晨会报告

2020 年 11 月 17 日

晨会报告

国都证券研究所晨报 20201117

【财经新闻】

- 主要宏观指标创年内新高 四季度经济增速将加快
- 财政部：10 月全国发行地方政府债券 4429 亿元

【行业动态与公司要闻】

- 10 月装车量同比倍增 磷酸铁锂电池东山再起
- 阿里创投拟 62 亿元受让芒果超媒 5.26%股权

【国都策略视点】

- 策略观点：年底关注低估值+正向预期差的后周期板块补涨机会

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3346.97	1.11
沪深300	4904.17	0.97
深圳成指	13850.83	0.70
中小板综指	12611.57	0.70
恒生	26381.67	0.86
国企	10578.94	0.32
恒生AH溢	140.71	1.15
标普500	3626.91	1.16
NASDAQ	11924.13	0.80
MSCI新兴市场	1203.04	1.24

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	有色金属	6452.54	4.33
2	钢铁	2232.58	3.27
3	采掘	2686.53	3.23
4	农林牧渔	1393.73	3.01
5	化工	6510.87	2.66

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	41.47	3.36
纽约期金	1887.90	-0.02
伦敦期铜	7095.00	1.36
伦敦期铝	1953.00	0.96
波罗的海干散货	1111.00	-0.36

近期研究报告

研究员：朱天辉
电 话： 010- 84183386
Email： zhutianhui@guodu.com
执业证书编号： S0940518110001
联系人：王景
电 话： 010- 84183383
Email： wangjing@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。

【财经新闻】

■ 主要宏观指标创年内新高 四季度经济增速将加快

【上海证券报】 经济稳定恢复的态势在10月份宏观数据上体现得更为明显。最新数据显示，10月份工业生产增速超预期，服务业生产增速继续提升，投资和消费同比增速也创下年内新高。国家统计局预计，四季度经济增速将进一步加快，能够实现全年预期目标。

国家统计局昨日公布的一系列数据都围绕着几个关键词：回升、加快、改善。

从需求端来看，10月份，消费同比增长4.3%，比9月份加快1个百分点；1至10月份，固定资产投资同比增长1.8%，比1至9月份加快1个百分点。

其中，基建投资连续第二个月正增长，同比增速上升至0.7%；制造业投资同比降幅进一步收窄；房地产投资增速进一步加快至6.3%。

随着消费市场回暖，消费增速连续3个月保持正增长，经济正从前期的主要依靠投资和出口，逐渐转向由消费主导。

“餐饮消费增速年内首次由负转正，汽车消费实现两位数增长，线下消费修复的空间较大，成为支撑10月份消费增长提速的关键。”交行首席研究员唐建伟表示，未来消费将延续复苏态势，增速有望加快。

从生产端来看，10月份，规模以上工业增加值同比增长6.9%，增速已经恢复到疫前水平；同期，服务业生产指数同比加速上升至7.4%，年内首次超过工业增速。

从就业数据来看，1至10月份，全国城镇新增就业1009万人，提前完成全年新增就业900万人以上的目标。

“经济继续延续了稳定恢复的态势，经济的增长面在拓展，恢复过程中的不平衡状况在改善，增长的势头进一步巩固。”国家统计局新闻发言人付凌晖昨日在国新办新闻发布会上说。

10月份经济数据向好为四季度开了个好头。付凌晖强调说：“四季度经济增长可能比二季度、三季度进一步加快。”

上海证券报记者梳理各大券商的预测数据发现，包括安信证券、兴业证券、中银国际、上海证券、银河证券等在内的多家机构对四季度经济增速的预测值都在6%及以上。

付凌晖认为，经济持续恢复的基础和有利条件是比较多的，比如，投资和消费的回升态势有望持续；生产增长的面在扩展，工业生产中41个大类行业有34个行业实现了增长，服务业生产指数8个大类行业有7个实现了增长。

唐建伟表示，目前工业生产已经恢复至常态化水平，服务业仍处于恢复阶段。预计未来服务业生产有望继续加快，成为拉动四季度经济增长的重要动力。

“中国经济具有强大的韧性和修复能力，中国的发展潜力巨大，再加上今年一系列政策措施的作用，中国经济未来保持持续稳定恢复、实现全年的预期目标，还是有基础有条件的。”付凌晖说。

■ 财政部：10月全国发行地方政府债券4429亿元

【中国证券网】据财政部11月17日消息，2020年10月，全国发行地方政府债券4429亿元。其中，发行一般债券1590亿元，发行专项债券2839亿元；按用途划分，发行新增债券1899亿元，发行再融资债券2530亿元。10月地方政府债券平均发行期限13.5年，其中一般债券15.1年、专项债券12.6年。10月地方政府债券平均发行利率3.67%，其中一般债券3.70%、专项债券3.66%。

2020年1-10月，全国发行地方政府债券61218亿元。其中，发行一般债券21412亿元，发行专项债券39806亿元；按用途划分，发行新增债券44944亿元，发行再融资债券16274亿元。1-10月，地方政府债券平均发行期限14.9年。其中，一般债券15年，专项债券14.8年。1-10月地方政府债券平均发行利率3.40%。其中，一般债券3.33%，专项债券3.43%。

2020年1-10月，地方政府债券到期偿还本金16242亿元。其中，10月当月到期偿还本金2177亿元。发行再融资债券偿还本金14197亿元、安排财政资金等偿还本金2045亿元。1-10月，地方政府债券支付利息6914亿元。其中，10月当月地方政府债券支付利息512亿元。

经第十三届全国人民代表大会第三次会议审议批准，2020年全国地方政府债务限额为288074.3亿元，其中一般债务限额142889.22亿元，专项债务限额145185.08亿元。

截至2020年10月末，全国地方政府债务余额258074亿元，控制在全国人大批准的限额之内。其中，一般债务128498亿元，专项债务129576亿元；政府债券256159亿元，非政府债券形式存量政府债务1915亿元。

截至2020年10月末，地方政府债券剩余平均年限6.9年，其中一般债券6.2年，专项债券7.5年；平均利率3.51%，其中一

般债券 3.51%，专项债券 3.50%。

【行业动态与公司要闻】

■ 10 月装车量同比倍增 磷酸铁锂电池东山再起

【上海证券报】经历了高峰与低谷的磷酸铁锂电池，呈现出东山再起的势头。中国汽车工业协会最新统计数据显示，10 月份磷酸铁锂电池共计装车量同比增长 127.5%，风头盖过三元锂电池。使用该种电池的新能源汽车公司，正在通过降价手段加速抢占新能源电动车市场。“磷酸铁锂电池具有成本优势及安全优势。”有业内人士说。

磷酸铁锂电池装车猛增

根据中汽协的统计，2020 年 10 月，中国动力电池装车量 5.9GWh，同比上升 44.0%，继续保持增长趋势。其中，三元锂电池共计装车 3.4GWh，同比上升 15.7%，环比下降 19.1%；磷酸铁锂电池共计装车 2.4GWh，同比上升 127.5%，环比上升 3.5%。

“现在只有少量装 LG 三元锂电池的新车，之后的 Model 3 标准版都是装磷酸铁锂电池的车。”上周末，上海特斯拉南京西路体验店销售人员对前来购车的刘小姐如此介绍。2020 年 10 月，特斯拉国产版 Model 3 的产量翻了近 1 倍。特斯拉上海临港工厂生产的标准续航版 Model 3 新车都搭载了由宁德时代提供的磷酸铁锂电池。

在低端电动车销售领域，磷酸铁锂覆盖面也在加速扩大。根据上汽通用五菱的最新统计，仅“双 11”期间，该公司电动车新车型宏光 MINI EV 的订单量就达 20609 辆。这款售价仅为 2.88 万元起的 A00 级小车，目前都搭载了成本低廉的普及型磷酸铁锂电池。

磷酸铁锂迎来第二春

业内专家指出，磷酸铁锂和三元锂电池的此消彼长受政策影响大。早期政策偏向商用车，磷酸铁锂电池因安全性等获得优势。2014 年到 2016 年，磷酸铁锂出货量从 1.2 万吨升至 5.6 万多吨，到 2016 年其市占率已经高达六成。

但是，2016 年 12 月，主管部门采用精准扶持政策，首次将电池系统能量密度纳入考核标准，高能量密度、长续航里程成为补贴重点。三元电池开始备受青睐，磷酸铁锂电池则遭遇冷落，到 2019 年后者占比已经跌落至不足 15%。

然而，新能源车的补贴 2019 年开始退坡，相比 2018 年减少超过一半，并有可能在 2022 年年底彻底退出。在此背景下，更具性价比的磷酸铁锂电池重回人们视野。

电池行业资深分析师张翔指出，本轮中国磷酸铁锂电池的技术水平已有了很大提升。尤其进入 2020 年，比亚迪刀片电池以及宁德时代 CTP 工艺磷酸铁锂电池的推广，已经开始改变高端电动车市场。目前装载刀片电池的比亚迪汉车型，以及装载宁德时代新型磷酸铁锂电池的特斯拉 Model 3 国产车型，都成为中国电动车高端市场热销车型。

助力电动车降低成本

“磷酸铁锂电池占有率很有可能再次超过三元锂电池。”资深汽车行业分析师梅松林说，目前磷酸铁锂电池的安全性和低成本，以及行业和市场对电动车高续航更理性的认识，都推动了磷酸铁锂电池新一波的市场渗透。尤其在降低电动车成本方面，磷酸铁锂电池发挥了重要作用。磷酸铁锂电池一般要比三元锂电池便宜 20%左右。

业内专家指出，作为电动车核心部件的电池现在占到电动车成本的很大一部分。控制电池成本对于车企降低电动车整车价格而言意义重大。

磷酸铁锂电池中没有贵金属，磷和铁目前相对价格便宜，相比于配装三元锂电池的车辆，配装磷酸铁锂电池的车辆至少有近 5000 元的价格优势。

上文所述的看车人刘小姐最终选择购买搭载磷酸铁锂电池的国产 Model 3 的价格是 24.9 万元，这比在年初购买搭载三元锂电池的同款特斯拉要便宜很多。业内专家指出，在零部件全面国产化后，特斯拉后续还有降价空间。

国家新能源汽车创新工程项目专家组组长王秉刚今年 9 月在解读《节能与新能源汽车技术路线图》2.0 版时表示，对于未来，动力电池将不再单一以高能量密度引导，而将转为坚持安全第一的原则，兼顾性能、成本与寿命等指标。

■ 阿里创投拟 62 亿元受让芒果超媒 5.26%股权

【上海证券报】11 月 16 日晚间，芒果超媒公告，阿里创投有意至少耗资 62 亿元受让芒果超媒 5.26%股份。若此举引入战略投资者成行，将助力芒果超媒发力电商业务。芒果超媒董事长张华立今年 10 月曾表示，今年底，芒果超媒会推出来小芒电商，这将是湖南广电芒果生态的一次完善和升级。

芒果超媒公告称，11 月 16 日，公司收到控股股东芒果传媒有限公司（下称“芒果传媒”）通知，经公开征集期限内沟通接洽多家有意向参与受让的机构，截至公开征集结束时间，芒果传媒收到杭州阿里创业投资有限公司（下称“阿里创投”）1 家意向受

让方以有效形式提交的申请材料。

芒果超媒表示，将按照相关规定，尽快组织工作小组进行评审，对阿里创投提交的材料进行审核并确定最终受让方。

公司 10 月 29 日所发的公告显示，本次，芒果传媒拟通过公开征集受让方的方式协议转让其持有的公司 9364.7857 万股无限售流通股，占总股本的 5.26%。

按照《上市公司国有股权监督管理办法》规定，本次公开征集转让的价格将以 66.23 元/股为基础。据此测算，本次协议转让总规模将超过 62 亿元。

根据征集公告要求，若阿里选择接手，阿里将独自受让全部征集转让股份，且锁定至少 12 个月。

“阿里最早的入股动机，可能就是看到了优质内容自制节目的魔力，更深层次的则是对湖南广电与芒果超媒创造能力与影响力的认可。”有湖南国资方面的人士认为。

另据记者了解，目前，在芒果 TV 注入芒果超媒并做大之后，湖南广电、芒果超媒的关键“第二增长曲线”已经明确，这便是小芒电商。

张华立在第八届中国网络视听大会上表示，在 5G 时代，下一个视频化的互联网行业就是升级换代的新电商。湖南广电将以芒果 TV 新媒体为主导，全力打造机遇长视频内容的小芒电商。

芒果超媒相关人士表示，“小芒电商”的建立，并不是单纯为了电商而电商，为追热点而追热点，更多是芒果优势内容资源多元变现的最新一步，是整个芒果生态产业链自身向前发展的必然诉求，是整个芒果生态资源实现内部大循环的关键一步。

行业人士预计，尽管各方在新内容电商方面将独立发展，未来，芒果超媒与阿里仍有望在内容+电商的创新模式上进行合作。

【国都策略视点】

■ 策略观点：年底关注低估值+正向预期差的后周期板块补涨机会

1、内外不确定性压力因素，已在反复震荡行情中消化较为充分。

年初迄今 A 股走势，整体呈现先抑后扬再盘整的三阶段行情：一阶段疫情暴发与密集防控期的经济骤降，基本面担忧占据主导，即 3 月 24 日前大幅震荡下跌 9.1%（万得全 A，下同）；二阶段疫情防控见效早中期的逆周期宏观发力，流动性宽松驱动估值上行为主，对应的 3 月 24 至 7 月 13 日的显著上涨 37.7%；三阶段后疫情期经济确认恢复货币政策边际收敛，流动性紧平衡下估值下修为主，对应 7 月 14 至 10 月底震荡下跌 6.4%。

7 月中旬至 10 月底的近四个月的反复震荡行情，主要系国内货币政策回归稳健中性、流动性边际收敛大环境下，下修估值压力释放所致，及美国当局政府为赢得大选连任而升级对我国科技公司禁令；而十月份受部分高预期白马股业绩低于预期、美国大选结局的不确定性的临近，以绩优白马股轮番显著调整为标志，预示本轮震荡调整渐入尾声。

此前我们分析指出，第三阶段的震荡盘整行情已进入尾期，主要判断依据包括：

一资金交易情绪的见底信号，此前近四个月的震荡调整期，主要指数下跌幅度普遍在 5-19%不等，从换手率、两融交易占比、陆股通等资金交易情绪的大幅萎缩见底，两市成交额最低缩量至前期峰值时的三成附近、持续萎缩至远离历史均值下方 8%附近、陆股通持续净流出近九百亿元；以上资金交易情绪的大幅降温，预示市场阶段性盘整基本见底。

二近期以绩优高价股调整为主，也预示调整进入尾期：近四个月的调整主线以流动性边际收敛驱动的杀估值为主，结合本轮三波震荡调整的板块差异走势、主要压力消化、市场驱动力变化的分析来看，依次经历“系统性杀跌高估值微利股领跌—估值与股价高低与表现负相关且风格差异拉大—绩优高价股继续杀估值而低估值顺周期股企稳上涨”行情；近期三季报窗口期，部分业绩低于预期的绩优高价股调整明显。

过去两年大涨的部分机构抱团白马股，近期呈现轮番高位杀跌风险，且广泛分布于消费、科技、周期等行业，诱发因素不限于业绩不及预期。机构抱团白马股的轮番下跌，短期或系年底机构锁定收益守住排名的行为所致，但中期或已反应市场驱动力或逻辑的切换，即在经济平稳恢复但流动性边际收敛下，结构性动力由流动性切换至业绩基本面，高估值高价位个股波动压力上升。但从本轮调整板块顺序及前期绩优高价股调整为主判断，预计本轮震荡调整进入尾声。

近两波的绩优高价股轮番调整，估值溢价压力已释放过半，目前主要指数滚动市盈率较十年均值溢价率普遍在 20%附近；随着 20Q2 起公司业绩增速恢复上升，岁末年初估值切换至 21 年后则普遍合理，预计估值继续下修空间已不大。

2、近期展望：内外预期趋于明朗，年底股指切换行情可期。

1）A 股上市公司整体盈利预期回暖。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。

3、年底关注低估值+正向预期差的后周期板块补涨机会。

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、纺织服装、商贸等行业。

风险提示：全球疫情冬季超预期复发，中美关系加剧紧张，海外市场大幅震荡等风险。

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