

【策略专题】

从纯内需到风险偏好高弹性

——5月华创策略-行业观点概述

❖ 第三轮“通缩对抗”是本轮行情的主线

1) 第一轮通缩对抗：“大水牛”与两年“慢牛”：2014-15年间中国货币宽松、财政刺激、地产放松等一系列举措，美国美联储持续扩表、减税和财政刺激计划。A股在2014-2015年间牛市，2016-2017年两年慢牛。2) 第二轮通缩对抗：“快牛”与“结构牛”：2018年下半年中国政策放松，财政提前发力，2019年美国重启降息周期。A股在2019年初走出了一波快速上涨行情，2019年全年结构性行情不断。3) 第三轮通缩对抗：复工内生驱动+对冲外生驱动。市场预期内生会偏向悲观，当前复工内生驱动与对冲外生驱动效应并未明确，而其中的预期差正是提示的“小逐险牛”发展的基本面基础。

❖ 全球经济金融“大避险”格局延续，“小逐险”行情或到二季度末

当前市场的核心问题在于疫情冲击后经济趋势的研判。市场关注的风险点来看，1) 疫情拐点预期有望在5月中下旬升温；2) 全球经济金融进入持续去杠杆明确仍待时日；3) 疫情冲击供给侧，需求端强刺激可能形成的通胀风险，风险节奏较远；4) 中美经贸关系短期仍将会存在着反复，但预计不会出现实质变拐点。从当前这四大风险因素实际上都导向了大萧条开启的讨论。我们并不认为当前具有研判这一趋势确切方向的充分信息，但相对更为确定的是，对于这一研判进行的新一轮预期锚定并不是在现在，相对更快也会在二季度末。

❖ 阶段内市场有望实现三波驱动接力下的“小逐险牛”行情

1) 第一波驱动：美元流动性紧张缓解，市场定价机制修复。随着3月底美联储无限QE的推出，美元流动性紧张问题解除，定价机制修复将带动金融商品价格反弹。2) 第二波驱动：经济运行正常化推进，过度悲观情绪修正。后续的复工进度对于市场的引导作用要强于经济数据和盈利基本面的引导作用，随着过度悲观情绪的修正，前期受疫情影响而下跌的资产价格修复也将带来行情的向上演绎。3) 第三波驱动：疫情拐点预期升温，全球联合对冲政策再定价。当前行情证正处于第二阶段，主要是过度悲观预期的修正，其核心驱动仍在于“流动性充裕+风险偏好提升”。这一阶段市场将进一步淡化基本面驱动逻辑，而是更多依赖于估值端驱动，着眼于风险偏好驱动的主题性机会。

❖ 投资建议：把握三波驱动力，从内需修复到风险偏好弹性

第一阶段核心价值蓝筹将会迎来估值修复，陆股通重仓指数带领上涨；第二阶段过度悲观情绪修正是行情基础，创业蓝筹指数相对强势有望逐渐显现和明确；第三阶段随着风险偏好的进一步提升，风险偏好弹性高的科技股有望迎来加速表现，周期资源品板块也有望迎来补涨行情。行情的前期，即第一阶段主要表现为内需修复行业板块的估值修复，主要看好食品饮料、医药、农业、商贸零售，风险偏好由中等水平向更高水平提升时敏感的行业更受青睐，主要看好券商、军工。随着国内复工进程的推进、海外疫情缓和和复工进度展开，风险偏好弹性更好的稳增长与新基建板块要更加具有风险收益比，主要看好新基建、科技（主要是5G-新能源两大科技板块）、轨交、建筑建材、家电。

❖ 风险提示：

中美冲突加剧提前、疫情中断复工进程、中国政策宽松大幅低于预期、美元流动性紧张卷土重来。

华创证券研究所

证券分析师：周隆刚

电话：010-66500868

邮箱：zhoulonggang@hcyjs.com

执业编号：S0360519080003

相关研究报告

《【策略专题】华创策略联合行业·金股组合 7月刊》

2019-07-04

《【华创策略】宴罢之前，有花堪折》

2019-08-21

《【华创策略】走向曙色：再通缩，再抗争》

2019-09-02

《策略周报：回调就是机会》

2019-09-15

《逆水行舟——10月华创总量观点概述》

2019-10-10

《10月金股组合及华创策略-行业观点概述》

2019-10-14

目 录

一、5月策略观点：第三轮通缩对抗下的“小逐险牛”	3
二、行业观点概览.....	3
1.【大宗商品】复工进度&微观需求跟踪体系	3
2.【交运】首推模式加成，龙头胜出公司，持续关注高分红标的	4
3.【建筑建材】基础设施公募 REITs 试点正式启动，行业有望迎来崭新模式	4
4.【环保公用】环保公用板块近期观点梳理	4
5.【机械】关注轨交、锂电设备、光伏设备、半导体设备投资机会	6
6.【汽车】需求恢复情况较好，短期缺乏催化剂	7
7.【军工】军工行业的比较优势和配置价值凸显，有望逐步得到市场的认可和关注	7
8.【电新】关注多条细分行业投资机会	7
9.【食品饮料】继续把握需求预期拐点，龙头估值依旧具备优势	8
10.【农业】畜禽价格或将高位震荡，非瘟后养殖规模化加速提升	9
11.【家电】聚焦内需，拐点将至	10
12.【商社】关注预期修复	10
13.【轻工】造纸行业二季度经营压力加大，目前家具企业处于业绩低点	11
14.【医药】关注医药零售、医疗服务、中药投资机会	11
15.【电子】悲观情绪低点已过，板块渐入配置期	12
16.【计算机】5月份可能继续震荡，继续看好云计算产业链、信创和信息安全	13
17.【通信】5G 进入业绩兑现期，海外陆续复工带动外需市场开启复苏	13
18.【互联网】5月关注后疫情期互联网格局的演变	13

一、5月策略观点：第三轮通缩对抗下的“小逐险牛”

1.第三轮“通缩对抗”是本轮行情的主线。1)第一轮通缩对抗：“大水牛”与两年“慢牛”：2014-15年间中国货币宽松、财政刺激、地产放松等一系列举措，美国美联储持续扩表、减税和财政刺激计划。A股在2014-2015年间牛市，2016-2017年两年慢牛。2)第二轮通缩对抗：“快牛”与“结构牛”：2018年下半年中国政策放松，财政提前发力，2019年美国重启降息周期。A股在2019年初走出了一波快速上涨行情，2019年全年结构性行情不断。3)第三轮通缩对抗：复工内生驱动+对冲外生驱动。市场预期内生会偏向悲观，当前复工内生驱动与对冲外生驱动效应并未明确，而其中的预期差正是提示的“小逐险牛”发展的基本面基础。

2.全球经济金融“大避险”格局延续，“小逐险”行情或到二季度末。当前市场的核心问题在于疫情冲击后经济趋势的研判。市场关注的风险点来看，1)疫情拐点预期有望在5月中下旬升温；2)全球经济金融进入持续去杠杆明确仍待时日；3)疫情冲击供给侧，需求端强刺激可能形成的通胀风险，风险节奏较远；4)中美经贸关系短期仍将会存在着反复，但预计不会出现质变拐点。从当前这四大风险因素实际上都导向了大萧条开启的讨论。我们并不认为当前具有研判这一趋势确切方向的充分信息，但相对更为确定的是，对于这一研判进行的新一轮预期锚定并不是在现在，相对更快也会在二季度末。

3.阶段内市场有望实现三波驱动接力下的“小逐险牛”行情。1)第一波驱动：美元流动性紧张缓解，市场定价机制修复。随着3月底美联储无限量QE的推出，美元流动性紧张问题解除，定价机制修复将带动金融商品价格反弹。2)第二波驱动：经济运行正常化推进，过度悲观情绪修正。后续的复工进度对于市场的引导作用要强于经济数据和盈利基本面的引导作用，随着过度悲观情绪的修正，前期受疫情影响而下跌的资产价格修复也将带来行情的向上演绎。3)第三波驱动：疫情拐点预期升温，全球联合对冲政策再定价。当前行情正处于第二阶段，主要是过度悲观预期的修正，其核心驱动仍在于“流动性充裕+风险偏好提升”。这一阶段市场将进一步淡化基本面驱动逻辑，而是更多依赖于估值端驱动，着眼于风险偏好驱动的主题性机会。

4.投资建议：把握三波驱动力，从内需修复到风险偏好弹性。第一阶段核心价值蓝筹将会迎来估值修复，陆股通重仓指数带领上涨；第二阶段过度悲观情绪修正是行情基础，创业蓝筹指数相对强势有望逐渐显现和明确；第三阶段随着风险偏好的进一步提升，风险偏好弹性高的科技股有望迎来加速表现，周期资源品板块也有望迎来补涨行情。行情的前期，即第一阶段主要表现为内需修复行业板块的估值修复，主要看好食品饮料、医药、农业、商贸零售，风险偏好由中等水平向更高水平提升时敏感的行业更受青睐，主要看好券商、军工。随着国内复工进程的推进、海外疫情缓和和复工进度展开，风险偏好弹性更好的稳增长与新基建板块要更加具有风险收益比，主要看好新基建、科技（主要是5G-新能源两大科技板块）、轨交、建筑建材、家电

风险提示：中美冲突加剧提前、疫情中断复工进程、中国政策宽松大幅低于预期、美元流动性紧张卷土重来。

二、行业观点概览

1.【大宗商品】复工进度&微观需求跟踪体系

钢铁：上周表观消费环比下滑，同比上涨，但依然是周度表观消费中的次高，表观消费回落大概率由于备货需求和投机需求的波动，真实需求预估仍在上升通道。上周杭州和广州的出库都高于历史同期，钢厂出库也保持了同比高于去年的态势，直供数据则一直低于去年同期，一定程度上反应了贸易商的热情依然高于终端的。

水泥：本周水泥磨机环比小幅增长，同比略高于去年。水泥出货率增速放缓，仍然高于去年。水泥与真实需求的拟合程度更高，需求的仍然处在上升通道。

日耗：六大电厂的日耗仍然在去年的90%左右。但根据发改委消息，4月1日—15日，全国发电量同比增长1.2%，实现了正增长。日耗与真实发电量略有背离，主要由于清洁能源占比上升和六大电厂样本变化。

地产：地产销售已经恢复正常生产的状况，但拿地最近两周略有回落。

风险提示：后期需求恢复不及预期。

2.【交运】首推模式加成，龙头胜出公司，持续关注高分红标的

1.继续推荐模式加成，龙头胜出公司。

1) 继续推荐疫情下商业模式有望胜出的公司。

航空：持续看好华夏航空、春秋航空模式胜出，受损小、恢复快。

维持对恢复顺序的判断：华夏（运力采购+相对刚需+不受海外影响）>春秋（低成本基因+危机意识）>三大航/吉祥。

顺丰控股：短期看，顺丰份额逆势扩张的背后是直营制模式的加成，以及特惠件的发力，年内继续关注公司“快慢分离”成本优化举措，推动特惠件业务达到经济平衡；中长期维度看，我们近期围绕顺丰发布两篇深度研究：分别探讨了鄂州机场投产后达到理想状态下对顺丰航空货运经济性如何带来提升，以及通过海外比较，认为我国食品冷链物流正迎来快速发展的战略机遇期，顺丰冷运大有可为。

2) 继续推荐长期商业模式胜出行业：机场是我们认为具备长期护城河的行业，颜值经济黄金时代受益者，2020年虽受疫情冲击，影响当期利润，但我们认为并不会改变其行业趋势及长期价值。我们料精品战略推进有望推动上海机场免税第二阶段红利释放。

2.低利率环境下，关注高分红标的：关注公路、铁路、供应链龙头公司。

3.风险提示：疫情冲击超预期导致经济大幅下滑，人民币大幅贬值。

3.【建筑建材】基础设施公募 REITs 试点正式启动，行业有望迎来崭新模式

4月30日，证监会、发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，国内基础设施领域公募 REITs 试点工作正式启动，基建发展有望迎来崭新模式。此次推行公募 REITs 的试点工作，短期看有利于广泛筹集项目资本金，降低债务风险，长期看有利于完善储蓄转化投资机制，降低实体经济杠杆。

国内 REITs 试点工作开展以基础设施领域为起点，一方面，在近几年去杠杆和减税降费的宏观背景下，地方政府财政愈发吃紧，基建存量市场巨大，回款时间又长，增量项目缺乏有效资金；另一方面，当前发展基建的必要性和紧迫性增强，以基础设施领域 REITs 为试点体现了基建稳增长的重要地位。我们认为，基建 REITs 有望盘活巨大的存量资产，提高投融资效率，为未来的行业发展构建良性循环。

上周(0427-0503)基建审批总投资 7025.09 亿元，环比-56.39%，其中电力、交通、水利审批投资额分别为 320.43、1979.52、4725.14 亿元，占比分别为 4.56%、28.18%、67.26%；年度累计总投资 12.49 亿元，累计同比+165.65%；4月单月 4.03 万亿，单月同比+289.08%。专项债发行量为 300 亿元，截至目前累计发行量 11521 亿元，同比+62.75%；已公布明细部分 11521 亿元，其中 7560 亿元用于基建，占比 65.62%。城投债发行量为 440.50 亿元，净融资额为 254.78 亿元，截至目前累计净融资额 13531.72 亿元，累计同比+106.88%。

个股推荐：推荐钢构加工龙头鸿路钢构、精工钢构，设计龙头苏交科、中设集团，基建央企中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国交建，以及园林企业东珠生态，建议关注金螳螂。

风险提示：基建投资增速不达预期，政策推进程度不及预期。

4.【环保公用】环保公用板块近期观点梳理

我们认为，在当前融资环境改善以及疫情影响的大背景下，环保公用板块因其民生刚需特点，经营层面表现稳定，具备攻守兼备的特点，选择不同细分择机配置，同时关注高股息率标的，有望在市场波动中取得显著超额收益。

1、环保行业近况梳理：运营板块持续高光，工程板块底部反转

1) 运营板块迎来高光时刻，环卫、垃圾焚烧备受关注

受疫情影响，市场呈现持续波动状态，而环保中的市政运营板块因其刚需特点，表现相对稳定，污水处理、垃

圾焚烧等领域经营受影响均相对较小。而环卫服务在运营板块中表现最为亮眼，一方面，城市环境卫生不但没有受到疫情影响，反而受到国家到省市多层面的政策催化，服务内容及频率均明显上升；另一方面由于国家减税降费政策施行，环卫服务企业的利润同比均大幅上升。当前时点看，上市公司一季报大概率全面超预期，而结合长期行业发展看，环卫服务行业因其市场空间大、轻资产投入、现金流优秀的特点受到市场认可，主流公司未来有望迎来利润估值双双提升，建议重点关注。此外，垃圾焚烧及水务企业未来表现也有望持续稳定，建议关注。

2) 融资+行业+企业三层面触底回升，工程板块逐步反转

2019年一季度为环保工程公司事实上的经营底部，后续伴随融资层面的逐步宽松、PPP领域项目库分批出清以及企业在手订单的持续消化，大部分上市公司已经稳步走出泥潭。站在当前时点，我们看到一方面融资环境近期大幅改善，结合国资的大面积入主，工程公司的融资压力大幅减轻，成本显著下降，另一方面PPP库经历了长达两年多的分批出清后，释放项目的整体质量和回报持续上升，呈现量减质升的向好状态。此外，在前期风险充分暴露后，主流公司有效调整了经营策略，在手PPP订单逐步消化，历史问题解决后有望轻装上阵，重启高速发展。建议后续关注出现底部反转的水环境治理公司，以及行业处于上升周期的土壤修复公司。

2、电力行业近况梳理：煤价下行火电估值有望修复，利率下行水电核电建议布局

1) 煤价下跌对冲需求影响，博弈火电估值修复

受疫情影响，一季度用电量同步下滑-6.5%，火电发电量同比下滑8.2%。但煤炭复工复产好于下游用户，供给相对宽松，煤价持续下行。4月，沿海六大电企5月日均耗煤55.4万吨，同比下滑16.2%；截至5月6日，沿海六大电企5月日均耗煤53.0万吨，同比下滑3.6%，下滑幅度大幅收窄；4月，秦皇岛山西产5500大卡动力煤平均价格485元/吨，同比下降21.8%。

下半年降电价措施落地后，2021年煤电电价允许上下浮动，电价有望触底回升，火电股有望迎来估值修复机会。我们认为2020年下半年将出现火电布局窗口。

2) 无风险利率下行，现金流稳定的水电、核电估值提升

水电、核电发电优先级别高，消纳有较强保障，现金流和盈利稳定充裕。很多时候我们利用DCF、DDM模型来计算公司权益价值。因此得出结论，水电、核电公司权益价值就和无风险利率呈负相关关系。当前十年期国债收益率逐渐下行，水电、核电的绝对估值不断提升。水电将在2020-2023年迎来型装机的密集投产期，乌东德、白鹤滩、两河口、杨房沟等大型水电站密集投产，盈利能力提升。届时，水电板块估值和盈利双提升共振，绝对收益和相对收益都会比较可观。由于火电市场化比例较高，水电、核电或是下半年降发电企业降电价的主要责任方，待利空落地之后，水电和核电板块料将迎来布局时机。

3、天然气行业近况梳理：低气价时期的成本下降为主线

1) 油价下跌带来的机遇：进口低价气带来的收益大于低油价形成的竞争

进口气价格低位再受压制，低位进口气价有望提升国内下游用气意愿。国际气价在供需驱动下，价格于2019年初便进入下行通道且2020年以来受国际新增LNG产能提升和需求不振影响进一步走弱，其下跌表现的更早，且与油价相关度有所降低。尽管很难受油价影响进一步大幅下跌，当前气价在供需压制的基础上又受到油价低位的双重打击，我们认为进口气价仍有望维持低位，而在国内进口产能释放加速、管输和接收站公平放开的背景下，低价海气的互联互通有望帮助下游提升复产进度，并提升下游用气意愿。

可替代领域形成竞争，但对燃气消费量影响有限。当前天然气和原油产品的替代竞争主要集中在交通和工业领域，其中交通领域消费集中在重卡燃料消费。根据LNG和柴油0.91的热值比例计算，若以2月末全国0#柴油6241元/吨的均价为基础，当柴油价格分别下跌10%-50%时，对应LNG价格需低于5111-2840元/吨才能保证对柴油的经济性。而LNG自旺季以来全国LNG均价峰值仅4300元/吨，且受需求端影响近期价格同样处于下行通道，同时考虑到成品油挂靠的国际油价低于40美元时不再下调，因此LNG经济性优势有望保持。工业领域的主要可替代燃料为LPG，同样地，当LPG价格下跌10%-50%时，对应LNG的经济价格区间为4115-2286元/吨，同时考虑到燃气炉窑等经过改造后，目前仅有部分工业用户支持燃油/燃气双燃料，因此原油价格下跌对可替代能源竞争力影响相对有限。

2) 供需宽松进一步改善城燃的成本，城燃龙头量价仍有望在二季度出现回弹

3月全国天然气表观消费量同比恢复增长,实现1%的同比增幅,我们认为疫情对全年的消费量增速影响仍在约2pct的中枢。2020年需求端的韧性仍存,但3月中旬储气库提前注气已经预示着全年供给端的进一步宽松化,因此下游此前在供给量限制下的价格压力有望缓解。

价格方面,中石油提前对下游供气采用淡季模式也有利于下游的气量恢复,并保障城燃企业的毛差稳定,我们测算中石油降价预计每方气释放出约0.40元/方的降价空间,基本覆盖各地方政府对终端的降价要求。因此整体来看,城燃企业尤其是龙头一方面售气量有望在较低价格刺激下进行反弹,另一方面自身毛差也因为中石油降价后基本持平。

4、风险提示:项目推进不及预期,订单落地不及预期。

5.【机械】关注轨交、锂电设备、光伏设备、半导体设备投资机会

1.轨交板块:2020年有望迎来新一轮轨交周期

2020年起料将迎来新一轮轨交周期。轨交分为大铁路市场和城市轨道交通市场,过去的15年间经历了2轮典型的由高铁建设带来的增量周期。第一轮(2008-2010)由投资拉动,基建相关更为受益,第二轮(2013-2015)侧重设备交付,叠加进口替代,车辆及零部件弹性大。当前时点,我们认为,动车组将再迎来一轮交付高峰,而城轨市场是新的增量市场,二者叠加将呈现不一样的轨交周期。

新增通车里程维持高位,动车组缺口进一步扩大,2020年有望迎来设备交付弹性之年。2019年高铁投产新线5474公里,未来三年(2020-2022年)高铁平均通车里程超过4000公里,仍然处于高位。按照保守假设0.8辆/公里的配车密度,则未来三年需新增动车组1212组,平均每年404组。其中,2020年为补缺口(交付推迟的CR300)叠加通车增长,或为弹性最高的一年。

城轨发展潜力大,仍为增量市场。2020年受疫情影响,全年经济增长承压,逆周期调节有望发力,“新基建”成为拉动投资扩大需求的方向。新基建涉及七大领域,其中“城际高速铁路和城市轨道交通”赫然在列。从我国人口布局来看,城市轨道交通发展潜力巨大。截至2018年底,我国城市轨道交通运营里程为5761公里,其中地铁4354公里,远期规划城市轨道交通里程达3.5万公里,其中地铁2.7万公里。按目前项目进展情况,十四五新增运营里程相比十三五将再上一个台阶,城轨市场仍处于增量阶段。

长期角度来看,轨交市场必将从增量转向存量,中国是轨交大国,对标海外,行业内“卖水者”受益。随着新增量增速趋缓,而存量市场越来越大,行业需求的增量逻辑将被逐步弱化,存量需求逐步占据主导地位。这样的行业是能够诞生“卖水者”的行业。所谓卖水者,是指那些提供的产品或服务能够穿越经济周期,实现长期稳定收益或增长的公司。轨交零部件和运营维保企业就是行业里的卖水者,在庞大的存量规模且存量市场不断增长下,卖水者的业务将随之增长。轨交零部件在增量市场逐渐进入平稳期的市场环境下,依靠庞大的存量市场依然有更换需求。运营维保业务随着运营线路里程数的增加而增加。

相关公司:交控科技、中国中车、华铁股份、神州高铁

2.锂电设备板块:龙头新能源车企带动产业链快速发展

受国内外产业政策推动,以及龙头特斯拉的强势发展带动,传统汽车集团纷纷制定新能源汽车发展规划,加快新能源汽车业务推进。我们假设:2025年全球新能源汽车销量为1200-1800万辆,假设单车带电量从目前的45GW左右提升到60KW(年复合增速5%),则对应2025年,全球动力电池需求达到720-1080GW。考虑到:1)动力电池行业格局尚未稳定,行业一定存在富余产能;2)电池产线定制化专有化趋势提升,电池厂商越来越多为整车厂商专门设置产线,将导致产能不能完全利用;我们预计产能利用率有可能维持在60%-80%之间,对应全球动力电池产能预计将在900GW-1800GW之间。考虑到锂电设备技术快速推进,我们假设技术更新换代期为5年,则2024-2025年满足全球电池产能对应的锂电设备需求有望达到400-500GW量级。

相关公司:先导智能、赢合科技、杭可科技

3.光伏设备板块:新一轮产能扩建开启,设备厂商享扩产及技术迭代双重红利

疫情短期对产业链终端需求带来负面冲击,但产业前景长期向好,下游厂商积极加码电池片业务,扩大规模优势,引领新一轮产能扩建。电池片环节正处于PERC向下一代高效电池技术过渡阶段,PERC+/Topcon仅需在PERC

基础上增补设备即可实现升级转换,预计短期内 PERC/PERC+/Topcon 将是扩产主流;长期而言,HJT 技术逐步成熟和成本下降有望驱动新一轮技术迭代潮。

相关公司: 中环股份、晶盛机电、捷佳伟创、迈为股份

4.半导体设备:看好设备国产化长期趋势

2019 年下半年以来,国内晶圆及存储厂投产进度明显加快,长鑫存储、武汉新芯二期、粤芯半导体、燕东微电子、华虹无锡、时代芯存等一批产线正式投产,意味着本土厂商技术成熟度及量产稳定性逐步提升,有望进一步拉动设备国产化进程。以中微公司、北方华创、华峰测控、长川科技为代表的国产半导体设备公司正逐步提升产品竞争力,突破海外垄断。看好国产半导体设备竞争力增强,国产替代进程加快。

相关公司: 北方华创、中微公司、华峰测控、长川科技

5.风险提示: 新冠肺炎疫情疫情影响超预期,政策推进程度不及预期,制造业投资下行。

6.【汽车】需求恢复情况较好,短期缺乏催化剂

1.基本面: 需求恢复情况较好,预计 4 月批发和上险降幅收窄至-15%以内,2 季度批发有望超预期,我们预计+4%,市场预期模糊或谨慎,多数在-5%以下。乘用车 2 季度业绩有较大超预期可能性,表现好于零部件。

2.投资情绪: 短期缺乏催化剂,因此板块疲弱,包括政策预期落空,短期销量改善不明显(没有转正)。

3.投资建议: 注意板块在底部发生变化,如果 6-12 个月内会配置,那么当前是一个好时点,乘用车 > 传统零部件。

1) 乘用车: 长安汽车,上汽集团,港股吉利汽车、长城汽车,港股 4 月已反弹 10%+。

2) 传统零部件: 华域汽车,豪能股份。

3) 弹性零部件推荐特斯拉产业链,市场风险偏好改善下弹性更大: 拓普集团,建议关注银轮股份。

4.风险提示: 疫情持续时间长于预期、2-4Q20 国内宏观经济低于预期、2Q20 渠道促销力度强于预期等。

7.【军工】军工行业的比较优势和配置价值凸显,有望逐步得到市场的认可和关注

2019 年板块收入和利润分别增长 5.42%和 22.53,高景气度得到验证,十三五收官之年需求预计保持旺盛,疫情冲击对军工板块全年影响有限,比较优势凸显;估值和持仓来看,军工板块整体以及军工龙头和白马估值水平均处于历史底部区间,军工板块持仓比例进一步下降,超配比例创 2015 年新低;叠加外部局势紧张和国内改革深化等可能带来的催化,我们认为军工行业的比较优势和配置价值凸显,有望逐步得到市场的认可和关注。

建议关注两条主线,主线一: 受疫情影响较小、受益于行业需求景气度有望保持、增长趋势明确、行业竞争格局稳定的细分行业,包括军工产业链上游的电子元器件领域、新材料领域、产业链中游的核心系统领域和产业链下游的总装领域;**主线二:** 产业中长期发展趋势向好,战略意义重大的细分行业,包括航空发动机产业链和卫星互联网产业链。建议重点关注中航机电、航发动力、中航沈飞、航天电器、中航电测、中航光电、宏达电子、火炬电子、光威复材、中航高科和应流股份。

风险提示: 装备列装速度低于预期、改革进程低于预期。

8.【电新】关注多条细分行业投资机会

1.新能源汽车

新能源汽车补贴政策落地,2020 年退坡 10%幅度较小,并为未来两年补贴标准奠定基调,将保障新能源汽车行业长期快速发展。随着国内疫情逐渐稳定,预计二季度起新能源汽车销量将持续提升。对于补贴前售价在 30 万元以上乘用车无补贴,我们预计待过渡期后特斯拉标准续航版降价至 30 万或以下为大概率事件,有望加速推动特斯拉电池及零部件的国产化进程,推荐已进入特斯拉供应链的宁德时代、恩捷股份、天赐材料、宏发股份,同时推荐进入

海外电池供应链的璞泰来、当升科技。

2. 工控

3月PMI回升至52重回荣枯线上，1-3月固定资产投资降幅比1-2月收窄8.4%，工控下游需求呈逐月回升态势，预计二季度将有较好增长。从工控行业的行业特性和历史数据来看，自2008年以来平均3-4年一个周期，本轮从2018年中开始需求下滑，我们预计今年行业将见底回升，预计随着疫情逐渐稳定，工控行业需求将持续增长。而由于疫情影响外资品牌供货紧张，本土品牌的进口替代进程加速，有望实现快速增长，推荐国内工控优质企业汇川技术、麦格米特、信捷电气。

3. 光伏

光伏内需逐步开启，悲观情绪有所修复：自4月中旬以来我们发布报告提示板块情绪层面的影响已接近“531”后最悲观阶段，建议积极参与，板块已出现阶段性反弹。我们认为当下板块正逐步反应国外放开光伏施工限制预期，国内二季度“630”抢装内需启动的事实。我们认为，下阶段外需在限制逐步放开后，有望迎来加速，尤其是产业链价格的这一轮充分调整，海外需求有望逐步实现同比的增长。而国内来看，二季度由于2019年遗留指标叠加户用项目的抢装，需求强度环比一季度有望提升2倍以上；而下半年随着竞价指标的下发，平价指标的下发，以及特高压配套项目的释放，需求有望相较于上半年翻倍。需求即将迎来内外需的共振。当下我们正站在新一轮装机需求复苏的起点，预期有所修复，但仍不充分，我们仍建议积极关注龙头布局机遇。提示关注：隆基股份、晶澳科技、东方日升、通威股份、阳光电源。

4. 风电

风电抢装加速，板块估值底部有望修复：一季度受国内受疫情冲击，风电供需两端都受到明显冲击。而随着3月以来国内疫情的逐步缓解，风电行业的供需格局明显好转。在国内风电退补节点明确的大背景下，风电抢装有望从二季度开启。目前从产业链相关公司公布的业绩来看，核心零部件环节冲击较小，仍实现了同比的高增长，估值也处于底部位置10倍左右；而整机环节出货有望从二季度提速，有望带动情绪修复。我们建议优先关注冲击相对较小的零部件龙头，其次建议积极关注整机龙头。推荐：天顺风能、中材科技、金风科技、运达股份

5. 特高压

随着国家电网2020年重点工作任务安排的部署，新一轮特高压建设确定了核准开工时间表，同时新增三条特高压直流项目启动前期规划，相关领域投资逼近2000亿元，21-22年相关公司业绩预计获得支撑。国家电网2019年社会责任报告中承诺2020年电网投资4080亿元，并且加大力度引入社会资本投入。2019年国网引入社会投资170亿元，2020年有望进一步提高。社会资本的增加，全国电网投资完成额有望超越2019年的4826亿元。当前电网投资预期修复行情已逐步反应，市场对于电网投资的预期已经从节前的悲观转向乐观，电力设备板块公司也有了明显的估值修复。

从历史上看，在特高压工程获得核准后，国家电网将会迅速启动相关招标，对应招标产品及体量将会有更加明确的方向。因此，下阶段应重点关注项目的核准落地情况，并且紧密跟踪国家电网相关招标的规模与交付时间节点，从而进一步判断相关公司的业绩预期。我们强烈推荐：国电南瑞；建议关注：平高电气、许继电气、中国西电、特变电工、保变电气、长高集团、风范股份、汇金通等公司。

6. 风险提示：下游扩产不及预期。

9. 【食品饮料】继续把握需求预期拐点，龙头估值依旧具备优势

1.Q1总结：白酒冲击显现业绩分化，居家必选业绩如期兑现。从一季报的业绩情况来看，1)白酒板块：疫情当下前期提示适度降低预期，Q1对白酒板块整体收入及现金流的冲击已经显现，高端酒龙头以茅五为代表兑现了战略定力足影响程度小，二线收入出现一定程度下滑，短期需求冲击反而加快供给侧的加速集中和分化，白酒行业是典型代表板块。从各酒企披露的经营规划来看，总体名酒龙头还是比较理性务实，价盘稳定、渠道减压有望使得行业周期总体仍可保持平稳。2)大众品板块：此前前瞻判断必选消费全年影响幅度可控，居家消费受益疫情持续受关注业绩兑现能力强，线下门店及餐饮高相关度板块等待预期触底改善。总体来看，居家必选个股业绩普遍超市场预期，来自渠道需求明显增长以及费用率的明显下降，代表子行业为调味品、速冻食品、休闲食品等。必选乳制品龙头伊利业绩低预期，但不改逐季改善趋势。

2.Q2展望：需求逐步恢复，紧盯预期拐点。随着国内疫情控制后消费需求逐步有序恢复，前期疫情冲击较大行业有望迎来需求恢复及业绩预期改善拐点。对于白酒板块，当下市场对Q2业绩预期较为充分反应后，渠道库存消化及再次回款时点更为明朗，有望迎来预期拐点。对于居家必选板块，判断Q2仍将保持良好增长趋势，1月春节提前带来错位影响，2月疫情突发期复工滞后及物流对发货端有影响，3月在全面复工后发货节奏及渠道补货加快，预计仍会延续，部分板块Q2仍会体现出明显补库存动作，整体预计Q2增速环比平稳甚至略有提升。

3.投资建议：

看需求改善更看供给集中，继续把握两条主线。1) 以内在价值为锚，布局长线价值龙头。白酒是典型的龙头借助疫情加快份额提升的板块，Q2继续关注需求恢复和预期改善拐点，以内在真实价值为锚，具备估值安全边际，积极战略布局价值龙头，持续重点推荐龙头贵州茅台、五粮液、泸州老窖；二线龙头加大推荐古井贡酒、今世缘、山西汾酒、顺鑫农业。2) 紧盯确定性及疫情受益的居家必选标的，看好报表兑现能力及Q2业绩趋势延续。居家消费及必选消费等疫情期间受益板块，在当下波动较大的市场环境下，有望持续受到关注，一季报业绩兑现能力强，Q2有望延续良好业绩趋势。首推伊利股份，继续推荐居家必选的安井食品、洽洽食品、恒顺醋业、中炬高新、涪陵榨菜核心标的，关注桃李面包、安琪酵母、汤臣倍健等标的。

4.风险提示：经济下行风险，行业竞争加剧的风险。

10.【农业】畜禽价格或将高位震荡，非瘟后养殖规模化加速提升

1.生物安全防控能力决定猪企成长性，畜禽价格或将高位震荡

1) 2020年我国肉类供给缺口巨大。据我们在《养殖行业跟踪报告：双疫情冲击下的养殖行业》中推测，在2019年肉类供应大幅下降基础上，2020年我国肉类供应同比至少再降535万吨。

2) 需求暂未有起色，冻肉库存维持低位。猪肉需求恢复相当缓慢，5月学校开学更多会影响冻肉需求，对鲜肉需求或不升反降，难以刺激短期猪价上行。目前，国内冻肉库存处于低位，仅为去年同期20%，是往年库存量40%，按当前冻品价格，分割一头猪或亏损1000元，厂家没有意愿做冻肉入库；但与此同时，海外需求疲弱，大量订单计划进入中国市场，报价持续下行，预计畜禽价格将高位震荡。

3) 非瘟或将长期存在，生物安全防控能力决定猪企成长性和业绩稳定性。今年3月底开始，非瘟疫情较前期有所增加，90公斤以内生猪出栏占比由前期9%-10%上升至11%-12%，在有效非瘟疫苗推出前，非瘟将在我国长期存在，而生物安全防控能力将决定猪企成长性和业绩稳定性。2020Q1出栏生猪头均净利--中粮肉食超过2000元，牧原股份、天康生物、温氏股份1500-1800元，新希望和正邦科技因外购仔猪比例较高，头均净利800-1000元。除中粮肉食当期摊销死淘之外，其他公司死淘摊销延迟1-2个季度，由于非瘟疫情从2019Q4开始相对稳定，随着部分公司仔猪出栏占比下降，以及2020Q2死淘摊销下降，各家公司的生物安全防控能力、成本差异及头均盈利差异将更为明朗。

2.非瘟后周期养殖规模化加速提升&重视生物安全，建议关注动保板块投资机会

动保上市公司陆续披露一季报或业绩预告，瑞普生物、生物股份、天康生物业绩均超市场预期。主要原因如下：①猪苗：非瘟疫情导致中小散户逐步退出、集团企业快速扩张，生猪养殖规模化程度提速，行业结构性存栏恢复带动疫苗龙头企业业绩率先修复，拐点提前到来；②禽苗：猪鸡替代需求旺盛，带动禽用疫苗高景气度持续，行业继续扩容、禽苗龙头份额有望稳步提升；③行业工艺技术升级，2020年春防招采疫苗提价趋势明显，显著增厚企业利润。我们认为，后非瘟时代，养殖规模化提速+生物安全重视是两条主线，猪用疫苗减量和免疫程序调整是猪场疫情防控压力下的短期被动选择，随着养殖利润不断提升，养殖场经营重点会逐步向提升养殖效率、控制养殖成本倾斜，部分单品仍有较大空间，猪苗市场空间或超过150亿元，成长性仍相当可观；此外，下游养殖端去产能倒逼动保行业加速出清，而新版兽药GMP的施行，动保领域监管趋严，行业系统性升级加速，竞争格局或将得到优化，具备研发、生产、销售全方位优势的龙头企业有望充分受益，建议关注动保板块配置机会。

3.风险提示：疫病失控；价格上涨不及预期；政策调整；油价大跌。

11.【家电】聚焦内需，拐点将至

短期疫情对家电行业产生冲击，Q1 白电和厨电均下滑明显，但家电消费较为刚性预计只会推迟需求，随着国内疫情态势持续向好，终端市场逐步复苏，白电厨电内需拐点将至。另随着后续交房持续改善，以及消费行业的政策利好，内销为主的家电企业有望受益回暖。重点推荐：

1.全球降息潮之下核心资产价值凸显。Q2 开始进入白电内销旺季，白电由于安装属性以及线下消费居多，Q1（淡季）需求短期受到抑制，但是家电需求较为刚性，预计只会推迟需求。影响空调销售的主要因素有天气（去年凉夏）、地产、居民消费水平、政策等，期待后续家电消费政策助力需求释放（广东将率先启动 2020 年家电下乡专项行动）。长期来看，家电龙头未来发展确定分红稳定，全球降息潮再起，高股息优质白马价值凸显，看好行业中长期配置价值。重点推荐白马龙头：格力电器、美的集团、海尔智家，以及受益于空调产品结构升级、新能源车业务高速增长的三花智控。

2.竣工反弹拉动厨电业绩预期改善。随着国内疫情态势持续向好，地产数据环比回暖明显。国家统计局数据显示 2020 年 3 月商品房住宅销售面积/住宅竣工面积分别同比-13.85%和+1.20%，较 1-2 月环比改善明显（分别环比+25.4pct 和+25.5pct）。疫情趋缓及地产数据的回暖将对厨电行业整体需求形成一定拉动作用，竣工于去年 Q3 开始明显改善，由于地产影响存在一定的滞后期，预计今年 Q2 起厨电内销有望开始提振。重点推荐厨电龙头公司：老板电器和华帝股份。

3.受益于消费升级加速小电保持快增。小家电线上占比较高且安装属性弱，Q1 受到疫情影响较小，另受益于疫情期间消费者对健康居家消费的重视，小家电行业加速实现消费升级。与欧美等发达国家相比，我国小家电市场无论是从可选产品种类和实际拥有数量来看都存在较大的提升空间。随着人们生活水平的提高以及小家电行业产品品类的日渐丰富，行业规模有望保持稳步增长。品牌方面，机制完善、推新能力突出、积极挖掘把握消费者需求的小电品牌表现亮眼，未来有望持续保持快增。重点推荐小电龙头公司：小熊电器、九阳股份、新宝股份和苏泊尔。

4.风险提示：宏观经济下行；终端需求不及预期；地产调控影响。

12.【商社】关注预期修复

1.餐饮/酒店/景区：受疫情影响较重，建议按关注度以及市场反弹预期进行配置，首推餐饮板块，推荐九毛九

重点餐企复工情况：

大部分地区门店堂食已恢复，部分门店客流仍受商场营业时间限制及隔桌坐等要求影响，品牌力强大的头部餐饮企业复苏情况较好，高峰期需排队。

海底捞：当前复工门店超过 90%（门店总数 768 家），门店翻台已恢复至 3 次左右，周末及平日用餐高峰期需排队。

太二：除武汉地区（3 家门店，只开了外卖），其他门店堂食恢复（门店总数 144 家），门店客流已恢复 9 成，翻台预计打 8 折，周末及平日用餐高峰期需排队。

湊湊：当前 90%以上门店复工（门店总数 104），客流恢复至 8/9 成。

呷哺呷哺：当前 90%以上门店复工（门店总数 1031）。

西贝：当前 90%以上门店复工（已恢复 338/门店总数 366）。

颐海国际：2 月初复工，3 月 2 恢复全部物流。2、3 月 2C 订单三位数增长，预计上半年有 25%左右整体增长（考虑 b 端影响），长期推荐。

2.化妆品：相对防守，优选价值，参与动量投资

珀莱雅：长跑明星，下限明确，上限有成例（安踏），期待值高，短期不会证伪（淘数据保增长），复合收益率明显。

中国国旅：今年业绩表现不佳，但市场用 DCF 眼光看待，直接切换到明年（今年 22 亿左右/当前 1750 亿市值）。

九美：阶段性成长受阻，和我们一直以来的观点接近：品牌年轻化、城市化的过程中，每一张考卷都比上一张更难，面对大牌下沉正面竞争，旧有思路受挑战。管理层吸取了一些教训，换了 TP，4 月以后要看边际变化。

3.其他：

酒店 Q1 全行业巨亏，亏损幅度接近一年盈利，Q2 之后外贸订单少，商业活动系数没有恢复到荣枯线上，不轻言拐点；景区无营收，靠压成本，但本身成本薄，二季度预期会有边际改善。

4.风险提示：全球疫情持续时间长，化妆品原料聚集地疫情严重，宏观经济受损较为严重，货源调配低效等。

13.【轻工】造纸行业二季度经营压力加大，目前家具企业处于业绩低点

预计造纸行业一季报总体经营平稳，但是二季度经营压力加大，预计二季度是全年业绩低点。

预计家居行业一季度总体承压，疫情一定程度上冲击了终端销售，二季度特别是五一促销预计客流有所回补，全年看目前家具企业处于业绩低点，长期龙头渠道优势明确。

风险提示：宏观经济下行导致需求不振，造纸及家居行业格局重大变化。

14.【医药】关注医药零售、医疗服务、中药投资机会

1.医药零售板块：看好 2020 年全年投资逻辑

短期看点：医药零售为纯内需、疫情免疫板块，2020 年有望实现 3 大业绩增厚

2020 年零售药店有望实现 3 大业绩增厚。1) **业绩增厚 1：**从我们的草根调研数据看，无论销售额、客单价、客流量均有不同程度的增厚，我们预计 Q1 业绩大概率符合预期/超预期。我们维持此前预测，即 Q1 疫情对几家药房有增厚；2) **业绩增厚 2：**社保缴纳减免政策预计增厚业绩。3) **业绩增厚 3：**小规模增值税减免政策预计增厚业绩。

中长期 3 大看点：处方外流兑现、集中度提升、处方外流带来增量

1) 2020 年有望成为处方外流业绩兑现年。2019 年是处方外流提速年，2020 年有望成为处方外流业绩兑现年。广东省成为第三个零售药店对接医保统筹的省份，推动全国处方外流进程。新冠疫情期间，国家医保局出台“长处方”相关医保报销政策；全国两慢用药处方外流总规模超千亿。两慢用药外流还驱动零售药店客流大幅增加，强化零售药店“低毛引流、高毛盈利”逻辑；此外，新冠疫情促进互联网诊疗业务爆发，也是对处方外流的重要推手。

2) 2020 年集中度提升逻辑持续验证。益丰药房、大参林、老百姓通过外延并购提升区域规模效应，区域优势逐步显现。2019 年是行业分化元年，政策监管重拳频出，不合规中小药店逐步退出，5 大药房优势显现。2020 年是行业分化加速年，新冠疫情转移人流量至 O2O，5 大药房均大力布局 O2O，获实质性利好。综合来看，我们认为药房板块未来 3-5 年行业分化将进一步加剧，有利于龙头整合市场，提高集中度。

3) 处方外流：处方药流向药店，带来业绩增量。11 月 29 日广东省医保局、卫健委、药监局 3 部委联合发文，印发《广东省医保定点零售药店做好慢性病用药供应保障工作的指导意见》。明确规定 3 类药品（集采品种、17 种肿瘤国谈品种、高血压和糖尿病两慢品种（除毒、麻、精、放））可在医保药店实现医保统筹结算，为继浙江、云南后第三个以省份为单位放开医保统筹对接医保药店的省份。此外甘肃推行首个省级“电子处方信息共享平台”，今年甘肃省将在 8 家医院开展试点，2020 年实现甘肃全省推广应用。药房统筹对接线下药店进度有望加快。我们认为，医保统筹账户对药房的放开将进一步为零售药店带来处方增量，推动处方外流进程加速。考虑到药房现有门店结构以社区店为主，社区店获得的处方药增量利润有望进一步提高老店盈利能力。

投资策略及推荐标的

1) 投资策略：追求长期增长下的医药零售投资机会。我们认为目前药房的主要投资逻辑，即在长期处方外流逐步兑现、中期集中度持续提升、短期业绩弹性逻辑下，全年业绩料将有良好表现。

2) 推荐标的：我们认为 2020 年业绩具弹性，4 家药房或均有不俗表现。推荐：益丰药房、大参林、老百姓、一心堂。

3) 风险提示：医保线上支付风险，业绩不达预期风险，个人医保账户变革风险。

2. 医疗服务板块：短期波动不改板块长期向好

短期业绩存波动：从目前统计的医疗服务情况看，2月起各专科医院受到疫情影响，医院开诊及客流均受到不同程度的影响：

口腔行业：疫情期间各地卫健委陆续发布《关于规范新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控期间口腔诊疗工作的通知》，其中浙江省卫健委于1月29日发布的《关于规范新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控期间口腔诊疗工作的通知》规定：“浙江省口腔专科门诊及口腔诊所全面停诊，仅保留必要的急诊”。

体检行业：疫情期间各地陆续发布《关于加强医疗机构新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通告》、《关于部分医疗机构停诊的通告》。

眼科行业：疫情期间各地陆续发布《关于加强医疗机构新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通告》、《关于部分医疗机构停诊的通告》。

影响幅度可控。通策医疗、爱尔眼科 Q1 营业收入占全年营收比例约为 20% 左右，1-1.5 月的停诊周期相对可控。美年健康 Q1 营业收入占比全年比例低，疫情对全年影响较小。

2 月底以来，医疗机构逐步恢复正常营业。2 月底眼科、体检、口腔等医疗机构先后开诊。3 月以来，随着多省陆续将突发公共卫生事件应急响应由一级调整为二级，医疗机构客流量预计呈现稳定恢复趋势，客流量的恢复有望带动营收增长。

长期趋势向好：医疗服务需求刚性，疫情过后需求具弹性。从 4 家专科连锁企业看，牙科、眼科、体检、辅助生殖需求均具刚性，医院关诊仅延后医疗服务需求，而不会导致需求消失。从医疗机构选择上，大型专科连锁较中小门诊在“医院开业”、“消毒防控”、“就医便利性”等方面均有更明显优势。我们认为疫情过后，患者对品牌连锁医院的选择将进一步利好上市公司。

风险提示：医院延期开诊风险，业绩不达预期，境外医院停诊风险

3. 中药板块：推荐“片仔癀”

看点：年初提价增厚利润，一定程度对冲疫情负面影响

风险提示：原材料：人工养麝取香、麝香国库供应等变化导致麝香供应量减少；管理层调整带来公司战略变化的风险。

15.【电子】悲观情绪低点已过，板块渐入配置期

疫情发生后，全球电子供应链经过短期混乱后进行了一波适应性调整，其主要调整方向是暂时摒弃了流行多年的 JIT（Just In Time）供应链管理模型，转向“安全库存”模式，我们选取最典型的苹果产业链做简要分析：

苹果作为供应链管理效率做到极致的厂商（Cook 即是供应链出身），其是 JIT 模式的最大拥护者，其全产业链库存在 1 个月左右，本次疫情发生后，整个 Q1 供应链少交付了约 8M 台手机，造成的影响是其不少终端销售渠道出现了库存紧张的现象，最近两周苹果供应链的需求端和供给端明显出现了劈叉，一边是市场担忧疫情会造成苹果 Q2 海外需求不及预期，一边产业链调研则显示苹果在不断的向供应链追加订单，如何解读这一反常现象？我们经过和产业链各环节的沟通得出初步结论：面对疫情的不确定性，苹果重启安全库存模式，进行了一波主动加库存的操作，第一步是补齐一季度缺量的部分（从 15 天恢复到 30 天），第二步是拉升库存到安全水位（目前看库存有望从传统的 30 天以内扩大到 45 天到 60 天）。

短期来看，受海外需求疲软拖累，二季度行业基本面压力较大，但随着海外疫情的逐步控制和市场流动性的充裕，我们认为悲观情绪低点已过，我们对苹果产业链的中期（3~6 个月）配置价值继续保持乐观，目前股价已经较为充分的反应悲观预期，在疫情可控的前提下，我们对供应链龙头公司 H1 的业绩仍然有信心，并预计 H2 疫情缓解后苹果供应链有望迎来新一波新机备货高峰。

重点关注：东山精密/长电科技/立讯精密/信维通信/大族激光/水晶光电/欣旺达/北方华创/领益智造/鹏鼎控股/胜

宏科技。

风险提示：疫情发展超预期；宏观经济增速不及预期；贸易战加剧；市场竞争趋于激烈；新冠疫情海外蔓延。

16.【计算机】5月份可能继续震荡，继续看好云计算产业链、信创和信息安全

计算机板块5月份可能继续震荡。板块的公司多集中在北京地区，需要关注北京疫情管理制度何时恢复正常，恢复的时间点将会影响上市公司2季度业绩；也需要关注两会相关的政策。目前多数公司2季度业绩恢复的情况仍不明确。

结构上继续看好云计算产业链、信创和信息安全，因为云的中长期成长逻辑通顺，且相关公司的云业务收入保持较快增长；信创需要等待招投标启动；信息安全板块政策持续催化，带动景气度提升；

推荐标的：云计算推荐中科曙光、浪潮信息、深信服、金山办公、广联达、用友网络、新开普；信创推荐华宇软件、中孚信息、太极股份；信息安全推荐启明星辰、南洋股份、安恒信息、美亚柏科、中新赛克等。

风险提示：政策落地进度低于预期；产业竞争加剧的风险。

17.【通信】5G进入业绩兑现期，海外陆续复工带动外需市场开启复苏

政策传导叠加集采落地，5G进入业绩兑现期。一方面，新基建政策再次强化。总书记4月22日在陕西考察时强调“推进5G、物联网、人工智能、工业互联网等新型基建投资”，发改委、工信部也组织多次学习，并加快政策细化进度，政策利好有望快速向一线企业传导。另一方面，5G产业进入新一轮集采尾声，三大运营商纷纷公布集采结果，华为、中兴等中国厂商份额超出预期，5G整体建设进度正在加速，行业进入业绩兑现期。

海外陆续复工带动外需市场开启复苏。欧洲疫情爆发较早的国家意大利、西班牙已经逐步开始复工，英美疫情尚存不确定性，但是复工呼声高涨。预计欧美在5月份逐步开启有条件复工，这对外需型公司形成一定的悲观预期的修复。市场目前普遍预期外需型公司Q2Q3业绩面临比较大压力，我们从草根调研来看，4月份海外订单已经出现了部分被要求延期交付的情况。如果欧美从5月份开始有条件复工，则外需受到的影响将会较预期略小，预计总共受影响时间为两个季度左右，对海外全年业绩影响在15%-30%。

外部对于中国科技头部企业施压的风险在积累。由于疫情影响，目前海外部分反华势力叫嚣让中国付出代价，美国也急于将内部矛盾点转嫁到外部。我们判断，短期内美国对中国头部科技企业加深制裁的风险在提升，需要提高警惕。

风险提示：海外新冠肺炎疫情发展进一步恶化；国内疫情出现反复。

18.【互联网】5月关注后疫情期互联网格局的演变

5月关注后疫情期互联网格局的演变。我们看好5G和在线时长双重催化下的两条主线：互联网电商格局演变以及短视频的海量流量变现探索

本次疫情在国内外的蔓延对于整个电商平台实质上是有一个加速分化的整体影响。电商平台来说，是一个从中心化大平台化，向私域化扩展的趋势，流量的来源从搜索框向社交平台去泛化，在电商流量的增量上，阿里巴巴、京东等集中性中心大平台的流量逐渐向社交平台倾斜，同时短视频带来GMV的大部分增量。

短视频行业Q1国内高歌猛进，Q2海外料将延续国内的辉煌，持续关注抖音/tiktok/快手等流量变现方式的变更。广告变现已经完成，关注电商、直播等等更加精细的商业化变现方式。

风险提示：用户留存不达预期，疫情影响加剧、各板块竞争加剧。

策略组团队介绍

组长、高级分析师：周隆刚

中国人民大学经济学硕士，5 年证券研究经验，曾就职于国泰君安、民生证券、第一财经，从事策略、全球宏观、利率等领域研究。践行“信息流-逻辑-行为”，交易与配置并重的策略研究框架。曾为新财富入围（2017）、水晶球第五（2018、2016）、II 第二(2018)团队核心成员。

研究员：刘阳

帝国理工学院金融工程硕士，曾任职于民生证券，2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票贵州茅台(600519), 根据上市公司公告, 贵州茅台的控股股东茅台集团持有本公司的控股股东华创阳安 5.16% 的股份。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500