策略研究

国都投资研究周报 2020.12.7-12.11

本周策略：

“复苏交易”后“配置趋势”

一、市场脉动：延续“复苏交易”模式，但动能有所减弱

1、**全球：全球市场延续“复苏交易”模式，但强度有所减弱。**11 月初以来，随着民主党拜登逐步确立美国下任总统大选优势并开启交权，全球资产市场进入“拜登交易”模式，全球主要风险资产普遍已连续第五周反弹，上周全球主要指数普遍上涨 1.5-2.0%。11 月 1 日至今，MSCI 美国、欧盟、发达、新兴、中国 A 股指数各累计上涨 13.7%、22.1%、15.1%、13.4%、7.4%；行业板块表现方面，新冠疫苗进展及有效性超预期，提振市场对于明年全球经济恢复预期，市场延续“复苏交易”模式，MSCI 能源、原材料等顺周期行业连续第五周领涨 3.1%、2.9%；近五周内 MSCI 能源、金融、、原材料工业等顺周期板块累计上涨 35.3-17.3%而显著居前，而公用事业、日常消费品、医疗保健等防御性板块以 5.5.-10.9%的涨幅居后。

其他大类资产价格表现来看，普遍延续 11 月初以来的交易逻辑与市场表现；上周，美元指数延续贬值 1.2%至近六年低点 90.8 附近，人民币、英磅、欧元等兑美元汇率相应普遍升值 0.4-1.6%不等，其中人民币兑美元汇率自今年 6 月初持续升值约 8%至近两年半高点 6.55 附近；避险资产 COMEX 黄金期价此前连跌三周共 8.6%后，上周自近半年低点 1770 美元/盎司附近反弹 3.4%至 1840 美元/盎司附近上方附近；工业大宗商品方面，原油、有色金属在经历前四周各约 30%、12%的上涨过后，上周受 OPEC+减产计划未定、欧美经济数据放缓等影响，原油期价震荡小幅涨跌，而 LME 铜仍显著上涨 3.5%，并带领 LME 金属指数上涨 2.0%。

上周金融、工业周期板块涨幅明显减弱，而医疗保健、信息技术板块涨势取而代之，同时避险资产黄金价格显著反弹、原油期价震荡；综合以上大类资产表现来看，11 月初起的全球“交易复苏”模式虽然仍在延续，但动能已减弱。

2、**A 股：风格短暂逆转，此前高位回调后的消费+科技普遍反弹，而快速补涨后的顺周期短暂回调。**近五周全球风险资产反弹阶段，A 股受流动性边际收敛预期、前期信用债事件及年内累计领涨全球的影响，指数涨幅相对靠后，且板块间阶段强弱分化明显；整体来看，11 月初至今，大盘蓝筹股指数强于中小盘成长指数，低市盈率、低价股指数强于绩优股、高价股指数；行业板块方面，有色、保险、采掘、家电、钢铁、银行、交运等顺周期为主领涨，涨幅达 20-10%不等，而医药生物、商贸、计算机、纺织服装、传媒等板块弱势震荡，涨跌幅在±1%以内。

7 月中旬起高估值或高涨幅的消费（医药、商贸、农林牧渔为主）与 TMT 科技板块持续震荡调整，累计跌幅普遍达 24-12%，同时此前四周顺周期板块的快速补涨 10-20%；消费、科技、周期板块间的相对估值

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3444.58	1.06
沪深 300	5065.92	1.71
深证成指	14026.66	2.45
中小板综	12724.38	2.07
创业板指	2730.84	4.27
恒生指数	26835.92	-0.22
恒生中国企业指数	10624.65	-1.54
恒生沪深港通 AH 股溢价	143.00	0.53
标普 500	3699.12	1.67
纳斯达克指数	12464.23	2.12
MSCI 新兴市场	1251.04	1.65

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	46.09	1.25
纽约期金	1842.00	3.22
伦敦期铜	7758.00	3.36
伦敦期铝	2041.00	2.18
波罗的海干散货	1197.00	-2.68

研究员：肖世俊
电 话： 010-84183131
Email： xiaoshijun@guodu.com
执业证书编号： S0940510120011

联系人：王景
电 话： 010-84183383
Email： wangjingyj@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

已大幅收敛。

上周，受央行月中意外操作 MLF，市场对于流动性收敛的预期有所缓和，短期提振消费、科技板块的反弹；指数表现方面，创业板指、高价股指数、高市盈率指数、中小板指领涨 4.3-2.7%，而上证红利逆势下跌 2.1%，低市盈率指数、低价股指数、上证 50、中证 100 涨幅均在 1.3%以下；行业板块方面，医药生物、食品饮料、农林牧渔等消费板块，及传媒、计算机、电子等科技成长板块，以 6.0-2.5%的涨幅居前，而钢铁、房地产、汽车、煤炭、银行等顺周期板块下跌 2.3%以内。

二、政策展望：货币政策回归稳健，流动性边际收敛

随着我国疫情防控成效稳定巩固、经济逐步恢复并趋于正常化，上半年疫情暴发及冲击期出台的非常规宽松的货币政策已逐步收缩甚至退出，已成为七月中旬至十月底市场指数反复震荡盘整、结构驱动力由提估值转为挖业绩，市场特征总体体现为高估值成长风格回调、兼具估值与业绩优势的顺周期上涨。

1、**年内货币政策逻辑及其变化。**前期在金融街论坛上，央行行长对今年以来我国货币政策逻辑及其具体操作做了总结：**根据疫情防控和经济社会恢复发展的阶段性特征，分层次、有梯度地出台，有内在的逻辑**；依次在**疫情暴发初期、疫情蔓延势头得到初步控制并进入有序复工复产阶段、疫情防控取得重大阶段性成果且生产生活秩序加快恢复阶段等三个阶段，分别采取了 3000 亿元专项再贷款（支持银行向医疗和生活物资重点企业提供优惠利率贷款）、5000 亿元再贷款再贴现额度支持企业复工复产、1 万亿元普惠性再贷款再贴现额度以支持银行加大对涉农、小微和民营企业的信贷投放力度。**

同时强调今年货币政策实施的突出特点是，注重增强直达性、精准性。央行于 6 月 1 日发布了两项直达实体经济的货币政策工具，通过适当提供央行资金支持，**推动银行积极办理企业贷款延期还本付息和普惠小微企业信用贷款。**3 月至 8 月，银行累计发放普惠小微信用贷款共计 1.89 万亿元，比上年同期多 6300 亿元；截至 8 月末，银行已累计延期 3.7 万亿元到期贷款本息。

2、**货币政策边际收敛。**央行行长指出，随着疫情对我国经济冲击高峰过去，经济活动逐步恢复正常，有的政策已经顺利完成阶段性任务；**展望下阶段货币政策思路，央行行长提了五点：一坚持稳健的货币政策，坚持和完善应对疫情中一些行之有效的结构性金融政策；二稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向；三要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配；四尽可能长时间实施正常货币政策，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，为经济主体提供正向激励；五需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之在长期维持在一个合理的轨道上，并预计明年随 GDP 增速回升后宏观杠杆率将趋稳。**

3、中期流动性趋于紧平衡，但货币政策方向性调整概率较低。前期易行长结合最新宏观形势阐述了年内货币政策逻辑及其变化，基本反应了下半年以来我国货币政策及流动性的边际收敛这一变化。**而在稳健、灵活适度、精准导向原则下，保持货币供应、社融增速与同反映潜在产出的名义 GDP 增速基本匹配，预计未来两个季度随着我国名义 GDP 增速的逐季上行，货币供应 M2 仍有望稳定在 10%以上附近水平。同时，结合近期高层反复强调要保持政策连续性、有效性和可持续性，**预计在当前国内外形势依然复杂严峻、存在很大不确定性的背景下，国内货币政策方向性调整、显著收紧的概率较低。

展望未来，预计稳健货币政策将更加灵活适度、精准导向，根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点，并将搞好跨周期政策设计，创新和完善结构性货币政策工具体系，精准设计激励相容机制。

值得注意的是，近期数次重提“把好货币供应总闸门”、平抑宏观杠杆率继续上行等（今年上半年我国实体经济部门杠杆率环比显著上升 21.0 个百分点至 20H1 的 266.4%，其中非金融企业、政府、居民部门的杠杆率各上升 13.1、4.0、3.9 个百分点**），或预示今年上半年的宽货币宽信用政策下的 M2、社融增量与增速逐步见顶，后续或易降难升。**

4、市场影响：高估值板块承压。中期内货币政策边际收敛、货币供应 M2 见顶止升，而实体经济融资需求稳步恢复后，预计货币供需或偏向紧平衡，市场流动性总量虽合理充裕，但阶段性存在紧平衡压力，从而持续促使股票市场驱动力由利率分母端切换至业绩分子端。

以上宏观金融环境下，七月中旬以来指数步入震荡期，市场结构性驱动力由流动性切换至业绩基本面，兼具估值安全与业绩景气的顺周期或耐用品消费板块表现整体抗跌，而此前领涨、估值普遍偏高的部分必需消费品、科技成长股普遍调整较为明显。

三、近期市场展望：顺周期板块仍占优

顺周期板块，指与宏观经济周期相关性、同步性强的行业，即在经济复苏阶段行业景气上行，反之亦然，一般为能源、工业、原材料、金融等大类行业，具体包括有色、钢铁、化工、建筑建材、机械、汽车、家电、银行、地产等。

一般而言，**在宏观经济企稳回暖阶段，顺周期行业景气度同步转入上行期，因而相应板块往往迎来上涨机会。但板块上涨趋势往往需要宏观经济、中观行业量价等数据的基本面确认，以及资金配置、市场风格、估值分化极致后的回归收敛动力的催化释放。**

1、顺周期板块启动原因：经济复苏预期

受新冠疫情的持续蔓延与反复冲击，今年全球经济陷入深度衰退，主要经济体仅我国有望实现正增长；今年全球宏观经济衰退期，大宗商品普遍弱势震荡下跌，即使考虑近期的反弹涨幅，年初迄今国际原油跌幅仍高达 20-30%，国内南华商品、工业指数涨幅在 5%以内。

然而，近期新冠疫苗进展超预期，叠加基本确认当选美国下任总统的民主党建制派拜登上台后利于全球经贸关系缓和，共同推升市场对于 21 年全球经济复苏预期。IMF 十月中预测全球 GDP 增速有望从今年的-4.4%恢复至 21 年的+5.2%，其中美国、欧盟、中国的 20/21 年 GDP 同比增速各为-4.3%/+3.1%、-7.6%/+5.0%、+1.9%/+8.2%。

季度来看，由于我国疫情防控策略得当与落实有力，本轮我国经济恢复领先欧美 1 个季度以上，季度 GDP 同比增速于 20Q2 率先转正，且有望逐季加速至 21Q1 的 15-20%本轮复苏顶点；美国经济季度 GDP 环比折年率一、二季度加速下跌后，三季度大幅转正，四季度受疫情再度恶化或再度放缓，但 21Q1 起有望进入连续正增长。

全球经济恢复预期强化需求复苏，而疫情制约供给能力的恢复程度、工业库存低位下的补库存动力释放，共同促使近期国际原油、工业金属等大宗商品期价连续显著反弹。以上宏观经济预期、中观量价共振下，强化以有色金属、化工、采掘、钢铁等上游资源品为主的顺周期板块领涨行情。

2、本轮顺周期持续性如何？取决于经济恢复强度与持续性

自 7 月中指数阶段见顶后震荡以来，科技成长与医药、必需生活品为代表的消费股，在估值溢价率提升至高分位数后，进入轮番调整期，而汽车、家电、上游资源品、大金融等顺周期板块行业先后陆续启动。

本轮顺周期板块行业持续性如何？追根溯源其驱动力来看，主要取决于中期全球新冠疫苗接种进度及疫情防控效果、全球经济恢复强度及其持续性。从长周期来看，以 2008 年金融危机为分界点，全球经济由 1996-2007 共同繁荣期，转入 2008 至今的趋势衰退期，前后两轮正好均为 12 年。展望未来，全球经济除了低基数下的 21 年显著恢复外，能否摆脱趋势下行，保持平稳上行态势？

综合来看，一当前全球劳动人口占比下降、贫富分化扩大、新一轮革新技术尚待暴发等要素驱动力疲弱；二主要发达经济体宏观杠杆率已高企、财政货币政策空间逼仄等制约因素；三全球多边主义关系有待修复，经贸、投资自由化便利化条件仍待恢复，利于全球共同繁荣的政治地缘与经贸合作环境尚待缓和。以上驱动力、制约因素及合作环境改观前，预计中期全球经济仍难以摆脱压力转入稳定上行周期。

基于以上判断，预计本轮顺周期板块行情的力度与持续性或有限，结合本轮全球经济修复周期大概率见顶于 21Q2，预计板块行情或提前至 21Q1 阶段触顶。具体节奏需视疫苗接种进展、拜登正式上台后的内部宏观、对外经贸政策等。

3、**近期重点配置方向：低估顺周期板块及服务消费板块。**当前流动性边际收敛，大多数行业估值较历史均值溢价两成附近，成为制约指数趋势上行的主要压制因素之一；而中期内上市公司业绩增速的快速上升，将为消化估值溢价的积极因素，有望为市场岁末年初的估值切换窗口期提供上行动力。

结合行业的估值分位数—业绩预期差二维筛选，低估值+业绩正向预期差或业绩景气同步于经济复苏的顺周期板块，或是年底进可攻退可守的首选配置，**主**要包括银行、非银金融、房地产、交运、化工、建材、采掘、家电、汽车等，及**疫苗接种在即下的服务消费板块**，包括影视、教育、机场、旅游酒店等。**结合当前估值分位数、经济加速复苏预期，近期银行、保险、地产、券商等大金融板块，或为近期配置顺周期板块的首选。**

三、中期市场展望：结构性牛市已换挡，下半场业绩驱动为主

1、本轮结构性牛市前瞻：预计可延续至 21Q1 前后

复盘每轮市场的牛熊转换，皆以核心驱动因素，即上市公司盈利能力 ROE 变化周期为根本；本轮 A 股盈利周期曲线来看，创业板的 ROE 已于 19Q1 率先企稳回升，而全 A 的 ROE 受疫情影响延后至 20Q3 企稳回升，先后驱动创业板、主板指数的趋势上涨；历史统计 A 股 ROE 变化曲线的周期规律、近 25 年前四轮牛熊转换周期的运行规律，均支持判断本轮结构性牛市有望延续至 21Q1 前后。

本轮牛市发轫于 18 年底，至 20 年 7 月中旬的一年半时间持续展开估值修复行情，以利率敏感型的科技成长股领涨；主要驱动逻辑包括：一宽松货币政策下的流动性充裕，无风险利率趋势下行；二以注册制发行试点为首的资本市场制度深化改革，及新证券法的落实实施，改善 A 股资本市场投融资生态环境与结构质量，权益资产的配置吸引力上升，提升市场风险偏好。该一年半持续上涨后，科技+消费结构性估值泡沫显现，牛市上半场的估值修复行情演绎较为充分。

2、**结构性牛市步入业绩驱动的下半场。**随着 20 年 5 月货币政策由宽货币宽信用转为稳货币宽信用、中期内逆周期政策逐步退出下，今年下半年起流动性驱动力边际收敛，明年甚至存在拐点性收紧压力。由此可判断，本轮结构性牛市第一阶段的驱动力，流动性充裕为主推动的估值修复动力已衰减。

从估值水平来看，当前各主要消费、科技板块的估值普遍位于近十年偏高位置；当前申万一级行业的 PE、PB 分位数普遍位于近十年的 70%以上，仅建筑、房地产、银行、公用事业、商贸、传媒、纺织服装、有色、钢铁等周期为主板块的 PB 分位数位于 40%以下；当前万得全 A（剔除金融、两油）的 PE、PB 分位数位于近十年的 79%、69%，沪深 300、创业板指的 PE/PB 分位数各位于 95/71%、85/89%。

结构性牛市中途换挡期，指数进入震荡；近四个半月内外扰动压力下，大盘指数进入区间反复震荡期，风格阶段性逆转；即此前的高估值、绩优高价股已轮番调整，指数普遍回调逾 10%，而此前估值合理偏低的汽车、家电、电气设备、化工、有色、采掘、钢铁等顺周期板块普遍逆势上涨 15-20%，低估值的大金融板块近期也接力领涨 10%附近，是对经济加速恢复预期、宽松货币政策退出的宏观趋势作出的合理逻辑反应，也标志着结构性牛市由上半场的提估值切换至下半场的看业绩阶段。

综合研判，本轮 A 股的结构性牛市，已由 18 年底至 20 年 6 月的提估值炒预期的上半场，自 20 年 7 月起切换至看业绩修估值的下半场；预计随着未来半年内宏观经济及上市公司业绩加速回升，近期低估值的顺周期板块有望进入业绩与估值双升的戴维斯双击阶段而领涨；而中长期内的科技冠军、消费白马股，业绩景气有望超预期上行，且在近四个半月中估值溢价已适当下修，股价有望进入业绩快增而估值缓降的第二波上涨期。

3、**近中期主要驱动逻辑：基本面加速恢复上行。**展望结构性牛市下半场，基本面上行有望接力驱动，主要逻辑包括：

1）经济正进入恢复上行小周期。我国经济自 20Q2 起的一年半内，处于后疫情的恢复上行期，目前市场普遍预计年内第三、四季度 GDP 实际增速有望继续回升至 5-6%，明年一、二季度有望进一步回升至 10%附近，21 全年大幅反弹至 8%以上，为近十年内增速新高。

2）上市公司业绩增速进入快速回升期。随着经济逐季恢复上行，企业盈利有望逐步改善，上市公司业绩有望同步触底回升，ROE 有望探底回升。考虑到公司业绩增速与名义 GDP 较强的正相关性，预计上市公司业绩同比增速自 20Q2 起的逐季上行态势，有望持续至 21Q1 见顶，21Q2 后逐季缓降但仍保持正增长。3Q20 主要指数的单季度业绩均普遍加速转正至两位数增长，三季度万得全 A、万得全 A（剔除金融两油）、中小板、创业板、科创板的净利润同比增速

分别恢复至+17.4%、+20.5%、+27.6%、+31.2%、+86.0%；预计万得全 A（剔除金融、两油）的 20、21 净利润同比增长+4%、+25%附近，此前 20Q3、20H1、20Q1、19 年净利润累计同比-2.9%、-14.6%、-41.9%、-3.6%。

3）**A 股上市公司整体盈利能力转入上行期。**三季报数据表明 A 股整体业绩增速逐季回暖，全年有望转正，且未来两个季度有望继续上行，盈利能力也触底回升，滚动 ROE 正处于上行周期并有望延续至 21Q3-22Q2 区间，上市公司整体基本面向好预期巩固。

统计近十年 ROE 变化曲线，经历了三轮下行、两轮上行周期，且每轮上行、下行周期平均约 8、7 个季度或两年；

其中，下行周期具体包括：

11Q1 至 13Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于下行周期，时长 9 个季度；

15Q1 至 16Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓降周期，时长 5 个季度；

18Q4 至 20Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于下行周期，时长 6 个季度；

上行周期具体包括：

13Q2 至 14Q3-Q4，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓升周期，时长 6-7 个季度；

16Q2 至 18Q3，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓升周期，时长 10 个季度，仅创业板因外延式受阻、商誉减值高峰而下降；

最近来看，各主要指数的 ROE(TTM)普遍于 20Q1 见底，并已连升两季，全 A 的 ROE 于 20Q2 见底、Q3 起回升；按 ROE 历史周期曲线推测，预计本轮 ROE 上行有望持续至 21Q3-22Q1 区间。

四、中期市场风格展望：中期业绩景气可持续的科技冠军与消费白马股趋势占优

十月以来低估值与绩优股领涨，兼具估值安全与景气向上的顺周期板块占优，而过去两年大涨的个别白马股高位逆势大跌，表明当前部分估值偏高、业绩预期下修的个股，在经济平稳恢复但流动性边际收敛下，业绩预期一旦下调的高估值个股，存在较大的下跌风险。年底市场风格的再次切换持续性如何？

1、风格强弱分化主要取决于业绩相对景气的分化。业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看 1.5-2 年；后续重点防范全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链、市场监管等风险。近一年中小创大幅上涨之后，市场对中小盘成长风格的持续性担忧上升。结合历次风格切换规律来看，**我们认为，在业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格相对强弱一般难以切换或逆转，且本轮风格切换时长仅 1 年，较一轮完整的业绩相对景气、风格趋势分化的 2.5-3 年的周期仍有 1.5-2 年时长。**

从这一轮 5G、数据中心、人工智能引领的科技创新产业景气及新基建-科技硬件-软件-应用内容的商业景气传导来看，TMT、电动汽车为首的科技成长行业的业绩景气正处于上行中期，远未见顶。根据市场一致预期来看，未来 3 年创业板、沪深 300 的净利润同比增速在 20-30%、10%附近，创业板业绩相对景气仍显著高于沪深 300。

2、市场风格分化与收敛趋同的历史规律与本轮推演

统计前几轮完整牛熊周期的市场表现来看，风格强弱分化主要取决于业绩相对景气的分化。业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看 1.5-2 年。自 2013 年初起至今的六年半内，市场风格发生了 3 次明显先分化、后趋同的走势。按 12 年底至 15 年 6 月的上一轮牛市三阶段（估值修复-戴维斯双击加速上涨-泡沫化赶顶）的风格分化与同步节奏及其时长的经验来看，成长、消费风格率先启动估值修复行情，且上涨约 1 年半时长后，金融、周期才启动补涨行情，随后四种风格进入同步牛市直至赶顶阶段。

第三波分化与收敛趋同推测：第三波分化大致于 20 年中结束，目前或进入同步震荡上行阶段。19 年 8 月至 20 年 4 月初，期间消费、成长风格指数上涨，而周期、金融风格指数震荡下跌，随后自 20 年 4 月起转为同步上涨。**按本次第五轮牛市的启动时点 19 年 1 月初计算，至 20 年 6 月末附近正好 1.5 年时长，风格已由分化进入收敛趋同阶段，与目前市场实际表现基本一致。**

3、**阶段促使风格转换的催化剂：流动性边际收敛。**未来两个季度 GDP 同比增速加速上行，央行领导**重提“把好货币供应总闸门”、平抑宏观杠杆率继续上行等，或预示今年上半年的宽货币宽信用政策下的 M2、社融增量与增速逐步见顶，后续或易降难升。**中期内货币政策边际收敛、货币供应 M2 见顶止升，而实体经济融资需求稳步恢复后，预计货币供需或偏向紧平衡，市场流动性总量虽合理充裕，但阶段性存在紧平衡压力，从而持续促使股票市场驱动力由利率分母端切换至业绩分子端。

以上宏观金融环境下，7 月中旬至 11 月初指数步入震荡期，市场结构性驱动力由流动性切换至业绩基本面，兼具估值安全与业绩景气的顺周期或耐用品消费板块表现整体抗跌，而此前领涨的部分必需消费品、科技成长股普遍调整较为明显。

五、配置建议：近期顺周期板块仍占优，中期布局科技冠军与消费白马。

1、近期顺周期板块仍占优。近中期经济恢复趋势明确，同比增速呈现加速上升阶段，货币政策边际收敛趋势确立，估值扩张动能大概率衰竭，上涨动力回归至基本面上行逻辑，顺周期板块阶段占优。

1）低估值滞涨的银行、保险、地产、券商等大金融板块有望接力领涨，其中银行、保险行业基本面正好转，“三条红线”政策高压有望加速地产企业的供给侧改革，龙头券商有望持续受益于资本市场制度改革红利；（2）前期已有一定涨幅的**化工、机械、电气设备、建材等中游制造板块，**在供需偏紧及补库存双驱动力下的行业量价仍看涨，板块短期适度回调后有望重拾上涨动力。

2、**近中期深挖后疫情下的耐用品与服务消费深度修复机会，中长期逢低布局消费白马股。**近中期而言，各行业在疫情暴发、防控的不同阶段的冲击、恢复程度各异且时序不一，其中受线下场景或密闭环境制约的可选及服务消费，普遍为冲击严重但恢复靠后，随着国内疫情防控成果巩固、明年全球疫苗有望大规模分发与接种，后疫情下的耐用品与服务消费，包括**汽车、家装家具家电、交运机场、餐饮酒店、广告影院、教育医疗等板块，有望迎来深度修复机会。**

中长期来看，我国已确立国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，且具备超大规模市场优势和内需潜力，消费占国民经济结构比重趋势上升；同时，随着我国由 2020 年的全面小康社会步入 2025 年的全面现代化、2035 年的中等发达国家的中远期目标的推进，居民收入水平有望显著提升、社会教育医疗养老等社会保障制度完善，居民支出意愿与能力提升，**可选品质消费及现代化服务消费有望进入黄金发展期，智能家电家居、数字科技、智能电动汽车、度假旅游、医美健康、文化教育等消费有望重点受益。**

3、**中长期逢低配置业绩景气超预期上行的科技股。**在国内大循环为主体、以科技创新引领高质量发展的战略推进下，提高科技产业链供应链稳定性、竞争力和现代化，更加注重补短板和锻长板，预计以**半导体芯片、5G+应用、工业互联网、人工智能、数字经济、新能源汽车与智能驾驶、军工装备、创新医药为首的科技龙头，**业绩景气有望超预期上行，近四个半月趋势回调后，估值基本合理安全的科技股，具备逢低配置价值。

风险提示：疫苗进展不及预期经济复苏延后，国内外流动性边际超预期收紧、海外市场大幅震荡等风险。

本周研究动态：

消费股

食品农业（白姣姣）

一、市场表现

周行情：食品饮料（中信）涨跌+3.74%；农林牧渔（中信）涨跌幅+2.44%；沪深 300 涨跌幅+1.71%。

二、价格跟踪：

1. 生猪：生猪价格 **33.40 元/公斤，**周环比上涨 1.7 元/公斤。

2. 茅台一批价：2850 元，略有提升。

三、食品饮料：

1. 白酒：

本周，贵州茅台集团党委副书记王焱接受采访谈及“十四五”规划时表示，目前茅台集团基本确定了“双打造双巩固三翻番”的发展目标，其中收入翻一倍是主要指标，该规划为茅台未来几年发展给出了较为明确的指引，预计未来五年收入年化复合增速为 10%。

五粮液：近期渠道反馈，团购价有望将提高至 959 元。

次高端白酒：年底涨价出现涨价潮，包括水晶剑、国台等。

目前我们对白酒板块持续推荐。茅五批价坚挺并有望持续提升，对板块是最大支撑；年底企业经销商大会对今年完成目标，以及对来年计划有望逐步出台或可催化；考虑春节旺季消费渠道备货预计在 1 月份，所以消费端 12 月淡季，预计也无太大利空。

估值切换行情：12 月布局来年行情下，白酒或有望受资金青睐，从本周资金如期回流板块；同时 21Q1 低基数+春节旺季行情预期下，有望迎来开门红行情；白酒龙头估值对应 21 年在 40x 左右，虽处于行业本身估值高位，但对比调味品等大众品估值仍有优势，而且低基数上 21 年业绩增速绝对值更可期，中长期估值合理，考虑行业高壁垒性估值溢价有望长享。

短期推荐：茅台、老窖，中长期：重点看好高端酒的茅五泸汾。

2. 调味品和速冻品：

本周板块涨幅较高，个股基本在 10%左右，我们认为资金开始布局来年，而调味品和速冻食品，三季报后有一定回调已经释放了部分估值风险，同时这两个子版块中长期赛道优，成长性足，业绩具有确定性，中长线资金更为青睐。

基本面角度看：近期调味品板块由于原材料上涨，以及疫情下龙头企业优势凸显，从而带来了涨价预期，催化板块。

我们认为**调味品和速冻品** 21 年业绩降速，估值相对仍在高位，中长线资金，可战略逐步建仓中长期赛道优，成长性足，业绩具有确定性的标的，如天味、安井、三全、海天等，同时安琪和榨菜已具备安全边际。

四、农业：中长期继续推荐养殖龙头企业

猪价近期持续反弹，本周绝对值到 33.4 元/公斤，春节前考虑旺季消费，对价格提升有拉动，对养殖情绪面有提振；

牧原：公司 2020 年 11 月份销售生猪 207.6 万头，同比增长 176.43%，首月突破 200 万头，持续高增长。

持续推荐牧原股份：公司股价已基本反应关于猪价及周期的利空，若价格提升超预期则在低预期上有催化；同时也建议中长期角度看待牧原的成长性和龙头优势。公司目前产能已经处于行业领先地位，2020-2021 年出栏规模预计分别达 1800 和 3500 万头；成本也有望下行，龙头优势越发提升；公司基本面在板块最强，持续看好业绩释放+成长性+市占率快速提升的中长期逻辑，业绩确定性较强，中长线持续推荐。

五、推荐个股

重点推荐：茅台、泸州老窖、今世缘、涪陵榨菜、牧原；

其他：**五粮液、汾酒、顺鑫、水井坊、海天、新希望等**。

六、风险提示

业绩不达预期；宏观经济下行；重大食品安全事故；疫病暴发超预期。

家电行业（王双、陆星挺）

一、行业表现

上证综指本周上涨 1.06%，沪深 300 上涨 1.71%。家电板块上涨 1.27%，跑赢大盘指数，主要原因在于：家电上周回调较大，短期因此企稳。

二、行业动态与展望

（1）空调行业状况好转，空调均价有所调升

11 月 30 日，格力电器湖北销售公司发布通知，因工厂原材料价格上涨，公司决定自 2020 年 12 月 15 日，对家用空调新国标产品提货价格及终端零售价格进行调整，其中新国标挂机涨价 100 元/套，新国标柜机涨价 200 元/套；同一天，奥克斯空调也发出产品涨价通知，表示受大宗原材料价格持续走高影响，公司经营、制造成本攀升，公司决定自 2021 年 1 月 1 日起对网批产品价格进行调整，将在 2020 年 12 月开单价基础上，挂机上调价格 100-200 元/套不等，柜机上调价格 200-300 元/套不等。

（2）美的冰洗产品多品牌梯队战略成形

美的系冰洗多品牌场景发布暨 2020 年新珠峰之夜活动上，美的将其近年来精心打造的核心品牌矩阵进行了一次集中展示。根据该战略矩阵，COLMO 聚焦 AI 科技走高端化产品路线，致力于在 AI 智慧和理性美学方向上给到用户更多选择。东芝以“原‘芝’原味、百年品质”，吸引那些对品质性能等有更高要求的、追求精致生活且喜爱日系品牌的中高端精英人群。小天鹅 42 年专注健康领域走专业化路线，覆盖“注重品质、健康”的中端人群。作为国民品牌的美的，以“IOT 智能科技”实现科技引领，为都市家庭的智慧生活提供智能解决方案。华凌品牌则面向二次元年轻用户群体，通过“年轻科技，新物种降临”来打造适合年轻一代消费群体的潮流家电。

（3）10 月份油烟机销售良好

根据产业在线，厨电行业 10 月：油烟机零售量为 19.5 万台，同比微降 0.85%，零售额为 6.7 亿元，同比增长 4.37%，均价 3445 元，同比增长 7.6%。其中方太、老板表现优异，销量和销售额均有所增长。分公司：方太零售量 3.7 万台，YoY+6%，零售额 1.7 亿元，YoY+11%，均价 4600 元，YoY+6.1%；老板零售量 4.2 万台，YoY+11%，零售额 1.85 亿元，YoY+10%，均价 4430 元，YoY-0.5%；美的零售量 1.9 万台，YoY-10%，零售额 0.51 亿元，YoY-15%，均价 2719 元，YoY-4.9%；华帝零售量 1.6 万台，YoY-4%，零售额 0.55 亿元，YoY-5%，均价 3516 元，YoY-0.3%。

展望：近期，空调公司提高空调出厂价的消息轰动了市场。一方面，这是行业需求好转，格局编号的因素影响。另一方面，原材料和 CPI 整体上行，也带动空调价格走高。在 16-17 年期间，家电龙头具备定价能力，在原材料价格上涨下，龙头企业凭借其话语权，将成本端的上涨部分转嫁到消费者身上。在 2016 年 1 月至 2017 年 1 月期间，CPI 同比从 1.8%提到 2.55%，空调均价从 3983 元上涨到 4175 元，涨幅达 4.82%。原材料价格上涨，行业龙头盈利能力没有受到较大影响，反而在 PPI 回升后均出现不同程度的提高，表明家电龙头即使在上游价格抬高的环境下，仍然能凭借其强大的议价能力获取较高的行业利润。

三、行业的投资逻辑

1.疫情短期有影响，中期影响不大。整体上看，本次疫情会从基本面与情绪面对家电板块产生一定影响，板块可能呈现出先抑后扬形势。短期来看：由于线下人流变少、线上运输受限且部分产品涉及上门安装，因此家电在疫情期间销售会有影响。中期来看，家电是刚需型耐用消费品属性，精装与毛坯房全年交付量回暖的逻辑仍将继续支持家电需求复苏。

2.白电龙头市场份额稳定。短期总销量受疫情压制，中期看，白电龙头企业销量较为稳定，业绩确定性也较大。

四、重点个股

老板电器：

公司为国内厨电行业优质企业，烟/灶国销量稳居行业第一，与方太集团同为高端厨电龙头。公司在 1、2 线城市市占率份额高，品牌知名度好。公司同时利用名气品牌，下沉 3、4 线渠道，和老板品牌形成合力，加大公司产品的销售。公司也注重品类多元化，把洗碗机、蒸箱作为重点新品类发展。随着地产竣工面积和交易量回暖，公司的估值有可能得到恢复。1、2 线地产回暖有利于公司的业绩的增长，建议关注。

美的集团：

公司是全品类家电的典范企业，其多个家电产品在行业内名列前茅。公司管理层战略明确，高瞻远瞩，执行力强。公司在收购库卡后，在工业机器人领域具有强大竞争力。在 3 月初的战略发布会上，美的宣告其工业互联网平台已经建成，且服务了 50 多家大型企业。美的集团不仅是一家家电企业，也是一家工业互联网平台企业。预计公司 2020 年净利润为 230 亿，对应 PE 分别为 18 倍。

医药生物（傅达理）

一、市场表现回顾

本周医药生物（SW）板块上涨 5.98%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 1 位，同期沪深 300 指数上涨 1.71%，中小板指数上涨 2.72%，创业板指数上涨 4.27%。细分子板块来看，各细分板块均上涨，其中生物制品和医疗服务板块领涨，涨幅分别为 8.66%、8.19%，医疗器械涨幅 5.53%，化学制药涨幅 5.24%，中药板块涨幅 3.56%，医药商业涨幅 1.81%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是贵州三力（+37.37%）、健之佳（+33.11%）、正川股份（+32.64%）、山河药辅（+27.59%）和博晖创新（+21.89%）；而跌幅最大的前五家公司分别是艾力斯-U（-12.30%）、东亚药业（-11.14%）、泽璟制药-U（-8.58%）、同仁堂（-5.28%）和莎普爱思（-5.20%）。

二、本周主要观点

医药板块迎来反弹，静待医保谈判落地。本周医药生物板块迎来反弹，前期跌幅较大的疫苗、CRO、医疗服务等标的表现较为强势，我们认为医药生物板块之前受政策压制、资金调仓等带来的悲观情绪已得到一定程度的释放，目前时点来看，本次医药生物板块的反弹能否延续仍受政策方面的扰动，也就是 12 月中上旬左右的医保目录谈判情况。本次医保目录谈判较 2019 年相比，市场关注的较高的重磅产品 PD-1 参与谈判的药物数量及适应症范围均较去年增加，谈判的格局更为复杂，其结果仍有不确定性，仍需静待结果落地。而随着 12 月医保目录谈判落地，短期政策方面对医药板块的扰动因素消除，同时目前板块估值水平已趋于合理，从中长期的角度来看，医药生物板块将迎来较好的配置时点，我们持续看好药品/器械创新升级、医疗器械国产替代、医疗消费升级带来的投资机会。

三、行业动态跟踪

国家药监局综合司公开征求《药物警戒质量管理规范（征求意见稿）》意见。12 月 1 日，为贯彻落实《中华人民共和国药品管理法》关于建立药物警戒制度的要求，规范药品上市许可持有人药物警戒主体责任，国家药品监督管理局起草了《药物警戒质量管理规范（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。世界卫生组织于 2003 年将药物警戒定义为“发现、评估、理解和预防药品不良反应或其他任何与药品相关问题的科学和活动”，该定义一直沿用至今。本规范起草的总原则是：以新药管法为依据，全面落实持有人药物警戒主体责任，规范警戒活动并提高质量；以新形势为契机，接轨国际成熟经验和 ICH 相关要求，促进制药企业国际化发展；以国情为出发点，兼顾制药行业不均衡发展现状，稳步推进药物警戒制度落实。

国家药监局药审中心发布《单臂试验支持上市的抗肿瘤药进入关键试验前临床方面沟通交流技术指导原则》。12 月 2 日，为切实鼓励创新，保障抗肿瘤创新药以充分科学依据开展关键单臂试验，帮助申请人提高研发效率并更高效地沟通，在国家药品监督管理局的部署下，药审中心组织制定了《单臂试验支持上市的抗肿瘤创新药进入关键试验前临床方面沟通交流技术指导原则》。根据《国家药监局综合司关于印发药品技术指导原则发布程序的通知》（药监综药管〔2020〕9 号）要求，经国家药品监督管理局审查同意，现予发布，自发布之日起施行。

四、投资策略

建议关注以下投资主线相关标的：

1）创新药产业链标的：恒瑞医药、药明康德、泰格医药、凯莱英、康龙化成等；

2）医疗器械标的：迈瑞医疗、乐普医疗、健帆生物、艾德生物、鱼跃医疗、万孚生物、安图生物、新产业、华大基因、凯普生物等；

3）医疗服务及药房标的：爱尔眼科、通策医疗、益丰药房、老百姓等；

4）医疗大消费标的：长春高新、欧普康视、爱博医疗等。

5）疫苗标的：康泰生物、复星医药、智飞生物、华兰生物、康希诺-U。

五、风险提示

疫情反复超预期风险；医药政策变动超预期风险。

商贸零售（韩保倩）

一、市场表现

商贸零售（中信）板块本周上涨 9.64 点，周涨幅 0.22%。板块本周上涨前五名分别是东方银星（11.626%）、家家悦（10.09%）、首商股份（7.97%）、翠微股份（7.32%）、浙江东日（6.13%）。

从现有三季报数据看，可选消费板块压力较大，线上渗透率较高板块表现优异，线下实体龙头业绩经营压力较大，但仍显示出数字化建设持续加快，超市等必选板块同店提升、行业集中度提升等正向变化。长期看，在经济“内循环”背景下，沿着中长期持续做大内需市场要求，具备产品和渠道双创新的龙头有望受益，21 年将关注疫情受损板块的持续修复、细分龙头扩大市占及强化竞争力情况，关注业绩超预期个股。

二、行业动态

美团（3690.HK）发布 2020 年三季度业绩报告，三季度实现收入 354 亿元，同比增长 29%，环比增长 43%，毛利润 108 亿元，同比增长 13%，环比增长 26%。经营性溢利为 67.2 亿元，其中包含投资于上市实体的公允价值变动收益 58 亿元，经调整净利润为 20.5 亿元（YoY +6%），净利润率为 6%。

三季报显示疫情影响逐渐消退，新赛道新业务协同发展，业绩超预期。分业务看，三季度公司实现餐饮外卖收入 206.9 亿元，同比增长 33%,环比增长 42%）；到店、酒店及旅游收入 64.8 亿元，同比增长 5%，环比增长 43%；新业务及其他收入 82.3 亿元，同比增长 43%，环比增长 46%。分收入类型看，三季度公司实现佣金收入 231.3 亿元，同比增长 25%，环比增长 45%；在线营销服务收入 56.6 亿元，同比增长 28%，环比增长 31%；其他服务及销售收入 66.1 亿元，同比增长 47%， 环比增长 47%。

餐饮外卖方面，公司供给多样化提升，用户、商户、配送网络全面优化，用户运营效率提升，促销手法创新带来用户粘性提高，算法提升保障骑手安全和配送效率。到店业务恢复正增长，消费升级类别增速加快，酒店预订恢复，旅游目的地转向国内后本地优势明显。公司继续布局下沉市场，深入生鲜零售和出行领域，生鲜零售+自营+社区团购模式并行，优势明显。

三、投资关注

1、重庆百货(600729)：公司董秘在互动平台上表示，随着大股东混改的完成，公司通过与物美、步步高、新华百货和麦德龙的产业协同，提升核心竞争力。未来，公司将加大网点拓展与扩张力度，超市业态计划 2021 年新开加调改门店数量达到 70 家以上，加密区域市场，扩大市场份额。对于同区域门店，公司根据客群的不同，通过精品超市、社区超市和商圈中心超市等不同定位，进行错位经营。

四、风险提示

疫情反复影响超预期，需求低于预期，新渠道新业态拓展不达预期等。

周期股

房地产（王双、于伯菲）

本周房地产板块下跌 1.56%，沪深 300 上涨 1.71%，上综上涨 1.06%。板块跑输大盘指数。

本周克尔瑞发布百强房企1-11月销售情况,TOP100房企实现销售操盘金额12025.8亿元,单月业绩同比增长21.4%,环比较上月小幅上升5.1%。

整体来看，虽然年内房企得益于供货节奏后移，总体业绩规模实现同比增长。但目前市场实际的去化率水平承压，百强房企单月同比增速自8月以来持续回落，12月企业仍需加紧供货、加速去化。从企业业绩表现来看，2020年11月,TOP100房企中有超7成企业实现单月业绩同比提升。截至11月末,已有近8成房企累计业绩超过去年同期，实现同比增长。从房企目标完成情况来看，截至11月末在年内设定了业绩目标的部分规模房企中，超6成房企的目标完成率达到90%以上。但同时，也有近3成房企全年的目标完成率在85%-90%之间，另有少数房企目标完成率仍不及85%。总体来看，今年在疫情影响下，部分房企完成全年目标有一定压力。

四季度以来，房企虽然加大供应和营销力度，但目前市场整体的去化压力仍然较大，12月仍需加紧供货、加速去化、冲刺全年目标。进入12月，今年受疫情影响上半年开工进度滞后，四季度作为房企抢收业绩的关键期、供应量可能进一步加大。同时，受惠于相对宽松的货币政策环境，预计下半年房地产市场仍具韧性，成交有望保持在较高水平。房企有望积极把握当下难得的销售窗口期，加紧推货去化、加大营销力度、抢收业绩，以最大程度弥补上半年由疫情带来的负面影响。

房地产作为国家经济支柱之一，在本身经济下行压力较大及2020年经济开年受制的前提下，国家对房地产调控相关政策主基调不变，但是在维持稳定的基调下，部分城市有望进一步适度放宽，同时流动性保持宽松给房企带来喘息机会。

当前行业板块估值的平均在6X左右,当前处于明显低估状态考虑到目前板块2020年业绩确定性强,板块估值较低,股息率仍处于高位，此外政策弹性有望带动估值弹性修复。建议积极关注业绩稳健，有避风港属性的龙头类公司。我们继续看好地产龙头公司在2020年的估值修复行情，建议积极关注**万科A，招商积余。**

化工（王双）

一、行业走势

上周申万化工指数上涨0.42%，上证指数上涨0.07%，行业指数跑赢大盘指数。其中涨幅居前的板块是改性塑料、粘胶、农药；跌幅较大的板块是炭黑、其他化学原料和纯碱。

二、行业观点：

醋酸价格大幅上涨：醋酸价格本周上涨16%，醋酸出口1-9月份都在1-2万吨的量，10月份达到3.8万吨，目前来看11和12月份出口仍然非常乐观，对市场利好支撑明显，加之华东、山东地区部分厂家临时停车和降负，醋酸现货紧缺。目前国内醋酸产能945万吨，年出口量62万吨，进口量32万吨，主要是国内自用。醋酸主要下游中PTA生产占比38%，醋酸乙酯占42%，醋酸丁酯9%。醋酸产品处于供过于求的状态，但是下游PTA等大规模的产能扩建速度大于醋酸扩建速度，2019年醋酸下游增产800万吨产能，合计消耗醋酸产能在90.5万吨左右，而醋酸供应增产只有30万吨。主要受益公司：江苏苏普（140万吨醋酸产能）、华谊集团（120万吨）、华鲁恒升（60万吨）、恒力石化（35万吨）。

本周纯MDI价格继续回落，聚合MDI涨跌互现：本周纯MDI价格下滑5%左右至2.5万元/吨，工厂指导价仍处于高位，但下游入市询盘较为谨慎，加上终端企业对高价抵触情绪不减；本周国内聚合MDI市场涨跌互现。万华结算超出市场预期，供方挺价心态不减，持货商低价惜售。

钛白粉迎来新一轮涨价：本周，钛白粉市场行情火热，新一轮调价如期而至，市场价格创年内新高。目前硫酸法金红石型钛白粉市场主流报价为16000-17000元/吨，锐钛型钛白粉市场主流报价为13500-14500元/吨，氯化法钛白粉市场主流报价为18000-19800元/吨。临近年底，大厂例行检修将至，影响市场开工率走低。生产商强势严控货源，另一方面代理商也存在减量、减供的情况，使终端市场现货紧张情况加剧。在海外疫情十分严峻的形势下，钛白粉在出口方面表现优异，创历史的提前两个月达成去年全年出口水平，海内外需求势头强劲，加之原辅用料钛精矿和硫酸等价格高位，原料供应厂商整体不愿低价放货，从成本角度又将助推钛白粉价格走高。

有机硅创新高后趋于平稳：上周国内有机硅市场报价创新高之后，DMC市场合约订单报盘34000元/吨，本周价格相对稳定。内需强劲增长，有机硅供应偏稳，浙江中天装置周中出现着火，企业停车时间预计较长，突发事故加剧市场担忧情绪。国内有机硅四季度需求旺盛，但室温胶需求一般，出口订单增加成为此次价格上涨的导火索。有机硅单体厂家以及下游胶厂目前库存均处于相对较低水平，代理商企业目前存在部分库存。总体来看，有机硅市场对

于12月份预期依旧较好，主要12月份核心订单已经签订完毕，目前供需错配下，供应尤显不足。关注：三友化工、合盛硅业、新安股份、兴发集团。

三、投资建议：

化工产品需求恢复，同时在成本的支撑下产品价格上涨，盈利进入上行通道。推荐受益油价上涨的**卫星石化、桐昆股份等。**

行业规范性提高，环保要求提高，安全生产要求提高，行业龙头的安全环保、创新管理的价值得以体现，化工行业的稳定生产将有明显的估值溢价。具有产业链一体化及园区一体化的龙头优势明显。**推荐万华化学、华鲁恒升。**

中上游大宗品进入周期下行通道后，对下游精细化工企业的利润改善也是有益的。未来化工行业的看点主要在于供需格局相对良好的精细化工，特别是供给壁垒较高子行业的一体化龙头，景气度依然能够持续。**推荐利安隆、苏博特、新宙邦。**

电子化学品是未来化工行业上需要补充最急迫的新材料产品。在推荐公司上，我们认为公司具备持续的技术创新能力应放在首位，其次是客户认可度，最后考虑估值。综合考虑，重点推荐**雅克科技、濮阳惠成。**

风险提示：需求不及预期，产品价格下滑。

机械（朱天辉）

一、市场表现

本周上证综指同比上涨1.06%,收于3445点,创业板指大涨4.27%,沪深300同比上涨1.71%,机械设备同比上涨2.17%,跑赢沪深300指数0.46pct。

细分板块和个股方面，工程机械、通用设备、光伏设备、碳纤维等表现抢眼，工程机械板块中联重科、恒立液压周涨幅分别为23.43%、8.96%；通用设备板块伊之密周涨幅达12.51%；光伏设备龙头捷佳伟创周涨幅12.78%；碳纤维标的光威复材、中航高科周涨幅分别14.08%、7.73%。

二、机械行业动态及投资观点

1、【通用设备】11月制造业PMI指数继续走高，通用设备板块景气持续向好

1）制造业恢复性增长有所加快。11月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为52.1%，比上月上升0.7个百分点，连续9个月位于临界点以上。

2）新订单、生产走强，价格提升。11月新订单指数为53.9%，比上月上升1.1个百分点；新出口订单指数51.5%，提升0.5个百分点。生产指数为54.7%，上升0.8个百分点。主要原材料购进价格、出厂价格分别提升3.8个百分点、3.3个百分点。制造业量价齐升，景气向好。

3）通用设备板块景气度与制造业PMI指数强相关，我们认为包括机器人、叉车、注塑机等通用设备板块景气度有望持续向好，推荐伊之密、拓斯达、埃斯顿、安徽合力、杭叉集团等。

风险提示：制造业复苏不及预期；市场竞争加剧；原材料价格上涨等

2、工程机械：11月挖机销售继续超预期，龙头标的仍具配置价值

1）11月挖机销售继续超预期。2020年11月挖机行业销量32236台，同比增长66.89%，其中国内28833台，同比增长68.03%，出口3403台，同比增长57.77%。

2）11月底宝马展期间龙头公司订单金额较大。其中中联重科签约订单突破200亿元，占2019年收入46%以上；三一重工斩获订单约235亿元。

3）我们认为当前基建及房地产需求恢复，同时在人工替代、更新需求以及环保等多重因素支撑下，挖机销售持续性较强，板块仍具有较高配置价值。推荐恒立液压、中联重科等标的。

3、个股【捷佳伟创】自主研发的异质结关键设备板式PECVD整备出厂交付

1）PECVD5500交付客户。该设备具有自主知识产权，PECVD5500主设备的腔体结构紧凑，载片板采用M6硅片10×10布局，上下料系统完全消除当下HJT电池敏感难题，整体PECVD系统具备极高的性价比。

2）全球第一家完成全线四道工序完全自主开发的整体异质结电池解决方案设备提供商。公司目前具备PECVD设备、RPD系列设备以及制绒、印刷设备自主开发能力，实现异质结量产效率25%，助力下游客户提质增效。

3）预计2022年HJT产业获得爆发性增长，设备企业率先受益。目前光伏电池片行业正处于由PERC工艺向HJT转型的关键阶段，预计今年国内有3GW以上的异质结产能落地，2021将达到10GW以上，到2022年异质结或将迎来爆发性增长。电池片设备企业将迎来新一轮景气上行周期，捷佳伟创作为行业龙头，继续给予推荐评级。

三、重点个股

工程机械：恒立液压、中联重科等

自动化设备：拓斯达、埃斯顿、伊之密等

锂电设备：先导智能等

光伏设备：捷佳伟创、迈为股份、晶盛机电等

半导体设备：北方华创、长川科技、至纯科技等

国防装备：中直股份、中航高科、光威复材、景嘉微等

风险提示：下游需求不足、行业竞争加剧、行业政策变化等

新材料（王双、时应超）

一、行业表现

本周上证综指上涨 1.06%，申万有色指数上涨 0.54%。价格方面，小金属钴锂价格继续上涨，长江钴价格上涨 0.38%至 26.70 万元/吨，电池级碳酸锂价格上涨 2.27%至 4.5 万元/吨；贵金属方面，COMEX 黄金上涨 3.37%、COMEX 白银上涨 7.83%；基本金属方面，LME 铜上涨 3.45%、LME 铝上涨 2.13%。

二、行业动态与投资观点

1、新能源金属

近期终端需求持续向好，上游原材料需求高增长可期，锂盐头部企业库存低，涨价意愿强烈，碳酸锂价格延续 8 月份以来的上涨趋势。钴原料端仍然偏紧，价格坚挺。中长期，2021 年新能源汽车及 3C 需求共振，钴锂价底部持续回升可期。

锂：碳酸锂价格继续上涨。本周电池级碳酸锂价格继续上涨至 4.5 万元/吨，优质锂盐供应紧张，碳酸锂价格明显上涨。据 SMM，临近年末，国内逐渐进入备货阶段，工碳方面，部分下游为锁定年前货源，出现高价锁量成交；电碳方面，部分江西、四川锂盐大厂对明年 1 季度报价已提升至 5 万元/吨。下游需求持续向好，有效供给难以满足需求的增长，动力电池需求快速上升提振锂盐需求，同时澳洲锂精矿的出清和整合预计将带来上游环节集中度的提升和话语权增强，锂精矿价格将向上修复。锂价在需求拉动和成本支撑共同作用下，重回上行周期。

钴：据 SMM，三元前驱体需求恢复态势强劲，10 月中国三元前驱体产量对硫酸钴需求 0.38 万吨金属吨，已超硫酸钴供应量，环比增加 12.2%，同比增加 64%。SMM 最新调研结果显示，10 月国内硫酸钴供应量 0.37 万吨金属吨，环比增加 5.1%，同比减少 2.9%；国内硫酸钴自今年 5 月起开始去库，至 10 月当月去库近 0.14 万吨金属吨，预期 11 月去库仍将持续。随着硫酸钴供需格局持续改善，价格仍有望上涨。

2、贵金属

本周贵金属全线上涨，COMEX 黄金上涨 3.37%。美国 11 月季调后非农就业人口增加 24.5 万人，不及预期值 46.9 万人。经济复苏仍较为坎坷，市场炒作美国经济恢复不及预期，对美国后续财政刺激方案的预期重新升温，但经济复苏是短期全球主基调，黄金短期缺乏系统性上行机会。贵金属中期基本面仍有支撑，经济复苏或仍需要更多的财政支持，货币政策恢复正常化短期内仍不可期，全球宽松货币政策短期不会改变叠加通胀预期趋势性修复的大逻辑并未被破坏，黄金价格将维持高位运行。

3、基金金属

宏观利好继续主导价格上涨，疫苗利好+欧美经济刺激预期抬升，铜铝价格继续上涨，本周 LME 铜上涨 3.45%、LME 铝上涨 2.13%，短期全球流动性宽松继续为商品价格提供有力支撑，全球经济复苏预期带动价格上涨，相关基本金属库存低位同时仍在去库过程中将有力支撑价格，但价格位置偏高叠加后续淡季逐步来临，预计价格以稳中小幅上涨为主。中长期，疫情终将解决，全球经济复苏为方向叠加全球通胀预期回升，大宗商品价格上涨为趋势，工业金属建议重点关注铜铝板块，标的方面推荐紫金矿业、西部矿业等。

4、军工电子材料

基于国防现代化建设面临的迫切需求，军工领域需求相对独立，军费保持稳定增长，新一代主战装备列装也有望加速，诸如高温合金、高品质复合材料、各类高强度金属及其合金等材料需求出现较快增长。推荐宝钛股份（钛合金）、西部超导（钛合金）、菲利华（半导体石英材料+军工石英纤维）、火炬电子（MLCC+陶瓷基材料）、钢研高纳（高温合金）、楚江新材（碳纤维）、石英股份（半导体石英材料+光伏）等材料类公司。

其中建议重点关注今年民品受疫情影响较大但核心主业景气向上的公司，随着需求端的复苏有望迎来一轮修复，其中钛合金板块建议关注宝钛股份（海绵钛价格逐步回暖，民用钛材需求复苏），碳纤维预制件板块建议关注楚江新材（公司传统主业盈利能力回归至正常区间），半导体石英板块建议关注石英股份（公司近期有望陆续通过主流半导体设备商的认证同时公司新增电子级石英产品项目将于明年逐步达产，其中 6000 吨/年电子级石英产品预计 2021 年 12 月全面建成投产，20000 吨/年高纯石英砂项目预计 2021 年将全面建成投产）。

三、重点个股

赣锋锂业、华友钴业、宝钛股份、火炬电子、紫金矿业、菲利华、楚江新材

四、风险提示

宏观经济形势不及预期；下游需求低于预期；产品价格波动风险

电力设备新能源（王双、陆星挺）

一、行业表现

上证综指本周上涨 0.91%，沪深 300 上涨 0.76%。电新板块下跌 0.12%，跑输大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）动力电池产业链价格

本周部分锂电材料产业链价格趋势呈环比持平态势。方形铁锂动力电芯 0.53-0.55 元/wh 左右，方形三元动力电芯 0.65-0.70 元/wh 左右。方形铁锂电池 PACK 0.68 元/wh 左右，方形三元 PACK 0.83 元/Wh 左右。金属钴价格环比持平，报价 27.50 万/吨。碳酸锂价格环比持平，报价 4.10 万元/吨。氢氧化锂价格环比持平，报价 4.20 万元/吨。三元正极 523 价格环比持平，报价 11.85 元/吨；622 价格环比持平，报价 12.95 万元/吨；811 价格环比持平，报价 17.45 万元/吨。磷酸铁锂价格环比持平，报价 3.50 万元/吨。钴酸锂价格环比持平，报价 21.75 万/吨。负极（中端）价格环比持平，报价 3.75 万元/吨。电解液（三元）价格环比+8.57%，报价 3.80 万元/吨。湿法隔膜（中端）价格环比持平，报价 1.20 元/平方米。

（2）红旗汽车使用宁德时代高镍电池

据报道，红旗 E-HS9 正式上市，搭载宁德时代 811 高能量密度电芯和 590 大模组，容量配置为 99kWh，NEDC 续航可达 510km。这也表明红旗认可宁德时代在高镍电池方面的技术能力，以及安全性能。

（3）欧洲新能源车销量 11 月延续高增

法国：11 月新能源车销量 1.86 万辆，同环比分别增长 236.5%/-7.9%。1-11 月新能源车累计销量 15 万辆，同比增长 176.06%。

瑞典：11 月新能源车销量 1.02 万辆，同环比分别增长 139.7%/1.3%。1-11 月新能源车累计销量 7.68 万辆，同比增长 115.68%。

挪威：11 月新能源车销量 1.00 万辆，同环比分别增长 67.8%/-2.2%。1-11 月新能源车累计销量 8.76 万辆，同比增长 19.47%

西班牙：11 月新能源车销量 0.52 万辆，同环比分别增长 220.6%/20.7%。1-11 月新能源车累计销量 3.17 万辆，同比增长 93.19%。

意大利：11 月新能源车销量 0.98 万辆，同环比分别增长 375.6%/49.0%。1-11 月新能源车累计销量 4.6 万辆，同比增长 186.80%。

德国：11 月新能源车销量 5.96 万辆，同环比分别增长 442.4%/24.1%。1-11 月新能源车累计销量 31.16 万辆，同比增长 220.23%.

展望：11 月的欧洲新能源车销量数据让市场大为乐观。欧洲的碳减排计划和补贴政策实实在在的促进了市场的销量。而到 2021 年，更多的电动车产品供给上市，给市场更多的选择，将会让市场销量继续增长。以大众新出的电动车 ID.3 为例，11 月份销量 1 万多台，位列行业第一，从雷诺的 ZOE 手中夺取了宝座。明年，中国市场也是如此，更多的新车型将会让消费者有更多的选择。比如 model Y，比亚迪唐、元系列新产品。因此，可以乐观地看待明年全球新能源车销量。

三、行业的投资逻辑

新能源汽车行业：

1.特斯拉近日发布 2019 年四季度财报并举办电话会议，公司释放了多重利好。公司在 2019 年 Q4 实现盈利，自由现金流继续改善，经营拐点趋势已现。同时，公司确认宁德时代成为其合作伙伴。公司的 Model Y 车型已于 1 月投产，预计 Q1 末交付，进度超预期。对于新能源车产业链来说，特斯拉的利好消息是板块的情绪的提振因素。虽然股票市值短期受疫情影响较为严重，基本面及情绪面均较为悲观，但新能源车行业作为渗透率低，成长前景大。且近期特斯拉的多种利好也在驱动行业向好发展，在行业内其他板块利空消息较多情况下，新能源车板块是值得重点关注的板块，短期可能有所回调、波动，是介入的好时机。在市场整体机会不大的情况下，有较好预期的板块将得到更多的关注。

2.短期催化因素多。中长期看，市场空间大，确定性高，且国内市场明年下半年新能源车销量有望同比好转。海外市场依靠美欧两地，未来几年都可能保持较快的增速。

3.现阶段，新能源车相关企业呈现结构性分化。从中国、美国、欧洲市场看，特斯拉等好车型卖的不错，而质量较差的众泰新能源车等卖的较差。因此，整个板块的逻辑从“市场总需求”逻辑转向优秀的“供应链”逻辑 ，重点关注为优秀车企提供电池的企业（如 LG、宁德时代、三星 SDI 等），及行业内优质动力电池 LG 和宁德时代的供应链（如恩捷股份、璞泰来等）。

四、重点个股

恩捷股份：

恩捷股份是全球湿法隔膜龙头，产能规模全球第一。2019 年，公司隔膜业务在国内市占率达 53%以上，海外市场市占率 12%左右。预计 2020 年中国市场新能源车市场增长 10%左右，动力电池装机量增长 18%左右，且恩捷股份的市占率继续提升，公司的国内隔膜出货量增速在 22%以上。公司是海外动力电池巨头松下、LGC、三星的供应商。预计 2020 年，海外新能源车市场增长 38%以上，动力电池装机量增长 48%以上，且随着恩捷在 LGC、松下的产业地位提升，对 LGC、松下、三星的隔膜出货量比例提升，恩捷股份的海外隔膜出货量增长 60%以上。预计公司 2020 年业

绩为 11.8 亿，对应估值 43 倍，给与推荐评级。

华测检测：

公司是国内检测行业民营龙头，预计在食品、环境、 汽车、贸易保障检测等优势业务持续稳健增长。公司管理持续优化，利润率水平持续提升，且大规模投入新建的实验室产能将持续爬坡，且积极布局航空材料、轨道交通检测等新方向，打造新的业绩增长点。 因此具有长期成长的持续性和短期业绩的确定性。预计公司 19、20 年业绩为 4.5、5.9 亿，对应 PE 估值 51、39 倍，继续推荐。

三一重工：

基本面逻辑：基建工程量保证，以及环保政策加严，使得行业在 2019-20 年受益于更新换代、工程需求；国内竞争格局持续优化，龙头增速高于行业；市占率继续提高；龙头十多年的海外布局进入收获期，创造业绩新增量；三一重工报表处于修复期，净利率逐渐提升，利润增速显著高于收入增速。预计公司 2019-2020 年归母净利润为 110、120 亿元，对应 PE 为 11.4、10.1 倍，维持“推荐”评级。

艾迪精密：

行业层面，工程机械景气有望持续。三一重工等整机厂近期工程机械产品供不应求。在整机需求景气的背景下，工程机械的零部件需求也保持景气状态。公司层面，受益于零部件的国产替代和公司产能提升。公司产品具有长期增长的空间。公司今明两年将会投放 2 万件破碎锤产能。公司已经投资了 8 万件液压马达产能，5 万件液压主泵产能，其项目产能将在这几年逐步实现，因此公司的液压件产量将迎来高增长时期。在行业回暖，国产替代提升的情况下，公司业绩有望在中短期内仍保持较好增长。预计公司 2020 年业绩在 4.9 亿左右，对应估值 35 倍。给与艾迪精密推荐评级。

成长股

汽车（王树宝）

一、汽车股表现回顾：上周汽车指数-1.48%，HS300 指数+1.71%。长安汽车、江淮汽车等涨幅居前；上汽集团、长城汽车、广汽集团等表现较差。

二、行业动态及趋势展望：

【芯片短缺问题或对销量构成扰动】

据报道，大众中国因芯片短缺面临停产窘境。原因是由于海外疫情影响，海外芯片厂停工后，导致车用高端芯片断货了，主要是 ESP、ECU 芯片缺货导致相应零部件断供，从而导致停产。

ESP（车身稳定系统）是大众汽车对 ESC（电子稳定控制系统的称谓），类似的功能本田叫 VSA、丰田叫 VSC。ESC 是车辆新型的主动安全系统，是汽车防抱死制动系统(ABS)和牵引力控制系统(TCS)功能的进一步扩展，并在此基础上，增加了车辆转向行驶时横摆率传感器、侧向加速度传感器和方向盘转角传感器，通过 ECU 控制前后、左右车轮的驱动力和制动力，确保车辆行驶的侧向稳定性。

目前，世界范围内主要供应电子稳定控制系统的供应商有六家，分别是博世、天合、电装、爱信精机、大陆、德尔福。供应相关芯片的主要有英飞凌、恩智浦、瑞萨电子、德州仪器、意法半导体、博世、安森美半导体、美光、美国微芯科技、罗姆(ROHM)株式会社，合计份额超 60%。

大众系是中国份额最大、实力最强的合资品牌，预计其他品牌车企也将面临类似问题，汽车销量面临短期回落风险，不过需求端依旧向好，单车售价应该相对强势。总体来看，芯片短期不会影响行业中长期的复苏，短期若大幅回落将是一次较好的加仓机会。

三、行业投资逻辑：汽车行业进入复苏周期，两位数增速至少延续至明年上半年，5-10%的增速或延续 1-2 年；头部自主品牌在智能化+电动化的趋势中开始崛起。重点推荐：长城、长安、特锐德、伯特利、华域汽车、新泉股份、旭升股份、拓普集团、三花智控等。（1）自主品牌龙头在行业大转折之际率先复苏，销量与业绩出现明显改善，推荐重磅车型较多，成本控制较好的企业，首选长城汽车、长安汽车。（2）电动汽车进入快速增长期，保有量急剧扩容，车桩匹配失衡，充电资源紧缺倒逼政府部门加强对充电站建设的政策扶持，以往的掣肘因子逐步消失，行业进入快速发展期，重点推荐第三方充电龙头特锐德。(3)智能化是汽车行业的核心增量之一，预计未来三年 L2-L3

级别的渗透率将由目前的20%提升至70%以上，智能控制、智能感官、智能分析类的部件持续扩容，重点推荐国产智能制动龙头伯特利。

四、本周重点推荐个股：长城汽车：公司是国内自主SUV龙头企业，定位中低端市场，目前来看哈弗系列的销售形势有见底回升之势；压制公司基本面进一步好转的主要是高端品牌WEY系列拓展不及预期，此外新能源领域表现相对落后；中报盈利好于预期，叠加哈弗大狗、WEY坦克300的推出，公司另类风格车型放量预期强烈；公司股价短期涨幅较大，随着新车型的放量，估值空间将进一步提升。

五、风险提示：（1）价格竞争加剧；（2）销量不及预期。

通信、电子（王树宝、苏国印）

本周上证综指上涨1.06%，中小板指数上涨1.71%；申万通信指数微涨0.01%，申万电子指数上涨2.79%。

本周是进入12月的第一周，市场整体表现平稳，板块表现较为平淡，通信板块跑输大盘，印证了之前我们对板块将可能持续在地位徘徊的判断，电子板块在8英寸晶圆产能持续紧张，供不应求局面延续的推动下，本周表现优于大盘。

在本周，高通发布了最新的5nm旗舰处理器，并命名为骁龙888，骁龙888 AI算力达到了26 TOPS，问鼎移动芯片；GPU性能提升35%，ISP每秒可处理27亿像素，支持每秒120帧且每帧1200万像素视频拍摄。并且骁龙888集成了X60 5G基带，是高通首款采用集成基带设计的5nm SoC。随着高通这款旗舰级处理器的推出，全球高端移动处理器的竞争全面进入5nm时代。10月份，苹果iPhone 12系列手机搭载的A14，抢下了5nm芯片的全球首发；华为Mate40系列搭载的麒麟9000系列芯片，又成为当时工艺最先进、晶体管数最多、集成度最高和性能最全面的5G SoC；而就在前不久，三星又发布了全球第二款5nm制程、集成了5G基带的芯片Exynos1080。根据TrendForce的研究，在低于10nm节点的先进工艺上，目前台积电和三星的晶圆产能已将近满载。根据TrendForce最新调查研究，预计2020年全球晶圆代工收入将同比增长23.8%，为十年来最高。同时近日中国台湾力积电在召开的公开说明会上，董事长黄崇仁表示，目前产能已紧到不可思议，客户对产能的需求已达恐慌程度。

我们认为当前在芯片工艺不断往更高制程进发，下游需求旺盛的带动下，产能紧张，供不应求的局面或将持续到2021年，整个半导体产业链从设计到制造再到封测的各个环节都将维持在较高的景气周期，我们继续推荐兆易创新、中芯国际和长电科技。

风险提示：市场系统风险，5G建设低于预期，iphone 12销售低于预期，中美贸易前景多变对国内半导体产业链的不利影响。

行业及公司新闻动态：

1、据海外媒体报道，英国政府周一表示，英国电信公司不得在2021年9月之后安装新的华为5G设备，这是其从高速移动网络“清除”中国公司设备计划的一部分。此前，英国已经下令到2027年底将所有华为设备从其5G网络中删除，这与包括美国在内的情报盟友保持一致，后者称华为的设备构成安全风险。数字部长奥利弗·道登（Oliver Dowden）在一份声明中说：“我正在为从我们的5G网络中完全清除高风险供应商开辟一条明确的道路。这将通过前所未有的新力量来识别和禁止对我们国家安全构成威胁的电信设备。”政府还宣布了一项新战略，以使5G供应链多样化，包括最初的2.5亿英镑投资，与日本NEC合作进行试验以及建立新的研究设施。在今年年底之后，英国已经禁止购买新的华为5G设备。

2、昨晚京东方发布公告，宣布拟调整成都中电熊猫股权交易案，即由股权收购调整为向后者增资75.5亿元，增资完成后，京东方将获得对成都中电熊猫的实际控制权。9月23日，京东方正式宣布计划收购中电熊猫Gen 8.5的80.831%股权以及成都Gen 8.6+的51%股权，后京东方和成都显示股东经协商确定，对本次股权交易方案做出调整，京东方将通过非公开协议增资的形式，向成都显示增资75.5亿元人民币。成都显示目前运营效率有待提升，尚未实现盈利，其股东成都先进制造产业投资有限公司、成都空港兴城投资集团有限公司、成都空港兴城建设管理有限公司为实现国有资产保值增值，根据其战略规划，拟引进优质合作伙伴，进一步加强成都G8.6 TFT-LCD生产线运

营管理能力，提高投资收益水平；同时，考虑到成都显示未来补充流动资金、偿还长期贷款等资金需求，拟将此前的股权转让方案调整为引入战略合作方京东方向成都显示增资，补充成都显示现金流等，快速提高产线运营管理水平，提升整体竞争力。

计算机（黄翱）

一、行情研判：

本周申万计算机指数上涨 2.95%，板块成交额 1853 亿元，沪深 300 指数上涨 1.71%。自我们认为进入可配置区间以来，计算机行业累计共下跌约 2%。**本周成交金额依然很低，市场情绪仍处于低点区间。**

复盘全年，计算机行业自 7 月初大涨以后，持续下行，低于我们预期。我们认为主要影响因素是：

（1）计算机公司订单快速复苏，我们此前预计市场更关注订单，但实际更关注业绩。

（2）计算机行业受疫情影响利空大于预期，Q3 业绩复苏不明显。

（3）疫苗进展快，预示疫情有望结束，计算机尽管是顺周期板块，但受流动性和风险偏好影响大，疫情结束带来顺周期行情，但流动性收紧却利空计算机板。

考虑到 2021 年板块复苏确定性强，叠加新技术有望成为新动力，我们认为计算机行业已处于可配置阶段，应可录得绝对收益，即使 2021 年流动性收紧，亦可能有相对收益。

此外，复盘历年行情，计算机行业一般在 Q4 因基金调仓收益较差，在 Q1 因估值切换等春季躁动因素表现好。2021Q1 订单和业绩应低基数效应，同比大幅确定性高，春季躁动值得期待。

二、投资观点：

1、信创网安：行业信创进展加速

（1）龙芯飞腾出货量超百万颗

日前，以飞腾和龙芯为代表的国产 CPU 都在 2020 中国芯应用创新高峰论坛暨 IAIC 颁奖典礼上介绍了自己的产品线。

飞腾：三个系列产品，S 系列是高性能服务器 CPU，应用于计算和存储服务器、数据中心等，D 系列是高能效桌面 CPU，主要应用于桌面整机、已提价和便携机等，E 系列是高端嵌入式 CPU，用于嵌入式装备信息系统、工业控制等方面。其中，飞腾去年发布的桌面 CPU 飞腾 FT-2000/4 作为首款在 CPU 层面有效支持可信计算 3.0 标准的国产 CPU，主频最高可达 3.0GHz，市场表现良好，成为目前飞腾 CPU 产品中首个销售量突破百万个的产品。

龙芯：三个系列产品，大 CPU 为 64 位多核系列处理器，面向桌面和服务器，广泛应用于政企、金融、教育等通用化信息，中 CPU 为 64 和低功耗单核系列处理器，面向网络安全和工业控制，应用于电力控制和轨道交通，小 CPU 为 32 位低功耗、低成本处理器，主要面向低端嵌入式和专用领域。在安全类应用方面，高质量等级芯片销售量超过 10 万颗；民用信息化上，党政、教育、海外等出货量超过 100 万颗；在网络安全、能源、交通、光电等方面，基于龙芯的 IP 授权，出货量超过 1000 万颗。龙芯在研一代 CPU 对标国际主流产品，其中 3A5000 桌面 CPU 将采用 12nm 工艺制程，相比上一代 3A4000 性能提升 50%，性能高于国内 7nm ARM 处理器，3C5000 服务器 CPU 也将采用 12nm 工艺制程，最高频率可达 2.5GHz。

（2）飞腾 CPU 助力火电厂百万千瓦级 DCS 首次全国产化

根据飞腾官网披露，2020 年 11 月，基于飞腾 CPU 自主研发的、首套 100%全国产化百万千瓦级分散控制系统（DCS）华能“睿渥”，在华能玉环电厂成功投运。华能“睿渥”DCS 采用了飞腾 FT-2000+/64、FT-2000/4、FT-1500A/4，为系统的安全性、可靠性、自主性提供了全面保障。目前，飞腾已在华电章丘电厂、华电扬州电厂、华电芜湖电厂、华能福州电厂、华能玉环电厂等多个 30 万千瓦级、60 万千瓦级、100 万千瓦级机组成功投运，标志着基于飞腾 CPU 的相关技术成果已然进入大规模推广应用阶段，可逐步应用于我国新建电站以及在役电站工业控制系统的安全替代，进一步提高电力生产企业技术装备的国产化率。

我们认为，飞腾龙芯出货量超百万颗，且在火电、党政、教育等民用市场成功落地，大量出货，意味着国产化基础软硬件产品已完成可用的进步，行业信创持续落地。后续行业景气度向上趋势确定，持续回调已使前期过高的预期向下修正，建议结合市场情绪和风险偏好布局。

推荐：更考虑质地，估值权重低——金山办公、中国长城、中国软件、诚迈科技、东方通。

更考虑估值和预期差，质地亦可——中科曙光、纳思达。

此外，择机逢低布局神州数码、东华软件，但需跟踪美制裁华为事件的进展。

2、重点覆盖

计算机：浪潮信息、中科曙光、易华录、**中国长城**、东华软件、创业慧康、卫宁健康、金山办公、广联达、用友网络、**启明星辰**、绿盟科技、**深信服**、**德赛西威**、中科创达、千方科技、东方国信、恒生电子。

电子：海康威视、大华股份、**信维通信**、**领益智造**、环旭电子、鹏鼎控股、东山精密、**顺络电子**。

三、风险提示

贸易战和疫情全面爆发影响行业下游客户需求的风险；下游行业回暖不及预期的风险；科技创新可能带来短期业绩下降的风险；新业务拓展不达预期的风险；部分公司估值过高的风险。

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，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上