民生证券研究院

研究周观点

民生研究周观点

研究周观点 2020 年 11 月 30 日

- **民生宏观策略周观点**

1.2020 年三季度宏观杠杆率比无疫情情形累计提高 17.1 个百分点。宏观杠杆率比无疫情情形累计提高 17.1 个百分点。在未发生疫情的情况下，假定 2020 年名义 GDP 和债务保持平稳增长，到 2020 年三季度宏观杠杆率为 254.7%；疫情发生后，截至 2020 年三季度，宏观杠杆率为 271.9%，累计比无疫情情形提高了 17.1 个百分点。

2.GDP 端是宏观杠杆率大幅上升主要原因。对前三季度宏观杠杆率上升因子进行分解，可以发现，今年一季度，宏观杠杆率较无疫情情形提高 9.4 个百分点，GDP 端和债务端贡献分别为 6.7 个和 2.6 个百分点；今年二季度，宏观杠杆率较无疫情情形提高 14.7 个百分点，GDP 端和债务端贡献分别为 8.9 个和 5.6 个百分点；今年三季度，宏观杠杆率较无疫情情形提高 17.1 个百分点，GDP 端和债务端贡献分别为 9.6 个和 7.2 个百分点。

3.在 GDP 加速复苏下，宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程。从定义上看，宏观杠杆率等于债务余额与现价 GDP 的比值，分子和分母的变动都会引起宏观杠杆率的相应变动。考虑到未来债务余额增速将稳中有降、GDP 增速将继续提高直到 2021 年一季度达到高点，这意味着 2020 年四季度和 2021 年一季度宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程（图 11）。这对货币政策的含义是，尽管货币政策可能会出现一次性收紧，但 2021 年没有持续收紧的必要。

我们策略团队认为：顺周期板块行情进一步演绎需要等待更多的催化，继续逢低布局医药、消费电子、计算机

顺周期板块估值切换所带来的补涨已经接近完成，盈利回升的预期基本打满，需要等待基本面进一步的催化，前期回调较多的科技、医药可能迎来修复机会。顺周期板块在盈利预期打满，而整体拔估值较困难的背景下，行情能否继续演绎就主要取决于基本面修复能否超预期。随着新冠疫苗的利好已经被充分计价，基本面最近的催化就主要看明年初美国财政刺激的最新进展以及宏观指标的验证。在接下来十二月这一相对的空窗期内，叠加机构资金博弈四季度排名逐渐结束，顺周期板块持续上涨的阻力可能较大，相反前期不论是在空间还是时间上回调较充分的科技、医药板块里逻辑依然顺畅的个股，在本月可能会在利空充分消化或者新增订单的催化下迎来修复的机会。

市场处于区间上沿，叠加财报空窗期，谨防几个外部事件不及预期可能带来的波动。市场临近区间上沿，甚至以上证 50 和沪深 300 为代表已经创了新高，回调的风险是存在的，但系统性杀估值的阶段应该还没有到来，十月份良好的工业企业利润数据和最新货币政策表态进一步夯实了市场区间下沿的有效性。概率较小但较重大的风险可能是：1、疫苗发放进展出现利空，2、十二月中旬美联储议息会议和后续美国财政刺激双双不及预期，相关事件我们将持续关注。

配置上，顺周期板块以持股为主，逢低继续布局消费电子、医药、计算机。顺周期板块景气度仍将继续提升，因此行情会反复演绎，但现阶段建议以持股为主，弹性较高但持续性不好的个股也可以做一定的获利了结，逢低继续布局前期在时间和空间上回调较充分的消费电子、医药、计算机。

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

本周重点研究报告

● 风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

2020 年 11 月组合精选重点财务数据

名称	行业	现价	EPS			PE			周涨跌幅
		2020-11-27	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
燕京啤酒	食品饮料	8.35	0.08	0.10	0.14	104.38	83.50	59.64	-2.91%
美的集团	家电	87.80	3.47	3.65	4.20	25.30	24.05	20.90	-4.14%
芒果超媒	传媒	64.00	0.66	0.99	1.19	96.97	64.65	53.78	-10.06%
宏达电子	国防军工	47.50	0.73	1.12	1.58	65.07	42.41	30.06	7.18%
卫星石化	石化	26.60	1.20	1.27	2.13	22.17	20.94	12.49	2.19%
通威股份	电新	31.27	0.68	1.12	1.29	45.99	27.92	24.24	-2.49%
海螺水泥	建材	55.50	6.34	6.53	7.12	8.75	8.50	7.79	-1.25%
万华化学	基础化工	83.88	3.23	2.64	3.90	25.97	31.77	21.51	-7.42%
中国中免	餐饮旅游	193.20	2.37	2.74	4.80	81.52	70.51	40.25	4.43%
领益智造	电子	13.16	0.27	0.36	0.47	48.74	36.56	28.00	3.62%

资料来源：WIND，民生证券研究院（周涨跌幅区间为 11 月 23 日-11 月 27 日）。

一、行业周观点汇总

1、军工行业观点：行业景气度提升，持续看好军工投资价值 20201130

建议关注

①受益于主战装备进入批量生产阶段的核心主机厂：中航沈飞、中直股份、航发动力；②保持稳定增长的军工上游电子元器件厂商：航天电器、鸿远电子、宏达电子、中航光电、火炬电子； ③国防信息化核心标的：睿创微纳、七一二；④业绩实现快速增长的材料领域厂商：中航高科、光威复材。

2、有色行业观点：持续推荐铜铝锂，关注稀土涨价

基本金属：本周基本金属全线上涨，铜、铝、锌、铅、镍和锡分别上涨 5.73%、1.74%、0.14%、2.28%、4.99%、0.98%。铜：SMM 数据显示社会库存（含保税区）58.87 万吨，现货货源紧俏；11 月线缆企业开工率 96.83%环比增加 2.15pct，同比增加 3.99pct，废铜订单火爆，原料整体紧张，铜价短期维持强势。铝：电解铝库存降至 59.6 万吨，下游消费整体稳定，铝价短期震荡，氧化铝价格持续低迷，吨铝利润维持在 2000 元/吨以上。推荐紫金矿业、神火股份，关注江西铜业；加工股推荐明泰铝业、云海金属。

贵金属：本周贵金属多数下跌。COMEX 黄金下跌 4.69%，伦敦现货黄金下跌 5.14%，SHFE 黄金下跌 2.71%。COMEX 白银下跌 6.85%，伦敦银下跌 4.26%，SHFE 白银下跌 2.19%。伦敦钯上涨 1.16%，伦敦铂上涨 0.21%。全球复苏预期走强，短期通胀预期抬头幅度或低于名义利率上行速度，黄金短期震荡。但依然看好 2021H1 通胀上行带来的金价上行，重视下跌带来的配置机会。美元长期弱势（美国经济相对优势减弱、美元超发）+利率长期维持低位+通胀预期上行逻辑不变；全球印钞模式开启，维持贵金属长期上行判断。推荐紫金矿业、山东黄金、恒邦股份、银泰黄金、盛达资源。

小金属：电钴微涨，钴盐微跌，锂上涨，稀土继续上涨。钴：国内年末三元电池需求强劲，钴盐价格上涨向下游传导，成本支撑明显，继续看好 3C+动力需求恢复，无钴电池进展不及预期，钴价中枢逐步上移；持续推荐盛屯矿业、华友钴业。锂：行业底部确认，现货紧张，碳酸锂持续反弹；持续看好赣锋锂业、雅化集团，关注盛新锂能。看好航空航天进入景气周期，推荐高端钛材放量盈利能力提升的宝钛股份。镨钕镝铽继续上涨，新能源需求旺盛，现货紧缺，价格有望继续走强，关注北方稀土。

3、传媒行业观点：关注顺周期复苏和细分板块绩优龙头

投资建议

游戏板块：游戏目前估值处于相对低位+景气度改善+供给侧改革龙头集中度提升+字节入局游戏重塑产业链价值分配+5G 云游戏催化+政策推动，当前位置配置性价比依然很高，看好游戏板块后续表现，再次重申买入机会。推荐标的：电魂网络、掌趣科技、宝通科技、完美世界、三七互娱、吉比特等。

电商板块：疫情期间直播电商和短视频营销的高速增长为整个产业链带来行业红利，从目前电商及内容平台龙头纷纷加紧直播带货布局，我们认为直播电商和短视频营销将是未来三~五年的大趋势，目前仍处行业发展早期，看好板块长期前景。建议关注平台类公司如值得买（拓展直播/短视频业务布局的内容导购平台）、天下秀（背靠微博，KOL 营销代理龙头）和芒果超媒（拟引入战略投资者，并定增 45 亿用于内容库建设）。

电影板块：对于电影票房：我们预计 2020 全年电影票房 200 亿收官，从目前线下影院恢复情况看，预计 2021 年相比 2019 年票房增速在 10%左右。对于银幕增速：疫情导致供给端银幕增速大幅下滑，我们预计 2020 年~2021 年银幕数增长在 0%~10%之间。对于行业格局：根据艺恩数据，疫情之后 TOP3 影投万达、大地、横店市占率均有提升，其中万达影投市占率提升 1.8%至 14.7%，我们认为中长期电影市场恢复及银幕增速下滑将驱动单银幕产出在 2021 年迎来拐点，而疫情后头部影投公司市占率提升将进一步利好头部影投公司，建议关注万达电影（院线龙头，《唐人街探案 3》定档 2021 年春节档）、横店影视（运营效率最高）、中国电影（牌照优势明显）。

4、教育行业观点：行动教育过会，A 股教育再添生力军

投资建议

K12 课外辅导行业逐步回归正轨，看好刚需逐步回暖，A 股建议关注中公教育、豆神教育、昂立教育、科斯伍德。港股建议关注在线教育龙头：新东方在线。

5、计算机行业观点：银行 IT 景气度不断提升，格局改善利好核心厂商

建议关注：

金融 IT：恒生电子、长亮科技、神州信息、同花顺

人工智能：汉王科技、科大讯飞、千方科技、虹软科技

工业互联网：鼎捷软件、用友网络、东方国信、宝信软件

新基建：浪潮信息、宝信软件

云计算：浪潮信息、用友网络

医疗 IT：卫宁健康、创业慧康、久远银海、万达信息

信息技术创新：中国软件、中国长城、太极股份、诚迈科技、东方通、神州数码、中科曙光

远程办公：泛微网络、金山办公

网络可视化：恒为科技、中新赛克、迪普科技

超高清：当虹科技、淳中科技

车联网：中科创达、千方科技

投资建议

关注金融 IT、人工智能、新基建等高景气细分及业绩高增长公司，重点标的汉王科技、恒生电子、浪潮信息、宝信软件。同时看好工业软件发展前景，重点标的鼎捷软件。

二、风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学经济学学士，国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院:

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。