



分裂的时代：A 股结构性行情启示

报告日期：

2020-06-10

分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

研究助理：方晨

执业证书号：S0010120040043

邮箱：fangchen@hazq.com

主要观点：

A 股正进入分裂的时代

进入 2020 年 A 股市场的分裂特征不断加剧，仅不足 4 成个股涨幅超过 A 股平均表现。尤其是春节以来，A 股“二八分化”特点愈发明显。

A 股结构特征全景图：行业科技消费领涨，个股向高估值、大市值聚集

从长周期来看，A 股的结构特征已经不断演变，尤其自 2017 年结构变化的元年开始，“二八分化”不断加深，并可以得到四个结构性特点：

- 1) 行业间分化，风格从 2009 年以前周期金融领涨，逐步向成长消费转变；
- 2) 行业内部分化，低景气度的上游资源分化缩窄，高景气度的电子分化加大，机械代表的中游制造出现聚焦龙头，强者愈强的属性。
- 3) 市值分化，市值分化不断加剧。2016 年以前市值因子几乎每两到三年轮动一次，但 2017 年以来大市值因子不断延续强势表现。
- 4) 涨幅前 10% 个股共性：领涨个股正从低估值向高估值，小市值向大市值转变。其中，PE 高于 100 占比抬升，20~30 占比下降；市值在 300-500 亿占比抬升，小于 30 亿比例下降。

A 股结构变化原因：长周期下，经济、行业及制度变革带来深度变化

A 股的结构特征演变，除去“指数失真”的解释之外，更多反映经济、制度和行业变革等四个维度下的深层次原因：1) 经济结构转变。第三产业 2019 年对 GDP 贡献率已逼近 60%，增长引擎转向消费科技升级，将带动 A 股风格转向。2) 行业技术革新。带来产业内部差异的加大，除高景气度行业外，传统行业未来随着科技赋能，也有进一步分化的动力。3) 外资影响权重不断抬升。外资投资占比自 2005 年后增长 300 倍至 2.3%，更注重财务和盈利持续性的估值体系，与当前核心资产向高估值、大市值转变有深刻的联系。4) 资本市场制度完善。随着 IPO 迈向注册制之后的回归本源，未来好公司和差公司之间的差距将会愈加明显。

A 股结构化行情启示：行业关注汽车、家电、电子和保险，个股聚焦龙头。

从中长期来看，我们认为未来 A 股的结构分化还会持续。1) 板块结构性机会聚焦可选消费、TMT、金融。基于经济转型带来行业风格漂移，以及经济修复逻辑，看好科技消费板块。同时，看好低估值的金融板块结构性机会。2) 行业结构性机会聚焦汽车、家电、电子和保险。随着疫情改善后的消费回暖以及补贴力度加码，新能源汽车确定性持续增加；随着家电行业进入存量博弈阶段，看好大家电更新需求；消费电子和半导体受益于 5G 换机潮和国产替代进程；利率阶段性回升叠加低估值看好保险结构

相关报告

1. 科技产业策略专题系列一：《华安证券_策略研究_策略专题_新动能当立，科技长牛会不会来？——从长周期视角看当前科技股的位置》2020-04-08

2. 科技产业策略专题系列二：《华安证券_策略研究_策略专题_聚焦 5G 应用，探寻最佳赛道 从产业视角看 5G 投什么》2020-05-06

性机会。3) 个股机会聚焦优质龙头。当前“二八分化”显示高估值、大市值龙头公司作为核心资产，仍将是资金聚集方向。

个股推荐：中长期来看，未来行情仍将延续消费升级和技术进步主线，行业聚焦家电、汽车、电子和保险。个股推荐关注优质龙头：家电（九阳股份、老板电器、格力电器）；汽车（吉利汽车、宁德时代、三花智控）；电子（兆易创新、汇顶科技、立讯精密）；通信（烽火通信、移远通信）；计算机（千方科技、用友网络、启明星辰）；保险（中国平安）。

风险提示：1) 经济及产业升级转型不及预期；2) 资本市场改革不及预期；3) 消费龙头公司估值新高，需警惕短线调整风险。

正文目录

1 引言——A 股正进入分裂的时代.....	5
2 A 股结构性特征全景图：行业风格转向消费科技领涨，个股向高估值、大市值聚集.....	7
2.1 行业间的分化特点：从周期金融，向成长消费领涨转变.....	7
2.2 行业内部分化：上游资源分化缩窄，TMT、中游制造分化加大.....	9
2.3 市值的分化：大市值因子延续 2017 年以来强势表现.....	10
2.4 “二八分化”：领涨股票向高估值、大市值结构转变.....	11
3 A 股市场结构变化背后的原因：经济、行业、制度带来的深层次变革.....	13
3.1 经济结构变化：第三产业占比抬升，增长引擎转向消费科技拉动.....	13
3.2 行业变革变化：技术革新带来产业内部差异加大.....	15
3.3 投资逻辑变化：外资影响权重抬升，重塑估值体系.....	16
3.4 资本市场体系发展：制度完善加剧个股差异扩大.....	18
4 A 股结构化行情启示：板块结构性机会关注可选消费、TMT 和保险，个股聚焦优质龙头.....	19
5 推荐标的.....	21
6 风险提示.....	22

图表目录

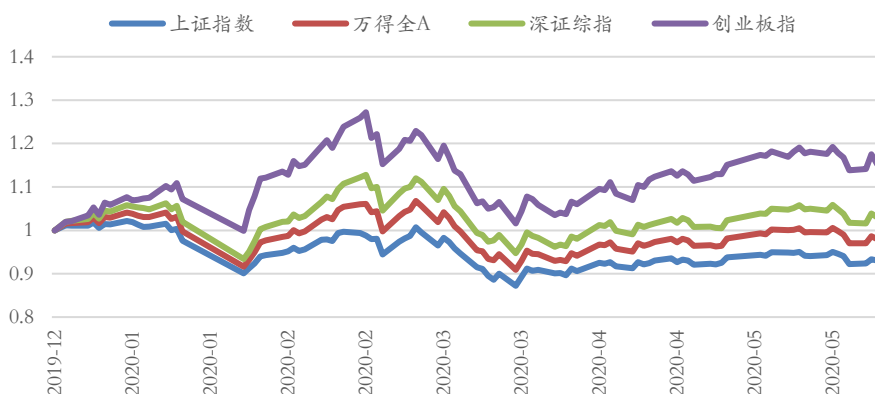
图表 1 2020 年 A 股市场指数间的明显分化	5
图表 2 2020 年 A 股市场“二八分化”更为明显	5
图表 3 2005-2020 年中信风格趋势：呈现由周期金融，向成长消费领涨转变的过程	7
图表 4 2005-2020 年中信一级行业分化趋势：与风格趋势一致，由上游资源金融，向科技消费领涨转变的过程	8
图表 5 不同各行业内个股波动：上游资源、TMT、中游制造（涨跌幅最高-涨跌幅最低）	9
图表 6 2000-2020 年：A 股市场大小盘风格轮动切换	10
图表 7 按市值大小分组：2000-2020 年各组的累计净值&风格变化	10
图表 8 2000-2020 年 A 股按涨跌幅分布占比（%）：纺锤型底部占比越来越高，大部分表现集中在后 40%	11
图表 9 2000-2020 年 A 股相对市场有超额收益的股票占比（%）：A 股相对市场有超额收益的占比不断走低	12
图表 10 2017-2020 年：涨幅前 10% 股票的 PE 分布	12
图表 11 2017-2020 年：涨幅前 10% 股票的市值分布	12
图表 12 第三产业 GDP 贡献率占比明显增长	13
图表 13 第三产就业人数的占比持续扩大	13
图表 14 2005 年：市值占比以周期风格为主	14
图表 15 2020 年：消费、成长风格市值占比大幅提升	14
图表 16 不同行业内个股的分化特征及原因	15
图表 17 2015-2020 年：外资占总股本比例不断抬升	16
图表 18 2017-2020 年：外资持仓市值不断抬升，医疗、信息技术为主要增持行业	16
图表 19 年度涨幅前 10% 股票的日均换手率 VS A 股日均换手率对比	17
图表 20 2000-2020 年新股发行数量和小市值股票的年均换手率呈负相关趋势	18
图表 21 2020 年 6 月：金融板块市盈率低于 WIND 全 A 市盈率	19
图表 22 推荐个股	21

1 引言——A 股正进入分裂的时代

进入 2020 年以来，A 股市场的分裂特征不断加强。尤其是自春节以来，可以发现不断有股票创历史新高，但同时也有不少股票不断走低，显示出 A 股市场“二八分化”愈发明显。同时，我们可以发现，无论是指数还是个股，都存在不断加深的分化特征。

现象之一，指数分化加强，截止 2020 年 5 月创业板强势领跑大盘。过去 5 个月指数间分化不断加大。其中，创业板指上涨 14%，上证指数 0.22%，深圳综指 4.26%，万得全 A 涨幅 0.61%，显示出在大盘基本走平的同时，创业板领跑市场。

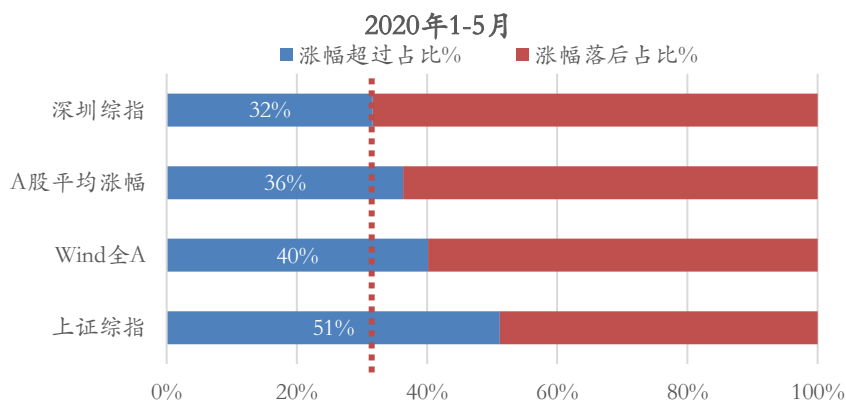
图表 1 2020 年 A 股市场指数间的明显分化



资料来源：Wind、华安证券研究所

现象之二，个股“二八分化”加深，2020 年仅不足 4 成个股涨幅超过 A 股平均表现。个股间的分化，更是我们对于当前 A 股分裂最直观的印象。如果以全市场个股涨跌幅高于基准指数占比作为衡量分化程度的指标，我们在剔除今年上市的新股后，计算 2020 年 1 月到 5 月全 A 股市场涨跌相对于基准的占比。从数据来看，若以深圳综指为基准，仅有 32% 的个股涨幅超过基准，68% 的个股涨幅落后于基准；若以 A 股平均涨幅为基准，也仅有 36% 的个股涨幅超过全市场的平均涨幅，显示出市场上仅有三成左右的个股跑赢了基准。不过，我们也发现，仅以上证综指为基准计算时表现为五五开。

图表 2 2020 年 A 股市场“二八分化”更为明显



资料来源：Wind、华安证券研究所

对于这样的分化表现，我们认为在指数层面，有指数选择以及指数“失真”两方面原因：

原因之一，与指数选择有关。当市场出现分化时，指数的选择至关重要。尤其在今天的结构性行情下，当选择涨幅最低的上证综指为基准，或是选择代表全市场的万得全 A 时，分化程度就有着明显差异。

原因之二，与指数的“失真”有关。若仍以过去 5 个月内基本走平的上证综指为例，就代表了指数部分“失真”所带来的个股与指数之间走势的差异，即上证综指并不能完全反应市场的涨跌。实际上，对于这一点，近期上交所已经开始研究调整上证综指的编制方式。

当然，我们也注意到当下个股间的极度分化仅用指数并不能完全解释。因此，我们更期望从长周期入手，去挖掘这背后深层次的背景和趋势。通过对过去 20 年间 A 股市场的结构性特征的复盘，从风格、行业、市值等角度，**我们可以看到 A 股结构性特征的变迁反映了宏观经济结构变化，行业的革新，外资影响下的估值体系重构，以及资本市场发展所带来的深层次影响。**

2 A 股结构性特征全景图：行业风格转向消费科技领涨，个股向高估值、大市值聚集

如果我们回顾过去几年的行情，可以发现 A 股的分裂并不是 2020 年才出现的现象，而是早已有迹可循。因此，对于 A 股当下结构性分化特征，我们认为不仅仅是短周期内的暂时现象，而是一个逐步演变的过程，因而需要以更长线思维来看待。因此，我们从 20 年的维度，对 A 股的结构性特征进行全景刻画。

从长周期来看，A 股的结构性特征已经不断演变，但自 2017 年结构变化的元年开始，“二八分化”不断加深，并可以得到四个基本特点：

特点 1：从行业间分化看，从 2009 年前的周期金融领涨，向成长消费转变；

特点 2：从行业内部分化看，2005 年以来，低景气度行业（上游资源以煤炭为例）内部差异越来越小，而高景气度行业（TMT 以电子为代表）内部分化则有加大趋势。同时，中游制造行业（以机械工程为代表），内部也呈现强者愈强的属性。

特点 3：从市值的分化看，2016 年以前市值因子几乎每两到三年轮动一次，但 2017 年以来大市值因子不断延续强势表现，市值分化不断加剧。

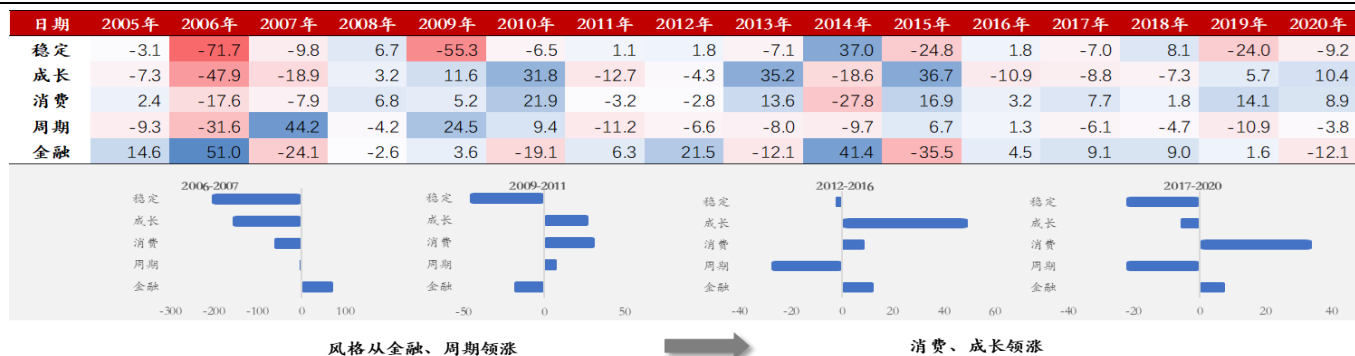
特点 4：结合涨幅前 10% 的股票共性特征，在领涨行业向医药、食品饮料、计算机等聚集的同时，领涨个股也向高估值、大市值的龙头公司靠拢。

2.1 行业间的分化特点：从周期金融，向成长消费领涨转变

从长周期来看，行业和风格的分化和轮动如何演绎，是分析 A 股结构性行情特征的第一步。因此，我们按照行业的风格特征进行划分，来看过去不同阶段下行业分化的特点。

风格轮转：风格呈现由 2005-2008 年的周期及金融领涨，向 2012 年以后的成长消费领涨转变的过程。我们如果以中信风格指数作为依据，可以发现随着时间的推移，2005-2020 年 A 股市场的风格偏好逐步由金融、周期领涨，向成长和消费领涨转变的趋势。以 2006-2007 为例，在经济高速发展的背景下，除周期股受益于地产投资热潮而表现抢眼之外，在大牛市的行情下，金融同时领涨。但自 2012 年开始，风格开始逐步转变，尤其自 2017 年在经济进入换挡期之后，出现消费和成长风格先后大幅领先的现象。

图表 3 2005-2020 年中信风格趋势：呈现由周期金融，向成长消费领涨转变的过程

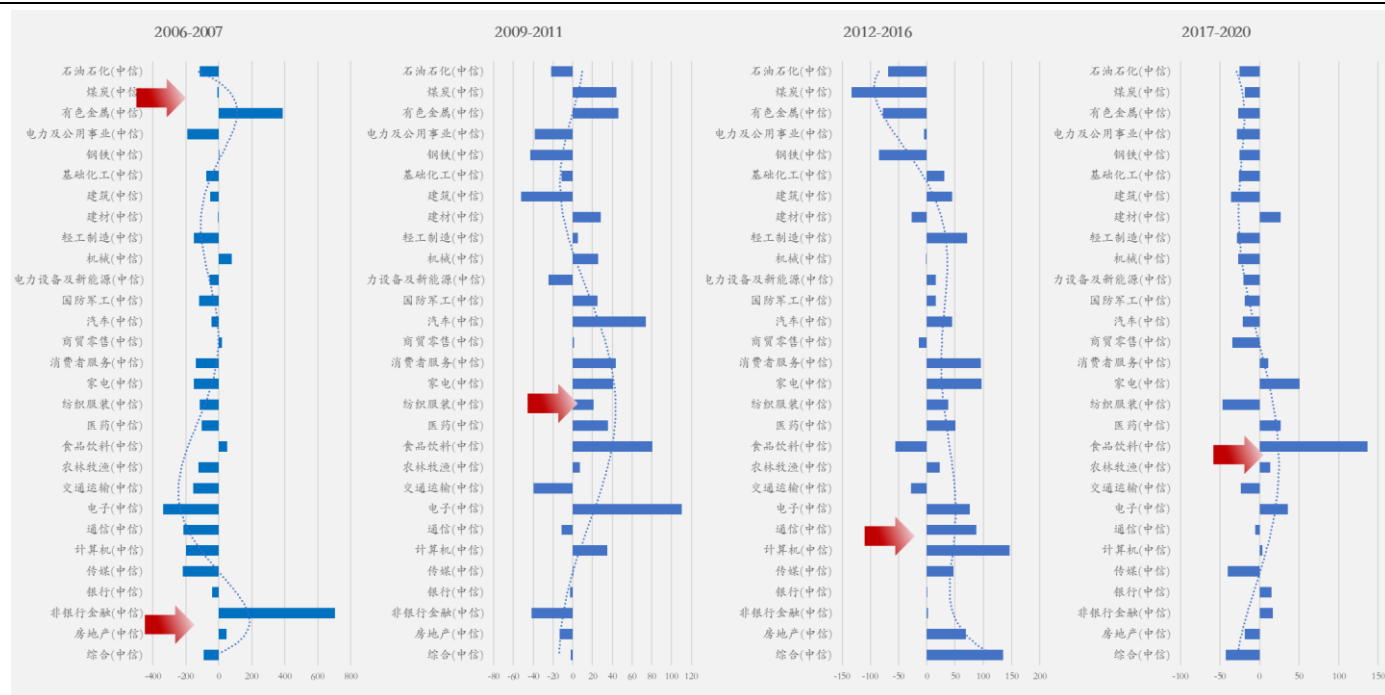


资料来源：Wind、华安证券研究所

注：选取数据为指数相对于 wind 全 A 的超额收益

进一步地，从行业维度来看分化特征，同样显示从金融、上游资源，向消费、科技领涨的转向，行业维度上的特征演变与风格的路径一致。我们计算了 2005 到 2020 年各行业相对于 Wind 全 A 的超额收益，通过结果可将行业分化特征归纳为三大阶段，并进一步证明了行业分化与风格特征趋势的一致。

图表 4 2005-2020 年中信一级行业分化趋势：与风格趋势一致，由上游资源金融，向科技消费领涨转变的过程



资料来源：Wind、华安证券研究所

注：选取数据为中信一级行业相对 Wind 全 A 的涨跌幅

2006-2007 年，经济高速发展阶段，上游资源及金融领涨。上游有色及煤炭行业得益于工业制造业的高速发展，以及资源税改和国家对有色金属进出口税率的调整，在这一阶段涨幅位居前列。同时，在股权分置改革，以及牛市的人气推动下，也带动券商板块的领涨。

2009-2011 年，后金融危机时期，拉动内需叠加流动性回升，促进消费、成长涨幅领先。我们认为当前的环境与 2009-2011 年有一定的相似之处。一方面，在经历了 2008 年金融危机之后，经济下行压力之下，以拉动内需为导向，通过“家电下乡”和“汽车下乡”政策，带动了可选消费板块中汽车和家电的大幅上涨。另一方面，则是在四万亿投资影响下流动性抬升，叠加创业板开板，股市风险偏好边际改善，从而带动以电子、计算机为代表的 TMT 板块露出锋芒。

2012-2020 年，经济增速下移，上游资源持续低迷，科技消费领先优势加大。自 2012 年以来，尽管中间上游资源行业曾短暂受益于供给侧改革，但在经济增速换挡的大环境下，上游表现持续低迷。与此同时。相对于上游的低迷，下游行业的表现则显著占优，并且趋势不断强化。尤其是在经济和外部环境不确定性仍高的背景下，高稳定性的白马消费龙头，和随着成为未来发展重点的科技板块，成为 A 股表现优异的方向。

2.2 行业内部分化：上游资源分化缩窄，TMT、中游制造分化加大

除了行业间的分化之外，对于行业内部而言，即使处于同一行业，不同个股表现也存在较大差异。针对这种现象，我们期望对每个行业内部的分化进行刻画。

以行业内个股涨跌幅跨度为指标，跨度越大，行业内部分化越大。为了更为清晰地表现不同行业内部分化特征的变化。我们以年为区间，以单个行业内部的涨跌幅跨度作为指标衡量内部分化程度（即涨跌幅最高和涨跌幅最低之差）。若涨跌幅跨度越高，则表明行业内部的分化越大，即单个行业内个股表现差异越大。

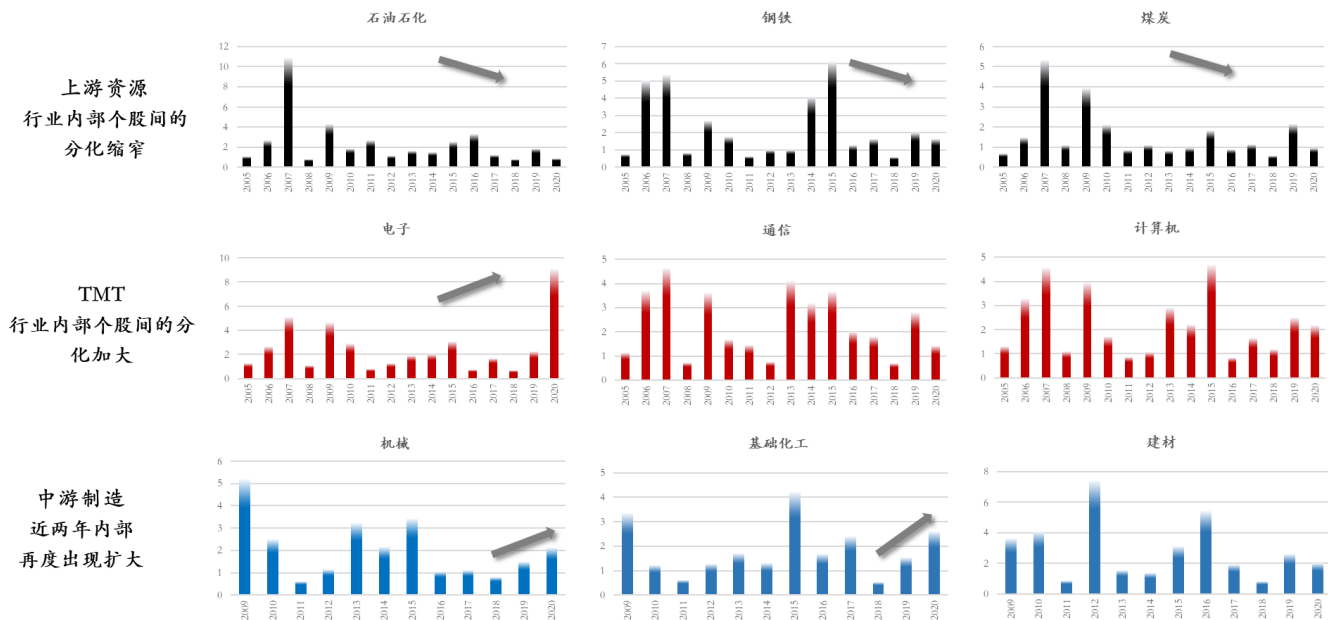
回顾 2005 年以来，不同行业的内部分化趋势，我们可以得到 3 个结论：

结论 1：低景气度行业（上游资源），2005 年以来，行业内部差异越来越小。我们认为以煤炭为代表的低景气度行业内部个股间分化的缩窄，本质在于下行周期商业模式并没有显著差异，行业创新速度较慢而出现同涨同跌的属性。

结论 2：高景气度行业（TMT 中以电子为代表），行业内部分化有加大趋势。以电子行业为例，虽然受通信代际更新影响也呈现出一定的周期性，但是自 2019 年进入 5G 周期之后，景气度抬高出现结构性行情，

结论 3：中游制造行业（机械、基础化工），尽管同属周期股，但近两年以来内部分化也呈现扩大趋势。以机械制造为代表的中游制造行业，自 2018 年以来，行业内部差距也不断扩大，出现投资聚焦龙头，强者愈强的属性。

图表 5 不同各行业内个股波动：上游资源、TMT、中游制造（涨跌幅最高-涨跌幅最低）



资料来源：Wind、华安证券研究所

2.3 市值的分化：大市值因子延续 2017 年以来强势表现

对于 A 股的结构化分化，市值维度的分析显然是无法绕开的。一方面，按照 Fama-French 三因素模型来看，市值因子作为其中之一，对于股票的表现具有很强的解释能力；另一方面，市值作为主要的风格特征，近两年也显示出明显的大市值因子有效性抬升，小市值的 Alpha 不断减弱的特征。

按市值大小分为 5 组，计算市值加权后的指数涨跌，作为大小盘轮动的依据。为了更具体的描述过去 20 年 A 股市值因子的特征，我们按照年度将全 A 股市场的股票按照市值自大到小分为 5 组（剔除 ST 及上市不足 1 年的次新股），并按照总市值加权计算每组涨跌，每年调仓一次后计算每组的累计净值。其中，L1 即代表市值最大的 20% 的股票，依次类推，L5 代表市值最小的 20% 的股票。

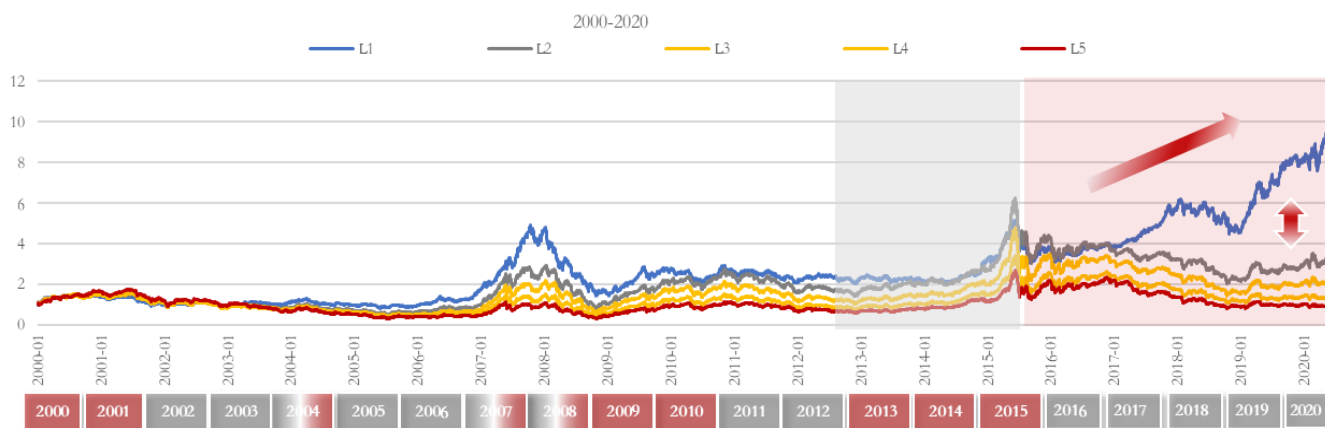
结论：2017 年以来大市值因子不断延续强势表现，和小市值因子的差距不断拉大。从下图来看，在 2016 年以前，A 股市场市值因子轮动频繁，几乎每两到三年轮换一次。但是从 2016 开始的近 5 年时间内，大市值股票表现持续亮眼，小市值因子则逐渐失效。尤其是现阶段，代表龙头的大市值股票相对指数的超额收益不断累积，资金呈现向龙头聚集的趋势，市值分化不断加剧。

图表 6 2000-2020 年：A 股市场大小盘风格轮动切换

年份	风格
2000-2001	小盘
2002-2003	大盘
2005-2006	大盘
2008-2010	小盘
2011-2012	大盘
2013-2015	小盘
2016-2020	大盘

资料来源：华安证券研究所整理

图表 7 按市值大小分组：2000-2020 年各组的累计净值&风格变化



资料来源：华安证券研究所整理

注 1：从 L1 到 L5 按市值从大到小分为 5 组，市值加权计算每组收益

注 2：红色框代表小盘风格、灰色框代表大盘、渐变代表年内风格切换

2.4 “二八分化”：领涨股票向高估值、大市值结构转变

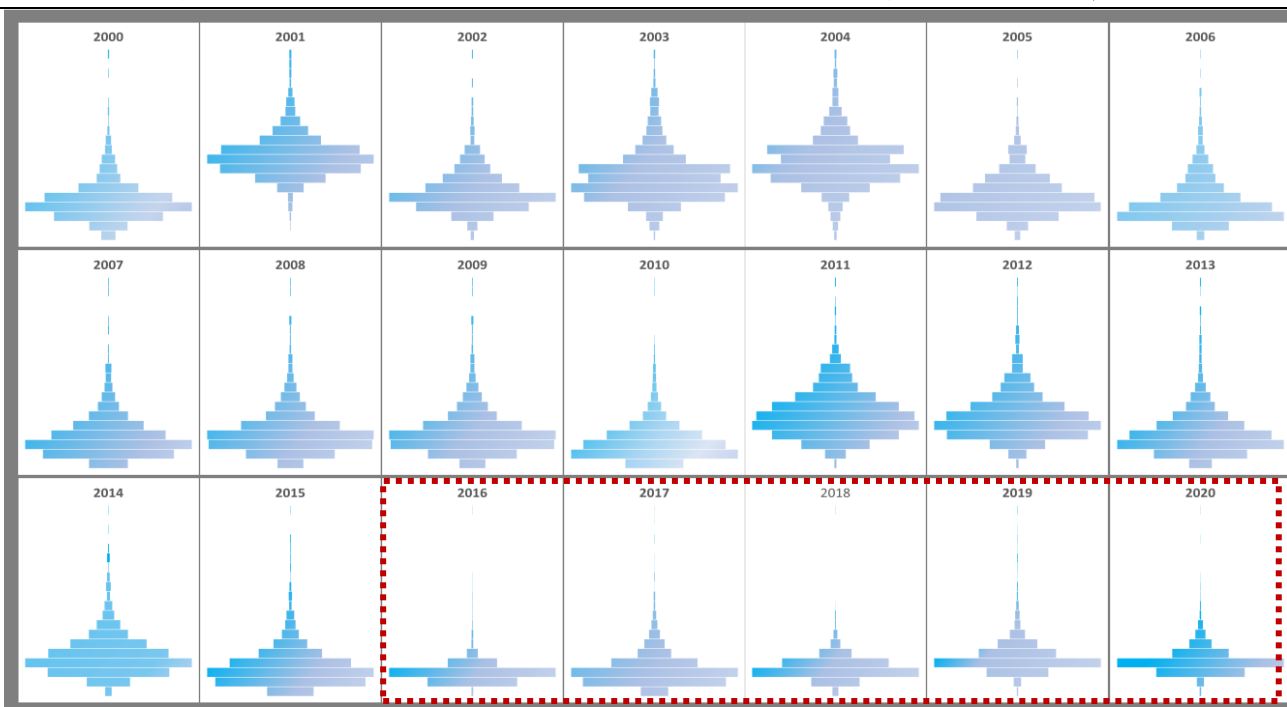
在前面对于 A 股结构性刻画中，无论是行业间的分化，还是行业内个股波动的差异，或者是市值间的分化，都是采取自上而下的逻辑。但事实上，对于许多主动型的选股方式来看，更多的会结合自下而上的选股方式。因此，对于当前“二八分化”格局，我们更想知道：1) 二八分化的特征是否持续存在；2) 这些小部分领涨股票的共性特征。

对于第一个问题，我们从个股涨跌幅的分布，以及 A 股相对市场超额收益的个股占比，都可以发现自 2017 年开始，A 股“二八分化”的格局持续深化。

个股涨跌幅分布表明，大部分个股表现集中在后 40% 的位置，近 5 年以来“二八分化”不断加深。我们如果绘制 2000-2020 年全 A 股的个股涨幅分布占比图形，可以发现：一方面，纺锤型呈现底部占比越来越高的趋势，即大部分个股的表现集中在后 40% 的位置；另一方面，涨跌幅的跨度也越来越大，显示出二八分化的急剧加深。尤其自 2016 年以来，近 5 年时间内，分化特征越来越明显。

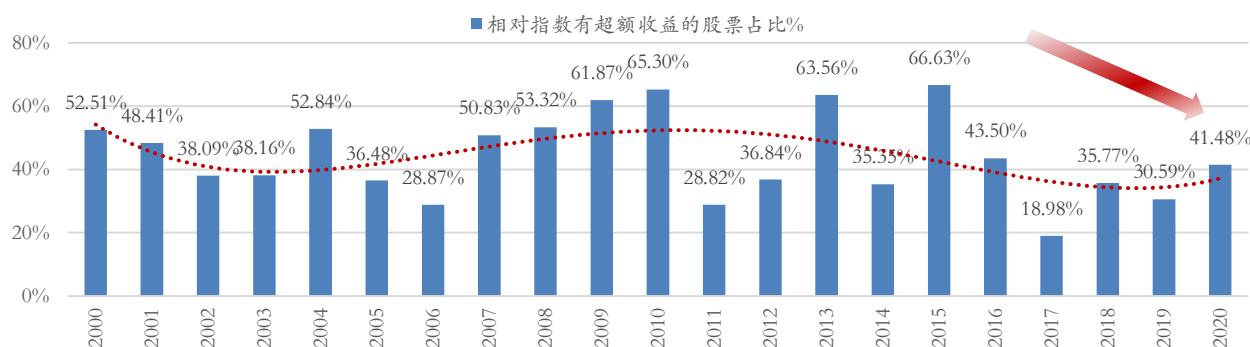
A 股相对市场有超额收益的占比不断走低，2017 年为结构变化的元年。我们若以 A 股相对市场有超额收益的股票占比作为指标（以万得全 A 作为基准），可以同样发现“二八分化”的特点。在 2016 年以前，尽管该指标也有一定波动，但基本位于 50% 附近；但自 2017 年开始，仅不足 20% 的个股跑出了超额收益，随后三年该比值也在历史中位数之下。

图表 8 2000-2020 年 A 股按涨跌幅分布占比 (%)：纺锤型底部占比越来越高，大部分表现集中在后 40%



资料来源：Wind、华安证券研究所

图表9 2000-2020年A股相对市场有超额收益的股票占比(%)：A股相对市场有超额收益的占比不断走低



资料来源：Wind、华安证券研究所

注1：选用 Wind 全 A 作为市场基准指数

既然“二八分化”的特征在近4、5年的时间持续存在，那么我们选取近4年涨幅排名前10%的股票进行统计，来看这小部分领涨股票的共同特征：

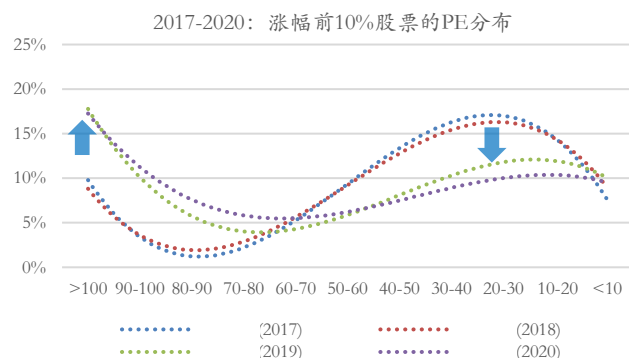
行业来看，涨幅前10%的股票多数集中在医药、基础化工、机械、食品饮料、计算机等行业。

估值方面，涨幅前10%的股票逐渐从低估值向高估值转变，PE高于100的占比抬升，而PE在20~30区间的占比下降。对比2017到2020年排名前10%的股票PE分布变化，显示出并不是越便宜涨幅越高，高估值股票的涨幅反而大幅提升。说明当前投资者并不以价格高低作为选股的唯一标准，颠覆了我们以往认为越便宜的股票越具备越大涨幅空间的印象。尤其是在近几年市场整体估值处于低位的阶段，领涨股票中PE>100占比的增加，更显示出投资向高估值股票转变的趋势。当然，对于PE<10这部分处于绝对低位的个股，占比并未有明显下降，表明当估值处于极低区间时，被低估后仍有较高修复回归的概率。

市值来看，涨幅前10%的股票中，小于30亿的小市值股票占比不断下降，领涨股向大市值股票靠拢。从市值分布来看，可以看出大市值股票涨幅在10%的占比不断抬升，尤其是300到500亿市值区间的占比从9%抬升至近17%；而小于30亿的小市值股票则从40%大幅下降至26%。

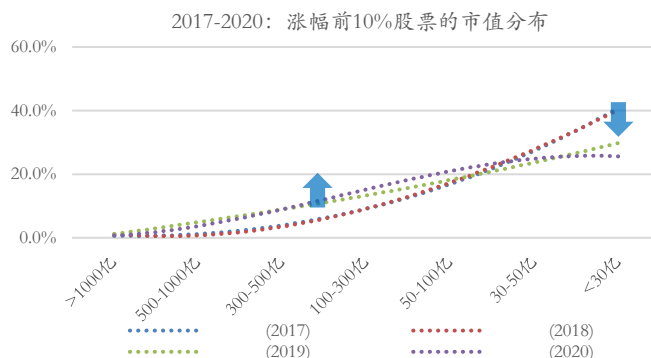
因此，结合涨幅前10%的股票共性特征来看，在向医药、食品饮料、计算机等行业聚集的同时，也在向高估值，以及高质量的龙头公司转向。

图表10 2017-2020年：涨幅前10%股票的PE分布



资料来源：Wind、华安证券研究所

图表11 2017-2020年：涨幅前10%股票的市值分布



资料来源：Wind、华安证券研究所

3 A股市场结构变化背后的原因：经济、行业、制度带来的深层次变革

从A股结构性特征的演变来看，我们认为不仅反映了交易的表象，更多隐含的是经济结构转型、行业变革所带来的深层次影响。同时，在经济大背景转变之下，随着外资影响权重抬升所带来的投资逻辑和估值体系重塑，以及资本市场体系的改革，将引领未来资金进一步加深向消费、科技板块，以及高估值、大市值的核心资产聚集的趋势。

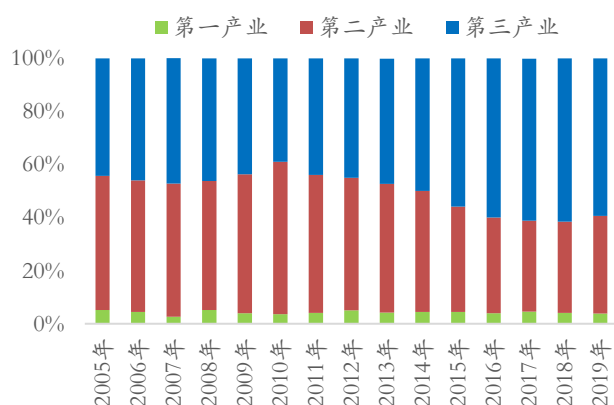
3.1 经济结构变化：第三产业占比抬升，增长引擎转向消费科技拉动

对于A股结构性特征的转变，行业风格从2008年之前的周期金融领先，逐步向消费成长领涨转向，最直接的影响因素就是过去20年间的宏观经济结构变化。

2005-2020年，第三产业GDP贡献率占比逐年增长，经济增长引擎由投资转型消费拉动。对比过去长周期下第一产业、第二产业和第三产业的GDP贡献率变化，可以发现自2005年开始第二产业的GDP贡献率从2005年的50%已经下降到2019年的37%。而与之相对应的是，第三产业贡献率占比已经从2005年的四成大幅上涨到2019年近六成，显示出近年来经济增长引擎由投资拉动逐步向消费拉动的转型。这也恰好对应了过去行业风格从周期向消费演变的长周期过程。

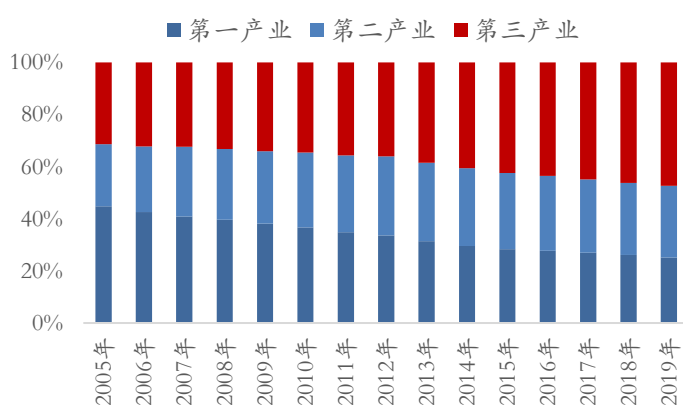
第三产业就业人数自2011年就处于领先，同样反映从工业型向信息型社会转型的趋势。从三产的就业人数来看，2019年第三产业就业人数已经逼近5成，也远超第二产业（27.5%）和第一产业（25.1%）的占比。这表明在加入WTO之后，随着制造业和城镇化的快速发展，在科技和信息技术转型升级的推动下，发展将从工业型社会向信息社会转变。

图表 12 第三产业 GDP 贡献率占比明显增长



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 第三产就业人数的占比持续扩大



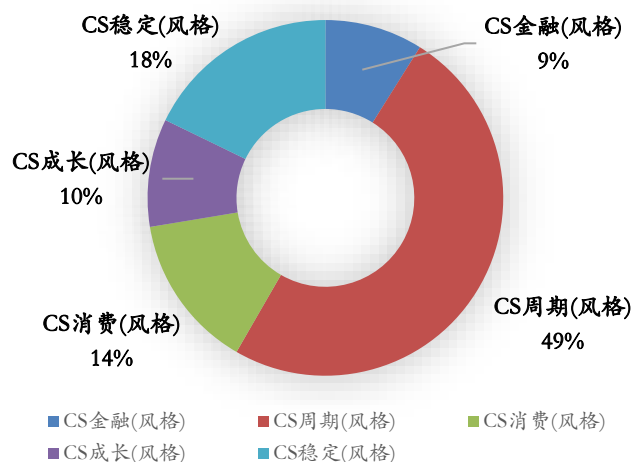
资料来源：wind，华安证券研究所

经济结构的变化在资本市场中也有类似反映，消费和成长市值占比显著提升。我们对比2005年和2020年间市值占比变化，可以发现，2005年A股市值中以周期、稳定风格占据主导地位，周期市值约占50%；但随着经济结构变化，第三产业在经济结构中约占地位日渐提升，到2020年消费风格的市值由14%提升至23%，成长风格的市值由10%提升至17%。

对于消费和科技在过去 10 年内领涨，以及未来继续走强的预期，我们认为“升级”是两者的共性之一。对于消费股来说，在经济发展到当前阶段，随着人均收入的增长，在消费升级主导的逻辑下，具有稳定盈利预期的消费龙头有进一步增长的预期。对于科技板块来说，当产业升级成为主要旋律，制度性优势下发挥工程师红利等优势，将加速向新兴产业带动的科技型社会转变。

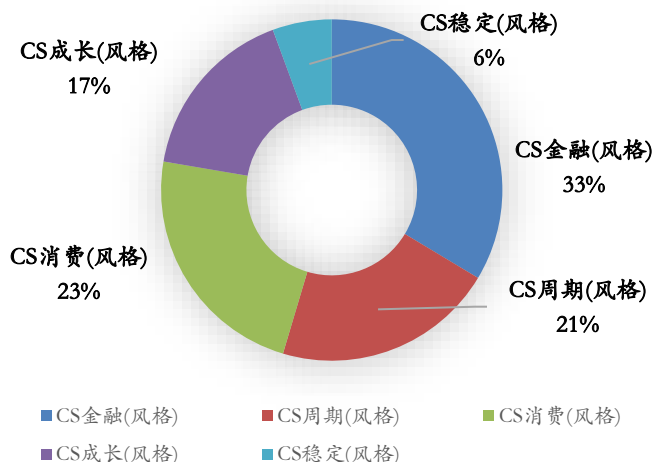
从当前来看，在产业经济结构的升级的大趋势下，未来将会进一步强化当前转向科技+消费的风格。尤其是在当下经济转型的关键期，在疫情冲击及外贸形势具有不确定性的背景下，通过消费拉动经济的趋势进一步明朗。同时，在经济转型的迫切推动下，信息行业的占比未来也将进一步走高。

图表 14 2005 年：市值占比以周期风格为主



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 2020 年：消费、成长风格市值占比大幅提升



资料来源：wind，华安证券研究所

3.2 行业变革变化：技术革新带来产业内部差异加大

除了经济结构转型带来的产业升级外，盈利模式以及技术的革新，在影响不同行业风格转向的同时，也会带来行业内部分化。依据我们在 2.2 部分所得到的 A 股行业内部的分化结论来看，以上游资源为代表的传统型行业自 2005 年以来内部股价差异不断缩小，而以 TMT 中电子为代表的高景气度行业分化不断加剧，以及机械为代表的中游制造行业分化也逐步抬升，我们认为这背后就隐含基于需求和技术革新所带来的行业变革差异。

图表 16 不同行业内部个股的分化特征及原因

大类	行业	行业内部特征及原因
上游资源	煤炭	2005 年以来，内部分化不断缩窄 <ul style="list-style-type: none"> 经济下行周期，作为上游资源型行业，景气度走低，更多表现出同涨同跌的特点 行业蛋糕不断缩小，煤炭开采的盈利模式在不同企业间差异有限
TMT	电子	以电子为代表，近两年内部分化不断加大 <ul style="list-style-type: none"> 2019 年以来，科技代际革新，行业景气度抬升，蛋糕变大； 行业内部电子芯片受益于国产替代，但传统组装类企业则变化不大，造成内部差距拉大
中游制造	机械	以机械为代表，内部分化不断加大 <ul style="list-style-type: none"> 2018 年以来虽然同属周期，但中游制造内部差距不断加大，投资聚焦龙头的特点。 一方面行业竞争激烈，龙头企业的市占率抬升；另一方面，龙头企业通过向智能化转型实现行业内部的进一步分化

资料来源：华安证券研究所整理

对于低景气度的传统行业，在蛋糕缩小的同时，盈利方式未有明显变化，短期内商业模式难有明显变化。从煤炭为代表的资源型行业来看，在经济周期下行以及能源转型的过程中，景气度持续处于低位，行业蛋糕不断缩小。但与此同时，作为传统型行业，依赖煤炭开采的盈利模式在不同企业间的差异有限，因此行业更多显示出同涨同跌的属性。

对于高景气度的新兴行业，随着科技革新催生需求，在蛋糕变大的同时，商业模式随着科技革新也发生巨大变化，带来行业内部的分化。我们以新兴 TMT 行业中近两年分化急剧扩大的电子行业为例，本质在于科技代际更新的景气度不断抬升过程中，以芯片为代表的传统行业在分享行业蛋糕不断变大红利的时候，也受益于国产替代的逻辑，带来电子行业内部的差异拉大。

对于中游制造的机械工程等，2018 年以来分化加大，有行业和企业自身双重因素推动。以机械制造为代表，一方面行业内部竞争激烈，造成差异加大，尤其是龙头企业的市占率不断抬升；另一方面，从企业自身维度看，龙头企业具有技术壁垒优势的同时，通过向智能化、数字化的转型，实现行业内部差异的进一步分化。

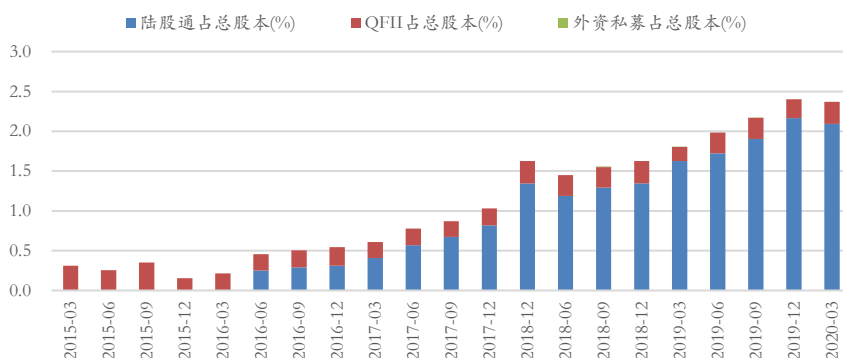
因此，我们可以看到，除了新兴行业之外，即使是传统行业未来也具有进一步分化的动力。对于能够受益于科技发展带来商业模式转变的行业，都有机会出现行业内部的分化。从当前来看，以工业互联网赋能传统行业为例，若传统制造业能够拥抱新科技，那么随着商业模式和盈利模式的转型，将会带来传统企业的估值重估，并进而加大这部分行业内部的分化。

3.3 投资逻辑变化：外资影响权重抬升，重塑估值体系

A 股向以高估值、大市值为代表的核心股票资产聚集，我们认为与整个市场的投资者结构，以及估值体系变化有着深刻的关联。尤其是自 2017 年以来，外资对于 A 股市场的影响不断加大，是引发整个 A 股投资风格转变的核心因素之一。

从投资者结构来看，A 股的结构分化，与资金抱团核心资产也密不可分。自 2009 年开始，A 股机构持股的平均比例不断走高，从 20% 提高到 2020 年超过 50%，投资从散户向机构的转型。而外资作为主要增量之一，所占比例也从 2015 年的 0.3% 增长 300 倍到 2.3%，抬升速度远超机构平均速度。

图表 17 2015-2020 年：外资占总股本比例不断抬升

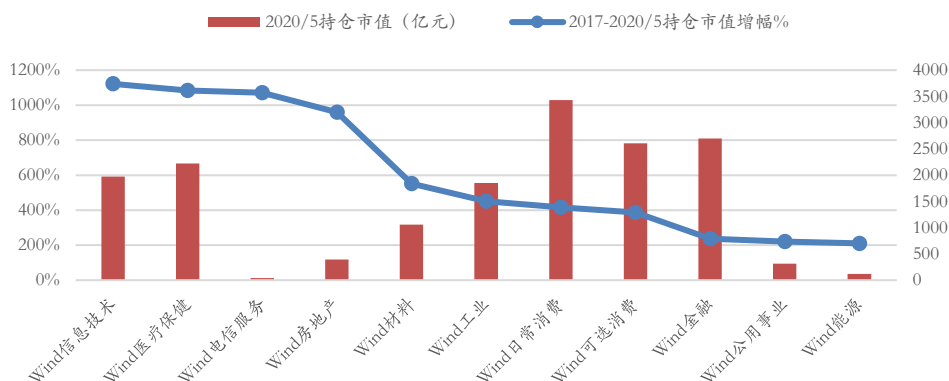


资料来源：Wind、华安证券研究所

外资持仓市值不断抬升，医疗、信息技术成为增持的主要行业，增量表明外资持有核心资产转向新兴产业。统计外资持仓市值（QFII/RQFII+陆股通+外资私募），尽管当前持仓市值的重心仍然在金融、日常消费和可选消费；但是从持仓市值的增幅来看，2017-2020 年的医疗、信息技术成为外资加仓的重点，增幅均超过 10 倍，表明增量方向与产业转型方向一致。

外资选择的核心资产方向，与当年表现优异的个股高度重合。进一步对比 A 股涨幅前 10% 的股票和外资重仓个股，可以发现近 4 年两者具有较高的重合度。其中，2017 年 QFII 持仓市值前 200 的个股中有 67 个属于当年涨幅前 10% 的股票，QFII 排名前 10 个股中，则有 8 个属于当年涨幅前 10%。

图表 18 2017-2020 年：外资持仓市值不断抬升，医疗、信息技术为主要增持行业



资料来源：Wind、华安证券研究所

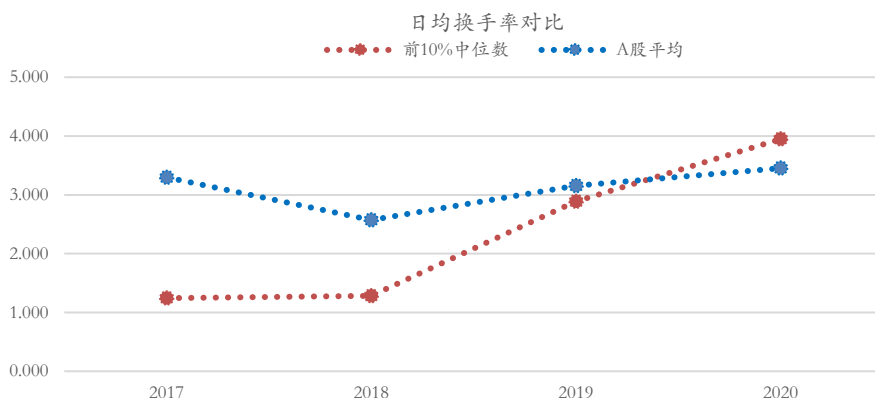
结合外资向科技、医疗等新兴行业增持，以及外资的重仓股票与强势个股有着较高的关联度，表明外资的确在影响 A 股内在投资逻辑的变化。

近 5 年间对外开放的进程不断加快，外资进入的加快增加了对于 A 股投资风格的影响权重。从 2014 年 11 月沪股通开通为起始；同时 MSCI、罗素富时纳入 A 股，再到最近 2020 年 5 月取消 QFII 和 RQFII 落实取消额度限制，外资配置 A 股的进程不断加快。同时，制度上自 2017 年海外私募巨头也进军内地市场，截止 2019 年底已有包括贝莱德、桥水在内的 23 家 WOFE 备案登记。

2017 年为 A 股结构变化的元年，外资推动估值体系的重塑。对于当前核心资产向高估值、大市值风格转变的特点，与外资影响权重不断抬升下估值体系的变化和演进有着深刻的关系。结合 2017 年以前小市值因子的强有效性来看，内资之前更看重股票的成长性；但是相较而言，外资对于选股的逻辑则更注重财务和盈利的持续性。

投资行为上，涨幅靠前的股票换手率低于市场平均，说明“Buy and Hold”已成为策略变化的主要方向，短线炒作的高换手率带来的边际收益走低。具体来看，可以发现 2017 年到 2019 年，A 股涨幅前 10% 的股票日均换手率中位数，持续低于 A 股当年的平均日均换手率，显示出短线炒作的方式并不是近几年推动前 10% 股票上涨的动力，“买入并持有”策略成为策略主要的趋势方向。

图表 19 年度涨幅前 10% 股票的日均换手率 VS A 股日均换手率对比



资料来源：Wind、华安证券研究所

3.4 资本市场体系发展：制度完善加剧个股差异扩大

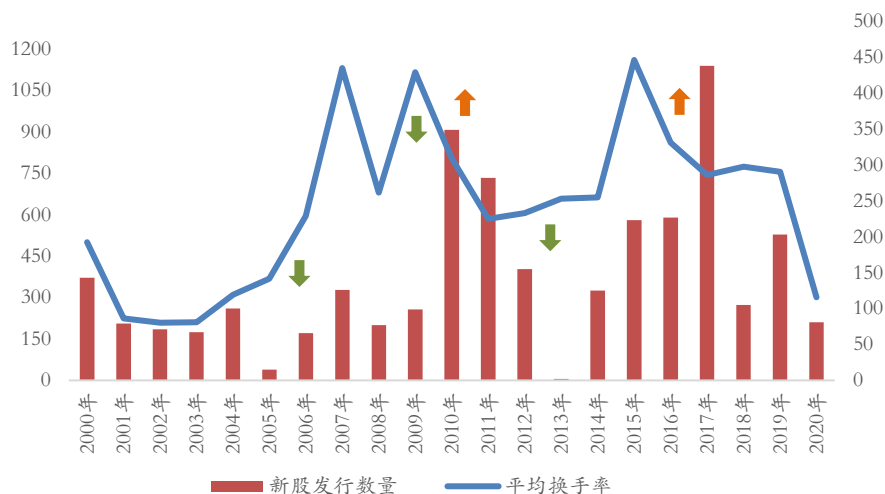
近年来资本市场体系的发展,也可以进一步解读 A 股市场的结构性分化倾向。

过去壳资源炒作的现象一直是小市值股票取得超额收益的原因之一。在过去的 A 股市场,受到 IPO 核准制发行的影响,新股较为严格的发行制度造成了壳资源的稀缺性;同时,在缺乏退市制度的背景下,也带来了阶段性以炒作壳资源为代表的小市值行情。

结合 IPO 空窗期,新股发行数量与小市值股票的年均换手率之间,大致呈现负相关的趋势。我们如果对近年来 IPO 政策变化进行统计,并对比新股发行节奏和 30 亿市值以下小市值股票年均换手率之间的关系,可以发现小市值股票的换手率高涨之年往往对应新股发行数量的洼地。造成这一现象的背后原因正是因为壳资源的炒作,但值得注意的是这一现象 2019 年后已有明显改善。

制度完善带来良性循环,个股间差异将会进一步分化。综合小市值股票换手率和 IPO 空窗期较强的关联性,以及 2019 年科创板设立后上述现象的改善来看,未来随着全面注册制的实行和退市机制的建立,小市值因炒作壳资源而获得超额收益的空间将被逐步挤出。长期来看,随着资本市场发展完善 IPO 发行也将逐步回溯本源,未来好公司和差公司之间的差距将会愈加明显。因此,未来市场仍将趋向“二八分化”的特征。

图表 20 2000-2020 年新股发行数量和小市值股票的年均换手率呈负相关趋势



资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 绿色箭头表示 IPO 关闭; 红色箭头表示 IPO 开启

4 A 股结构化行情启示：板块结构性机会关注 可选消费、TMT 和保险，个股聚焦优质龙头

从中长期来看，我们认为未来 A 股的结构化分化还会持续。尤其未来随着注册制的正式实施，寻找核心优质资产将成为分化的核心因素，也是投资者的核心竞争力。同时，从投资逻辑和方式来看，在机构投资者占比抬升的预期下，投资方式也将从短线炒作概念向价值投资进一步深化。

启示 1：板块结构性机会仍在，聚焦可选消费、TMT、金融。

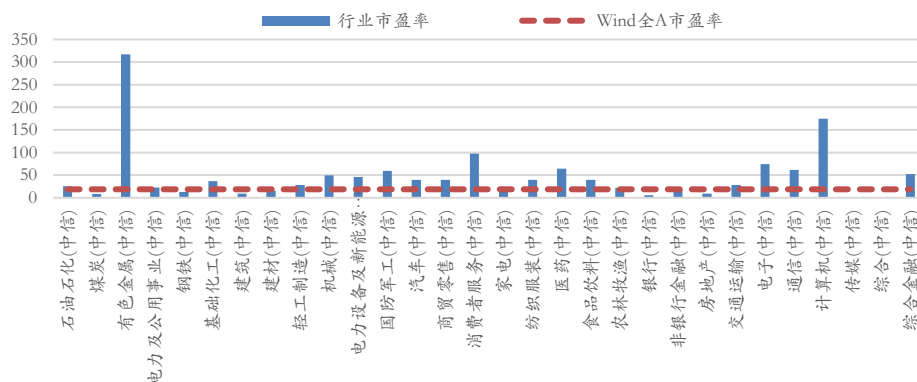
从行业分化趋势来看，基于经济转型所带来的行业风格向消费科技漂移将会进一步深化。同时，类比 2009 年，基于经济修复逻辑，当下最为看好科技和可选消费，金融行业内也存在一定结构性机会。

1) 经济修复基于内需，看好可选消费。随着数据反映城镇化率突破 60%及第三产业 GDP 占比的逐年增加，消费升级主线已成为拉动内需的重要力量。同时，如果类比 2008 年金融危机后期倡导“家电下乡”和“汽车下乡”等扩内需政策，以及 2009 年家电、汽车行业迎来涨幅 146%和 245%的亮眼表现。当前身处于疫情冲击后的经济修复阶段，通过后疫情时代的消费拉动，使得以家电、汽车为代表的可选消费在兼具防御属性的同时也具备成长属性，可选消费表现能否再续辉煌依然可期。

2) 经济修复基于投资，看好新基建代表的 TMT 板块。从长周期来看，当前正处于经济结构和产业升级的节点，在当下 5G 发展提速和新基建多次被政策层强调的氛围中，新兴科技产业将随着技术进步的步伐加快和产业结构改革纵深迎来长足发展，下游 TMT 行业表现可期。

3) 估值修复，看好低估值金融板块的结构性机会。从当前市场来看，随着疫情冲击后的经济逐步修复，未来市场也将会加大对于估值洼地的挖掘。从当前来看，2020 年 6 月金融板块中银行、非银金融的市盈率分别为 5.9 和 16.2，在均小于市场平均水平的同时也处于历史极低位（银行、保险估值处于 2010 年以来 10%分位以下），因此有一定估值修复的动力。此外，随着金融市场的开放和资本市场系统性改革的进程，也将带来金融板块活跃度的提高。

图表 21 2020 年 6 月：金融板块市盈率低于 Wind 全 A 市盈率



资料来源：wind，华安证券研究所

启示 2：行业结构性机会，重点看好汽车、家电、消费电子和保险。

汽车行业来看，疫情改善下消费回暖，补贴力度加码新能源确定性持续增加。5 月乘用车零售同比增长 1.8%，自 18 年 6 月以来首次恢复正增长，疫情控制汽车消费逐渐恢复，行业度过艰难的上半年，营收利润均环比改善。随着德国、法国不断加大新能源车补贴力度，主流车企加速新能源车型，尤其特斯拉销量走强，新能源车远期确定性继续增加，国内也在经历补贴退坡后的需求导向期，看好新能源车的长期发展。

家电行业来看，随着新房增速放缓，地产后周期产业链进入存量博弈时代，居民消费水平日益提升，大家电更新需求市场可期。白电和厨电行业马太效应明显，龙头在品牌力、产品力、渠道力等方面优势明显。随着电商和互联网发展、新消费时代来临，消费板块将焕发新的活力，小家电板块受益显著，消费升级、细分品类发展、小家电保有量提升等将在中长期内为小家电带来较高增长预期。

电子行业中，消费电子和半导体受益于 5G 换机潮和国产替代进程。受益于全球疫情逐步缓解，欧美需求逐步恢复，进展好于预期。光学技术创新，通信技术升级，5G 换机潮拉动效应明显。此外，半导体在科技创新、外部摩擦、内部政策三重推动下半导体国产替代进程快速推进。2019 年中国集成电路进口金额 yoy-2.2%、出口金额 yoy+20.1%，2019 年全球半导体市场销售额 yoy-12.8%、国内集成电路产业销售额 yoy+15.8%，双剪刀差数据表明国产替代进程顺利且替代空间仍旧巨大，认为半导体行业未来将会保持较高增速成长。

金融板块内，保险行业确定性较强。随着疫情冲击后的经济逐步修复，以及货币政策超级宽松预期的打破，使得利率阶段性上行的回升。因此，保险的新增投资收益和负债端都会受益于利率回升，并带来保险板块的收益估值双受益。此外，配套当前保险行业普遍的低估值，也提供了一定安全边际。尽管在 2.4 的数据观察中，我们发现前 10% 领涨股票中 PE 在 20~30 的低估值区间占比明显下降，但 PE 处于 10 以下极低估值占比并没有明显改变，这也意味着以保险行业的低估值板块存在一定的阶段性机会。

启示 3：个股机会聚焦优质龙头公司。

从个股间的分化来看，高估值、大市值的龙头公司作为核心资产，仍将是资金聚集方向。当前“二八分化”中个股的共性显示，随着外资影响力抬升带来的投资逻辑转变，以及以注册制为代表的资本市场改革推动之下，投资偏好将改变之前买便宜炒概念的特征，将进一步向高估值的龙头优质公司强化。同时，从各行业自身竞争格局来看，以高景气度的电子行业为例，通过外延式并购以及业务布局，未来行业龙头集中效应将会更加集中，出现强者恒强的格局。

5 推荐标的

从中长期来看，未来行情仍将延续消费升级和技术进步的主线，聚焦在可选消费、科技板块上，我们推荐关注优质龙头公司：

图表 22 推荐个股

行业	个股	PE	市值 (亿元)	流动性 (年均换手率)	基本面
家电	九阳股份	28.01	260	0.77%	多年维持小家电领域龙头地位、且能够顺应时代变迁迅速调整，如今已形成适应年轻人需求的产品研发体系、适应新消费的快速响应供应链体系和营销模式，预计新消费的发展将为九阳股份带来新一轮增长点。
	老板电器	18.92	322	0.95%	中期来看，政策推动精装房大力发展，老板电器稳居高档厨电龙头地位，在精装房渠道品牌优势凸显，份额第一，有望持续受益工程渠道高增长；长期来看，中国地产后周期产业进入存量博弈时代，深耕渠道多年的老板电器具有显著优势。
	格力电器	16.07	3620	0.83%	公司基本面触底，在空调领域龙头地位稳定，具备较强盈利能力；内部管理调整和股权激励有望带来公司治理方面的改善；并且公司的多元化布局和电商渠道的重视程度提升有望带来新的增长点。
汽车	吉利汽车	12.62	1154	0.64%	自主品牌龙头，批发零售环比改善，新平台新车型逐渐放量。
	宁德时代	78.43	3337	2.09%	新能源车动力电池龙头，国内市场绝对龙头，进入特斯拉国内供应链，下半年开始供货，并且欧洲建厂稳步推进。
	三花智控	49.15	675	1.48%	家电及汽车领域热管理零部件龙头供应商，全球供应商，新能源车热管理业务由特斯拉扩展到全球主流车型，良好的竞争格局，产品优势明显
电子	兆易创新	145	1065	3.35%	存储器定增案受全球投资者认可，Nor flash 产品全球需求仍旧旺盛；MCU 产品国内第二，生物识别等其他业务线开拓新利润点
	汇顶科技	50.1	1056	1.20%	OLED 超薄方案顺应全面屏发展趋势，渗透率持续提高；电容方案或开拓全新应用场景；面向 IoT 推出声学/蓝牙等新产品
	立讯精密	54.8	2785	1.49%	国内消费电子，通信，汽车连接器龙头。Airpod 耳机代工龙头，天线，马达，声学业务亦有很强竞争力。

通信	烽火通信	56.2	350	3.81%	传输侧扩容及升级将会是未来运营商资本开支的重点，公司将收益行业高景气度。同时，公司受益核心网设备国产替代大趋势，有望填补军网领域中兴退出后的市场份额。
	移远通信	154	213	6.40%	公司是全球物联网行业蜂窝通信模块龙头企业，产品布局最全，产品良率稳定性最好，营销体系最完善，未来有望发挥龙头企业规模效应带来业绩高增长。
计算机	用友网络	135	1165	101.69%	企业上云、数智化转型助力降本增效，云 SaaS 软件长期发展空间广阔；信创促使国产软件市占率提升；
	千方科技	34.76	339.36	313.07%	智能网联汽车 V2X 即将量产，V2X 需要车路协同，公司能够提供智能交通涵盖车载设备、路边单元以及云控平台综合解决方案；
	启明星辰	55	357	162.91%	等保 2.0 等政策驱动网络安全产业景气度上行；云计算、工业互联网等新技术发展带来网络安全新需求；
保险	中国平安	10.59	13765	0.58%	保险新增投资收益和负债端受益于利率阶段性回升；保险行业目前处于估值低位，提供安全边际；

资料来源：wind，华安证券研究所

注：截至到 2020-6-05

6 风险提示

- 经济及产业结构升级速度不及预期；
- 资本市场改革进度不及预期；
- 当前消费龙头公司估值新高，需警惕短线调整风险。

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监；华安证券研究所所长，TMT 首席分析师；新财富最佳分析师。

研究助理：方晨，宏观策略，美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，4 年衍生品研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。