策略研究

# 国都投资研究周报 2020.11.16-11.20

## 本周策略：

### 信用债事件不改年底估值切换行情

**一、近期展望：内外预期趋于确定性，年底估值切换行情可期**

1、**市场脉动：海外风险资产延续反弹，A 股指数盘整板块分化。**11 月上旬随着美国大选这一不确定性事件的逐步落地，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，全球主要风险资产连续第二周反弹，但反弹动能有所减弱。上周，美元指数自近六年低位企稳弱反弹 0.4%至 92.7 附近，非美汇率相应普遍小幅贬值，避险资产 COMEX 黄金期价大跌 3.3%至近三个月低点 1890 美元/盎司下方附近，LME 工业金属普遍上涨 1%附近，原油期价大幅上涨 8%附近；股指方面，上周 MSCI 美国、欧盟、发达、新兴、中国 A 股指数分别上涨 1.8%、5.3%、2.4%、1.0%、-0.4%，行业板块来看，MSCI 能源、金融、房地产、工业等顺周期行业领涨 12.7-4.4%不等，而可选消费、信息科技、医疗保健等科技为主的板块弱势盘整。

海外风险资产延续“拜登交易”模式，但 A 股指数短暂反弹后再次转为盘整，板块间涨跌分化；上周，上证指数、深成指、中小板指、创业板指、科创 50 各-0.1%、-0.6%、-2.0%、-1.0%、-0.3%；行业板块方面，化工、钢铁、采掘、建材、交运、有色等传统周期行业以 3.6-2.1%的涨幅居前，而汽车、传媒、通信、商贸、电气设备、非银金融、医药生物、农林牧渔等部分前期强势板块普遍回调 3.5-1.2%不等。值得注意的是，上周五受地方国企永煤触发交叉违约事件影响，低估值银行板块显著下跌 1.9%，并拖累房地产、非银金融同步下跌，成为短期压制指数反弹的主要因素。

2、**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：

**上周市场**

| 指数名称 | 收盘 | 涨跌% |
|---|---|---|
| 上证综指 | 3310.10 | -0.06 |
| 沪深 300 | 4856.85 | -0.59 |
| 深证成指 | 13754.55 | -0.61 |
| 中小板综 | 12524.30 | -1.10 |
| 创业板指 | 2706.81 | -0.96 |
| 恒生指数 | 26156.86 | 1.73 |
| 恒生中国企业指数 | 10545.27 | 0.45 |
| 恒生沪深港通 AH 股溢价 | 139.11 | -2.62 |
| 标普 500 | 3585.15 | 2.16 |
| 纳斯达克指数 | 11829.29 | -0.55 |
| MSCI 新兴市场 | 1188.35 | 1.02 |

**全球大宗商品市场**

| 商品 | 收盘 | 涨跌% |
|---|---|---|
| 纽约原油 | 40.12 | 7.02 |
| 纽约期金 | 1888.20 | -3.24 |
| 伦敦期铜 | 7000.00 | 0.76 |
| 伦敦期铝 | 1934.50 | 1.76 |
| 波罗的海干散货 | 1115.00 | -6.77 |

**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。

**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。

3、**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。**

2）**国内中长期发展主要预期确立。**五中全会公报给定了未来中长期预期，且未来随着十四五规划的制定与落实，相关产业政策与发展预期有望逐步兑现。近日公布的十四五规划及2035远景目标的建议，确立了我国中长期发展**的指导方针、主要目标、重点任务、重大举措，明确提出把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，把扩大内需作为战略基点；未来经济增长预期保持平稳较快增长（未来15年GDP年均增速4.7%），强化科技创新与扩大内循环的产业政策预期较为确定。**

**3）外部最大不确定性事件基本落地。**内部压力因素已消化较为充分，中长期预期逐步发酵；而近期压制A股的海外两大尾部风险，即**欧美疫情反弹、美国大选。**美国大选结果虽然仍未获得权威宣布，但拜登获得选举人票的显著领先优势，基本宣告特朗普后续即使采取诉讼也难翻盘，意味着近期外部最大不确定性事件基本落地。近期全球市场已进入“拜登交易”模式，风险资产价格普遍连续两周反弹，海外主要股指普遍累计反弹8-15%，表征市场恐慌情绪的CBOE VIX指数大幅回落近四成至近五个半月低点23附近。

## 二、市场焦点：国企债券违约频发，市场影响如何？

1、**国企债券违约频发，短期或有局部去杠杆阵痛，但中长期利于资金优化配置。**上周河南地方国企永城煤电触发交叉违约，由于此前该公司信用评级高、账上资金充沛，触发违约出乎市场意料，打破市场对高等级国企债的券刚兑信仰，也触发上周五国企债券主要持有机构商业银行的弱势走低。

永煤债券违约事件，市场影响如何？事实上，自 15 年中央部署“三去一降一补”任务目标以来，结构性去杠杆已成为 16-19 年持续推进落实防风险主要内容；16 年期，债券违约个数/规模整体呈现上升态势，16-19 年各为 56 只/394 亿元、34 只/312 亿元、125 只/1210 亿元、184 只/1494 亿元，20 年初迄今债券违约 110 只、规模已达 1263 亿元。

不过，债券违约主体已从前两年民企扩散至地方国企、甚至央企，且违约区域、行业分布广泛扩散，近半年国企违约债包括青海盐湖、北大方正、沈阳机床、天房集团、盛京能源、华晨汽车、永城煤电等。

市场刚兑信仰城池相继丧失，近期或压制市场风险偏好，使得信用利差走阔，且年底或存在投资机构被动、主动调仓带来的流动性折价压力，短期或有局部去杠杆阵痛，后续关注监管层、债券主体、地方政府等相关方的应对举措。

中长期来看，高等级国企债券刚兑信仰的打破，将进一步促使全社会资金的优化配置，风险收益配置更趋理性，提升高风险高收益股权风险投资的吸引力，加快僵尸企业与落后的产能出清，提高全社会资本回报率。

2、**拜登当选总统但国会两院分裂，意味着美元货币宽松财政缩水。**拜登当选美国下任总统基本确定，但同时美国国会参众两院选举进展表明，共和党有望赢得参议院多数选票，而非此前市场预期的民主党掌控参众两院。

美国国会分裂或控制权分化，意味着美国未来经济刺激政策或将为“降财政、宽货币”，即财政赤字规模或低于预期，但货币宽松政策或持续甚至小幅加码，以纾困当前疫情持续肆虐美国的经济、就业压力。近期久拖不决的新一轮财政刺激计划，或将由 2 万亿美元以上的规模大幅缩水至几千亿美元附近。

近期**美联储会议也确立了美元宽松预期，未来资产购买计划将因需而动；**会后美联储主席鲍威尔表示，若美国疫情进一步恶化，美联储可以研究出台若干新的救助工具，并将继续监测和评估资产购买，如有必要可能会改变资产购买的期限、规模以及组成，以发挥稳定金融市场与支持经济活动功能。

1）**美元流动性宽松预期，利于科技成长股、经济率先恢复的新兴市场。**美元美联储或将维持超低利率政策与购债规模操作，美元流动性宽松预期持续甚至上升；同时而美国财政刺激规模缩水，明年通胀上升压力缓和，短期有利于利率敏感型科技成长股的提估值行情。

同时，**美元流动性宽松及美元汇率弱势的前景，利好全球资本市场，尤其是疫情防控见效、经济率先恢复的新兴市场。**

2）**A 股相关华为科技产业链、新能源板块、出口优势行业或受益。**与美国现任总统特朗普将中国作为威胁对手不同，拜登将中国视为竞争对手，并倡导全球化多边化合作，大力提倡发展清洁能源。拜登入主白宫，将该生全球协作共同抗疫，恢复全球多边化合作机制，经贸摩擦缓和，从而利于全球经济复苏，整体利好风险资产市场。

因此，若拜登当选，中美关系或有望由此前的持续摩擦转为缓和，尤其是近几年持续升级的科技脱钩、打压限制华为为首的中国高科技产业，及加征贸易关税等摩擦，或有望迎来缓和，**短期或提振 A 股相关板块，重点包括华为产业链、新能源、出口优势行业（如家电、轻工家居、服装、机电、化工等）。**

中期而言，考虑到美国社会遏制中国崛起进而挑战美国全球领导地位，已成共识，若拜登正式入主白宫，对我国遏制战略目标基本不变，变的是遏制策略；考虑到拜登或将重新修好西方发达国家作为美国传统盟友关系，或统一扩大对我国战略遏制的圈子，因而中期而言或进一步增大我国战略突围难度，**也或将促使我国高标准的制度型改革开放举措加快落实，如现代服务业，数字经济、互联网等领域的开放。**

## 三、中期基本面与政策展望：经济恢复趋于正常，货币政策边际收敛

**1、经济走势展望：正趋于正常，环比恢复动能趋弱。**今年我国经济呈现低开高走之势，一季度受疫情暴发与防控密集影响，生产、消费显著走弱，二季度起随着我国疫情防控见效、复工复产、复商复市有序推进，经济逐月回暖，生产与投资先行逐步正常化，三季度经济步入深度恢复期，可选消费、服务消费连续明显修复，复苏链条已从中下游传导至中上游行业，出口增速连续超预期。

我国生产生活逐步恢复正常已逾六个月，宏观总量来看，实际、名义 GDP 同比增速与疫情前水平差仅在 1-2 个百分点了，经济增速正趋于正常。从中观产业来看，三季度第一、二产业同比增速已恢复至疫情前水平之上，目前仅剩第三产业中的住宿餐饮、交通运输、批零消费服务业、租赁和商业服务业等滞后性修复。

但从环比边际变化来看，20Q3 起经济恢复动能已趋弱，三季度 GDP 季调环比+2.7%，大幅弱于二季度疫情防控见效、复工复产与复商复市早中期的+11.7%，而进入三季度的经济修复中后期，经济环比恢复动能趋弱。结合单季度环比增长+1.5%附近的历史均值，预计未来两个季度环比增长动能将逐步回归至均值附近，即季度环比增速将继续放缓。这与新增社融、社融存量增速将于四季度见顶回落一致。

**2、中期来看，未来两个季度 GDP 同比增速有望继续修复上行，预计 20 年实际、名义 GDP 增速各为+2.1%、+3.0%。**中期展望，四季度经济继续上行主要驱动力包括：一地方政府专项债募集到齐后，积极财政政策有望落地，基建投资增速有望加速回升；二工业企业盈利逐季改善，金融支持实体经济的定向精准政策见效，叠加企业补库存，制造业投资也有望继续回升；三随着城镇就业改善、居民收入及信心回升、中小企业经营环境改善，此前恢复较慢的四大类消费及商业服务业，及已逐步回暖的可选消费，有望继续深度恢复。

以上四季度三大驱动力的继续释放，而房地产投资韧性好有望平稳、货物及服务业净出口贡献也有望保持稳定，预计四季度实际 GDP 同比增速有望继续恢复至+5.6%附近，全年实际、名义 GDP 同比约+2.1%、+3.0%。20Q1 经济低基数效应下，预计 21Q1 实际 GDP 同比增速抬升至+10%以上，见顶后逐季回落，预计 21 年实际 GDP 同比+8%上方附近。

**3、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，已成为近三个月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。

稳健的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，央行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。

**近日易行长近日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，保持货币供应与名义 GDP 增速基本匹配要求下，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；值得注意的是，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。**

**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，但阶段紧平衡压力或持续，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。**

四、**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：指数中途震荡，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%。

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。

**五、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：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。**

# 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+0.63%；农林牧渔（中信）涨跌幅-1.14%；沪深 300 涨跌幅-0.59%。

**二、价格跟踪：**

1. **生猪：**生猪价格 **29.36 元/公斤，维持震荡**。

2. **茅台一**批价：2800-2820 元，略有提升**。**

**三、食品饮料：**

**白酒：**

本周**白酒指数持续新高**，尤其是二三线小酒涨幅居前，如我们上周说讲，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。

同时，上周五，**小酒波动较大**，包括金徽酒、老白干等跌停，我们认为主要原因是短期涨幅较高，部分获利盘开始兑现，其次金徽酒发公告提示股价涨幅较高，估值高于行业均值的风险提示，引发一定的负面情绪，最后，大盘系统性调整亦有关系。

**目前我们对白酒板块仍不悲观。**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。小酒短期虽有波动，但我们认为基本面未来 2-3 个季度仍向好，中长期仍有机会。

我们近期**重点推荐：老窖、今世缘**、水井坊等。

**大众品：**

近期大众品如我们预判，缺乏上涨催化因素，回调较大，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，优选调味品和速冻食品龙头性企业，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**

持续推荐牧原：短期猪价震荡，预计春节前价格或易涨难跌，之前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**

上证综指本周下跌 0.06%，沪深 300 下跌 0.59%。家电板块下跌 0.07%，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）美的集团双十一促销在三大平台位列第一

美的集团公布：天猫、京东、苏宁易购三大平台连续 8 年蝉联双十一促销节家电行业第一，销售额达到 113 亿元，同比增长 52%，其中 COLMO 销售同比+2994%；东芝销售同比+99%。

（2）海尔集团高端品牌卡萨帝双十一销售十分亮眼

海尔同样实现 50%的同比增长，同时高端品牌卡萨帝表现亮眼，增速 788%。

（3）小家电主要公司双十一销量均不错

小家电龙九阳股份双十一销售额 12 亿元，同比增长 71%；小熊电器双十一销售额 3.18 亿元，实现 112%的同比高增长。新宝股份旗下网红品牌摩飞双十一销售额高达 1.18 亿元，同比增速 80%。同时，清洁类电器中添可与 shark 也有高速增长。

展望：我们继续关注家电的渠道改革。更早之前，行业的渠道变革，只是为了解决线上线下的渠道矛盾。而现阶段，则是为了促进线上和线下两线商业体系的融合。以美的为例，美云销平台成为了面向渠道端的重要出货口，而美的到家小程序、美居 APP 则是直接面向用户的零售端。这些创新举措都是在试验线上线下融合的新零售。2020 年，格力董明珠的店在移动端迅速扩大规模的同时，线下也在逐步构建零售门店；格力开始触及通路的中间环节，缩减工厂和用户之间地层级，使得运营销售效率高效化，这也是渠道变革的核心。不过格力电器地渠道改革仍在路上，只有当不分线下还是线上的时候，渠道改革才算真正地完成。

## 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 1.23%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 22 位，同期沪深 300 指数下跌 0.59%，中小板指数下跌 1.99%，创业板指数下跌 0.96%。细分子板块来看，医药商业和医疗服务表现较好，单周涨幅分别为 1.69%、1.14%，其余子板块均下跌，医疗器械板块单周下跌 2.92%，化学制药跌幅 2.18%，中药跌幅 1.41%，生物制品跌幅 0.90%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是吉药控股（+22.09%）、双林生物（+16.25%）、复星医药（+15.94%）、英特

集团(+15.38%)和国农科技(+14.08%);而跌幅最大的前五家公司分别是金域医学(-16.08%)、光正眼科(-14.97%)、智飞生物（-12.35%)、华东医药（-11.30%）和东方生物（-9.57%)。

## 二、本周主要观点

**海外新冠疫苗临床数据积极，取得标志性进展。**本周辉瑞和 Biontech 公布其新冠疫苗 BNT162b2 达到 III 期临床第一个中期分析节点，数据积极。BNT162b2 的 3 期临床试验于 7 月 27 日开始，迄今为止已经招募了 43538 名受试者，其中 38955 人截至 2020 年 11 月 8 日已经接受了第二剂候选疫苗。本次中期分析可评估的病例数为 94 例，对接种疫苗参与者和接种安慰剂参与者之间病例的比较表明，从第 2 次疫苗接种后 7 天开始，BNT162b2 在保护出现症状的新冠患者方面达到的效率高于 90%。即在接种疫苗的志愿者中，出现有症状的新冠患者人数比接种安慰剂的对照组少 90%以上。这一数值显著高于 FDA 此前设定的 EUA 所需的 50%的疗效标准，同时也显著高于常用流感疫苗的保护效力（40%~60%)。安全性方面，本次试验未报告任何严重安全性问题，后续临床的推进将持续关注潜在的安全性问题。同时辉瑞和 BioNTech 表示，将继续收集 BNT162b2 的疗效数据，直至积累到 164 名出现症状的新冠患者，并进行最终数据分析，目前获得中期疗效性数据还不足以支持向 FDA 递交紧急使用授权（EUA）申请。预计足够的安全性数据将在 11 月第三周获得，在获得安全性数据后就可以递交 EUA 申请。此外，产能方面，辉瑞方面预计在全球范围内，2020 年能够生产 5000 万剂疫苗。在 2021 年，疫苗的产量可能达到 13 亿剂。由于这款疫苗是基于 mRNA 技术，因此它需要更低的温度下保存。BNT162b2 疫苗在-70 摄氏度的情况下可以保存 6 个月，在加有干冰的保温运输箱中可以保存 15 天，在 2-8 摄氏度的冷藏条件下可以保存 5 天。本次辉瑞和 Biontech 联合研发的新冠疫苗 III 期临床中期分析数据积极，取得标志性进展，研发风险初步落地，建议关注引进 BioNTech 所有 mRNA 新冠疫苗大中华区权益的复兴医药，相关冷链运输标的海尔生物，国内同样采取 mRNA 技术进行研发新冠疫苗研发的沃森生物，以及国内新冠疫苗研发进度领先的头部公司：智飞生物、康泰生物、康希诺-U。

**药品网络销售新规出台，医药零售连锁龙头有望受益。**近日国家药监局发布《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿)》，本次征求意见稿根据新修订的《药品管理法》作了修改，核心要点如下：1）明确药品销售者、第三方平台、监管各自责任和义务，强化属地监管。《征求意见稿》明确药品销售者应当是药品上市许可持有人或者药品经营企业，药品网络销售不得超出企业经营方式和药品经营范围，没有取得药品零售资质的，不得向个人销售药品；从事药品网络销售、提供药品网络交易第三方平台服务，应当具备相应资质或者条件，保障药品质量安全；同时规定省级药监部门负责药品网络交易平台监管，县级以上地方药监部门负责区域内药品网售的监管，明确网售处方药落地后将以区域属地化监管推行。2）网售处方药有条件放开，要求电子处方来源真实可靠。《征求意见稿》要求，明确药品零售企业通过网络销售处方药的，应当确保电子处方来源真实、可靠，对已使用的处方进行电子标记。同时明确网络销售处方药的企业应提交确保电子处方来源真实、可靠的证明材料。同时明确，疫苗、血液制品、麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品、放射性药品、药品类易制毒化学品等国家实行特殊管理的药品，不得通过网络销售。3）网售药品规范性门槛提升。药品零售企业和第三方平台向个人销售药品的，还应当建立在线药学服务制度，配备执业药师，指导合理用药；执业药师的数量应当与经营规模相适应；做到药品最小销售单元的销售记录清晰留存、可追溯。4）明确药品网络销售配送管理要求。《征求意见稿》同时明确药品网络销售者对配送药品的质量与安全负责，保障药品储存运输过程符合 GSP 的有关规定，确保运输配送活动全程可追溯。委托配送的药品网络销售者应当对受托企业的质量管理体系进行审核，并与受托企业签订质量协议，确保落实 GSP 具体规定。需要注意的是，本次《征求意见稿》未提及处方药医保线上对接事项，仍待后续明确。综合来看，我们认为随着本次《征求意见稿》出台，处方外流趋势有望增强。而具有执业药师资源，信息化建设及专业化服务优势明显，并已大力布局自有 020 业务的医药零售连锁龙头有望率先承接线上流量，通过线上线下药品零售协作发展，承接处方外流带来的新成长空间。

## 三、行业动态跟踪

**国家医疗保障局召开按疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点城市支付改革工作会。**1 月 11 日，国家医疗保障局在湖北省武汉市召开按疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点城市支付改革工作会，会议交流了 DRG 付费国家试点城市工作进展和经验，公布了监测评估结果，对试点城市加快进入模拟运行阶段相关工作进行了部署，并就试点过程中存在的问题进行了技术指导与培训。会议要求，各试点城市要进一步提高思想认识，按照试点方案要求，挖潜补短，以钉钉子的精神确保试点工作落到实处、取得实效。

**国家药监局通知要求全国开展冠脉支架质量监管工作。**11 月 11 日，国家药监局官网发布《国家药监局综合司关于加强国家集中带量采购中选冠脉支架质量监管工作的通知》。通知要求，各省、自治区、直辖市药品监督管理局和新疆生产建设兵团药品监督管理局要充分认识本次集中采购工作的重要性，全面落实药品安全“四个最严”要求，推动企业落实主体责任，严格落实属地监管责任，切实保证集中带量采购冠脉支架的质量安全。

**新一轮医保目录调整专家评审结果公布。**11 月 11 日，国家医保局发布公告称，根据《2020 年国家医保药品目录调整工作方案》,近期我局组织专家对 2020 年国家医保药品目录调整通过形式审查的申报药品进行了多轮评审。目前，专家评审阶段的工作已经结束，各申报企业可登陆“2020 年国家医保药品目录调整申报系统”查询评审结果。

**2019 年度中国医院排行榜发布。**11 月 14 日，复旦大学医院管理研究所发布 2019 年度中国医院排行榜，北京协和医院、四川大学华西医院、中国人民解放军总医院、上海交通大学医学院附属瑞金医院、复旦大学附属中山医院位于医院综合排名前五。同时，复旦大学附属华山医院、广州医科大学附属第一医院、北京积水潭医院等，分别在感染科、呼吸科、骨科等领域拔得头筹。

### 四、投资策略

近期医疗生物板块受冠脉支架集采降幅超预期，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影响，持续回调，而接下来又将迎来医保目录谈判，短期建议关注受政策影响较小的 CXO、药店、医疗服务（眼科、牙科）等细分领域。同时我们认为，随着 11 月底 12 月初医保谈判落地，政策扰动因素消除，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）板块本周下降 75.63 点，周跌幅 1.70%。板块本周上涨前五名分别是川能动力（16.21%）、远大控股（15.51%）、东方银星（15.15%）、*ST 宏图（9.43%）、东方创业（6.41%）。

本周零售板块在中信 29 个一级行业中排名 27,子版块中涨幅前三分别为贸易、专业市场和百货,涨幅分别为 0.33%、-1.59%和-1.78%。年度重要电商节双十一落下帷幕,11 月 1 日至 11 日,天猫累计销售额 4982 亿元,同比增长 26%;京东累计销售 2715 亿元，同比增长 33%，由于今年双十一分为两波预售，11 月 11 日当天天猫 GMV 为 1859 亿元，同降 31%。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，建议重点关注。

### 二、行业动态

本轮双十一营销方式上直播和短视频成为商家营销标配，店播常态化，美妆、服饰、食品、家电等几乎所有行业全方位参与直播，内容平台支持商家在双十一期间输出优质短视频内容支持大促，全网直播带货销售总额 729 亿元，薇娅、李佳琦、辛巴位居主播带货金额前三，头部效应更加明显。卖车、卖房等新品类大件逐渐试水，今年双十一有 50 余个主流车企及热销车型参与平台大促并推出“天猫好车“百亿补贴”。同时线下线下联动加深，超市、便利店、小店等同城零售积极参与，饿了么、飞猪、大麦、淘票票等本地生活参与狂欢，新零售继续推进。

主流平台玩法策略雷同，从活动节奏、补贴力度、晚会阵容、新零售布局等看均有重合点，玩法繁杂；苏宁、拼多多主要通过低价和补贴，抖音、快手等短视频内容平台积极参与，自建电商独立参与，发挥直播和流量优势。

淘宝等平台帮助国内产业带和农产品更好实现线上销售和经营,数字化程度较高的产业带呈现较强的韧性和爆发力，

率先实现疫情后的回血之战。

菜鸟物流配送体系更为智能，效率提升显著，从客户下单到收件时间进一步缩短，通过智能预测和配送网络，菜鸟调动全国仓库和分拨中心，部分预售商品分配到前置仓，一旦支付尾款实现极速收货；协同宝洁、松下、丽人丽妆等众多品牌，为买家提供“分钟级配送”。京东在商家端推出预测率超过95%的高精预测和入仓ETC服务，帮助商家备货入仓，订单滚动处理等，客户端推出“预售商品前置”和“在途可售”功能，提前售卖商品调至配送站点，极速收货；针对直播带货，京东推出一件代发。

根据星图数据，2020年双十一大促期间（11.1-11.11），全网销售额达8403亿元，同比增长29%，其中天猫占比59.3%，京东占比25.3%，拼多多占比5.1%,苏宁易购占比4.8%，其他占比5.5%。平台海外购销售占比，天猫国际12.6%、京东国际8.4%，唯品会国际6.9%，拼多多国际0.2%。双十一期间，销售额排名前十的行业分布为家用电器、手机数码、男女服装、个护美妆、家具建材、鞋靴箱包、食品饮料、电脑办公、母婴玩具和运动户外，而增速最快的行业前五为个护、美妆、粮油调味、酒类、洗护清洁。

美妆销售154亿元，同比增长38%，销售额中完美日记和花西子力压国际品牌排名前二，也是唯一进入前十的国货品牌，同时关注到，完美日记和花西子的客单价分别达到107元和296元，比国际品牌MAC、三熹玉等基本处于同一梯队，花西子空气蜜粉、苗族印象蜜粉、完美日记动物眼影，成为全网前三的大单品。

个人护理销售额755亿元，同比增长45%，国际品牌加大中国市场投入，前十名基本被国际品牌占据，仅薇诺娜占据第十名，WHOO天气丹套盒、雪花秀滋盈套装、兰蔻粉水成为全网前三单品。

### 三、投资关注

**1、拼多多（PDD.O）：**2020Q3公司实现滚动GMV1.46万亿元，单季GMV同比增速由上季度47.5%提升至75.5%，受益于公司农产品供应链及生态的完善公司收入增长引擎再度拉动;2020Q3公司年活跃买家达到7.31亿人(YoY+36%)，单季净增加4800万，超过阿里巴巴（1500万），与淘系用户盘差距进一步缩小至2600万。

### 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）

本周房地产板块下跌1.16%，沪深300下跌0.59%，上综下跌0.06%。板块跑输大盘指数。

本周根据贝壳新房百城数据统计，2020年11月1日～11日全国各城市新房带看指数较2019年同期上涨近一成，今年的双十一对市场起到了一定的拉动作用，在各区域存在明显的差异。从区域看，粤港澳大湾区带动最明显，带看指数上涨30%以上；长三角、北部湾、哈长城市群分别上涨22%、28%、23%；京津冀、成渝城市群较去年同期保持稳定。从城市看，六成城市新房带看指数明显增长（大于10%），其中京津冀、长三角、粤港澳城市群中均有70%以上的城市有明显增长，可见核心城市群对全国市场整体热度有显著的拉动作用。此外，11月1日～11日，新房重点53城总体签约面积和套数同比2019年分别增长40%和35%，地产双十一对新房项目的签约也起到了明显促进作用。我们认为电商售房值得肯定，这也是当前房地产消费市场的重要体现或新模式。

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3.57%，上证指数下跌0.06%，行业指数跑赢大盘指数。本周化工三级行业全线上涨，其中涨幅居前的板块是改性塑料、氨纶、粘胶；涨幅较小的板块日用化学品、轮胎和炭黑。

### 二、行业观点：

**MDI高位回落：**本周纯MDI下跌2000元/吨至2.95万元/吨，聚合MDI下跌1000元/吨至2.25万元/吨。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。供给方仍然控制出货量，货源整体供应依旧紧张，预计短期价格难有大幅回调。

**TDI跌势放缓：**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，本周跌势明显放缓。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，预计进入缓慢下跌阶段。

**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1.57万元/吨，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，加上金陵亨斯迈装置停车，预计短期有可能继续上涨。

**有机硅继续上涨：**本周有机硅上涨1000-1500元/吨，鲁西化工本周DMC报价24100元/吨，下游因担忧接下来价格继续大幅上涨当前采购积极性依旧较强。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。关注：三友化工、合盛硅业。

### 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

本周上证综指同比下跌0.06%，收于3310点，创业板指同比下跌0.96%，沪深300同比下跌0.59%，机械设备同比微涨0.43%，跑赢沪深300指数1.02pct。

### 二、机械行业动态及投资观点

**1、工程机械：10月挖机销售同比增加约为61%，预计板块四季度业绩将继续超预期**

**1）10月挖机销售同比增加60.%。**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）工程机械板块继续保持强劲增长，前三季度净利润增速35.09%，其中第三季度净利润增速50.68%。**前三季度中联重科、恒立液压、艾迪精密净利润增速60%以上，三一重工、浙江鼎力净利润增速30%以上，徐工机械有所下滑。从净利率指标看，三一、中联、恒立、艾迪净利率均有不同幅度提升。

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，挖机销售有望继续走强，板块仍具有较高配置价值。推荐恒立液压、中联重科等标的。

**2、个股【先导智能】中标宁德32亿元锂电设备订单，公司业绩加速向上**

**1）公司中标宁德设备订单32亿元。**公司及全资子公司泰坦新动力自2020年9月21日至目前陆续中标宁德锂电设备订单，金额为32.28亿元，约占公司2019年营业收入68.92%。同时公司预计，自2020年9月14日至2020年末公司与宁德时代的日常关联交易（按签订纸质订单口径）预计约为40亿元。

**2）公司深度绑定宁德时代，夯实锂电设备龙头地位。**宁德为公司重要客户，2017-2019年宁德时代占公司收入比例分别为28.32%、12.07%、38.65%。2020年9月14日公司与宁德时代签订股份认购协议和战略合作协议，宁德将成为公司持股5%以上股东，公司锂电龙头地位进一步巩固。

**3）前道设备已进入核心客户供应商体系，整线战略进一步打开发展空间。**锂电池产线前段、中段和后段设备价值占比各占约三分之一。公司在中短、后段设备领域具备较强的竞争优势，目前公司在前段设备领域已逐步得到客户认可，将具备锂电设备完整解决方案能力，进一步打开发展空间。**当前时点，我们继续看好，我们认为行业景气向上，同时公司竞争力显著提升，继续给予推荐评级。**

**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

本周上证综指下跌 0.06%，申万有色指数上涨 2.06%。价格方面，小金属钴锂上涨，长江钴价格维持 26.90 万元/吨，硫酸钴价格上涨至 5.5 万元/吨，电池级碳酸锂价格上涨 0.81%至 4.2 万元/吨，预计钴锂价格后续继续保持上涨；贵金属方面，COMEX 黄金下跌 3.25%、COMEX 白银下跌 3.51%；基本金属方面，LME 铜上涨 0.77%、LME 铝上涨 1.74%。

### 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 月份以来的小幅上涨趋势。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，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，锂精矿价格或将上涨。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

本周贵金属全线下跌，COMEX 黄金下跌 3.25%。辉瑞疫苗数据亮眼，测试有效性好于预期，避险情绪明显缓和，导致贵金属大幅下跌。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

本周美国大选落地，同时辉瑞宣布其研发的新冠疫苗有效性超 90%，宏观情绪好转，推动基本金属价格整体回升，其中 LME 铜上涨 0.77%、LME 铝上涨 1.74%。虽欧美疫情近期持续加重，但疫苗消息等利好进一步提升全球经济复苏预期，价格普涨，其中伦铜创逾两年新高，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。中长期，疫情终将解决，全球经济复苏为方向叠加通胀预期，大宗商品价格上涨为趋势。

#### 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、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

上证综指本周下跌 0.06%，沪深 300 下跌 0.59%。电新板块下跌 1.53%，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）造车新势力预期 Q4 销量仍较乐观

据相关信息，小鹏汽车、理想汽车预计四季度汽车交付量分别为 1 万辆、1.1-1.2 万辆。

（3）磷酸铁锂的价格环比回升

过去几年，磷酸铁锂产业处于发展停滞期，从而导致铁锂正极供过于求，价格由 2017 年的 9.0 万元/吨降至 2020Q3 的 3.4 万元/吨，德方纳米毛利率由 30%降至 10%，贵州安达毛利率由 30%降至-16%，贝特瑞毛利亦为-4.4%。而近期，由于磷酸铁锂需求提升，其价格有所回升，从 3.4 万/吨提升到 3.5 万/吨。

（4）恩捷股份拟在匈牙利建设湿法隔膜的工厂

公司公告，拟在匈牙利建设湿法锂电池隔离膜生产线及配套工厂，规划建设 4 条全自动进口制膜生产线和 30 多条涂布生产线，项目总投资额折合为 14.27 亿人民币。此次欧洲建设产能标志公司全球化产能布局的加速。

**展望**：近两月，铁锂需求环比快速提升。随着比亚迪铁锂刀片电池成功应用于乘用车，需求快速提升；同时宁德时代铁锂版乘用车型日渐丰富、特斯拉基础续航的快速放量，磷酸铁锂电池月度产销快速增长。根据中国动力电池联盟披露数据显示，10 月国内磷酸铁锂动力电池产量 4.3Gwh，三元和磷酸铁锂电池出货比列从年初的 8：2 提升到现阶段的 6：4，创历史新高。而且预计磷酸铁锂电池国内月度需求仍继续提升，看好磷酸铁锂产业链。

### 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-3.60%，HS300 指数-0.59%。星宇股份、伯特利、精锻科技等涨幅居；比亚迪、上汽、长城、华域汽车等表现较差。

**二、行业动态及趋势展望**

【10 月汽车销量同比+12.5%，基本面持续复苏】

据中汽协统计，10 月汽车销量 257.3 万辆，环比+0.1%，同比+12.5%；截至本月，汽车产销已连续 7 个月呈现增长，其中销量已连续六个月增速保持在 10%以上。1-10 月汽车累计销量 1969.9 万辆，累计同比-4.7%，降幅较 1-9 月收窄 2.2 个百分点。

（1）乘用车：10 月销量 211.0 万辆，增长 9.3%；1-10 月累计销量 1549.5 万辆，下降 9.9%；（2）商用车：10 月销量 46.4 万辆，增长 30.1%；1-10 月累计销量 420.4 万辆，增长 20.9%；（3）新能源汽车：10 月销量 16.0 万辆，

增长 104.5%；1-10 月累计销量 90.1 万辆，下降 7.1%；（4）中国品牌乘用车：10 月销量 86.9 万辆，增长 12.4%；1-10 月累计销量 575.2 万辆，下降 14.1%；（5）汽车出口：10 月出口量 10.9 万辆，增长 25.7%；1-10 月累计出口量 72.8 万辆，下降 12.7%。

汽车行业基本面持续好转，近期股价回调主要由于前期涨幅较大所致，同时美股新能源汽车类个股大幅回调也对 A 股构成一定压制，我们认为目前是汽车业复苏的第一阶段，明年上半年将持续向好，维持“推荐”评级，回调充分后可继续增持。

**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）

本周上证综指微跌 0.06%，创业板指数下跌 0.96%；申万通信指数下跌 1.67%，申万电子指数下跌 0.92%。

本周的 11 月 12 日，GSMA 总干事葛瑞德在第十一届全球移动宽带论坛上概述了 5G 商用网络发展现状。目前，全球已有 47 个国家发布了 106 张 5G 商用网络，5G 网络渗透率已到 7%，市场上也已推出约 200 款移动终端。2020-2025 年，GSMA 预计全球运营商将继续投资约 1.1 万亿美元，其中的 80%会用于建设 5G 网络。今年受到疫情影响，海外 5G 建设进展大幅低于预期，随着疫苗问世，全球经济有望逐步重回正轨，全球 5G 有望迎来回暖。同时在 11 月 12-13 日，“第十一届全球移动宽带论坛（MBBF）”召开，我国三大电信运营商就公司目前 5G 未来计划做出主题演讲。中国联通将加速网络瘦身，最快 2021 年底 2G 全面退网；中国移动将面对重点行业打造 100 个龙头示范项目，加速 5G 终端的普及；中国电信将在 2021 年完成 5G 终端超一亿的目标发展，并全面切换 SA 网络。截至 2020 年 10 月底，三大电信运营商累计建设 5G 基站约 69 万个。其中，中国移动累计建站数量 35 万个，占据 50%的市场份额，随着 5G 手机终端渗透率的进一步提升，我国 5G 建设将继续保持稳步推进。

电子板块，苹果 iPhone 12 系列手机已经上市，目前销售形势大好，已经有消息报道苹果追加了 200 万部订单，另外华为因受到美国禁令影响，可能会在高端手机市场份额受到较大影响，这一部分也将有利于苹果的 iphone 系列手机销售，所以整体来看，中短期苹果产业链的利好相对较大，同时大陆苹果产业链公司的份额也在不断提升，无论是立讯还是歌尔等都在品类和份额上逐步替代台湾公司的业务和份额，所以我们长期看好苹果产业链公司的业绩表现，继续推荐立讯精密。 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，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、2019年，用于数据中心的硅光模块出货量达到近350万，产生3.64亿美元的收入。据Yole预测，硅光模块在2019年-2025年间的复合年增长率将达到40%，有望从2019年的4.8亿美元增长到2025年的39亿美元，数据中心硅光模块2025年出货量将达到2400万，市场空间将达到36亿美元。硅光产业链包括上游材料供应，中游硅光子芯片以及硅光模块的生产和下游通信设备以及使用通信设备的电信客户和互联网数据中心客户，产业链成熟度高。明年5G网络及数据中心建设将释放大量相干模块及高速光模块需求，有望加速硅光模块落地。

## 计算机（黄翱）

**一、行情研判：**

本周申万计算机指数下跌0.97%，板块成交额2301亿元，沪深300指数下跌0.59%。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1.6%。板块近期跑输大盘，主要因行业Q3业绩复苏不明显，叠加受流动性和风险偏好影响相对更大。**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、造车新势力放量，释放智能化需求**

**（1）行业景气回暖，造车新势力放量**

**10月汽车销量同比+12.5%，基本面持续复苏。**据中汽协统计，10月汽车销量257.3万辆，环比+0.1%，同比+12.5%；截至本月，汽车产销已连续7个月呈现增长，其中销量已连续六个月增速保持在10%以上。

**造车新势力销售量爆发式增长。**

**理想：**Q3汽车交付8660台，环比Q2+31.1%。预计Q4交付1.1万-1.2万辆，环比+27%-38.6%。

**小鹏：**Q3汽车交付8578台，同比+266%，其中p7 6210台，预计Q4交付数10000台，同比+211%。

**蔚来：**Q3汽车交付12206台，同比+159.3%，环比+18.1%。

**下游行业的景气回暖，造车新势力客户的爆发增长，已传导至计算机和电子行业的上游供应商企业。**

**（2）造车新势力智能化配置意愿强，率先释放智能网联需求**

**以小鹏汽车为例，搭载智能网联功能较为激进：**支持X Pilot2.5或X Pilot3.0自动辅助驾驶配件的车型达到了98%。目前已推出全球第一个OTA全语音车载系统，支持全场景的连续对话，以及达到用户可见即可说，将配置在第二代智能驾驶座舱中。预计2021年初将上线XPilot3.0 OTA，可以实现高速自主变道、超车、切换匝道的能力，并将新推出停车场记忆泊车、上下班高峰自动跟随、红绿灯识别等新产品。

**以德赛西威为例，造车新势力放量带动智能网联供应商的量价齐升：**小鹏汽车XPilot3.0收费2万元，硬件成本占比较高。德赛西威基于英伟达 Xavier 芯片的L3级别自动驾驶域控制器产品——IPU03 已在小鹏P7配套量产，单价远高于此前公司供应众多整车厂的IVI（约1K左右）等产品。此外，理想、英伟达、德赛西威签订三方战略合作协议，德赛西威基于英伟达 Orin 芯片的L4级别自动驾驶域控制器产品将在理想2022年的尺寸增程式智能SUV上使用，预计单价将明显高于IPU03。

**（3）智能网联汽车渗透率将持续提高，相关供应商有望充分受益**

2020世界智能网联汽车大会开幕式上，《智能网联汽车技术路线图 2.0》正式发布。指引PA（部分自动驾驶）、CA（有条件自动驾驶）级智能网联汽车渗透率持续增加，2025年达50%，2030年超过70%。C-V2X终端的新车装配

率 2025 年达 50%，2030 年基本普及。高度自动驾驶车辆 2025 年首先在特定场景和限定区域实现商业化应用，并不断扩大运行范围。

我们认为，德赛西威、中科创达等供应商将受益于下游汽车行业回暖，智能网联汽车渗透率提升，景气度将持续上行。短期内，智能座舱、L1 和低级别 L2 自动驾驶落地将助力供应链公司业绩兑现。长期来看，通过与造车新势力绑定，不仅可实现量价齐升，提升业绩弹性，更重要的是能够率先打磨产品，迭代技术，构建生态，维持行业优势竞争地位。

**推荐：德赛西威、中科创达、千方科技。建议关注道通科技、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 |