东吴证券晨会纪要

2020 年 11 月 09 日

晨会编辑 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：经济稳、价格降、融资强

10 月份实体经济修复的趋势和结构特征变化不大，生产端在 9 月份呈现工业生产“季末跳升”后大概率伴随“季初回落”；需求端结构特征延续：出口强劲且有望继续提速，地产销售和投资的高景气度略有回落，消费继续弱复苏。价格方面，10 月份猪肉价格走低叠加去年的高基数，CPI 同比可能预计大幅下挫至 0.4%左右，PPI 同比-2.2%左右维持震荡。在实体经济修复的支撑下，信用扩张有望保持强劲，预计新增信贷在 8000 亿元左右，再叠加政府债券净融资的支撑，10 月新增社融预计在 1.7 万亿左右，存量增速将上行至 13.9%附近。

风险提示：高频数据与经济硬数据出现背离

固收金工

固收周报：本周股市有所反弹，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，以及汽车、家电等周期行业。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。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。

固收点评：10 月外汇储备数据点评：美指上涨估值为负，外储规模环比下降

10 月外汇储备下降是汇率折算和资产价格变化等因素综合作用的结果。汇率折算账面资产下降；美债等资产价格变化促使账面资产价格下降，汇率折算和资产价格变化等各因素综合作用推动外汇储备下降。对 11 月的判断，第一是全球经济环境错综复杂，不稳定性不确定性增加，国际金融市场波动加剧，我国的外汇储备规模也会随之波动。第二是我国在“十四五”期间将加快构建以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局，实现经济持续发展，为外汇储备规模总体稳定提供坚实支撑。

固收周报：利率债周报：强化金融服务实体经济，货币政策更加灵活适度（2020 年第 42 期）

从基本面来看，国内企业生产经营状况持续好转，消费、投资等需求不断改善，国外疫情尚不乐观，防疫物资等商品需求较大，出口将继续保持强韧性。同时金融体系将继续坚持“减费让利”政策，预计全年可实现向实体经济让利 1.5 万亿元的目标，实体经济经营成本将进一步下降，盈利能力稳步提高，未来我国经济仍将持续稳步恢复，但仍应注意国际环境的不确定性以及二次疫情爆发风险等方面的挑战。

固收周报：风险信息周报（2020.11.02 -2020.11.08）

负面信息：本周（11 月 02 日-11 月 08 日）负面信息共 10 条。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

重点关注：甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司发行的“17 刚股 01”未按时兑付利息等。
取消发行：新疆中泰化学股份有限公司等公司取消发行。
持有人会议：江苏省铁路集团有限公司等公司召开持有人会议。
其他关注信息：兴业证券涉及重大诉讼等。

行业

钢铁行业跟踪周报：板材、长材价格普涨
投资建议：强烈推荐板材股，首推宝钢股份（汽车板龙头）、久立特材（低估值的高端制造），关注鞍钢股份（汽车板二线品种）、华菱钢铁（中厚板龙头）、中信特钢（关注柳钢股份）、st 抚钢（高温合金龙头）。
建筑材料行业跟踪周报：周期建材涨价去库存
水泥：水泥逆势拉涨，首推华东东北。秋季施工速度加快，水泥市场全面复苏。下半年基于旺季+灾后重建，继续看好水泥行业基本面。标的华新水泥、上峰水泥、塔牌集团、海螺水泥等。
玻璃玻纤：价格稳定，需求刚性。受益供给端压力减轻以及需求增长，玻璃玻纤行业景气度中期回升，看好低库存前提下需求旺季推动的涨价行情，关注龙头中国巨石、长海股份、旗滨集团。
消费建材：维持中期看好。行业景气持续较长时间，集中度提升也将带来龙头溢价，关注细分市场龙头三棵树、东方雨虹、蒙娜丽莎、坚朗五金、科顺股份等。
机械设备行业跟踪周报：建议持续超配新能源设备和工程机械龙头
锂电正式进入全球第二波更大更猛烈的扩产浪潮，光伏受益新技术迭代，新技术设备需求将供不应求，新能源装备仍值得持续超配。
10 月挖机销量同比+61%，累计同比达+34%持续攀升， 预计 Q4 旺季延续，低波动率周期里建议持续重点关注龙头。
通信行业跟踪周报：本周专题：科技板块外部因素逐步明朗的当前时点，为何重点看好 5G 主设备、光模块和 IDC？
站在当前时点，行业外部扰动因素减弱，市场悲观情绪或已见底，流量基建景气度高增，北美云商和国内运营商资本开支提速带动行业下游需求向好，国内厂商全球市场地位不断提升。当前时点通信行业处于历史估值低位，光模块、IDC 等细分板块业绩表现优异，行业配置价值凸显，建议重点关注 5G 主设备、光模块和 IDC 相关赛道优质标的。
医药魔方：冠脉支架集采落地，医疗耗材利空压制释放
本周生物医药指数下跌 1.36%，板块表现弱于沪深 300 的 4.05%的涨幅。
数字金融追踪：转型之路：联合贷向左，助贷向右
网贷新规近期出台，我们对于互联网贷款产业的最新观点：①预计互联网巨头将存量联合贷部分转型助贷及消费金融模式，其余整改并补充小贷公司资本，资本补充规模预计低于市场当前静态测算；②监管收紧对互联网巨头的影响将主要体现在短期信贷规模大幅降速，但规模明显收缩的可能性也较低，监管明确并未禁止互联网贷款业务正常开展；③后续政策体系或将围绕助贷进一步规范化以及约束中小银行审慎放贷两个方向。
有色金属行业跟踪周报：铜铝运行稳健，贵金属走强

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。

电气设备与新能源行业点评：海外动力电池 20Q3 详细点评：单季度收入历史新高，龙头盈利开始改善

Q3 多家海外电池厂收入达到历史新高，受益于欧洲专项补贴对销量的大幅拉动。同时，海外厂普遍对 Q4 和明年的订单维持高增预期。盈利方面，LG 和松下开始控制成本，且规模效应开始提现，单季度盈利持续提升，其中 LG 电池业务营业利润率达到 5%，三星动力电池首次开始盈利；而 SK 仍在产能投放初期，费用较高，仍大幅亏损。

汽车行业周报：10 月第五周批发同比+7%，全面看多

整车 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+比亚迪+长安”，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。

电子行业周报：8 寸晶圆供不应求，新一轮价格上升周期开启

2020 年 H1，尽管新冠疫情的出现延缓了部分终端市场的需求，但 8 寸晶圆制造的供需状态依然处于紧平衡状态。进入 2020 年 H2 以来，8 寸晶圆制造旺季来临，产能供不应求状态加剧，业界开始出现涨价和交期延长。

化工行业 2020 年 11 月第 1 周周报：己二酸大幅上涨，继续推荐化工成长股

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。

风险题后是：油价大幅波动，新冠疫情持续恶化，贸易战形势恶化。

电子行业周报：华为举办智选品鉴会，苹果发布会在即，消费电子热度不减

2020 年 11 月 5 日，华为举办 2020 智选品鉴会。以“品牌共生、流量共享、体验一致”为原则打造 IOT 合作生态，发布了 15 款新品，涵盖全场景智慧生活的方方面面，并倡导便捷、安全、舒适、健康 4 大生活理念。其中最特殊的是鸿蒙系统首次应用在华为智选生态产品上。

通信行业 2020 三季报综述：Q3 通信业绩增速较好，IDC 和光模块表现亮眼，行业整体估值较低，配置价值越发凸显

截止 11 月 2 日，2020 年通信行业指数下滑 7.18%，其中 Q3 季

度通信行业指数下降 7.71%，沪深 300 上升 8.00%，通信行业整体走势弱于沪深 300 指数 15.70%。11 月 2 日通信行业整体 TTM PE 为 38.94 倍，相比今年 6 月估值高点下降 13 倍，当前估值水平仅超过过去十年内 32.43%的区间，考虑到通信全行业业绩仍在快速提升，我们认为未来通信行业估值有望修复，当下配置价值较高。建议重点关注两条主线：1）以新基建为代表的 IDC、光模块领域，相关公司有望受益于流量爆发景气度持续提升；2）以物联网、车联网、高清视频为代表的具备长期成长空间的 5G 应用领域。

食品饮料行业专题：20Q3 总结：白酒环比改善，食品延续稳健

投资建议：白酒景气度高估值合理。板块格局清晰，高端酒估值合理仍有提升空间，次高端低基数下有较大业绩弹性。食品方面，短期具备韧性，长期格局为王。调味品或开启提价周期。乳业龙头控制上游能力强，两强竞争趋缓，毛销差有望扩大，净利率提升可期，常温奶低线城市延续渗透，巴氏奶增速提升，继续推荐伊利股份。休闲食品/保健品多渠道布局，线上持续受益，线下有望加速。洽洽食品继续推新放量，绝味食品开店高增长料将贡献业绩增量，桃李面包区域开拓驱动业绩。速冻及肉制品长期路径清晰，安井食品业绩持续超预期，结构升级加速，上游成本回落，关注巴比食品；双汇发展提价效应延续，产品创新继续开拓。

推荐个股及其他点评

天赐材料（002709）：天赐材料点评：长期供货特斯拉，品质再获海外认可

盈利预测与投资建议：预计公司 20-22 年归母净利润 7.1/10/12 亿，同比增长 4247%/41%/20%，对应 PE 为 56x/40x/33x。考虑到公司是电解液龙头，主要客户需求恢复，给予 21 年 50 倍 PE，对应目标价 91 元，给予“买入”评级。

广汽集团（601238）：10 月广汽整体涨幅较大，自主改善明显

我们预计广汽集团 2020-2022 年归母净利润 6731/9464/11366 百万元，分别同比+1.7%/+40.6%/+20.1%，EPS 为 0.66/0.92/1.11 元，PE 为 20.28/14.42/12.01 倍。维持广汽集团 A+H 股“买入”评级。

上汽集团（600104）：10 月产批同比继续改善

稳定汽车消费基调已定，部分地方政府已出台相应刺激政策，国内乘用车需求重新步入复苏轨道。上汽集团作为行业龙头，有望跟随行业周期波动。大众 MEB 国内首款车型 ID4 开始热卖成为重要看点。我们预计 2020-2022 年上汽集团的归母净利润为 224/246/267 亿元，对应 EPS 为 1.92/2.11/2.28 元，对应 PE 为 14.47/13.17/12.15 倍。维持“买入”评级。

长城汽车（601633）：10 月产销超预期，80 亿可转债助力智能化

我们预计 2020-2022 年营业收入 1013.66/1375.97/1569.65 亿元，同比增长+5.4%/+35.7%/+14.1%，归母净利润 49.94/84.27/110.08 亿元，同比增长+11.0%/+68.7%/+30.6%，对应 EPS 为 0.55/0.92/1.21 元，对应 PE 为 51.84/30.72/23.52 倍。全面看多整车板块，首推新车周期最强的长城汽车，给予“买入”评级。

阿里巴巴-SW（09988）：用户渗透或出现瓶颈，主动加大下沉市场投入力度长期有助稳固竞争地位

公司业绩超预期预期，叠加高鑫零售并表因素，我们上调公司的业绩预测，预计公司 2021、2022 和 2023 财年收入分别同比增长 39.1%/29.6%/21.2%，达到 7089.1/9190.5/11138.1 亿元；归母净利润同比增长 0.5%/21.0%/21.2%，达到 1500.1/1814.4/2198.2 亿元，对应 PE34.7x/28.7x/23.7x。综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒，我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值，维持公司“买入”评级。

宏观策略

宏观点评：经济稳、价格降、融资强

10 月份实体经济修复的趋势和结构特征变化不大，生产端在 9 月份呈现工业生产“季末跳升”后大概率伴随“季初回落”；需求端结构特征延续：出口强劲且有望继续提速，地产销售和投资的高景气度略有回落，消费继续弱复苏。价格方面，10 月份猪肉价格走低叠加去年的高基数，CPI 同比可能预计大幅下挫至 0.4%左右，PPI 同比-2.2%左右维持震荡。在实体经济修复的支撑下，信用扩张有望保持强劲，预计新增信贷在 8000 亿元左右，再叠加政府债券净融资的支撑，10 月新增社融预计在 1.7 万亿左右，存量增速将上行至 13.9%附近。

工业生产“季初回落”重现？9 月工业生产大幅跳升至 6.9%后，“季末跳升、季初回落”的特征是否会重现？电力耗煤方面，根据“CCTD 沿海八省电煤供耗存数据”显示，10 月前 22 日沿海地区八个主要省份发电企业的电煤平均日耗同比大幅下降了 22.5%，当然，部分原因是水电及新能源发电等对火电的替代。工作日方面，因为假期原因，10 月工作日共 17 天，同比减少了 2 天，预计可能对 10 月工业生产产生一定影响。再考虑到 9 月份工业生产的大幅跳升后可能伴随的“季初回落”，PMI 生产项较 9 月份小幅回落了 0.1 个百分点至 53.9%，预计 10 月工业增加值同比回落至 5.8%左右。

出口延续强劲、消费继续弱复苏、投资景气度回落。预计 10 月出口延续强劲增长，且驱动今年以来出口超预期的几大主要因素随着海外疫情二次爆发可能出现重新强化的可能，一是防疫物资出口，二是海外生产和供应链修复受阻。出口的强劲也得到了高频数据的印证，10 月上、中旬 8 大港口集装箱吞吐量同比分别增长 18.4%和 8.4%，均高于 9 月份全月 7.6%的同比增速（图 1）。地产链条景气度有所回落，销售端 30 城成交面积同比自今年 6 月份以来首次转负，同比下降 0.8%（图 3）；投资端，建筑业 PMI 回落至 60%以下，显示地产和基建施工放缓。消费继续修复，10 月乘联会乘用车零售同比增长 10%，增速相较 9 月份进一步提速（图 4）；服务消费的修复仍然缓慢，国庆中秋假期国内旅游收入按可比口径同比恢复 69.9%，虽然较端午假期有明显修复，但仍然是 30%的同比降幅（图 5）。

猪价下跌，CPI 大幅下挫至 0.4%左右。由于 10 月份以来猪肉价格持续下跌而又碰上了去年的高基数，猪肉价格同比转负，并带动其他替代消费品价格涨幅回落（图 6），例如 10 月份牛羊肉、鸡蛋、鸡肉同比均呈现涨幅回落或降幅加大的趋势（图 7）。猪周期趋势下，10 月份 CPI 食品项同比将明显回落。非食品方面，9 月成品油下调拖累 10 月国内燃料消费价格。综合来看，我们模型拟合预计 10 月份 CPI 同比将自 9 月份的 1.7%回落至 0.4%左右。PPI 方面，主要大宗价格分化（图 8），煤炭、水泥、涤纶长丝、橡胶环比涨幅加快；而铁矿石、有色、钢材环比转跌或降幅加大。我们的模型拟合预测 10 月份 PPI 同比在-2.2%左右。

信贷投放保持稳健，社融存量增速上行至 13.9%左右。10 月新增信贷规模将季节性回落但仍保持稳健增长，预计在 8000 亿元左右。社融方面，由于地方债发行近尾声，10 月份政府债券净融资规模环比降至 6300 亿元左右，但相较去年同期仅 1870 亿元的规模来看，政府债券仍是新增社融的的主要支撑（图 10）。Wind 口径统计的企业债券净融资规模在 2100 亿

请务必阅读正文之后的免责声明部分

元左右（图 9），比 9 月份有所回升。预计 10 月新增社融规模在 1.7 万亿左右，社融存量同比增速上升至 13.9%左右。

风险提示：高频数据与经济硬数据出现背离

（证券分析师：王丹　证券分析师：陶川）

固收金工

固收周报：本周股市有所反弹，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、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

固收点评：10 月外汇储备数据点评：美指上涨估值为负，外储规模环比下降

事件

数据公布：中国 10 月外汇储备 31279.82 亿美元，前值 31425.62 亿美元，环比减少 145.80 亿美元，上月为环比减少 220.47 亿美元。中国 10 月末外汇储备为 22158.50 亿 SDR，前值 22326.08 亿 SDR，环比下降。10 月末黄金储备为 6264 万盎司，前值 6264 万盎司，环比不变。

观点

美元指数小幅上涨，汇率折算因素偏负。10 月非美元货币相对美元涨跌互现，美元指数呈上升趋势。10 月美元指数小幅上涨，由 9 月末的 93.85 上升 0.18%至 10 月底的 94.02，英镑对美元升值 0.23%，欧元对美元贬值 0.64%，美元兑日元较 9 月末下降 0.79%。10 月人民币兑美元汇率小幅升值，人民币兑美元中间价从 9 月末的 6.8101 升值到 10 月末的 6.7232。整体来看，国际金融市场仍受新冠疫情反复和相应政策刺激影响，我国外汇储备中以非美元货币计价部分折算成美元计价后，估值小幅减少，汇率折算因素总体影响偏负面。

美日英收益上行，债券估值因素为负。10 月外汇储备的投资资产美日英国债收益率上行，欧债收益率下行。债券估值变动对当月外汇储备规模为负向作用。10 月，美国 10 年期国债收益率由 0.69%升至 0.88%，上行 19.00BP，英国国债收益率上行 3.00BP，日本国债收益率上行 1.40BP，欧元区公债收益率下行 10.81BP。主要国家资产价格整体有所下降，其中占中国外汇储备比例较大的美债收益率上升，日债和英国国债收益率同样呈上行趋势。美财政部最新 TIC 报告显示，8 月份中国减持美国国债 54 亿美元，所持美国国债规模达 1.07 万亿美元，是美国第二大债权国。日本减持美国国债 145 亿美元，至 1.28 万亿美元，为美国国债的最大海外持有国。

汇率长期稳中有升，短期维持波动。人民币兑美元汇率走势短期不明朗，长期稳中向升。中国经济韧性强、潜力大，为人民币稳定提供了坚实的基础。但是由于内外部的不确定性，短期内会加剧人民币的波动性。中

请务必阅读正文之后的免责声明部分

国经济先于美国复苏，以及美联储的扩表行为导致人民币相对美元可能继续强势，但随着四季度海外金融市场波动，美元存在反弹的可能性，届时人民币短期波动性将增大。

展望和判断：10 月外汇储备下降是汇率折算和资产价格变化等因素综合作用的结果。汇率折算账面资产下降；美债等资产价格变化促使账面资产价格下降，汇率折算和资产价格变化等各因素综合作用推动外汇储备下降。对 11 月的判断，第一是全球经济环境错综复杂，不稳定性不确定性增加，国际金融市场波动加剧，我国的外汇储备规模也会随之波动。第二是我国在“十四五”期间将加快构建以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局，实现经济持续发展，为外汇储备规模总体稳定提供坚实支撑。

四季度黄金储备展望：展望四季度，疫情再度恶化和中美关系走向等不确定消息和时间将对贵金属构成支撑，同时年末是黄金消费的传统旺季，从这个角度来看，黄金有望迎来新一轮上升行情。从长期看，美联储 11 月 FOMC 政策会议一致投票决定维持所有货币政策不变，利率维持在接近零的水平。美元此情况下恐维持弱势格局，因此市场对于黄金的避险需求会增加。

风险提示：海外疫情反复，国际政治经济环境复杂性加剧。

（证券分析师：李勇　　研究助理：周璐）

固收周报：利率债周报：强化金融服务实体经济，货币政策更加灵活适度（2020 年第 42 期）

观点

本周债市点评及债市策略：本周（11.02-11.08）央行公开市场净回笼 5900 亿元，下周（11.09-11.15）央行公开市场有 3200 亿元逆回购 7D 到期，并有 2000 亿元 MLF 到期。从资金面来看，本周 Shibor 隔夜、DR001 较上周均下行。收益率方面，短端下行，长端上行。1 年期国开债收益率为 2.8430%，较上周下行 0.92BP。10 年期国开债收益率为 3.6727%，较上周上行 1.52BP。展望后期：从基本面来看，国内企业生产经营状况持续好转，消费、投资等需求不断改善，国外疫情尚不乐观，防疫物资等商品需求较大，出口将继续保持强韧性。同时金融体系将继续坚持“减费让利”政策，预计全年可实现向实体经济让利 1.5 万亿元的目标，实体经济经营成本将进一步下降，盈利能力稳步提高，未来我国经济仍将持续稳步恢复，但仍应注意国际环境的不确定性以及二次疫情爆发风险等方面的挑战。在货币政策方面，11 月 6 日金融部门有关负责人谈金融支持实体经济时指出，未来稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，会根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点，积极构建金融支持实体经济的体制机制，继续强化对实体经济的金融支持。

二级市场回顾：本周（11.02-11.08）一级市场发行 25 只利率债，实际发行总额 2975.60 亿元，较上周减少了 1822.03 亿元；总偿还量 1806.50 亿元，较上周减少了 1113.18 亿元；净融资额 1169.10 亿元，较上周减少了 708.84 亿元。本周 R 利率和 DR 利率较上周均下行。隔夜 R 利率下行 104.15BP，7 天 R 利率下行 96.71BP，14 天 R 利率下行 64.70BP，1 月 R 利率下行 46.61BP。DR001 下行 51.16BP，DR007 下行 36.70BP，DR014 下行 88.70BP，DR1M 下行 44.68BP。SHIBOR 利率较上周表现分化。SHIBOR 隔夜利率为 1.79%，较上周下行 44.60BP；SHIBOR1 周为 2.215%，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

较上周下行 20.30BP；SHIBOR2 周为 2.197%，较上周下行 82.80BP；SHIBOR3 月为 3.001 %，较上周上行 2.90BP。

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 1 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 400.90 万平方米，较上周增加 5.31 万平方米。其中一线城市成交 83.66 万平方米，二线城市成交 185.53 万平方米，三线城市成交 131.70 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 10 月 31 日，市场日均零售 10.68 万台，同比增速为-1.00%，较前值略有下降。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 6 日，螺纹钢价格较上周由 3860 元/吨上涨至 3955 元/吨，热轧板卷较上周由 4002 元/吨上涨至 4046 元/吨，圆钢价格较上周由 3838 元/吨上涨至 3886 元/吨，中板价格较上周由 4282 元/吨上涨至 4289 元/吨。本周较上周焦煤和动力煤价格分化。动力煤期货结算价 602.80 元，比上周价格上行 1.79%；焦煤期货结算价 1306 元，比上周价格下行 3.79%。截至 11 月 5 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 3.52%，铅价上涨 1.85%，铜价上涨 1.49%，铝价上涨 5.63%。

本周通胀观察：蔬菜价格小幅下降。截至 11 月 6 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 119.74，较上周下跌 0.41%，山东蔬菜批发价格指数收于 124.79，较上周下跌 4.85%。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 6 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 147.70 点，较上周上行 2.07%；南华工业品指数收于 2188.46 点，较上周上行 1.27%。截至 11 月 6 日，布伦特原油期货结算价为 39.45 美元，较上周上行 5.31%，WTI 期货结算价为 37.14 美元，较上周上行 3.77%。

风险提示：美国大选结果仍未确定，二次疫情爆发风险。

（证券分析师：李勇）

固收周报：风险信息周报（2020.11.02 -2020.11.08）

事件

负面信息：本周（11 月 02 日-11 月 08 日）负面信息共 10 条。重点关注：甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司发行的“17 刚股 01”未按时兑付利息；山东胜通集团股份有限公司发行的“17 胜通 MTN002”未按时兑付本息；华晨汽车集团控股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”债券被列入评级观察名单（可能调低）；东旭集团有限公司发行的“15 东旭 02”兑付风险警示；新华联控股有限公司发行的“19 新华联控 MTN001”债项评级下调；康美实业投资控股有限公司发行的“17 康 02EB”本息展期；上海巴安水务股份有限公司主体评级下调；华闻传媒投资集团股份有限公司发行的“18 华闻传媒 MTN001”本息展期；北大方正集团有限公司发行的“18 方正 MTN002”未按时兑付利息。

取消发行：新疆中泰化学股份有限公司取消发行 5 亿元；中国建筑第二工程局有限公司取消发行 5 亿元；天津宝星工贸有限公司取消发行 3 亿元；北京城建投资发展股份有限公司取消发行 8 亿元；河北广电信息网络集团股份有限公司取消发行 2 亿元；中国核工业建设股份有限公司取消发行 5 亿元；开封市文化旅游投资集团有限公司取消发行 2 亿元；贵州出版集团有限公司取消发行 4 亿元；华能新能源股份有限公司取消发行 10 亿元；西部矿业集团有限公司取消发行 5 亿元；河北津西钢铁集团

请务必阅读正文之后的免责声明部分

股份有限公司取消发行5亿元;厦门夏商集团有限公司取消发行4.5亿元;新沂市城市投资发展有限公司取消发行5亿元;徐州经济技术开发区国有资产经营有限责任公司取消发行5亿元;赣州开发区建设投资(集团)有限公司取消发行1.5亿元。

持有人会议:江苏省铁路集团有限公司于2020年11月2日召开“20江苏铁路GN001”2020年第一次债券持有人会议;绵阳科技城发展投资(集团)有限公司于2020年11月3日召开“16科发01” 2020年第一次债券持有人会议;青海省国有资产投资管理有限公司于2020年11月5日召开“15青国投MTN002” 2020年第一次债券持有人会议。

其他关注信息:兴业证券涉及重大诉讼,仲裁;江苏海安商贸物流集团涉及重大诉讼、仲裁;杭州市实业投资集团涉及重大诉讼;平煤股份将“18天安煤业MTN001”后1年的票面利率由5.85%下调至4.4%;云南省投资控股集团:将“18云投PPN002”后1年的票面利率由5.99%下调至3.90%。

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)

行业

钢铁行业跟踪周报:板材、长材价格普涨

行情回顾:本周钢铁板块上涨7.2%,超越上证综指4.3%。涨幅居前的个股为宏达矿业(20.6%)、ST抚钢(18.1%)、宝钢股份(15.9%)。本周螺纹、热卷、铁矿石、焦炭期货主力合约最新报价分别环比3.1%、2.0%、1.3%、11.4%;螺纹、热轧盘面利润环比分别20.9%、11.8%。

行业跟踪:本周钢材社会库存为1231万吨,环比降6.0%;其中长材、板材社会库存环比分别降9.1%、降1.0%。本周全国237家钢贸商日均出货量22.2万吨,环比增1.6%;上海终端线螺走货量3.3万吨,环比增4.7%。钢厂高炉剔除淘汰后产能利用率83.9%,环比降0.2个百分点;螺纹钢产线开工率71.8%,环比增1.0%。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利分别为383、349、486、214元/吨,环比分别16.4%、11.5%、5.6%、-10.9%。

本周观点

板材价格持续上涨。十一之后板材价格强势反弹,特别是以热轧、冷轧为代表的板卷,连续大幅上涨,并突破9月份高点,反应制造业需求持续强劲。我们调研了解,近期除机械、汽车、家电等强势恢复外,集装箱、钢材直接出口亦有改善的苗头,预计板材需求环比改善的趋势将维持较长时间,板材基本面中期反转。

长材基本面也跟随改善。螺纹钢自十月底开始亦逐步走强,长材库存已经连续三周保持环比7-10%的去化,快于往年同期,预计长材库存同比高增的趋势至年底将有大幅改观。长材好转主要来自于两点:1)市场对地产风险的担忧告一段落,叠加流动性亦然充裕,以及美国大选落地后风险偏好回升,期货价格重新开始走强;2)制造业及出口需求复苏,也从一定上拉动长材需求,预计四季度长材基本面亦将显著改善。

四季度业绩依然乐观。随着价格持续上涨,近期行业利润有所改善,目

请务必阅读正文之后的免责声明部分

前已普遍回到 300-400 元/吨的历史中等水平，考虑到铁矿石价格下跌带来的成本利好，后续毛利有进一步改善空间，四季度吨钢毛利均值大概率好于三季度，预计四季度钢铁股业绩环比进一步改善仍为大概率。

强烈推荐板材股，并关注板块系统性机会。1）目前钢铁股估值依然处于历史低位，普钢平均 PB0.792、申万钢铁 PB0.921、申万钢铁相对（A 股）PB0.61；2）制造业链条集体复苏，板材类钢铁股迎来确定性的基本面中期改善趋势，最看好汽车板、中厚板、以及制造业相关的特钢品种。3）关注长材后续表现，板材系统性机会出现的概率在增加。

投资建议：强烈推荐板材股，首推宝钢股份（汽车板龙头）、久立特材（低估值的高端制造），关注鞍钢股份（汽车板二线品种）、华菱钢铁（中厚板龙头）、中信特钢（关注柳钢股份）、st 抚钢（高温合金龙头）。

风险提示：地产需求下滑、钢铁产能增长。

（证券分析师：杨件）

建筑材料行业跟踪周报：周期建材涨价去库存

投资要点

水泥：水泥逆势拉涨，首推华东东北。秋季施工速度加快，水泥市场全面复苏。下半年基于旺季+灾后重建，继续看好水泥行业基本面。前期股价受地产预期波动发生回调，我们认为该趋势逐步告一段落，后续板块股价具备修复空间。相对看好华东淡旺季切换以及中南灾后重建，标的华新水泥、上峰水泥、塔牌集团、海螺水泥等。

玻璃玻纤：价格稳定，需求刚性。玻璃终端需求强劲，库存在连续下降之后略有回升；玻纤市场保持平稳。受益供给端压力减轻以及需求增长，玻璃玻纤行业景气度中期回升，看好低库存前提下需求旺季推动的涨价行情，关注龙头中国巨石、长海股份、旗滨集团。

消费建材：维持中期看好。中期受益后周期竣工回升以及精装房渗透率提升带来的需求双击，叠加本轮政策放松后的信用扩张，行业景气持续较长时间，集中度提升也将带来龙头溢价，关注细分市场龙头三棵树、东方雨虹、蒙娜丽莎、坚朗五金、科顺股份等。

行业跟踪：

行情回顾：本周建材板块上涨 5.1%，领先上证综指 2.3 个百分点。子版块表现分化，其中玻璃制造、水泥制造和其他建材板块本周领涨。个股领涨的为南玻 A、金晶科技、洛阳集团、金刚玻璃、旗滨集团等。

水泥行业：东北逆势拉涨，川渝市场回涨。11 月 6 日，全国水泥价格指数（CEMPI）报收 152.11 点，环比上涨 0.82%，同比下跌 1.68%。东北逆势大幅拉涨；华东需求较旺，多地有涨；西南地区涨跌互现，川渝市场多地回涨；西北、中南均小幅有涨；华北行情平稳为主。六大区域中华北价格平稳；东北大幅拉涨，环比领涨全国；华东地区需求旺盛，价格处于上行通道；西南行情结束下行趋势，本周环比小幅会涨；西北稳中有涨。

玻璃行业：终端需求尚可，库存继续去化。本周玻璃现货市场整体稳定。2020 年 11 月 06 日中国玻璃综合指数 1346.39 点，环比上周下跌 0.24 点，同比去年同期上涨 161.47 点。浮法玻璃产能、产能利用率较上周有所增

请务必阅读正文之后的免责声明部分

加。浮法玻璃在产产能 96342 万重箱，环比上周增加 0.06%，同比增长 2.44%。本周浮法玻璃行业库存及库存天数下降明显。行业库存 3289 万重箱，周环比下降 4.80%，年同比减少 11.66%。

玻纤行业：价格稳中小涨。本周无碱池窑粗纱市场稳中小幅调涨，市场交投仍表现良好。

风险提示：1）地产投资下行；2）原材料涨价超预期。

（证券分析师：杨件）

机械设备行业跟踪周报：建议持续超配新能源设备和工程机械龙头

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

【新能源设备】全球低碳大趋势下，建议持续超配新能源设备

新能源装备仍值得持续超配。我们认为电动车+光伏是未来几年少数复合增速能够达到 20-30%的超级成长赛道。同时新能源装备中无论是锂电设备还是光伏设备，中国龙头企业已经具备世界级领先水平，也是产业链上下竞争格局最好和增速最快的环节之一，预计将充分享受未来 5-10 年全球低碳化的的大趋势。

锂电正式进入全球第二波更大更猛烈的扩产浪潮。我们认为目前电动车正式进入 1-N 时代，工程机械、船舶等各行业也均进入电动化时代，2025 年行业需求从 100GWh 将跨越至 1000GWh 以上。经历 2018 年以来的产能出清，行业需求进入拐点，全球几大龙头进入新的一轮军备竞赛，单一目标产能均是数百 GWh 级。我们预计未来三年行业设备订单增速有望达到 50-100%，将是电动车增长最快的赛道之一；而设备实力玩家仅剩几家，设备将进入被抢产能的阶段。近期 LG 计划全球产能规划从 2020 年的 120GW 扩至 2023 年底的 260GW，CATL 的大规模招标刚刚拉开序幕，各电池厂的扩产脚步正在不断验证我们的观点。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】。

光伏受益新技术迭代，新技术设备需求将供不应求。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】。

【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+61%，累计同比达+34%持续攀升；其中 10 月国内同比+61%，出口同比+59%，海外市场复苏强劲。？10 月国产龙头挖机单

请务必阅读正文之后的免责声明部分

月同比增长接近翻倍，单月市占率高达 31%创历史新高，累计同比+41%，累计市占率 27%，行业市场份额不断向龙头集中。

？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。

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）

通信行业跟踪周报：本周专题：科技板块外部因素逐步明朗的当前时点，为何重点看好 5G 主设备、光模块和 IDC？

投资要点

本周策略观点：1、科技板块外部扰动因素逐步释放：当前时点科技板块外部扰动因素逐步释放，市场对于通信行业悲观情绪或已见底；2、流量新基建景气度高增，海外云商及国内运营商资本开支提速：当前时点，国家大力推进新基建，流量新基建成为景气度最高细分领域，北美云商和国内运营商均加大资本开支，下游需求持续向好；3、国内厂商全球地位不断提升，核心技术国产化趋势明显：目前国内 5G 设备商和光模块厂商在全球市占率及影响力正在不断提升，5G 时代有望实现弯到超车；4、低估值搭配高业绩增速，行业配置价值凸显：当前时点通信行业估值处于历史低位，但光模块和 IDC 等赛道业绩表现优异，配置价值凸显，建议重点关注 5G 主设备、光模块和 IDC 等赛道优质标的。

行业动态及点评：SpaceX 公司“星链”项目试用速度突破 160Mbps；阿里二季度云计算收入同比增长 60%，超越 IBM 成为第四大公有云服务商。

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、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）指数上涨 5.68%；沪深 300 指数上涨 4.05%；行业跑赢大盘 1.63pp；行业跑输大盘 3.44pp；东吴通信优选指数近期表现：近一周上涨 6.83%，年初至今上涨 22.32%。

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。进度不及预期；5G 网建进度不及预期。G 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）

医药魔方：冠脉支架集采落地，医疗耗材利空压制释放

投资要点

本周生物医药指数下跌 1.36%，板块表现弱于沪深 300 的 4.05%的涨幅。年末哪些标的年内会有显著超额收益？该类标的具有三大特征：其一很可能受益于 2020 年创新药医保谈判，尤其是像 PD1/PD-L1 等重磅产品；其二 2020 年 Q4 业绩预期较好；其三：高增长产业龙头，估值切换逐步展开。十月份医药指数止跌小幅收涨，年内最后两个月很可能结构化强势，原因有三，其一高增长子行业估值切换；其二海外疫情形势较为严峻，疫情受益标的抬头，将会促使医药板块人气回笼；其三国内外疫苗研发或将有新进展，催化医疗板块持续走强。

冠脉支架集采落地，医疗耗材利空压制释放。冠脉支架全国集采落地，头部企业均有产品中标，市场竞争格局预计将维持相对稳定。此次中标价格相比于原中标价降幅基本都在 90%以上，企业依靠传统药物支架的盈利时代将向“介入无植入”时代发展，产品梯队重要性显著提升（可类比创新药企业逻辑），头部企业有望依靠具备资金、渠道、医生资源以及规模优势实现持续发展。

恒瑞 PD-1 卡瑞利珠单抗递交一项新适应上市申请，注射用泮托拉唑迎来两家过评。恒瑞 PD-1 卡瑞利珠单抗递交一项新适应上市申请，且被拟纳入优先审评，联合顺铂和吉西他滨一线治疗鼻咽癌。此前于 9 月 2 日，卡瑞利珠单抗刚就既往接受过二线及以上化疗后疾病进展或不可耐受的晚期鼻咽癌适应症报上市并纳入优先审评。本次上市申请意味着恒瑞 PD-1 的鼻咽癌适应症向一线治疗又迈进了一步。仿制药方面，本周共有 6 款注射剂过评，3 款为首家。其中质子泵抑制剂（PPI）颇为瞩目，注射用艾司奥美拉唑钠首迎过评，来自正大天晴；销售额超 60 亿的注射用泮托拉唑钠，在迎来首家奥赛康药业过评后，隔天再迎次家扬子江药业过评，加上原研直接凑齐三家。抗癫痫药物拉考沙胺注射液，最早由优时比研发，本周青峰药业首仿获批。

具体配置思路。1）医疗器械：眼科耗材：昊海生科、爱博医疗、欧普康视；2）医疗设备：迈瑞医疗、理邦仪器；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：凯利泰、大博医疗、三友医疗、春立医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、沛嘉医疗；消化治疗性耗材：南微医学；低值耗材：威高股份、三鑫医疗；3）原料药：华海药业、九洲药业、仙琚

请务必阅读正文之后的免责声明部分

制药、美诺华等；4）疫苗：康泰生物、智飞生物、沃森生物、复星医药等；5）创新药及产业链：恒瑞医药、药明康德、复星医药、亿帆医药等；6）苏州创新药组合：信达生物、康宁杰瑞、博瑞医药、亚盛药业等；7）医疗服务：美年健康、通策医疗、爱尔眼科等；8）药店：大参林、老百姓、益丰药房等。

风险提示：药品降价幅度超预期；疫情导致经济衰退影响消费支出。

（证券分析师：朱国广）

数字金融追踪：转型之路：联合贷向左，助贷向右

网贷新规近期出台，我们对于互联网贷款产业的最新观点：①预计互联网巨头将存量联合贷部分转型助贷及消费金融模式，其余整改并补充小贷公司资本，资本补充规模预计低于市场当前静态测算；②监管收紧对互联网巨头的影响将主要体现在短期信贷规模大幅降速，但规模明显收缩的可能性也较低，监管明确并未禁止互联网贷款业务正常开展；③后续政策体系或将围绕助贷进一步规范化以及约束中小银行审慎放贷两个方向。

投资要点

预计：网贷新规对蚂蚁及百度的业务影响强于其他互联网平台。我们判断目前主流互联网贷款平台中，蚂蚁的联合贷规模大、占比高，联合贷中 1:99~1:9 皆为可能的出资模式，百度也类似，因此网贷新规限制联合贷出资比例对当前业务模式影响较大。360、陆金所等平台则以助贷引流为主，而腾讯微粒贷虽主打联合贷，但放款主体是微众银行，因此暂不受本次新规影响。近期，媒体报道银行受监管引导暂停与“花呗/借呗”合作，我们判断该信息完全不属实，银保监会已官方否认，并称“支持银行保险机构依法合规与蚂蚁集团开展业务合作”，因此目前互联网贷款业务仍处于正常运转状态。不过，我们判断蚂蚁小贷公司发行新增 ABS 时，银行等部分机构投资者出于市场化因素考虑，认购意愿可能有所降低。

判断：联合贷将部分转型助贷，互联网巨头资本补充规模少于预期。基于新的监管政策及产业环境，我们判断互联网巨头会将部分存量的联合贷业务逐步转型为合规助贷模式，同时如果后续消费金融牌照落地，也能以自营放贷或合规的联合贷模式承接部分业务（消费金融牌照自身的理论杠杆上限超过 10 倍，高于小贷公司）。如此以来，对剩余联合贷按照监管要求的 3:7 出资比例逐步整改，并补充小贷公司的资本金，但预计资本补充规模将会明显少于市场当前基于静态情形测算的资本缺口。

强调：互联网巨头完全转型助贷并不现实，联合贷仍将是重要模式。互联网平台提供“引流+初步风控”，但不“违规兜底”的助贷模式是合规的，然而实操层面完全依赖助贷模式并不容易：①部分银行等金融机构不一定接纳互联网平台完全不出资的助贷模式；②助贷机构不出资，则无权查询/报送客户征信，而合作金融机构可能风控能力薄弱，因此拓展新客户时不太便利；③助贷模式中合作金融机构的风控主导权提升，相比于联合贷会存在部分客户被拒、风控尺度不一致等问题，产品体验下滑；④互联网平台在助贷模式中的分成比例相对较低。总结而言，联合贷是相对标准化的产品模式，助贷则非标准化程度更高，运行成本高于联合贷，预计未来互联网平台会总体向助贷模式倾斜，但仍会保留联合

请务必阅读正文之后的免责声明部分

贷模式。

核心：网贷新规要求用户贷款额度挂钩收入，反映监管的核心担忧。网贷新规另一项重要新增约束是要求“对自然人贷款余额不得超过 30 万元和最近 3 年年均收入的三分之一”。我们判断：①实操层面大概率与“借款用途填报”类似，由用户自主填写，实际约束力有限；②但反映出监管者对互联网贷款业态的核心担忧，即“向 C 端消费者过度或诱导性透支信贷”，结合近一年来监管各方对互联网信贷产品的多次表态，我们认为互联网消费贷款“增速过快、规模过大”是引发监管提前收紧的核心；③此外，也反映出监管层对互联网巨头的生态风控模型并不充分信任，又或者担忧“规模扩张诉求”导致的潜在道德风险，因此要求信贷与用户收入硬性绑定。

财务：新规对互联网巨头的影响将主要体现在中短期信贷规模增速。①以简单财务模型测算，一笔联合贷由 1:9 向 3:7 模式切换后，利润可能提升，但显著降低 ROE（杠杆显著降低），而如果向助贷模式切换，则利润有所降低。②我们认为新规对互联网巨头最核心的影响体现在规模增速上，如前文所述，消费贷款“增速过快、规模过大”是监管核心担忧，因此预计未来贷规模将基本持平，业务结构逐步调整，进而影响 EPS 成长性及估值。③市场部分投资者担心信贷支付工具的监管收紧对支付 GMV 产生一定影响，我们认为影响非常有限；④信贷规模降速后，判断存量的逾期贷款率等指标可能上行，这也属于信贷业务正常规律。

展望：后续政策或将围绕助贷规范化和中小银行审慎放贷两个方向。我们判断后续互联网贷款仍有更多配套政策陆续落地，主要聚焦于“管业务”，包括：①进一步对助贷模式规范化，对“担保兜底、独立风控”等要点明确监管点，但预计不会像网贷新规对联合贷的冲击那么强烈；②进一步约束中小银行的互联网贷款业务增长，包括纳入 MPA 考核、异地审慎展业、控制与互联网合作机构的集中度、强化自营贷款等方向。

投资建议：中长期理性看好消费金融产业，重点推荐头部零售银行。虽然监管政策收紧对短期互联网巨头的信贷业务有冲击，但中长期我们依然看好我国消费金融市场的发展空间。在良性增长的过程中，除了拥有核心数据资产的头部互联网平台，我们同时看好最优质的零售银行，重点推荐招商银行、平安银行、宁波银行等。

风险提示：1）对互联网贷款的监管政策超预期收紧；2）互联网贷款信用风险爆发；3）银行贷款利率持续下行，利差快速收窄。

（证券分析师：马祥云）

有色金属行业跟踪周报：铜铝运行稳健，贵金属走强

投资要点

行情回顾：沪深 300 指数上涨 4.05%，有色金属（申万）指数上涨 9.23%。铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料涨幅分别为 8.81%、7.14%、7.16%、10.53%、10.40%和 5.14%。个股涨幅前五的公司为赣锋锂业、锐新科技、华钰矿业、天齐锂业和西部矿业。

行业跟踪：

基本金属：本周铜价小幅下跌，现货市场供需凸显拉锯态势;本周铝价走强，市场交投仍以贸易商之间交投为主，成交尚可；本周铅价震荡运行，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

市场恐慌情绪有所恢复;本周锌价止跌回升，市场成交一般；本周沪锡震荡走高，下游消费商观望情绪浓。

贵金属：美国大选不确定性叠加欧洲疫情进一步恶化，美元指数跌至 92，避险情绪得到大幅拉升，贵金属价格走强。

稀土：本周稀土市场主流产品价格稳中偏强震荡，报价上涨成交重心上移，整体成交量较上周有所减少。

小金属新材料：本周镁价开始逐步回调；本周锰铁市场稳中偏弱，钢招价格环比小幅下调，但市场挺价心态较为明显；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;本周四氧化三钴价格持平,四氧化三钴需求小幅缩减，报价坚挺;本周电解钴现货价格下跌。

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）

电气设备与新能源行业点评：海外动力电池 20Q3 详细点评：单季度收入历史新高，龙头盈利开始改善

投资要点

总体：Q3 多家海外电池厂收入达到历史新高，受益于欧洲专项补贴对销量的大幅拉动。同时，海外厂普遍对 Q4 和明年的订单维持高增预期。盈利方面，LG 和松下开始控制成本，且规模效应开始提现，单季度盈利持续提升，其中 LG 电池业务营业利润率达到 5%，三星动力电池首次开始盈利；而 SK 仍在产能投放初期，费用较高，仍大幅亏损。

LG 化学：Q3 电池收入历史新高，动力电池拆分获批。电池板块（含消费和动力)20Q3 收入约 188 亿元人民币，同比+42%，环比+11%，营业利润为 10.1 亿元，同比增长 138%，环比增长 8%，单季度利润实现历史新高，营业利润率 5.4%。动力电池 Q3 营业利润率为较低的个位数，预计 2-3%。Q3 装机 9gwh，环比增长 60%，前三季度装机 20gwh（实际出货更高），同比+110%，全球第一。动力电池预计全年收入 450 亿人民币，同比+80%，对应全年出货预计 50gwh 左右。研发方面，20Q3 电池板块研发投入约 6.3 亿人民币，同比增长 2.2%，环比下降 3.2%；研发费用率 3.3%，同环比小幅下滑。公司公布远期目标，预计 21/24 年电池业务收入目标 1100/1800 亿人民币，营业利润率逐步提升至接近 10%。10 月底公司获批动力电池单独拆分上市，预计一年内完成。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

三星 SDI：Q3 动力首次利润转正，Q4 欧洲需求持续放量。20Q3 电池板块营收约 187 亿人民币，同比+20.2%，环比+20.7%。营业利润预计实现盈利约 16.2 亿元，同比增长 61%，环比增长 157%。其中 20Q3 中大型电池收入约 70 亿，同比+32%，环比+22%；营业利润约 0.1 亿元，首次转正，去年同期为-2.2 亿。装机来看，三星 20Q1-3 累计装机 2.7gwh，同比增长 26%。其中 20Q3 装机电量约 1.1gwh，同比增长 47%，环比增长 68%。

松下：动力电池盈利继续提升。20Q3 动力电池实现营收约 74 亿元，同比增长 2%，环比提升 56%，整体动力业务盈利环比继续提升。预计 20Q3 松下装机 8gwh，同比增长 5%，环比增长 80%；20Q1-3 累计装机 17-18gwh，同比持平。

SKI：首次公布收入情况，全年出货规模预计 8-9gwh。20Q3 动力电池收入约 30 亿，同比增长 156%，环比增长 44%。营业利润约-6 亿元，亏损同比扩大 130%，环比缩窄 13%。20 年 Q1-3 累计收入 67 亿，同比增长 139%，但累计亏损 19 亿，海外的工厂仍处初期有较高的费用成本。SKI20 年 Q1-3 的动力电池出货在 6gwh 左右，其中 Q3 单季度装机在 2-2.5gwh，主要客户为现代、起亚、戴姆勒等。公司产能扩张激进，20 年底产能 20gwh，22/23 年目标扩至 60/80gwh。隔膜计划 21H1 拆分上市，20/21/23 产能规划 9/14/19 亿平。

投资建议：拥抱全球电动化，继续强烈推荐三条主线：一是特斯拉及欧洲电动车供应商（宁德时代，恩捷股份，璞泰来，三花智控，当升科技，亿纬锂能，宏发股份，汇川技术）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（天赐材料，新宙邦，华友钴业，关注赣锋锂业、多氟多，天际股份，天齐锂业）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（科达利，比亚迪，关注中科电气，天奈科技，星源材质，嘉元科技，容百科技，德方纳米）。

风险提示

销量及政策不及预期

（证券分析师：曾朵红　研究助理：吴辉凡　证券分析师：阮巧燕）

汽车行业周报：10 月第五周批发同比+7%，全面看多

投资要点

每周复盘

SW 汽车上涨 10.2%，跑赢大盘 6.7pct。所有汽车子板块呈上涨形态，SW 乘用车幅度最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 2 名，排名靠前。估值上，整体有所上涨，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：10 月 26-31 日乘用车零售日均销量同比下降，批发日均销量同比上升。10 月 26-31 日乘用车零售销量日均 106828 辆，同比下降 1%，月度累计日均 57274 辆，同比上升 10%。10 月 26-31 日乘用车批发销量日均 117699 辆，同比上升 7%，月度累计日均 58694 辆，同比上升 9%。

库存：9 月传统乘用车企业库存-4.2 万辆，企业累计库存为-44 万辆，渠

请务必阅读正文之后的免责声明部分

道库存增加 9.5 万台，符合历史季节性规律，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 2 日，长城汽车正式获得泰国罗勇工厂所有权，将打造全球标准智能工厂，将同时具备 SUV 和皮卡等多种车型；11 月 6 日，广汽集团 10 月汽车产量 201620 台，同比+18.68%，销量 209876 台，同比+21.53%；11 月 6 日，长城汽车 10 月汽车产量 131206 台，同比+12.02%，销量 135559 台，同比+17.86%；11 月 6 日，上汽集团 10 月汽车产量 602958 台，同比+3.05%，销量 596719 台，同比+9.61%。

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+比亚迪+长安”，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）

电子行业周报：8 寸晶圆供不应求，新一轮价格上升周期开启

投资要点

8 寸晶圆供需失衡再现，新一轮价格上升周期开启：2020 年 H1，尽管新冠疫情的出现延缓了部分终端市场的需求，但 8 寸晶圆制造的供需状态依然处于紧平衡状态。进入 2020 年 H2 以来，8 寸晶圆制造旺季来临，产能供不应求状态加剧，业界开始出现涨价和交期延长。从供给侧来看，8 寸晶圆制造的产能供给逐季紧缺，台积电、联电、世界先进、中芯国际、华润微的 8 寸晶圆制造产线的产能利用率高企，部分厂商的代工价格调涨 10~20%，客户长单甚至下到了 2021 年 Q2。从需求侧来看，产业链上游的产能紧缺已明显传导至终端芯片厂商，受到 8 寸晶圆制造供需紧张和价格上涨影响，富满电子、联咏、集创北方、敦泰科技、ST 陆续调涨

请务必阅读正文之后的免责声明部分

产品价格，联咏调涨幅度更是达到 10%~15%。

投片需求增加但扩产有限已成为 8 寸晶圆供需的长期矛盾：此前 8 寸晶圆制造已历经多轮涨价缺货潮，而本轮 8 寸晶圆产业链的供需关系失衡的主要原因是：供给侧:（1）8 寸晶圆厂已多年鲜有新增投资，总产能规模停滞不前;（2）8 寸晶圆制造设备的短缺继续钳制产能扩增。需求侧:（1）5G 智能终端新品陆续发布带动电源管理 IC、显示驱动 IC、MOSFET 等在 8 寸晶圆厂的投片量持续增长。部分终端新品因 2020 年 H1 疫情冲击而延到下半年才发布，在 8 寸晶圆制造旺季基础上新增更多订单。（2）全球居家办公和在线教育使笔记本电脑、平板类产品出货显著增长，拉动中大尺寸面板显示驱动 IC 等需求提升，为 8 寸晶圆制造带来新的增量。（3）随着汽车市场特别是新能源汽车市场逐步复苏，IGBT、MOSFET 用量大幅提升，显著驱动 8 寸晶圆制造需求增长。（4）中美贸易摩擦可能使部分 IC 设计厂商由大陆地区转至台湾地区的 8 寸晶圆代工厂下单，加剧 8 寸晶圆制造供不应求状态。（5）疫情得到控制以后，市场开始补充当初因停工、物流停摆而不断消耗的库存，保证安全库存水位。随着 8 寸晶圆制造产能供应不足，8 寸晶圆代工厂也开始筛选新订单和调整产品组合，优先生产高毛利率产品，而毛利率相对偏低的产品在抢单中较为弱势，此类产能排挤效应和由此导致的涨价缺货行情延着 MOSFET、LCD 显示驱动 IC、电源管理 IC 进行传导。

投资建议：受供需失衡的影响，8 寸晶圆产业链已进入新一轮价格上升周期，上游 8 寸晶圆代工厂商和下游拥有充足产能配置的芯片厂商的单品 ASP 有望提升，从而扩大公司营收规模并增强盈利能力。晶圆厂建议关注：华虹半导体，华润微，中芯国际；IC 设计公司建议关注：富满电子，圣邦股份、芯朋微，新洁能，斯达半导、韦尔股份、立昂微等。

风险提示：电子行业景气度下滑；下游需求减弱；企业研发进度不及预期。

（证券分析师：王平阳）

化工行业 2020 年 11 月第 1 周周报：己二酸大幅上涨，继续推荐化工成长股

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 3312.16，本周累计上涨 2.72%，深证成指本周上涨 4.55%，化工板块（申万）上涨 4.52%。

本周化工板块分化明显：本周化工板块涨幅居前的个股有东方盛虹、荣盛石化、新宙邦、上海新阳、雅克科技、天赐材料、同益股份、卫星石化、宏昌电子和瑞丰高材。其中，伴随着浙石化二期的投产，荣盛石化大涨；受“拜登当选+国会分裂”的预期利好科技股的影响，上游电子化学品厂商上海新阳、雅克科技等标的涨幅居前；“十四五”规划提出新能源汽车发展目标，带动锂电材料厂商新宙邦、天赐材料等标的涨幅居前。

本周油价小幅回弹，预计中长期持续低位震荡：本周 ICE 布油报收 39.45 美元/桶（+5.31%）；WTI 原油报收 37.14 美元/桶（+3.77%）。本周主要受 OPEC + 呼吁减产叠加部分高级官员表达延迟增产支持的刺激，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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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，乙二酸大幅上涨：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己二酸(+21.6%)、氨纶(+12.0%)、双酚 A（+10.7%)、苯乙烯(+10.4%)和 1,4 丁二醇（+10.3%）。其中，己二酸上游纯苯和下游 PA66 市场十月份均实现大幅上涨，市场内现货紧张叠加下游需求好转，本周大幅上涨。跌幅居前的品种主要是前期涨幅过大，适当回调。

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）

电子行业周报：华为举办智选品鉴会，苹果发布会在即，消费电子热度不减

投资要点

2020 年 11 月 5 日，华为举办 2020 智选品鉴会。以“品牌共生、流量共享、体验一致”为原则打造 IOT 合作生态，发布了 15 款新品，涵盖全场景智慧生活的方方面面，并倡导便捷、安全、舒适、健康 4 大生活理念。其中最特殊的是鸿蒙系统首次应用在华为智选生态产品上。

苹果下周有望发布首款基于 ARM 架构+自研芯片的 MacBook，同时还可能发布 Airtags 及 AirPodsStudio。北京时间 11 月 11 日凌晨 2 点，苹果将在线上举办主题为“OneMoreThing”的发布会。据外媒报道，届时预计发布首款基于采用 ARM 架构的自研芯片的 AppleSiliconMac 产品，包括 13 英寸 MacBookAir、13 英寸 MacBookPro 和 16 英寸 MacBookPro。另外，有消息称苹果追踪器 AirTags 和头戴式无线耳机 AirPodsStudio 也可能在此次发布会上公布。

2020Q3 全球智能机出货量环比提升 32%，三星蝉联冠军。根据 Counterpoint 数据，第三季度全球智能手机出货量为 3.66 亿台，相比上一季度上涨 32%，但与去年同期相比下降 4%。其中三星手机再次获得冠军，出货量 0.80 亿台；华为排名第二，出货量 0.51 亿台，市场份额为 14%；小米超越苹果，排名第三，出货量 0.46 亿台，市场份额为 13%；苹果排名第四，出货量 0.42 亿台，市场份额为 11%。

受疫情影响，苹果第四财季下滑。苹果上周发布的 2020 财年第四财季业绩报告显示，iPhone 销售额为 264.4 亿美元，同比下降 20.7%，其中作为最重要的市场之一的大中华区销售收入为 79.5 亿美元，同比下降 28.6%。原因可能是今年受疫情影响，苹果的 iPhone12 系列从研发到生产都被推迟，发布也推迟至 10 月份。预计在 iPhone12 系列开售之后，苹果手机出

请务必阅读正文之后的免责声明部分

货量将会有大幅增长。

华为 Mate40 系列双十一成交秒破亿，加速 AIoT 战略布局：京东平台公布的 11.11 手机排行榜显示，华为 Mate40 系列 8 秒成交额超亿元，10 分钟成交额同比增长 5 倍。在手机品牌销量方面华为位列第三。据外媒报道，目前至少已经有 5 家企业获得美国批准向华为供应芯片，其中包括索尼、豪威科技、AMD、英特尔和台积电。

建议关注：蓝思科技、鹏鼎控股、环旭电子、立讯精密、歌尔股份、东山精密、长信科技、信维通信、安洁科技等。

风险提示：国际局势动荡；市场开拓不及预期；疫情蔓延超出预期。

（证券分析师：王平阳　证券分析师：王少南）

通信行业 2020 三季报综述：Q3 通信业绩增速较好，IDC 和光模块表现亮眼，行业整体估值较低，配置价值越发凸显

投资要点

三季度通信行业走势整体弱于大盘，估值处于历史低位，配置价值凸显：截止 11 月 2 日，2020 年通信行业指数下滑 7.18%，其中 Q3 季度通信行业指数下降 7.71%，沪深 300 上升 8.00%，通信行业整体走势弱于沪深 300 指数 15.70%。11 月 2 日通信行业整体 TTMPE 为 38.94 倍，相比今年 6 月估值高点下降 13 倍，当前估值水平仅超过过去十年内 32.43%的区间，考虑到通信全行业业绩仍在快速提升，我们认为未来通信行业估值有望修复，当下配置价值较高。

Q3 营收和扣非归母净利润同比和环比均有改善，下游应用场景成熟将带动未来业绩进一步提升：2020Q3 单季度通信（申万）行业实现营收 1819.49 亿元，同比上升 10.60%，相比 Q2（6.58%）提升 4.02pp；实现扣非归母净利润 56.66 亿元，同比上升 38.85%。横向比较来看，Q3 单季度通信行业归母净利润增速在 28 个行业中排名第 11 名，表现较好。我们认为，当前新基建政策带动下游 5G 和数据中心的快速建设，通信全行业受益，预计未来 5G 成熟后带动应用兴起，通信行业业绩将实现进一步增长。

细分板块分化明显，IDC 和光模块表现亮眼，预计 5G 建设成熟后，云计算、物联网、车联网、高清视频等板块业绩将进一步发力：2020 年 Q3 单季度通信行业所有细分板块中，IDC 和光模块两细分赛道的公司业绩增长最快，归母净利润的同比增速分别为 176.13%和 63.77%。IDC 和光模块实现业绩快速增长的主要原因是 5G 加速推进和数据中心数量增长较快。我们认为，未来通信行业细分板块中，一方面，IDC 和光模块等板块的业绩确定性较强，营收和归母净利润仍将持续提升；另一方面，随着 5G 建设完善和下游应用场景的不断成熟，物联网、车联网、高清视频等应用场景将迎来业绩的快速增长期。

投资建议：建议重点关注两条主线：1）以新基建为代表的 IDC、光模块领域，相关公司有望受益于流量爆发景气度持续提升；2）以物联网、车联网、高清视频为代表的具备长期成长空间的 5G 应用领域。

建议关注的标的：IDC：数据港、宝信软件、佳力图、沙钢股份、奥飞数

请务必阅读正文之后的免责声明部分

据、杭钢股份等；光模块：天孚通信、博创科技、新易盛、中际旭创、华工科技等；高清视频：淳中科技；主设备：中兴通讯；云计算：网宿科技、优刻得；物/车联网：移远通信、广和通、中科创达等。

风险提示：中美摩擦带来的供应体系风险；下半年设备商去库存风险；行业竞争加剧风险。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

食品饮料行业专题：20Q3 总结：白酒环比改善，食品延续稳健

投资要点

白酒：如期迎来改善，高端稳健次高端修复。1）分板块看，20H1 疫情下业绩承压，20Q3 边际改善明显。2020Q3 白酒行业由业绩承压进入需求恢复阶段，报表边际改善明显。主要上市公司 2020Q3 实现总营收 615.39 亿元，同比增长 12%，归母净利 212.71 亿元，同比增长 14%。细分来看，Q3 消费补回带动次高端板块表现最为出色，营收/归母净利同比增速分别为 16/32%；其次为高端板块表现，营收/归母净利同比增速分别为 11/12%。地产酒板块稍显逊色，板块内分化显著，营收/归母净利同比增速分别为 11/7%。20Q3 板块毛利率为 77.7%，同比+1pct，环比+4.4pct，提价升级明确。行业净现金流改善迅速，预收账款回升。2）分公司看，高端稳健次高端强劲，地产酒分化加剧。高端酒 20H1 虽遭受疫情冲击，但强品牌力+良好的渠道管控下，茅五泸 Q3 均表现稳健，营收/归母净利增速实现较快增长，行业头部集中背景下龙头话语权持续增强。预计 2020 整年业绩完成度均较高，强者恒强趋势不变。次高端消费升级强劲恢复，头部集中效应愈强。地产酒及光瓶酒 20 年业绩承压，基数较低，期待来年改善。

食品板块，行业保持稳健。肉制品/速冻：高基数下增速略有回落，看好行业整合空间。整体来看，20Q3 肉制品/速冻板块分别实现收入 394 亿元，同比增长 19%；实现归母净利 29 亿元，同比增长 44%，龙头公司 19 年阶梯式提价，环比 Q2 提价红利有所减弱，但伴随猪价下行带动成本下降，公司利润仍有弹性。休闲食品线上高基数致收入承压，费用收缩释放业绩。20Q3 休闲食品板块实现收入 105 亿元，同比下滑 6%；实现归母净利 9.94 亿元，同比增长 22%。调味品：龙头乘风破浪，期待行业整合。整体来看，20Q3 调味品板块实现收入 175 亿元，同比增长 9%；实现归母净利 28 亿元，同比增长 17%。Q1 餐饮业遭受重创，此后逐步恢复，调味品行业也因此受到冲击，但板块内龙头抗风险能力强。乳制品/饮料：成长上涨背景下催化行业整合。整体来看，20Q3 饮料、乳制品板块实现收入 429 亿元，同比增长 10%；实现归母净利 34 亿元，同比增长 23%。展望后市，预计在成本上涨背景下销售费用投放将有所收缓，利润率持续改善可期。

投资建议：白酒景气度高估值合理。板块格局清晰，高端酒估值合理仍有提升空间，次高端低基数下有较大业绩弹性。推荐高端龙头茅/五/泸次高端弹性标的山西汾酒、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。食品方面，短期具备韧性，长期格局为王。调味品或开启提价周期，继续推荐海天味业、中炬高新、恒顺醋业、安琪酵母。乳业龙头控制上游能力强，两强竞争趋缓，毛销差有望扩大，净利率提升可期，常温奶低线城市延续渗透，巴氏奶增速提升，继续推荐伊利股份。休闲食品/保健品多渠道布局，线上持续受益，线下有望加速。洽洽食品继续推新放量，绝味食品开店

请务必阅读正文之后的免责声明部分

高增长料将贡献业绩增量，桃李面包区域开拓驱动业绩。速冻及肉制品长期路径清晰，安井食品业绩持续超预期，结构升级加速，上游成本回落，关注巴比食品；双汇发展提价效应延续，产品创新继续开拓。

风险提示：疫情控制低于预期，食品安全风险，宏观经济波动。

（证券分析师：杨默曦　研究助理：宗旭豪　研究助理：宋英男）

推荐个股及其他点评

天赐材料（002709）：天赐材料点评：长期供货特斯拉，品质再获海外认可

投资要点

事件：公司与特斯拉签订长期供货协议，协议约定了产品定价模式、供货方式、产品标准等内容。交货地点包括特斯拉美国弗里蒙特工厂、奥斯汀工厂、德国柏林工厂。特斯拉未对产品采购量进行保证，后续特斯拉将通过订单方式提出采购需求。因此协议签订对公司未来经营业绩的影响需视后续特斯拉的具体订单情况而定，具有不确定性。

品质再获认可，配套特斯拉自产产能。天赐此前为 LG 南京-特斯拉项目主供，预计份额 50%以上。此次长期供货协议针对特斯拉自产电池产能，双方对产品标准共同探讨，天赐产品再获海外客户高度认可。特斯拉目前在美国弗里蒙特工厂布局试验线产能 1.5gwh，公司计划德国柏林工厂、美国奥斯汀工厂均配套部分自建电池产能。特斯拉规划自产电池决心较强，公司规划产能 21 年投产 10gwh，22 年到 100gwh，较为乐观。我们预计 22 年开始规模出货，预计 22 年特斯拉电池产量 10gwh 左右，对应电解液需求 2 万吨。我们预计天赐初期基本独供，对应电解液 21 年订单接近 2 万吨，后期天赐份额预计在 50%以上。

天赐欧洲基地预计 21 年开始小批量，有望加速配套欧洲电池厂，客户结构进一步优化。天赐拟建设捷克基地，规划年产能 10 万吨，其中一期总投资 2.75 亿元，对应 3 万吨/年电解液项目。预计欧洲基地明年 Q2 投产开始送样，有望加速认证并配套宁德德国基地、LG 波兰基地等，进一步优化客户结构。20 年公司出货预期 7 万吨左右，同比增长 50%，国内市占率 30%左右。21 年预计出货 11-12 万吨，同比增长 60%。

六氟涨价启动，电解液价格顺利传导，公司业绩弹性大。9 月开始六氟供给出现紧张，价格连续上调，目前价格 9-9.5 万元/吨，部分公司报价 10 万元/吨，较底部涨幅 30%，预计年内六氟价格涨至 11 万元/吨，明年整体供应偏紧+季节性失衡预计价格 12-15 万元/吨。电解液连续三年价格底部平稳，竞争格局优势，龙头话语权加强，目前电解液报价 4.3-4.4 万元/吨，价格上涨 10-20%，六氟和溶剂涨价带来的成本上涨已顺利传导。因此对应 21 年电解液量利双升，我们测算六氟价格 10 万元/吨，对应公司电解液利润翻番至近 7 亿元；若六氟价格上涨至 12 万元/吨，对应电解液利润可至 9 亿元。

盈利预测与投资建议：预计公司 20-22 年归母净利润 7.1/10/12 亿元，同比增长 4247%/41%/20%，对应 PE 为 56x/39x/33x。考虑到公司是电解液龙头，主要客户需求恢复，给予 21 年 50 倍 PE，对应目标价 91 元，给予

请务必阅读正文之后的免责声明部分

“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，卡波姆价格下滑等

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

广汽集团（601238）：10 月广汽整体涨幅较大，自主改善明显

投资要点

公告要点：

10 月广汽集团产量 201620 辆，同比+18.68%，环比-10.07%；销量 209876 辆，同比+21.53%，环比-7.53%。广汽本田产量 77665 辆，同比+24.58%，环比-15.27%，销量 87626 辆，同比+34.00%，环比-11.53%。广汽丰田产量 72756 辆，同比+22.36%，环比-10.18%，销量 72000 辆，同比+20.00%，环比-10.18%。广汽自主产量 39408 辆，同比+42.34%，环比-4.03%，销量 37801 辆，同比+28.20%，环比+3.57%。

广汽 9 月产批同比继续为正，自主改善明显

9 月广汽产量同比+27.85%，批发同比+15.59%。10 月产量同比较 9 月略有收缩，批发同比扩大，核心原因为去年同期基数较低+终端需求持续向好。10 月产批环比转负，并且产量环比降幅大于批发销量，核心原因为国庆假期工作日减少+9 月基数较高。广汽自主 9 月产批同比分别为+45.29%/+15.59%，10 月相比批发销售改善明显。广丰/广本产量同比涨幅收窄，广本批发销量同比涨幅扩大，需求表现较好。

企业端广丰+自主均小幅补库，广本小幅去库

根据我们自建库存体系显示，10 月广丰、自主企业端均小幅补库，企业库存当月分别为+756 辆、+1607 辆。广本企业库存当月为-9961 辆。企业库存累计分别为-5676 辆、+2145 辆、-14990 辆。（2017 年 1 月开始）。

广汽 10 月下旬折扣率整体微幅扩大

广汽 10 月下旬车型算术平均折扣率 5.97%，环比 10 月上旬+0.29pct。其中广丰算数平均折扣率 5.35%，环比 10 月上旬+0.06pct；广本算数平均折扣率 6.18%，环比 9 月上旬+0.13pct；自主算数平均折扣率 6.38%，环比 9 月上旬+0.70pct。传祺 GS42020/2021 成交价降幅较大。

投资建议

2020-2021 年汽车行业依然有望逐步复苏。广丰+广本景气依然向上+广汽自主减亏可期+广菲克有望见底企稳，看好广汽集团长期发展。我们预计广汽集团 2020-2022 年归母净利润 6731/9464/11366 百万元，分别同比+1.7%/+40.6%/+20.1%，EPS 为 0.66/0.92/1.11 元，PE 为 20.28/14.42/12.01 倍。维持广汽集团 A+H 股“买入”评级。

风险提示：海外疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主品牌 SUV 价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）

上汽集团（600104）：10 月产批同比继续改善

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

公告要点：上汽 10 月产量 602958 辆，同比+3.06%，环比+5.42%；销量 596719 辆，同比+9.61%，环比-0.93%。上汽乘用车产批量为 65787/70831 辆，同比-9.67%/+16.29%，环比+9.51%/+16.59%；上汽大众产批量为 164626/155000 辆，同比-13.33%/-8.01%，环比+5.72%/+-11.43%；上汽通用产批量为 163916/156014 辆，同比+33.13%/+14.03%，环比 +9.51%/+1.75%；上汽通用五菱产批量为 173627/179000 辆，同比 ++1.79%/+19.33%，环比+2.07%/+1.70%。

上汽 10 月产批同比涨幅微增，批发端总体好于生产端。9 月上汽产量同比+0.70%，批发同比+9.51%。10 月产批同比涨幅微增，主要系去年 9 月基数较低。产量环比提升，批发销量环比微幅下降，核心原因为上汽大众批发销量表现较差，同比降幅扩大。批发端总体好于生产端，核心原因为工作日减少+终端需求继续回暖。上汽自主/上汽通用批发销量同比涨幅扩大，表现较好。

企业端上汽大众+上汽通用小幅补库，上汽乘用+上汽通用五菱小幅去库。根据我们自建库存体系显示，10 月上汽乘用、上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱，企业库存当月分别为-4594 辆、+9626 辆、+7902 辆、-5373 辆。企业库存累计分别为-18805 辆、-21089 辆、-17303 辆、-113967 辆（2017 年 1 月开始统计）。

上汽 10 月下旬折扣率继续扩大。上汽集团 10 月下旬车型算术平均折扣率 14.73%，环比 10 月上旬+0.50pct，行业总体折扣率环比 10 月上旬 +0.31pct，上汽集团扩张幅度较大。其中，上汽大众算数平均折扣率 11.89%，环比 10 月上旬+0.71pct；上汽通用算数平均折扣率 18.41%，环比 10 月上旬+0.25pct；上汽乘用算数平均折扣率 13.89%，环比 10 月上旬 +0.54pct。从具体车型方面来看，凯迪拉克 XT52020/MGZS2020//帕萨特 2020 成交价下降超过 1000 元以上。

投资建议：稳定汽车消费基调已定，部分地方政府已出台相应刺激政策，国内乘用车需求重新步入复苏轨道。上汽集团作为行业龙头，有望跟随行业周期波动。大众 MEB 国内首款车型 ID4 开始热卖成为重要看点。我们预计 2020-2022 年上汽集团的归母净利润为 224/246/267 亿元，对应 EPS 为 1.92/2.11/2.28 元，对应 PE 为 14.47/13.17/12.15 倍。维持“买入”评级。

风险提示：海外疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主品牌 SUV 价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）

长城汽车（601633）：10 月产销超预期，80 亿可转债助力智能化

投资要点

公告要点：

长城 10 月：产量 131206 辆，同比+12.02%，环比+10.27%；批发 135559 台，同比+17.86%，环比+11.37%。哈弗系列产量 94678 辆，同比+8.01%，销量 97950 辆，同比+13.32%。WEY 系列产量 8972 辆，同比-17.80%，销量 9076 辆，同比-12.43%。长城皮卡产量 19339 辆，同比+19.65%，销量 20405 辆，同比+27.53%。欧拉产量 8100 辆，同比+314.53%，销量 8011

请务必阅读正文之后的免责声明部分

辆，同比+351.58%。海外销售 10804 辆，新能源车销售 8114 辆。

长城 10 月产销同比继续超预期，国内+国外全面向上

9 月长城汽车产量同比+18.89%，批发同比+11.01%。10 月产量同比继续维持快速增长。哈弗 H6 本月销量 5.3 万辆，同比+30%，其中第三代 H6 已经单月破 2 万辆，增长速度惊人。哈弗大狗上市 36 天破 1 万辆，热卖开启。M6 本月继续攀升至 1.67 万辆，同比+10%。皮卡炮继续维持 1 万以上销量。欧拉黑猫继续上量至 6000 辆+，成为电动车市场明星车型。海外业务本月恢复明显，实现破万销量。

发布可转债预案 80 亿元，进一步加码电动智能汽车发展步伐

本次可转债募集资金用于：1）新车型研发项目 40 个亿元，具体包括 4 款 SUV 车型+2 款皮卡车型+3 款新能源车型；2）汽车数字化研发项目 40 亿元，具体包括车路协同和自动驾驶软硬件一体化研发、汽车智慧云端服务产品研发、硬件算力平台研发、整车级 OS 系统产品研发。电动智能汽车潮流的淘汰赛已经开启，长城汽车正已脱胎换骨式变革来应对，进一步加快发展步伐，持续资金补充是重要储备物资。

盈利预测与投资评级：

我们预计 2020-2022 年营业收入 1013.66/1375.97/1569.65 亿元，同比增长+5.4%/+35.7%/+14.1%，归母净利润 49.94/84.27/110.08 亿元，同比增长+11.0%/+68.7%/+30.6%，对应 EPS 为 0.55/0.92/1.21 元，对应 PE 为 51.84/30.72/23.52 倍。全面看多整车板块，首推新车周期最强的长城汽车，给予“买入”评级。

风险提示：疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）

阿里巴巴-SW（09988）：用户渗透或出现瓶颈，主动加大下沉市场投入力度长期有助稳固竞争地位

投资要点

公司 FY2021Q2 实现总收入 1551 亿元，同比增长 30%，实现经调整净利润 471 亿元，同比增长 44%，公司业务整体保持较快增长速度，收入和经调整净利润水平均超市场预期。公司 EBITA 达到 412.2 亿元，同比增长 28.4%。

客户管理收入持续放缓，利润率因投入增大而出现下滑。公司客户管理（本季度合并客户管理和佣金收入）收入增长 20%，增长持续放缓，核心商业交易平台业务的 EBITAMargin 为 63.73%，同比下滑 6 个百分点，导致核心商业交易平台 EBITA 同比仅增长 11.7%，慢于客户管理收入增长。利润率的明显下滑主要由于费用和收入的时间错配，本季度是收入相对的淡季，一般收入体量 Q4>Q2>Q3>Q1。但与此同时，淘宝特价版和聚划算增大投入，淘宝直播也需要投入，另外新业务利润率较低，但增速较快，因此也拉低了整体的 EBITA 利润率。由于特价版和聚划算均为下沉产品，公司主动在下沉市场拼多多腹地展开竞争。

用户增长明显下滑，低线城市渗透率或出现瓶颈。公司本季度移动端月活 8.81 亿，环比仅增加 700 万。月活用户是活跃买家数的转化基础，但

请务必阅读正文之后的免责声明部分

当前公司中国零售移动端月活数增长出现了明显减缓的情况。由于一二线城市的用户渗透已经比较充分，自 2018 年以来公司用户数增长的主要动力来自低线城市，本季度月活增长的明显放缓，有可能表明低线城市的用户渗透也出现了瓶颈，当前仍需要我们继续跟踪以验证。如果公司用户量的增长引擎受限，公司电商平台业务的增长速度将主要依靠人均收入贡献的提高。

重资产业务增长显著，在平台电商业务增速逐步放缓的背景下，逐步成为关注焦点：当前重资产业务（新零售、O2O、云计算）已经培育出较大的收入体量，支撑公司收入整体持续增长，且本季度重资产业务减亏成效显著，相对于去年同期有 38 亿元的亏损缩减，是公司利润超预期的重要原因。其中阿里云收入再创新高，单季度达 149.0 亿，亏损率仅 1.1%，预计本财年将出现季度盈利转正，参考海外云计算龙头，有助于公司估值上升。

盈利预测与投资评级：公司业绩超预期预期，叠加高鑫零售并表因素，我们上调公司的业绩预测，预计公司 2021、2022 和 2023 财年收入分别同比增长 39.1%/29.6%/21.2%，达到 7089.1/9190.5/11138.1 亿元；归母净利润同比增长 0.5%/21.0%/21.2%，达到 1500.1/1814.4/2198.2 亿元，对应 PE34.7x/28.7x/23.7x。综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒，我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值，维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济加速下滑，竞争加剧，疫情反弹

（证券分析师：张良卫　研究助理：张飞鹏）

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