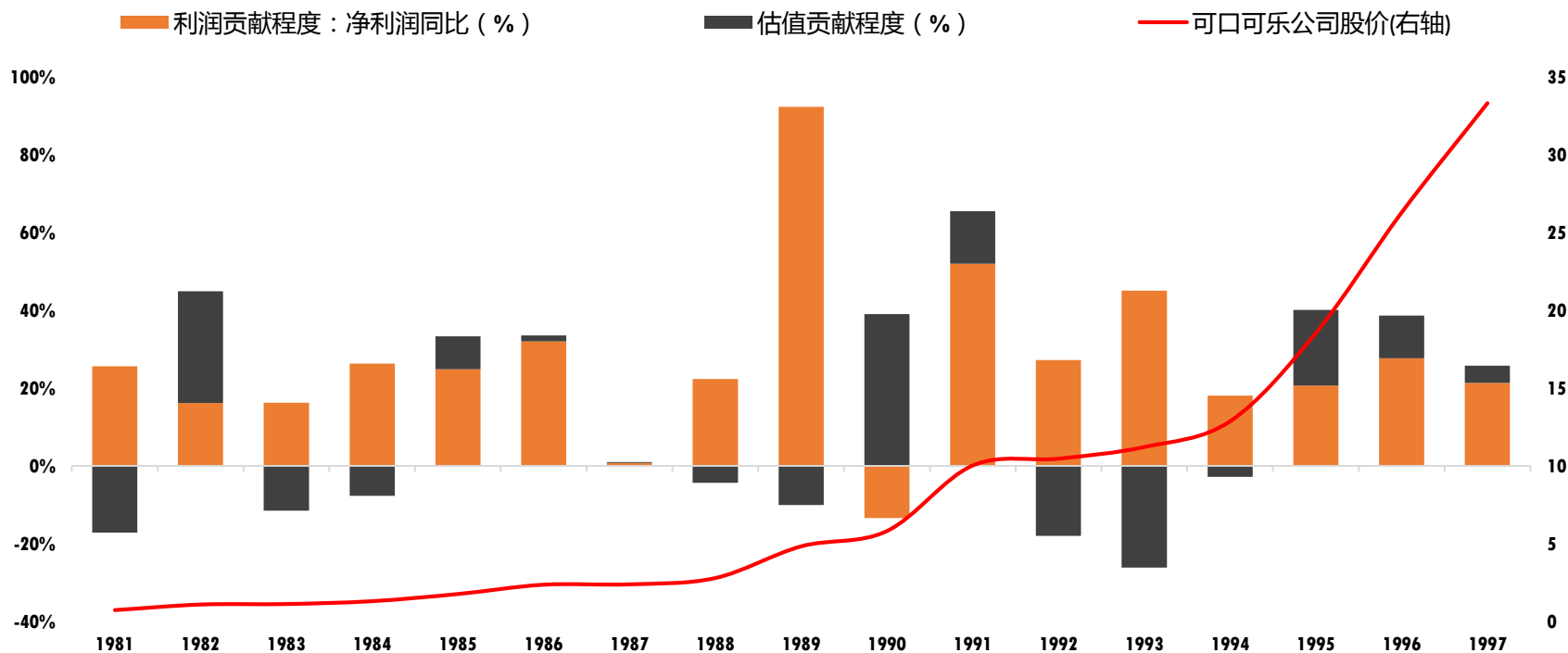
- **业绩长期增长是驱动科技走牛的关键。**除非是在有系统风险的年份，比如**85年**（广场协议、美日贸易摩擦）、**90年**（海湾战争）、**01年**（科网泡沫）、**08年**（金融危机），其余年份，硬件与设备行业（计算机硬件、半导体和电信设备）的盈利均是正增长。
- 美股科技行业的盈利波动并不大。美国在**90年代**完成向高科技转型之后，科技板块的盈利一直较稳定。



# 微观背景：产业结构变迁支撑了业绩

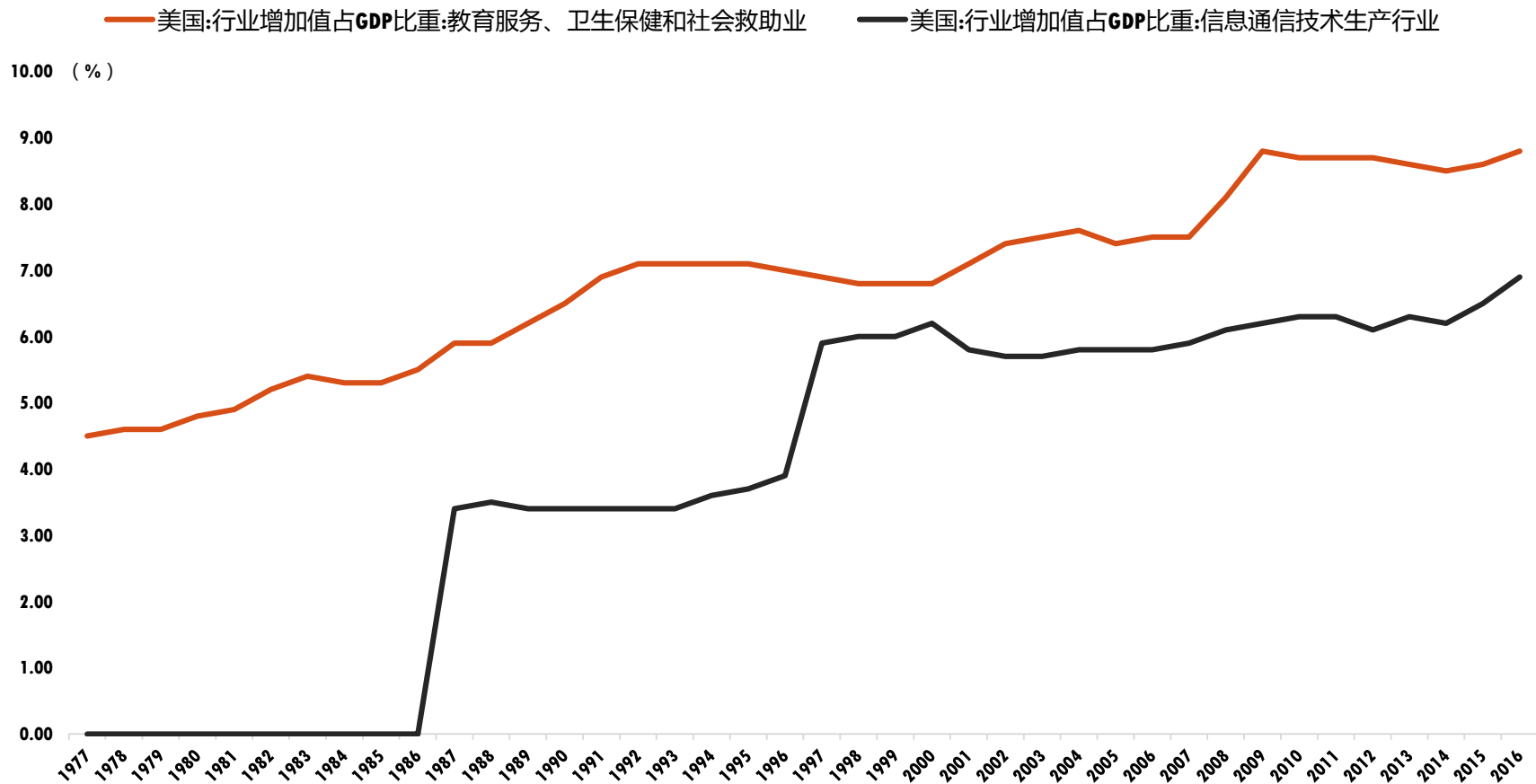
而持续跑赢的股价，背后大部分还是来自于业绩的支撑，这背后其实是意味着在经济和利率中枢下台阶的过程中，各类产业中，业绩能够持续维持稳定或者是能够保持高速增长的，集中在消费领域和新科技产业中。

以典型的漂亮50标的——可口可乐公司为例，如果将可口可乐公司股价取得高增长的年份（取当前可追溯的年份，即1981至1997年）中，利润和估值对公司股价的贡献程度进行拆分则可以发现，大部分年份中，盈利增长对于股价的贡献程度远大于估值。



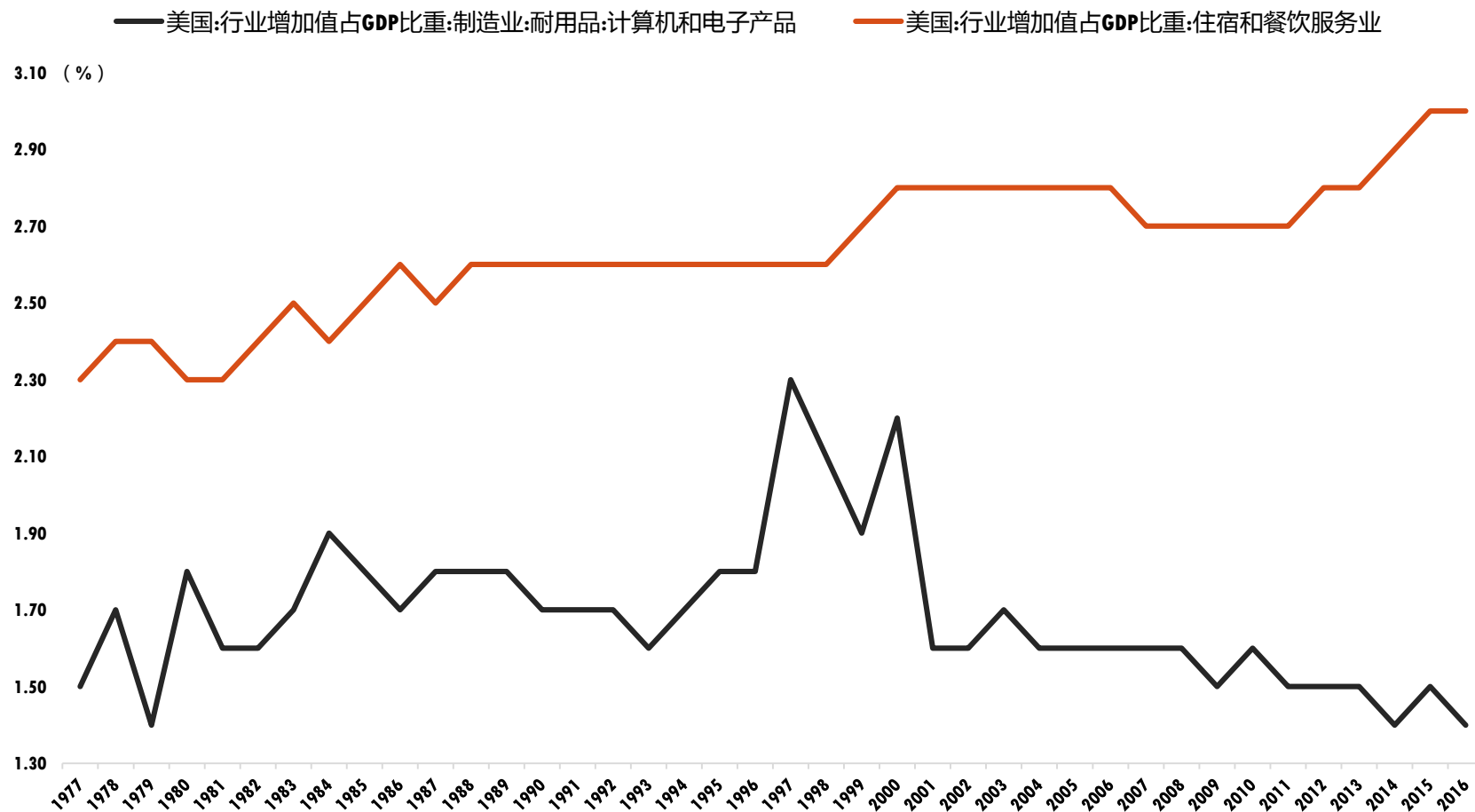
# 微观背景：产业结构变迁支撑了业绩

美国1970年经济增长中枢逐步下台阶的过程中，两个产业占GDP的比重持续提升，且幅度最大，分别是：教育医疗、通信技术



# 微观背景：产业结构变迁支撑了业绩

美国1970年经济增长中枢逐步下台阶的过程中，两个产业占GDP的比重小幅抬升或阶段性抬升，分别是：住宿和餐饮、计算机和电子





# 微观背景：产业结构变迁支撑了业绩

美国1970年经济增长中枢逐步下台阶的过程中，代表传统经济的产业，其增加值占GDP的比重出现趋势性下行，包括：钢铁、采掘、有色、机械、汽车、电气设备等

4.50 (%)

4.00

3.50

3.00

2.50

2.00

1.50

1.00

0.50

0.00

1977 1979 1981 1983 1985 1987 1989 1991 1993 1995 1997 1999 2001 2003 2005 2007 2009 2011 2013 2015

— 美国:行业增加值占GDP比重:采掘业

— 美国:行业增加值占GDP比重:制造业:耐用品:  
非金属矿物制品

— 美国:行业增加值占GDP比重:制造业:耐用品:  
初级金属制品

— 美国:行业增加值占GDP比重:制造业:耐用品:  
电气设备、用品和部件

— 美国:行业增加值占GDP比重:制造业:耐用品:  
机械

— 美国:行业增加值占GDP比重:制造业:耐用品:  
汽车整车、车身、车斗及零部件



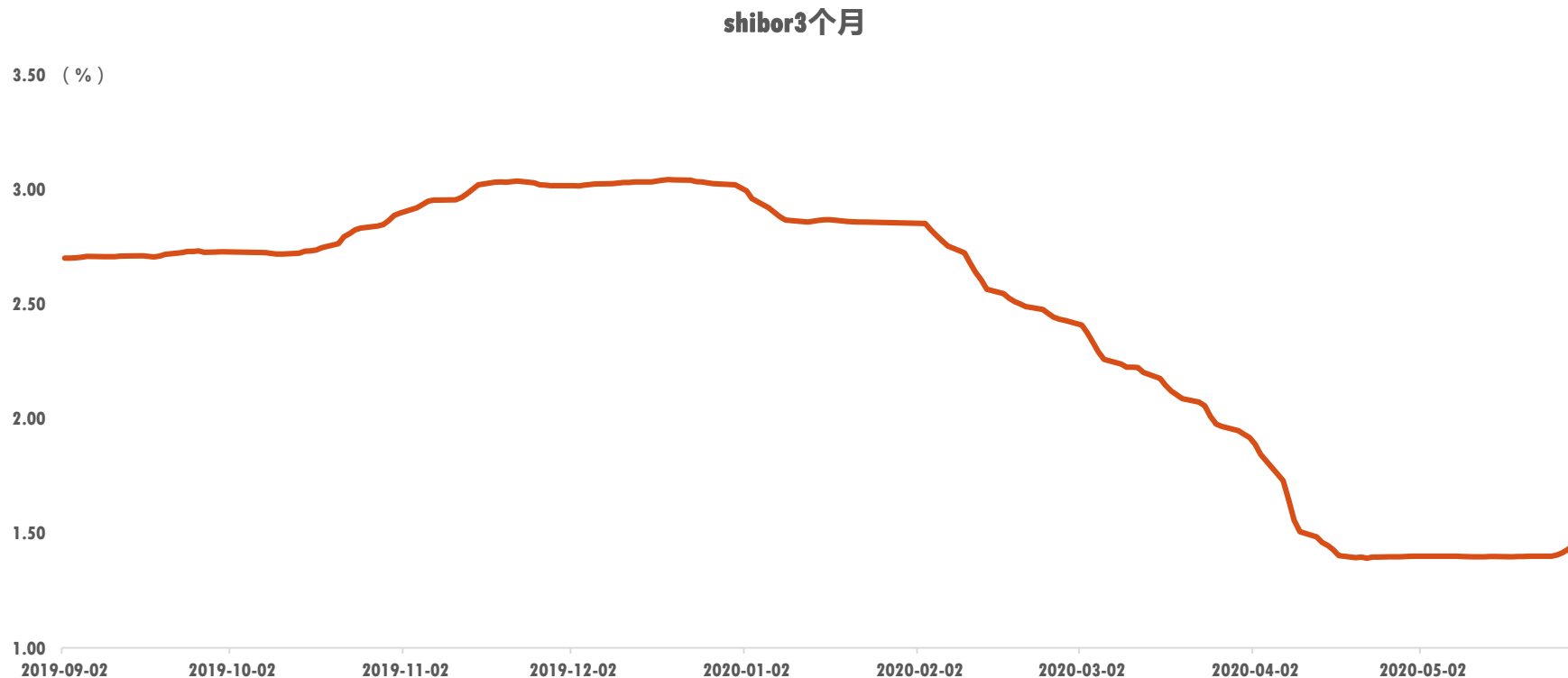
4

## 短期维度：从性价比的角度出发

# 当前资金面边际收缩，不利于继续拔估值

近期央行流动性投放放缓、银行间利率水平底部抬升，同时叠加5月底监管密集展开的打击场外配资行动，短期来看，资金面的情况开始不利于高估值的板块。

根据券商中国报道，监管部门集体对场外配资进行了新一轮的重拳围剿。5月底开始，已有累计15家证监局公示了183家场外配资黑平台。

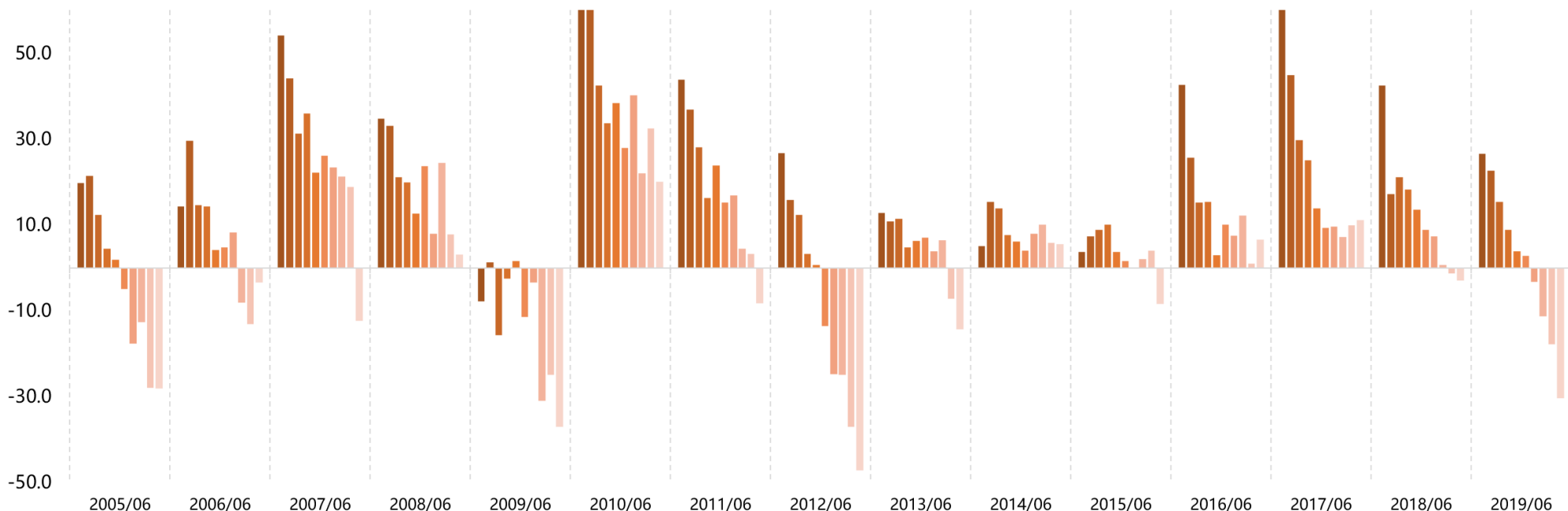


# 从性价比的角度出发，关注两个方面的机会

- 1、一方面，可以关注前期股价处于相对低位，且受疫情影响比较严重的板块，比如**电影、酒店、航空、餐饮、旅游**等。美股在过去几周重点反映了这样的逻辑，相关股票也有可观的股价修复
- 2、另一方面，前期我们的报告中提到，**6-8月**个股涨跌幅的情况，与**中报扣非利润增速**密切相关，建议择机布局短期错杀但中报高景气的板块，比如典型的**5G和数据中心上游**。

2005-2019年 全市场 **6-8月涨幅** 分组 与 **Q2扣非增速** (%)

■ 90%-100% ■ 80%-90% ■ 70%-80% ■ 60%-70% ■ 50%-60% ■ 40%-50% ■ 30%-40% ■ 20%-30% ■ 10%-20% ■ 0%-10%



分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS