东吴证券晨会纪要

2020 年 11 月 16 日

晨会编辑 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：策略周聚焦——重视宏观假设的边际变化

核心结论：

①宏观假设边际变化：大选落地+疫苗利好。大选后风险偏好上行趋势加强，拜登上台对美股正面，对中国资产亦有利，前半程弹性品种上涨。疫苗利好强化全球复苏预期，疫情受损行业估值与基本面出现改善可能，而受益于疫情环境的科技股出现回调压力。②股市迎来收官行情，人民币升值趋势以及 MSCI 可能提高 A 股权重预期下，外资将带来新的增量资金，公募发行有望再现开门红，叠加风险偏好提升，短期积极应对。③关注疫情受损行业补涨+通胀预期交易，受损行业石包括石化、航空、线下消费、博彩，通胀预期包括农产品、必选消费、大宗商品、基本材料。

策略专题：策略专题——掌握定价权的新发基金更喜欢什么？

①2020 年公募基金天量发行，7 月以来节奏放缓。Q2 新发基金赎回率 19%，低于历史均值 24%。②行业配置：从持股市值来看，新发基金高配电气设备（持仓市值占比 13%，较公募整体超配 8pct）、非银金融（4%，2pct），低配地产（1%，-2pct）。从重仓股数量占比来看，新发基金高配医药（重仓股数量占比 15%，较公募整体超配 3pct）、电子（11%，2pct）。③建仓速度：8 月以来市场震荡下调，基金建仓速度明显加快，截至 9/30 每周新发基金建仓期均值降至 32 天。④发行跟踪：以申请材料接收日为统计口径的基金发行份额走势与市场最同步，领先于其他指标，可用于预判未来公募基金资金流入的时机。

固收金工

固收周报：美债收益率再迫 0.9，美元企稳黄金承压

一周观点：（1）疫苗研发再传佳音，美国股指延续反弹；（2）货币、财政边际刺激趋缓，货币“等”财政：我们认为：（a）在美国货币乘数或已破 4 的大背景下，货币政策趋稳有理，而财政政策趋缓则失据；（b）即使拜登大选身位领先，以及疫情利好刺激市场情绪，但仍要考察至明年 1 月份初特朗普政府对待疫情的防控态度、两党对新一轮财政刺激的共识区间大小等因素，对经济短期带来的负面压力。

风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

固收周报：一周策略：国内经济持续恢复，海外形势仍充满不确定性（2020 年第 43 期）

从基本面来看，国内疫情控制有效，海外疫情面临二次爆发风险，防疫物资等商品出口需求将继续保持。货币政策方面，央行表示将根据形势变化和市场需求变化，及时调节政策力度和节奏。一方面，适时适度调整货币政策以适应特殊时期的需求，另一方面对于需要长期支持的领域，将考虑出台新政策以进一步加大支持力度。本周一级市场的总发行量较上周大幅上升，总偿还量较上周小幅下降，净融资额则在本周呈现出大幅上升。可转债方面，近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或

衍生机会，但仍需合理控制风险。海外仍面临三大风险：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

固收周报：【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率总体上升，信用利差扩大

本周（10 月 26 日-11 月 1 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 337 支，总发行量 3,212.53 亿元，较上周减少了 60.08 亿元，总偿还量 1,932.86 亿元，较上周减少了 945.01 亿元，净融资额 1,279.67 亿元，较上周增加了 884.93 亿元。

固收周报：风险信息周报（2020.11.09 -2020.11.15）

事件

负面信息：本周（11 月 09 日-11 月 15 日）负面信息共 10 条。

重点关注：成龙建设集团有限公司发行的“17 成龙 03” 未按时兑付回售款和利息等；

取消发行：晋能集团有限公司等公司取消发行；

持有人会议：湖南森特实业投资有限公司等召开持有人会议；

其他关注信息：深圳国际控股附属公司涉及重大诉讼等。

固收周报：利率债周报：适度调整货币政策重点，新政策加大支持力度（2020 年第 43 期）

从基本面来看，国内疫情控制有效，海外疫情面临二次爆发风险，防疫物资等商品出口需求将继续保持。货币政策方面，央行表示将根据形势变化和市场需求变化，及时调节政策力度和节奏，适当调整政策重点以适应环境变化，稳健的货币政策将更加精准导向市场需求。一方面，适时适度调整货币政策以适应特殊时期的需求，另一方面对于需要长期支持的领域，将考虑出台新政策以进一步加大支持力度。

固收周报：本周股市先扬后抑，关注转债投资机会

投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或衍生机会，但仍需合理控制风险。可关注低估值绩优蓝筹股，下游汽车、家电，以及上游化工等主动补库存的周期性行业。中期可关注消费升级及产业升级等领域龙头。长期仍看好新能源汽车、光伏风电等板块，代表标的有隆 20 转债、恩捷转债等。应谨慎选择高估值的主题，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

风险提示：关注股市波动风险，海内外疫情反复，中美关系走向不明。

固收深度报告：东吴固收李勇-中美利差，汇率再思考-20201110

1.中美利差

2.为何呈现出这些特征

3.人民币汇率

4.总结及展望

风险提示：（1）疫情持续时间超预期；（2）逆全球化超预期；（3）民粹反弹超预期。

行业

化工行业 2020 年 11 月第 2 周周报：化工品涨价行情显现，坚定推荐化工成长股

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的低估值绩优化工股有望迎来反转，推荐低估值白马股万华

化学、龙蟒佰利，新老基建配套材料相关标的隆华科技、昊华科技、苏博特、震安科技，以及细分行业壁垒高、业绩稳健增长的小龙头泛亚微透和新亚强。

风险提示：油价大幅波动，新冠疫情持续恶化，贸易战形势恶化。

汽车行业月报：零售双位数增长复苏加强，自主市占率提升

Q4 建议整个板块加大配置，无论是新车向上周期明确的“长城+长安+比亚迪”，还是底部蓄力的“吉利+广汽+上汽”。零部件优选“前期涨幅少+估值较低+基本面发生积极变化”，Q4 核心零部件重点推荐：华阳集团/中国汽研/万里扬/德赛西威/拓普集团。

机械设备行业跟踪周报：工程机械、新能源设备高景气持续，建议维持重点关注

【锂电设备】10 月电动车销量持续向好，看好设备环节率先受益

【工程机械】10 月挖机销量同比+60.5%，海外市场复苏强劲。中挖继续引领行业增长，龙头品牌集中趋势延续。预计 Q4 旺季延续，低波动率周期里建议持续重点关注龙头。

【光伏设备】受益新技术迭代，新技术设备将供不应求

电子：中芯国际多点开花直面挑战，助力本土 IC 生态完善

2020 年 11 月 12 日，中芯国际（00981.HK）公布 2020Q3 财报，2020Q3 公司营收为 10.83 亿美元，同比增长 32.6%，主要得益于晶圆 ASP 提升和其他收入增长，从应用端来看，成熟应用平台需求强劲，来自于电源管理、射频信号处理、指纹识别和图像信号处理相关收入增长显著。

通信行业跟踪周报：本周专题：智能网联汽车加速推进，持续关注车联网、无人驾驶、车路协同等细分赛道

智能网联汽车相关政策加速推进，BAT 巨头前瞻布局；无人驾驶用户付费意愿强，智能网联车市场空间广阔；智能网联汽车相关标的 2020 年 Q3 单季度营收和归母净利润均维持较高增速，预计行业高速成长下，未来相关标的业绩还将加速提升，建议长期关注智能网联汽车、无人驾驶、车路协同等细分赛道相关标的。

电气设备新能源行业周报：电动车销量火爆排产饱满，光伏明年高增明确

重点推荐标的：宁德时代（动力电池全球龙头、优质客户和领先技术）、汇川技术（通用自动化今年持续大超预期、动力总成全面突破大幅减亏）、隆基股份（单晶硅片和组件全球龙头、业绩持续高增）、天赐材料（电解液&六氟龙头、六氟超预期涨价弹性大）

有色金属行业跟踪周报：铜铝两旺，贵金属下行

投资建议：1）疫情导致的宽松货币政策主基调不变，关注贵金属回调后机会。欧美疫情第二次风险，全球贸易摩擦及地缘政治风险持续，凸显贵金属配置价值。标的关注龙头赤峰黄金、紫金矿业等；2）国内宏观经济持续复苏，看好工业金属。三季度 GDP 增速转正，国内消费逐步回暖，市场乐观情绪助推工业金属价格高位运行。标的首选云铜、云铝。3）长期看好能源金属锂、钴。新能源汽车需求持续高速增长，随着供给端收缩，库存不断去化，下游需求边际向好，标的天齐锂业、赣锋锂业、

华友钴业。4）精选新材料个股。下游 5G、军工等逆周期领域逐步发力，上游材料迎来需求爆发及业绩兑现，关注博威合金、楚江新材、宝钛股份、西部超导、应流股份等。

汽车行业周报：11 月第一周零售同比+20%，全面看多

Q4 建议整个板块加大配置，无论是新车向上周期明确的“长城+长安+比亚迪”，还是底部蓄力的“吉利+广汽+上汽”。零部件优选“前期涨幅少+估值较低+基本面发生积极变化”，Q4 核心零部件重点推荐：华阳集团/中国汽研/万里扬/德赛西威/拓普集团。

汽车行业点评：长安携手华为+宁德，打造自主崛起新标杆

受益传统车企：长安/长城/吉利/比亚迪/广汽/上汽。受益造车新势力：蔚来/小鹏/理想。供应链与车企唇齿相依，相辅相成，智能化大赛道受益零部件：AI 芯片（地平线+寒武纪）+座舱/智能驾驶（德赛西威+华阳集团+中科创达）+高精度地图（四维图新）+车路协同（中国汽研）+底盘电子（伯特利+科博达）+车灯（星宇）+玻璃（福耀玻璃）。

电子：苹果首次推出搭载自研 M1 芯片 MacBook，产业链有望充分受益

苹果首次推出搭载自研 M1 芯片 MacBook，产业链有望充分受益

食品饮料行业深度：酱酒行业：乘风而起，百舸争流

站在当前时点来看，20 年三季度白酒板块如期改善，下一个春节旺季低基数效应明显，淡季酒企继续提价以待旺季，景气度高估值合理；展望 2021，公司机制变革预期也是重点关注方向。我们继续首推白酒板块。1）板块格局清晰，高端酒仍是确定性之选，对标国际消费品龙头，估值合理仍有提升空间，建议继续加大配置；长期看，疫情冲击下中小地产酒企加速出清，龙头引领提价，行业价格带有望被进一步打开，消费升级+龙头集中逻辑不改。2）次高端及地产酒 20Q1 受疫情影响较严重,低基数下有较大业绩弹性。次高端及地产酒分化加剧，行业分化背景下，品牌+渠道力突出的龙头仍有望加速胜出。

教育行业点评：政策信号刺激，持续看好港股高校股/K12 学校股的长期价值

2020 年 11 月，《关于政协十三届全国委员会第三次会议第 3379 号（教育类 343 号）的答复函》在教育部发布。本次政策信号，是对高校公司/K12 学校公司的一个合理合法性的进一步肯定，但更重要的是，高校公司/K12 学校公司，本身具备长期投资价值，20%-30%的增长，仅约 20x 的估值，固定资产，良好现金流。建议持续关注高校公司中教控股、希望教育、中国科培、华夏视听教育、中汇集团、宇华教育、新高教集团等；K12 学校公司：天立教育、睿见教育、枫叶教育、成实外教育等。

推荐个股及其他点评

震安科技（300767）：全方位解读建筑减隔震市场空间之二：远期住宅市场达千亿规模

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.80 亿元、2.88 亿元和 5.02 亿元，每股收益分别为 1.25 元、2.00 元和 3.48 元，当前股价对应 PE 分别为 59 倍、37 倍和 21 倍，考虑到公司在行业内的竞争优势和立法带来的广阔市场空间，维持“买入”评级。

风险提示：公司在建项目的建设进度不及预期；公司市占率下滑的风险；立法落地时间不及预期。

腾讯控股（00700）：游戏流水增长高于行业，媒体广告明显恢复，金融科技变现或有延迟

鉴于公司游戏业务的超预期表现及后续游戏 pipeline 的丰富构成，我们上调游戏收入，同时上调媒体广告业务的收入增长，金融科技及企业服务受云业务影响利润率受到压制。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 4862.0/6189.5/7609.8 亿元，同比增长 28.9%/27.3%/22.9%，归母净利润分别为 1262.7/1578.9/1946.8 亿元，同比增长 35.3%/25.0%/23.3%，对应 PE 分别为 38.8/31.1/25.2。给予 21 年 35 倍 PE，对应目标价 679 港币/股（港币：人民币=1:0.85），维持公司“买入”评级。

丸美股份（603983）：双十一 GMV 同增 40%+，股权激励+智能工厂未来可期

双十一：全网 GMV 超 2.7 亿元，同比增长约 41%。股权激励出炉，广泛覆盖绑定核心团队，激发企业活力。设定多层次业绩目标，充分调动核心员工业务和管理双向积极性。股权激励费用可控，高效运营可期。建设“化妆品智能工厂”，继续专注护肤品，打开增长空间。

宏观策略

策略周评：策略周聚焦——重视宏观假设的边际变化

核心结论：

①宏观假设边际变化：大选落地+疫苗利好。大选后风险偏好上行趋势加强，拜登上台对美股正面，对中国资产亦有利，前半程弹性品种上涨。疫苗利好强化全球复苏预期，疫情受损行业估值与基本面出现改善可能，而受益于疫情环境的科技股出现回调压力。②股市迎来收官行情，人民币升值趋势以及 MSCI 可能提高 A 股权重预期下，外资将带来新的增量资金，公募发行有望再现开门红，叠加风险偏好提升，短期积极应对。③关注疫情受损行业补涨+通胀预期交易，受损行业石包括石化、航空、线下消费、博彩，通胀预期包括农产品、必选消费、大宗商品、基本材料。

正文摘要

宏观假设变化：大选落地+疫苗利好，风险偏好上行趋势加强。①2016 年特朗普在民调劣势的情况下赢得总统大选。此前两个月市场在等待靴子落地：全球股市震荡下跌，避险资产上涨。即便是特朗普超预期上台，大选不确定性消除后，全球风险资产齐涨。②我们认为 2020 年美国大选已基本落地，全球风险资产再次出现 Riskon。对市场首要冲击是风险偏好提升，弹性品种上涨。美股 11 月上旬以半导体、医药为代表的成长板块涨幅居前，这一逻辑在上周一（11/9）A 股创业板上涨中也得到映射。③11 月 9 日辉瑞、BioNTech 宣布新冠疫苗有效率超 90%。疫苗加速推进，进一步消除了中期不确定，风险偏好上行趋势加强。更重要的影响在于全球复苏预期增强，疫情中受损最严重的周期行业基本面出现改善的可能，而相对弱周期且受益于疫情环境的科技股则面临回调压力。

风险偏好成为短期定价核心，A 股迎收官行情，关注受损行业补涨+通胀预期交易。①短期风险偏好成为市场定价的核心，对政策收紧的担忧自然不会消除，但需要等待 12 月中央经济工作会议的定调以及明年两会后的政策执行。②从股市流动性看，我们认为在人民币升值趋势以及明年 MSCI 可能提高 A 股权重的预期下，外资将带来新的增量资金。此外三季度发行放缓的公募基金也可能出现开门红，风险偏好提升，增量资金入场，有望带动市场进入收官行情。③疫苗研发突破引致的复苏预期，使得风险偏好提升下的成长股逻辑出现变化，复苏环境下价值股的业绩表现将比成长股更优，未来两个季度成长-价值增速差将进一步收窄。④在投资者情绪变得更加乐观后，我们特别强调关注通胀预期交易。最近包括农产品、工业金属、基本材料价格已有较大涨幅，但股票市场还没有充分反映预期。随着疫苗突破，经济与贸易复苏，原油价格迎来快速上涨，农产品、必选消费、大宗商品、基本材料将受益于通胀归来。

拜登上台的宏观假设变化。①我们对美国股市仍然持正面态度，因为经济处于复苏轨道，拜登的当选也是正面因素。拜登上任后的三大任务分别是抗击疫情、推出财政刺激、重回巴黎协议，其中抗击疫情的措施和重回巴黎协议在上任首日即可实施，而财政刺激方案需参众两院投票通过方能推出。②拜登当选对中国股票资产也是有利的。从此前的一系列讲话来看，拜登的对华政策是选择性接触，中美在某些领域可展开合作。③对于港股市场我们看好的板块从科技转向消费。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

（证券分析师：姚佩）

策略专题：策略专题——掌握定价权的新发基金更喜欢什么？

核心观点：

①2020 年公募基金天量发行，7 月以来节奏放缓。Q2 新发基金赎回率 19%，低于历史均值 24%，较 Q129%大幅回落。②行业配置：从持股市值来看，新发基金高配电气设备（持仓市值占比 13%，较公募整体超配 8pct）、非银金融（4%，2pct），低配地产（1%，-2pct）。从重仓股数量占比来看，新发基金高配医药（重仓股数量占比 15%，较公募整体超配 3pct）、电子（11%，2pct）。③建仓速度：4-7 月市场上行，基金建仓速度趋缓，截至 7/21 每周新发基金封闭期均值 68 天；8 月以来市场震荡下调，基金建仓速度明显加快，截至 9/30 每周新发基金建仓期均值降至 32 天。④发行跟踪：以申请材料接收日为统计口径的基金发行份额走势与市场最同步，领先于其他指标；9 月申请材料接收日指标峰值的出现，预示明年一季度公募基金发行开门红的可能性，在建仓期不出现大幅回调的情况下，增量资金的进入有望带动市场的上行。

正文摘要

新发基金赎回率：Q3 大幅回落。①2020 年公募基金发行规模激增，1-10 月共发行股票型和混合型基金 1.2 万亿元，但从三季度以来节奏放缓。②新发基金的一季度赎回率从 2019 年 Q3 开始持续上升，2020 年 Q1 升至 29%，而最新披露的三季报显示，Q2 成立基金赎回率已降至 19%。统计今年新发基金总赎回率为 20%，对应 1-10 月 1.2 万亿元的基金发行规模，我们估算今年前三季度，公募净流入 8500-9500 亿元。

新发基金高配电气设备、非银，制造业占比提升。①持仓市值：从行业角度，新发基金 Q3 电气设备和非银金融持仓市值占比分别为 13%、4%，各较公募整体高配 5 和 2 个百分点，相反，房地产持仓市值 1%，较公募整体的 3%低配 2 个百分点。从个股角度，新发基金持股集中度更高，高配隆基股份、通威股份、亿纬锂能、中国平安。②股票数量：对比总体公募基金，新发基金高配医药、电子、机械设备、电气设备、汽车，Q3 医药重仓股数量占比达到 15%，电子达到 11%，分别较公募基金整体的 12%、9%高配 2-3 个百分点；同时，新发基金对机械设备、化工和汽车行业股票的选择存在着差异，投资分散于不同的个股中，因此产生持仓市值偏低股票数量却偏多的情况。

新发基金进场速度：逢低加快建仓。今年新发基金的建仓期显示出规律性波动：4-7 月市场上行，基金建仓期也对应延长，建仓速度趋缓，截至 7/21 每周新发基金建仓期均值达到 68 天；8 月以来市场震荡下调，建仓期则明显缩短，建仓速度加快，截至 9/30 每周新发基金建仓期均值已下降至 32 天。

基金发行跟踪：申请时点更重要。基金的四个重要日期中，以申请材料接收日为统计口径的基金发行份额走势与市场最同步：当上证综指上涨时，申请材料接收日指标最快做出反应，开启相应的上升趋势；当上证综指下跌时，申请材料接收日指标几乎同步出现下滑的迹象。9 月申请材料接收日指标出现了一个新的峰值，如果 10-11 月该指标能保持高位，预

请务必阅读正文之后的免责声明部分

测明年一季度公募基金发行规模也将出现上涨趋势和峰值，同时 8 月以来基金建仓速度不断加快，在建仓期不出现大幅回调的情况下，从流动性角度增量资金的进入有望带动市场的上行。

风险提示：基金三季度报仅披露前十大重仓股，存在数据不全面的问题；本报告仅对基金三季报及历史数据进行分析，不构成投资建议。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收周报：美债收益率再迫 0.9，美元企稳黄金承压

观点

一周观点：（1）疫苗研发再传佳音，美国股指延续反弹：我们认为：（a）美国第二轮疫情爆发较第一轮更为凶猛，目前逐步复苏的经济和就业市场存在重新陷入衰退的可能性；（b）拜登表态就任后将听取科学家的建议，而他的新冠疫情顾问则建议采取数月的全国性封锁措施并为居民和企业提供援助以控制住新冠大流行，支撑至疫苗大规模分发注射，但是考虑到新一任政府于明年 1 月 20 日正式就任，在此期间美国疫情发展极有可能再度恶化，就任之际再采取措施有可能为时已晚；（c）由于佐治亚州的两个参议院席位 1 月面临决选，虽然市场已将一个“分裂国会”，即参众两院的多数党不同的预期纳入定价中，但仍有变数。考虑到两党就新一轮财政刺激方案的分歧很大，在疫情恶化或决选结果出炉前能否达成一致通过仍存疑；（2）货币、财政边际刺激趋缓，货币“等”财政：我们认为:（a）在美国货币乘数或已破 4 的大背景下，货币政策趋稳有理，而财政政策趋缓则失据；（b）即使拜登大选身位领先，以及疫情利好刺激市场情绪，但仍要考察至明年 1 月份初特朗普政府对待疫情的防控态度、包括部分地区再度“关停”的疫情政策短期带来的经济活动再萎缩倾向、两党对新一轮财政刺激的共识区间大小等因素，对经济短期带来的负面压力。

大类资产表现：美元、英镑走高；美利率债收益率走高、信用债收益率走高，美收益率曲线边际趋陡。具体来看，股市：英＞日＞美；债市：信用债>利率债；汇市：美元>英镑>欧元>加元>日元>法郎；大宗：原油>天然气＞比特币>铜＞黄金。

策略分析

美国：短期来看，大选“靴子落地”，美债收益率或由于通胀预期回暖而稳步抬升；美元小幅走强，显示对欧央行年末追加宽松的预期加强；美股仍汇聚全球最好的公司，重回正轨的美国，有助于稳定全球风险类资产的估值；中长期来看，伴随联储针对收益率曲线控制力度边际加深，美债收益率长短端利差或趋稳，波动性下行，美元方面受利差收窄、全球货币体系重构等因素影响，或呈现倒 U 型走势，美股面临盈利预期走低、增速放缓的风险，中长期回落行情或难以避免。

欧洲：短期来看，受疫情反弹的影响，欧洲经济未来将有较大下行压力，近期欧元有采取宽松货币政策的可能性，在短期内将对欧元造成贬值压力；中长期来看，基本面趋势上美强欧弱的格局虽然趋向模糊，但欧元

请务必阅读正文之后的免责声明部分

区层面上财政难发力问题，相比较于美日仍将桎梏住欧洲货币财政同时发力的潜在利好，维持欧元将面临长期盘整的判断。

原油：短期来看，辉瑞公司所开发的潜在疫苗有效的消息，使得对于经济和旅游活动的信心倍增，促使短期内油价暴涨，同时，欧洲的第二波封锁政策和美国的限制措施限制了经济的复苏能力，市场情绪仍不稳定，油价在受疫苗新闻的冲击下，享受短期的增长，但对于第四季度的经济复苏仍不容乐观，在未来一周内就可能消失；中长期来看，全球封锁措施放松，且 OPEC 和俄罗斯等盟友组成的 OPEC+联盟减少供应，不过市场对第二波感染的担忧也将拖累油价上涨。

黄金：短期来看，受辉瑞公司的疫苗成功的新闻影响，黄金作为疫情期间主要的避险方式，其投资价值受到影响，黄金市场出现了七年以来最为严重的抛售。同时，大选结果尘埃落定，对政治的不确定降低，从而负面影响黄金价格。第二波疫情来袭所带来的经济不确定性限制了一定程度的黄金跌幅；中长期来看，全球经济的修复期“道阻且长”，经济回归常态仍需时日，疫情在德国、法国、日本等发达经济体存在第二波，甚至第三波的局部风险，我们仍维持金价存在上探 10-15%的前期判断。

风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

固收周报：一周策略：国内经济持续恢复，海外形势仍充满不确定性（2020 年第 43 期）

观点

利率债：本周（11.09-11.15）央行公开市场净投放 300 亿元，周一有 500 亿元逆回购 7D 到期，周二进行 1200 亿元逆回购 7D 操作，并有 1200 亿元逆回购 7D 到期，周三进行 1500 亿元逆回购 7D 操作，并有 1200 亿元逆回购 7D 到期，周四进行 1200 亿元逆回购 7D 操作，有 300 亿元逆回购 7D 到期，周五进行 1600 亿元逆回购 7D 操作，周日有 2000 亿元 MLF 到期。下周（11.16-11.22）央行公开市场有 5500 亿元逆回购 7D 到期。展望后期：从基本面来看，国内疫情控制有效，海外疫情面临二次爆发风险，防疫物资等商品出口需求将继续保持。货币政策方面，央行表示将根据形势变化和市场需求变化，及时调节政策力度和节奏。一方面，适时适度调整货币政策以适应特殊时期的需求，另一方面对于需要长期支持的领域，将考虑出台新政策以进一步加大支持力度。

信用债：本周一级市场的总发行量较上周大幅上升，总偿还量较上周小幅下降，净融资额则在本周呈现出大幅上升。本周一级市场的总发行量较上周大幅上升，二级市场的交易量在本周同比小幅下降。信用利差整体呈扩大趋势，受市场情绪影响，各期限各类信用债的信用利差均扩大趋势都较为明显。

可转债：（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。货币政策仍维持灵活适度、精准导向；国内消费复苏反映经济持续修复。10 月短期贷款减少，而中长期贷款增加，表现出经济逐步复苏背景下企业投资意愿较高；M2 增速不及预期，反映出企业经营活动增多，资本开支有所增长，经济复苏有望持续。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或衍生机会，但仍需合理控制风险。可关注低估值绩优蓝筹股，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下游汽车、家电，以及上游化工等主动补库存的周期性行业。中期可关注消费升级及产业升级等领域龙头。长期仍看好新能源汽车、光伏风电等板块，代表标的有隆 20 转债、恩捷转债等。应谨慎选择高估值的主题，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

海外宏观：（1）疫苗研发再传佳音，美国股指延续反弹：我们认为：（a）美国第二轮疫情爆发较第一轮更凶猛，目前逐步复苏的经济和就业市场存在重新陷入衰退的可能性；（b）拜登表态就任后将听取科学家的建议，其新冠疫情顾问建议采取封锁措施并提供援助以控制住新冠大流行，支撑至疫苗大规模分发注射，但是新一任政府于明年 1 月 20 日正式就任，期间疫情极有可能再度恶化，到时可能为时已晚；（c）由于佐治亚州的两个参议院席位 1 月面临决选，虽然市场已将一个“分裂国会”，即参众两院的多数党不同的预期纳入定价中，但仍有变数。考虑到两党就新一轮财政刺激方案的分歧很大，在疫情恶化或决选结果出炉前能否达成一致通过仍存疑；（2）货币、财政边际刺激趋缓，货币“等”财政：我们认为：（a）在美国货币乘数或已破 4 的大背景下，货币政策趋稳有理，而财政政策趋缓则失据；（b）即使拜登大选身位领先，以及疫情利好刺激市场情绪，但仍要考察至明年 1 月份初特朗普政府对待疫情的防控态度、包括部分地区再度“关停”的疫情政策短期带来的经济活动再萎缩倾向、两党对新一轮财政刺激的共识区间大小等因素，对经济短期带来的负面压力。（3）大类资产表现：美元、英镑走高；美利率债收益率走高、信用债收益率走高，美收益率曲线边际趋陡。具体来看，股市：英＞日＞美；债市：信用债>利率债；汇市：美元>英镑>欧元>加元>日元>法郎；大宗：原油>天然气＞比特币>铜＞黄金。

风险提示：利率债：国外疫情不容乐观，海外订单量仍波动。信用债：经济政策超预期，信用违约风险超预期。可转债：关注股市波动风险，海内外疫情反复，中美关系走向不明。海外：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。僵局，特朗普提出关于为航空业和其他中小企业提出的 PPP 援助也被众议院议长否决，如果由于美国大选的不确定性导致财政空窗期过长，可能对居民部门资产负债表产生负面影响，从而对美国的银行系统形成压力，原因在于：（a）当前美国初次申请失业金数据显著承压，美国 10 月 10 日当周未经季调初次申请失业金人数 88.59 万人，可能对后续就业数据产生负面影响；（b）目前受益于系统性低利率，美国信用卡拖欠率已有抬升趋势，可能对商业银行运营产生压力；（c）鉴于美国当前疫情依然严重，多重不确定性使得财政刺激达成时间更加难以确定。（2）外国投资者持有美国国债规模占总规模占比下降至 26.7%，为 2008 年以来最低，虽然持有规模仍处于上行通道。当前环境下，欧债，日债成为了美债的有力竞争者。欧洲方面，在欧盟稳定机制（ESM）努力下，“欧洲复苏基金”达成一致，欧洲财政一体化进一步加速，欧盟成员国家债券和欧盟债券安全性进一步上升。在美国第三波新冠疫情的发酵之下，对安全资产以及避险需求的美国本土投资者和美联储有动机会进一步承接美债，预计未来外国投资者持有占比将会继续下降；（3）大类资产表现：美元、原油风险提示：利率债：境外疫情蔓延加速，经济复苏进程存在不确定性。信用债：经济政策超预期，信用违约风险超预期。可转债：关注股市波动风险，国内外疫情反复风险，中美摩擦风险。海外：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。境外疫情蔓延加速，经济复苏进程存在不确定性。信用债：经济政策超预期，信用违约风险超预期。可转债：关注股市波动风险，国内外疫情反复风险，中美摩擦风险。海外：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹

请务必阅读正文之后的免责声明部分

情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

固收周报:【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率总体上升，信用利差扩大

事件

本周（10 月 26 日-11 月 1 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 337 支，总发行量 3,212.53 亿元，较上周减少了 60.08 亿元，总偿还量 1,932.86 亿元，较上周减少了 945.01 亿元，净融资额 1,279.67 亿元，较上周增加了 884.93 亿元。

从本周发行短融、中票、企业债和公司债的加权平均利率来看，短融、中票和企业债的发行利率较上周小幅上升，公司债的发行利率较上周小幅下降。短融的发行利率的上升幅度为 3.00BP，中票的发行利率的上升幅度为 15.71BP，企业债的发行利率的上升幅度为 75.98BP，公司债的发行利率的下降幅度为 13.81BP。

银行间和交易所信用债合计成交 3121.00 亿元，总成交量较上周 6204.85 亿元大幅减少了 3083.85 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 1062.58 亿元、1699.91 亿元、209.68 亿元、148.83 亿元。

国债收益率：本周 1 年期国债到期收益率呈上升趋势，3、5、7、10 年期国债到期收益率均呈下降趋势。具体来看，截至 10 月 30 日，1 年期国债收益率为 2.7273%，较上周 2.6917%上升了 4.52BP。3 年期国债收益率为 2.9459%，较上周 2.9600%下降 1.41BP。5 年期国债收益率为 2.9755%，较上周 3.0000%下降了 2.45BP。7 年期国债收益率为 3.2411%，较上周 3.2421%下降了 0.10BP。10 年期国债收益率为 3.1810%，较上周 3.1957%下降了 1.47BP。

各类信用债收益率呈现：本周大多数期限与种类的信用债收益率均主要呈上升趋势，其中 1 年期短融上升趋势最为明显。大多数期限与种类的信用债信用利差呈扩大趋势，仅部分等级的 1 年期限、3 年期限中短期票据和 3 年期企业债信用利差有所缩窄。

本周 AAA 主体级别的债券中，短期融资券和中期票据的周交易量相对高于公司债和公司债。本周 AA 主体级别债券中，短期融资券、中期票据、企业债、公司债的周交易量均低于 AAA 主体级别短期融资券、中期票据、企业债、公司债，AA 主体级别中期票据交易量相对较大。

本周工业行业债券周交易量最大，达 1,733.45 亿元。其次为能源、公用事业、材料、房地产、金融和可选消费，周交易量分别为 304.00 亿元、287.21 亿元、247.43 亿元、186.08 亿元、168.17 亿元和 135.50 亿元。其他行业债券交易量相对来说规模较小

本周债市点评：本周一级市场的总发行量较上周小幅下降，总偿还量较上周大幅下降，净融资额则在本周呈现出大幅上升。其中，总发行量的主要下降动力来自中期票据。企业债与公司债的净融资额上升幅度有限，中期票据的净融资额有所下降。本周市场发行量继续保持上周回暖趋势。央行货币政策继续边际收紧，持续宽信用。二级市场的交易量在本周同比大幅下降，交易量的主要下降动力来自短期融资券。信用利差整体呈扩大趋势，仅有部分期限的中短期票据利差收窄，与国债到期收益率短

请务必阅读正文之后的免责声明部分

端上行，长端下行有一定相关。本周 18 沈公用 PPN001、17 华汽 05 未能按时兑付，也对市场情绪造成负面影响。分行业看，本周除金融外的其他行业债券交易量均呈现下降趋势，其中材料行业降幅最大，达 50.28%；房地产行业债券在本周依旧维持低迷，成交量较少。

风险提示：经济政策超预期，信用违约风险超预期。

（证券分析师：李勇　研究助理：周璐）

固收周报：风险信息周报（2020.11.09 -2020.11.15）

事件

负面信息：本周（11 月 09 日-11 月 15 日）负面信息共 10 条。重点关注：成龙建设集团有限公司发行的“17 成龙 03” 未按时兑付回售款和利息；紫光集团有限公司主体评级下调；紫光国芯微电子股份有限公司发行的“18 国微 01” 债项评级下调；永城煤电控股集团有限公司发行的“18 永煤 PPN001” 触发交叉违约；天津渤海租赁有限公司发行的“17 渤租 01” 本息展期；海航集团有限公司发行的“15 海航债”本息展期；河南能源化工集团有限公司主体评级下调；华融实业投资管理有限公司主体评级下调；东旭光电科技股份有限公司发行的“16 东旭光电 MTN001B”兑付风险警示；福建福晟集团有限公司主体评级下调。

取消发行：晋能集团有限公司取消发行 5 亿元；兖矿集团有限公司取消发行 20 亿元；扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司取消发行 2 亿元；TCL 科技集团股份有限公司取消发行 10 亿元；攀枝花市国有投资(集团)有限责任公司取消发行 5 亿元；萍乡市昌兴投资有限公司取消发行 2 亿元；开封城市运营投资集团有限公司取消发行 3 亿元；华夏幸福基业控股股份公司取消发行 20 亿元；新疆天业(集团)有限公司取消发行 1.5 亿元；泉州城建集团有限公司取消发行 5 亿元；山西煤炭进出口集团有限公司取消发行 8 亿元；连云港港口集团有限公司取消发行 3 亿元；阳泉煤业(集团)股份有限公司取消发行 20 亿元；阳城县阳泰集团实业有限公司取消发行 2.6 亿元；上海世茂股份有限公司取消发行 9 亿元；商丘市古城保护开发建设有限公司取消发行 5 亿元；北京市文化科技融资担保有限公司取消发行 3 亿元；华融融德资产管理有限公司取消发行 30 亿元；大唐陕西发电有限公司取消发行 10 亿元；临汾市投资集团有限公司取消发行 10 亿元；山东招金集团有限公司取消发行 10 亿元；广西农垦集团有限责任公司取消发行 6 亿元。

持有人会议：湖南森特实业投资有限公司于 2020 年 11 月 10 日召开“17 森特债 01”2020 年第一次债券持有人会议；海航集团有限公司于 2020 年 11 月 10 日召开“15 海航债” 2020 年第一次债券持有人会议；潍坊市投资集团有限公司于 2020 年 11 月 12 日召开“19 潍投 01”“19 潍投 02”“20 潍投 01”“20 潍投 02” 2020 年第一次债券持有人会议。

其他关注信息：深圳国际控股附属公司涉及重大诉讼；贵州高速公路集团公司涉及重大诉讼(仲裁)；云南省能源投资集团涉及重大诉讼；申万宏源证券涉及重大诉讼；福建省电子信息涉及重大诉讼；航新科技将“18 航新 S”票面利率由 6.3%大幅下调至 1.5%；广安发展建设集团将“18 广安 PPN001”后 1 年的票面利率由 6.79%大幅下调至 1.50%。

风险提示：关注发行人风险水平，谨慎对待短期市场波动。

（证券分析师：李勇）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固收周报：利率债周报：适度调整货币政策重点，新政策加大支持力度（2020 年第 43 期）

观点

本周债市点评及债市策略：本周（11.09-11.15）央行公开市场净投放 300 亿元，周一有 500 亿元逆回购 7D 到期，周二进行 1200 亿元逆回购 7D 操作，并有 1200 亿元逆回购 7D 到期，周三进行 1500 亿元逆回购 7D 操作，并有 1200 亿元逆回购 7D 到期，周四进行 1200 亿元逆回购 7D 操作，有 300 亿元逆回购 7D 到期，周五进行 1600 亿元逆回购 7D 操作，周日有 2000 亿元 MLF 到期。下周（11.16-11.22）央行公开市场有 5500 亿元逆回购 7D 到期。展望后期：从基本面来看，国内疫情控制有效，海外疫情面临二次爆发风险，防疫物资等商品出口需求将继续保持。货币政策方面，央行表示将根据形势变化和市场需求变化，及时调节政策力度和节奏，适当调整政策重点以适应环境变化，稳健的货币政策将更加精准导向市场需求。一方面，适时适度调整货币政策以适应特殊时期的需求，另一方面对于需要长期支持的领域，将考虑出台新政策以进一步加大支持力度。

二级市场回顾：本周（11.09-11.15）一级市场发行 36 只利率债，实际发行总额 4446.38 亿元，较上周增加了 1470.78 亿元；总偿还量 2088.59 亿元，较上周增加了 282.09 亿元；净融资额 2357.79 亿元，较上周增加了 1188.69 亿元。本周 R 利率和 DR 利率较上周均上行。隔夜 R 利率上行 90.45BP，7 天 R 利率上行 95.60BP，14 天 R 利率上行 71.40BP，1 月 R 利率上行 46.83BP。DR001 上行 74.35BP，DR007 上行 38.42BP，DR014 上行 77.53BP，DR1M 上行 48.37BP。SHIBOR 利率较上周均上行。SHIBOR 隔夜利率为 2.5230%，较上周上行 73.30BP；SHIBOR1 周为 2.4330%，较上周上行 21.80BP；SHIBOR2 周为 2.8420%，较上周上行 64.50BP；SHIBOR3 月为 3.0030？%，较上周上行 0.20BP。

本周宏观经济跟踪：上周商品房成交面积有所提升，截至 11 月 8 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 385.56 万平方米，较上周减少 15.34 万平方米。其中一线城市成交 81.81 万平方米，二线城市成交 179.52 万平方米，三线城市成交 124.23 万平方米。上周国内乘用车市场零售同比增速略有下降。截至 11 月 8 日，市场日均零售 3.51 万台，同比增速为 20.00%，较前值略有上升。整体来看，车市回暖势头仍将持续。本周主要钢材价格均上涨，Myspic 综合钢价指数和螺纹钢指数均有所上涨。截至 11 月 13 日，螺纹钢价格较上周由 3955 元/吨上涨至 4115 元/吨，热轧板卷较上周由 4046 元/吨上涨至 4107 元/吨，圆钢价格较上周由 3886 元/吨上涨至 4014 元/吨，中板价格较上周由 4289 元/吨上涨至 4324 元/吨。从 Myspic 指数来看，较上周综合钢价指数上涨 3.02%，螺纹钢指数上涨 4.77%。本周较上周焦煤和动力煤价格均上行。动力煤期货结算价 608.20 元，比上周价格上行 0.90%；焦煤期货结算价 1364 元，比上周价格上行 4.44%。截至 11 月 12 日，有色金属各品种价格均上行。分品种来看，相比上周，锌价上涨 0.15%，铅价上涨 2.03%，铜价上涨 1.67%，铝价上涨 1.37%。

本周通胀观察：蔬菜价格小幅下降。截至 11 月 13 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 119.34，较上周下跌 0.33%，山东蔬菜批发价格指数收于 119.41，较上周下跌 4.31%。RJ/CRB 商品价格指数和南华工业品价格指数较上周有所上涨，原油价格有所上涨。11 月 13 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 151.86 点，较上周上行 2.82%；南华工业品指数收于 2263.16

请务必阅读正文之后的免责声明部分

点，较上周上行 3.41%。截至 11 月 13 日，布伦特原油期货结算价为 42.78 美元，较上周上行 8.44%，WTI 期货结算价为 40.13 美元，较上周上行 8.05%。

风险提示：国外疫情不容乐观，海外订单量仍波动。

（证券分析师：李勇）

固收周报：本周股市先扬后抑，关注转债投资机会

报告摘要

本周可转债一级市场有 3 只可转债发行，总发行量为 12.85 亿元，较上周减少 86.93 亿元;没有可转债赎回;净融资额 12.85 亿元,较上周减少 86.93 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 23 家公司可转债有新进展，其中 5 家公司通过了董事会预案，9 家公司通过了股东大会，5 家通过了发改委审核；4 家公司通过了证监会核准，分别为灵康药业、健友股份、新乳业、华自科技，行业属于化学制药、化学制药、食品加工、电气自动化设备，涉及发行规模分别为 5.25、7.80、7.18、6.70 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场震荡分化，指数涨跌不一，上证综指、沪深 300 分别下跌 1.63%、0.49%,创业板指、中小板指分别上涨 2.12%、1.71%；本周可转债指数波动震荡，上证转债、深证转债分别下跌 2.87%、0.56%，中证转债指数上涨 0.32%。

从申万行业指数的角度来看，本周行业指数跌多于涨。汽车、电气设备、医药生物、家用电器、休闲服务领涨，涨幅分别为 3.91%、3.81%、2.79%、2.39%、1.62%。非银金融、房地产、银行、纺织服装、通信领跌，跌幅分别为 5.75%、4.19%、4.05%、3.98%、3.93%。

截至 2020 年 10 月 31 日，存量可转债共计 366 支，存量余额共计 4717.72 亿元。其中银行业存量可转债余额最多，高达 1522.40 亿元，其他行业则分布较为平均。除银行外存量可转债券余额最多的另外四个行业为化工、公用事业、交通运输、非银金融，该四个行业本周均呈下跌趋势。

从个券涨跌幅看出，可转债涨跌情况与级别相关性较差；从正股涨跌幅排名可知，正股涨跌榜与可转债涨跌榜有一定重合，正股涨跌榜未延续上周涨跌情况。本周市场最活跃的前五支可转债分别为蓝盾转债、通光转债、宝莱转债、航新转债、应急转债。

当股票价格超过转换平价并且已经进入转股期的转债，理论上存在套利机会。本周位于套利区间的转债共计 16 支，较上周增加 2 只。

截至 10 月 31 日，转债纯债溢价率中位数为 30.62%，转股溢价率中位数为 18.67%，转股溢价率显著小于纯债溢价率，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 14,431.29 万股，其中永高转债本周转股数为 3,459.24 万股，占全部转股数的 23.96%。截至 10 月 31 日，东音转债、一心转债、盛路转债的累计转股比例分别为 99.64%、97.39%、94.68%。

（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 2000 亿元，下周仍有 3200 亿元逆回购到期，整体来看货币政策仍维持灵活适度、精准导向。9 月工业企业利润稳步回升，前三季度呈现“由降转升、增长加快”的走势，表明国内经济恢复态势良好，而海外疫情仍未

请务必阅读正文之后的免责声明部分

有效遏制，预计未来汇率波动或小幅走强。发改委等 14 部门印发《近期扩大内需促消费的工作方案》，鼓励外资进入，促进老旧小区改造，加快推动 5G 基站建设。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或衍生机会，但仍需合理控制风险。可关注低估值绩优蓝筹股，以及三季报表现优异标的。中期可关注消费升级及产业升级等领域龙头。长期仍看好新能源汽车、光伏风电等板块，代表标的有隆 20 转债、恩捷转债等。应谨慎选择高估值的主题，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

风险提示：关注股市波动风险，国内外疫情反复、中美摩擦风险。

（证券分析师：李勇）

固收深度报告：东吴固收李勇-中美利差，汇率再思考-20201110

1.中美利差:（1）中美利差处于历史高位;（2）中美利差走扩的外部环境:中德利差走扩幅度甚于中美;（3）中 X 利差表现出来的若干特征。

2.为何呈现出这些特征:（1）中美利差为何扩大;（2）小结：美国私人部门借贷需求不足，货币乘数较低，最终导致总需求不足，这是由于私人部门-尤其是家庭部门-转向净储蓄以修复因次贷危机导致的资产负债表衰退；为应对资产负债表衰退最好的方式是通过公共部门的赤字财政，首先帮助私人部门完成资产负债表修复；但由于长期困顿于西方思想界的货币政策“本位思想”，以及意识形态上-尤其美国-对大政府的抗拒，导致财政发力更小，更慢，贻误了战机。

3.人民币汇率：关于人民币汇率的几点思考:（1）中美利差的变化对于人民币汇率存在一定的解释力度，中美利差后市进入修复期;（2）美元的“微笑曲线”依然会翘起;（3）在中美利差进入修复期，强美元预期中长期依旧成立的大背景下，人民币汇率或趋于稳定。

4.总结及展望:（1）中美的财政宽松可释放的空间都较大;（2）中美对施行财政刺激的意愿却不尽相同;相对而言，中国更果断，美国更犹豫;（3）美债名义收益率波动率有望扩大，震荡抬升至 1%，通胀预期抬升至 2.5%~3%；实际收益率下行至-1.5%~-2%；中美利差预估至少有 20-40BPs 下行空间，即进一步利差走扩的动能已经减弱。

风险提示:（1）疫情持续时间超预期;（2）逆全球化超预期;（3）民粹反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

化工行业 2020 年 11 月第 2 周周报：化工品涨价行情显现，坚定推荐化工成长股

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 3,310.10，本周累计下跌 0.06%，深证成指本周下跌 0.61%，化工板块（申万）上涨 3.57%。

本周化工板块分化明显，DMC、钛白粉行情显现：本周化工板块涨幅居

请务必阅读正文之后的免责声明部分

前的个股有润禾材料、金浦钛业、硅宝科技、神马股份、新安股份、德方纳米、南岭民爆、金力泰、金禾实业、天赐材料。其中，受益于 DMC 价格暴涨，润禾材料、硅宝科技、新安股份、合盛硅业等有机硅标的大涨；钛白粉库存偏紧、主流厂家挂牌价持续上调，金浦钛业、龙蟒佰利、中核钛白等钛白粉标的涨幅居前；此外，己二酸价格短期回弹较大，神马股份强势上涨。

大选靴子落地+新冠疫苗取得重大进展，本周油价显著回弹：本周 ICE 布油报收 42.78 美元/桶（+8.44%）；WTI 原油报收 40.13 美元/桶（+8.05%）。本周主要因新冠疫苗取得重大突破的消息极大的提振了市场乐观情绪，原油市场小幅回弹。短期来看，OPEC 减产计划越发难以维系，海外疫情进一步恶化；中长期看，全球经济增长缺乏显著利好的同时，美国的能源独立将进一步冲击油价，预计油价或将中长期低位震荡。

重点化工品跟踪，液氯大幅上涨：本周对于我们监测的 154 类重点化工品，本周涨幅前五的产品有液氯(+55.9%)、双酚 A(+26.4%)、硫磺(固态散装)（+21.7%)、水合肼(+18.0%)和苯酚（+15.5%）。其中，双酚 A 上游原料苯酚国内市场快速拉涨，下游环氧树脂和 PC 行情均走势坚挺，推动双酚 A 在国内市场持续上涨。

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的低估值绩优化工股有望迎来反转，推荐低估值白马股万华化学、龙蟒佰利，新老基建配套材料相关标的隆华科技、昊华科技、苏博特、震安科技，以及细分行业壁垒高、业绩稳健增长的小龙头泛亚微透和新亚强。

风险提示：油价大幅波动，新冠疫情持续恶化，贸易战形势恶化。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

汽车行业月报：零售双位数增长复苏加强，自主市占率提升

投资要点

产销层面：产批零继续复苏，低端消费&自主市占率提升

10 月狭义乘用车产量实现 202.9 万辆（同比+6.6%，环比+0.4%），批发销量实现 207.2 万辆（同比+8.7%，环比+0.1%），其中新能源乘用车批发 14.4 万辆（同比+119.8%，环比+15.9%）。交强险口径：狭义乘用车零售销量实现 186.3 万辆（同比+12.7%，环比-2.4%），其中新能源零售实现 12.6 万辆，以特斯拉 Model3 为首，造车新势力中蔚来 ES6 和理想 ONE 表现最佳，自主整体强于合资。10 月 SUV 市场自主/日系/德系份额均实现增长，轿车市场日系份额下降，德系/自主份额上升。10 月消费结构变化：低端消费占比提升，高端消费占比下降。重点车企产销层面，长安+长城+比亚迪+广丰+广本+上汽通用表现较好。

库存层面：企业库存减少 3.3 万辆，渠道库存增加 14.1 万辆

请务必阅读正文之后的免责声明部分

10 月传统车企业库存减少 3.3 万辆，2015 年 1 月以来累计为-48 万辆（2015 年以来历史同期最低值）。10 月渠道库存增加了 14.1 万辆，2015 年 1 月以来累计为 373 万辆，渠道库存系数为 2.2 月。新能源乘用车 10 月库存增加了 2.9 万辆，2015 年 1 月以来累计为 50.2 万辆，历史高位。主流自主&合资品牌小幅补库。自主中奇瑞/比亚迪/上汽库存系数较高，合资中上汽大众库存系数较高。

价格层面：10 月折扣率小幅攀升

10 月乘用车价格监控结论：折扣率小幅增加。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 14.36%，环比 10 月上旬+0.31pct。2）主要车企 10 月下旬折扣率小幅增加，折扣率增加前五的车企是华晨宝马+上汽大众+广汽乘用+东风本田+上汽自主。

投资建议：坚定全面看多，Q4 整车更优于零部件。

全面看多整车板块理由：1）景气复苏逻辑正在验证！长期国内乘用车销量依然可创新高！2）从周期到成长股估值体系的变化。未来汽车是“电动+智能”共同定价，会成为下一个移动终端，软件持续收费成为主盈利模式。数据积累构建长期护城河，形成强者恒强的局面。3）新一轮自主崛起将成为未来 3 年整车股核心主线。电动智能车带动自主品牌进一步跨越 20 万价格带，市占率进一步提升。Q4 建议整个板块加大配置，无论是新车向上周期明确的“长城+长安+比亚迪”，还是底部蓄力的“吉利+广汽+上汽”。看多核心零部件理由：1）下游国内乘用车需求复苏逻辑正在验证！2）海外疫情加速了中国具备成本优势的零部件订单长期转移至国内。3）“电动-智能”汽车趋势带来了中国零部件全球产业地位提升的历史性机遇。优选“前期涨幅少+估值较低+基本面发生积极变化”，Q4 核心零部件重点推荐：华阳集团/中国汽研/万里扬/德赛西威/拓普集团。

风险提示：疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期

（证券分析师：黄细里）

机械设备行业跟踪周报：工程机械、新能源设备高景气持续，建议维持重点关注

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【晶盛机电】【杭可科技】【柏楚电子】

【建设机械】【华测检测】【广电计量】【浙江鼎力】【恒立液压】

2.投资要点

【锂电设备】10 月电动车销量持续向好，看好设备环节率先受益

国内电动车销量同比实现大增：10 月国内电动车销量向好，造车新势力等爆款车型如期上量，9 月开始全面满产满销，12 月依然没有减产现象超预期，年底冲量全年预计 120 万以上，下半年增长有望超 40%。海外电池厂业务盈利改善：10 月欧洲主流注册超 13 万，同环比+204%/-7%，再次大超预期；Q3 多家海外电池厂收入达到历史新高，LG 化学电池板

请务必阅读正文之后的免责声明部分

块收入 188 亿，同比+42%；三星 SDI 电池板块收入 187 亿，同比+61%；松下电池板块收入 74 亿，同比+2%；SKI 电池板块收入 30 亿，同比+156%，龙头盈利开始改善。在全球拥抱电动化趋势下，市场迎来新一轮动力电池产能扩张周期，设备公司将显著受益，近期 CATL 已率先开启大规模招标，我们预计其他龙头电池厂也将跟进，建议重点关注：LG 核心后道设备商【杭可科技】，电芯设备龙头【先导智能】。其余关注：前道设备商【赢合科技】、【璞泰来】，中道激光设备商【大族激光】、【联赢激光】。

【工程机械】10 月挖机销量持续高增，四季度高景气延续

10 月挖机销量同比+60.5%，海外市场复苏强劲。10 月挖机销量 27331 台，同比+60.5%，延续销售强增长态势。其中，国内 23892 台，同比+60.7%；出口 3439 台，同比+59.4%。10 月以来海外出口复苏态势良好。

？中挖继续引领行业增长，龙头品牌集中趋势延续。10 月国内小挖/中挖/大挖销量占比分别 60.0%/27.1%/12.9%，同比-3.0pct/+5.1pct/-2.1pct。伴随着大型基建及地产项目开工，Q2 以来中大挖增速持续回升。10 月国产龙头挖机单月同比增长接近翻倍，累计市占率 27%；国产第二名单月同比+76%，累计市占率 16%，龙头继续引领行业增长。

预计 Q4 旺季延续，低波动率周期里建议持续重点关注龙头。11 月挖机同期基数扩大至 1.9 万台，而上游核心零部件厂商排产同比+26%、环比正增长，下游需求旺盛依旧。我们认为 2021 年虽然行业整体增速会回落，但仍保持稳定增长；挖掘机由于小挖需求+替代装载机的原因仍将保持确定性增长。未来几年工程机械行业波动估计维持正负 5-10%，波动率将比上一轮要小很多，2024 年后有望进入下一轮大的更新周期。低波动率周期里面更强调公司的产品竞争力和生产效率提升，坚定看好中国制造业智能工厂最优秀的公司【三一重工】，数字智能化+国际化将持续带来业绩弹性，全球竞争力逐步体现带来估值溢价，看好公司戴维斯双击的机会。【中联重科】起重机+混凝土机龙头，估值存在修复空间。【恒立液压】国内液压龙头，进口替代增长可期。

【光伏设备】受益新技术迭代，新技术设备将供不应求

美国大选后有望推动 100%清洁能源计划并 2050 年之前零碳排放，我们认为可再生能源渗透率中长期将不断提升是大趋势，随着平价时代到来，未来 5-10 年渗透率将加速提升，建议重点关注设备投资机会。目前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。我们重点看好国内硅片设备龙头【晶盛机电】，HJT 具备整线能力的某丝网印刷设备龙头，产品线广、协同性强的电池设备龙头【捷佳伟创】。

风险提示：下游固定资产投资不及预期；行业周期性波动；疫情影响持续。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

康等 HIT 项目有望年内陆续落地，国产设备商将迎合计 3GW 左右批量订单。我们重点看好【某丝网印刷机龙头，异质结具备整线能力】。【捷佳伟创】产品线广、协同性强的电池设备龙头。

组件环节：终端装机景气将带来新增组件需求，叠加大尺寸电池片技术迭代，存量产能更新也将带来较大需求。建议关注串焊设备龙头【奥特维】，在手订单约 21 亿元；【金辰股份】国内光伏组件设备龙头。

风险提示：下游固定资产投资不及预期；行业周期性波动；疫情影响持续。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝　证券分析师：黄瑞连　研究助理：严佳）

电子：中芯国际多点开花直面挑战，助力本土 IC 生态完善

投资要点

中芯国际多点开花直面挑战：2020 年 11 月 12 日，中芯国际（00981.HK）公布 2020Q3 财报，2020Q3 公司营收为 10.83 亿美元，同比增长 32.6%，主要得益于晶圆 ASP 提升和其他收入增长，从应用端来看，成熟应用平台需求强劲，来自于电源管理、射频信号处理、指纹识别和图像信号处理相关收入增长显著。2020Q3 公司毛利率为 24.2%，同比提升 3.4pct，主要得益于产品组合优化带动晶圆 ASP 提升，归母净利润 2.56 亿美元，同比增长 122.67%，业绩创历史新高。预计 2020Q4 公司营收环比下降 10%-12%，主要原因是出货量减少、产品组合导致晶圆 ASP 下降以及其他收入降低，2020Q4 公司毛利率降至 16%-18%，主要原因是其他业务收入环比下降、折旧上升以及产能利用率有所下降。展望全年，2020 年公司营业收入同比增速预期上修为 24%-26%，全年毛利率目标高于去年。在先进工艺方面，尽管当前市场推广面临一定挑战，但公司积极开发引进海内外客户，使客户结构和产品更多元化，目前公司已有 10 多个国内外客户先进工艺流片项目，包含 14nm 及更先进工艺技术，可望有效弥补单一客户的需求波动，预计在 2-3 个季度之内，中芯国际就可把原来已制定的产能填补完成。在成熟工艺方面，公司在 40nm、60/55nm 以及 150nm/180nm 工艺节点上的产能缺口依然较大，预计到 2020H1，业界成熟工艺产能将持续紧张，有望提升公司成熟工艺的市场需求和盈利能力。

先进制程研发、设备和资本支出助力公司长期成长，完善本土 IC 生态：目前，中芯国际在先进制程方面已取得长足的进步，但距离业界顶尖企业还有一定技术差距。对标业界龙头台积电，中芯国际未来有望在先进制程研发、先进设备配套和资本支出等方面进一步突破，从而提升公司在全球晶圆制造产业的市场地位和份额。中芯国际处于半导体产业链的晶圆制造环节，其上游包括各类半导体设备和材料环节，下游为半导体封测环节。未来，中芯国际在先进制程研发、先进设备配套和资本支出等方面的推进，也有望推动我国半导体产业链的完善。

投资建议：随着中芯国际在先进制程领域布局的深入，本土高端半导体设备制造商有望率先受益，建议关注：中微公司、北方华创、至纯科技、芯源微等；随着中芯国际在晶圆代工市场的业务拓展，相关半导体材料的市场需求有望持续提升，建议关注：沪硅产业、安集科技、江丰电子等；随着中芯国际在半导体制造技术和客户方面的拓展，本土封测厂商

请务必阅读正文之后的免责声明部分

也有望实现协同发展，建议关注：长电科技、通富微电、华天科技等。

风险提示：电子行业景气度下滑；下游需求减弱；企业研发不及预期。

（证券分析师：王平阳）

通信行业跟踪周报：本周专题：智能网联汽车加速推进，持续关注车联网、无人驾驶、车路协同等细分赛道

投资要点

本周策略观点：1、智能网联汽车相关政策加速推进，BAT 巨头前瞻布局：5G 场景下，R16 标准完善了 V2X 技术方案，同时国家大力出台政策推进智能网联汽车的发展，当下 BAT 和华为等巨头加速车联网方面的投资布局。2、无人驾驶用户付费意愿强，智能网联车市场空间广阔：无人驾驶是 5G 下游应用场景中落地最晚，但潜在空间最大的细分赛道，预计未来全球的智能网联汽车渗透率加速提升，车联网市场空间将保持高速增长。3、标的业绩逐步显现，行业高速成长下，业绩仍将加速提升：智能网联汽车相关标的 2020 年 Q3 单季度营收和归母净利润均维持较高增速，预计行业高速成长下，未来相关标的业绩还将加速提升，建议长期关注智能网联汽车、无人驾驶、车路协同等细分赛道相关标的。

行业动态及点评：华为研发的 ADS 的“高阶”自动驾驶方案将在 2022 年 Q1 量产，可实现全部自动驾驶；鸿海富士康将与亚马逊 AWS 进行车联网软硬合作；2021 年移动市场的五大预测；亿欧网盟科技联合中国科学院发布《2020 中国硬科技创新白皮书》。

行业前瞻：2020 中国企业数智化生态联盟峰会（2020.11.20）、2020 中国科技传播论坛（2020.12.05）

首推组合：中兴通讯、天孚通信、数据港、中际旭创、淳中科技、中科创达。

建议关注组合：5G 主设备：烽火通信；光模块：新易盛、华工科技、光迅科技、博创科技；IDC：数据港、奥飞数据、光环新网、宝信软件、佳力图、杭钢股份、沙钢股份、佳力图、城地股份、鹏博士、立昂技术、世纪互联、万国数据；高清视频：兴图新科；物联网/车联网：移为通信、广和通、移远通信；云计算/边缘计算：优刻得、网宿科技；PCB：崇达技术、深南电路、沪电股份；散热：中石科技；天线射频：世嘉科技、通宇通讯、硕贝德；运营商/铁塔：中国移动、中国联通、中国电信、中国铁塔；服务器/路由器/交换机：烽火通信、兴森科技、浪潮信息；线上教育：世纪鼎利、立思辰；线上办公：亿联网络、会畅通讯、二六三；UWB：浩云科技；低轨卫星：和而泰、华力创通、海格通信、中国卫星、中国卫通。全国一网：歌华有线、广电网络；网络可视化：中新赛克；5G 行业专网：海能达；国网信息化：恒华科技、朗新科技。

市场回顾：近一周通信（申万）指数下跌 1.67%；沪深 300 指数下跌 0.59%；行业跑输大盘 1.08pp；东吴通信优选指数近期表现：近一周上涨 3.36%，年初至今上涨 26.51%。

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

电气设备新能源行业周报：电动车销量火爆排产饱满，光伏明年高增明

请务必阅读正文之后的免责声明部分

确

投资要点

申万电气设备 7111 下跌 1.61%，表现弱于大盘。工控自动化涨 1.54%，锂电池涨 0.72%，发电设备涨 0.36%，核电涨 0.22%，发电及电网跌 0.33%，新能源汽车跌 0.97%，风电跌 2.27%，光伏跌 2.81%。涨幅前五为德方纳米、威尔泰、英搏尔、迈为股份、华友钴业；跌幅前五为科泰电源、晶澳科技、坚瑞沃能、和顺电气、金龙汽车。

行业层面：电动车：中汽协:10 月新能源汽车销量 16 万辆，同环比 104.5%/13.9%；10 月新能源乘用车批发销量破 14 万，多家车企创单月新高；SKI 年产 3.4 亿平米常州隔膜工厂投产；美候任总统拜登将为加速电动汽车变革推动 10 个项目；特斯拉上海工厂 21 年计划生产 55 万辆汽车，超 10 万辆出口；理想 Q3 营收 25 亿元，连续两季度经营现金流为正；小鹏 Q3 首度实现毛利率转正；成都巴莫将新增 5 万吨动力电池用高镍材料产能；比亚迪拟收购韩国大宇商用车，加速布局海外市场；长安汽车宣布联合华为、宁德时代打造高端智能化电动车品牌；首批宝马 ix3 从大连港发往海外市场，由宁德时代独家供电池；磷酸铁锂价格上涨 1k 元/吨。新能源：云南通威 4 万吨高纯晶硅项目正式开工；0.94 元/W 上海电力中标国电青海 100MW 电站 EPC 总承包工程；2025 年中国储能用锂离子电池出货量或将达 60GWh；工信部副部长王志军考察隆基宁夏生产基地。工控：国家能源局：非常关注特高压项目规划建设工作，积极推进特高压技术发展。

公司层面：新宙邦：1）向特定 11 名对象非公开发行股票，发行数量 0.33 亿股，发行价格 34.80 元/股。2）拟以现金方式购买九九久 74.24%股权，交易价为 22.7 亿元。晶澳科技：1）公司实际控制人、董事长兼总经理靳保芳被立案调查。2）公司同意下属子公司及下属子公司之间相互担保，额度不超过 243.36 亿元。福斯特：董事长林建华已减持 0.21 亿股，占总股本 2.79%，减持计划尚未实施完毕。亿纬锂能：1）非公开发行股票 0.48 亿股，发行价格 51.61 元/股；2）为子公司亿纬动力提供总额不超过 3 亿元担保。三花智控：发行可转债获证监会受理。天齐锂业：天齐集团拟减持公司股票 0.64 亿股，占总股本 4.35%。天奈科技：GRCSinoGreen 及其一致行动人、中金佳泰、AssetFocusLimited 各自拟减持不超过 696 万股（占总股本不超过 3%）。正泰电器：正泰集团可转债累计换股 0.21 亿股，导致正泰集团及其一致行动人持股比例由 55.05%下降 1%至 54.05%。国轩高科：发行绿色债 5 亿元，发行利率 7.50%，期限 5 年。八方股份：0.4 亿限售股将于 11 月 18 日上市流通。明阳智能：蕙富凯乐减持 6361.6 万股，占总股本 4.35%。金风科技：为全资公司 RattlesnakePowerHolding,LLC、金风澳洲提供担保，金额不超过 0.7 亿美元和约 0.84 亿元。赣锋锂业：1）对全资子公司上海赣锋增资 2 亿元，上海赣锋计划对 Bacanora 公司旗下锂黏土项目公司 Sonora 行使认购期权，交易完成后将持有 Sonora 不超过 50%股权。；2）以增资扩股方式引入 16 位自然人股东，并引入员工持股平台；

投资策略：10 月新能源汽车销 16 万辆，同环比 104.5%/13.9%，超预期，造车新势力等爆款车型如期上量，上修全年销量到 125 万以上，下半年增长 40%+，11 月中游排产继续环比 10%，12 月依然没有减产现象超预期，六氟稳在 10.5 万/吨，Q3 三重拐点明确；10 月欧洲主流注册超 13 万，同环比+204%/-7%，再次大超预期,今年预计 115 万，同增 100%+，明年上修到 190-210 万辆，同增 70-90%；美国拜登当选电动车税收减免有望

请务必阅读正文之后的免责声明部分

全面恢复鼓励电动化进程，全球电动化大趋势明确，明年国内和海外均高增，强烈推荐全球供应链龙头和有价格弹性的六氟等。十四五光伏年均装机有望从 60GW+上调到 75GW+，中国 2060 年碳中和，欧盟碳排放目标进一步提升到 60%，美国拜登当选后推动 100%清洁能源计划并 2050 年之前零碳排放，将加快光伏从辅助能源到主力能源的进程，短期各环节价格趋稳，Q4 旺季，今年国内装机估计 40-45GW，同增 30-50%；竞价转平价 8GW，明年上修至 65GW+，全球 120-130GW 左右，同增 10%左右，明年确定性大年，全球 170-180GW，同增 35%+，强烈看好光伏龙头。工控今年 Q1 同降 12.4%，先进制造同增 15%+，Q2/Q3 增长 6.4%/6.7%，先进制造同增 25%+/25%+，传统制造和基建行业也明显增长，强烈看好工控龙头。电网投资总体持平，结构性倾斜，电网设备龙头向好。风电 20 年继续抢装，估计 30GW+（20%+），海上风电持续增长。

重点推荐标的：宁德时代（动力电池全球龙头、优质客户和领先技术）、汇川技术（通用自动化今年持续大超预期、动力总成全面突破大幅减亏）、隆基股份（单晶硅片和组件全球龙头、业绩持续高增）、天赐材料（电解液&六氟龙头、六氟超预期涨价弹性大）、阳光电源（逆变器龙头增长大超预期、储能业务前瞻布局）、新宙邦(六氟和电解液涨价、氟化工也超预期、业绩高增)、当升科技（正极龙头、海外占比高、员工持股计划托底）、璞泰来（负极全球龙头、LG 等海外占比高、隔膜和设备加强布局）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、硅料价格坚挺）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、业绩超预期高增长）、福斯特（EVA 和 POE 膜绝对龙头供不应求、感光干膜等新材料上量）、晶澳科技（组件一线龙头、前三季度超预期）、雷赛智能（控制卡和步进系统龙头、伺服和 PLC 全面起量）、科达利（结构件全球绝对龙头、客户锁定宁德和 Tesla 等）、恩捷股份（湿法隔膜全球龙头、LG 等海外客户放量）、宏发股份（新能源汽车继电器全球龙头、传统继电器超预期复苏）、爱旭股份（专注高效电池的龙头、单瓦利润恢复超预期）、国电南瑞（二次设备龙头、电力物联网受益）。建议关注：中信博、固德威、比亚迪、华友钴业、亿纬锂能、三花智控、赣锋锂业、良信电器、福莱特、欣旺达、天齐锂业、嘉元科技、天奈科技、思源电气、正泰电器、麦格米特、星源材质、国轩高科、八方股份、林洋能源、金风科技、中国宝安、东方日升、许继电气、平高电气、长高集团、长缆科技、国网信通、日月股份、捷佳伟创、天顺风能、杉杉股份等。

风险提示：投资增速下滑，政策不达预期

（证券分析师：曾朵红）

有色金属行业跟踪周报：铜铝两旺，贵金属下行

投资要点

行情回顾：本周沪深 300 指数下跌 0.59%，收于 4857 点。有色金属（申万）指数上涨 2.06%。铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料涨幅分别为 3.83%、6.86%、2.55%、-4.30%、2.28%和 2.23%。个股涨幅前五的公司为华峰铝业、云铝股份、神火股份、索通发展和闽发铝业。

行业跟踪：

基本金属：本周铜价走势偏强，疫苗新进展点燃乐观情绪，伦铜创逾两年新高;本周铝价铝价环比上涨，下游畏高情绪重，按需采购，成交一般;本周铅价上行，贸易商国产报价随行就市，下游逢低询价接货;本周锌价

请务必阅读正文之后的免责声明部分

冲高回落，原料端供给仍偏紧张；本周沪锡震荡走低，周五小幅拉升，下游消费商仍然观望。

贵金属：本周新冠疫苗传来利好，试验性疫苗的有效性超过 90%，叠加 10 月份美国失业率下降，就业机会增加缓解风险情绪，令黄金承压。

稀土：本周镨钕市场以稳为主，市场询货问价活跃有所降低，成交较少，铽、钬询盘增加偏强运行，镝钆偏稳。

小金属新材料：本周镁价本周镁价稳步上探；本周电解锰市价小幅调涨，供需博弈状态凸显；本周钒合金市场跌势放缓，低价售货情绪减弱。

锂钴：本周工业级、电池级碳酸锂价格上涨;本周氢氧化锂价格持平;本周电解钴现货价格下跌；四氧化三钴价格持平，下游需求趋势减少。

投资建议：1）疫情导致的宽松货币政策主基调不变，关注贵金属回调后机会。欧美疫情第二次风险，全球贸易摩擦及地缘政治风险持续，凸显贵金属配置价值。标的关注龙头赤峰黄金、紫金矿业等；2）国内宏观经济持续复苏，看好工业金属。三季度 GDP 增速转正，国内消费逐步回暖，市场乐观情绪助推工业金属价格高位运行。标的首选云铜、云铝。3）长期看好能源金属锂、钴。新能源汽车需求持续高速增长，随着供给端收缩，库存不断去化，下游需求边际向好，标的天齐锂业、赣锋锂业、华友钴业。4）精选新材料个股。下游 5G、军工等逆周期领域逐步发力，上游材料迎来需求爆发及业绩兑现，关注博威合金、楚江新材、宝钛股份、西部超导、应流股份等。

风险提示：经济增长不及预期；美国流动性转向。

（证券分析师：杨件）

汽车行业周报：11 月第一周零售同比+20%，全面看多

投资要点

每周复盘

SW 汽车下跌 3.5%，跑输大盘 3.2pct。所有汽车子板块呈下跌形态，SW 乘用车幅度最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 28 名，排名靠后。估值上，整体有所下跌，SW 乘用车幅度最大。横向比较，乘用车板块估值在 PE 方面高于白色家电低于白酒，PB 方面仍低于白色家电和白酒。汽车零部件板块估值（PE 和 PB）均低于计算机和传媒。

景气跟踪

销量：11 月 1-8 日乘用车零售日均销量同比上升，批发日均销量同比上升。11 月 1-8 日乘用车零售销量日均 35094 辆，同比上升 20%。11 月 1-8 日乘用车批发销量日均 40278 辆，同比上升 8%。

库存：10 月传统乘用车企业库存-4.3 万辆，企业累计库存为-49 万辆，渠道库存预计季节性小幅补库，行业整体库存处在较为健康的水平。

价格：10 月下旬折扣率小幅增加。根据抽样调查原理，我们建立了乘用车终端成交价格的监控体系，每月进行分析。10 月下旬乘用车价格监控结论：折扣率小幅增加。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 14.46%，环比 10 月上旬+0.31pct，热门车型中降价幅度前五车型是帕萨特 2020+撼路者 2020+GLA 级 2020+5 系 L2020+MGZS2020。2）主要车企 10 月下旬折

请务必阅读正文之后的免责声明部分

扣率不同程度增加，幅度较大的是华晨宝马+上汽大众+广汽乘用车+东风本田+上汽集团。

重点关注

11 月 9 日，万里扬 10 月汽车变速器销量 147511 台，同比+1.33%；11 月 12 日，广东近期重点建设广州-深圳、广州-珠海等氢能运输走廊；11 月 13 日，小鹏汽车第三季度营业收入 19.90 亿元人民币，较 2019 年同期+342.5%，较 2020 年第二季度+236.9%；11 月 13 日，理想汽车第三季度理想汽车总营收为 25.11 亿元人民币，较第二季度 19.47 亿元+28.9%，其中汽车销售收入 24.65 亿元，环比+28.4%；11 月 13 日，上海市经济信息化委等六部委印发《上海市燃料电池汽车产业创新发展实施计划》的通知；11 月 14 日，长安汽车与华为、宁德时代三方打造高端智能汽车品牌计划 5 年发布 23 款新能源产品。

投资建议：坚定全面看多，Q4 整车更优于零部件。全面看多整车板块理由：1）景气复苏逻辑正在验证！长期国内乘用车销量依然可创新高！2）从周期到成长股估值体系的变化。未来汽车是“电动+智能”共同定价，会成为下一个移动终端，软件持续收费成为主盈利模式。数据积累构建长期护城河，形成强者恒强的局面。3）新一轮自主崛起将成为未来 3 年整车股核心主线。电动智能车带动自主品牌进一步跨越 20 万价格带，市占率进一步提升。Q4 建议整个板块加大配置，无论是新车向上周期明确的“长城+长安+比亚迪”，还是底部蓄力的“吉利+广汽+上汽”。看多核心零部件理由：1）下游国内乘用车需求复苏逻辑正在验证！2）海外疫情加速了中国具备成本优势的零部件订单长期转移至国内。3）“电动-智能”汽车趋势带来了中国零部件全球产业地位提升的历史性机遇。优选“前期涨幅少+估值较低+基本面发生积极变化”，Q4 核心零部件重点推荐：华阳集团/中国汽研/万里扬/德赛西威/拓普集团。

风险提示：海外疫情控制不达预期，乘用车需求复苏幅度低于预期。

（证券分析师：黄细里）

汽车行业点评：长安携手华为+宁德，打造自主崛起新标杆

投资要点

事件要点:11 月 14 日，在首期央视《第一发布》节目中，长安汽车董事长朱华荣正式宣布，为了顺应时代的发展和用户的需求，长安汽车将携手华为和宁德时代联合打造一个全新高端智能汽车品牌。

长安联合华为/宁德打造高端智能汽车品牌，是自主崛起的典范

由长安汽车主导，联合华为、宁德时代共同打造的高端智能汽车品牌，包括一个全球领先、自主的智能电动汽车平台，一系列智能汽车产品和一个超级“人车家”智慧生活和智慧能源生态。这是继北汽后，又一车企与华为深度合作。借助改革开放东风，在全球互联网浪潮下，我国消费市场成就了一批软硬件兼具的科技企业，无论是 ICT 领域的华为，动力电池领域的宁德时代，还是互联网崛起的 BAT，他们积累的核心技术将在电动智能车的浪潮中赋能汽车产业的崛起。此轮中国的汽车工业将借助积累的核心技术应对这场全球汽车重心的争夺战，自主品牌有望抓住此次变革的机遇实现全面崛起。

长安汽车发布方舟架构，高级别自动驾驶加速驶来

请务必阅读正文之后的免责声明部分

长安汽车更新了企业品牌定位为“科技长安智慧伙伴”。长安汽车展示的自动驾驶方舟架构拥有未来科技前置化、人车合一基因化、体验设计多样化及品质底线越级化的四大核心价值。高阶自动驾驶传感器、控制器和执行器等关键技术将提前布局，以满足未来自动驾驶功能拓展和安全设计要求。方舟架构将实现科技前置化，实现高阶自动驾驶架构布局，支持安全可扩展的智能驾驶配置，核心布置包括：1）预留 6 个毫米波雷达、13 个摄像头、5 个激光雷达、12 个超声波雷达等共 36 个传感器；2）高精度地图和定位，5G-V2X 模组，2 个高算力域控制器，冗余制动、冗余转向和冗余电源。L3 级的中央计算平台每一行代码均由长安自研。采用方舟架构的汽车，信息传输速度提升 200 倍，端云一体化五层防御系统，远程一键升级，千人千面的定制化体验，实现 16 种动力组合，兼容纯燃油、48V 低压混合动力、插电混动等 3 种电气化动力等。长安汽车的智慧成长型电子电气架构未来可实现中央集中控制，通过并与腾讯、华为等深度合作，打造长安智能车云平台，接入“北斗天枢”联盟 20 余位成员，构建生态圈，实现共建、共创、共赢。现阶段长安汽车已实现量产 L3 级自动驾驶体验，预计 2025 年将有百万台级汽车接入到方舟架构，实现更高级别的自动驾驶。

拥抱百年一遇的自主崛起大行情，建议超配！

智能电动车正在掀起新一轮全球汽车产业重心的争夺赛，中国/美国或将向上，德国/日本或将向下。美国特斯拉目前是引领者，中国借助“车企+华为+BAT+宁德+福耀”将会厚积薄发有望实现汽车产业自主崛起。不仅看好汽车产业的重生，更看好自主品牌的崛起！受益传统车企：长安/长城/吉利/比亚迪/广汽/上汽。受益造车新势力：蔚来/小鹏/理想。供应链与车企唇齿相依，相辅相成，智能化大赛道受益零部件：AI 芯片（地平线+寒武纪）+座舱/智能驾驶（德赛西威+华阳集团+中科创达）+高精度地图（四维图新）+车路协同（中国汽研）+底盘电子（伯特利+科博达）+车灯（星宇）+玻璃（福耀玻璃）。

风险提示：新型肺炎疫情控制不达预期，法律法规限制 ADAS 发展。

（证券分析师：黄细里）

电子：苹果首次推出搭载自研 M1 芯片 MacBook，产业链有望充分受益

投资要点

北京时间 11 月 11 日凌晨，苹果举办线上发布会，正式推出 Mac 系列的自研芯片 M1，以及搭载这颗芯片的 3 款 MacBook 电脑产品。新款 MacBook 包含 3 款新机型，分别为 MacBookAir、MacBookPro 和 Macmini，均搭载苹果自研 M1SOC 芯片，功耗更低、体积更小。它是第一款使用 5nm 技术的 PC 芯片，拥有 160 亿个晶体管。3 款电脑均搭载 macOSBigSur 系统。MacBookAir 配备 8 核 CPU，最高可选配 8 核 GPU；MacBookPro 和 Macmini 均配备 8 核 CPU 和 8 核 GPU。MacBookAir 最长 18 小时；MacBookPro 最长 20 小时。MacBookAir 和 MacBookPro 均搭载 13.3 英寸(对角线)LED 背光显示屏；Macmini 高度为 3.6cm，宽度为 19.7cm，深度为 19.7cm，同时支持一台最高达 6K 的显示器和一台最高达 4K 的显示器（均需单独购买）。MacBookAir 包含银/深空灰/金 3 种配色；MacBookPro 包含银/深空灰 2 种配色；Macmini 配色为银色。MacBookAir256GB/512GB 售价分别为 7999/9799RMB；MacBookPro256GB/512GB 售价分别为 9999/11499RMB；Macmini256/512GB 售价分别为 5299/6799RMB。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

天猫双 11 品牌销售榜中，苹果、华为、小米占手机行业前三。数据显示，从 11 月 1 日 0 点到 11 月 12 日零点，手机行业品牌销售榜前五分别为：Apple/苹果、HUAWEI/华为、Xiaomi/小米、HONOR/荣耀、vivo、OPPO。

华为被传将出售荣耀。11 月 10 日，消息传出，华为计划打包出售荣耀手机业务，荣耀管理层等将在这家新公司中持股。交易价格约为 1000 亿人民币，收购方包括神州数码、三家国资机构，以及 TCL 等公司组成的小股东阵营。

建议关注：蓝思科技、鹏鼎控股、东山精密、长信科技、安洁科技、信维通信、长盈精密等。

风险提示：汇率波动风险，疫情蔓延导致供应链受阻，行业竞争加剧。

、长信科技、安洁科技、信维通信、长盈精密等。

风险提示：国际局势动荡；疫情蔓延导致销量受阻；行业竞争加剧。

（证券分析师：王平阳　证券分析师：王少南）

食品饮料行业深度：酱酒行业：乘风而起，百舸争流

茅台的快速增长带动整个行业的发展。自 2017 年以来，茅台酒价格不断上涨，截止到 2020 年 10 月，茅台一批价与 2017 年相比涨幅超 120%。在“茅台热”的带动下，消费者开始了解，接受并逐渐喜爱酱酒浓郁的口感，且酱酒黏性强，酱香消费群体不断扩大后难以转换到其他香型。白酒香型中，酱香酒口感最重，黏性最强，主打“产区概念”和“时间价值”，最容易打造稀缺性。茅台价格的一路上涨，反应了茅台长期存在的供需矛盾。茅台酒工艺复杂，制作周期长，四年前基酒和年份老酒都是产量约束条件，预计未来五年量增 CAGR6-7% 。

酱酒品类整体受益于茅台的溢出需求，处于品类红利阶段，产能投放受老酒库存和产能时滞影响，预计未来五年优质酱酒供给稀缺、价格弹性大，行业增速 15%+。郎酒具备品牌力、产能优势，核心单品青花郎、红花郎均有望全国化，预计有望成为 150-200 亿级别酒企；国台 2016 年推出核心单品国台国标酒以来，2017-2019 收入 CAGR81%，公司具备茅台镇产区优势、渠道端股权绑定经销商，有望成为 50 亿级别酒企。

酱酒热现象的出现是多方面因素作用的共同结果：1、茅台快速成长打开价格天花板，产能瓶颈给其他品牌带来溢出红利。2、高渠道利润给酱酒带来强渠道推力。3、产业资本的布局为酱酒的发展奠定基础。看未来，酒企密集布局酱酒，渠道和品牌力仍是发展关键，以茅台、郎酒、习酒、国台等为代表的酱酒龙头未来发展空间广阔。

站在当前时点来看，20 年三季度白酒板块如期改善，下一个春节旺季低基数效应明显，淡季酒企继续提价以待旺季，景气度高估值合理；展望 2021，公司机制变革预期也是重点关注方向。我们继续首推白酒板块。1）板块格局清晰，高端酒仍是确定性之选，对标国际消费品龙头，估值合理仍有提升空间，建议继续加大配置；长期看，疫情冲击下中小地产酒企加速出清，龙头引领提价，行业价格带有望被进一步打开，消费升级+

请务必阅读正文之后的免责声明部分

龙头集中逻辑不改,首推高端头部品牌贵州茅台、五粮液、泸州老窖。2）次高端及地产酒 20Q1 受疫情影响较严重,低基数下有较大业绩弹性。次高端及地产酒分化加剧，行业分化背景下，品牌+渠道力突出的龙头仍有望加速胜出，确定性标的推荐具备全国化需求的具备优势基地市场的龙头，次高端龙头山西汾酒、洋河股份，地产酒龙头古井贡酒等，关注口子窖，水井坊，顺鑫农业，今世缘消费补回内部调整机会。

风险提示：宏观经济波动对居民消费的影响。食品安全事故。政策变化的风险。行业竞争加剧。产能投放不达预期。原材料价格波动风险。国内外疫情控制不达预期。

（证券分析师：杨默曦）

教育行业点评：政策信号刺激，持续看好港股高校股/K12 学校股的长期价值

事件提要

2020 年 11 月，教育部发布《关于政协十三届全国委员会第三次会议第 3379 号（教育类 343 号）的答复函》。其中提到：①做好民办学校过渡期管理，各地实际情况差别较大，教育部不便设定“一刀切”管理办法，由各地实际制定；②规范非营利学校关联交易的，正面提出了“非营利学校关联交易应公开，公平，公允，合理”，也是正面确认了关联交易的合法和合理性；③公平对待营利性学校和非营利性学校。

点评分析

本次政策的表述也进一步确立了民办学校（包括民办高校和民办 K12 学校）运营的合法性和合理性。我们认为，不论是高校公司还是 K12 学校公司，其主要审批和管理都在地方政府，地方政府和学校具相关性和一致性（主要教育财政为地方政府负担），因此实操过程中，高校公司/K12 学校公司在扩张和发展中所受到的政策阻力较小。

地方政府和学校所具有的相关性和一致性体现在我国地方财政教育支出是整个社会对于教育投入的主力来源：国家财政性教育经费中，地方财政性教育经费占比一直超 90%。具体来看，

①国家财政性教育经费包括中央财政性教育经费和地方财政性教育经费，其中地方财政性教育经费的占比超过 90%。2013 年是近年的最高值，为 93.3%，之后结构上未发生明显变动，2018 年该占比仍然高达 92.1%，可以说地方财政支出仍然是整个社会对于教育投入的主力来源。

②从全国公共财政教育支出的中央和地方占比，以及地方公共财政教育支出占国家财政性教育经费比重两个数据，可以得到相同结论。两个比例分别在 2013 年/2012 年达到近年的顶峰，为 95.0%/90.6%，近年来结构上并没有发生明显的改变，2019 年两个比例分别高达 94.7%/82.3%。

投资建议：本次政策信号，是对高校公司/K12 学校公司的一个合理合法性的进一步肯定，但更重要的是，高校公司/K12 学校公司，本身具备长期投资价值，20%-30%的增长，仅约 20x 的估值，固定资产，良好现金流。建议持续关注高校公司中教控股、希望教育、中国科培、华夏视听教育、中汇集团、宇华教育、新高教集团等；K12 学校公司：天立教育、睿见教育、枫叶教育、成实外教育等。

风险提示：政策落地不确定性，疫情反复，招生不及预期，扩张不及预

请务必阅读正文之后的免责声明部分

期等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：周良玖　证券分析师：张良卫）

推荐个股及其他点评

震安科技（300767）：全方位解读建筑减隔震市场空间之二：远期住宅市场达千亿规模

特别说明：本文是我们关于震安科技的第三篇深度报告。第一篇主要对减隔震行业和公司的整体做了详细的介绍；第二篇从中短期的时间维度测算了立法内、外的减隔震市场空间；本篇报告从远期住宅市场的维度进一步解析减隔震市场空间。

投资要点

建筑减隔震行业是增速快、空间足的朝阳行业：我国建筑减隔震行业自汶川地震后开始起步，由于减隔震技术在地震设防过程中具备显著的技术优势和成本优势，其中在新建项目中具有 1%~5%的成本优势，既有建筑改造项目中更是有 10%以上的经济性，目前行业正处于快速发展的阶段，市场空间广阔。

以日为鉴，住宅是成熟减隔震市场中的主要份额：日本由于地震频发，建筑减隔震行业自 1995 年阪神地震后快速发展，目前行业已经相对成熟。追踪日本减隔震行业发展路径可以发现，行业发展早期公共建筑类首先发展，随着市场渗透和认知度的提升，行业进入到住宅类建筑领域，在 2004 年日本住宅类减隔震建筑存量超过其他类建筑，至今仍是减隔震市场中的主流。

多维需求构筑减隔震大市场空间：短期看，当前《建设工程抗震管理条例》仅剩国常会审议通过，未来随条例立法的落地和行业标准的趋严，减隔震行业有望形成超过 200 亿以上的市场空间；中短期看，由于减隔震技术“降本+增效”，我们测算得到减隔震在高烈度地区、LNG 储罐、核电站、地铁上盖及 TOD 等领域具备 100 亿级别的市场空间；远期看，住宅将是减隔震行业最大的市场份额，至本世纪中叶有望形成千亿级市场规模。

公司加速布局全国迎接景气新周期：公司作为细分行业龙头，目前已根据地震重点监视防御区的划分进行了战略布局，未来将逐步形成以首都圈、长三角、新疆和珠三角等区域为代表的全国性布局。目前公司在唐山的智能化减隔震装备制造新基地已正式开工，昆明新基地也在有序推进中，随着新产能的推进及投产，公司发展进入快车道。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.80 亿元、2.88 亿元和 5.02 亿元，每股收益分别为 1.25 元、2.00 元和 3.48 元，当前股价对应 PE 分别为 59 倍、37 倍和 21 倍，考虑到公司在行业内的竞争优势和立法带来的广阔市场空间，维持“买入”评级。

风险提示：公司在建项目的建设进度不及预期；公司市占率下滑的风险；立法落地时间不及预期。

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

腾讯控股（00700）：游戏流水增长高于行业，媒体广告明显恢复，金融科技变现或有延迟

投资要点

2020Q3 公司实现营业收入 1254.5 亿元，同比增长 29%；归母净利润达到 385.4 亿元，同比增长 89.1%，归母净利润出现远快于收入的高速增长，主要在于本季度被投公司公允价值变动带来的投资收益增加，非公认会计准则下的归母净利润 323 亿元，同比增长 32.3%，收入利润均超市场预期。

重磅游戏递延收入确认，带动游戏增长超预期。网络游戏收入 414.2 亿元，同比增长 44.8%，环比增长 8.2%，但本季度递延收入环比减少 17.9 亿元，假设递延收入的变化均源自游戏业务，则游戏业务本季度流水总额为 490.1 亿元，同比增长 24%，环比下降 4.6%。扣除 supercell 并表因素的影响，本季度游戏流水内生增长约 19%，仍高于行业增长速度，公司市占率持续提升。

社交网络受益于虎牙并表，收入快速增长。社交网络收入达到 283.8 亿元，同比增长 28.9%，增长来源于腾讯视频、音乐服务订购数增长及虎牙直播收入的并表。其中因本季度虎牙带来的收入约为 26.6 亿元，扣除并表因素影响，同比增长 17%。

媒体广告因宏观经济影响改善而明显恢复，有望为后续广告业务的增长带来增量。社交广告在曝光率及 eCPM 上升的带动下，微信广告资源录得稳健的同比收入增长。由于广告主对视频格式广告（如激励视频广告）反应良好，移动广告联盟收入同比增长迅速。媒体广告方面，公司通过自制的综艺节目（如《明日之子第四季》）及电视剧（如《三十而已》）吸引赞助商的广告需求。宏观经济回暖带动媒体广告迅速恢复。

云业务不及预期，拖累金融科技及企业服务业绩表现。本季度部分项目部署及新合同签署有所延误，若干 IaaS 合同须进行非经常性调整，导致收入增速大幅下滑。而金融科技业务方面，商业支付同比增长强劲，总支付金额同比增长超过 30%，部分抵消云计算业务的负面影响。

盈利预测与评级：鉴于公司游戏业务的超预期表现及后续游戏 pipeline 的丰富构成，我们上调游戏收入，同时上调媒体广告业务的收入增长，金融科技及企业服务受云业务影响利润率受到压制。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 4862.0/6189.5/7609.8 亿元，同比增长 28.9%/27.3%/22.9%，归母净利润分别为 1262.7/1578.9/1946.8 亿元，同比增长 35.3%/25.0%/23.3%，对应 PE 分别为 38.8/31.1/25.2 倍。给予 21 年 35 倍 PE，对应目标价 679 港币/股（港币：人民币=1:0.85），维持公司“买入”评级。

风险提示：微信生态发展低于预期，游戏变现能力和推出时间不及预期，广告业务的变现进展低于预期，政策监管风险

（证券分析师：张良卫　研究助理：张飞鹏）

丸美股份（603983）：双十一 GMV 同增 40%+，股权激励+智能工厂未来可期

事件：双十一落幕，参考公司双十一战报，20 年双十一全网 GMV 超 2.7

请务必阅读正文之后的免责声明部分

亿元（+41%）。同日，公司发布限制性股票激励计划（草案），拟向 67 名董事、高管、中层管理人员和核心骨干授予限制性股票数量 102.26 万股，占总股本的 0.26%，授予价格为 32.53 元/股。

投资要点

双十一：全网 GMV 超 2.7 亿元，同比增长约 41%。2020 年双十一落幕，公司延续眼部护理品类的优势，小红笔眼霜累计销售超 75,000 支，首发新品樱花水全网售罄，并在天猫、唯品会和京东三个平台均位列国货眼部护理类别第一，保持了公司的强大品牌力和竞争优势。

股权激励出炉，广泛覆盖绑定核心团队，激发企业活力。公司此次股权激励中首次授予 82.26 万股（占总股本 0.22%），共涉及 67 人，其实包括中层管理人员 15 人和核心骨干 50 人。若参考 2019 年末员工总人数 884 人，本次激励覆盖达 7.6%，覆盖比例高于可比公司。

从授予比例来看，2 位董事/高管授予比例 6%，65 位中层管理及核心骨干授予比例达 78.35%，预留部分 15.65%。人均来看，对于中层及核心骨干，人均授予 1.23 万股，按授予价格 32.53 元/股，对应股份价值为 40.1 万元/人。通过本次广泛覆盖中层及核心骨干的股权激励，公司将与核心团队的利益形成深度绑定，从而进一步激发企业活力，为长期稳健发展打下扎实根基。

设定多层次业绩目标，充分调动核心员工业务和管理双向积极性。

时间维度：本次股权激励的限售期分别为首次授予的限制性股票登记完成之日起 15 个月/27 个月/39 个月，分别将解锁 30%/30%/40%。

多层次业绩目标：本次股权激励的业绩目标分为三个层次，分别为公司层面、业务单元层面和个人层面。（1）公司层面：21-23 年营收目标为三年分别不低于 21.6 亿元/25.2 亿元/28.8 亿元，对应同比增速分别为 19.94%（相对于 19 年营收）/16.67%/14.29%；且累计归母净利润目标（剔除股权激励费用）分别为 5.4 亿元/11.7 亿元/18.9 亿元。（2）业务单元层面：业务单元业绩目标分为基准指标和目标指标。当公司目标达标时，员工所属业务单元还需达到基准指标方可解锁，并根据和目标指标间的比例决定最终的解锁比例 X。（3）个人层面：公司对个人绩效考核分为 A/B/C 三挡，对应的解锁系数 Y 分别为 100%/80%/0%。因此，完成公司层面业绩目标的基础上，激励对象个人各期实际解除额度 = 个人各期额度 × 业务单元层面标准系数（X）× 个人层面标准系数（Y）。

风险提示：疫情反复风险；新品开发进度及销售不及预期；市场竞争加剧。

（证券分析师：汤军　证券分析师：吴劲草　研究助理：樊荣）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn