策略研究

国都投资研究周报 2020.11.9-11.13

本周策略：

内外预期趋于改善，年底估值切换行情可期

一、近期展望：内外预期改善，年底估值切换行情可期

1、**市场脉动：进入“拜登交易”，全球市场普遍反弹。**上周美国大选周选情的跌宕起伏，全球市场走势随之剧波动；但随着这一不确定性的逐步落地，民主党拜登胜券在握确立领先优势后，全球资产市场进入“拜登交易”模式：股市、商品、汇率普遍上涨；上周，美元指数下跌 1.5%至近六年低位 92.5 附近，非美汇率相应普遍升值 1.1-1.6%，工业金属、原油、黄金等商品期价普遍上涨 3.0-4.5%不等；股指方面，上周 MSCI 美国、发达、新兴、中国 A 股指数分别上涨 7.6%、7.7%、6.6%、3.9%，行业板块来看，MSCI 信息科技、医疗保健、工业、原材料、可选消费等以 9.4-7.9%的周涨幅居前。

2、**内外不确定性压力因素，已在反复震荡行情中较为充分消化。**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。

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3312.16	2.72
沪深 300	4885.72	4.05
深证成指	13838.42	4.55
中小板综	12663.20	3.46
创业板指	2733.07	2.91
恒生指数	25712.97	6.66
恒生中国企业指数	10497.80	7.56
恒生沪深港通 AH 股溢价	142.86	-3.47
标普 500	3509.44	7.32
纳斯达克指数	11895.23	9.01
MSCI 新兴市场	1176.36	6.61

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	37.49	4.96
纽约期金	1951.50	3.87
伦敦期铜	6947.00	3.49
伦敦期铝	1901.00	2.87
波罗的海干散货	1196.00	-6.78

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。

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近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：内外预期趋于改善，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 16-8Q3，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）**中长期预期确立。**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已落地。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。随着数个关键摇摆州的翻蓝，最新拜登获得选举人票 290 张，大幅领先特朗普的 214 张，美国主流媒体已纷纷正式报道拜登当选美国下任总统。**美国大选日虽然延长为选举周，而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，资产价格普遍迎来反弹行情。

10 月中旬以来，美股、欧股基本进入单边下跌行情，普遍累计下跌 8-12%；尤其是近日波动加剧，表征市场恐慌指数的 CBOE VIX 飙升逾 20%至近六个月高点 40 附近。触发近期欧美股指快速下跌的原因，主要系秋冬交替之际欧美疫情显著反扑并创单日确诊新高、欧洲主要大国再度被迫采取封城与社交隔离等牺牲经济的举措、美国大选结局的较大不确定性、美国两党对新一轮的财政救助方案短期难以破局出台等。

二、市场焦点：拜登获胜但国会分裂，美元或货币宽松财政缩水，市场影响如何？

1、**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。

2、**美联储进一步确立美元宽松预期。**上周美联储议息会议决议维持联邦**基准**利率在 0%-0.25%不变，符合预期；**宽松政策维持不变，资产购买计划将因需而动。**会后美联储主席鲍威尔表示：

1）美国疫情形势堪忧，或阻碍经济复苏，经济前景非常不确定，近几个月的经济改善速度有所放缓，受疫情影响的行业物价仍明显疲软，通胀仍然低于 2%的目标；

2）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，货币政策尚未“弹尽粮绝”，直到实现通胀和就业目标，并重申致力于实现**平均**通胀目标，尚未考虑缩减资产购买的力度；

3）此次 FOMC 会议讨论了资产购买事项，将继续监测和评估资产购买，认为当前资产购买速度适合经济和市场的需求，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；

4）美国绝对有必要实施财政支持政策，民主、共和两党似乎都认为需要进一步实施财政刺激计划，并**重申**美联储有借贷权而非支出权，不会考虑将财政政策货币化。

3、**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。**

4、**拜登当选美国总统，短期或提振 A 股相关华为科技产业链、新能源板块、出口优势行业。**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，下半年起经济恢复趋势明确、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反弹，中美关系紧张升级，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+2.77%；农林牧渔（中信）涨跌幅-0.15%；沪深 300 涨跌幅+4.05%。

二、价格跟踪：

1. 生猪：生猪价格 **29.54 元/公斤，价格从 28 元开始回升。**

2. 茅台一批价：2800 元，持平。

三、食品饮料：

白酒：

本周白酒板块表现持续强劲，一方面五粮液市值新高破万亿，其次中档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，低仓位下，近期涨幅居前，包括老白干、金徽酒、老白干等。

目前我们仍持续推荐白酒。短期，我们预计 H1 业绩表现较差，并且 Q3 超预期的标的，有补涨和估值提升的逻辑，进攻性更强；高端酒我们中长期看好包括**茅五泸汾**，短期估值切换行情开启，北上资金回流均对板块板块有支撑。

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，主要是业绩今年高基数，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。

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

短期：猪价价格从 28 开始回升至 29.54 元/公斤，考虑行业产能在逐步恢复以及成本线，我们预计明年跌破 20 的概率较小。

本周牧原披露 10 月份销售生猪 151.6 万头，销售收入 49.11 亿元，10 月份商品猪销售均价 27.65 元/公斤，符合预期。

持续推荐牧原：短期猪价反弹有望延续到春节，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

上证综指本周上涨 2.72%，沪深 300 上涨 4.05%。家电板块上涨 12.38%，跑赢大盘指数，主要原因在于：家电 3 季度消费数据较好，家电顺周期性明显，因此整个板块表现乐观。

二、行业动态与展望

（1）10 月空调线上销售进入淡季，厨电销售情况良好

据奥维云网统计，厨电方面受十一长假期间装修市场开始启动的影响，家装热潮带动厨卫产品销量上升，油烟机、燃气灶、热水器线上销额增速分别为 37.5%、39.8%、37.9%，环比分别上升 17.7%、10.3%、6.3%。而同期空调线上销售额虽同比仍是增长，但环比增速在回落。

（2）10 月份，线上清洁小家电销售情况优于厨房小家电

据奥维云网统计，10 月份线上吸尘器和净水器销额同比分别为 30.4%和 18.9%，环比小幅上升 2.6%和 3.3%；扫地机器人销额增速虽然环比下降 11.4%，但同比仍保持 40%的高速增长。厨房小家电方面，破壁机品牌仍保持销额同比 50%左右的高速增长，其余品类的增速较为平缓。环比来看，豆浆机销额增速转负为正，同比+2%；榨汁机品类销额降幅环比收窄。

（3）京东双十一，家电企业竞争激烈

11 月 8 日，京东 11.11 家电江湖争霸赛的下半场倒计时阶段已开启，所有家电品牌进入不留余力的冲刺阶段。在最能反映国内外家电厂商综合实力的京东家电全球好物排行榜全品类榜单上表现得最为突出。美的已蝉联两日的当日榜和累计榜的双榜第一，海尔、小米分列其后。

展望：家电板块 Q3 环比改善明显，地产景气上行、疫情影响减弱、出口超预期是主要驱动因素。随着生产复工等活动逐渐正常，上半年受疫情影响无法实施线下销售的白电、厨电板块改善明显。白电龙头美的、海尔三季度实现高速增长，内外销均表现亮眼。新兴小家电龙头则受益消费升级的大环境，持续疫情期间的高速增长。

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 1.36%，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 4.05%，中小板指数上涨 4.05%，创业板指数上涨 2.91%。细分子板块来看，医疗器械及生物制品板块跌幅较大，单周表现分别为-4.67%、-4.14%；其余板块多数小幅上涨，化学制药板块单周涨幅 1.00%，医药商业涨幅 0.37%，中药涨幅 0.15%，而医疗服务板块本周跌幅 0.02%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是光正眼科（+37.37%）、华东医药（+18.00%）、龙津药业（+17.79%）、海尔生物(+13.94%)和奕瑞科技(+13.64%)；而跌幅最大的前五家公司分别是美年健康(-29.28%)、赛诺医疗(-19.59%)、神奇制药（-17.93%）、美迪西（-13.34%）和博晖创新（-12.94%）。

二、本周主要观点

理性看待冠脉支架集采结果，长期看好具有创新能力的龙头公司。11 月 5 日，国家组织冠脉支架集中带量采购拟中选结果公示，8 家公司（国内 6 家，国外 2 家）合计 10 个产品入围。价格方面来看，本次冠脉支架集采中标价降幅超预期，中选产品价格较之前平均降价 93%，国内产品平均降价 92%，进口产品平均降价 95%，而最低中选价及仅为此前医保局划定的入围上限价（2850 元）的 16.5%。前 10 名中选产品对应中标金额 4.59 亿元，若按照平均约 700 元的价格计算，本次冠脉支架集采合计 107.47 万个意向采购支架对应市场的规模为 7.52 亿元，较集采前市场规模大幅缩水。本次中选的 10 个产品首年意向采购量为 73.02 万个，占本次全部意向采购量的 67.94%，剩余的 34.45 万个未中选产品的意向采购量，按照规则：1）医疗机构报送需求的产品若未在中选范围，对应的意向采购量作为待分配量依照如下顺序分配。首先分配给第一名中选产品，分配量不少于待分配总量的 10%；其余待分配量由医疗机构按以下规则自主决定，可分配给本医疗机构报送过需求的中选产品，或比本医疗机构报送过需求的最低价中选产品价格更低的中选产品，或排名为前五名的中选产品；2）如医疗机构报送需求的产品全部未在中选范围，报送的意向采购量作为待分配量由医疗机构自主分配给排名为前五名的中选产品，其中第一名中选产品的分配量不少于待分配总量的 10%，其余位次中选产品的分配量由医疗机构自主决定。第一名中选的吉威（蓝帆医疗）预计将拿到未中选产品意向采购量的 10%，即近 3.5 万个支架份额，而美敦力、微创和乐普等龙头公司产品则因为医生熟悉度和使用习惯，预计也将拿到更多的市场份额。整体结果来看，国内龙头支架公司产品基本全部中标，预计整体市场竞争格局将维持相对稳定。参考江苏省集采出台相关方案确保医院环节使用和减少流通环节，预计未来国家也将出台相关政策，对企业来说进院流程缩短，销售费用预计大幅减少。虽然本次冠脉支架集采降价幅度超此前市场预期，对相关企业当期业绩产生较大影响，但考虑销售费用降低等因素，预计对产品线丰富、具备资金、医生资源以及规模优势的龙头公司影响有限，建议理性看到本次冠脉支架集采结果。长期来看，本次集采预计将对行业产生深远影响，PCI（经皮冠状动脉介入治疗）治疗或将迎来理念升级，随着创新产品（降解支架、药物球囊等）的陆续上市，行业有望进入“介入无植入”时代。此外，预计终端患者差异化分层趋势将更加明显，自费支付高价支架群体可能扩大。而参考药品集采后行业发展，预计未来高值耗材乃至医疗器械的创新将更加被重视，相关企业的研发管线价值也将逐渐反应到整体估值中，我们长期看好产品梯队完善、研发管线丰富的龙头公司，如乐普医疗、微创医疗。

高值耗材集采大势所趋，关注产品布局与创新能力。本次冠脉支架集采整体降幅较大，超出市场预期，引发市场对其他潜在高值耗材集采对象的担忧（如骨科、眼科、血液灌流耗材等），相关标的在本次集采后一个交易日大幅下跌。我们认为，在医保控费背景下，高值耗材集采降价是大势所趋，技术成熟、临床用量大且医生经验丰富，生产家数较多的高值耗材均是潜在的集采对象，而根据《第一批国家高值医用耗材重点治理清单》，除已经集采的冠脉支架外，预计清单中国产生产企业较多、竞争较为激烈的产品如关节假体、扩张球囊导管、椎体成形系统等或是优先集采对象。但同时也需要注意，不同于药品集采有一致性评价作为前提，高值耗材没有相关标准，不同厂家产品之间差异较大，故而高耗集采难度要大于药品集采，我们判断针对不同产品或出台不同政策细则。而对于企业来说，产品布局丰富、具有创新能力，产品可以持续迭代升级才能淡化单一产品集采带来的业绩压力。

三、行业动态跟踪

国家医保局发文推进“互联网+”医疗服务医保支付工作。11 月 2 日，国家医保局发布《国家医疗保障局关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》，指出，定点医疗机构提供符合规定的“互联网+”医疗复诊服务，按照公立医院普通门诊诊察类项目价格收费和支付。发生的药品费用比照线下医保规定的支付标准和政策支付。

四、投资策略

从已披露的三季报及三季报业绩预告可以看出，抗疫设备、新冠检测试剂等医疗器械细分方向业绩表现亮眼，CXO 保持高景气，部分原料药标的实现快速增长，创新药、医疗服务等标的已从疫情影响中逐渐恢复，Q3 实现同比增长。展望四季度，我们认为新冠疫情仍然是主要关注点，全球疫情的拐点仍未出现，10 月以来海外每日新增确诊病例持续增加，欧洲多国疫情二次爆发，预计相关抗疫设备及检测试剂需求仍然将维持高景气；同时海内外新冠疫苗 3 期临床数据有望最早于 11 月披露，或对相关标的形成催化。国内方面来看，由于疫情相对稳定，医疗机构正常营业下，将带动相关手术耗材及药品恢复正增长，Q4 业绩实现同比增长可期。中长期角度来看，我们看好药品/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。基于以上，我们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 83.9 点，周涨幅 1.90%。板块本周上涨前五名分别是*ST 中南（19.59%）、星徽精密（17.99%）、步步高（15.79%）、周大生（14.07%）、天音控股（11.09%）。

四季度购物节及暖冬背景下居民消费持续复苏，可选板块复恢复显著。内循环作为拉动经济第一动力，2021 年预计消费整体大概率企稳回升，建议投资上重点关注两大赛道。

一是把握高景气赛道，关注线上渗透率较高行业的龙头：

细分来看，化妆品人均消费提升、下沉市场渗透逻辑仍然存在，同时随着消费者美妆教育程度提升，品牌方对于渠道、产品、品牌关键因素思考深入，粗犷型发展转向对消费者行为更加深入分析，GMV 提升和盈利要求并行，化妆品品牌之争从营销为主转向营销+产品并行，品牌力产品力不断提升。关注机制改善、品牌渠道调整不断升入的上海家化，线上运营最为优秀的珀莱雅等。

关注珠宝线上化渗透率不断提升，整体行业仍以线下为主战场，但龙头企业先行布局线上渠道，业绩表现亮丽，跑赢行业业绩亮丽。珠宝边界从贵重珠宝扩展到轻奢领域，线上产品矩阵毛利率更高，龙头在产品设计、供应链管理等先行布局形成壁垒，线上有望持续放量。关注线上布局先行的周大生。

二是关注预期不断改善的线下板块，行业集中度有望提升：

百货和母婴连锁 2020 年深入调整，市场所期待的拐点和报复性消费弱于预期。渠道调整深化，行业加快数字化转型步伐，中小玩家不断被挤压退出市场，龙头获得整合、并购加快发展空间，疫情趋缓后投资逻辑回归人货场重构和效率考量，线下加快数字化能力建设，围绕客户价值实现来打造价值链和经营生态。关注天虹百货、重庆百货、爱婴室。

必选消费年内先扬后抑，三季度 CPI 下行背景下超市同店承压。疫情导致超市到店业务占比快速提升，超市龙头比拼精细化运营和数字化建设能力，互联网巨头加大线下场景布局，寻找流量出口。关注阿里收购高鑫后后对线下消费场景赋能，关注渠道调整深入、出血点不断收缩的永辉超市。

二、行业动态

阿里巴巴集团 2021 财年第二季度业绩公布，第二季度集团收入 1550.59 亿元人民币，同比增长 30%，高于市场预期的 1547.37 亿元；净利润 470.9 亿元，市场预期 254.33 亿元，去年同期 725.4 亿元。调整后每 ADS 收益 17.97 亿元，超市场预期的 13.87 元人民币。第二季度阿里移动月活跃用户数达到 8.81 亿，不及市场预期的 8.99 亿，二季度月活环比增长 700 万，面临拼多多、美团等竞争对手的用户增长曲线，阿里高渗透率下获客速度放缓。

财报显示，阿里巴巴收入增长主要由中国零售商业、云计算及菜鸟的强劲收入增长所驱动。

核心商业业务收入 1309.22 亿元，同比增长 29%。天猫和淘宝的 GMV 分别 增长 21%和 10%，高基数下增速放缓，同时慢于营收增速说明公司在提升货币化率上的进一步努力。菜鸟物流服务高速增长 73%，至 82.26 亿元；本地生活服务同比增长 29%，至 88.39 亿元。菜鸟物流、本地生活服务增速都比上季度有了明显提升。

云计算高速增长，且预期短期将会盈亏平衡。阿里云计算收入 149 亿元，同比增长 60%，高于市场预期的 143.1 亿元，目前阶段还是以扩大市场地位为主。

数字媒体及娱乐业务收入同比增长 8%至 80.66 亿元；创新业务及其他同比增长 10%至 11.72 亿元。

报告期内，阿里集团来自蚂蚁集团的投资收益为 46.81 亿元，和上季度的 30.34 亿元相比，增长了 54.3%，但小贷新规的出台将引起市场对蚂蚁的重新估值，或将拖累投资收益。

三、投资关注

1、周大生（002867）：2020 年前三季度收入 33.49 亿元，同比下滑 12.11%，归母净利润 7.12 亿元，同比下滑 2.07%。公司保持较快开店增速，前三季度新开门店 348 家，闭店 339 家，净增 9 家门店，总门店数 4020 家（加盟 3768 家，自营 252 家）。前三季度毛利率 44.32%，金价上行和高毛利产品占比不断提升，经营性现金流 12.07 亿元，同比+127.98%，单 Q3 公司经营性现金流净额同比+159.96%，整体现金流状况积极向好。

分业务看，前三季度公司线下自营、线上电商业务、加盟业务和其他业务营收分别同比-41.93%、104.33%、-17.52%和-16.37%，其中线上电商营收占比提升 11.95pct 至 20.97%，自营线下渠道营收占比同比下降 7.83pct 至 15.24%。单季度看，Q1-Q3 收入分别为 6.78 亿、9.96 亿、16.75 亿元，同比分别-38.25%、-22.94%、17.94%，经营逐渐改善。Q3 单季度自营线下收入 1.78 亿元，同比下降 18.37%，加盟线下收入 11.38 亿元，同比增长 9.88%，自营线上收入 3.15 亿元，同比增长 159.95%，婚庆需求复苏及公司对线上布局不断升入，三季度经营业绩不断向好。

公司线上布局完善，供应链、投放策略不断成熟，线上占比提升，维持高增速，线下加盟业务复苏良好，第四季度随着电商节到来线上线下联动，经济不断复苏，有望维持较高景气。同时中长期来看，疫情将推进珠宝行业洗牌，低线市场仍具有较大整合渗透红利，轻奢珠宝线上化渗透将持续加快，公司作为一线珠宝龙头，在渠道、产品、管理等方面优势明显，有望持续受益。

2、永辉超市（601933）：公司前三季度实现营业收入 726.70 亿元，同比增长 14.36%；归母净利润 20.28 亿元，同比增长 31.86%；扣非净利润 15.19 亿元，同比增长 19.75%，业绩略低于预期。Q3 单季度收入 2221.54 亿元，同比减少 0.95%，归母净利润 1.75 亿元，同比增长 3.45%，疫情趋缓后必选增速放缓，经营回归常态。报告期末，公司超市 970 家，报告期末 NIMI 门店 405 家。

前三季度线上业务占比 10%左右，到家业务三季度放缓，永辉生活到家业务占比 50.7%，云创回归后公司线上业务逐渐梳理清晰，有望助力长期发展。线下业务在疫情期间，消费者价格敏感度降低，具有囤货倾向，疫情趋缓后购物季理性化，线下同店承压。

公司拟于未来六个月回购 1.5-3 亿股，彰显长期发展信心，公司作为国内超市龙头，云创回归、mini 业态持续调整等，渠道持续扩张，公司中长期发展态势良好，维持推荐。

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 3.84%，沪深 300 上涨 4.05%，上综下上涨 1.96%。板块跑输大盘指数。

本周《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》提出，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。有效增加保障性住房供给，完善土地出让收入分配机制，探索支持利用集体建设用地按照规划建设租赁住房，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给。

整体来看，我们认为此次十四五规划建议中，对于房地产行业的态度还是比较中性的，首先较十三五规划相比，未提及房地产税。另外，行政政策延续了“房住不炒，因城施策”，保持了定力，同时也继续考虑到各地的分化。对于住房刚需是支持的，并且我们认为在未来城镇化继续推进的过程中，会有更多的刚改需求也会被支持。此次建议中花了较多笔墨对城市发展和都市群建设进行表态，我们认为中国未来一定会形成多点开花的发展版图，同时对于有带动作用的示范城市来说，将会获得较多的资源支持，这也会支撑当地的房地产市场需求。近年来，房地产行业出现了明显分化并进入存量化和高质量发展阶段。与此同时，从开发、营销、服务到产品，科技正在重塑行业的各个

环节。未来必将向服务品质提升方面转型，而科技则将推动房地产业数字化全面升级，助力提升服务品质及运营能力。房地产行业的智慧化、数字化发展驱动智慧城市、健康人居以及地产营销方式的全面发展，主动拥抱科技，积极寻找新的赋能方式才能应对变化和抵御风险。

市场方面，展望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

上周申万化工指数本周上涨4.52%，上证指数上涨2.72%，行业指数跑赢大盘指数。化工三级行业涨幅居前板块是炭黑、涤纶、轮胎；涨幅较小的板块是合成革、农药、氯碱。

二、行业观点：

本周MDI价格基本平稳：其中聚合MDI下降500元/吨至2.8万元，纯MDI保持在3.2万元/吨，下游抵触情绪比较大，部门贸易商降价销售。考虑到目前装置检修交替进行，市场现货依旧有限，短时间货源供应仍显紧张，预计价格大幅下调预期不大，短期保持高位。

有机硅中间体DMC价格大幅上涨：上涨原因主要为海外高温胶需求增加，国内硅胶制品企业生产订单增加；再有就是纺织助剂行业需求增加。DMC报价22500-23000元/吨，本周上涨1500元/吨，10月份以来上涨5000元/吨。原材料方面，421#金属硅价格上涨100元/吨至13000-13800元/吨左右，华东甲醇价格稳定在1650元/吨。开工率方面，本周开工率在88%左右，与上周提高2pp。秋冬临近，下游担忧海外疫情扩大，订单增加，目前国内有机硅开工高位，但伴随价格快速上调下实际室温胶需求增长并不明显，价格实际落实仍需时间。相关公司：新安股份、合盛硅业、兴发集团、三友化工。

原油价格波动幅度加大：上周WTI原油价格下跌10.36%，本周上涨6.79%，波动幅度较大。美国能源信息署(EIA)公布的数据显示，截至10月30日当周，美国除却战略储备的商业原油库存减少799.80万桶，预期增加120万桶，前值增加432万桶;随着第二波病毒席卷OPEC+(沙特阿拉伯和俄罗斯)，两国都在讨论扩大削减范围。目前对全球油市来说，来自库存过高、需求不足和供应过剩的风险有可能在未来几周甚至几个月持续。供应方面，尽管OPEC+方面考虑继续减产，但来自页岩油的弹性和利比亚、伊朗的增产，诸多来自供应端的不确定因素，需求方面，毫无疑问，封锁措施将对交通带来显著影响，航空业的复苏也停滞不前。

环氧丙烷价格回调：本周环氧丙烷大幅回调3000元/吨至14000-14500元/吨，主要是金陵亨斯迈检修推迟，加上吉神两条线正常运行，以及月初进口货集中到港，整体供应量相对增加，下游聚醚失去成本支撑，价格也出现下滑。

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2.72%，收于3312点，创业板指同比上涨2.91%，沪深300同比上涨4.05%，机械设备同比上涨3.76%，跑输沪深300指数0.03pct。

二、机械行业动态及投资观点

1、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。

2、机器人：10月PMI指数继续走强，预计制造业投资将持续改善

1）10月PMI指数继续走强。10月中国制造业采购经理指数（PMI）为51.4%，虽比上月微落0.1个百分点，但自3月份以来连续位于临界点以上，表明制造业总体持续回暖。具体看生产指数为53.9%，虽比上月微落0.1个百分点，但仍高于临界点，新订单指数为52.8%，与上月持平，表明制造业市场需求保持稳定恢复。

2）9月机器人产量同比大增51.4%，增速较8月提升18.9pct，预计10月有望继续高增长。1-9月机器人累计产量16万台，同比增加18.20%。机器人行业景气度呈现显著提升趋势。从下游看，1-9月制造业投资下降6.5%，但降幅收窄1.6pct。1-9月3C领域制造业投资增速11.7%，增速与1-8月持平；汽车制造业、金属制品业1-9月投资则分别下滑16.7%、下滑12.8%，但下滑幅度分别收窄2.6pct、2.6pct。

3）我们认为制造业投资显著改善，自动化是行业趋势，继续看好板块优质标的，推荐拓斯达、埃斯顿、伊之密等。

3、工程机械：9月挖机销售增速约65%，预计四季度市场需求继续向好

1）9月挖机销售同比增加约65%。2020年9月纳入统计的25家挖掘机制造企业共销售各类挖掘机26034台，同比增长64.8%；其中国内22598台，同比增长71.4%；出口3436台，同比增长31.3%。2020年1-9月，共销售挖掘机236508台，同比增长32%；其中国内212820台，同比增长33.2%；出口23688台，同比增长22.2%。

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。

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 2.72%，申万有色指数上涨 9.23%，其中锂板块涨幅居前。价格方面，小金属钴微跌锂上涨，长江钴价格下跌 0.74%至 26.90 万元/吨，电池级碳酸锂价格上涨 1.82%至 41873 元/吨，预计碳酸锂价格后续呈现稳重有升格局；贵金属方面，COMEX 黄金上涨 3.81%、COMEX 白银上涨 8.71%；基本金属方面，LME 铜上涨 3.40%、LME 铝上涨 2.84%。

二、行业动态与投资观点

1、新能源金属

《新能源产业规划》正式发布，其中提及推动动力电池全价值链发展，鼓励企业提高锂、镍、钴、铂等关键资源保障能力，继续看好上游资源表现。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：碳酸锂价格继续反弹。本周电池级碳酸锂价格上涨 1.82%，新发布的新能源汽车产业规划重点提及鼓励企业提高锂、镍、钴、铂等关键资源保障能力，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：10 月国内三元前驱体产量对硫酸钴需求 3800 吨，环比增加 12.2%，同比增加 64%，继续看好 3C+动力需求恢复，钴价中枢逐步上移。

2、贵金属

本周贵金属价格全部上涨，COMEX 黄金上涨 3.81%、COMEX 白银上涨 8.71%。美联储如期维持利率不变，但在资产购买上更加偏鸽，继续强调财政政策的重要性。大选不确定性消除，风险偏好提升，同时财政政策有望加速出台，利好黄金上行。全球宽松货币政策短期不会改变叠加通胀预期修复的大逻辑不变，黄金价格将维持高位运行。

3、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。推荐西部超导（钛合金）、宝钛股份（钛合金）、菲利华（半导体石英材料+军工石英纤维）等材料类公司。

三、重点个股

赣锋锂业、宝钛股份、火炬电子、菲利华、博威合金

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 2.72%，沪深 300 上涨 4.05%。电新板块上涨 3.84%，跑赢大盘指数。

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）大众 ID.4 在国内发布

今日，大众 ID.4 在国内首秀，预计价格在 25 万以下。开卖时间将在 2021 年初左右。随着大众推出首个全新设计的新能源车产品，将推进其在中国市场的快速发展。

（3）拜登的清洁能源革命计划

长期目标是：承诺在 2050 年之前美国实现 100%的清洁能源经济，并达到净零碳排放，为此制订应对气候变化的 2 万亿美元计划。

在多个方面发力。新能源汽车：2030 年底之前部署超过 500,000 个新增公共充电站；恢复全额电动汽车税收抵免。制定严格的新燃油经济性标准，确保 100%新销售的轻型/中型车辆实现电动化。新能源发电：加强可再生能源（风电、光伏、水电等）的开发；2030 年将海上风能增加一倍；未来十年内对能源、气候的研究与创新，以及清洁能源的基础设施建设进行 4000 亿美元的投资。全球碳排放：重新加入《巴黎气候协定》，要求在全球范围内禁止化石燃料补贴，对未能履行气候和环境义务的国家征收碳调整费或配额；促进美国在全球的清洁能源出口和投资。

展望：拜登政府的上台，使得美国扭转清洁能源方面政策，继续加强奥巴马政府为应对气候变化所做的努力 。且拜登政府将启动雄心勃勃地计划，以应对气候变化。在新能源车汽车、在发电方面，美国将启动更大的激励计划，使得美国能够赶上其他国家。因此，未来几年，全球的清洁能源领域将迎来更多的投资机会。

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+10.33%，HS300 指数+4.05%。比亚迪、上汽、长城、吉利、华域、福耀等涨幅居前；广汽、拓普等少数汽车股表现较差。

二、行业动态及趋势展望

【预计 10 月销量同比+11.4%，表现较强】

11 月 5 日，中汽协宣布，10 月汽车行业销量预估完成 254.4 万辆，环比下降 0.8%，同比增长 11.4%；细分车型来看，乘用车销量同比增长 7.3%，商用车销量同比增长 27.5%。1-10 月，汽车行业累计销量预估完成 1966 万辆，同比下降 4.8%；细分车型来看，乘用车销量同比下降 10.1%，商用车销量同比增长 20.6%。乐观预计全年降幅或可在 4%以内。此外，乘联会周度数据显示 2020 年 10 月第 1-5 周，日均销量同比分别+1%、+34%、+18%、+19%、+4%，1-5 周日均销售 5.7 万台，同比+10%，环比 9 月同期+1%。总体表现较强。

我们认为去年9月之后国内汽车业开始复苏，随着基数的逐步抬升，同比增长效应将出现一定幅度的减弱，目前来看仍有两位数增长，在强劲销量数据的推动下汽车股表现强劲，我们预计明年上半年，国内汽车业销量同比增长效应会持续强劲，有望推动板块估值稳步上升，维持“推荐”。

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2.72%，创业板指数上涨2.91%；申万通信指数上涨5.68%，申万电子指数上涨6.51%。

本周随着美国大选的正式启动，市场情绪对不确定性的焦虑在本周得到缓解，随着拜登赢得选举胜利的可能性逐渐增大，同时由于拜登所在的民主党被普遍认为对科技企业更加友好，市场对科技板块的兴趣得到快速提升，尤其是前期被美国政府以各种理由施以禁令以5G代表的板块，本周四申万通信指数大涨5.32%，市场情绪被压抑近半年的情绪得到宣泄，同时我们看到当前国内机构在通信板块的配置已经到了历史最低水平，未来如果通信板块关注度持续提升，从资金配置角度得到的板块上涨动力值得期待。

具体展望2020年的最后两个交易月，我们认为随着美国大选结果出炉，无论最终的结果如何，长期压制市场的不确定性将会解除，板块迎来反弹。从基本面来看，我们认为5G板块难有大的超预期，从今年已经建成的5G基站数量来看，没有超出年初的预期，并且目前看明年基站建设数量或将与今年持平，所以板块里我们最看好的依然是光模块和数据中心，因为这两个细分板块最具业绩确定性和成长性，首先从三季报报来看，光模块是通信行业为数不多的表现较好的细分板块，中际旭创、新易盛的三季报都保持了较高的增速，光模块作为数通+传输双驱动的细分板块，受益于数据中心资本开支的增加，以及5G建设带来的前传以及中后穿需求增长，两个利好都是中长期的提升因素，所以我们对光模块将保持较长景气周期持有信心，也坚定看好光模块传统龙头中际旭创，虽然公司股价近期持续回调，但是我们认为主要受市场情绪影响，并且回调之后公司的估值落到较为合理的水平，我们给予推荐评级。同时我们继续看好数据中心的业绩潜力和成长性，我们认为在云计算及算力资源的背景下，未来数据中心将获得更重要的战略意义，我们从长期角度坚定的看好数据中心未来广阔的成长空间。从具体模式上看，数据港、奥飞数据这种和阿里腾讯这种深度绑定的代建代运营模式，有望获得更快的成长速度和更大的成长空间，从三季报的情况来看，数据港、奥飞都保持了较高的增速，数据港的三季度单季度利润增速超过100%，公司未来业绩增长潜力较大，我们继续予以推荐评级。

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、11 月 6 日，国际数据公司(IDC)手机季度跟踪报告显示，2020 年第三季度中国智能手机市场出货量约 8480 万台，同比下滑 14.3%。出货量前五的品牌分别是华为、vivo、OPPO、小米和苹果。

其中前五大厂商中，由于华为和苹果年度旗舰产品推迟至第四季度，以及相关国际因素，影响了整体市场表现，华为 Q3 出货量同比下降 15.5%；OPPO、vivo 重点补充了主流价位段的产品，相比上个季度降幅有所收窄，分别下降 16.9%和 14.2%；小米在主流产品布局、品牌口碑带动、线下渠道拓展三个放面的良好表现，成为前五大厂商中唯一获得高速增长的品牌，同比增长 13.4%。

自 2019 年起，国内 5G 手机累计出货量超过 1.16 亿台， 2020 年第三季度，国内市场 5G 手机出货量约 4970 万台。其中，华为依旧占据第一的位置；OPPO，vivo 继续分列二、三位，依靠主流多款价位段 5G 机型的市场表现份额环比上季度有所提升；小米位居第四，realme 凭借 9 月多款新品在线上、线下渠道同时进入市场，排名进入前五。

2、11 月 5 日，高通公布 2020 财年第四季度业绩，期内公司实现营收 83 亿美元，同比大增 73%，净利润为 5.06 亿美元，同比大增 485%。不按照美国通用会计准则，高通第四财季调整后净利润为 16.69 亿美元，同比增长 76%。同时，高通还对 2021 财年第一季度业绩作出了展望，营收预计将会达 78 亿美元到 86 亿美元，平均值为 82 亿美元，远超分析师预期。随后，高通公司 CEO 史蒂夫·莫伦科夫在一份声明中表示：“我们第四季度的财务业绩表明，我们在 5G 方面的投资正在取得成果。”业内分析，苹果新推出的 iPhone12 系列以及其他制造商推出的 5G 智能手机，预计将在新的财年推动高通的增长。

计算机（黄翱）

一、行情研判：

本周申万计算机指数上涨 1.94%，板块成交额 2454 亿元，沪深 300 指数上涨 4.05%。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%。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具有绝对收益，且更长时间周期亦可能有相对收益，已处于可配置阶段。**

关于美国大选，我们认为若拜登上台，智能汽车有望受益，信创中性偏正面。

1、智能汽车，因新能源车有望受益，而新能源车智能化意愿和水平高，智能网联厂商间接受益。

2、预计中美科技摩擦有望趋于缓和，一方面信创口号或将缩小，但实际投入或将继续；另一方面半导体等持续供应能力或有望恢复。

二、投资观点：

1、智能汽车新规落地，产业进展顺利

（1）2020 年 11 月 2 日，交通运输部发布《道路运输条例（修订草案征求意见稿）》，首次明确 12 吨以上重卡应当安装智能视频监控，并提出了强力了监管和处罚措施。条例体现了政府对智能网联汽车提升驾驶安全的重要性和可行性的认可。锐明技术作为全球汽车智能监控龙头企业(全球市占率约 20%)有望成为这一增量市场主要受益者。

（2）国务院办公厅印发《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，要求推进新一代无线通信网络建设，加快基于蜂窝通信技术的车辆与车外其他设备间的无线通信（C-V2X）标准制定和技术升级。推进交通标志标识等道路基础设施数字化改造升级，加强交通信号灯、交通标志标线、通信设施、智能路侧设备、车载终端之间的智能互联，推进城市道路基础设施智能化建设改造相关标准制定和管理平台建设。加快差分基站建设，推动北斗等卫星导航系统在高精度定位领域应用。

（3）智能网联汽车渗透率快速提升。根据高工智能汽车研究院统计，2020 年上半年数字化智能座舱功能平均渗透率提升至 33.11%，相比去年（23.95%）提升了接近 10 个百分点。从智能座舱产品来看，数字仪表、中控多媒体、GPS 导航、语音、车联网、OTA、流媒体后视镜、HUD 的渗透率分别是 15.61%、69.82%、49.05%、60.79%、45.05%、20.54%、0.67%、3.39%。其中，中控多媒体、语音的渗透率都超过了 60%，在所有座舱产品中渗透率最高。

（4）北京自动驾驶路测里程超 200 万公里。记者 8 日从北京智能车联产业创新中心获悉，从北京市发放第一批自动驾驶开放道路测试临时牌照的 2018 年 3 月至今年 10 月底，北京自动驾驶车辆道路测试安全行驶总里程达 200.055 万公里，相当于绕地球赤道约 50 圈。北京已向北汽新能源、蔚来、百度、戴姆勒等 14 家企业的 87 辆车发放自动驾驶道路测试用临时号牌。

我们认为，从政策到产业链，智能网联汽车均进展顺利。一方面，智能座舱和低级别的 L1/L2 自动驾驶在整车的搭载率快速提升，另一方面，高级别的 L3/L4 自动驾驶研发量产均在顺利推进，未来 5 年内增长动力强，叠加下游汽车产销量复苏，行业将迎来持续高景气度。

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。

2、阿里云持续快速增长，云计算供应链长期需求旺盛

（1）阿里巴巴发布 Q3 业绩，云业务持续增长

阿里核心财务：FY2021Q2 营收 1,550.59 亿元（yoy+30%）；经调整 EBITA 412.16 亿元（yoy+28%），margin 为 27%（yoy+0 pct）。

云计算业务：FY2021Q2 收入 148.99 亿元（yoy+60%），调整后 EBITA 亏损 1.56 亿元，margin 为-1%（yoy+5pcts）。

工商银行、一汽集团、新华保险、飞鹤集团等与阿里云达成重要合作，验证了我们此前的关于行业重点客户对公有云的认可度将不断提升，all in cloud 时代已到来的判断。

从资本开支来看，阿里巴巴 Q3 资本开支 142.80 亿元，同比增长 45.3%，环比增长 4.7%，Q2 资本开支 136.38 亿元，同比增长 113.7%，Q3 资本开支短期明显放缓，我们认为主要因 Q2 采购较多，Q3 尚需消化库存。但在不久前的投资者日上，阿里巴巴 CFO 武卫表示，这几年来，阿里在技术和研发上的投入每年都超过人民币 1000 亿元。今年 4 月，阿里云宣布未来 3 年投入 2000 亿人民币，冲刺全球最大的云基础设施。

（2）云计算供应链长期需求旺盛，需求波动底部可布局

未来 3-5 年，甚至 5-10 年，云计算将保持持续较高增速，但短期采购会存在波动，因需消化产能和库存。因此，供应链长期需求高增长确定性强，各环节供应商若因短期需求波动导致业绩下行和股价回调，均是布局机会。

中长期持续推荐：浪潮信息、中科曙光，短期业绩压力存不确定性，但不改长期趋势。

3、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