信义山证 汇通天下

山证策略·A股行业比较周报

山西证券 SHANXI SECURITIES

山西证券策略团队
分析师：
麻文宇 CFA，执业登记编码（S0760516070001）
梁迪柯 CFA，执业登记编码（S0760518070001）
李杰 CPA，执业登记编码（S0760520090001）

研究助理：
翟子超 FRM

山西证券研究所

2020.11.23

- 本周行业配置：
- 超配：煤炭、钢铁、机械、大金融、汽车、建筑、建材、化工、轻工
- 标配：传媒、医药、电力、电子、计算机、通信、公用、食品饮料、有色、家电、交运、石油、农业
- 低配：地产
- 行业配置上周表现：上周组合绝对回报2.79%，较沪深300相对回报1.01%

- 估值：沪深300IAPE再度上升至75分位上方，上证IAPE继续在60分位左右震荡，上证50IAPE重新升至70分位水平，创业板跌破90分位，中小板IAPE从75分位迅速反弹至80分位上方。A股内部估值存在较大差异，具备再平衡动力。

- 货币&利率：期限利差迅速扁平化压制A股，“逃废债”因素有望缓解

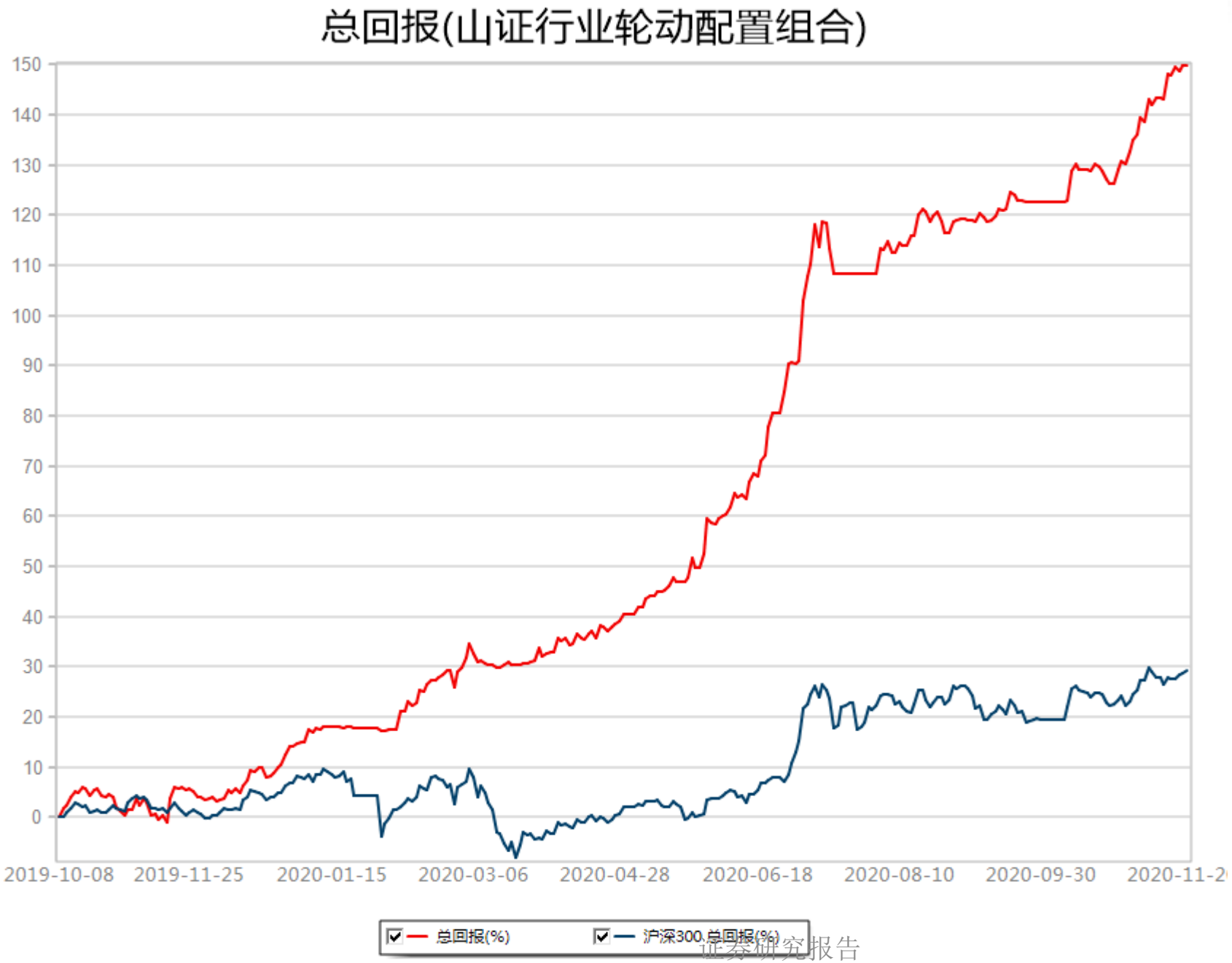
- 上游：
- 疫苗&OPEC+构成中期利好，短期供需格局有所承压。煤价维持强势，关注板块业绩改善。
- 供给放缓需求回升，流动性释放有望带动锌价继续上涨。

- 中游：
- 钢铁周期继续走强。建材需求旺盛，看多水泥、玻璃。
- 化工品持续爆发。民航客运量恢复至约9成,警惕疫情复发，快递业务量连续两个月增速超40%。
- 10月挖机延续高增长，机械高周期延续。

- 下游：
- 房地产十月销售超预期，物管再掀上市潮。Q4小家电外销增长可期,白电出口景气度持续提升。
- 医药政策扰动有望落地。未来全国性的活猪调运限制或将到来。玉米现货价格再创新高。
- 茅台加大直销投放，二线酱酒快速增长。

- TMT：
- 传媒：B站用户增长超预期。
- 电子：华为出售荣耀定音，缺货涨价仍在延续，8英寸代工产能紧张短期未缓解。面板维持景气，MiniLED趋势有望重启。
- 计算机：技术和供需催化，公有云PaaS值得期待。

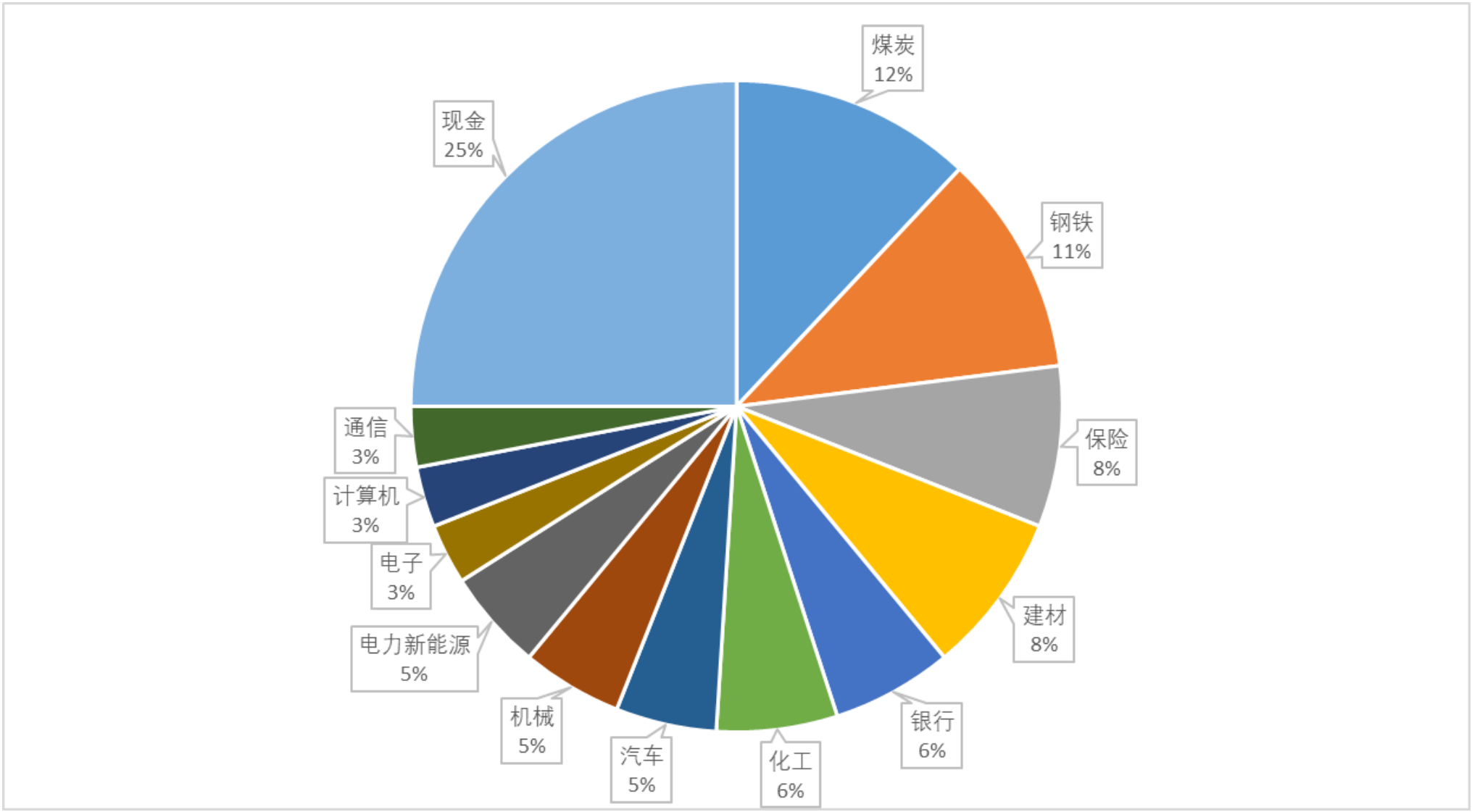
- 风险提示：宏观经济不达预期风险、货币政策不达预期风险、监管政策超预期风险，行业景气度不达预期风险



绝对回报:	149.84%
相对回报:	121.03%
本周回报:	0.00%
本月回报:	8.46%
本季回报:	12.21%
本年回报:	118.95%
年化收益率:	124.74%
Alpha:	108.86%
Beta:	0.63
Sharpe:	6.64
日胜率:	53.06%
周胜率:	73.33%
月胜率:	100.00%
最大回撤:	-6.55%
最大连续上涨天数:	6
最大连续下跌天数:	5

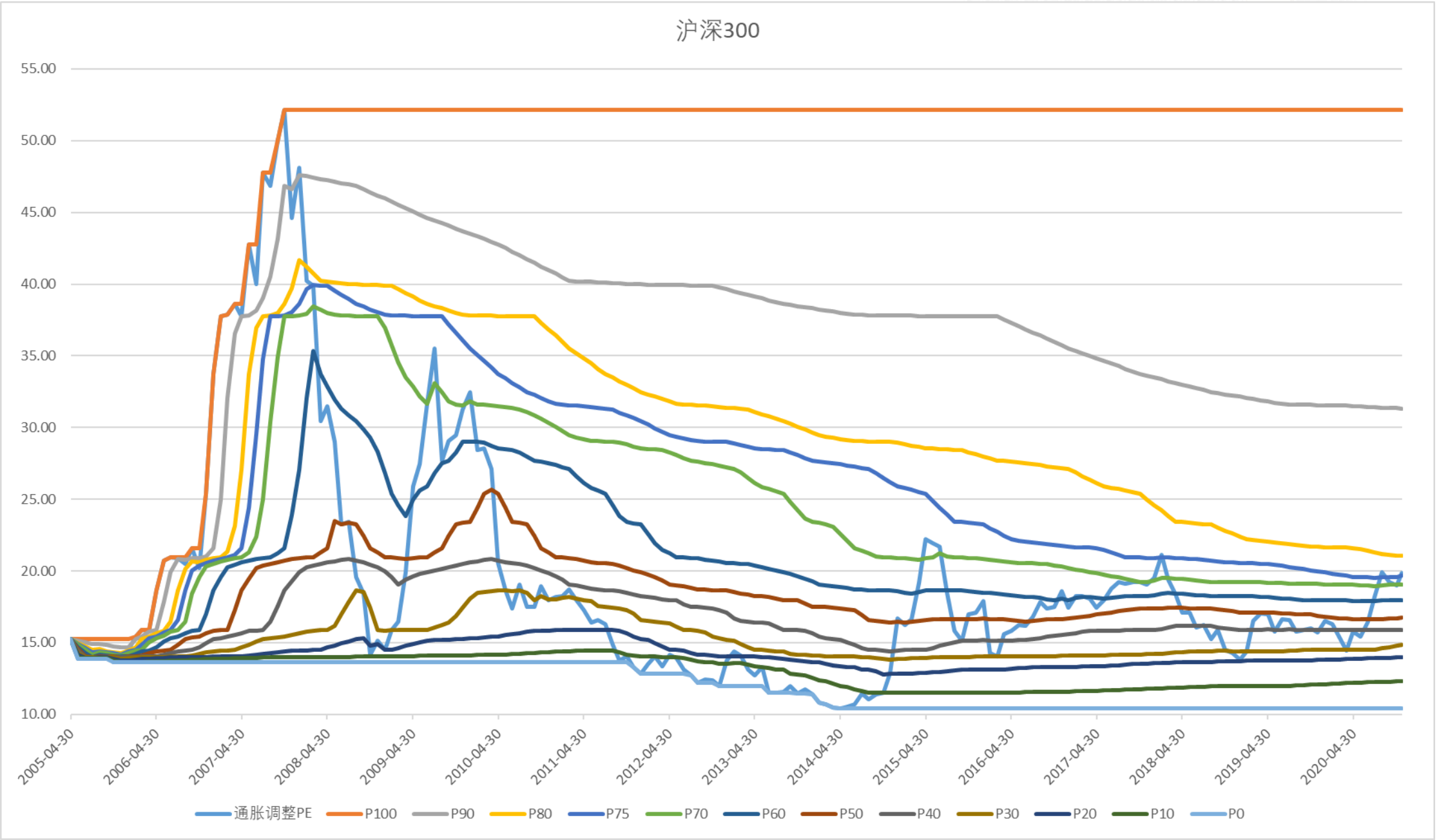
证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所



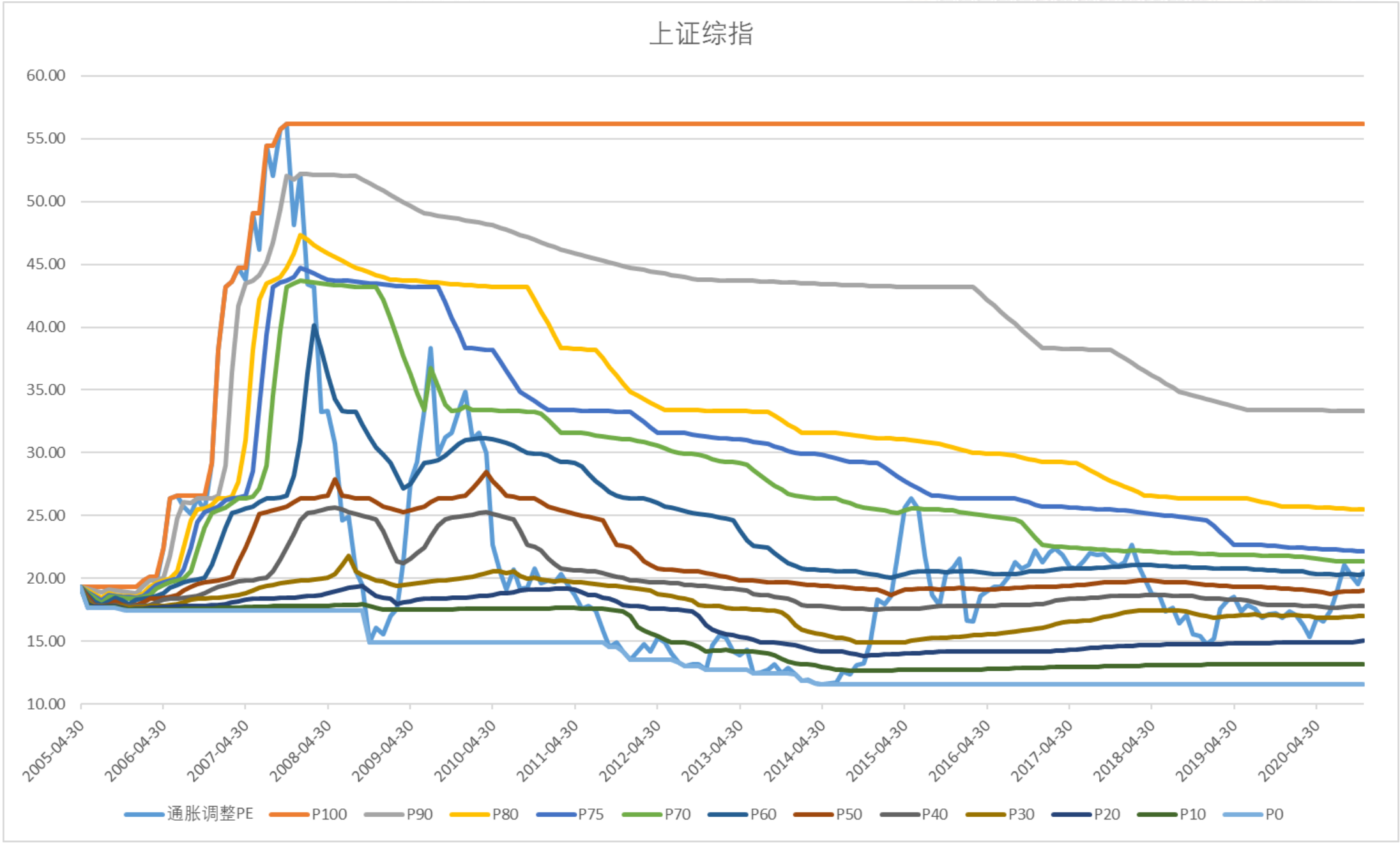
数据来源：Wind、山西证券研究所

沪深300IAPE再度上升至75分位上方



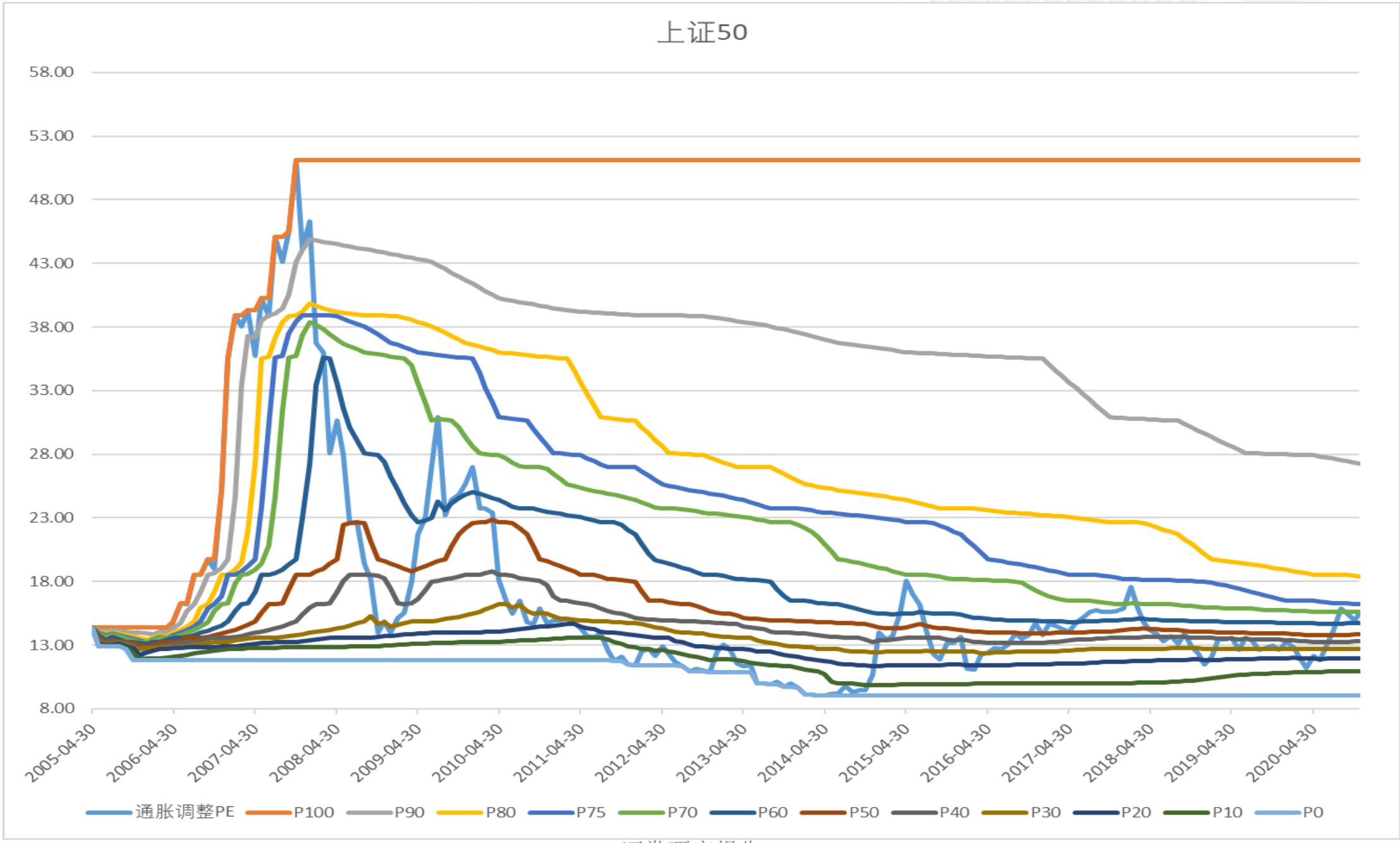
数据来源：Wind、山西证券研究所

上证IAPE继续在60分位左右震荡



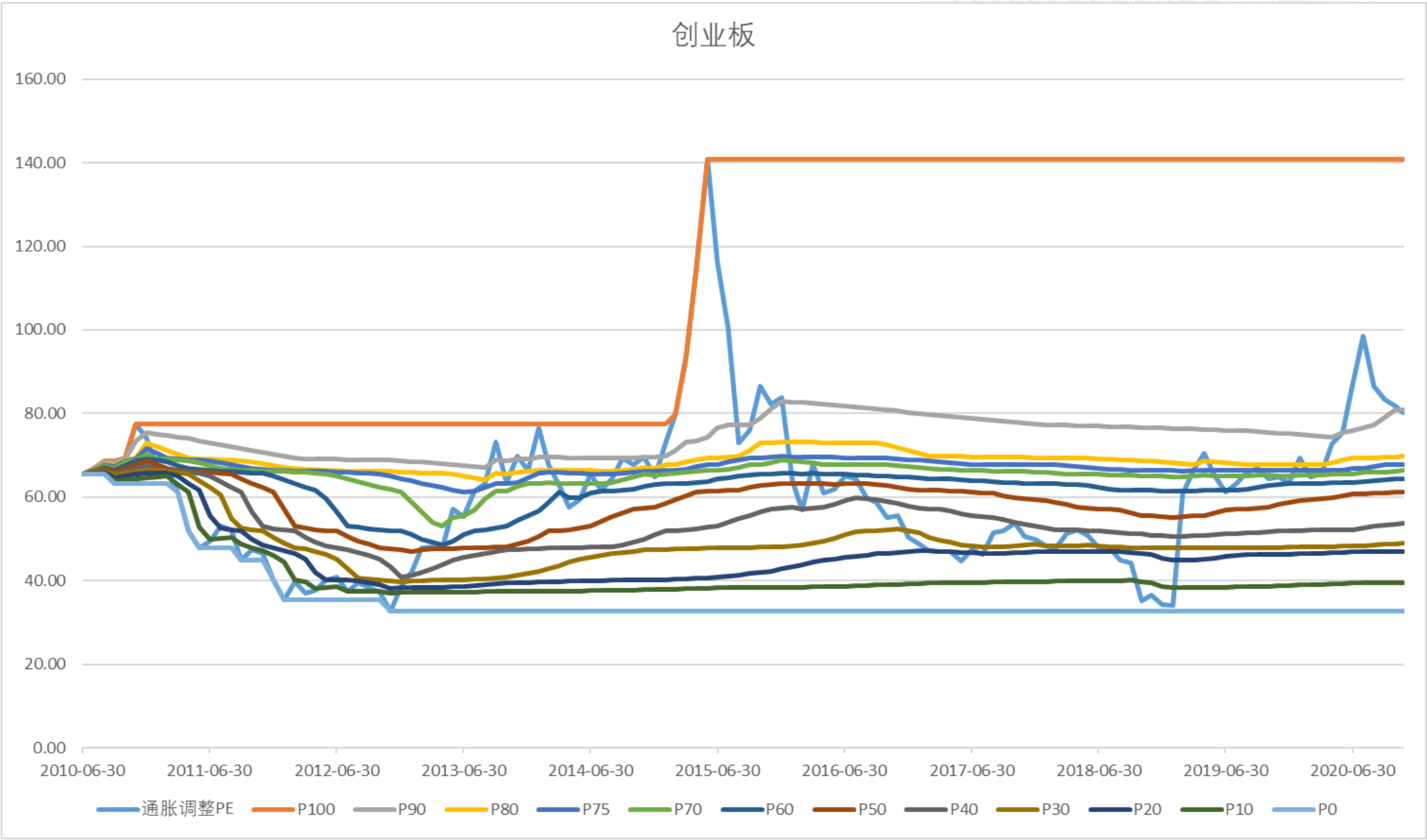
数据来源：Wind、山西证券研究所

上证50IAPE重新升至70分位水平



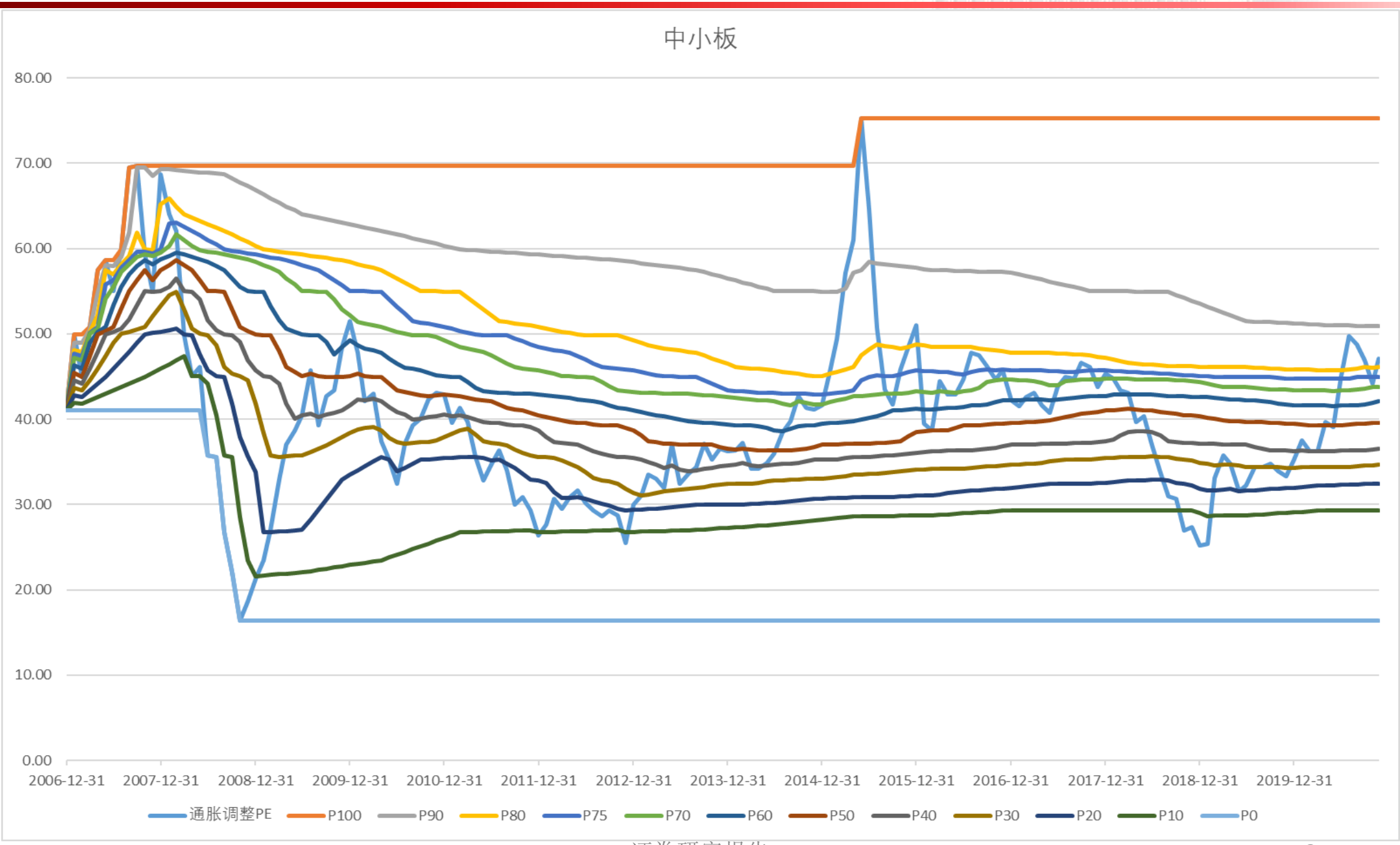
数据来源：Wind、山西证券研究所

创业板跌破90分位



数据来源：Wind、山西证券研究所

中小板IAPE从75分位迅速反弹至80分位上方



数据来源：Wind、山西证券研究所

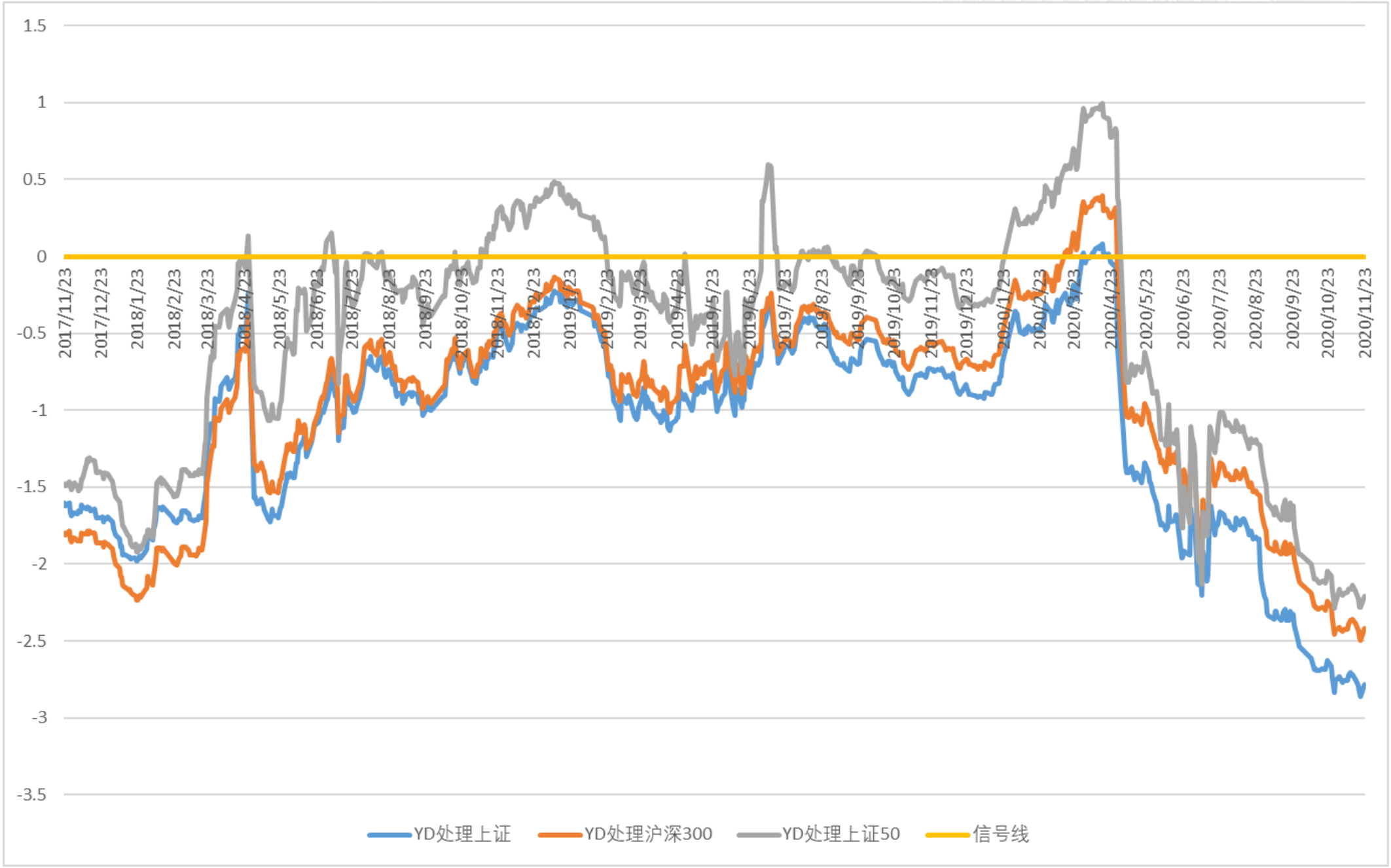
A股内部估值存在较大差异，具备再平衡动力

山西证券股份有限公司
SHANXI SECURITIES CO., LTD.

A股行业估值表

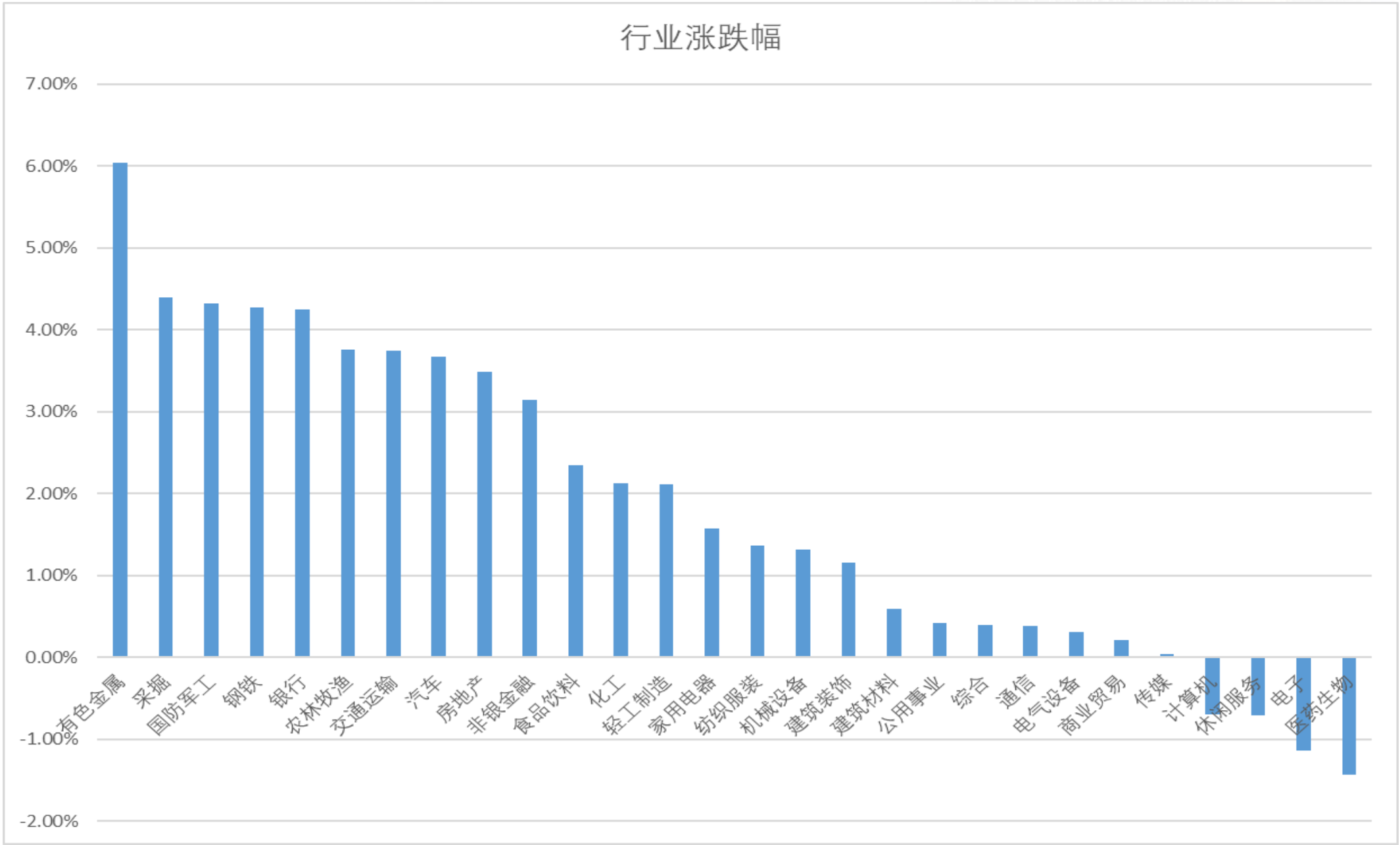
	采掘	化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	电气设备	机械设备	国防军工	汽车	家用电器	纺织服装	轻工制造	商业贸易	农林牧渔	食品饮料	休闲服务	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
PE	15.9	30.5	14.9	46.0	15.3	9.7	39.5	29.3	66.5	31.6	27.4	38.7	27.3	29.9	15.5	46.9	128.7	42.5	18.7	24.9	9.3	50.2	72.8	34.9	40.5	7.2	18.3	36.5
历史最高	85.7	66.0	142.9	122.4	44.4	31.2	87.3	115.3	223.4	32.0	27.4	52.8	97.6	60.0	102.3	52.3	161.1	65.8	35.5	37.6	28.4	100.1	143.6	125.7	85.2	10.4	36.1	101.9
历史最低	11.0	13.2	5.8	22.6	10.2	9.0	21.2	13.4	28.6	11.3	10.7	18.6	14.9	13.8	15.5	16.7	24.9	24.1	14.1	12.4	8.4	23.2	29.5	19.5	28.8	4.7	10.9	22.7
过去1年PE																												
过去10年PE范围																												
PE分位数	36.6%	59.1%	28.3%	56.6%	28.3%	10.0%	54.1%	48.3%	47.5%	98.3%	100.0%	86.6%	27.5%	63.3%	0.0%	98.3%	98.3%	77.5%	20.8%	90.0%	10.0%	54.1%	87.5%	26.6%	40.8%	76.6%	53.3%	39.1%
PB	1.1	2.5	1.0	2.6	2.3	0.9	3.6	2.6	3.3	2.4	4.0	1.9	2.1	1.6	3.5	9.5	6.0	4.5	1.4	1.6	1.2	4.3	4.4	2.7	2.5	0.7	2.0	2.1
历史最高	3.9	4.5	2.4	6.2	4.1	3.6	6.3	5.6	7.9	3.9	4.4	5.2	5.5	4.6	6.3	10.0	7.1	7.4	3.9	3.4	3.4	6.2	14.2	10.6	5.9	1.7	3.8	6.5
历史最低	0.9	1.6	0.7	1.7	1.5	0.9	1.6	1.7	1.9	1.4	1.8	1.5	1.5	1.3	2.4	3.1	2.5	2.6	1.3	1.1	1.1	2.1	2.4	1.7	1.3	0.7	1.5	1.2
过去1年PB																												
过去10年PB范围																												
PB分位数	11.6%	55.8%	40.0%	35.8%	60.0%	2.5%	79.1%	55.0%	61.6%	61.6%	97.5%	35.0%	37.5%	15.0%	49.1%	99.1%	94.1%	68.3%	10.0%	50.0%	4.1%	87.5%	55.8%	21.6%	38.3%	6.6%	53.3%	25.0%

股息率YARDENI模型显示利率持续对A股形成压制

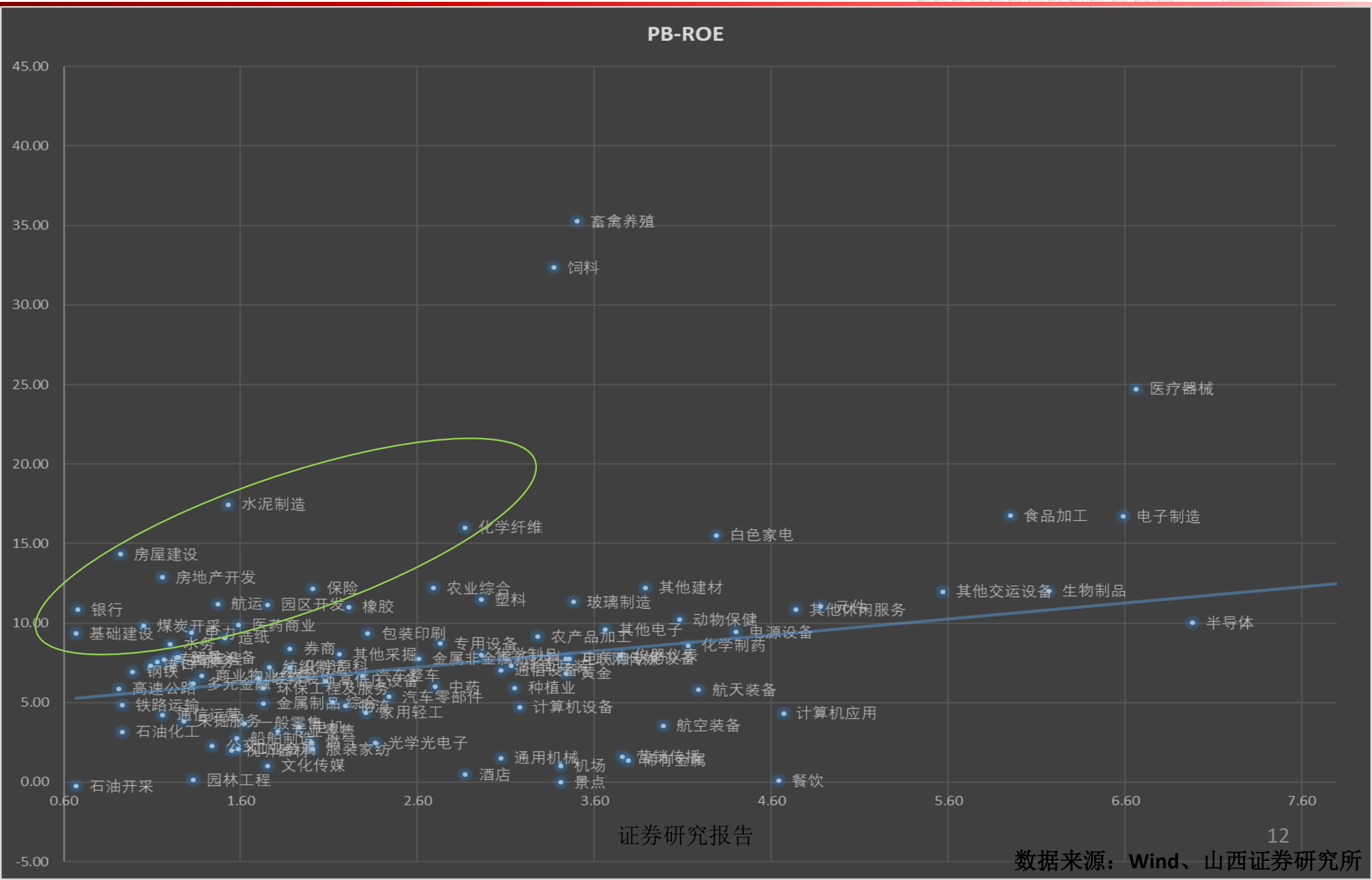


数据来源：Wind、山西证券研究所

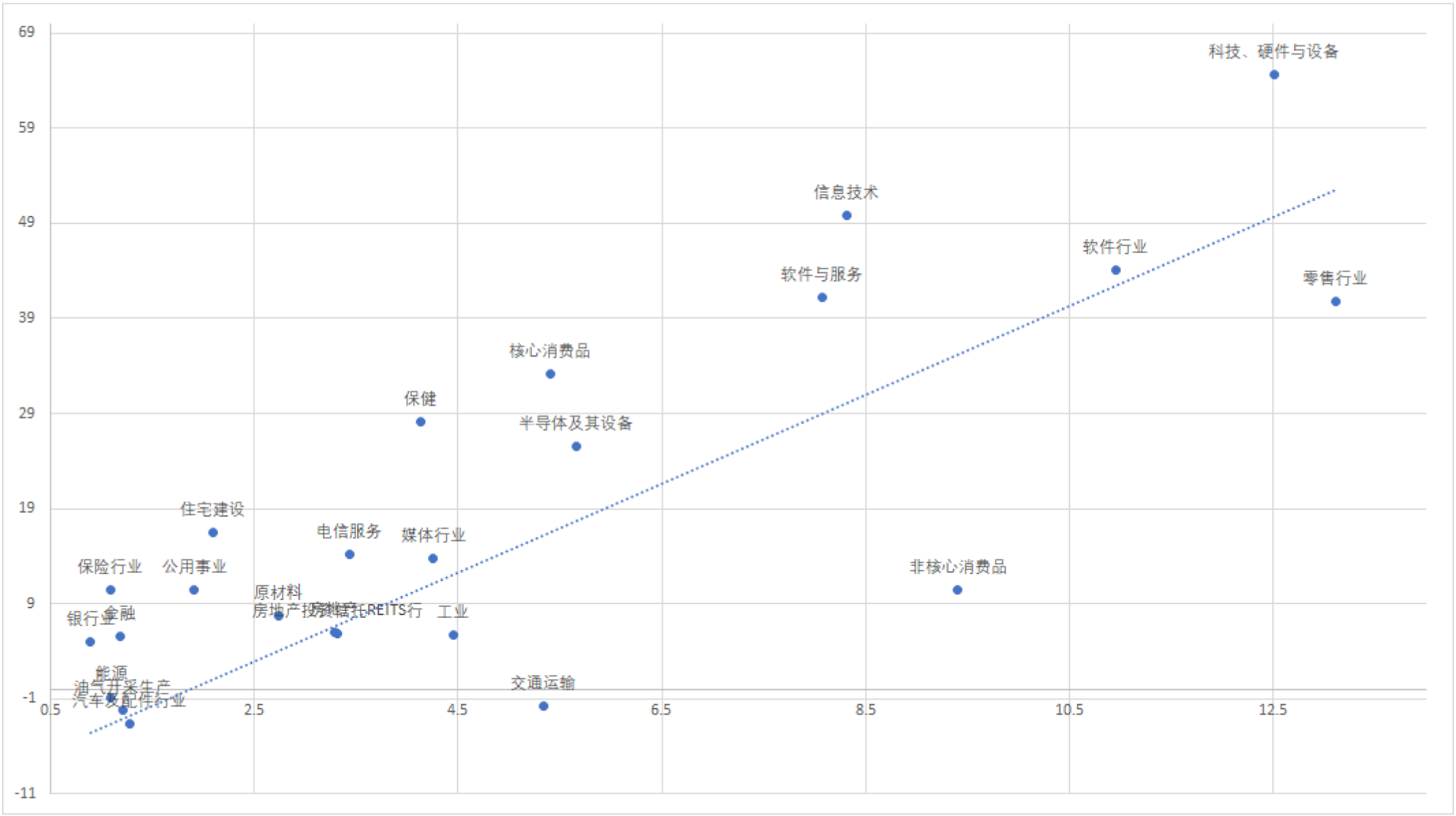
申万行业涨跌互现，周期、金融显著偏强



数据来源：Wind、山西证券研究所



数据来源：Wind、山西证券研究所



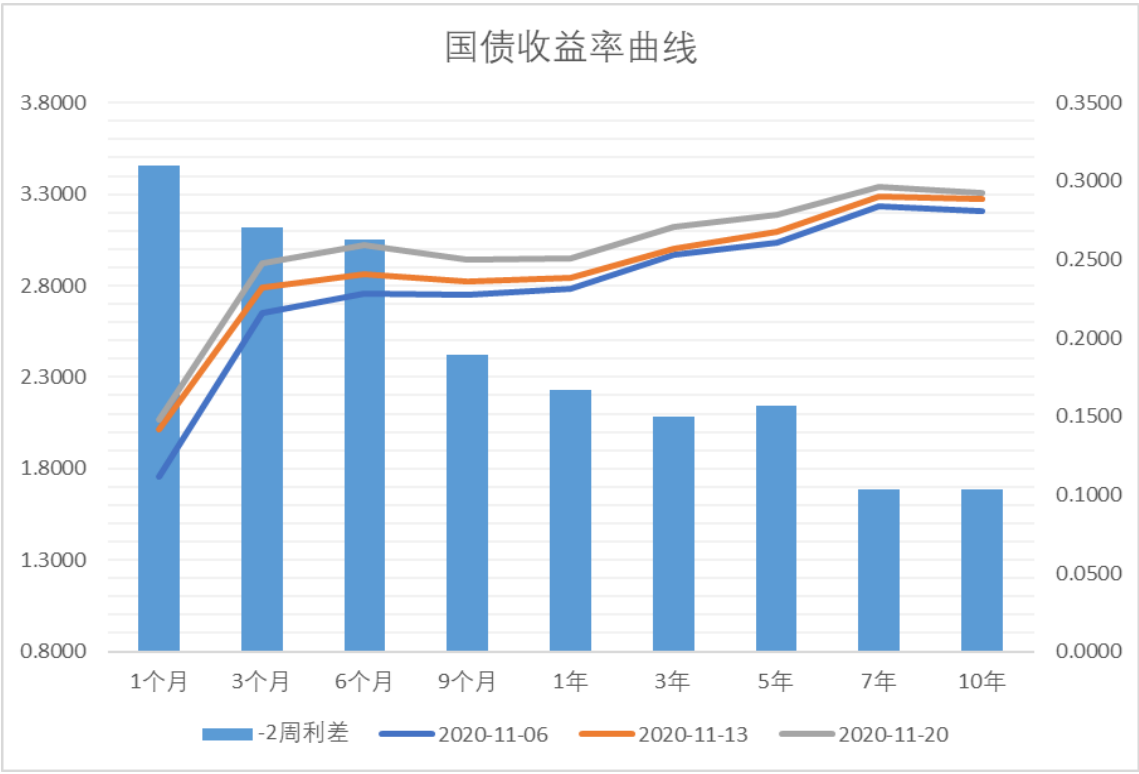
数据来源： Bloomberg、山西证券研究所

货币&流动性

- 数据截止至2020/11/20，利率曲线整体继续向上，短端上行幅度加快，长短利差扁平化程度加深，预计市场风险偏好会有所回落。信用利差迅速回升，主要原因在于近期的“逃废债”事件影响，但我们预计行政介入力度会显著加大。上周末，高层表态对“逃废债”零容忍，预计这一情况会显著改观，信用债对市场压制压力有限。短期我们认为高估值板块压力仍然较大，成长与价值切换可能更为明显，继续看好顺周期与价值股。

- 央行上周公开市场净回收2500亿元，短期流动性仍以稳为主，隔周操作规律比较明显。

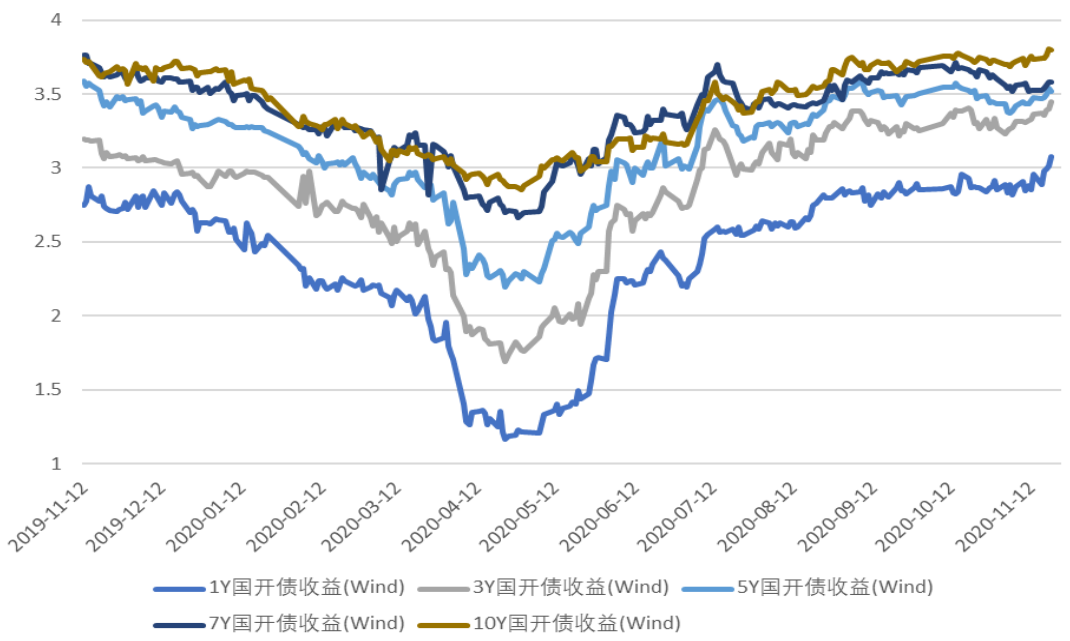
- 从期限利差快速收缩来看A股阶段性机会消失。



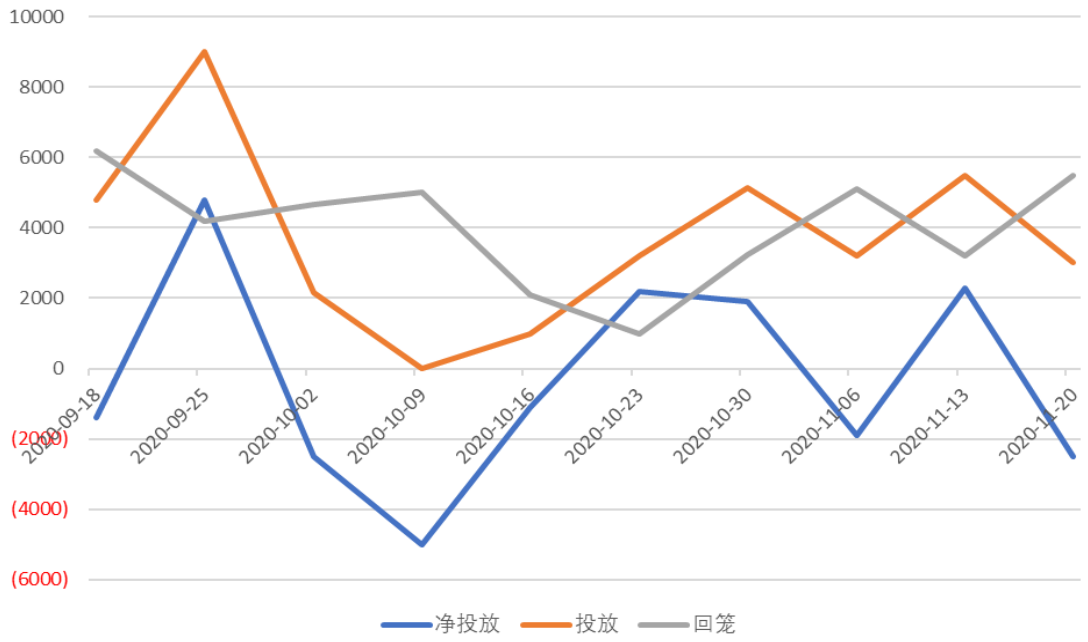


数据来源：Wind、山西证券研究所

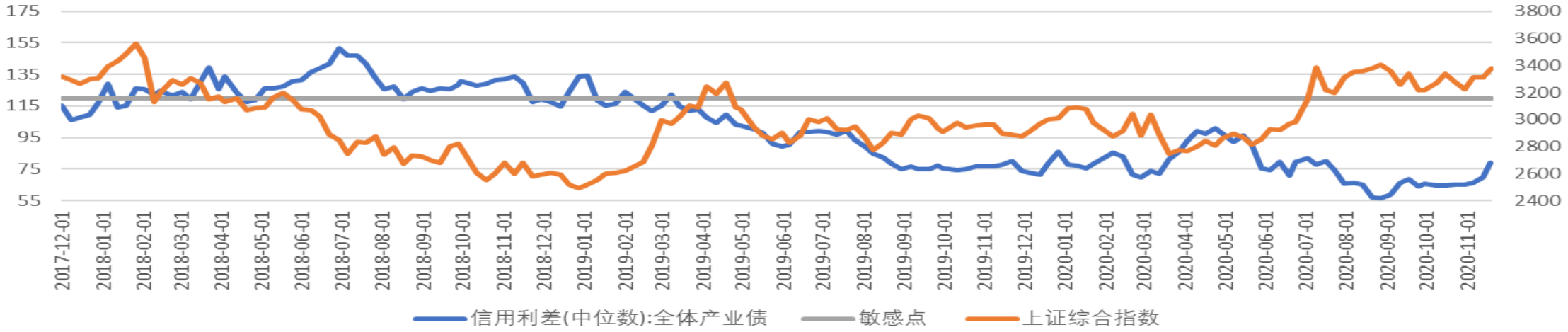
国开债



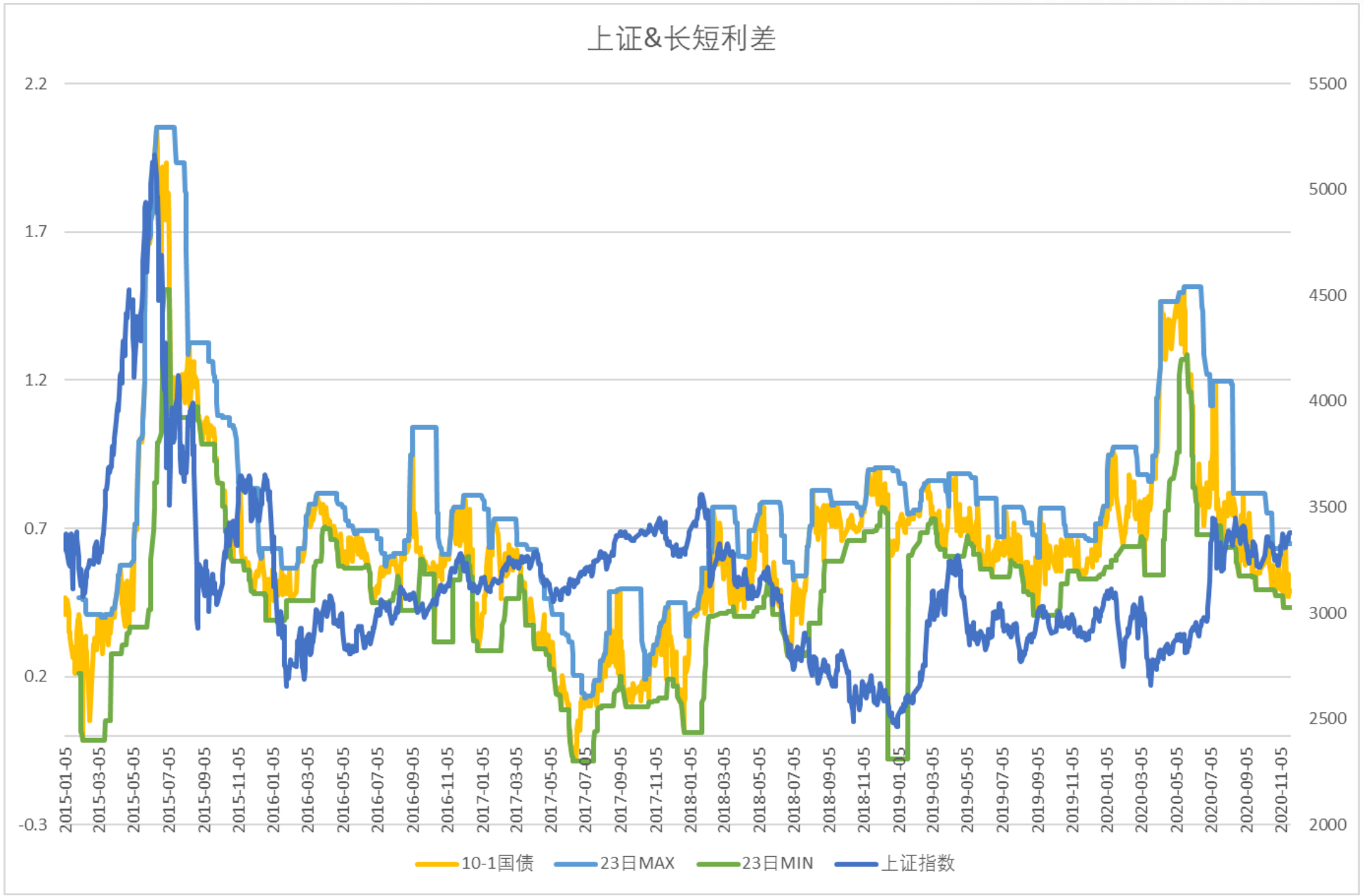
公开市场操作



信用利差&A股



数据来源：Wind、山西证券研究所

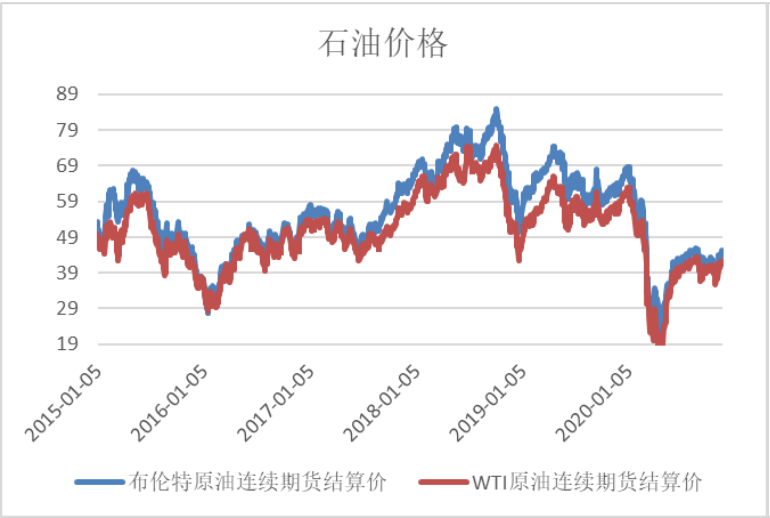


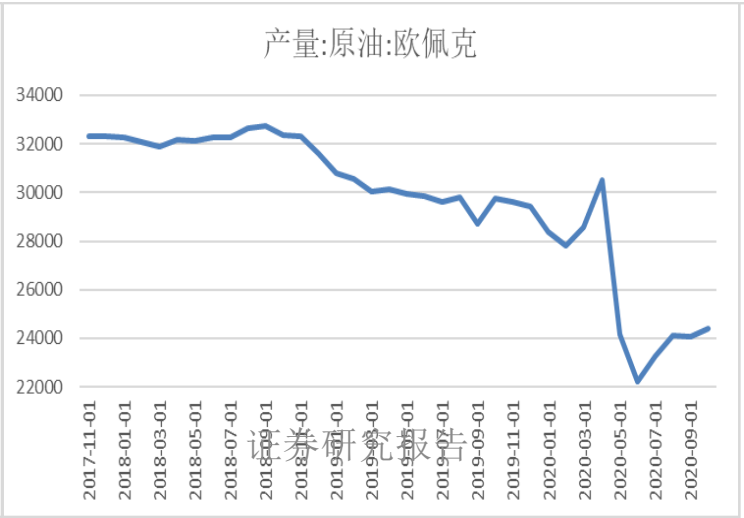
数据来源：Wind、山西证券研究所

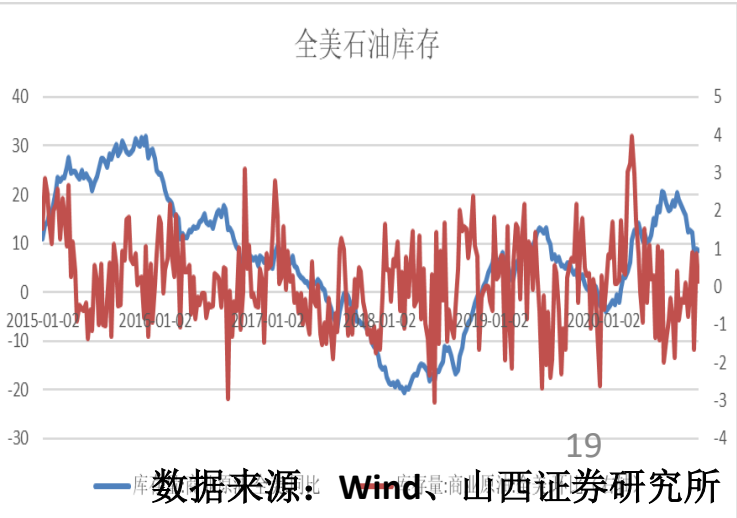
上游行业高频数据

- 截止本周五（11月20日），Brent油价为45.24美元/桶，较上周上涨2.61美元/桶。疫苗&OPEC+构成中期利好的乐观情绪主导市场，后续仍需关注疫情控制情况与11月31日OPEC+部长级会议；天然气方面，国家管网集团首提“平台经济”，加快构建“X+1+X”的天然气市场，上游供给端LNG进口动能有望增强，下游需求端受益成本优化，燃气普及率有望抬升，利好天然气产业发展；聚酯方面，涤纶长丝行业有望受惠于RCEP签订，进口端原料采购成本降低；出口端纺织服装有望放量，带动长丝需求。

- 短期供需格局有所承压，疫苗&OPEC+构成中期利好主导市场情绪：供给增加：根据EIA最新数据，11月13日当周美国原油产量为1090万桶/天，周环比增加40万桶/天；根据BakerHughes最新数据，11月20日当周美国活跃钻井数310台，周环比减少2台；库存增加：11月6日当周美国商业原油库存为4.89亿桶，周环比增加76.9桶；汽油库存为2.27亿桶，周环比增加261.1万桶。需求承压：10月30日当周美国炼厂原油加工能力为1862万桶/天，与上周持平；炼厂开工率为77.4%，周环比上升2.9%；美国油品消费量为1956万桶/天，周环比减少62万桶/天；汽油消费量为826万桶/天，周环比减少50万桶/天，创5月以来最大降幅。疫苗&OPEC+构成中期利好：辉瑞疫苗续上周传出有效性超90%利好消息后，本周表示有望在下月获美国和欧盟紧急授权，并在12月25日之前开始交付；OPEC+考虑推迟原定于一月份开始的增产200万桶/日（约占全球需求的2%），此前沙特和俄罗斯均积极表态。虽目前疫苗&OPEC+构成中期利好的乐观情绪主导市场，但短期内较难完全抵消疫情失控及封锁范围扩大引发的市场担忧，后续仍需关注疫情控制情况与11月31日OPEC+部长级会议。

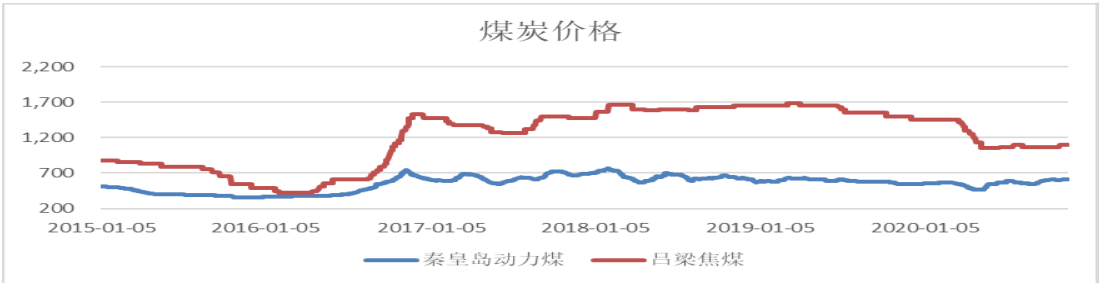


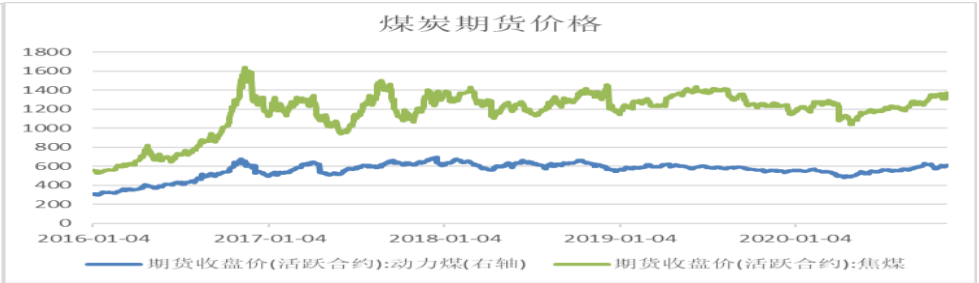




数据来源：Wind、山西证券研究所

- 长协价、综合交易价、现货平仓价全面上涨。2020年11月，动力煤长协价（Q5500）为575元/吨，月上涨28元/吨。11月20日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价为584元/吨，周上涨1元/吨。
- 港口：港口价格涨跌参半，环渤海指数小幅上涨。11月20日，秦港动力煤平仓价分别为642元/吨，变动3元/吨。11月18日环渤海动力煤价格指数为566元/吨，周上涨1元/吨。
- 动力煤：11月20日，山西大同Q5500坑口含税价442元/吨，周上涨6元/吨。焦煤：11月20日，古交地区2号焦煤坑口含税价900元/吨，周上涨40元/吨。开滦肥精煤车板含税价1470元/吨，周上涨15元/吨。无烟煤：晋城地区无烟中块坑口含税价870元/吨，周下跌10元/吨。
- 期货：动力煤、焦煤下跌。11月20日，动力煤期货（活跃合约）收盘价602.4元/吨，周下跌11元/吨。焦煤期货（活跃合约）收盘价1321.5元/吨，周下跌47.5元/吨。
- 煤炭库存：北方港口库存增加，样本钢厂炼焦煤库存减少。1）港口：11月20日，北方港口煤炭库存1909万吨，周环比增加2.58%。11月20日，广州港库存为252.3万吨，周环比减少1.1万吨。2）钢厂及焦化厂：11月20日，国内样本钢厂炼焦煤库存867.54万吨，周减少4.05万吨；独立焦化厂炼焦煤库存950.6万吨，周增加7.78万吨。下游变化：钢铁库存减少，焦炭价格上涨。1）钢铁：11月20日，全国主要城市螺纹钢库存487.91万吨，周减少57.69万吨。上海20mm螺纹钢含税价4250元/吨，周环比上升120元/吨。2）焦炭：11月20日，唐山二级冶金焦价格为2150元/吨，周上涨2.38%；11月20日，山西二级冶金焦价格为2260元/吨，周上涨4.63%。







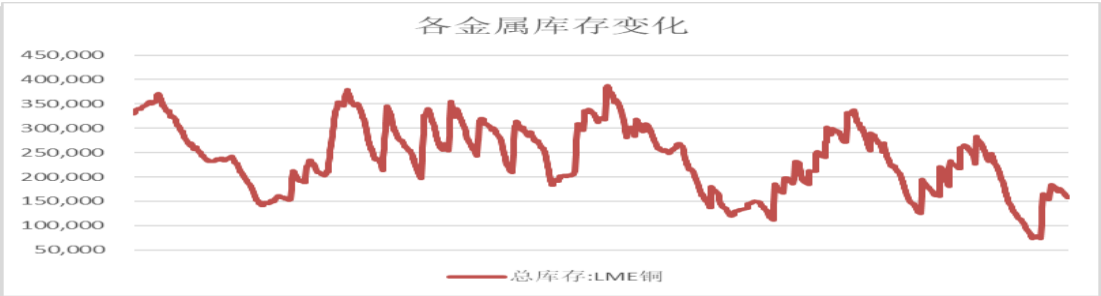


证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- **贵金属：**价格延续下降，不改长期上涨逻辑 上周 Comex 黄金价格跌幅 0.73%，Comex 白银价格跌幅 1.66%，跌幅收窄。贵金属大幅降价主要由于上周美国大选结局逐步明朗，叠加辉瑞药业宣布疫苗测试进展，避险情绪明显缓和。但长期看，近几个月来，美联储保持资产负债表的温和扩张。若经济数据走差，或增加联储扩大资产购买规模的动力。长期看，货币宽松预期下，实际利率的下行将继续 利好金价上涨，金价仍具备长期上涨格局。
- **铜：**去库存和 TC 下降，供需格局向，上周冶炼铜 TC 微降 0.62 美元至 48.52 美元仍处于 50 美元以下低位， 上期所铜价小幅上涨 3.89%至 54210 元/吨；全国主流消费地铜库存环比下降 2.38 万吨至 21.87 万吨，全球交易所库存也下降 3.08 万吨至 33.58 万吨；去库存和 TC 下降预示供需格局向好。针对需求，地产和基建进 入淡季，建筑用铜杆需求有所下降，而铜板带箔、铜管和棒材需求受益于新能源汽车等需 求继续向好。短期供给仍然偏紧，废铜进口政策虽已落地但供给未显著上涨，此外市场针 对澳矿进口也存在一定的置换需求。我们预期铜价短期趋强。
- **铝锌：**铝需求向好，短期价格趋强；锌精矿供给仍偏紧，电解铝可统计社会库存较上上周继续下降1.4万吨，交易所库存亦下降1.57万吨。总体来看下游需求仍然旺盛，铝型材、铝板带箔及合金板块开工稳定，汽车市场依旧为最旺盛的消费亮点，其次为部分建筑及光伏板块。铝价上周上涨 1.96%至1.58万元附近。上周行业吨铝平均利润超2000元，供给稳步增加。短期电解 铝仍在去库中，我们预期铝价短期趋强。国产锌精矿较上上周继续下降约 100元/吨，预示锌精矿供给仍然偏紧；可统计库存较上上周下降且处于低位，供需格局向好，上周锌价上涨约 6%至 2.12 万元左右。取暖季环保核查开启且进入需求淡季，下游镀锌和压铸需求趋弱；当前供需仍然偏紧，预期价格维持强势震荡。





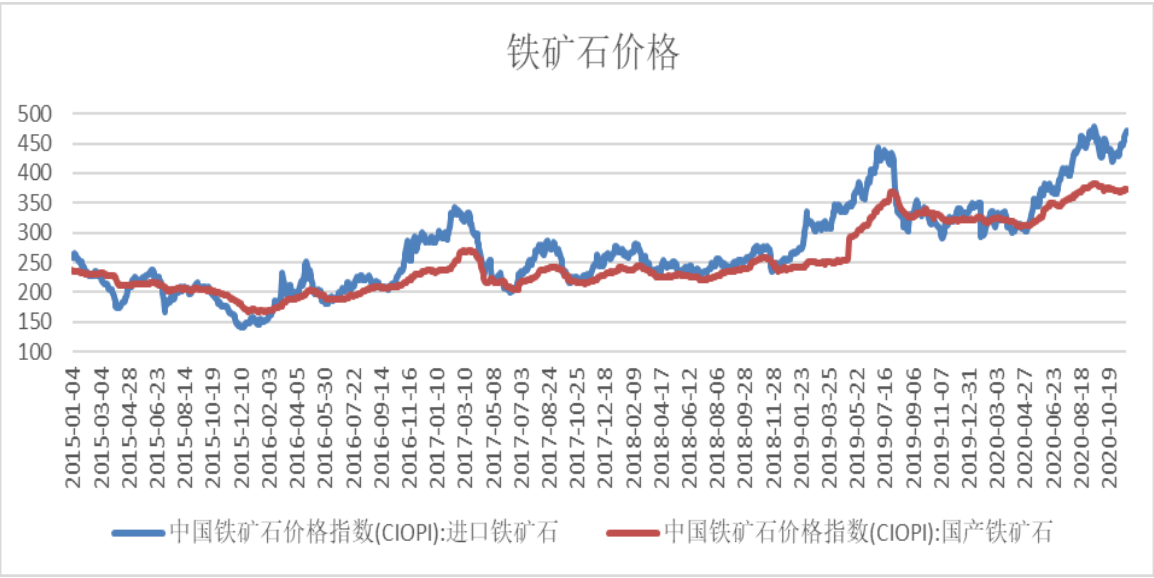




数据来源：Wind、山西证券研究所

证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所



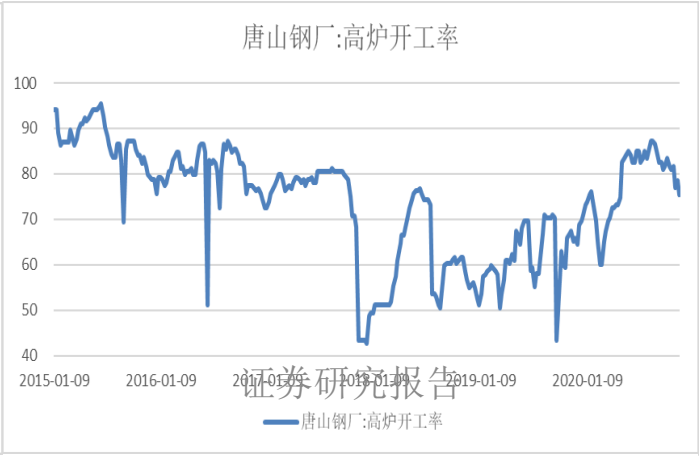


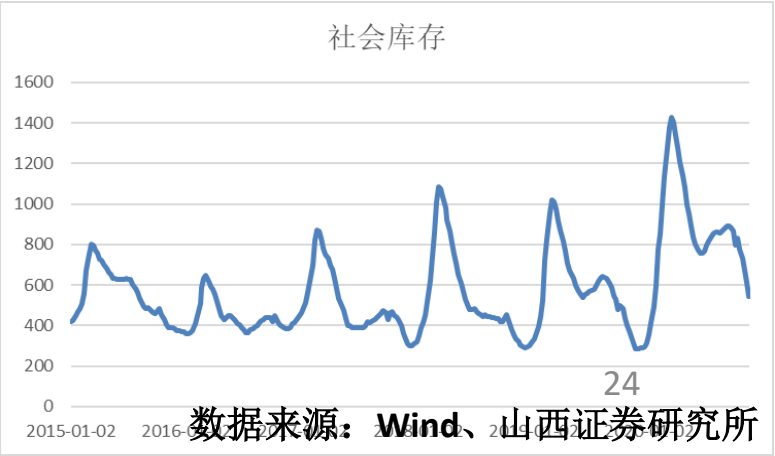
数据来源：Wind、山西证券研究所

中游行业高频数据

- 价格：本周螺纹钢收4250元/吨，较上周五上涨2.9%，热轧、冷轧和中板较上周分别上涨2.1%、2.2%和0.5%。62%铁矿石指数收129.50美元/吨，较上周五上涨5.6%；本周废钢价格下降20元/吨，焦炭价格环比持平。
- 利润：长流程方面，由于钢材价格上涨幅度大于原材料，本周建筑钢材、热轧利润环比继续上升。本周螺纹钢价格环比上涨3%，螺纹钢利润高于热轧，测算本周行业螺纹钢、热轧和冷轧吨毛利分别环比前一周+37元/吨，+12元/吨和+42元/吨。短流程方面，由于螺纹钢价格环比上涨、废钢价格环比下降，本周电炉钢利润环比继续上升。
- 产量与库存：本周螺纹钢产量环比下降，五大钢材和螺纹钢社库厂库环比持续下降。本周五大钢材品种产量1075万吨，环比增6.70万吨，其中建筑钢材产量周环比降6.06万吨，板材产量周环比增12.76万吨，螺纹钢本周减产3.61万吨至359.98万吨。分不同炼钢方式来看，本周长、短流程螺纹钢产量分别为311.73吨、48.25万吨，环比分别-3.75万吨、+0.14万吨。库存方面，本周五大钢材品种社会总库存环比降77.78万吨至1052.46万吨，钢厂总库存499.89万吨，环比降18.81万吨，其中，螺纹钢社库降57.69万吨，厂库降13.98吨。表观消费量及成交方面，测算本周螺纹钢表观消费量431.65万吨，环比降33.13万吨，本周建筑钢材成交日均值22.7万吨，环比上升0.68%。
- 本周库存去化速度环比减慢，钢材价格创年内新高；北方降温，需求或偏弱。去库速度环比减慢：本周，螺纹钢社库、厂库分别环比下降10.6%和5.7%，库存去化速度环比分别减慢0.6pct和6.0pct；五大钢材社库、厂库分别环比下降6.9%和3.6%，库存去化速度分别环比减慢1.2pct和5.4pct。下游需求仍较强劲：2020年1-10月，全国房地产开发投资116556亿元，同比增6.3%，增速比2020年1-9月提高0.7pct，而本周螺纹钢表需虽环比下降7.13%，但建筑钢材成交日均值环比上升0.68%。钢材价格创年内新高：本周螺纹钢HRB40020mm、中板20mm、热轧3.0、冷轧1.0的价格均创年内新高。另外，值得注意的是，黑龙江等地已出现暴雪天气，但华东华南温度仍适宜施工，整体需求或有小幅下降。







证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 玻璃：期现货价格齐涨，产能置换带来新契机。10月份玻璃表观需求增速为4.9%，临近年底，竣工迎来高峰期，下游需求旺盛，期现货价格继续推涨。当前北方地区进入年前赶工期，库存快速下滑，价格小幅推涨；而南方天气晴好，企业出货环比改善，各地价格有推涨预期，维持高景气度，低成本背景下，Q4将延续三季度高盈利情况；同时，行业产能置换标准依旧严格，浮法、光伏、汽车等平板玻璃要严格遵守产能置换标准，并且从2021年1月1日起，停产2年以上的生产线将没有复产指标，新建产能的难度在增大，对于有产能规模的龙头企业，优势更加突；而目前光伏玻璃供需偏紧，部分浮法产线欲将生产线技改为光伏背板生产线，一方面有望缓解光伏当前偏紧的供应，另一方面有望减少浮法板块供给，整体供需格局向上，龙头企业拥有产能及资金优势，新业务并行发展有望迎突破，综合竞争优势明显。
- 水泥：南方延续高景气，区域水泥有望迎来修复行情。1-10月份水泥累计产量实现正增长，其中10月份水泥产量约2.41亿吨，同比增长9.57%，多地区保持2位数以上增长，从0月份地产、基建数据来看，环比继续改善，需求依旧强劲。当前北方地区将进入年前的赶工期，价格提涨后保持稳定，随着雨水天气的影响，区域将进入季节性淡季；而南方地区景气度依旧维持高位，目前天气晴好，华东、华南地区产销率持续2-3周超过100%，库存降至5成以下，偏紧供需格局下价格不断推涨。我们认为，随着天气转冷，行业将呈现南强北弱的格局，而年前赶工期的到来，水泥企业出货有望继续维持高位，由于水泥需求刚性及不可库存的属性，价格对需求极为敏感，Q4南方地区水泥价格弹性十足，随着基本面持续催化，低估值、高分红的水泥板块有望迎来修复行情，首选高景气区域的华东水泥龙头。





证券研究报告

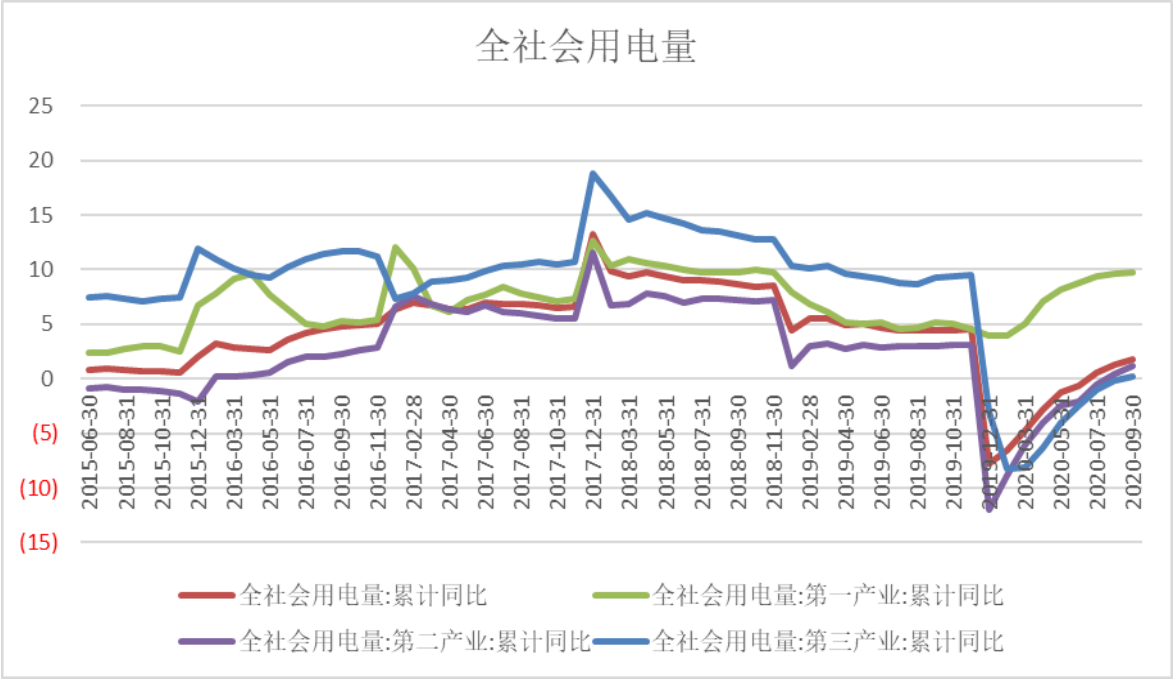
数据来源：Wind、山西证券研究所

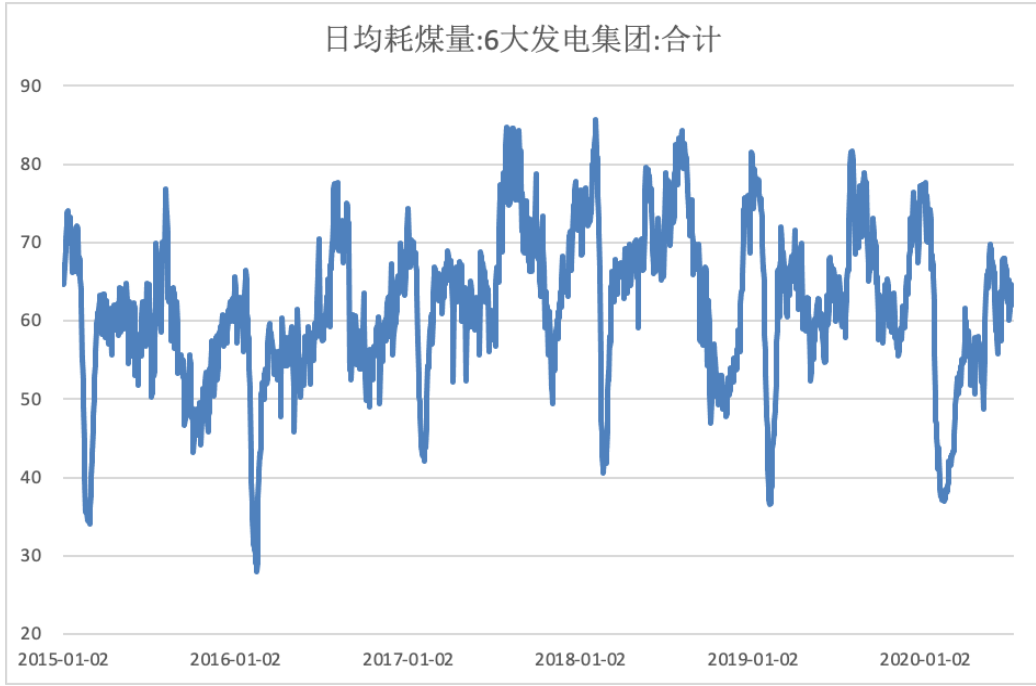
中游行业：10月全社会用电量同比增长6.6%

山西证券 SHANXI SECURITIES

- 10月全社会用电量6172亿千瓦时，同比增长6.6%。分产业看，第一产业用电量73亿千瓦时，同比增长10.9%；第二产业用电量4315亿千瓦时，同比增长7.7%；第三产业用电量984亿千瓦时，同比增长3.9%；城乡居民生活用电量800亿千瓦时，同比增长4.0%。此外，1-10月全社会用电量累计60306亿千瓦时，同比增长1.8%。

- 截至2020年11月13日，煤价：秦皇岛港动力末煤（Q5500）609元/吨，相比11月6日下降0.16%，同比上升11.76%。库存：秦皇岛港煤炭库存503万吨，相比11月6日上升0.60%，同比下降22.98%。水库流量：相比11月6日，三峡水库站入库流量下降18.52%，出库流量下降14.06%。

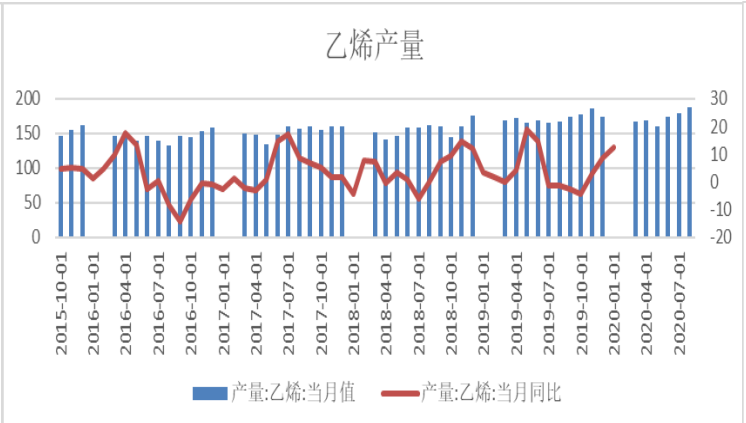


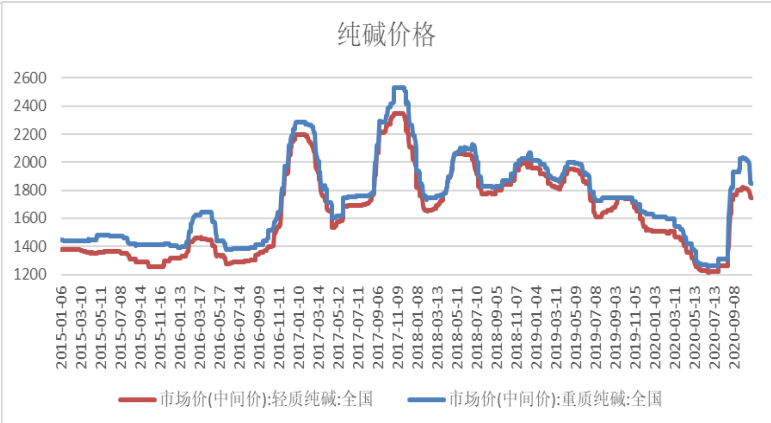


数据来源：Wind、山西证券研究所

- 1）化纤行业，化纤下游主要为纺织服装及家纺，上半年受疫情影响累库严重，近期行业库存持续消化。后续在疫情逐步可控的预期下，预计化纤需求将逐步复苏，推动行业盈利提升。
- 2）有机硅行业，今年疫情导致的居家消费大幅拉动有机硅下游需求，同时海外疫情导致需求向国内转移，近期有机硅价格大涨，在明年年中行业新增产能释放前，行业高景气有望持续。
- 3）丙烯酸及酯行业，近期下游纺织服装对丙烯酸乳液的需求提升，同时国内老旧小区改造等新基建拉动丙烯酸酯需求，11月份以来行业价格出现明显上涨，在纺织服装等下游需求复苏推动下，行业价格有望进一步上行。
- 4）MDI行业，下游需求增长稳健，伴随新型建材、新能源等领域快速放量，需求持续增长。
- 5）油价中期持续上行，利好煤化工和油服类公司。

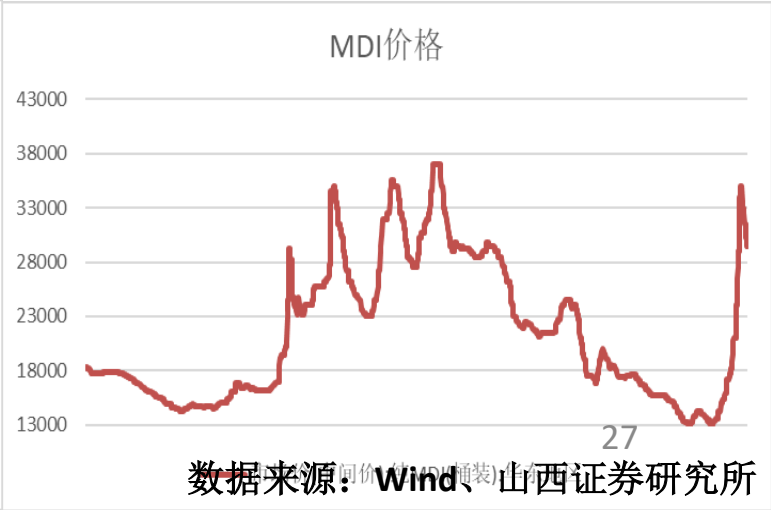












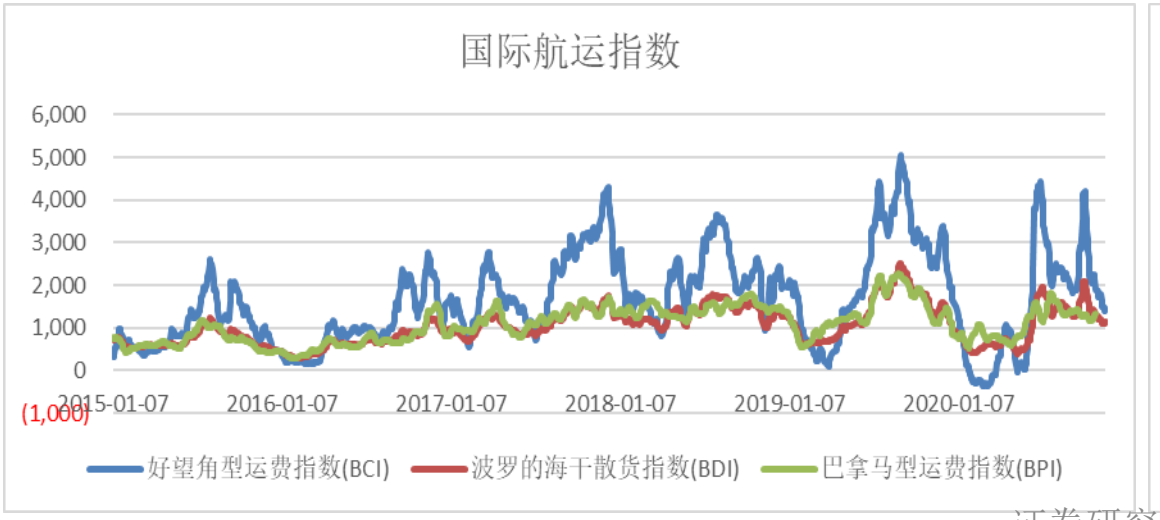
证券研究报告

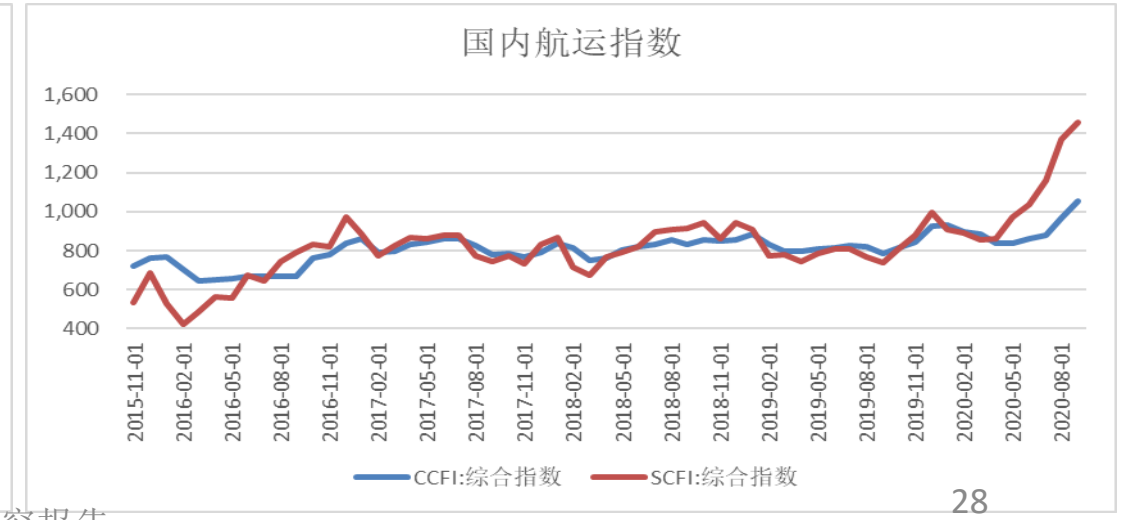
数据来源：Wind、山西证券研究所

- 航空：10月客运量恢复至去年同期的近9成。1）10月客运量5032.3万人次，同比下降11.7%，恢复至去年同期的近9成，日均客流达到162万人，环比9月增长约1.6%。1-10月同比下降40.4%。2）高频数据：航班管家数据显示11月以来，春秋、华夏航班量实现同比4-5%的增长，三大航同比下滑约8%，吉祥小幅下降1%。3）后续评估：我们预计Q4航行业客运量下滑幅度将收窄至9%，其中国内增长2%，国际下滑96.3%。全年客运量下降35.1%，其中国内下降29%，国际下降87%。

- 快递：行业业务量连续两个月增速超40%，顺丰收入增速最快，韵达连续2个月业务量增速领跑。1、快递行业：10月完成82.3亿件，同比增长43%，连续两个月增速超过40%，单票收入9.85元，同比下降13.8%，环比下降3.3%；1-10月累计643.8亿件，同比增长29.6%，平均单票10.73元，同比下降10.1%。上市公司业务量：韵达增速连续2个月最快。1）10月数据：韵达（63.8%）＞顺丰（57.3%）＞圆通（53.1%）＞行业（42.9%）>申通（26.7%），其中韵达增速连续两个月保持领先。2）1-10月累计业务量增速：顺丰（72.9%）>韵达（41.8%）>圆通（37.2%）>行业（29.6%）>申通（19.0%）。

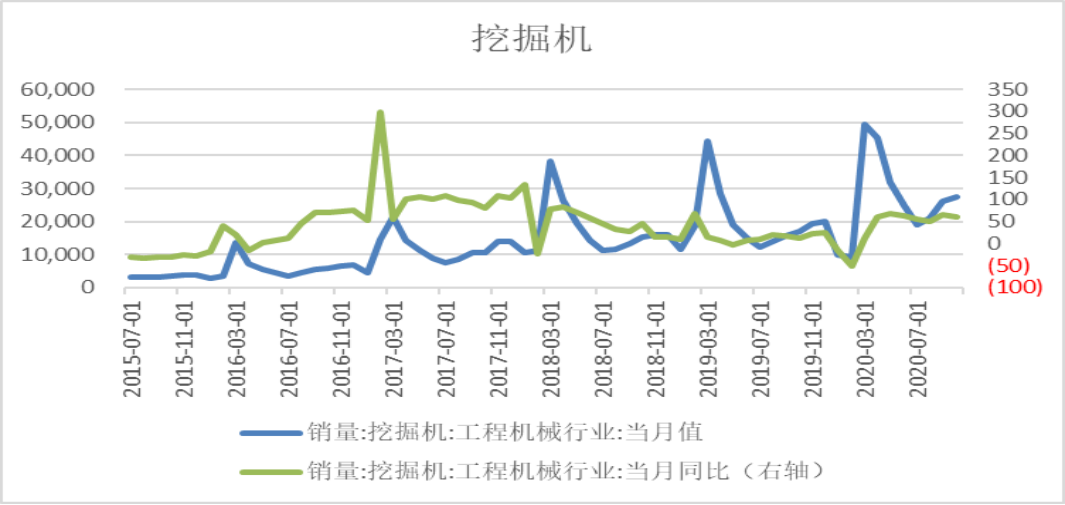
- 航运数据跟踪：周度数据：干散货：BDI周上涨3%，收于1148点，全年均值同比降22.5%；CBFI周涨4.0%，收于1121点。集装箱：SCFI收于1938点，上涨4.4%，美西收于3913美元/FEU，上涨0.7%，欧洲线收于1644美元/TEU，上涨9.0%；CCFI收于1146点，上涨3.5%。油运：VLCC-TCE报1.16万美元，周环比升2.1%。

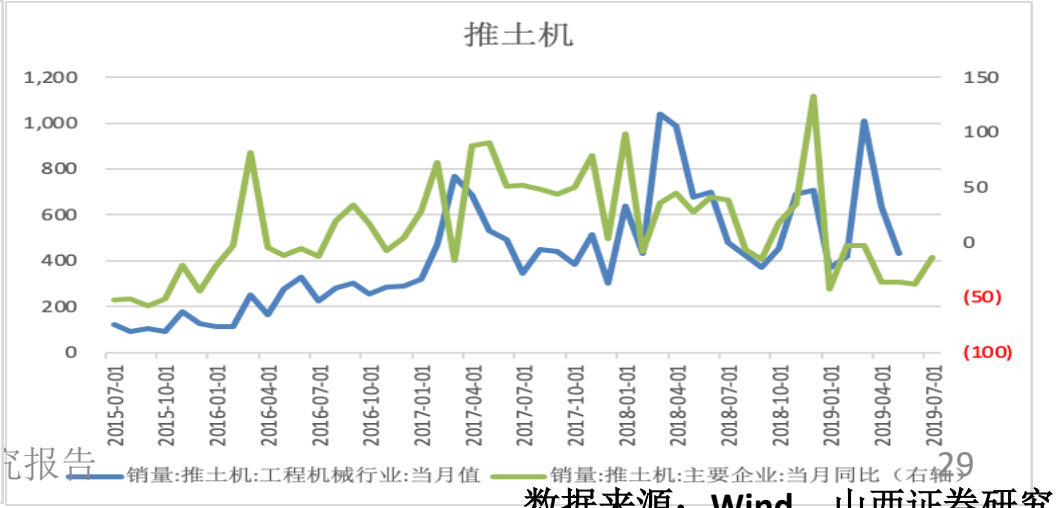




数据来源：Wind、山西证券研究所

- 新能源装备仍值得持续超配。我们认为电动车+光伏是未来几年少数复合增速能够达到20-30%的超级成长赛道。同时新能源装备中无论是锂电设备还是光伏设备，中国龙头企业已经具备世界级领先水平，也是产业链上下竞争格局最好和增速最快的环节之一，预计将充分享受未来5-10年全球低碳化的的大趋势。锂电正式进入全球第二波更大更猛烈的扩产浪潮。我们认为目前电动车正式进入1-N时代，工程机械、船舶等各行业也均进入电动化时代，2025年行业需求从100GWh将跨越至1000GWh以上。经历2018年以来的产能出清，行业需求进入拐点，全球几大龙头进入新的一轮军备竞赛，单一目标产能均是数百GWh级。我们预计未来三年行业设备订单增速有望达到50-100%，将是电动车增长最快的赛道之一；而设备实力玩家仅剩几家，设备将进入被抢产能的阶段。近期LG计划全球产能规划从2020年的120GW扩至2023年底的260GW，CATL的大规模招标刚刚拉开序幕。
- 光伏受益新技术迭代，新技术设备需求将供不应求。光伏硅片和电池片环节都将面临新技术迭代，210或者18x大尺寸硅片设备和HJT设备将面临供不应求，渗透率均有望复制单晶替代多晶的历史，从现在极低的渗透率到未来的90%以上。新技术迭代也将带动设备公司成为光伏行业增长最快的环节。
- 10月挖掘机销量27331台，同比增长60.5%，景气度延续。根据中国工程机械工业协会行业统计数据，2020年1—10月纳入统计的25家主机制造企业，共计销售各类挖掘机械产品263839台，同比涨幅34.5%。国内市场销量236712台，同比涨幅35.5%。出口销量27127台，同比涨幅25.9%。2020年10月，共计销售各类挖掘机械产品27331台，同比涨幅60.5%。国内市场销量23892台，同比涨幅60.7%。出口销量3439台，同比涨幅59.4%。认为工程机械行业景气度仍处于上行阶段。



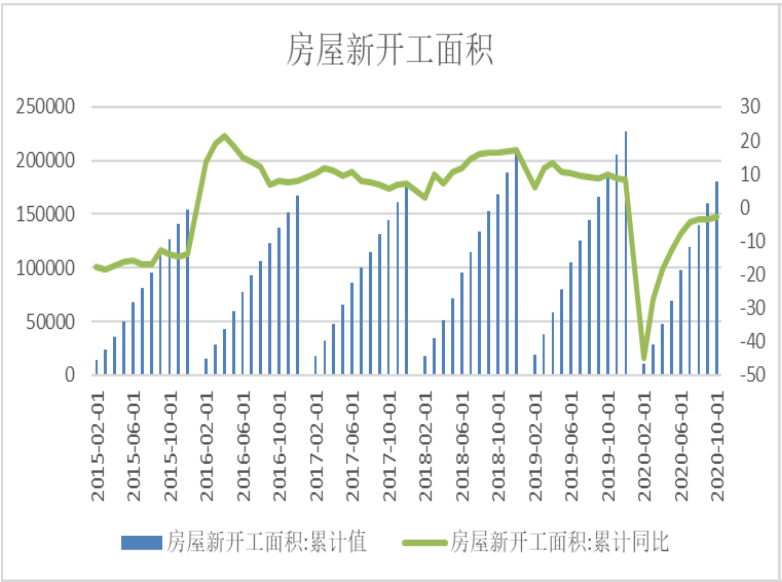


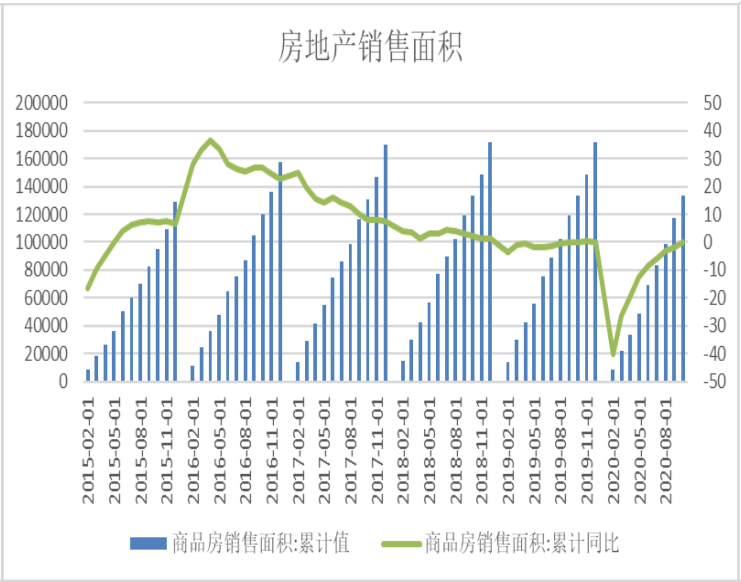
数据来源：Wind、山西证券研究所

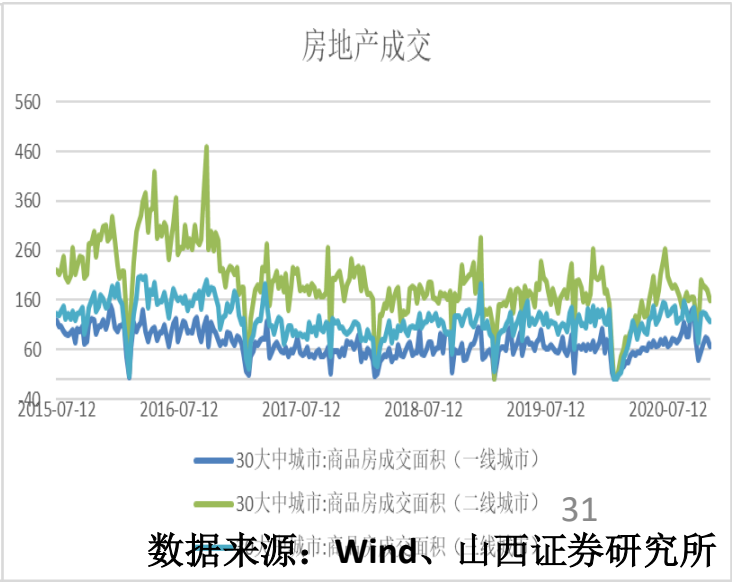
下游行业高频数据

下游行业：房地产十月销售超预期，物管再掀上市潮

- 新房成交：成交面积同比-11.5%，环比-16.1%：本周，重点跟踪的43城一手房成交面积合计约470万方，同比-11.5%，环比-16.1%。其中，一线（4城）一手房合计成交面积64万方，同比-5.7%、环比-19.5%；二线（13城）一手房合计成交面积228万方，同比-21.0%、环比-19.7%；三线（26城）一手房合计成交面积178万方，同比2.0%、环比-9.5%。
- 二手房成交：成交面积同比-5.6%，环比0.2%：本周，重点跟踪的17城二手房成交面积合计约156万方，同比-5.6%，环比0.2%。其中，一线（2城）二手房合计成交面积50万方，同比17.7%、环比12.1%；二线（8城）二手房合计成交面积77万方，同比80.1%、环比-7.5%；三线（7城）二手房合计成交面积28万方，同比13.8%、环比4.2%。
- 新房库存：库存面积环比0.33%，去化周期7.7月：本周，重点跟踪的18城新房库存面积合计约8183万方，环比0.33%，整体去化周期（按面积）约7.7月。其中，一线（4城）新房库存合计2140万方，环比0.39%，去化周期6.1月；二线（7城）新房库存3194万方，环比0.51%，去化周期7.7月；三线（7城市）新房库存2849万方，环比0.07%，去化周期9.7月。
- 土地市场：百城土地成交面积904万方，成交土地总价341亿元，土地溢价率24.53%：上周（11.09-11.15），百城土地供应数量为226宗，对应土地供应建面约2437万方；百城土地成交数量为106宗，对应土地成交建面约904万方，成交土地总价约341亿元，百城土地溢价率为24.53%。其中，一线、二线、三线城市土地成交建面分别为77万方、459万方和368万方，同比分别为22%、-26%和-70%，对应土地溢价率分别为27.18%、32.13%和14.85%。



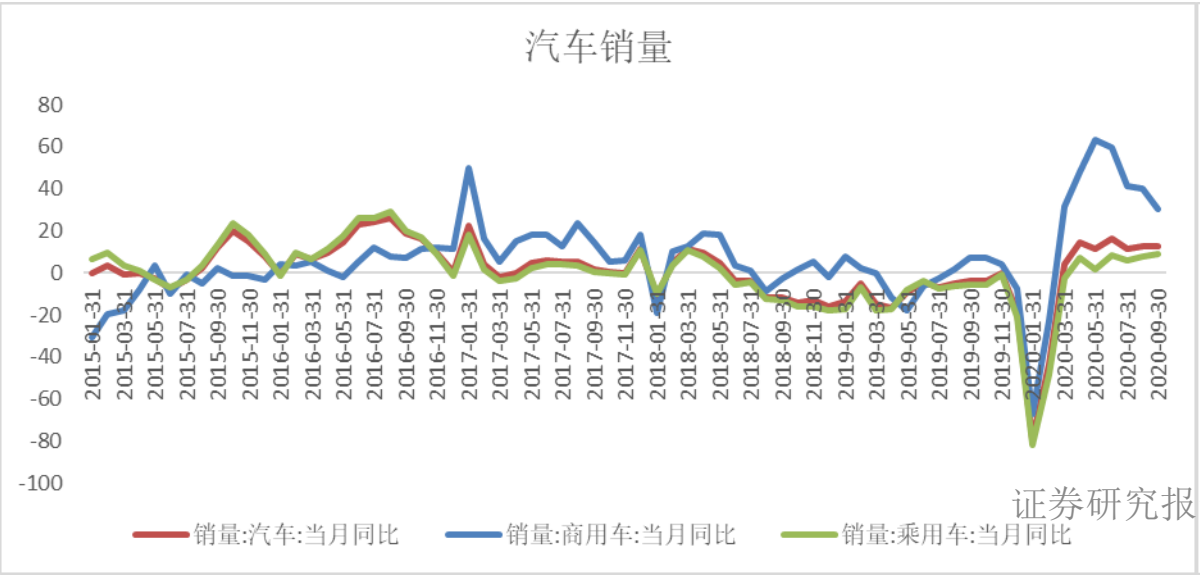


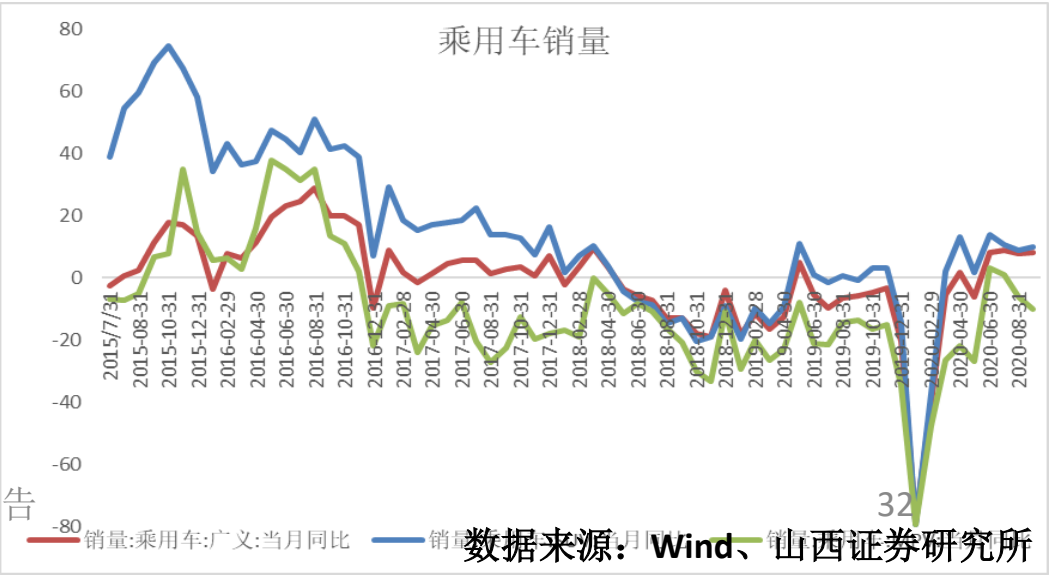


数据来源：Wind、山西证券研究所

下游行业：10月新能源汽车销量翻番，“金九银十”成色足

- 10月汽车销量257.3万辆，同比增长12.5%，连续第7个月正增长。其中乘用车10月批发/零售销量增速分别为9.3%/8.0%，均继续正增长，体现出行业的持续回暖趋势，日系/美系表现继续向上，德系有轻微下降，其中美系增速扩大至29.2%；重卡10月销量13.8万辆，同比高增50.6%，继续维持高水平，累计销量已达137.2万辆；新能源汽车10月销量增速大幅扩大至104.5%，连续第4个月正增长且刷新同期历史记录，表明新能源汽车市场的持续向好。
- 10月末汽车厂商的库存为94.2万辆，相比月初下降3.98%，10月汽车经销商库存系数为1.57，同比大幅上升12.9%，环比上升0.6%，在行业景气度回暖的良好预期以及厂商年末冲量下，主机厂合理积极压库，经销商库存压力有所提升。
- 9月整体汽车价格上升至15.71万元（10月数据尚未公布），整体乘用车价格环比/同比上涨900/10400元，其中A0/B级轿车/MPV价格环比和同比均实现上涨，主要是高端换购需求下豪华车销量占比提升，以及新能源汽车的政策利好等因素的影响；乘用车终端优惠9月环比/同比分别上升300/2000元。10月以来主要原材料钢的价格持续上涨，铝铜价格在相对高位有所波动。
- 10月份，为培育新能源汽车产业长期良好发展以及稳固疫情过后汽车消费市场的回暖趋势，中央政策对新能源汽车产业未来15年发展进行了规划，强调了对于新型产能要给予公平的资质认定，同时推动了新能源汽车下乡活动的新一轮开展；地方政策则重点布局新能源汽车产业配套设施与氢能燃料电池相关发展规划。

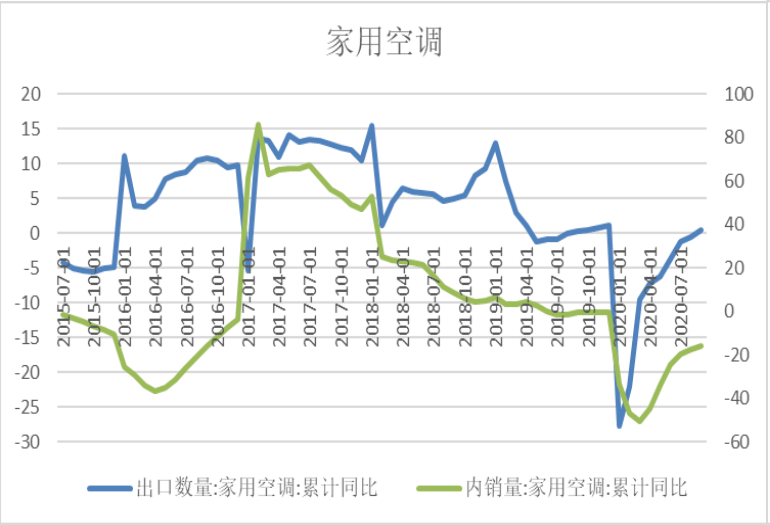




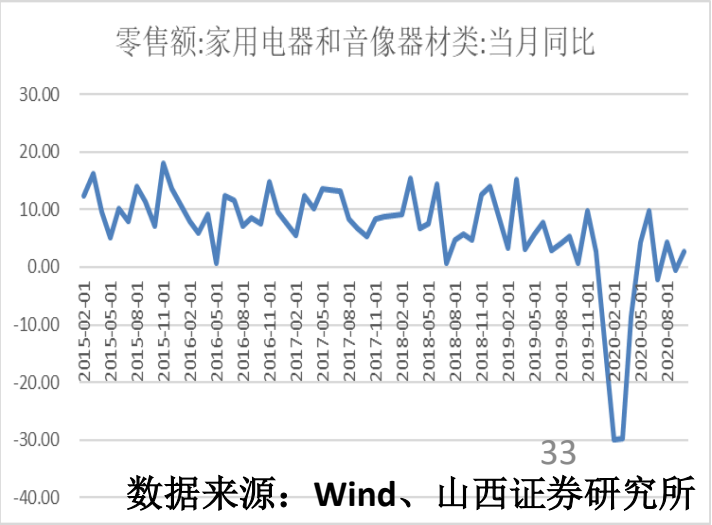
证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 双十一带动小家电企业Q4业绩高增，白电结构升级明显。根据奥维云网数据，Week44-46小家电12个品类零售额50.5亿元，同比提升17.3%；零售量2423.3万台，同比提升17.1%。头部品牌增速远超行业。白电除空调销额同比有所下滑，多数行业增长超30%。在原材料价格上行、产业结构升级等影响下，白电除冷柜外，各行业均价上行10%以上。健康功能白电表现出较强的溢价能力，空调、冰箱、洗衣机等产业的高端需求持续上行。根据产业在线数据，空调前三季度出口同比提升4%，10月出口同比28%，景气度显著提升，其中美的集团10月空调出口同比增长达61%；冰箱/冷柜前三季度出口增速持续提升，2020Q1、Q2、Q3同比分别为-0.9%、12.5%、49.2%，企业Q4订单充足，美的集团冰箱交货期排到180天，冷柜交货期排到90天。预计冰箱/冷柜2020财年出口累计同比增长接近30%。洗衣机出口自8月份以来大幅增长，其中9月单月出口增幅达到25.7%。
- 1）小家电：Week44-46行业整体保持高增长的同时，部分品牌增速显著超行业均值。小熊电器、摩飞（新宝股份）、九阳股份、科沃斯在双11期间全渠道同比增长分别100%+、80%、70%、84%。继续推荐线上高增长的小家电龙头企业：石头科技、新宝股份、小熊电器、九阳股份、科沃斯等；2）跨境电商：海外Q4购物节较多。2020年亚马逊会员日从7月改至10月，亚马逊“黑色星期五”也于11/20正式启动。在疫情背景下，线上有望实现高速增长，根据Drive Research预计，2020年黑色星期五的在线购物与2019年相比增长28%、预计“网络星期一”的收入也将同比增长18%。此外，12月圣诞节作为传统购物旺季，有望进一步提升Q4海外终端销售。
- 1）白电：内销结构升级，销额持续改善，出口数据表现亮眼。随着疫情对线下销售冲击逐步缓解，Q3以来白电龙头企业业绩改善明显。







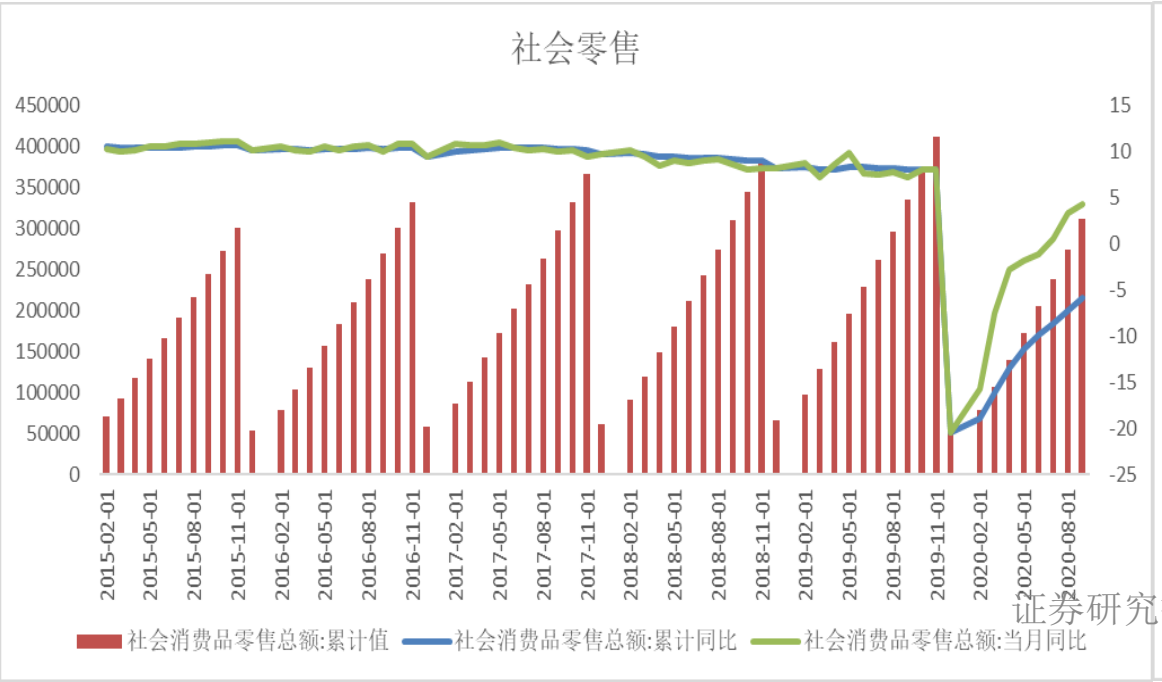
证券研究报告

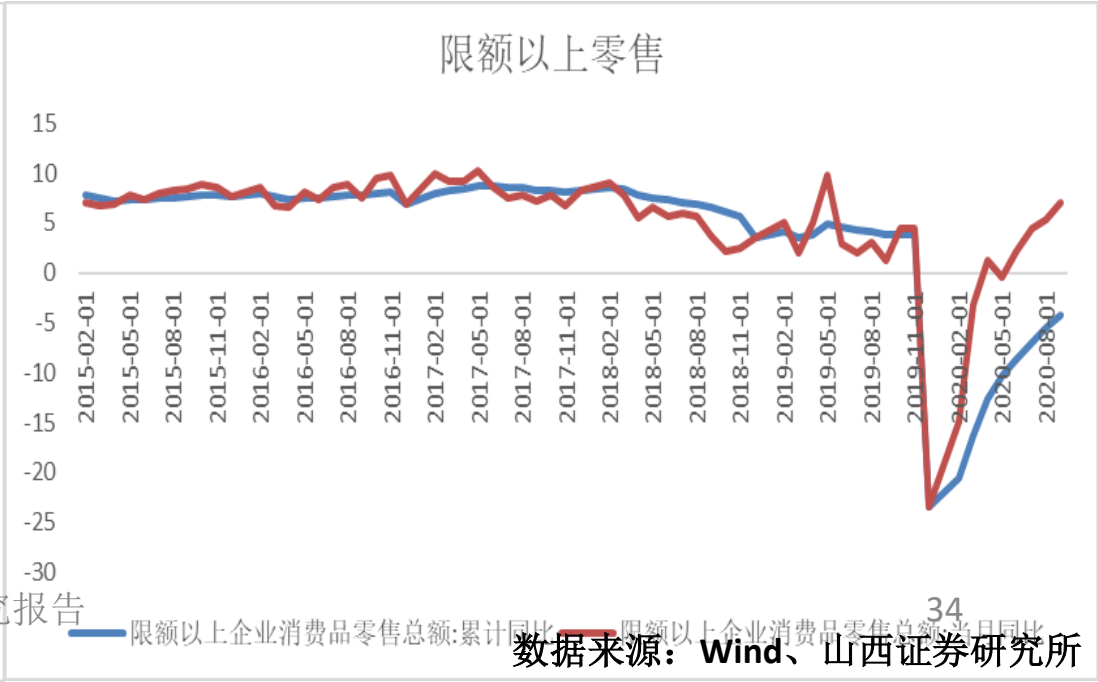
数据来源：Wind、山西证券研究所

- 10月份，社会消费品零售总额38576亿元，同比增长4.3%，增速比上月加快1.0个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额34868亿元，增长3.6%；预期同比增长5.2%。

- 1—10月份，社会消费品零售总额311901亿元，同比下降5.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额281428亿元，下降6.0%。

- 具体来看，10月份，按经营单位所在地分，城镇消费品零售额33498亿元，同比增长4.2%；乡村消费品零售额5078亿元，增长5.1%。按消费类型分，餐饮收入4372亿元，同比增长0.8%，增速年内首次转正；商品零售34204亿元，增长4.8%，连续4个月正增长。消费升级类商品销售较快增长。10月份，化妆品类、金银珠宝类、汽车类商品同比分别增长18.3%、16.7%、12.0%。网上零售持续增加。1-10月份，全国网上零售额91275亿元，同比增长10.9%，比1-9月份加快1.2个百分点；其中，实物商品网上零售额增长16.0%，比1-9月份加快0.7个百分点，占社会消费品零售总额的比重为24.2%。



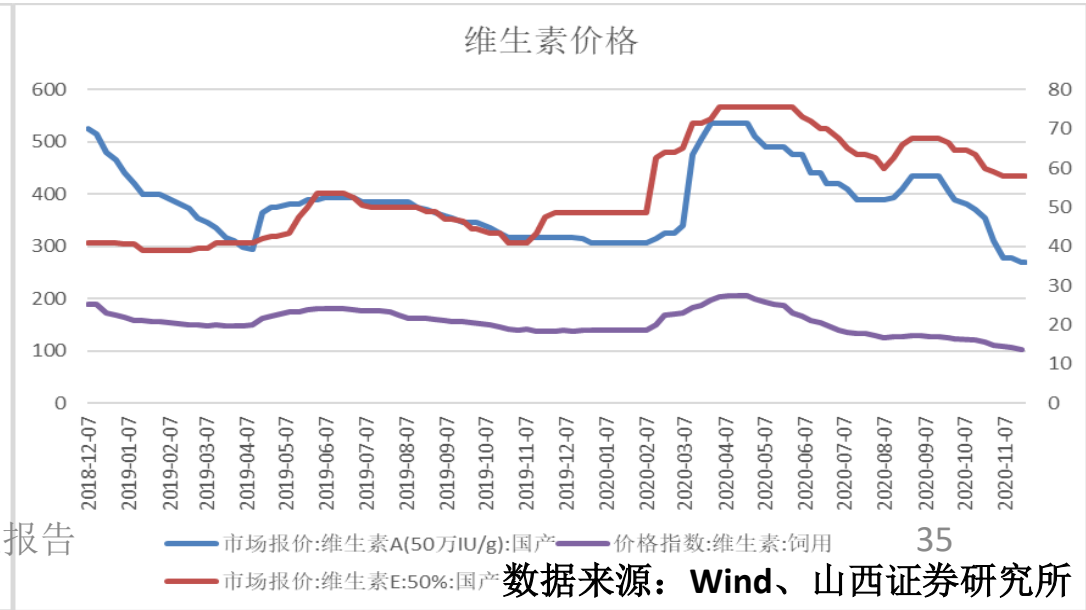


数据来源：Wind、山西证券研究所

- 11月17日，为进一步指导血站做好秋冬季新冠肺炎疫情防控工作，落实疫情常态化防控工作要求，规范血站工作流程，保障血站工作人员及无偿献血者安全，国家卫健委等部门组织专家制定了《血站秋冬季新冠肺炎疫情防控工作指引》；11月18日，国家药监局发布关于批准注册73个医疗器械产品的公告；11月19日，中国国家药监局药审中心（CDE）发布关于《药品附条件批准上市技术指导原则（试行）》的通告。11月20日，为持续推进医保支付方式改革，提升医保治理现代化水平，加强对区域点数法总额预算管理和按病种分值付费试点工作的技术指导，医保局发布《国家医疗保障按病种分值付费（DIP）技术规范》。

- 行业观点预判：医药短期受政策扰动，长期预计持续高景气：Q4是板块的业绩真空期，同时也是医药政策密集落地期，板块整体受到压制，随着年底临近，包括医保准入谈判等在内的政策将落地，医药的阶段不确定性有望消除，同时，从明年角度看，医药板块将逐步步入估值切换阶段，建议关注业绩有望延续快速增长的赛道包括疫苗、CXO、医疗器械、处方体系医疗服务板块等。



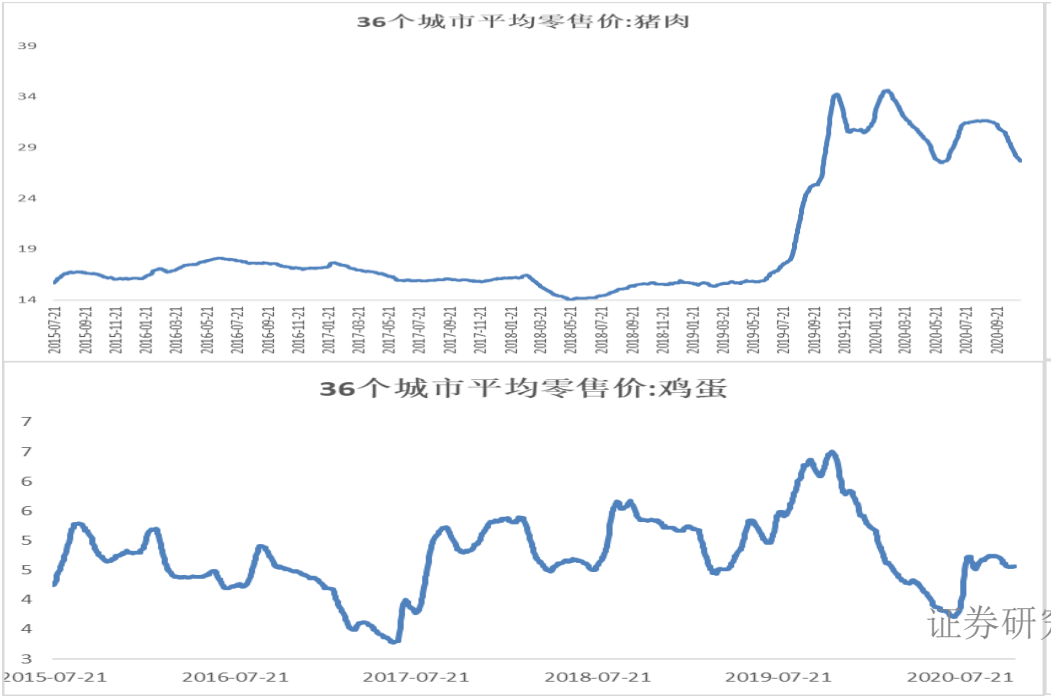


数据来源：Wind、山西证券研究所

- 中南六省拟限制活猪调运，屠宰肉制品龙头有望迎来发展机遇期。中南区将于2020年11月30日起，全面禁止非中南区的生猪（种猪、仔猪除外）调入中南区，中南区内原则上不进行生猪（种猪、仔猪除外）跨省（区）调运。认为，中南区禁止活猪调运或只是一个开始，未来全国性的活猪调运限制或将到来。预计，一方面，屠宰肉制品企业产业链中的地位或将抬升；另一方面，政策将加速我国猪肉消费由热鲜向冷鲜的转变，屠宰肉制品企业的渠道、以及供应链能力重要性提升，龙头屠宰肉制品企业将迎来良好的发展机遇期。

- 预计猪价高位时间拉长，2021年猪价仍处于高位；叠加上市公司出栏量的高增长及成本的改善，预计2021年猪企业绩有望同比增长。短期来看，预计受益于冬季及年底猪肉消费需求提升，猪价有望回升，若进口限制影响加大也将利好国内猪价。

- 动保：长期趋势向好，规模猪企出栏规模或加速，动物疫苗业绩或加速；非洲猪瘟疫苗打开板块成长空间。



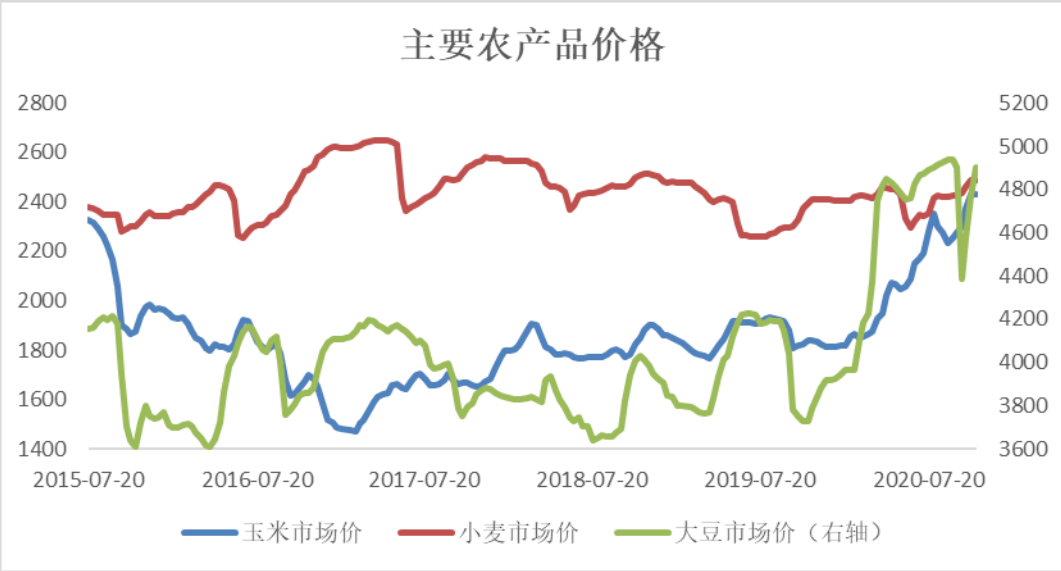


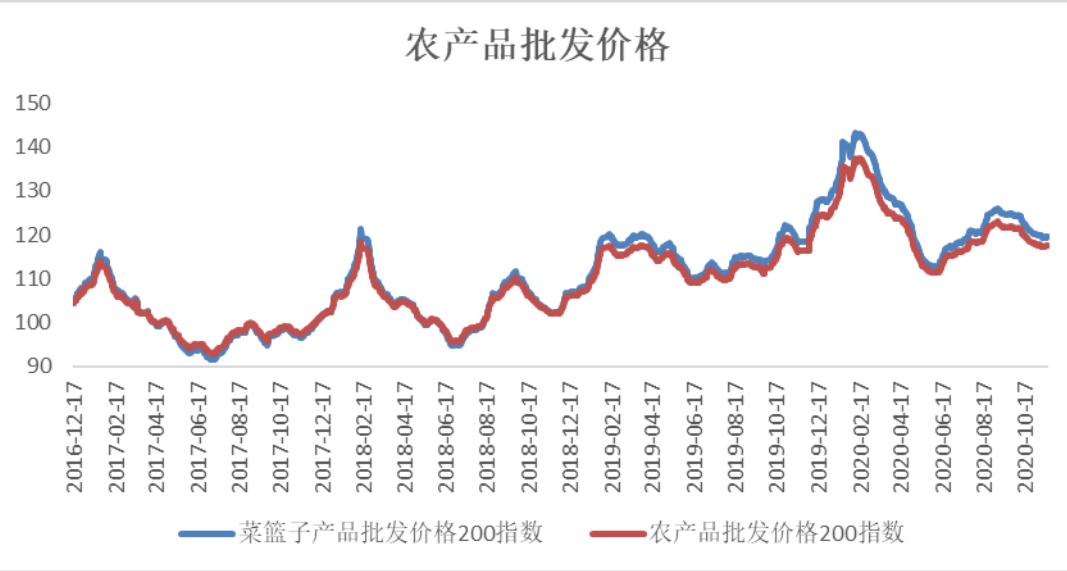


证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 玉米现货价格再创新高，中南六省拟限制活猪调运1、截止11月20日，我国玉米现货均价达到2539.48元/吨，再创年内新高。11月10日，美国农业部将本年度玉米和库存将降至七年来最低水平。叠加当期拉尼拉现象，全球产量或再受影响，预计国际和国内农产品价格有望继续共振上行。

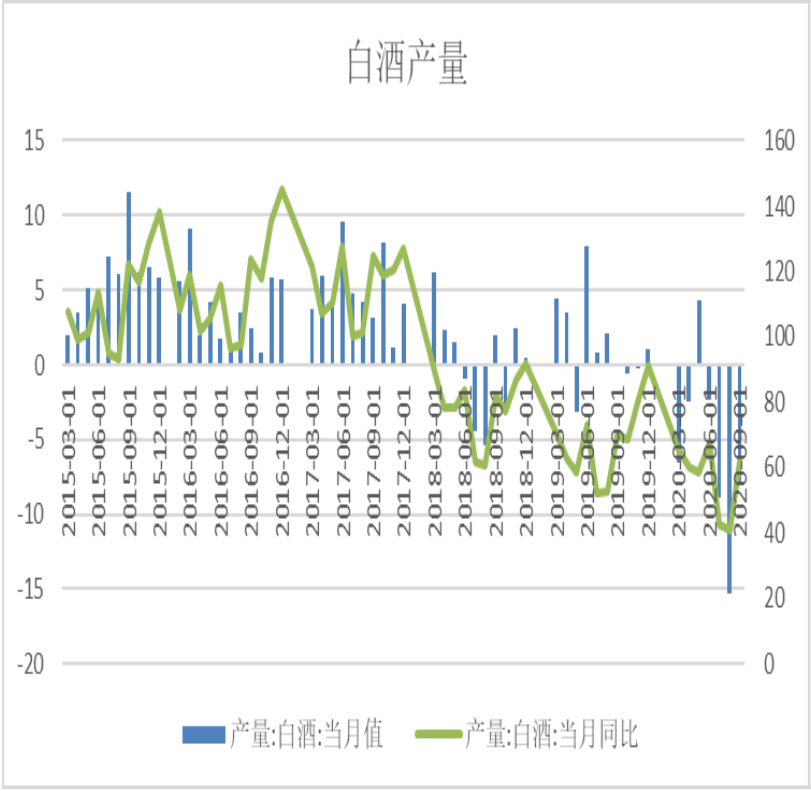


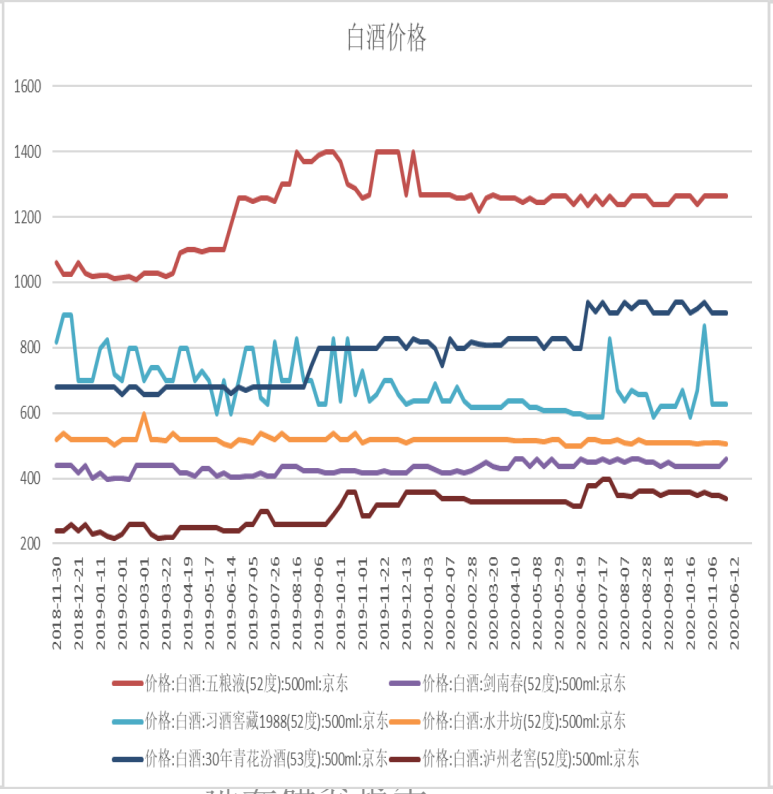


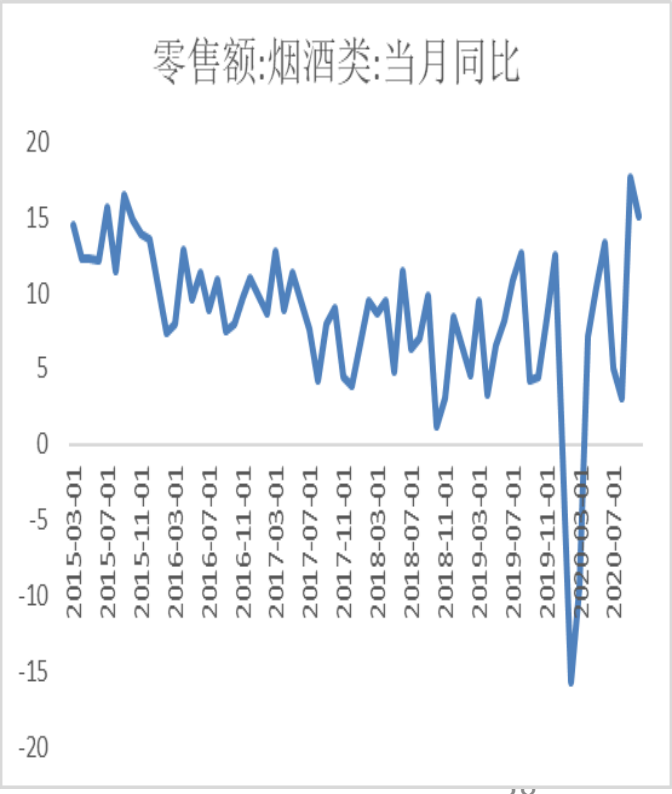
数据来源：Wind、山西证券研究所

下游行业：茅台加大直销投放，二线酱酒快速增长

- 茅台加大直销投放二线酱酒业绩高增：11月18日，茅台直销渠道商座谈会宣布，四季度直销渠道计划投放4160吨茅台酒，占今年计划销售量3.45万吨的12.1%。
- 加大直营投放利于稳定茅台价格、减少渠道囤货、降低价格风险。公司要求确保元旦前直销渠道的2020年茅台酒库存清零。按照经验2124瓶/吨和直销渠道平均1299元/瓶出厂价计算，本次投放将为股份公司和集团合计贡献销售收入将超过110亿元。公司前三季直销渠道收入占比12.6%，加大投放将提高渠道占比，带动业绩平稳增长。直销渠道出厂价格为1299元/瓶或1399元/瓶，较分销渠道969元/瓶高330-430元，直销渠道的投放将提高茅台吨酒价格，对股份公司收入和利润的提高提供支撑。直销投放加大可稳定茅台价格、减少渠道囤货，对提高茅台酒开瓶率、降低价格风险有积极作用。茅台当前批价2840元左右，节后整体维持平稳，四季度直销投放加大，受供求影响，预计茅台酒批价小幅波动、不会大幅下行。据渠道反馈，今年以来茅台酱香系列酒实现超过50%的涨价，钓鱼台、国台涨价幅度分别为30%、25%，郎酒和习酒部分产品涨幅达到20%，酱酒呈现超水平价格上涨。





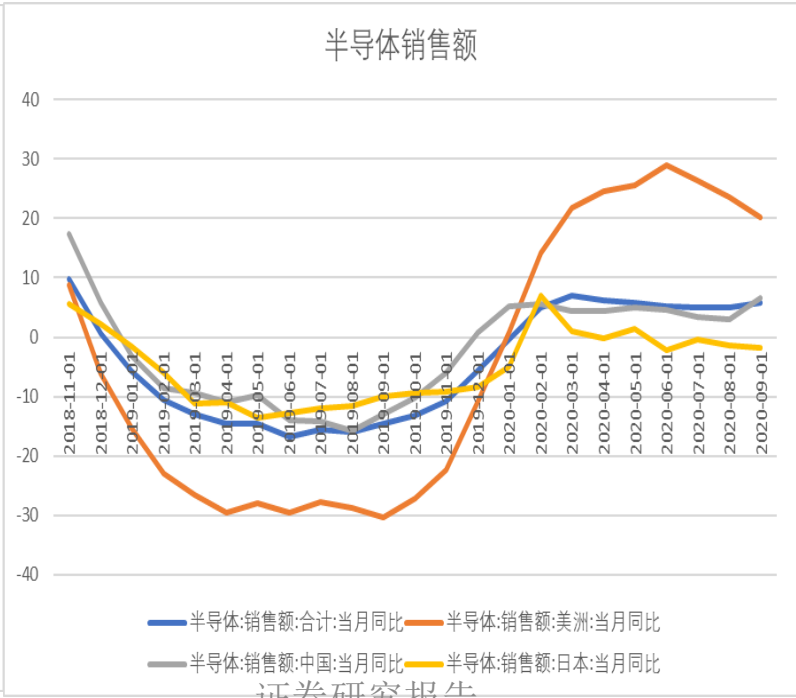


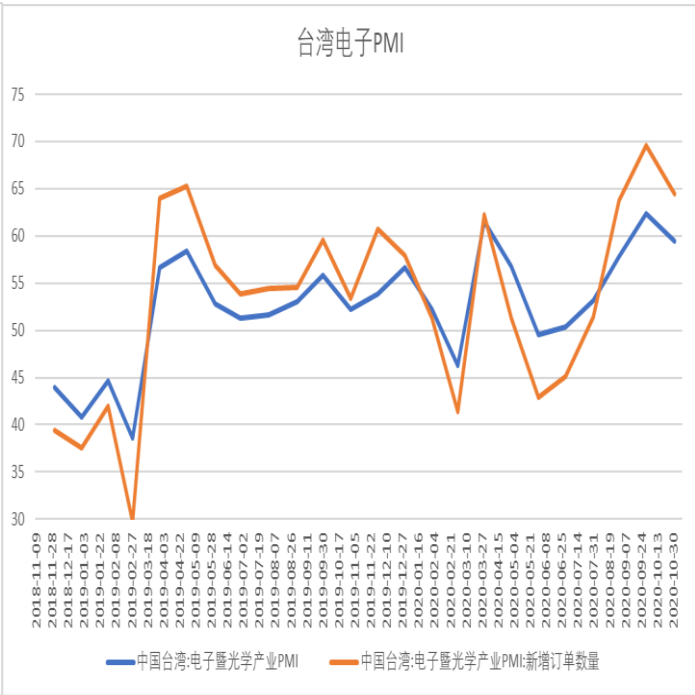
数据来源：Wind、山西证券研究所

TMT行业高频数据

- 华为出售荣耀整体资产官宣，OPPO发布X2021卷轴屏概念新机：此前市场上关于华为出售荣耀的传闻在上周落定，深圳国资协同30余家代理商、经销商在《深圳特区报》发布联合声明，深圳市智信新信息技术有限公司已与华为签署收购协议对荣耀相关资产进行全面收购，华为将不再持有荣耀任何股份。这次收购最大化地保障了消费者、供应商、渠道等的利益，更是让荣耀在资源、品牌、生产、渠道、服务等方面汲取各方优势，更高效地参与到市场竞争中。上周OPPO未来科技大会上发布了X2021卷轴屏概念机，采用了卷轴设计加上OLED柔性屏，以全新的方式对屏幕进行弯曲，实现了“零折痕”的屏幕效果，国内安卓系厂商在手机创新方面较为激进，带动了包括全面屏、快充等技术的普及，但折叠屏、卷轴屏目前仍受制于技术和成本未实现高渗透，然而技术趋势正在强化。
- 缺货涨价仍在延续，8英寸代工产能紧张短期未缓解：半导体方面，芯片涨价已从PMIC、显示驱动IC、CIS领域蔓延至MCU，8英寸晶圆代工产线产能紧张情况短期内未见到缓解迹象，且有愈演愈烈的情况。三季报显示国内半导体产业链业绩表现均同比大增，主要系国内产业链恢复较快、华为批量备货等因素，进入四季度订单景气度好于此前预期。由于海外疫情上演第二波，供给端未能释放，而需求正随着旺季逐渐复苏，因此供需不平衡使得代工等产能持续紧张。由于四季度景气主要系供给端紧张导致，建议关注供给端释放后供需方面的变化及对国内产业链的影响。

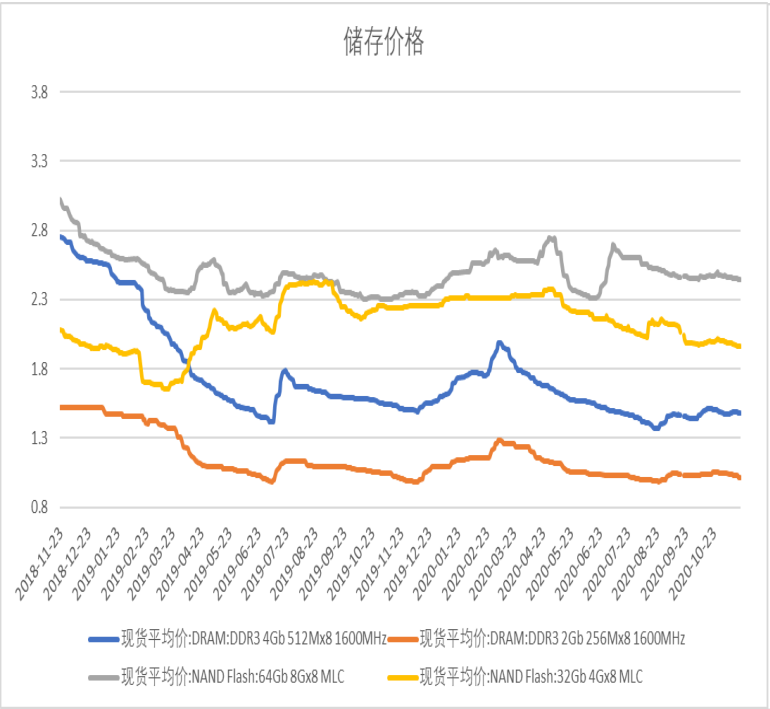


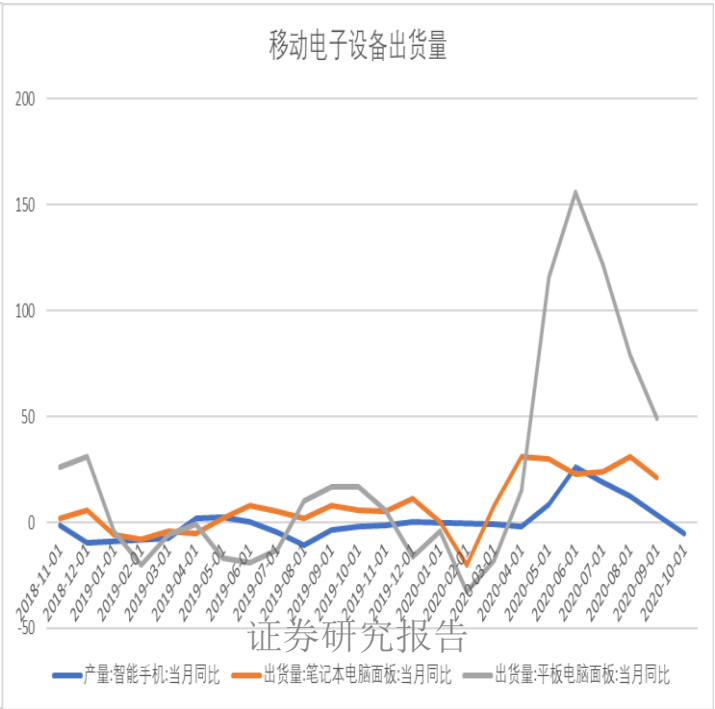


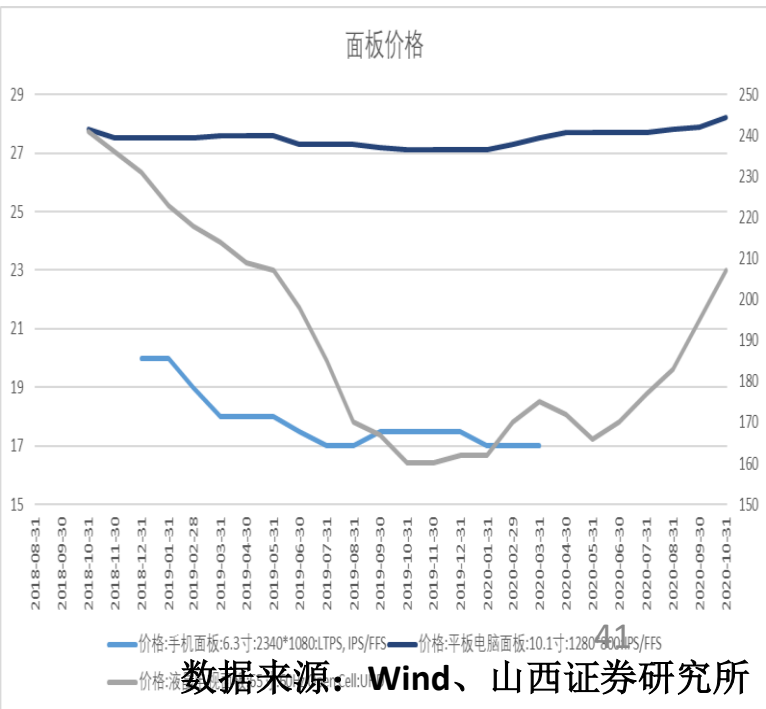


数据来源：Wind、山西证券研究所

- 面板维持景气，MiniLED趋势有望重启：11月面板价格仍维持上涨趋势，尽管涨幅较前期下滑，但预计至年底仍将保持上涨态势。三季报来看国内面板龙头业绩开始修复，尤其是大尺寸价格上涨带来的利润改善，预计四季度修复将更为显著。MiniLED背光方面，前期由于疫情量产进程被延后，上周消息面上看三星正在越南打造50条MiniLED电视产线，此前京东方也预告将量产MiniLED背光电视。因此，在各大终端厂布局路径逐渐清晰后MiniLED将有望迎来重启。



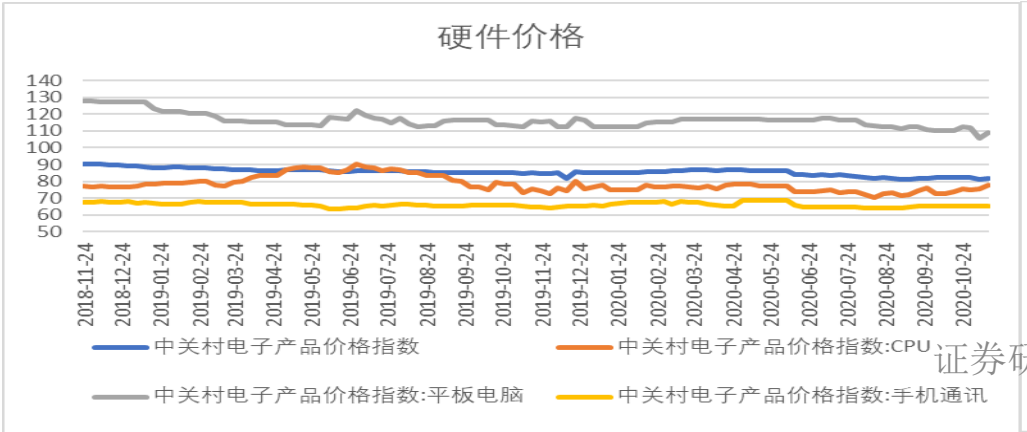


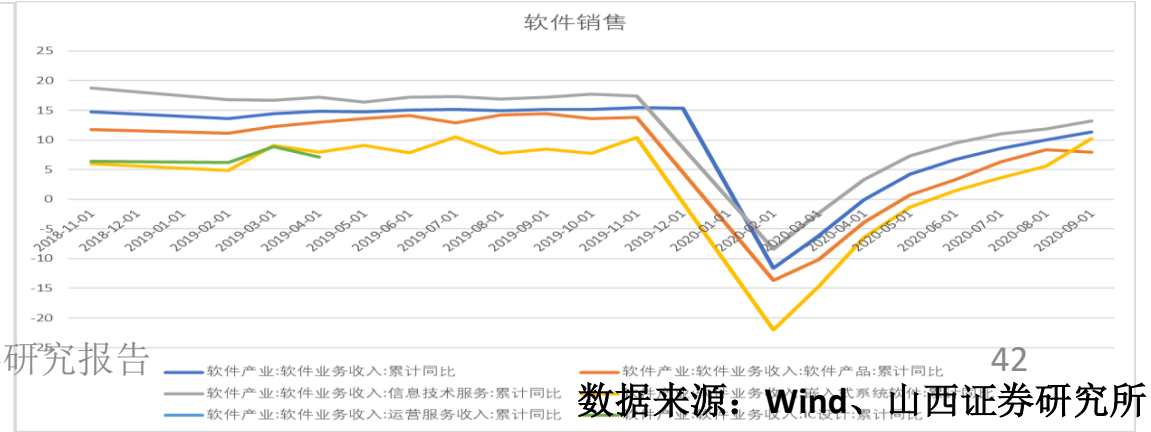


证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 技术和供需催化，公有云PaaS值得期1、2019年我国PaaS市场规模同增92.2%，占公有云市场的6.08%：根据中国信通院数据，2019年，我国公有云PaaS市场规模为42亿元，同比增长92.2%，呈加速上升的趋势。我国公有云PaaS市场规模占公有云市场整体的6.08%，而根据Gartner数据，全球PaaS市场规模占公有云市场的18.53%，2019-2023年全球PaaS市场规模CAGR达21.04%。对比而言，我国公有云PaaS市场规模仍至少具有五倍增长空间。
- 全球PaaS市场Salesforce占比24%，国内PaaS市场阿里占比37.3%根据Gartner数据，2017年全球PaaS市场份额前三的企业分为：Salesforce.com（24%）、亚马逊（17%）和微软（10%），Salesforce为CRM软件厂商龙头。对比看，国内公有云PaaS市场主要以互联网巨头为主。2019H1，国内Paas市场阿里云占比达37.3%，位居第一，亚马逊占比12.7%，腾讯占比11.7%，认为未来国内PaaS市场格局仍有变化可能。
- 2020年7月，中国信通院发布的《云原生发展白皮书（2020）年》报告表示，云计算的拐点已至，云原生成为驱动业务增长的重要引擎。云原生技术生态从容器、微服务、DevOps等技术领域，已扩展至底层技术、编排及管理技术、安全技术、监测分析技术以及场景化应用等众多分支，初步形成了支撑应用云原生化构建的全生命周期技术链。开源方面，软件开源的经营模式逐渐成为主流，全球云计算厂商积极布局云原生开源项目，加速云原生技术发展。云原生技术进步将为PaaS建设提供强有力的技术支撑。
- 2020年大型企业选择PaaS比例增长至19.1%，厂商对PaaS投入增加需求侧：根据海比研究，2020年企业购买服务应用选择Paas的比例大幅提升，其中大、中型企业选择PaaS服务比例分别增长到19.1%和24.3%。大中型企业对云化软件的需求力度持续加大将会持续助推PaaS产业的发展。供给侧：截至2019年，PaaS市场已经有360多家厂商，在21个品类下提供550多种云平台服务。国内互联网巨头、电信运营商和传统软件企业在Paas领域均有布局。相较于SaaS，Paas平台客户服务粘性高、可扩展性强，具有高增值和强成长性，并可形成开发者生态。随着IaaS和SaaS服务发展趋于成熟，未来厂商将会加速向PaaS层布局。



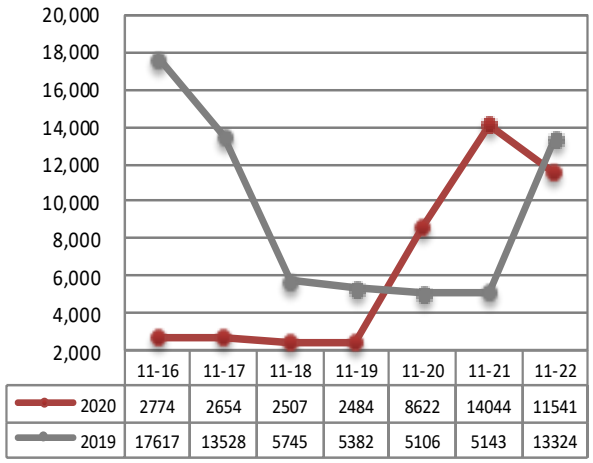


数据来源：Wind、山西证券研究所

传媒：B站用户增长超预期

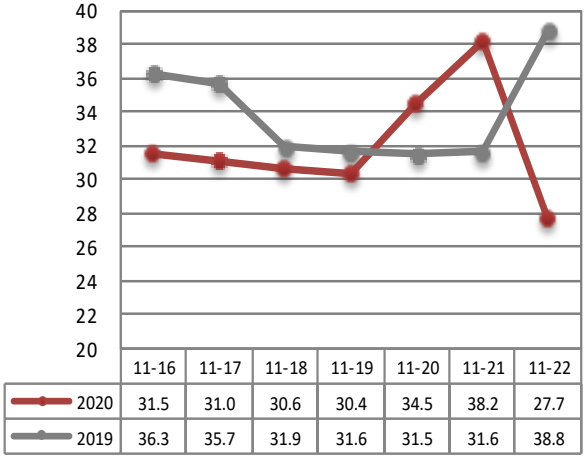
- 阿里创投提交对芒果超媒投资意向申请材料：芒果超媒分别于9月28日和10月31日发布公告，拟转让股本占公司总股本的5.26%，转让价格不低于66.23元/股。截至公司公开征集截止时间，公司控股股东芒果传媒收到阿里创投一家意向方提交的申请材料。
- 爱奇艺发布三季报：会员用户同比略有下降，亏损持续收窄。爱奇艺本周公布三季报，会员收入40亿（占比55%，YOY+7%），其中付费会员数1.048亿，同比下降0.9%；广告收入18亿（占比25.6%，YOY-11%）。
- 哔哩哔哩发布三季报：用户增长大超预期，多元化变现能力持续增强。公司月均活跃用户数同比增长54%达1.97亿人，日均活跃用户数同比增长42%达5300万人。从营收结构来看，游戏业务实现营收12.75亿元，同比增长36.7%，营收规模仍居首位，但其占比已逐渐下降至40%以下。与此同时，增值服务实现营收9.80亿元，占比30.4%，同比增长116.5%；广告业务实现营收5.58亿元，占比17.3%，同比增长125.5%；电商及其他业务实现营收4.13亿元，占比12.8%，同比增长82.8%。
- 电影板块：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。银幕增速：我们预计2020年~2021年银幕数增长在0%~10%之间。行业格局：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。

大盘单日票房



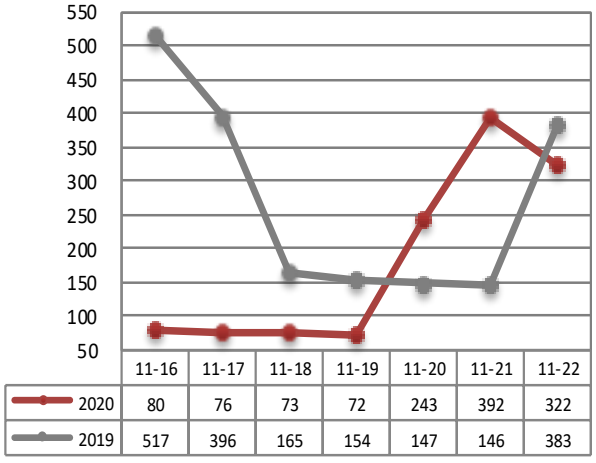
	11-16	11-17	11-18	11-19	11-20	11-21	11-22
2020	2774	2654	2507	2484	8622	14044	11541
2019	17617	13528	5745	5382	5106	5143	13324

大盘单日放映场次



	11-16	11-17	11-18	11-19	11-20	11-21	11-22
2020	31.5	31.0	30.6	30.4	34.5	38.2	27.7
2019	36.3	35.7	31.9	31.6	31.5	31.6	38.8

大盘单日观影人次



	11-16	11-17	11-18	11-19	11-20	11-21	11-22
2020	80	76	73	72	243	392	322
2019	517	396	165	154	147	146	383

数据来源：Wind、山西证券研究所

风险提示

- 宏观经济不达预期风险
- 货币政策不达预期风险
- 监管政策超预期风险
- 行业景气度不达预期风险

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券策略团队

分析师：

麻文宇 CFA
SAC NO：S0760516070001
TEL:010-83496336
Email:mawenyu@sxzq.com

梁迪柯CFA
SAC NO：S0760518070001
TEL:010-83496302
Email:liangdike@sxzq.com

李杰 CPA
SAC NO：S0760520090001
Email:lijie@sxzq.com

研究助理：

翟子超 FRM
TEL:13681033618
Email:zhaizichao@sxzq.com