东吴证券晨会纪要

2020 年 11 月 04 日

晨会编辑 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：东吴策略-市场温度计-大规模 IPO 降低市场温度

股市流动性：近一周 A 股资金大幅净流出 1213 亿元，主要是由蚂蚁金服发行 1322 亿元所贡献。建议关注近期 IPO 大规模上市所带来的冲击， 7.16.中芯国际上市当日上证指数跌幅 4.5%，上市 10 天后上证跌幅达 1.99%，上市一个月后上证指数跌 0.33%。

固收金工

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。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。二级市场的交易量在本周同比大幅下降，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端上行，长端下行有一定相关。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。

行业

传媒行业 2020Q3 期末公募持仓分析：整体配置比例环比下降，分众传媒 Q3 获大幅加仓，游戏持仓环比有所下滑

整体：配置比例环比下降，前十重仓股持仓市值占比 90%。2020Q3 期末，公募基金重仓传媒总市值为 606.7 亿元，环比减少 25%，同比增加 103%，公募基金在传媒板块的重仓持股市值占公募基金股票投资总市值比例为 1.46%，环比下降 0.96pct，同比增加 0.11pct。行业重仓标的中，前十持仓个股持仓总市值为 546.6 亿元，占行业总重仓市值比例高达 90%，较 2020Q2 期末提升 4.7pct，自 2017Q4 至今，该比例维持在 80%以上水平，传媒板块集中持仓特点仍然明显。

电气设备行业点评：新能源车产业发展规划符合预期，长期托底电动车发展

事件：国务院办公厅日前印发《新能源汽车产业发展规划（2021－2035 年）》，从提高技术创新能力、构建新型产业生态、推动产业融合发展、完善基础设施体系、深化开放合作、保障措施六方面论述长期规划。

电气设备行业销量点评：9 月海外电动车销量点评：欧洲大超预期，ID.3 开始放量

9 月国内电动车销量 13.8 万辆，同环比高增 68%/26%，爆款新车型如期上量，年底冲量全年预计 120 万以上，下半年增长 40%+，9 月开始全面满产满销，11 月中游排产继续环比 10%，六氟涨价到 10 万/吨，Q3 三重拐点明确。强烈推荐中游龙头宁德时代、璞泰来、恩捷股份、新宙邦、科达利、当升科技，关

请务必阅读正文之后的免责声明部分

注天赐材料、比亚迪、亿纬锂能、天奈科技、欣旺达、国轩高科、中材科技、嘉元科技等；核心零部件：宏发股份、三花智控、汇川技术；布局优质上游资源：华友钴业、关注赣锋锂业、天齐锂业。

工控&电力设备行业 2020 三季报总结：Q3 加速增长，工控大超预期

工控电力设备 Q1-3 收入+9.11%、利润+23.3%，Q3 明显提速，收入+18.3%、利润 52.5%。全行业 2020Q1-3 收入 3661.97 亿元，同比+9.11%，归母净利润 245.21 亿元，同比+23.26%；Q3 增长明显提速，收入 1425.63 亿，同比+18.3%，归母净利润 107.44 亿，同比+52.5%（部分来自去年减值的影响）。盈利能力小幅改善，Q1-3 毛利率 22.76%，同比+0.18pct，Q3 毛利率 22.86%，同比+0.15pct。

传媒行业 20Q3 业绩综述：营销及视频龙头业绩超预期，游戏增速阶段调整不改成长本色

Q3 传媒行业整体收入 1,514 亿元，同比下滑 9%，增速环比 Q2 继续改善。细分板块中出版、游戏、营销板块收入实现正增长，影视、广电及互联网服务仍有下滑。利润方面，行业 Q3 合计实现归母净利润 110 亿元，同比增长 3%，其中出版、游戏、营销及互联网服务板块实现正增长，营销板块同比及环比均有明显增长领衔行业复苏，影视动漫、广电板块利润仍有下滑。

推荐个股及其他点评

中青旅（600138）：Q3 扣非业绩回正，周边游回暖期待景区复苏

整体业绩承压，环比改善。乌镇、古北良性复苏，业务稳健。商旅需求有所回暖，其他业务板块逐步发力。景区业务或带动未来业绩复苏。

山煤国际（600546）：“精煤战略”进一步提升煤炭业务盈利能力，HJT 项目推进循序渐进

事件：公司前三季度实现营收 276.63 亿，同比增长-12.50%；归母净利润 6.45 亿，同比增长-19.12%；扣非后为 7.21 亿，同比增长-15.40%。

“精煤战略”使得 Q3 单季度毛利率提升，销售和研发费用上升拖累业绩表现。

“精煤战略”成熟后煤炭业务盈利能力将进一步增强，减值完成后合理盈利中枢为 15-20 亿元/年左右。

宏观策略

策略周评：东吴策略-市场温度计-大规模 IPO 降低市场温度

股市流动性：近一周 A 股资金大幅净流出 1213 亿元，主要是由蚂蚁金服发行 1322 亿元所贡献。建议关注近期 IPO 大规模上市所带来的冲击，7.16.中芯国际上市当日上证指数跌幅 4.5%，上市 10 天后上证跌幅达 1.99%，上市一个月后上证指数跌 0.33%。

机构行为：外资偏好电子、银行和汽车等行业，对非银、电力设备和食品饮料等行业相对谨慎。公募基金抱团继续减弱，风格偏好向成长板块倾斜。

头尾部对比：从绝对股价、市盈率和净利润同比增速角度来看头部均跑赢尾部股票。

情绪及估值：大部分板块融资买入额、成交额和换手率都出现较小幅度的增长；主要板块的市盈率有所下降，但仍然维持在历史高位；行业间的分化较上周大幅增加。

风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考；疫情二次爆发造成企业业绩不及预期；通胀上行超预期。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

行业

传媒行业 2020Q3 期末公募持仓分析：整体配置比例环比下降，分众传媒 Q3 获大幅加仓，游戏持仓环比有所下滑

投资要点

整体：配置比例环比下降，前十重仓股持仓市值占比 90%。2020Q3 期末，公募基金重仓传媒总市值为 606.7 亿元，环比减少 25%，同比增加 103%，公募基金在传媒板块的重仓持股市值占公募基金股票投资总市值比例为 1.46%，环比下降 0.96pct，同比增加 0.11pct。行业重仓标的中，前十持仓个股持仓总市值为 546.6 亿元，占行业总重仓市值比例高达 90%，较 2020Q2 期末提升 4.7pct，自 2017Q4 至今，该比例维持在 80%以上水平，传媒板块集中持仓特点仍然明显。主要子板块中，按持仓市值排序，从大到小依次为：营销＞游戏＞影视>出版；按重仓公募基金数排序，从大到小依次为：游戏＞营销＞影视>出版，具体如下：

游戏：公募重仓基金数及持仓市值环比有所下滑。2020Q3 期末，公募基金重仓游戏行业上市公司个股 12 只，配置标的范围相对稳定；公募基金

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中重仓游戏板块个股的基金总数为 477 只，环比减少 420 只（或 47%），同比增加 239 只（或 100%）；持仓总市值为 185.6 亿元，环比减少 104.7 亿元（或 36%），同比增加 113.3 亿元（或 157%）；持仓市值占基金股票投资总市值比例为 0.45%，环比降低 0.42pct。个股方面，完美世界、吉比特、巨人网络被加仓，三七互娱持股总市值仍然为首位。

影视：持仓环比略增，仍处历史较低位。2020Q3 期末，公募基金重仓影视行业上市公司个股 8 只；重仓影视板块公募基金数为 89 只；持仓总市值为 36.8 亿元，占基金股票投资总市值比例为 0.09%；自 19Q2 最低水平后有所回升。个股方面，中国电影、北京文化新进公募基金影视板块重仓股，欢瑞世纪离开公募基金重仓序列。

出版：Q3 持仓略有降低，整体配置比例平稳。2020Q3 期末，公募基金重仓平面媒体行业上市公司个股 9 只，2018Q1 至今重仓个股数基本维持稳定；重仓基金数为 30 只，环比减少 5 只（或 14%），同比减少 49 只（或 62%）；持仓总市值为 125,037 万元，环比减少 29,453 万元（或 19%），占基金股票投资总市值比例为 0.03%，环比降低 0.02pct。个股方面，2020Q3，中原传媒、中国出版、广弘控股新进公募基金出版板块重仓股，中文传媒、出版传媒离开公募基金重仓序列。

营销服务：板块持仓规模稳定，分众传媒 Q3 获大幅加仓。2020Q3 期末，公募基金重仓营销板块个股 6 只，环比减少 1 只；重仓营基金数为 227 只，环比增加 109 只（或 92%），主要因为重仓分众传媒基金数大幅增加。重仓营销服务板块总市值为 165.3 亿元，环比增加 86.6 亿元（或 110%）。板块持仓主要受分众传媒影响，Q2 期末公募共重仓持有分众传媒 200,119 万股，环比二季度末增加 66,957 万股。

其他重仓个股：芒果超媒、新媒股份持仓情况环比基本持平，中公教育三季度被减仓。

推荐标的：三七互娱、完美世界、吉比特、分众传媒、芒果超媒等。

风险提示：政策监管、行业竞争超预期，产品适销风险，系统性风险。

（证券分析师：张良卫　研究助理：李赛）

电气设备行业点评：新能源车产业发展规划符合预期，长期托底电动车发展

投资要点

事件：国务院办公厅日前印发《新能源汽车产业发展规划（2021－2035 年）》，从提高技术创新能力、构建新型产业生态、推动产业融合发展、完善基础设施体系、深化开放合作、保障措施六方面论述长期规划，主要内容如下：

强调基础设施建设，新增充电桩财政支持。此前征求意见稿仅模糊提出”鼓励地方政府加大公共服务等运营力度“，此次明确提出对充电桩建设给予财政支持，对基础设施建设重视度加大，为电动车长期发展保驾护航。同时继续鼓励换电模式的应用、加氢的建设，多个维度并行推动新能源车基础设施进步。

首次提出鼓励国际合作，充分受益全球电动化。本次规划首次提出鼓励加强新能源汽车领域国际合作，鼓励国内企业加大开拓国际市场力度。20 年国内中游材料龙头订单同比增长 2-3 倍，充分受益海外电动车市场

请务必阅读正文之后的免责声明部分

放量，我们预计 21 年欧洲电动车销量 180-200 万辆，同比增长 70%以上，订单需求旺盛。

鼓励多种技术路线并行发展。规划指出 2035 年纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，燃料电池汽车实现商业化应用，预计形成纯电为主，插混、混动及燃料汽车并行的路线。此前《技术路线图 2.0》提出混动 25 年目标占燃油车 50%+，35 年新能源汽车销量占总销量的 50%以上，其中纯电占新能源汽车的 95%以上，仍以纯电路线为主，此外传统汽车全面实现混合动力化，汽车产业实现电动化转型。

强调公共领域政策支持，目标小幅下调影响有限。此次规划 2021 年起国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域新增或更新公交、出租、物流配送等公共领域车辆，新能源汽车比例不低于 80%，较此前 100%的目标略有降低。文明试验区和污染防治区域每年新增/更换的公共领域车辆在 15-20 万辆，该部分电动化目标从 100%到 80%，影响每年 3-4 万辆需求，影响较小。

25 年电动化目标 20%，CAGR 高达 35%+，符合预期。正式版 25 年电动化目标 20%（最初网传版 20%，征求意见稿 25%），21 年国家部分重点公共领域车辆电动化目标 80%（征求意见稿 100%）。国内电动车 3 年无明显增长，20%目标更加务实，该目标下预期 25 年电动车销量近 580 万辆，CAGR35%+，此前《技术路线图 2.0》已表明 20%电动化目标，符合预期。电动车将长期走创新驱动、市场主导的路线，有竞争力的车型带动自主需求提升，20%将成为长期销量托底。

9 月国内电动车销量 13.8 万辆，同环比高增 68%/26%，爆款新车型如期上量，年底冲量全年预计 120 万以上，下半年增长 40%+，9 月开始全面满产满销，11 月中游排产继续环比 10%，六氟涨价到 10 万/吨，Q3 三重拐点明确；9 月欧洲销 14.6 万辆，同比+157%/+66%，大超预期，今年预计 115 万，同增 100%+，明年上修到 180-200 万辆，同增 60-80%，特斯拉 Q3 近 14 万交付全年 50 万，明年有望上 100 万，全球电动化大趋势明确，明年国内和海外均高增，持续强烈推荐宁德时代、恩捷股份、璞泰来，当升科技、天赐材料、新宙邦、比亚迪、科达利、亿纬锂能、欣旺达等；核心零部件：三花智控、宏发股份、汇川技术等；具备价格弹性：华友钴业，关注多氟多、赣峰锂业，天齐锂业。

风险提示：政策支持及销量不及预期。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

电气设备行业销量点评：9 月海外电动车销量点评：欧洲大超预期，ID.3 开始放量

投资要点

国内 Q3 销量拐点确立，欧洲 Q3 大超预期，海外电动车三季度销量同环比近乎翻倍。9 月海外电动车销量 19.04 万辆，环比增加 54%，同比增加 101%，其中欧洲 9 月销量 14.63 万辆，同比增加 157%，环比增加 66%。海外新能源车 Q3 销量 45.42 万辆，同比增加 95%，环比增加 97%，其中欧洲 Q3 销量 34.32 万辆，同环比+173%/102%。国内 Q3 销量 31.29 万辆，同环比+44%/+37%。今年 1-9 月全球电动乘用车累计销量 166.34 万辆，同比升 15%。国内销量累计 64.18 万辆，同比下降 18%，欧洲市场累计销量达 74.12 万辆，同比增 91%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

欧洲市场维持同比高增，渗透率进一步提高。9 月欧洲共销售 14.63 万辆，同环比+157%/+66%，渗透率 9.25%，同比+4.92pct。其中德国 9 月销售 4.04 万辆，同比大增 332%，环比升 30%，占欧洲销量比重 28%，是欧洲市场主要增量来源，电动车渗透率提升至 15.25%。英国 9 月销 3.30 万辆，环比大幅增长 269%，同比增加 171%，渗透率 8.68%，大超预期；法国 9 月销 1.86 万辆，同环比+201%/+71%，渗透率 8.65%。挪威（1.26 万辆，同环比 75%/68%）、瑞典（9016 辆，同环比+151%/+36%）。

特斯拉 9 月全球销量同环比高增长，ModelY 开始放量。9 月特斯拉全球共销售 5.26 万辆，同环比+21%/+34%；Q3 全球累计销量 12.08 万辆，同比环比+38%/+67%；1-9 月累计销售 29.37 万辆，同比增 23%。美国市场 9 月销售 2.09 万辆，占比 40%，同环比+31%/+10%；Q3 累计销量 5.57 万辆，同环比+33%/+118%；1-9 月累计销售 13.74 万辆，同比升 10%。中国市场 9 月销 1.13 万辆，环比下降 4%，占总销量比重 22%；Q3 累计销量 3.41 万辆，环比升 15%；1-9 月中国累计销量 8.05 万辆。欧洲 9 月特斯拉销售 1.87 辆，环比大幅上升 160%，同比下降 4%；Q3 累计销量 2.70 万辆，同环比-11%/+96%；1-9 月累计销量 6.43 万辆，同比降 15%。新车型 ModelY 随产能爬坡，9 月 ModelY 交付 1.15 万辆，环比增 27%，1-9 月累计销 3.01 万辆。

分车企来看，特斯拉维持首位，大众同比大增。9 月海外市场特斯拉销量 4.13 万辆，同环比+10%/+50%，居首位。大众得益于传统爆款车型大众 Golf、奥迪 e-tron 和大众帕萨特拉动，9 月海外销量 3.24 万辆，同环比 +355%/+67%，居第二位。大众 ID.3 销量大幅增长，9 月销 8287 辆，环比+2030%。现代起亚（2.30 万辆，同比+165%）、雷诺日产（1.87 万辆，同比+63%）、戴姆勒（1.82 万辆，同比+490%）分别位居第 3-5 位。另外，宝马受益于宝马 i3、宝马三系，9 月销售 1.39 万辆，同环比+49%/+40%。PSA 受益于标致 208、标致 3008，9 月销售 1.11 万辆，环比+41%。

投资建议：9 月国内电动车销量 13.8 万辆，同环比高增 68%/26%，爆款新车型如期上量，年底冲量全年预计 120 万以上，下半年增长 40%+，9 月开始全面满产满销，11 月中游排产继续环比 10%，六氟涨价到 10 万/吨，Q3 三重拐点明确；9 月欧洲主流国家注册 14.1 万辆，同比+165/58%，大超预期,今年预计超 110 万，同增 100%，明年上修到 180-200 万辆，同增 60-80%，特斯拉 Q3 近 14 万交付全年 50 万，明年有望上 100 万，全球电动化大趋势明确，明年国内和海外均高增，强烈推荐特斯拉和欧洲供应链等全球龙头。强烈推荐中游龙头宁德时代、璞泰来、恩捷股份、新宙邦、科达利、当升科技，关注天赐材料、比亚迪、亿纬锂能、天奈科技、欣旺达、国轩高科、中材科技、嘉元科技等；核心零部件：宏发股份、三花智控、汇川技术；布局优质上游资源：华友钴业、关注赣锋锂业、天齐锂业。

风险提示：政策不达预期，销量不达预期，价格降幅超预期。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

工控&电力设备行业 2020 三季报总结：Q3 加速增长，工控大超预期

投资要点

工控电力设备 Q1-3 收入+9.11%、利润+23.3%，Q3 明显提速，收入+18.3%、利润 52.5%。全行业 2020Q1-3 收入 3661.97 亿元，同比+9.11%，归母净利润 245.21 亿元，同比+23.26%；Q3 增长明显提速，收入 1425.63 亿，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

同比+18.3%，归母净利润 107.44 亿，同比+52.5%（部分来自去年减值的影响）。盈利能力小幅改善，Q1-3 毛利率 22.76%，同比+0.18pct，Q3 毛利率 22.86%，同比+0.15pct。

Q3 工控行业景气度进一步提升，同时内资工控企业技术与外资逐渐缩小，疫情影响下进口替代显著提速，今年行业普遍实现跨越式发展，Q1-3 整体收入+19.5%、利润+41.2%，Q3 收入+29.2%、利润+96.1%，龙头汇川业绩大超预期，雷赛智能、信捷电气翻倍增长。1）2020Q1-3 实现收入 373.6 亿，同比+19.5%，实现归母净利润 39.4 亿，同比+41.2%；Q3 收入 148.5 亿，+29.2%，归母净利润 17.5 亿，同比+96.1%，汇川、雷赛智能、信捷等工控企业 Q3 翻倍增长，高增长来自行业周期向上、进口替代加速；2）行业盈利能力显著改善，Q1-3 板块毛利率 33.7%，同比+0.4pct，Q3 毛利率 33.4%，同比+0.46pct，Q3 归母净利率 11.8%，同比大幅+4.03pct；3）现金流稳健，Q1-3 经营活动现金净流入 38.29 亿，同比小幅+5.49%。

一次设备 Q1-3 收入同比+5.01%、利润+4.31%，Q3 快速恢复，收入+11.6%、利润+29.9%。1）2020Q1-3 实现营收 2163 亿，同比+5.01%，归母净利润 111.8 亿，同比+4.31%，其中 Q3 实现营收 836.4 亿，同比+11.57%，归母净利润 46.69 亿，同比+29.90%；2）盈利能力基本持平，Q1-3 公司毛利率 20.33%，同比-0.01pct，Q3 毛利率 20.46%，同比+0.23pct；3）分板块看，低压电器 Q3 明显恢复，Q3 收入同比+13.4%、利润+20.5%，高压、特高压板块 Q3 随着疫情后开工率的恢复，恢复稳健增长，Q3 收入同比+16.1%、利润同比+13.2%，智能电表 Q3 收入同比+5.4%、利润同比+376%（科陆电子大额投资收益影响），

二次设备快速成长，Q1-3 收入+24.22%、利润+31.08%，Q3 收入+30.95%、利润+44.34%明显提速，龙头国电南瑞增长加速，许继、四方等弹性大。1）20Q1-3 板块收入 417.15 亿，同比+24.22%，归母净利润 38.72 亿，同比+31.08%，Q3 收入 165.8 亿、同比+30.96%，归母净利润 18.89 亿，同比+44.34%，Q3 明显提速，Q3 国电南瑞业绩增长 24.03%明显提速，许继电气（+69.46%）、四方股份（+136.22%）释放出较大的弹性；2）盈利能力方面，Q1-3 行业毛利率 27.66%，同比-1.07pct，Q3 毛利率 29.01%，同比-1.13pct。3）Q1-3 现金流出扩大，Q3 现金流同比有改善。

投资建议：20Q3 起随着下游复工率提速，行业普遍恢复，1）工控方面周期持续向上，Q3 持续复苏，同时进口替代显著加速，龙头经营α最强，二线优质业绩弹性也有所释放；2）电网投资后疫情成为拉动基建的主力军，一次设备 Q3 改善明显，二次设备环比改善的同时，利润弹性有所释放；低压电器随着下游的复工，行业需求快速复苏，同时进口替代加速。推荐标的：工控领域：汇川技术、宏发股份、雷赛智能、鸣志电器、麦格米特、信捷电气；低压电器领域：正泰电器，关注良信电器，电网设备：国电南瑞、思源电气、许继电气、平高电器、长高集团、长缆科技、国网信通、炬华科技等。

风险提示：投资增速下滑，政策不达预期，价格竞争超预期

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

传媒行业 20Q3 业绩综述：营销及视频龙头业绩超预期，游戏增速阶段调整不改成长本色

投资要点

请务必阅读正文之后的免责声明部分

整体：收入增速环比继续回暖，营销板块 Q3 表现最优。Q3 传媒行业整体收入 1,514 亿元，同比下滑 9%，增速环比 Q2 继续改善。细分板块中出版、游戏、营销板块收入实现正增长，影视、广电及互联网服务仍有下滑。利润方面，行业 Q3 合计实现归母净利润 110 亿元，同比增长 3%，其中出版、游戏、营销及互联网服务板块实现正增长，营销板块同比及环比均有明显增长领衔行业复苏，影视动漫、广电板块利润仍有下滑。

游戏：产品周期导致短期增速调整，利润率整体维持稳健。游戏板块上市公司 Q3 收入合计达 169 亿元，同比增长 1%，收入增速环比有所下降。合计归母净利 35.0 亿元，同比增长 8%，剔除昆仑万维投资收益影响后，净利润增速从 Q2 的 27%下滑至 Q3 的 4%。利润率方面，同样剔除昆仑万维影响，行业整体利润率为 18.3%同比持平，主要龙头企业净利率同比变动较小，市场担心的买量竞争加剧并没有在 Q3 明显体现。展望后续，我们依然看好行业在供给端的品类拓展及需求端人均付费的持续增长，行业整体研发投入加大，头部公司壁垒日益深厚，维持推荐三七互娱、完美世界、吉比特等优秀头部企业，同时建议关注产品储备丰富、21 年具有业绩弹性的掌趣科技。

影视：受疫情影响最大，但环比改善趋势明显。Q3 影视行业收入同比下滑 48%，为传媒行业受疫情冲击最大板块，但经过两个季度的调整，行业增速也在逐步回升中。疫情为影视剧行业发展、公司经营带来了更多不确定因素，也影响了 2019 年开始的去库存及现金流回暖的趋势，2020 年行业去库进展整体略低预期。电影制作及放映上市公司受疫情影响依然较大，但随着影院在 Q3 的放映限制进一步放开，以及头部影片的定档，预计行业有望在年底及 21Q1 春节档中迎来复苏催化。

出版报刊&广电：逐步恢复至去年同期水平。Q3 出版报刊行业上市公司收入同比持平，在经历过去两个季度调整后，行业经营恢复至去年同期水平，盈利能力相比去年同期基本持平。广电方面，行业 Q3 收入同比下滑 12%，合计归母净利润同比增长 4%，受到疫情及外部竞争双重影响，行业增速整体延续低位徘徊。

营销：分众传媒业绩超预期，带动行业整体财务指标改善。营销行业在 Q3 实现收入 456.5 亿元，同比增长 3%，受分众传媒业绩超预期驱动，行业毛利率、净利率等财务指标出现明显改善。分众传媒 Q3 收入同比增长 2.37%，归母净利润同比增长 136.77%，消费类广告主加码楼宇广告投放，推动公司收入快速增长超预期，同时竞争缓和助力利润率改善，业绩弹性凸显。

其他：芒果超媒业绩超预期，中公教育三季度业绩集中释放。以《姐姐》为代表的头部高性价比内容在 Q3 集中上线，驱动芒果超媒 Q3 业绩大幅增长，净利率达到 13.71%明显高于去年同期；中公教育 Q3 招生及教学已回归正常状态，稳就业政策主导下的公职扩招驱动业绩超预期恢复，前期逻辑正强劲兑现中，维持芒果超媒、中公教育“买入”评级。

风险提示：政策监管、行业竞争超预期，产品适销风险，系统性风险。

（证券分析师：张良卫　证券分析师：周良玖）

推荐个股及其他点评

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中青旅（600138）：Q3 扣非业绩回正，周边游回暖期待景区复苏

事件：公司公布三季报，20Q1-3 营收 46.5 亿（-51.3%），实现归母净利-1.3 亿（-123.5%），扣非净利-2.9 亿（-168.5%）。

整体业绩承压，环比改善。前三季度实现营收 46.5 亿（-51.3%），实现归母净利-1.3 亿（-123.5%），扣除计入当期损益的政府补助 3.2 亿、少数股东权益影响额（税后）-7977 万，所得税影响额-7160 等非经常性损益后，归母扣非净利-2.9 亿（-168.5%）。单三季度营收 20.9 亿（-43.3%，降幅环比收窄 15.7pct），归母净利 2900 万（-82.2%），归母扣非净利转正，实现盈利 2352 万（-85.6%，降幅环比收窄 66.5pct），复苏持续。货币资金 14.1 亿（+40.5%），主要系回收应收款及银行借款增加所致。

乌镇、古北良性复苏，业务稳健。

乌镇前三季度共接待游客 182.7 万人次（-75%）；实现营业收入 4.7 亿（-65.7%）；实现净利 9582 万（-84.5%）。Q3 客流量达 108.9 万人次（-61.8%，降幅环比 20H1 收窄 21.7pct），营收 2.8 亿（-45.4%，降幅环比 20H1 收窄 32.5pct）。举办第二届全球工业互联网大会、打造“今日乌镇”等视频专辑，提升品牌知名度和传播力，持续刺激景区复苏。

古北水镇 20Q1-3 共接待游客 73 万人次（-61.9%），营收 3.6 亿（-51.7%），净利润-1.3 亿。在北京二次疫情有效控制、暑期旅游季及周边游需求释放等利好叠加下，Q3 营收 2.4 亿（-28.1%，环比 Q2 降幅收窄 43.1pct），累计接待游客 49 万（-46%，环比 Q2 降幅收窄 29.4pct），客单价 482 元（+33.1%）。

商旅需求有所回暖，其他业务板块逐步发力。

1）中青博联依托“博联云+”、数字营销等线上线下解决方案积极推进会展，深度参与中国国际服贸交易会及阿里巴巴 20 周年年会，业务板块持续发力。

2）酒店业务方面，山水酒店前三季度实现营业收入 2.33 亿（-44%），酒店持续聚焦智慧酒店系统研发升级，优化丰富“非接触式服务”线上渠道，山水酒店蝉联中国酒店集团 50 强、饭店集团 60 强等奖项。

3）策略性投资业务方面，创格科技&风采科技整体营收同比+14.7%，中青旅大厦继续带来稳定利润贡献。

毛利率持续提升，费控平稳。20Q1-3 毛利率 16.6%（-7.8pct），销售费用率 13.6%（+3.2pct），管理费用率 8%（+2.8pct），研发费用率 0.2%（+0.03pct），财务费用率 2.2%（+1.3pct）。单三季度毛利率 20.2%（-3.2pct，环比+5.1pct），主要受益文旅需求回暖。销售费用率 10.7%（+1pct），管理费用率 6.6%（+0.8pct，不含研发费用），财务费用率 0.1%（-0.1pct），费用率环比 Q2 基本持平。

景区业务或带动未来业绩复苏。在当前国内疫情防控逐步向好背景下，公司两大景区均为核心城市圈周边的特色小镇模式，契合周边游、短途游的后疫情时代热门旅游方式。1）7 月 14 日恢复跨省旅游后，乌镇迎来江苏、上海、山东等全国各地暑期客流（乌镇 75%以上的客流来自浙江省外地区），预计 Q4 客流量仍将持续回升。结合疫情后旅游需求市场的特点，乌镇推出康养、亲子、教育、文化、夜游等丰富产品，扩展消费场景，提升客单价，20Q3 乌镇客单价 258 元（+42.5%）。2）7 月 25 日起古水北镇全面开放，8 月古水北镇入住率已超去年同期，日均游客量超 1

请务必阅读正文之后的免责声明部分

万人次，亲子游、夜游等占比持续提升。9 月末，连通北京北站及古北口站的怀密线正式开通，景区游玩便利性进一步提升，持续受益周边游消费趋势。

盈利预测与投资评级：根据经营数据调整盈利预测，预计 20-22 年营收 77.5、132.5、151.1 亿，同比增速为-44.8%、70.9%、14.0%，20-22 年归母净利-1.11、5.28、6.12 亿元，同比增速为-119.5%、577.6%、15.7%，EPS 为-0.15、0.73、0.84 元，对应 PE 为-67、14、12 倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动、天气影响客流增长、客单价提升不及预期等风险。

（证券分析师：汤军　研究助理：樊荣）

山煤国际（600546）：“精煤战略”进一步提升煤炭业务盈利能力，HJT 项目推进循序渐进

投资要点

事件：公司前三季度实现营收 276.63 亿，同比增长-12.50%；归母净利润 6.45 亿，同比增长-19.12%；扣非后为 7.21 亿，同比增长-15.40%。

“精煤战略”使得 Q3 单季度毛利率提升，销售和研发费用上升拖累业绩表现。根据公司公告，Q3 单季度实现营收 96.60 亿元，同比增长-18.10%；归母净利润 2.00 亿元，同比增长-31.48%；扣非后归母净利润为 2.49 亿元，同比增长-15.63%。Q3 以来公司的“精煤战略”实施效果明显，即从原煤坑口销售变为精煤港口直达销售，单季度毛利率为 24.66%，同比增长 7.14 个百分点；但与此同时，公路短倒运费、铁路运费、港杂费增加，单季度销售费用为 5.39 亿元，同比增长 78.48%；另一方面，单季度管理费用为 4.09 亿元，同比增长 27.81%；研发费用为 0.56 亿元，同比增长 15.52%。

“精煤战略”成熟后煤炭业务盈利能力将进一步增强，减值完成后合理盈利中枢为 15-20 亿元/年左右。我们认为，公司在实施“精煤战略”初期，销售渠道的铺设和费用的提升是不可避免的，但是随着渠道铺设完成，费用率大概率会维持在一定的水平，继续上升的空间有限；而同时根据我们跟踪港口煤价的变化趋势，2019 年 Q1、Q2、Q3、Q4 均价分别为 520.88、516.79、509.79、486.65 元/吨；2020 年 Q1、Q2、Q3 均价分别为 496.37、451.44、512.21 元/吨，且截至到 10 月末四季度均价为 547.00 元/吨，仍在进一步上行，所以未来随着公司“精煤战略”的实施逐渐成熟，毛利率会持续上升。资产减值方面，2019 年公司全年计提减值损失 8.61 亿元，2020 年前三季度累计计提减值损失 4.40 亿元，我们预计 2021 年公司资产减值将全部计提完毕，煤炭业务将恢复真实盈利能力，预计合理盈利中枢约为 15-20 亿元/年。

3GW 的 HJT 项目循序渐进，项目公司成立+摘牌建设用地+完成项目环评。根据公司公告，9 月 24 日项目公司山煤光电已经注册成立，注册资本为 10 亿元、注册地位于山西省晋中市山西示范区晋中开发区汇通产业园区；截至 10 月末，一期项目建设用地已成功摘牌，并完成了项目单位建设环评工作。市场中有部分观点认为项目进展不达预期，但是我们认为，在 HJT 成为产业必然发展趋势的前提下（实际上 2020 年下半年以来，这已然成为产业共识），无论是产业层面还是公司层面，最核心的问题并不是做不做的成，而是做出来的效果，包括转换效率、良品率、成本、价格等一系列指标表现。因此在该阶段相比大干快上拼速度，更重要的是稳

请务必阅读正文之后的免责声明部分

扎稳打拼质量，确保 GW 级产线投出来之后能够达到项目可研的目标，尤其公司作为山西省省属国企和山西省能源转型的排头兵，此次从传统能源转型新能源新技术，担负着山西省国企改革和能源转型的期待和压力，只能成功不能失败，因此项目推进循序渐进。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.53、0.91、1.35 元，对应 PE 分别为 18、11、7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：煤炭价格大幅波动、HJT 进展不达预期等

（证券分析师：刘博　证券分析师：唐亚辉）

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