国都证券 GUODU SECURITIES

策略研究

国都投资研究周报 2020.11.30-12.4

本周策略：

近期“交易复苏”，中期逢低配置科技龙头与消费白马

一、市场脉动：进入“复苏交易”模式

1、全球：美国大选落地与疫苗进展超预期，全球市场进入“复苏交易”模式。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连续四周反弹。月内 MSCI 美国、欧盟、发达、新兴、中国 A 股指数各累计上涨 11.9%、20.2%、13.5%、11.5%、5.3%。行业板块月内表现来看，新冠疫苗进展及有效性超预期，进一步提振市场对于明年全球经济恢复预期，市场进入“复苏交易”模式，MSCI 能源、金融、工业、原材料等顺周期行业领涨 31.2-14.1%不等，而公用事业、日常消费品、医疗保健等防御性板块以 7.0-8.5%的涨幅居后。

其他大类资产价格表现来看，月内美元指数趋势走弱共贬值 2.4%至近六年低点 91.7 附近，人民币、英磅、欧元等兑美元汇率相应普遍升值 2-3%，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 6.57 附近;避险资产 COMEX 黄金期价反复波动、月内显著下跌 5.1%至近四个半月低点 1790 美元/盎司附近，月内 LME 工业金属普遍上涨 12%附近，其中 LME 铜期价创近七年半新高 7500 美元/吨上方附近，原油期价大幅上涨 28%附近。

2、A 股：指数分化，低估值顺周期蓝筹领涨，高估值成长股普遍弱势回调。近四周全球风险资产反弹阶段，A 股受流动性边际收敛、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。月内，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；低市盈率、上证红利、中证 100、低价股、上证 180、上证 50 指数各以 10.6%、10.4%、7.5%、7.5%、6.9%、6.7%涨幅居前，沪深 300、上证指数、深成指各涨 6.1%、5.7%、3.4%，而高价股、绩优股指数涨幅各仅 2.2%、1.9%，高市盈率指数、创业板指、中小板指、科创 50 各以-1.6%、-1.4%、-0.4%、+0.7%居后。

行业板块方面，有色、采掘、钢铁等中上游资源周期板块以 19.1-13.2%涨幅居前，银行、家电、非银金融、汽车、化工等顺周期板块以 10.2-8.6%涨幅紧随其后，而医药生物、传媒、计算机、商贸逆势下跌 6.7-1.2%不等。

二、近期市场展望：顺周期板块占优

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

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3408.31	0.91
沪深 300	4980.77	0.76
深证成指	13690.88	-1.17
中小板综	12466.59	-1.26
创业板指	2618.99	-1.80
恒生指数	26894.68	1.68
恒生中国企业指数	10790.30	2.25
恒生沪深港通 AH 股溢价	142.25	-0.11
标普 500	3638.35	2.27
纳斯达克指数	12205.85	2.96
MSCI 新兴市场	1230.72	1.77

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	45.52	7.18
纽约期金	1784.50	-4.55
伦敦期铜	7505.50	3.37
伦敦期铝	1997.50	0.43
波罗的海干散货	1230.00	7.14

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。

、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 25-30%，国内南华商品、工业指数仍下跌了 1%以上。

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：顺周期中的低估大金融板块为主。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。

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、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。**近日在金融街论坛上，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。

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-1.49%；农林牧渔（中信）涨跌幅+0.93%；沪深 300 涨跌幅+0.76%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格 **31.70 元/公斤，**周环比上涨 2.2 元/公斤。
2. **茅台一**批价：2800-2850 元，略有提升。

三、食品饮料：

1. **白酒：**

本周，茅五批价略有提升。

目前我们对白酒板块持续推荐。进入 12 月份白酒基本面有支撑：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；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：

如我们预期，近期缺乏上涨催化因素。主要是基本面角度看，业绩今年高基数，21 年业绩降速，同时今年涨幅居前估值相对仍在高位，预计仍需时间逐步消化估值，静待估值消化后，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

猪价近期止跌回升，尤其是本周反弹幅度较大，约 7.5%，绝对值到 31.7 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；

牧原本周反弹 5.77%，如我们所讲，公司股价回调充分，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、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 0.91%，沪深 300 上涨 0.76%。家电板块下跌 3.60%，跑输大盘指数，主要原因在于：家电上周涨幅较大，虽顺周期性明显，但短期需要休整。

二、行业动态与展望

（1）2020 年 10 月冰箱产销量数据

据行业在线统计，10 月份冰箱产量 788 万台，+24%（1-10 月 6818 万，+5%）；销量 767 万台，+20%（1-10 月 6803 万，+5%）；内销 395 万台，+7%（1-10 月 3431 万，-4%）；外销 373 万台，+37%（1-10 月 3372 万，+16%）。分公司，海尔内销 123 万台，+11%（1-10 月 1142 万，+1%），外销 11 万台，+98%（1-10 月 82 万，+5%）；美的内销 64 万台，+10%（1-10 月 543 万，+11%），外销 71 万台，+58%（1-10 月 590 万，+26%）。

（2）2020 年 10 月洗衣机产销量数据

据行业在线统计，10 月份洗衣机产量 694 万台，+17%（1-10 月 5017 万，-7%）；销量 680 万台，+13%（1-10 月 5031 万，-7%）；内销 458 万台，+9%（1-10 月 3406 万，-7%）；外销 221 万台，+23%（1-10 月 1626 万，-8%）。分公司，美的系内销 144 万台，+3%（1-10 月 1017 万，-10%），外销 51 万台，+34%（1-10 月 375 万，+10%）；海尔内销 148 万台，+10%（1-10 月 1246 万，-3%），外销 20 万台，+52%（1-10 月 153 万，-13%）；惠而浦系内销 28 万台，+4%（1-10 月 198 万，-6%），外销 7 万台，-18%（1-10 月 66 万，+7%）。

（3）惠而浦在中国投资建设洗碗机新产线，产能达 50 万套

近年来，中国洗碗机市场规模增长迅速。惠而浦中国押注洗碗机品类，在合肥投产了年产 50 万台 Aurora 欧诺娜系列洗碗机工厂。近日该工厂正式投产。公司将以该生产线投产作为新起点，持续加码中国市场，进一步将合肥打造为惠而浦全球供应链的关键组成部分。

展望：破壁机在中国市场继续增长。据 AVC 数据，2020 年 1-8 月，破壁机整体市场规模为 61.8 亿元，同比下降 10.5%。但线上市场规模为 28.7 亿元，同比增长 69.9%；线下市场规模受疫情影响，为 33.1 亿元，同比下降 36.6%。从竞争格局看，九阳、苏泊尔、美的三强稳固。三家企业具备强有力的渠道控制力，线下渠道份额高达 97%。目前，在线上市场，九阳破壁机具有绝对的优势，份额同比大幅提升；苏泊尔通过价格竞争，超越美的取得市场第二的位置；美的份额受到其他品牌挤压，同比下滑；不过三家企业线上渠道份额达到 70.8%。看破壁机这个品类，虽然在竞争条件下，价格虽有所下滑，但作为收入提高后家庭必备产品，渗透率仍有较大的提升空间。因此，作为厨房小家电的大品类，且仍能增长，是小家电企业的必争产品。因此，在破壁机领域具有优势的九阳、苏泊尔在这个领域仍能够保持良好增长。

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）板块下跌 2.92%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 25 位，同期沪深 300 指数上涨 0.76%，中小板指数下跌 1.17%，创业板指数下跌 1.80%。细分子板块来看，仅医药商业涨幅 0.5%，其他细分板块均下跌。化学制药本周跌幅 3.15%，中药跌幅 1.9%，医疗器械跌幅 3.57%，生物制品跌幅 2.83%，医疗服务跌幅 3.89%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是康泰医学（+26.12%）、东亚药业（+20.99%）、龙津药业（+14.65%）、通化东马(+14.01%)和成都先导(+10.56%)；而跌幅最大的前五家公司分别是南微医学(-17.07%)、爱博医疗(-17.04%)、贝达药业（-16.69%）、键凯科技（-15.05%）和凯利泰（-14.56%）。

二、本周主要观点

估值持续回落，关注医保目录谈判结果。近期医药生物板块受冠脉支架集采降价幅度超预期、第二批高值耗材集采清单流出、海外新冠疫苗临床数据积极导致市场偏好调整，以及临近年底基金调仓等因素共同影响，表现不佳。从估值水平来看，目前医药生物（申万）PE（TTM）为 41.1X，当前分位置（近十年）为 71.23%，均较 8 月初高点显著回调，相较 A 股整体的估值溢价率也已调整到 2019 年 11 月水平，医药板块估值水平已逐渐趋于合理区间，医药板块的调整也有望渐近尾声。展望 12 月，将迎来另一只政策靴子-医保目录谈判落地，预计结果有望于 12 月中上旬发布。我们认为，随着 12 月医保目录谈判落地，短期政策对医药板块的扰动因素消除，考虑板块估值水平已趋于合理，从中长期的角度来看，医药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。

理性看待高值耗材集采政策推进。近日部分媒体转载国家医保局医药价格和招标采购指导中心《关于开展高值医用耗材第二批集中采购数据快速采集与价格监测的通知》。根据该通知，第二批医用耗材清单主要包括人工髋关节、人工膝关节、除颤器、封堵器、骨科材料、吻合器，同时对第一批血管介入类、非血管介入类、起搏器类、眼科类产品进行增补。通知中提到的第二批集中采购医用耗材品种符合我们之前的预期。在医保控费和冠脉支架集采取得良好成果背景下，我们认为，技术成熟、临床用量大且医生经验丰富，生产家数较多的高值耗材开展集采是大势所趋，预计后续批次的集采推进也将逐渐常态化。短期来看，虽然纳入集采的产品价格会面临冲击，但进口替代及渗透率提升仍有望带来以价换量。但同时也需要注意，不同于药品集采有一致性评价作为前提，高值耗材没有相关标准，不同厂家产品之间差异较大，非标化程度高。根据国家医保局医药价格和招标采购司司长钟东波的表述，对高值耗材集采将按照“一品一策”，针对性精心设计采购方案。所以我们认为未来相关高值耗材集采政策可能较已实施的冠脉支架集采政策或有不同,依据影响产品临床疗效的核心功能进行竞价分组或是较好选择(降价幅度相对温和)。长期来看，高值耗材集采推进或为创新医疗器械带来机会，类似于药品集采，相关创新器械企业预计将投入更多的资源，大力推广创新产品线。具有持续创新能力，产品线丰富，才能淡化单一产品集采带来的业绩压力，而相关创新器械的研发管线价值也将逐渐被市场认知。

三、行业动态跟踪

山东省首批药品集采结果出炉，最高降幅 98.6%。11 月 25 日，山东省药品集中带量采购正是开标，参与山东集采的企业有 368 家，涉及产品 1075 个（品规）。山东是目前全国个省份单词组织带量采购药品品种最多、涉及金额最大的省份。山东集中带量采购报价结果显示，投标产品平均降价幅度达 60%以上，最高降幅达 98.58%。

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：复星医药、智飞生物、康泰生物、沃森生物、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）板块本周下跌 71.39 点，周跌幅 1.62%。板块本周上涨前五名分别是供销大集（13.276%）、*ST 赫美（8.77%）、远大控股（8.41%）、汉商集团（7.48%）、莱绅通灵（5.27%）。

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

11 月 26 日商务部副部长王炳南在消费升级行动计划推进现场会上表示，当前，城乡不平衡仍是消费发展中最大的

不平衡。要进一步扩大电商进农村覆盖面，完善县乡村三级物流配送体系，加强到村物流站点建设。

他还提到，要拓宽农产品进城渠道，围绕农村特色产业，打造县域电商产业集聚区；优化工业品下乡网络，引导大型商贸流通企业以乡镇为重点下沉供应链，支持建设立足乡村的生活消费服务中心。

在推进城市消费提质升级方面，王炳南表示，要抓紧推进国际消费中心城市培育工作，高质量推进步行街改造提升，优化便民消费载体，加快便利店品牌化、连锁化发展，促进社区生活服务集聚式发展，打造“15 分钟便民生活服务圈”。

11 月 18 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议指出，要以扩大县域乡镇消费为抓手带动农村消费，加强县域乡镇商贸设施和到村物流站点建设，打击假冒伪劣，优化农村消费环境。

三、投资关注

1、家家悦(603708)：拟以自有资金 3.75 亿收购内蒙古维乐惠超市有限公司 70%股权。标的公司主要连锁品牌为“维多利超市”，主要连锁业态为大卖场主要经营地区为内蒙古呼和浩特/包头/乌兰察布，对应门店数量为 22 家/1 家/2 家，总计 25 家门店，另有储备门店 8 家，合同租赁面积约 26 万平方米，同样位于以上三地，算数平均单店面积达到约 7900 平方米。我们认为，公司现有店型结构丰富，并不缺乏与之相似的店型管理经验，再者，33 家框架内门店分布区域集中，距离张家口物流基地相对较劲，家家悦的入主，将在供应链协同升级与门店经营上全面赋能标的公司，同时“维多利”品牌在当地口碑较好，拥有不错的客流基础。

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）

本周房地产板块上涨 0.85%，沪深 300 上涨 0.76%，上综上涨 0.91%。板块跑输大盘指数。

本周央行发布 2020 年第三季度中国货币政策执行报告。报告提出，牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度。

我们认为伴随着宏观经济的良好复苏，顺周期板块的估值正逐步得到修复，其中房地产板块作为业绩确定性较强、且年内涨幅最低的板块之一，当前估值低估较严重，而四季度房地产板块有望进入估值修复区间。同时，市场当前已逐步认识到新融资政策出台后带来的板块普遍杀估值是非理性行为，虽然未来行业内估值将逐步分化，但我们继续看好财务健康、盈利能力较强优质房企。

进入 Q4，根据以往经验约 70%的货值会集中在 Q3Q4 推售。而今年受疫情影响上半年开工进度滞后，下半年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

上周申万化工指数下跌0.25%，上证指数上涨0.91%，行业指数跑输大盘指数。其中涨幅居前的板块是氟化工及制冷剂、炭黑、民爆用品；跌幅较大的板块磷化工及磷酸盐、涂料油漆油墨制造、维纶。

二、行业观点：

本周MDI价格继续回落，12月挂牌价环比保持不变：11月27日纯MDI价格26000元/吨（环比11月20日-2250元/吨），聚合MDI报价18870元/吨（环比11月20日-1520元/吨）。11月24日公司公告，宁波工厂MDI二期装置例行停产检修。宁波工厂MDI二期装置（80万吨/年）将于2020年12月15日开始停产检修，预计检修25天左右。11月27日公司公告2020年12月份中国地区MDI价格。自2020年12月份开始，万华化学集团股份有限公司中国地区聚合MDI分销市场挂牌价25000元/吨（同11月份相比没有变动），直销市场挂牌价25000元/吨（同11月份相比没有变动）；纯MDI挂牌价28000元/吨（同11月份相比没有变动）。

涤纶长丝库存下降，价格小涨：涤纶长丝11月27日库存16.74天，环比-0.99天，11月27日，涤纶长丝价格为5300元/吨，环比+41.67元/吨；PTA 11月27日库存405.7吨，环比+7.1万吨，11月20日PTA价格为3315元/吨，环比+55元/吨。2020年9月国内聚酯切片进口总量为26845吨，同比下跌了42.49%，环比下跌了6.26%；出口总量为27353吨，同比下跌了40.62%，环比上涨了2.05%。本周国际原油持续上调，PTA与乙二醇市场重心震荡上扬，切片厂家调价幅度不大，短期看利润空间较上周明显下滑,长期看，价格有望上涨。

有机硅继续上涨：本周国内有机硅市场报价再次迈向3万时代，DMC市场合约订单报盘33000元/吨，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0.91%，收于3408点，创业板指同比下跌1.80%，沪深300同比上涨0.76%，机械设备同比下跌0.28%，跑输沪深300指数1.04pct。

细分板块和个股方面，工程机械、油服、航空装备表现抢眼，三一重工、中联重科周涨幅分别为7.57%、5.88%；航发动力、中航沈飞周涨幅分别为7.30%、6.24%；通用设备板块回调幅度较大，拓斯达、锐科激光跌幅分别达8%以上。

二、机械行业动态及投资观点

1、国防装备：历史性提出建军百年奋斗目标，武器装备现代化加快

10月底五中全会通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，对加快国防和军队现代化做了战略部署。近期军委副主席许其亮在人民日报撰文：加快国防和军队现代化。我们重点关注以下三点：

1）强国必须强军，军强才能国安。这是由近代中国落后挨打的惨痛历史教训得来的，中华民族伟大复兴必然会面对各种重大挑战、重大风险、重大阻力、重大矛盾。军事实力必须同中华民族伟大复兴的战略需求相适应。

2）历史性提出建军百年奋斗目标。习主席着眼国家安全和发展全局需要，在作出2035年、本世纪中叶国防和军队现代化战略筹划和安排基础上，历史性提出建军百年奋斗目标，根本指向是提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力。我们认为在2027年建军百年奋斗目标指引下，至少在十四五期间，军工板块将呈现较强的业绩增长。

3）加快武器装备现代化。武器装备是国防和军队现代化的重要标志。要加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展，牵引带动武器装备建设实现体系跃升。

我们认为未来五年军工板块将迎来发展黄金期，目前板块估值处于合理区间。看好DD及航空产业链，重点推荐上游标的中航高科、光威复材、振华科技；中游标的中航光电、航天电器、景嘉微；以及整机厂中航沈飞、中直股份等。

2、工程机械：10月挖机销售同比增加约为61%，预计11月挖机增长继续在60%以上

1）10月挖机销售同比增加60.5%。2020年10月纳入统计的25家挖掘机制造企业共销售各类挖掘机27331台，同比增长60.5%；其中国内23892台，同比增长60.7%；出口3439台，同比增长59.4%。2020年1-10月，共销售挖掘机263839台，同比增长34.5%；其中国内236712台，同比增长35.5%；出口27127台，同比增长25.9%

2）根据CME观测，2020年11月挖掘机（含出口）销量32000台左右，同比增速65%左右。分市场来看：国内市场预估销量28500台，增速66%左右；出口市场预估销量3500台，增速62%左右。

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】与润阳集团在HJT领域战略合作，公司已具备异质结设备整线交付能力

1）与润阳集团在PERC+以及HJT领域战略合作。2020年11月20日，润阳集团与捷佳伟创在江苏盐城签署30GW单晶PERC+和5GW HJT异质结项目战略合作框架协议。捷佳伟创提供此项目核心电池设备及自动化设备。双方通过在技术、工艺、设备开发、售后服务等各方面的合作，使PERC+产线平均效率高于24%、HJT产线平均效率达到25%。

2）公司已具备HJT电池设备整线交付能力。在高效HJT环节，公司已具备包括RPD系列和先进PECVD在内电池设备整线交付能力。尤其是公司自主研发的RPD系列设备能够在常规HJT的基础上为高效HJT带来保守0.6%以上的效率增益，在不高于常规HJT运营成本的前提下，成为高效及超高效HJT大规模产业化的技术制高点和降本关键。目前，捷佳伟创已建立起转换效率23%-24%-25%的梯队化产品，可为市场客户提供个性化的设备解决方案。

3）作为光伏设备龙头公司，我们认为公司将率先受益于HJT产业化，目前HJT处于产业化初期，景气将持续向上，预计2022年HJT有望爆发性增长。当前时点，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 0.91%，申万有色指数上涨 0.73%。价格方面，小金属钴锂价格微涨，长江钴价格上涨 0.38%至 26.60 万元/吨，电池级碳酸锂价格上涨 0.2%至 4.4 万元/吨；贵金属方面，COMEX 黄金下跌 4.36%、COMEX 白银下跌 6.52%；基本金属方面，LME 铜上涨 3.13%、LME 铝上涨 0.23%。

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 4.4 万元/吨，优质锂盐供应紧张，碳酸锂价格明显上涨。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

本周贵金属延续下跌趋势，COMEX 黄金下跌 4.36%。多个疫苗临床进展良好，全球复苏预期走强，避险情绪明显缓和。美国大选虽已尘埃落定，然短期内大选争议或拖延财政刺激政策进度，金价短期内维持震荡。贵金属中期逻辑不变，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，欧美 PMI 好于预期、RCEP 签署、多家疫苗临床进展良好等继续提振全球经济复苏预期，价格普涨，本周 LME 铜上涨 3.13%至 7506 美元/吨创七年新高、LME 铝上涨 0.23%，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。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）、博威合金（高强高导材料）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）。

三、重点个股

赣锋锂业、华友钴业、宝钛股份、紫金矿业、火炬电子、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）璞泰来拟投入 5 亿设立 3 家公司，完善隔膜和设备业务布局

璞泰来拟投资 5 亿元设立四川卓勤,投资 0.2 亿元设立四川极盾,以满足下游客户对公司涂覆隔膜业务的产品需求；此外，公司拟投资 0.2 亿元设立东莞嘉拓，加快公司锂电设备在华南市场的推广与服务；

（3）三一重工发布员工员工持股计划，绑定核心员工

近日，三一重工发布员工持股计划，要点如下：1）参加对象：董监高、中层管理人员、关键岗位人员、核心业务技术人员共计不超过 2264 人；2）设立规模：不超过 1.41 亿元；3）股票来源：公司回购的股份，合计不超过 830.64 万股；4）购买价格：16.94 元/股（回购均价为 12.70 元/股）；5）标的股票在 2020~2024 年 5 年期间每年归属至持有人名下 20%；6）锁定期为 12 个月。本次员工持股计划授予对象中，71.52%为公司中层管理人员、关键岗位人员以及核心业务技术人员，员工持股计划存续期为 5 年，且不对持有人设置业绩考核目标，有望实现对更广大中层员工利益的长期绑定，激发长期发展活力。

展望：近日，工程机械领域消息层出不穷。最值得关注的是三一中国在宝马展工程机械的直播销售。宝马展期间三一 2 小时直播成交额 235 亿元，挖机订单 1.8 万台，金额高达 117 亿元，支撑了业绩增长。据近期宝马展期间调研，行业人士认为工程机械行业高景气至少持续至 2020H1，其中搅拌车受环保标准升级影响，销量弹性最大；泵车未来两年迎来更新高峰，预计 2021 年增长可持续；汽车起重机充分受益风电抢装，产品供不应求；挖掘机销量仍能增长。三一重工作为行业龙头，产品、技术、销售服务等均有优势，其技术和国外企业差距变小，其份额有望提升至 30%以上。因此，公司仍看好行业和自身的发展。在市值超过 2500 亿之时进行股权激励。

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、重点公司

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-1.01%，HS300指数+0.76%。长安汽车、长城汽车等涨幅居前；潍柴动力、广汽集团、福耀玻璃等表现较差。

二、行业动态及趋势展望：

【销量持续向好，淡化调整坚定持有】据乘联会报道，11月第1-3周国内汽车日均销售分别为3.51、4.99、5.25万辆，同比分别+20%、+15%、+7%；环比10月同期分别+42%、-13%、-1%；前三周累计日均销售4.53万辆，同比+13.3%，环比10月同期+2%。月初的零售开局较强，持续三周较强高增长。第二周的零售走势没有出现大的问题，环比10月的零售偏低是正常的，主要是因为10月的国庆集中收订单，随后第二周开始集中交车，形成第二周的环比表现稍差的特征。年底一般都是自主品牌冲量的阶段，12月销售预期向好。

目前市场表现验证我们6月份“淡季不淡、后续更好”的判断，行业盈利将进一步提升，板块性机会较大，长城、长安等龙头个股的投资机会更加明显。华域汽车等部分零部件股近期出现明显回调，建议增加配置。

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 0.91%，中小板指数上涨 0.76%；申万通信指数下跌 1.43 %，申万电子指数下跌 0.9%。

本周板块继续表现疲弱，通信和电子都大幅跑输了市场，其中通信板块下跌 1.43%，消费电子龙头立讯和歌尔在本周也持续回调。

即将进入 12 月，我们认为市场已经来到 2020 年的最后一个交易月，从过往经验来看，科技板块一般表现较为平淡，当前无论是通信的 5G 还是电子中的半导体和消费电子，都在 12 月难以看到有明显的利好催化，结合当前市场热点和关注度不在科技板块，所以对 12 月份板块表现我们持中性看法。

通信板块我们依然看好光模块和数据中心两个细分板块的业绩确定性和成长性，首先从三季报报来看，光模块是通信行业为数不多的表现较好的细分板块，中际旭创、新易盛的三季报都保持了较高的增速，光模块作为数通+传输双驱动的细分板块，受益于数据中心资本开支的增加，以及 5G 建设带来的前传以及中后穿需求增长，两个利好都是中长期的提升因素，所以我们对光模块将保持较长景气周期持有信心，也坚定看好光模块传统龙头中际旭创，虽然公司股价近期持续回调，但是我们认为主要受市场情绪影响，并且回调之后公司的估值落到较为合理的水平，我们给予推荐评级。

同时我们继续看好数据中心的业绩潜力和成长性，我们认为在云计算及算力资源的背景下，未来数据中心将获得更重要的战略意义，我们从长期角度坚定的看好数据中心未来广阔的成长空间。从具体模式上看，数据港、奥飞数据这种和阿里腾讯这种深度绑定的代建代运营模式，有望获得更快的成长速度和更大的成长空间，从三季报的情况来看，数据港保持了较高的增速，数据港的三季度单季度利润增速超过 100%，公司未来业绩增长潜力较大，我们继续予以推荐评级。

半导体方面，业绩来看兆易创新继续保持了高增长，三季度单季度利润无论同比和环比均保持了 50%以上的增速，NorFlash 下游景气高企需求旺盛，并且我们认为半导体板块回调时间较长，随着美国大选落地，中美贸易摩擦前景确定，不确定因素消除，板块有望出现反弹走势，我们继续推荐兆易创新。

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。

行业及公司新闻动态：

1、在 2020 世界 5G 大会上，中国铁塔董事长佟吉禄表示，中国铁塔累计承建 5G 基站项目超过 70 万个，97%都是利用已有站址资源改造实现的。在广东，得益于省委省政府对 5G 建设的高度重视，以及统筹规划、政策引领、资源开放，中国铁塔会同电信企业累计建成 5G 基站 11 万座，5G 网络覆盖广度和深度领先全国。

2、11 月 26 日晚，小米集团旗下性价比品牌 Redmi 在北京发布了 Note 9 系列新机，包括 Note 9 Pro、Note 9 和 Note 9 4G 三款产品。其中 Redmi Note 9 Pro 搭载了 1 亿像素镜头，首发高通骁龙 750G 液冷游戏芯，同时配备 120Hz 变速高刷新率屏幕，起售价为 1599 元。这也让市场上 1 亿像素手机从 4000 元以上下降到不足 2000 元。除了进一步提升产品性价比，小米集团副总裁、Redmi 品牌总经理卢伟冰在发布会上表示，为了加强服务，未来一年小米之家要开到每个县城，加快县级市场下沉，让每个米粉身边都有一个小米之家。目前小米之家在县级市场的覆盖不到 30%，下沉计划或将成为新的销量增长催化剂。

计算机（黄翔）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌 3.27%，板块成交额 1789 亿元，沪深 300 指数上涨 0.76%。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 5%。**本周成交金额依然很低，市场情绪已进入低点。**

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

（1）计算机行业受疫情影响利空大于预期，行业 Q3 业绩复苏不明显。

（2）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，展望 2021 年可能有相对收益。**

二、投资观点：

1、5G 应用：国内第一款激光雷达过车规，华为布局智能网联汽车影响探析

（1）国内首个激光雷达通过车规认证，L3 自动驾驶落地再进一步

日前，深圳市镭神智能系统有限公司（下称镭神智能）的 CH32 线混合固态激光雷达正式通过车规级认证，成为国内首个、全球第二个获得正式认证报告的车规级激光雷达，也是是全球首款实现量产的 32 线混合固态激光雷达。镭神智能的 MEMS 激光雷达中多项核心器件均是自主研发，包括车规级 MEMS 振镜、1550nm 光纤激光器、激光雷达集成电路芯片，激光雷达单价不及市价的十分之一。此外，镭神智能还针对 L4 级别无人驾驶推出了 128 线 CH128CH 系列车规级混合固态激光雷达产品，水平视场角 150°，探测范围 300 米。

车规级、低成本的激光雷达是 L3/L4 自动驾驶的重要条件，目前除特斯拉之外的绝大部分自动驾驶参与者均采取多传感器冗余的方案。我们预计从 2021 年开始，受益于传感器、芯片、算法的不断成熟，在造车新势力的带动下，越来越多的整车厂均有较强动力搭载自动驾驶硬件，后续再通过 OTA 升级实现自动驾驶功能。汽车产销量回暖+智能网联渗透率提升，供应链景气度将持续上行。

（2）华为布局智能网联汽车，预计以发力底层软硬件平台为主

近日，华为重组消费者 BG IRB 为智能终端与智能汽车部件 IRB，将智能汽车部件业务的投资决策及组合管理由 ICT IRB 调整到智能终端与智能汽车部件 IRB。任命余承东为智能终端与智能汽车部件 IRB 主任。任正非表示，华为不造整车，而是聚焦 ICT 技术，帮助车企“造好”车，造“好车”，成为智能网联汽车的增量部件提供商。此前，华为轮值董事长徐直军明确表示“（AI）未来最能颠覆的一个产业就是汽车产业，中国自动驾驶电动汽车将成为 16 万亿产值市场”。

华为智能网联汽车业务具体包括：

智能车云：以“平台+生态”的形式，为车企提供自动驾驶、V2X、车联和电池管理四个方面的云服务；智能网联：主要提供大带宽、低时延、高可靠的车内、车外网络连接方案，包括 5G+C-V2X 模组、T-Box、车载网关等；

智能座舱：通过“麒麟模组+鸿蒙 OS+HiCar”赋能数字座舱，构建人车生活全场景出行体验；

智能驾驶：借助 MDC 智能驾驶计算平台、工具链和融合传感等，助力自动驾驶从 L2+向 L5 平滑演进，使智能驾驶加速进入快车道；

智能电动：目前的核心是构建高效、快充、安全、智能的电动系统，华为在车载充电、电池管理、电机控制系统等方面均已进行了相关的技术储备。

我们认为，华为进入智能网联汽车行业，一方面验证了我们的判断—智能网联汽车空间巨大，落地不断加速，另一方面也为行业格局带来一定的变化。

但我们预计对中科创达、德赛西威的影响较小，整体可控：

1）华为最主要的竞争对手是高通、英伟达、谷歌等全球巨头，同时整车厂对全栈式的强 TIER1 存一定边缘化和空心化的担忧，华为或在封闭化上不会太过激进。

2）具体可参考海康威视（安防市占率第一，华为布局安防数年进展并不顺利）和浪潮信息（服务器市占率第一，且相对华为的市场份额优势不断扩大），国内较稀缺在细分领域目前相比华为占据优势的公司，存在的特点分别是人力密集且低人力成本（海康威视）、低 ROE（浪潮信息）。

我们认为因整车厂倾向于定制化解决方案，德赛西威和中科创达同样具有这样的特点：

德赛西威：ROE7%（19 年处于景气底部）。总员工 4506 人，技术 1868 人，生产 1905 人，人均创利 6.5 万元，人均薪酬 15.6 万元。

中科创达：ROE14%。总员工 4909 人，技术 4432 人，人均创利 4.8 万元，人均薪酬 19.5 万元。

我们认为，华为人均薪酬或达 60 万以上，大规模切入德赛西威和中科创达所属的细分领域不具备性价比，预计将以第三方合作为主。

华为的入局确实对行业原供应商带来无法证伪的竞争压力，但除非观察到华为通过技术改造了整个研发生产销售流程，且客户认可度高，短期内对华为的竞争压力无需太过担忧。如华为在安防行业面对海量分散的应用场景，试图尝试用软件定义的摄像机来替代实施团队，但目前进展并不顺利。

继续推荐：德赛西威、中科创达、千方科技、道通科技、锐明技术、四维图新。

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**、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