策略研究

国都投资研究周报 2020.11.23-11.27

本周策略：

顺周期补涨持续性如何？

一、近期展望：顺周期板块阶段领涨

1、**市场脉动：经济复苏预期强化，大宗与顺周期板块强势补涨。**11 月上旬随着美国大选这一不确定性事件落地，民主党拜登确立显著领先优势后，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三周反弹。11 月 2 日至今 MSCI 美国、欧盟、发达、新兴、中国 A 股指数各累计上涨 9.1%、17.3%、10.8%、9.6%、5.1%。行业板块来看，新冠疫苗进展超预期提振市场对于明年全球经济恢复预期，MSCI 能源、金融、工业、原材料等顺周期行业领涨 22.1-10.6%不等。然而，随着美国大选结果迟迟未获得权威认定，同时美国两党对于新一轮财政刺激方案陷入僵局、欧美疫情快速反弹等不利因素压制，股指反弹动能已逐步减弱。

其他大类资产价格表现来看，11 月 2 日至今的三周内，美元指数趋势走弱共贬值 1.9%至近六年低点 92.3 附近，人民币、英镑、欧元等兑美元汇率相应普遍升值 2%附近，其中人民币兑美元汇率自今年 6 月初期持续升值约 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、累计小幅下跌 0.6%至 1870 美元/盎司附近，LME 工业金属普遍上涨 8%附近，原油期价大幅上涨 20%附近。

近三周全球风险资产反弹阶段，A 股受流动性边际收敛及近期信用债事件影响，指数涨幅相对靠后，且板块间阶段强弱分化明显。11 月 2 日至今，大盘蓝筹股指数强于中小盘成长指数，低价股、亏损股指数强于绩优股、高价股指数，上证红利指数领涨 9.6%，中证 100、沪深 300 各涨 6.1%、5.3%，而创业板指、中小板指、科创 50 涨幅各仅为 0.2%、0.4%、2.6%；绩优股、高价股、低价股指数各涨 2.0%、3.4%、7.1%。行业板块方面，有色、钢铁、家电、采掘、化工、汽车等顺周期行业以 18.2-10.2%的涨幅居前，而医药生物、传媒、休闲服务逆势下跌 4%以内，计算机、商贸、纺织服装、电气设备、建筑装饰、农林牧渔等行业景气滞后或前期强势板块涨幅居后，均在 3%以内。

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3377.73	2.04
沪深 300	4943.29	1.78
深证成指	13852.42	0.71
中小板综	12625.58	0.81
创业板指	2667.09	-1.47
恒生指数	26451.54	1.13
恒生中国企业指数	10553.35	0.08
恒生沪深港通 AH 股溢价	142.41	2.37
标普 500	3557.54	-0.77
纳斯达克指数	11854.97	0.22
MSCI 新兴市场	1209.26	1.76

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	42.47	5.86
纽约期金	1869.60	-0.99
伦敦期铜	7261.00	3.73
伦敦期铝	1989.00	-0.05
波罗的海干散货	1148.00	2.96

2、市场焦点：顺周期板块启动原因及其持续性？

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。**

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。

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已呈现轮番调整态势，而汽车、家电、上游资源品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、下阶段重点方向：顺周期中配置低估补涨行业。当前流动性边际收敛，大多数行业估值较历史均值溢价两三成，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。

三季报收官之后，岁末年初存在较大的业绩预期修正可能，因此业绩预期差是阶段性配置性价比的主要考量因素。

结合行业的估值分位数—业绩预期差二维筛选，低估值+正向预期差或预期修正压力小的行业，或是年底进可攻退可守的安全板块，**当前主要集中于后周期板块，包括银行、非银金融、交运、建筑建材、采掘、化工、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**；

而高估值+负向预期差较大的板块，或受业绩大幅下修而存在较大上行阻力，当前主要集中于传媒、通信、计算机、军工、医药等成长板块，及有色金属（黄金为主）、纺织服装、商贸等行业。

二、中期风格展望：中期业绩相对景气的科技成长股仍趋势占优

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。

期间陆股通资金流向变化，也充分表明市场资金的选择，在整体持续净流出近六百亿元的背景下，电气设备（新能源）、建材、化工、汽车、机械、钢铁、轻工等顺周期、耐用品消费板块累计净流入额在 70-10 亿元不等，指数普遍录得正收益，平均涨幅+1.3%；而食品饮料、医药生物、非银金融、休闲服务、农林牧渔、计算机、有色(黄金)、家电等受益于疫情暴发防控期的必需消费品或线上服务板块，期间陆股通转为大额净卖出 230-30 亿元不等，相应指数平均下跌近 5%。

三、中期市场展望：结构性牛市换挡，下半场基本面接力

1、中期市场展望一：结构性牛市换挡。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，正改善 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，牛市第一阶段的估值修复行情演绎较为充分。

随着 5 月以来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；近四个月在内外扰动压力下，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、绩优高价股领跌调整，而中低估值、亏损低价股逆势上涨，估值合理偏低的传统蓝筹相对抗跌，也是对过去一年风格大幅偏向前者的适度修正。

根据近 25 年 A 股前四轮牛熊转换周期的运行规律，及牛市三阶段（估值修复—基本面上行与估值续升的戴维斯双击—估值全面泡沫化）的普遍节奏，预计目前 A 股正处于牛市的第一、二阶段换挡期。我们判断，近中期基本面恢复上行，有望驱动结构性牛市下半场，但指数上行斜率或放缓。

2、**中期市场展望二：基本面上行有望接力。**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：**一是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。

二是上市公司业绩与盈利有望迎来显著回升期。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%、+30%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。**三季报已收官，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、配置建议：近期把握低估值绩优蓝筹与景气改善的顺周期板块，中期深挖科技+券商龙头。

一近中期而言，下半年经济恢复趋势明确、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，结构性机会或主要以顺周期的低估值蓝筹补涨，以家装家具家电、汽车、旅游影院等可选消费回补，及化工、建材、机械、电气设备等中游制造补库存为主；

二中长期深挖业绩超预期中期景气上行的科技龙头股；在国内大循环为主体、补短板煅长板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和竞争力，更加注重补短板和锻长板，预计以半导体芯片、5G+应用、新能源汽车、军工装备、创新医药为首的科技龙头有望进入中期景气上行期，可深挖优质科技成长股并逢低坚定配置；

三紧抓“两新一重”投资受益板块；中长期创新升级经济转型的战略目标下，新一代信息基础设施、融合基础设施（深度应用互联网、大数据、人工智能等为主）、创新基础设施（支撑科学研究、技术开发、产品研制的公益性基

础设施）等三大类新基建，具体包括**5G 通讯、半导体、数据中心与数字基建、工业互联网、公共医疗卫生（生物安全）、智慧城市、智慧交通、智能制造等新基建；及城市轻轨、环保、电网改造升级、城市旧改等传统基建。**

四，低估值的券商、银行、保险、地产等大金融板块中的头部公司，业绩相对稳健，股息率相对国债利率已具备配置价值，预计随着财政政策加码落地，国内稳经济政策发力、经济逐步企稳修复，以及资本市场制度深化改革的加快推进，低估值的大金融板块也有望迎来估值修复行情，尤其是在大力发展资本市场、着力打造旗舰型券商的政策红利下，中长期龙头券商可坚定持有。

风险提示：中美关系加剧紧张，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+2.35%；农林牧渔（中信）涨跌幅+3.48%；沪深 300 涨跌幅+1.78%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格 **29.55 元/公斤，略有提升。**
2. **茅台一**批价：2800-2820 元，略有提升。

三、食品饮料：

1. **白酒：**

行情：本周**白酒指数持续强势**，小酒热点延续。

动态：茅台宣布 Q4 直销渠道计划 4160 吨，考虑集团和上市公司分配，预计体现到上市公司端相比三季度有所提速。

目前我们对白酒板块持续推荐。中长期看好包括基本面强的**茅五泸汾**，对于 21 年估值 40x 左右，白酒估值纵向来看，虽处于较高位置，但考虑板块基本面的高壁垒，北上资金的青睐，估值体系国际化，长期有望享受估值溢价；同时对比调味品以及医药等板块优质个股来看，估值有优势；**短期茅台直营体量提升，有望提振板块情绪；**小酒短期虽有波动但整体向上，我们认为基本面小酒因三季报普遍环比提升超预期，叠加到明年上半年有低基数效应，业绩增速更高，市场预期提升，低仓位，各种性质资金关注度提升。

我们近期**重点推荐：茅台、老窖、今世缘**、水井坊等。

2. 近期黄酒和啤酒均表现较好，我们认为板块优质公司涨幅较高，同时，10 月社零同比+4.3%，环比 9 月+1pct，餐饮收入同比+0.8%，增速年内首次转正，从而带动的整个板块热度扩散，中长期基本面相比白酒支撑较弱。

3. 调味品和速冻品：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。

四、农业：中长期继续推荐养殖龙头企业

行业层面：近期猪价略有提升，预计年底前猪价易涨难跌。21 年产能虽逐步提升，但考虑成本及产能质量，预计猪价破 20 **元/公斤**概率较低。

持续推荐牧原：短期猪价止跌，对板块的压制作用有一定弱化；中长期行业产能逐步爬坡，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 2.04%，沪深 300 上涨 1.78%。家电板块上涨 1.58%，略微跑输大盘指数，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）空调 10 月份产销数据

根据产业在线，空调行业 10 月份产量为 938 万台，同比增长 12.7%，销量为 868 万台，同比增长 12.4%，内销出货量 530 万台，同比增长 4.5%。出口 338 万台，同比增长 27.4%。在淡季维持较好整体规模，出口大幅增长，内销继续回暖。

（2）10 月份社零数据回暖，住宅销售面积回升

社会消费品零售增速明显,家用电器和音像器材类持续回暖。2020 年 10 月社会消费品零售总额上升 4.3%(+1.0pct)。家用电器和音像器材类同比上升 2.7%（+3.2pct）。地产数据回暖，商品住宅面积同比增长显著。2020 年 10 月商品住宅销售面积同比上升 16.0%（+8.3pct），增长显著。

（3）美的集团控股股东减持 65 亿

11 月 20 日，美的集团发布公告宣布，公司控股股东美的控股及一致行动人何享健于 9 月 3 日和 11 月 20 日通过大宗交易方式累计减持美的集团约 7028 万股，占公司总股本 1%。此次减持累计获得资金约 56 亿元。减持金额主要用于在顺德北滘投资建设一家非营利性的和祐国际医院。作为一家非营利性医院，和祐国际医院未来经营所得将全部用于医院可持续发展和社会民生福祉。

展望：2020 年上半年空调外销优先发力，内销受影响较大。到了 Q3，空调外销持续保持相对较高的增速，表现优于内销。原因在于，一方面外销基数低于内销，且受疫情影响，海外订单存在向国内转移的可能性；另一方面受海外疫情的不确定性影响，考虑到后期船运紧张，整体出货节奏有所提前。10 月空调行业内外销同比分别+4.5%、+27.5%，外销高景气延续，表现超预期。

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1.43%，在28个申万一级行业中，表现排名第28位，同期沪深300指数上涨1.78%，中小板指数下跌0.10%，创业板指数下跌1.47%。细分子板块来看，仅化学制药、中药板块实现小幅上涨，涨幅分别为0.87%、0.30%；其余子版块均下跌，医疗器械本周跌幅1.32%，医药商业跌幅2.26%，生物制品跌幅2.59%，医疗服务单周跌幅达5.32%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是冠昊生物（+10.98%）、天坛生物（+10.92%）、天臣医疗（+10.16%）、威尔药业（+9.91%）和艾迪药业（+9.85%）；而跌幅最大的前五家公司分别是西藏药业（-14.56%）、正川股份（-11.97%）、通策医疗（-11.24%）、大参林（-10.48%）和博晖创新（-10.20%）。

二、本周主要观点

医保支付方式改革持续推进，DIP技术规范和病种目录库发布。本周国家医保局印发国家医疗保障按病种分值付费（DIP）技术规范和DIP病种目录库（1.0版），持续推进医保支付方式改革，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。此前，国家医保局于10月19日印发《区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案的通知》，试点目标希望“用1-2年的时间，将统筹地区医保总额预算与点数法相结合，实现住院以按病种分值付费为主的多元复合支付方式。建立起现代化的数据治理机制，形成数据采集、存储、使用的规范和标准”，并于11月4日发布《区域点数法总额预算和按病种分值付费试点城市名单的通知》。DIP（按病种分值付费）是利用大数据优势所建立的完整管理体系，发掘“疾病诊断+治疗方式”的共性特征对病案数据进行客观分类，在一定区域范围的全样本病例数据中形成每一个疾病与治疗方式组合的标化定位，客观反映疾病严重程度、治疗复杂状态、资源消耗水平与临床行为规范，可应用于医保支付、基金监管、医院管理等领域。本次技术规范和病种目录库的发布，明确了DIP的数据基础及适用条件，解释了分值计算及医保基金结算的具体方法，并提出了医保监管、检测评价的具体要求。我们认为DIP的推进，可以提高医院提供医疗服务的积极性，并有望降低医院管理成本，降低医药费用支出，减轻患者就诊负担。

国内多地出现新冠肺炎新增本土病例，新冠检测需求增加。近期国内上海、天津、满洲里等地再次出现新冠肺炎本土病例，多个区域均陆续开展大规模核酸检测。在海外新冠疫情仍然严峻的情况下，国内部分口岸型城市的防疫形式仍然严峻。步入冬季，输入性病例的蔓延风险增加，防疫压力增大。在此背景下，我们认为对第三方检测、新冠检测试剂的需求有望增加，而相关公司的业绩持续性有望超预期。

三、行业动态跟踪

CDE发布《药品附条件批准上市技术指导原则（试行）》。11月19日，CDE官网发布了关于《药品附条件批准上市技术指导原则（试行）》的通告。根据该指导原则，药物临床试验期间，符合两种特定情形的药品，可以申请附条件批准：1）治疗严重危及生命且尚无有效治疗手段的疾病以及公共卫生方面急需的药品，药物临床试验已有数据显示疗效并能预测其临床价值的；2）应对重大突发公共卫生事件急需的疫苗或者国家卫生健康委员会认定急需的其他疫苗，经评估获益大于风险的。本指导原则适用于未在中国境内上市销售的中药、化学药品和生物制品。同时文件还附上了条件批准上市的技术要求及有效性评价的考虑要点。

七款新药可直接提上市申请。11月19日，CDE官网发布《关于发布第三批临床急需境外新药名单的通知》。根据

《关于临床急需境外新药审评审批相关事宜的公告》，国家药监局、国家卫健委组织有关专家研究论证，遴选出了第三批临床急需境外新药。此次名单共纳入 7 款药，包括安斯泰来二代 FLT3 抑制剂 Xospata，针对适应症为急性髓细胞白血病;Agios 针对 IDH1 酶突变的复发性或难治性急性髓系白血病的口服靶向抑制剂 Tibsovo(ivosidenib);BioMarin 的酶替换药物 Brineura，针对适应症为罕见病晚发婴儿型神经元蜡样脂褐质沉积症；最早由盐野义研发并于多国上市、针对甲型和乙型流感的 Xofluza 等。通知显示，列入临床急需境外新药名单的品种，可按照《临床急需境外新药审评审批工作程序》提交相关资料，直接提出上市申请，中心建立专门通道加快审评。尚未申报的品种，可随时提出与中心进行沟通交流，尽快提出上市申请。

国家药监局发布《关于规范药品零售企业配备使用执业药师的通知》。11 月 20 日，国家药监局发布《关于规范药品零售企业配备使用执业药师的通知》明确，坚持执业药师配备政策，稳步提高配备水平；细化落实执业药师配备要求，强化监督检查责任落实，省级药品监督管理部门在不降低现有执业药师整体配备比例前提下，可制定实施差异化配备使用执业药师的政策，并设置过渡期。过渡期内，对于执业药师存在明显缺口的地区，允许药品零售企业配备使用其他药学技术人员承担执业药师职责；切实发挥执业药师作用，持续加强队伍建设。通知自 2021 年 1 月 1 日起实施。

药企信用评级细则出台，国家医保局严打商业贿赂。11 月 20 日，国家医保局印发《(2020 版）医药价格和招采信用评级的裁量基准》，明确药企产品价格或营销行为设定统一信用等级评定，与药品集采进行联动挂钩，意在规范医药市场购销秩序，严打医药行业商业贿赂等违法行为。《通知》要求，根据法院判决或相关执法部门行政处罚认定的案件事实，对各级各类医疗机构、集中采购机构及其工作人员实施过给予回扣等医药商业贿赂行为将被纳入失信名单。此次信用评级将分为“一般”、“中等”、“严重”、“特别严重”四个等级，一旦药企的任何违规行为进入失信名单，省级集中采购机构定期向社会公开披露该企业评级结果和相关信息。这意味着，当药品招采信用数据积累到一定程度后，集中采购机构会优先和信用记录更好的药企进行交易，也会对失信主体、记录不好的药企拒绝交易，提高交易条件方面的惩戒，严重失信企业则被踢出公共采购市场。

四、投资策略

近期医药生物行业受冠脉支架集采降价幅度超预期，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，持续回调；而前期受政策影响较小、市场表现较好的医疗服务细分板块本周又遭遇较大幅度调整。从估值方面来看，目前医药生物（申万）的 PE（TTM）为 42.5X，当前分位置（近十年）为 76.91%，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，医药板块估值已逐渐趋于合理估值水平区间。综合来看，我们认为医药生物板块的回调有望渐近尾声，随着 11 月底 12 月初医保谈判落地，短期政策扰动因素将消除，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，建议关注以下相关标的：

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）板块本周上涨 25.11 点，周涨幅 0.57%。板块本周上涨前五名分别是*ST 宏图（14.66%）、兰州民百（14.46%）、*ST 中商（13.64%）、川能动力（13.48%）、上海九百（9.99%）。

本周零售板块在中信 29 个一级行业中排名 23，子版块中贸易板块表现较好，涨幅分别为 4.12%。疫情对线下场景

影响超出预期，线下百货、母婴连锁、珠宝门店等采取较为谨慎开店策略，加大门店调整、加快线上化布局，明年预期将会实现较大弹性，同时美妆等赛道持续高景气，股权激励下目标明确团队稳定，建议关注

二、行业动态

全国快递 10 月完成业务量 82.3 亿件，同比增长 42.88%，连续两月同比增长 40%以上，1-10 月完成快递业务量 643.75 亿件，同比增长 29.63%；10 月完成业务收入 811 亿元，同比增长 23.25%，单票收入 9.85 元，同比下滑 13.74%。

快递业务量增速：韵达 63.82%＞顺丰 57.31%＞圆通 53.08%＞全国 42.88%＞申通 26.64%，韵达连续两月领跑行业增速。

收入增速：顺丰 34.22%＞行业 23.25%＞圆通 17.57%＞韵达 10.24%＞申通 0.96%。

单票收入：顺丰单票 17.50 元，同比降 14.7%（同比下降系因产品结构性因素，但降幅收窄）；申通 2.25 元，同比降 20.2%；韵达 2.18 元，同比降 32.7%，降幅最大；圆通 2.14，同比降 23.2%。

10 月市场份额：申通 10.80%、韵达 17.22%、圆通 16.01%，顺丰 8.37%。

我们认为进入快递旺季之后价格战趋缓，同时电商平台出于服务质量考虑也希望价格稳定服务提升，但通达系以价换量的策略没有改变，顺丰特惠对通达系高端客户抢占后更加挤压通达系，预计旺季结束后价格战将持续。关注时效件高端消费驱动，特惠专配抢占通达系高端市场的顺丰，同时顺丰在快慢件分离上有望超预期，同时关注韵达逐渐进入良性循环，通达系第二座次稳固，当前估值具有较大优势。

三、投资关注

1、丸美股份（603983）：公司发布 2020 年限制性股票激励计划（草案），拟向 67 名激励对象授予限制性股票 102.26 万股，约占公司总股本的 0.26%，其中首次授予 86.26 万股，约占本次授予总量的 84.35%。

本次激励计划（草案）的限售期为自授予登记完成之日起 15/27/39 个月，分别解除限售比例 30%/30%/40%。首次及预留授予的限制性股票各年度业绩考核目标为：2021/2022/2023 年营业收入分别不低于 21.6/25.2/28.8 亿元，对应同比增速分别为 19.93%（相对 2019 年营收）/16.67%/14.29%；2021/2022/2023 年累计净利润不低于 5.4/11.7/18.9 亿元。

我们认为线上化趋势要求更多企业匹配更多深谙电商运营、社交营销投放的人才，传统美妆企业依赖线下起家，数字化基因匮乏，搭建新团队绑定利益格外重要，股权激励成为美妆企业吸引人才稳定团队的重要手段，从资生堂等海外美妆巨头经验来看，中长期建立企业治理机制，两权分离是企业长期稳健发展的重要基础。

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 3.49%，沪深 300 上涨 1.78%，上综上涨 2.04%。板块跑赢大盘指数。

本周统计局发布地产 10 月数据，其中销售方面，1-10 月份，商品房销售额同比增长 5.8%，增速提高 2.1 个百分点；商品房销售面积同比持平，1-9 月份为下降 1.8%。金九银十传统旺季期间，房企积极推盘，加速去库存为完成“三道红线”指标，整体销售持续向上。投资方面，1-10 月份，全国房地产开发投资同比增长 6.3%，增速比 1-9 月份提高 0.7 个百分点。受销售影响，以及去库存影响，整体开发投资加速提升，预计后续进入淡季将逐渐回冷。建安方面，1-10 月份，房屋新开工面积同比下降 2.6%，降幅收窄 0.8 个百分点；房屋竣工面积同比下降 9.2%，降幅收窄 2.4 个百分点。即将进入冬季，房企开工意愿有所下滑，竣工面积由于数据因素预计在后三个月加速结转。土地方面，1-10 月份，房地产开发企业土地购置面积同比下降 3.3%，降幅比 1-9 月份扩大 0.4 个百分点；土地成交价款增长 14.8%，增速提高 1.0 个百分点。房企整体拿地意愿相对不足，导致购置面积同比下滑，但优质项目依旧维持较高的土地价位。资金方面，1-10 月份，房地产开发企业到位资金同比增长 5.5%，增速比 1-9 月份提高 1.1 个百分点。受销售影响，整体回款速度提升，预计后续房企会持续加速监督销售回款端。

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

上周申万化工指数上涨2.12%，上证指数上涨2.04%，行业指数跑赢大盘指数。其中涨幅居前的板块是维纶、炭黑、磷肥；跌幅较大的板块改性塑料、氟化工及制冷剂、其他塑料制品。

二、行业观点：

MDI高位继续回落：本周纯MDI下跌1500元/吨至2.75万元/吨，聚合MDI下跌700元/吨至2.13万元/吨。2020年10月26日，纯MDI价格达到本轮周期高点3.5万元/吨，随后开始下调；11月2日，聚合MDI达到本轮周期的价格高点2.38万元/吨，随后价格开始快速下调。

主要是下游抵触心理较强，金九银十过去之后，需求略有下降。加上北方天气逐步降温，室外施工将陆续受到限制，整体开工有所下滑，聚合MDI需求端支撑疲软；供给方仍然控制出货量，货源整体供应依旧紧张。

TDI大幅下跌后小幅反弹：TDI价格在10月初达到1.7万元/吨的高点后开始回落，目前价格在1.2-1.3万元/吨，本周国内TDI市场先扬后抑，主流市场均价为12537.5元/吨，较上周环比上调2.14%。终端以海绵厂为首，面对聚醚价格暴涨，对TDI关注度减弱。下跌的主要原因需求高峰过后，终端订单有所减少，同时外贸因海外封国影响出口受限，放缓的主要原因是成本压力加大，预计短期价格震荡为主。

环氧丙烷回调后再次上涨：环氧丙烷价格10月中旬达到1.87万元/吨的高点，随后大幅快速下降至1.5万元/吨，本周工厂库存压力有所释放，个别企业开始上涨价格，目前上涨至1.8万元/吨，受雾霾天气影响，山东个别主力工厂降负生产，加上中石化化销（金陵亨斯迈）停止供货，跨区域采购积极性增加，以及中旬进口量到货相对较少；下游聚醚成品库存不高，成本顺利传导。目前工厂库存暂无压力。

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30000元/吨，生胶报盘31000元/吨，较上周上涨6000元/吨左右；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2.04%，收于3378点，创业板指同比下跌1.47%，沪深300同比上涨1.78%，机械设备同比上涨1.31%，跑输沪深300指数0.47pct。

二、机械行业动态及投资观点

1、光伏设备：异质结技术产业化在即，设备厂商有望率先兑现业绩

1）异质结技术已具备产业化条件，预计2022年迎来爆发性增长。根据迈为股份投资者关系活动记录表，今年国内预计将有3GW以上的异质结产能落地，2021预计将达到10GW以上。我们判断到2022年异质结或将迎来爆发性增长。

2）通威与天合光能合作投资光伏产业链项目，利好光伏设备厂商。根据公告，双方将投建年产4万吨高纯晶硅项目、年产15GW拉棒项目、年产15GW切片项目、年产15GW高效晶硅电池项目，总投资规模约为150亿元，项目将在未来2年建成投产。我们认为龙头厂商的扩产将率先利好设备厂商。

3）具体标的方面，推荐捷佳伟创、迈为股份等。

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、国防装备：强调富国与强军相统一，国防装备需求将持续增长

1）根据中央关于十四五规划建议，我们认为国防装备将迎来显著增长期。

建议明确要加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一。要求加快机械化信息化智能化融合发展，全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力，**确保二〇二七年实现建军百年奋斗目标。**

规划提出要提高国防和军队现代化质量效益。**加快武器装备现代化**，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，**加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。**

我们认为从需求侧，国家对武器装备，尤其对先进武器装备需求将持续提升，未来5-7年将迎来长周期景气。

2）从供给侧，十二五、十三五期间对大量新型装备进行研制、定型、列装，预计十四五期间将大幅放量。

3）我们重点看好消耗类装备以及航空装备等领域需求增长，沿产业链看，上游材料、电子元器件、信息化，中游分系统及零部件，以及下游总装等领域均将迎来显著的投资机会。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。

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 2.04%，申万有色指数上涨 6.04%。价格方面，小金属钴微跌锂上涨，长江钴价格下跌 1.49%至 26.50 万元/吨，电池级碳酸锂价格上涨 3.89%至 4.39 万元/吨，优质锂盐供应紧张，碳酸锂价格明显上涨；贵金属方面，COMEX 黄金下跌 0.88%、COMEX 白银下跌 2.22%；基本金属方面，LME 铜上涨 3.99%、LME 铝上涨 2.95%。

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 3.89%至 4.39 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，上涨动力更加充足。

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 0.88%。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，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 铜价格上涨 3.99%、LME 铝价格上涨 2.95%。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，同时相关基本金属库存低位。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、云铝股份及天山铝业等。

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）、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 2.04%，沪深 300 上涨 1.78%。电新板块上涨 0.59%，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）未来 5 年，通用汽车在电动化和自动驾驶方面投入 270 亿美元

通用汽车宣布，将在未来 5 年对电动和自动驾驶汽车的投入增加 35%至 270 亿美元。

（3）德国拟将新能源车补贴从 2021 年底延长到 2025 年

根据路透社新闻，德国拟将新能源汽车补贴政策由 2021 年底延长至 2025 年底。德国将提供 30 亿欧元，继续支持气候友好型汽车的开发和生产。2020 年 11 月，2022 年售价 4 万欧元以下的 PHEV 补贴恢复至 4500 欧元，而 EV 补贴会在 2022-2025 年分两步退坡。

展望：欧洲大国德国一直大力支持新能源车发展。其政策变化如下：2019 年 11 月，德国上调电动车补贴 50%，EV：6000 欧元（单价<4 万欧元）；5000 欧元（单价 4-6.5 万欧元）；PHEV：4500 欧元（单价<4 万欧元）；3750 欧元（单价 4-6.5 万欧元）。到 2020 年 6 月，因疫情影响德国再次上调电动车补贴，EV：9000 欧元（单价<4 万欧元）；5000 欧元（单价 4-6.5 万欧元）；PHEV：6750 欧元（单价<4 万欧元）；3750 欧元（单价 4-6.5 万欧元），补贴到至 2021 年 12 月底。到 2020 年 11 月，德国拟提供 30 亿补贴继续支持新能源车行业。虽然 2022 年售价 4 万欧元以下的 PHEV 补贴恢复至 4500 欧元，但 EV 补贴会持续到 2025 年，在 2022-2025 年间分两步退坡。这将有利于促进新能源车行业快速发展。

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、行业表现回顾：上周汽车指数+3.94%，HS300 指数 1.78%。潍柴动力、广汽集团、长安汽车等涨幅居；比亚迪、福耀玻璃、星宇股份等表现较差。

二、行业动态及趋势展望

【国常会：促进汽车消费，增加号牌，以旧换新】

国务院总理李克强 11 月 18 日主持召开国务院常务会议，会议指出，消费是经济增长的主引擎。要按照党中央、国务院部署，坚定实施扩大内需战略，进一步促进大宗消费、重点消费，更大释放农村消费潜力。

稳定和扩大汽车消费。鼓励各地调整优化限购措施，增加号牌指标投放。开展新一轮汽车下乡和以旧换新，鼓励有条件的地区对农村居民购买 3.5 吨及以下货车、1.6 升及以下排量乘用车，对居民淘汰国三及以下排放标准汽车并购买新车，给予补贴。加强停车场、充电桩等设施建设。

【阿里对车联网业务提出新要求车载系统三年要进 1000 万辆车】阿里向斑马网络下达明确指标，其车载操作系统 AliOS3 年内汽车装机量需要达 1000 万辆。2016 年 7 月至 2019 年 9 月，AliOS 装机量为 90 余万辆。

三、行业投资逻辑：

今年 1-2 月受疫情冲击，汽车股再次回落至估值底部，我们判断汽车销售将于 7 月起明显增长，板块虽然面临业绩不及预期的压力，涨幅较大的个股短期或有一定的回调，但板块中期将进入销量驱动的景气回升期，机会将大于风险，重点推荐：上汽、长城、长安、华域汽车、新泉股份、旭升股份、拓普集团等。

（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）合资品牌依然是国内车市的中坚力量，德系、日系、美国通用系盈利引领行业，推荐拥有大众合资、通用合资，以及自主品牌销量亦有增长的龙头车企，重点推荐估值较低的上汽集团、广汽集团。

（3）汽车零部件虽然受行业整体销量下滑影响，但基于行业参与者的成本支撑，龙头企业盈利下滑幅度好于预期，推荐综合零部件龙头华域汽车、玻璃龙头福耀玻璃，车灯龙头星宇股份，智能刹车龙头伯特利，规模小潜力较大的新泉股份。

（4）特斯拉产业链及新能源类个股，推荐拓普集团、旭升股份、比亚迪、三花智控。

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 2.04 %，中小板指数下跌 0.1 %；申万通信指数微涨 0.38 %，申万电子指数下跌 1.14 %。

据 11 月 13 日中国信通院数据，2020 年 10 月，国内手机市场总体出货量 2615.3 万部，同比下降 27.3%。数据显示，2020 年 1-10 月，国内手机市场总体出货量累计 2.52 亿部，同比下降 22.1%。10 月份国内手机上市新机型 28 款，同比下降 42.9%。1-10 月，上市新机型累计 387 款，同比下降 19.7%。10 月份国内市场 5G 手机出货量 1676.0 万部，占同期手机出货量的 64.1%；上市新机型 16 款，占同期手机上市新机型数量的 57.1%。1-10 月，国内市场 5G 手机累计出货量 1.24 亿部、上市新机型累计 183 款，占比分别为 49.4%和 47.3%。 电子板块，最近以立讯、歌尔为代表的苹果产业链个股回调较多，一方面是因为前期上涨较多，市场当前风险偏好及风格转换影响，另一方面，也是由于 TWS 耳机经历了连续两年多的高速增长，渗透率已经在近期达到一定水平，未来渗透率的提高将逐渐缓慢，并且今年苹果未发布 Airpods 的新款产品也在一定程度上减弱了 TWS 的销售动力，另外由于北美客户的提货速度放慢，包括歌尔在内的供应商的生产速度也随之放慢，AirPods 的产能利用率有所下降，并且库存有所上升，以上原因综合导致了当前苹果产业链的集体回调。半导体方面基本面依旧保持良好局面，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，不确定因素消除，我们也看好半导体板块走出反弹势头，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、中兴通讯副总裁、RAN 产品总经理柏燕民透露在 11 月 19 日于广州举行的 2020 中国移动全球合作伙伴大会上透露，中兴通讯 5G 市场份额排名第二，大幅领先海外供应商；5G 基站中国发货量超过 25 万站，100%完成 5G 二期设备的到货及安装开通，网络质量优异。在 B 端，联合运营商、与 500 多个合作伙伴在超过 15 个行业领域，共同探索了 86 个 5G 创新应用场景。

2、11 月 19-21 日，在广州举行的中国移动全球合作伙伴大会上，紫光展锐联合中国移动、中兴通讯等产业链合作伙伴共同完成了业界首个 5G 终端切片目标方案的应用演示，这标志着 5G 终端已具备切片能力，可以为 5G 用户提供个性化、定制化服务。本次演示依托中国移动部署的 5G SA 独立组网，通过中兴通讯 5G 系统设备，在基于展锐 5G 芯片的终端上成功展示了 5G 终端切片目标方案。

计算机（黄翱）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌 0.70%，板块成交额 1732 亿元，沪深 300 指数上涨 1.78%。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%。

从交易量来看，剔除节假日影响，本周应为今年成交金额最低的一周，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、云计算：金山云和英伟达数据中心业务 Q3 均实现快速增长

（1）金山云：增长继续加速，全面上云时代来临

单 Q3：营收 17.3 亿元，同比+73%，调整后净亏损同比缩窄 30%。公有云收入同比增长 48%至 13.1 亿元，企业云收入同比增长 2.6 倍至 4.09 亿元。公有云业务优质客户的多云部署趋势越发明显，公司持续拓展优质客户，包括网易、知乎、美的、小红书和其他头部音频平台。

企业云收入大幅增长，营收占比从 19 年三季度的 11.4%上升至今年三季度的 23.7%，公司聚焦公共服务，金融和医疗领域，推出覆盖全场景的行业解决方案。其中，金融云方面与多家银行取得合作：1）为某超大型政策性银行提供大规模并行处理数据库存储解决方案；2）公司中标世界 Top5 的某大型国有银行；3）中标某资产近 7 万亿元的全国性商业银行，为其提供大数据增值服务。

如我们前期所提示的，云计算进入了 2.0 时代，受益于技术成熟度和可靠性不断提升，金融、医疗、政府等各大行业客户核心系统上云的 all-in-cloud 时代正在来临，云计算潜在空间巨大，渗透率仅 10%-15%。

（2）英伟达：数据中心业务爆发，布局 AI 算力需求

单 Q3，营收 47.3 亿美元，去年同期 30.1 亿美元，同比+57%；前 Q3 营收 116.7 亿美元，去年同期为 78.1 亿美元，同比增长 49%。

数据中心收入创下 19.0 亿美元纪录，较去年同期增长 162%。其中，收购的 Mellanox 贡献了公司总收入的 13%，约占数据中心收入的三分之一，Mellanox 业绩增长是 NVIDIA Ampere 架构产品增加所驱动；Mellanox 为服务器，

存储和超融合基础设施提供包括以太网交换机,芯片和 InfiniBand 智能互连解决方案在内的大量的数据中心产品。Mellanox 在人工智能兴起的时候推出了其独特的超高性能 InfiniBand 数据互联产品，大大提升了数据中心人工智能训练的速度和效率。截至 2019 年 5 月，英伟达 GPU 占据四大云服务商加速器的 97%市场份额。

如我们前期所提示的，云计算的需求空间不仅来源于替代传统软件架构，更重要的是，流量数据的持续增长， 以及 5G 和 AI 的爆发，均将带来更大的增量空间。如 OpenAI 数据显示，自 2012 年以来，在最大规模的人工智能训练中所使用的计算量 3.5 个月的时间翻一倍，比摩尔定律增长更快。

综上，我们认为未来 5-10 年，IaaS、SaaS 各环节均存在巨大投资机会。IaaS 巨头资本开支短期存在周期性，但长期应与营收复合增速 50%-60%正相关。SaaS 国内优质公司尚少，但美国已诞生出一批千亿美元市值公司，长期迭代值得期待。

长期战略性推荐云计算产业链各环节：浪潮信息、中科曙光、宝信软件、金山办公、广联达、用友网络等。

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