东吴证券晨会纪要

2020 年 11 月 03 日

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

宏观策略

策略季度报告：20Q3 盈利大幅改善，有望持续回暖——20 年三季报业绩点评

核心结论：

①20Q3 全部 A 股归母净利润累计同比-6.6%，Q3 当季同比 17.4%，较 Q2 当季-12.4%大幅改善，我们预计 2020/2021 净利润同比增速分别为 3-5%/12-15%。②20Q3 全部 A 股 ROE 触底反弹至 8.2%，单季度 ROE 继续回升至 2.8%，已恢复到疫情前水平，ROE 有望持续修复至四季度。③从宽基指数来看，成长价值风格盈利趋势逐渐收敛，价值风格大幅改善，20Q3 上证 50 归母净利润累计同比较 Q2 环比上升 11%，中证 100 上升 10%。成长风格略有下滑，创业板指较 Q2 环比下滑 5%。④Q3 各行业盈利继续全面回升，石油石化、农林牧渔、证券、军工、电气设备等行业单季度盈利增速居前。

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。

固收周报：一周策略：国内经济回暖加速，海外形势依旧严峻（2020 年第 41 期）

观点

利率债：本周（10.26-11.01）央行公开市场净投放 1900 亿元，周一进行 500 亿元逆回购 7D 操作，并有 500 亿元逆回购 7D 到期，周二进行 1000 亿元逆回购 7D 操作，并有 700 亿元逆回购 7D 到期，周三进行 1200 亿元逆回购 7D 操作，并有 800 亿元逆回购 7D 到期，周四进行 1400 亿元逆回购 7D 操作，并有 500 亿元逆回购 7D 到期，周五进行 1000 亿元逆回购 7D 操作，并有 700 亿元逆回购 7D 到期。下周（11.02-11.08）央行公开市场有 5100 亿元逆回购 7D 到期。

金工定期报告：【东吴金工 UBL 因子月报】上下影线 UBL 因子绩效月报 20201030

10 月份 UBL 因子收益统计：在中证 500 成分股中，10 月份“UBL 因子”组合的收益率为-2.42%，中证 500 指数收益率为-2.99%，组合对冲指数收益为 0.58%。

金工定期报告：【东吴金工 UID 因子月报】信息分布均匀度 UID 因子绩效月报 20201030

请务必阅读正文之后的免责声明部分

UID 因子多空对冲绩效（全市场）：2014 年 2 月至今，UID 因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 20.75%，年化波动为 6.41%，信息比率为 3.24，月度胜率为 82.50%，月度最大回撤为 4.31%。

UID 因子多空对冲绩效（中证 500）：2014 年 2 月至今，UID 因子在中证 500 成分股中，5 分组多空对冲的年化收益为 13.80%，年化波动为 8.95%，信息比率为 1.54，月度胜率为 66.25%，月度最大回撤为 15.26%。

金工定期报告：【东吴金工 CPV 因子月报】剔除涨跌停样本 20201030

10 月份 CPV 因子收益统计：在中证 500 成分股中，10 月份“CPV 因子”组合的收益率为-1.67%，中证 500 指数收益率为-2.99%，组合对冲指数收益为 1.32%。

本期 CPV 因子“小贴士”：剔除涨跌停样本。涨跌停的股票，会出现日内某段时间价格走势不变、且成交量较小或为零的情况，计算其价量相关系数的意义不大。每日剔除曾经涨跌停的样本后，CPV 因子的信息比率小幅提升，最大回撤也略有改进。

金工定期报告：【东吴金工 “殊途同归”因子月报】“殊途同归”动量因子绩效月报 20201030

“殊途同归”因子多空对冲绩效（全市场）：2014 年 2 月至今，“殊途同归”因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 16.82%，年化波动为 6.75%，信息比率为 2.49，月度胜率为 78.75%，月度最大回撤为 6.33%。

“殊途同归”因子多空对冲绩效（中证 500）：2014 年 2 月至今，“殊途同归”因子在中证 500 成份股中，5 分组多空对冲的年化收益为 13.06%，年化波动为 8.81%，信息比率为 1.48，月度胜率为 68.75%，月度最大回撤为 8.16%。

金工定期报告：行业估值偏离度因子绩效月报：三季报后估值结构的改变

11 月行业组合最新持仓：休闲服务、通信、采掘、房地产、建筑装饰、轻工制造。

本期 SVD 因子“小贴士”：三季报后估值结构的改变：相比于 9 月，10 月份绝大多数行业的 SVD 值都减小了，这意味着大多数行业的估值结构正在改善，市场景气度上升。同时也可以看到，行业估值结构和行业估水平并非相似概念，钢铁 PE-TTM 增加，休闲服务 PE-TTM 减少，但两个行业的 SVD 值均上升了。

行业

计算机应用行业：Q3 财报和基金持仓分析，科技自立自强成为十四五核心产业政策

本周三季报披露完毕，我们统计了三季报和公募持仓情况。前三季度板块（申万计算机，下同）总营收同比增长 5.9%，归母净利润同比下降 29.7%，子板块方面金融科技、云计算、智能制造、信息安全实现收入正增长。公募持在计算机板块持仓比例 4.31%，较 2020 年 Q2 的 6.28%下降明显，比标配值 4.21%略高 0.10pct。基金重仓持仓合计市值的前五、前十、前二十占持有总市值的 47.9%、66.0%、80.7%，集中度较 2020Q2 有提高，持仓集中在云计算、网安、证券 IT 板块。

推荐个股及其他点评

顺鑫农业（000860）：地产业务拖累业绩，公司长期优势显著

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年营收为 162.5/181.7/206.2 亿元，增速为 9/12/14%;归母净利润为 6.4/9.2/12.7 亿元，增速为 -22/+44/+39%;对应 EPS 为 0.86/1.23/1.72 元。当前股价对应 PE 分别为 64/45/32X，维持“买入”评级。

国投电力（600886）：业绩符合预期，价值被低估的绝对收益品种

事件：公司前三季度实现营收 296.76 亿，同比增长-7.97%；归母净利润 52.11 亿，同比增长 20.27%；扣非后为 45.77 亿，同比增长 7.74%。

Q3 价量齐升进一步提升盈利能力，管理费用增长拖累业绩表现。

盈利预测与投资评级：考虑到今年得益于雅砻江来水偏丰以及明后两年伴随着两河口和杨房沟的投产，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 62.12、76.42、79.37 亿元，同比增速分别为 30.63%、23.01%、3.87%；EPS 分别为 0.89、1.10、1.14 元，PE 分别为 10、8、8 倍，维持“买入”评级。

三七互娱（002555）：产品延期及买量竞争致 Q3 业绩承压，长期看好研发实力提升与多元化扩张

看好公司 21 年精品化与多元化战略实施，我们预计 2020-2022 年公司分别实现营收 160.9/190.7/218.3 亿元，实现归母净利润 29.2/35.1/41.6 亿元，EPS 分别为 1.38/1.66/1.97 元，对应 2020-2022 年估值分别为 21/18/15 倍，维持“买入”评级。

克来机电（603960）：三季报稳健增长，看好大众 MEB 产业链机遇

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.5/2.2/3.2 亿，对应 PE 分别为 61/42/28 倍，维持“增持”评级。

风险提示：新业务拓展不及预期；下游汽车行业投资不及预期。

宏观策略

策略季度报告：20Q3 盈利大幅改善，有望持续回暖——20 年三季报业绩点评

核心结论:

①20Q3 全部 A 股归母净利润累计同比-6.6%，Q3 当季同比 17.4%，较 Q2 当季-12.4%大幅改善，我们预计 2020/2021 净利润同比增速分别为 3-5%/12-15%。②20Q3 全部 A 股 ROE 触底反弹至 8.2%，单季度 ROE 继续回升至 2.8%，已恢复到疫情前水平，ROE 有望持续修复至四季度。③从宽基指数来看，成长价值风格盈利趋势逐渐收敛，价值风格大幅改善，20Q3 上证 50 归母净利润累计同比较 Q2 环比上升 11 个百分点，中证 100 上升 10 个百分点。成长风格略有下滑，创业板指较 Q2 环比下滑 5 个百分点。④Q3 各行业盈利继续全面回升，石油石化、农林牧渔、证券、军工、电气设备等行业单季度盈利增速居前。

正文摘要

20Q3 全部 A 股归母净利润累计同比-6.6%，Q3 当季同比 12.7%，较 Q2 当季-12.4%大幅改善。①20Q3/20Q2/20Q1 全部 A 股归属母公司股东净利累计同比分别为-6.6%/-17.9%/-24.0%，05 年以来均值为 13.2%。单季度表现来看，三季度盈利恢复迅猛，20Q3 全部 A 股单季度归属母公司股东净利润同比较 Q2 由负转正，环比上升 29.7 个百分点。整体来看，A 股盈利增速在经历了年初新冠疫情冲击大幅深蹲后，二季度企稳回升，三季度大幅改善，往后随着经济逐步回归之潜在增速，我们预计 2020/2021 净利润同比增速分别为 3-5%/12-15%。②按利润表拆分归母净利润，各项指标均好转，其中营收是 Q3 盈利大幅改善的主力，毛利率亦有较大贡献。Q3 营业收入恢复明显由负转正 0.4%，但仍未恢复到疫情之前水平；Q3 毛利率持续回升 18.7%，目前已接近疫情前水平；财务、销售、管理费率 Q3 均维持低位，三费费率 12.3%。

20Q3 全部 A 股 ROE 触底反弹至 8.2%，单季度 ROE 继续回升至 2.8%，有望持续修复至四季度。①20Q3 全部 A 股 ROE 触底反弹，20Q3/20Q2/20Q1 全部 A 股 ROE 为 8.2%/8.0%/8.3%，05 年以来均值 11.6%；剔除金融后为 6.6%/6.2%/6.3%/7.5%，05 年以来均值 9.5%，目前已恢复到疫情前水平，ROE 有望持续修复至四季度。②根据杜邦公式拆解 ROE，全部 A 股 Q3 净利率大幅回升至 9.1%，目前已经恢复到疫情前水平；资产周转率仍维持低位，目前处于历史极低水平；资产负债率整体下降，非金融部门杠杆率维持高位。

20Q3 价值风格较成长盈利改善明显，石化、农林牧渔、证券、军工、电气设备等行业单季度盈利增速居前。①从宽基指数来看，成长价值风格盈利趋势逐渐收敛，价值风格大幅改善，20Q3 上证 50 归母净利润累计同比较 Q2 环比上升 11 个百分点，中证 100 上升 10 个百分点。成长风格略有下滑，创业板指较 Q2 环比下滑 5 个百分点。②Q3 各行业盈利继续全面回升，从归母净利润累计同比来看，各行业盈利 Q3 全面回升，31 个中信一级行业中有 27 个归母净利润累计同比较 Q2 上升。③从单季度盈利增速看，石油石化、农林牧渔、证券Ⅱ、国防军工、电气设备是 Q3 增速最高的五个行业，商贸零售、交通运输、通信、银行、房地产是单季度盈利表现最差的五个行业；从单季度盈利增速的环比增幅看，石油石化、消费者服务、国防军工、保险Ⅱ、钢铁是 Q3 归母净

请务必阅读正文之后的免责声明部分

利润同比增速环比增幅最高的五个行业，传媒、通信、证券Ⅱ、农林牧渔、商贸零售是环比增幅表现最差的五个行业。

风险提示：海外疫情反复；中美关系恶化；宏观经济不及预期。

（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 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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

固收周报：一周策略：国内经济回暖加速，海外形势依旧严峻（2020 年第 41 期）

观点

利率债：本周（10.26-11.01）央行公开市场净投放 1900 亿元，周一进行 500 亿元逆回购 7D 操作，并有 500 亿元逆回购 7D 到期，周二进行 1000 亿元逆回购 7D 操作，并有 700 亿元逆回购 7D 到期，周三进行 1200 亿元逆回购 7D 操作，并有 800 亿元逆回购 7D 到期，周四进行 1400 亿元逆回购 7D 操作，并有 500 亿元逆回购 7D 到期，周五进行 1000 亿元逆回购 7D 操作，并有 700 亿元逆回购 7D 到期。下周（11.02-11.08）央行公开市场有 5100 亿元逆回购 7D 到期。展望后期：从基本面来看，随着复产复工的全面推进，近期我国需求端向好，制造业、服务业等领域稳步恢复，在国内疫情得到有效控制下，将持续保持经济复苏态势。货币政策方面，预计未来货币政策仍会维持较宽松的状态，以配合财政政策，促进国内经济恢复进程，适度宽松的货币政策能使得利率债的悲观预期会相对减缓。近期在没有其他临时突发事件的冲击下，市场预期稳定，利率相对平稳，债市机会仍存，或呈现利好趋势。

信用债：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。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。本周信用债收益率的变化趋势与国债收益率基本一致，均主要呈上升趋势，降低了债券投资热度。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。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%；其次，公用事业行业的交易量降幅达 43.27%。

可转债：（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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）德法同日宣布“封国”，美股美油受挫严重：当地时间 10 月 28 日，法国总统宣布即将再次启动全国封锁政策；同日德国总理宣布将在德国全境封锁大量设施和场所。我们认为：（a）欧洲二轮疫情更为猛烈，多国每日新增病例数和死亡人数大幅攀升；（b）与 3 月相比，欧洲各国在监测能力、医疗物资储备、隔离防护措施等方面准备更充分；（c）欧洲经济的二次衰退似乎已经难以避免，将激化欧洲抗疫进程中所伴生的一系列结构性矛盾。与此同时，标普 500 指数跌幅为 3.53%，道琼斯工业指数跌幅为 3.43%，WTI12 月原油期货跌幅 5.51%；我们认为：（a）受疫情影响，美股指数下跌，将吸引抄底买盘进场带动股指期货回升；（b）欧美新冠病例数激增促使政府实施“封国”措施，加剧燃料需求将遭遇新一轮下降的预期；（2）大类资产表现：美元、日元走高；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：日＞英＞美；债市：利率债>信用债；汇市：美元>日元>英镑>加元>欧元；大宗：天然气>黄金＞铜>白银＞原油。

风险提示：利率债：海外疫情的不确定性，经济复苏进程超预期。信用债：关注股市波动风险，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。

（证券分析师：李勇）

金工定期报告:【东吴金工 UBL 因子月报】上下影线 UBL 因子绩效月报 20201030

UBL 因子多空对冲绩效（全市场）：2009 年 1 月至今，UBL 因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 15.87%，年化波动为 6.94%，信息比率为 2.29，月度胜率为 75.35%，最大回撤为 3.86%。

UBL 因子多空对冲绩效（中证 500）：2009 年 1 月至今，UBL 因子在中证 500 成分股中，5 分组多空对冲的年化收益为 10.43%，年化波动为 8.46%，信息比率为 1.23，月度胜率为 67.61%，最大回撤为 13.25%。

10 月份 UBL 因子收益统计：在中证 500 成分股中，10 月份“UBL 因子”组合的收益率为-2.42%，中证 500 指数收益率为-2.99%，组合对冲指数收益为 0.58%。

11 月份“UBL 因子”组合最新持仓：详见正文持仓明细。

UBL 因子选股模型简介：蜡烛图上下影线、威廉指标，都可以用来衡量市场的超买超卖现象，但两者对市场买卖力量的理解存在差异，各有优劣。结合两者各自的优势，构建综合选股因子 UBL（UpandBottomShadowLine）。在回测期 2009/01/01-2020/04/30 内，以全体 A 股为研究样本，UBL 因子的月度 IC 均值为-0.034，年化 ICIR 为-2.47，5 分组多空对冲的年化收益为 15.86%，信息比率为 2.29，月度胜率为 73.53%，最大回撤仅为 3.68%。剔除市场常用风格和行业的干扰后，纯净 UBL 因子仍然具备不错的选股能力，其年化 ICIR 为-2.75，全市场 5 分组多空对冲的信息比率为 1.96，月度胜率为 77.94%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

金工定期报告:【东吴金工 UID 因子月报】信息分布均匀度 UID 因子绩效月报 20201030

UID 因子多空对冲绩效（全市场）：2014 年 2 月至今，UID 因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 20.75%，年化波动为 6.41%，信息比率为 3.24，月度胜率为 82.50%，月度最大回撤为 4.31%。

UID 因子多空对冲绩效（中证 500）：2014 年 2 月至今，UID 因子在中证 500 成分股中，5 分组多空对冲的年化收益为 13.80%，年化波动为 8.95%，信息比率为 1.54，月度胜率为 66.25%，月度最大回撤为 15.26%。

10 月份 UID 因子收益统计：在中证 500 成分股中，9 月份“UID 因子”组合的收益率为-3.19%，中证 500 指数收益率为-2.99%，组合对冲指数收益为-0.20%。

11 月份“UID 因子”组合最新持仓：详见正文持仓明细。

UID 因子选股模型简介：受到学术界“股价波动与股票信息流”关系理论的启发，从“信息冲击”的角度提出如下猜想：股价波动率大小的变化幅度，可以衡量信息冲击的剧烈程度。在此基础上，利用个股分钟数据，逐步构建了描述股票“信息分布均匀程度”的 UID 因子（theUniformityofInformationDistribution）。在回测期 2014/01/01-2020/07/31 内，以全体 A 股为研究样本，UID 因子的月度 IC 均值为-0.059，RankIC 均值为-0.074，年化 ICIR 为-4.19，年化 RankICIR 为-4.23；5 分组多空对冲的年化收益为 21.32%，年化波动为 5.84%，信息比率为 3.65，月度胜率为 83.12%，最大回撤为 2.18%。在剔除了市场常用风格和行业的干扰后，纯净 UID 因子仍然具备不错的选股能力，其年化 ICIR 仍可达到-3.17，全市场 5 分组多空对冲的年化收益为 12.96%，信息比率为 2.61，月度胜率为 75.32%，最大回撤仅为 1.22%。

风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

金工定期报告:【东吴金工 CPV 因子月报】剔除涨跌停样本 20201030

CPV 因子多空对冲绩效（全市场）：2014 年 2 月至今，CPV 因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 17.40%，年化波动为 6.38%，信息比率为 2.73，月度胜率为 83.75%，月度最大回撤为 3.79%。

CPV 因子多空对冲绩效（中证 500）：2014 年 2 月至今，CPV 因子在中证 500 成分股中，5 分组多空对冲的年化收益为 12.76%，年化波动为 8.43%，信息比率为 1.51，月度胜率为 71.25%，月度最大回撤为 12.64%。

10 月份 CPV 因子收益统计：在中证 500 成分股中，10 月份“CPV 因

请务必阅读正文之后的免责声明部分

子”组合的收益率为-1.67%，中证 500 指数收益率为-2.99%，组合对冲指数收益为 1.32%。

11 月份“CPV 因子”组合最新持仓：详见正文持仓明细。

本期 CPV 因子“小贴士”：剔除涨跌停样本。涨跌停的股票，会出现日内某段时间价格走势不变、且成交量较小或为零的情况，计算其价量相关系数的意义不大。每日剔除曾经涨跌停的样本后，CPV 因子的信息比率小幅提升，最大回撤也略有改进。

CPV 因子选股模型简介：在计算股票每日分钟价量相关系数的基础上，逐步挖掘了价量相关性的平均数、波动性和趋势性因子，最后综合 3 个维度的信息，构建最终的价量相关性因子 CPV。在回测期 2014/01/01-2020/01/31 内，以全体 A 股为研究样本，CPV 因子的月度 IC 均值为-0.053，年化 ICIR 为-3.77，5 分组多空对冲的年化收益为 19.29%，信息比率为 3.03，月度胜率为 87.32%，最大回撤为 2.90%。剔除市场常用风格和行业的干扰后，纯净 CPV 因子仍然具备良好的选股能力，其 5 分组多空对冲的信息比率甚至有所提升，可达 3.43。

风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

金工定期报告:【东吴金工 “殊途同归”因子月报】“殊途同归”动量因子绩效月报 20201030

“殊途同归”因子多空对冲绩效（全市场）：2014 年 2 月至今，“殊途同归”因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 16.82%，年化波动为 6.75%，信息比率为 2.49，月度胜率为 78.75%，月度最大回撤为 6.33%。

“殊途同归”因子多空对冲绩效（中证 500）：2014 年 2 月至今，“殊途同归”因子在中证 500 成份股中，5 分组多空对冲的年化收益为 13.06%，年化波动为 8.81%，信息比率为 1.48，月度胜率为 68.75%，月度最大回撤为 8.16%。

10 月份“殊途同归”因子收益统计：在中证 500 成份股中，10 月份“殊途同归”组合收益为-3.24%，中证 500 指数收益为-2.99%，组合对冲指数收益为-0.24%。

11 月份“殊途同归”多头组合最新持仓：详见正文持仓明细。

“殊途同归”因子选股模型简介：基于“成交量能够确认或增强价格涨跌”的理念，本模型在以往“动量因子日与夜切割”研究的基础上，加入“成交量”的信息，进一步挖掘投资者交易行为的差异。研究发现，“日内量”能够对“日内价”起到显著的增强作用，即对应日内换手率越大的局部日内因子，选股能力越强；而隔夜价量关系暗藏在“昨日量”与“今日价”的错配之中，按照昨日换手率的高低对隔夜因子进行切割，昨日换手率较低的局部隔夜因子表现为反转效应，昨日换手率较高的部分为动量。最终，将改进后的日内、隔夜因子重新合成新的动量因子，在回测期 2014/01/01-2019/07/31 内，“殊途同归”新因子全 A 股样本的 5 分组多空对冲年化收益为 18.65%，信息比率为 2.89，月度胜率

请务必阅读正文之后的免责声明部分

高达 86.15%，最大回撤为 6.33%。

风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

金工定期报告：行业估值偏离度因子绩效月报：三季报后估值结构的改变

报告要点

因子多空对冲绩效：2009 年 1 月至今，行业估值偏离度因子在 28 个申万一级行业中，5 分组多头对冲空头的年化超额收益为 12.64%，年化波动 9.93%，信息比率 1.27，月度最大回撤 11.59%，月度胜率 67.61%；多头对冲全市场行业等权组合的年化收益为 6.78%，年化波动 6.02%，信息比率 1.13，月度最大回撤 8.79%，月度胜率 60.56%。

10 月因子组合收益统计：在申万一级 28 个行业中，选取偏离度因子最小的 6 个行业，等权重构建行业估值因子多头组合，选取偏离度因子最大的一组，等权构建行业估值因子空头组合。2020 年 10 月份多头组合收益率为-1.80%，空头组合收益率为 1.17%，全行业等权组合收益率为 0.29%，多头超额收益为-2.08%，多空对冲收益为-2.97%。

11 月行业组合最新持仓：休闲服务、通信、采掘、房地产、建筑装饰、轻工制造。

本期 SVD 因子“小贴士”：三季报后估值结构的改变：相比于 9 月，10 月份绝大多数行业的 SVD 值都减小了，这意味着大多数行业的估值结构正在改善，市场景气度上升。同时也可以看到，行业估值结构和行业估水平并非相似概念，钢铁 PE-TTM 增加，休闲服务 PE-TTM 减少，但两个行业的 SVD 值均上升了。

行业估值偏离度因子简介：企业生命周期理论解释同行业内不同公司之间的估值差异。由于壳溢价与龙头溢价存在，上市公司的市值与公司净利润并非简单的线性关系，通过二次线性拟合能够更加全面地反映行业内的估值结构。通过剔除龙头公司与壳公司，间接计算行业估值偏离度 SVD 指标，该指标越低说明行业中龙头公司与壳公司的相对估值溢价越高，则行业更被看好走出强势行情。

风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑）

行业

计算机应用行业：Q3 财报和基金持仓分析，科技自立自强成为十四五核心产业政策

行情回顾：本周计算机行业(中信)指数下跌 3.67%，沪深 300 指数下跌 0.49%，创业板指数下跌 2.12%。本周三季报披露完毕，我们统计了三季

请务必阅读正文之后的免责声明部分

报和公募持仓情况。前三季度板块（申万计算机，下同）总营收同比增长 5.9%，归母净利润同比下降 29.7%，子板块方面金融科技、云计算、智能制造、信息安全实现收入正增长。公募持在计算机板块持仓比例 4.31%，较 2020 年 Q2 的 6.28%下降明显，比标配值 4.21%略高 0.10pct。基金重仓持仓合计市值的前五、前十、前二十占持有总市值的 47.9%、66.0%、80.7%，集中度较 2020Q2 有提高，持仓集中在云计算、网安、证券 IT 板块。

前三季度板块营收微增归母净利润下降，过半公司实现收入增长。2020 年前三季度板块（申万计算机，下同）总营收实现 4985 亿元，同比增长 5.9%；实现归母净利润 206 亿元，同比下降 29.7%；实现归母扣非净利润 129 亿元，同比下降 25.5%。从收入增速看，57.7%的公司实现收入增长，从分布分布区间看，-20-0%和 0-20%的公司数量分别有 68 家和 87 家，各占比 26.5%和 33.9%。

金融科技、云计算、智能制造、信息安全实现收入正增长。我们大致将公司分为云计算、互联网应用、金融科技、人工智能、信息安全、智能制造六大类。考虑到部分公司个体走势对子行业的影响较大，对增速的判断以中位数为主。金融科技、云计算、智能制造、信息安全、互联网医疗、人工智能的营收增速（中位数）分别为 5.40%、2.10%、1.98%、0.74%、-1.15%、-4.55%，但扣非归母净利润均同比下降，中位数分别为 -9.13%、-16.03%、-16.03%、-41.31%、-26.71%、-7.59%，主要是人员扩张和投入加大所致。

2020Q3 基金持有计算机公司比例下降，持仓集中度提升。根据 Wind 统计数据，2020 年 Q3，基金持有计算机板块（申万一级，下同）总市值为 1032 亿元；持有计算机板块市值占全部持股总市值的 4.31%，较 2020 年 Q2 的 6.28%下降明显，比标配值 4.21%略高 0.10pct，而 2020Q2 超配比例达到 1.81%。基金重仓持仓合计市值的前五、前十、前二十占持有总市值的 47.9%、66.0%、80.7%，较 2020Q2 有提高。

持仓集中在云计算、网安、证券 IT 板块。2020 年 Q3，基金持仓的计算机板块中，持股总市值前 10 的公司分别为：恒生电子、广联达、金山办公、深信服、用友网络、宝信软件、中科曙光、启明星辰、华宇软件、同花顺。与 2020 年 Q2 持股总市值前 10 的公司相比（恒生电子、金山办公、广联达、用友网络、深信服、卫宁健康、紫光股份、中科曙光、宝信软件、浪潮信息），新增启明星辰、华宇软件、同花顺，持仓集中在云计算、网安、证券 IT 板块。

科技创新成为十四五期间的核心产业政策主线，信创产业进入业绩释放前夜。十九届五中全会公报指出，坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑。在提出的十二项核心任务中，将“创新、科技自立自强”放在首要和核心地位。科技发展不仅是十四五重点，同时“关键核心技术重大突破”也是 2035 年远景目标。科技自强的前提是科技自立，而科技自立正是关键核心技术的“自主可控”。此前，习近平主席在十八届中央政治局第三十六次集体学习时的讲话，指出网络信息技术是全球研发投入最集中、创新最活跃、应用最广泛、辐射带动作用最大的技术创新领域，是全球技术创新的竞争高地。要紧紧牵住核心技术自主创新这个“牛鼻子”，抓紧突破网络发展的前沿技术和具有国际竞争力的关键核心技术，加快推进国产自主可控替代计划，构建安全可控的信息技术体系，推动高性能计算、移动通信、量子通信、核心芯片、操作系统等研发和应用取得重大突

请务必阅读正文之后的免责声明部分

破。目前信创板块三季报第三季度单季大多公司已出现拐点，Q4 将开始进入集中确认期，信创将进入业绩可持续释放和验证的周期，我们预计未来三到五年的落地规模在 5000 亿元以上。虽然今年招标价格有所下降，但龙头份额普遍超预期。继续推荐细分行业龙头中国软件、中国长城、东方通、用友网络、金山办公等。

风险提示：信息创新、网络安全进展低于预期；行业后周期性；疫情风险超预期

（证券分析师：郝彪）

推荐个股及其他点评

顺鑫农业（000860）：地产业务拖累业绩，公司长期优势显著

事件：公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 124.19 亿元（+12.27%），归母净利 4.34 亿元（-34.78%），扣非净利 4.41 亿元（-33.82%）。20Q3 实现营收 28.99 亿元（+9.57%），归母净利-1.15 亿元（-789.81%），扣非净利-1.17 亿元（-789.52%）。

投资要点

白酒复苏在途，地产业务拖累 Q3 业绩。公司 20Q1-Q3 实现营收 124.19 亿（同+12.27%），归母净利 4.34 亿（同-34.78%）；20Q3 实现营收 28.99 亿（同+9.57%），实现归母净利-1.15 亿。整体来看公司 20Q3 收入增长符合市场预期，利润增速低于预期。1）白酒业务方面，整体来看处于缓慢恢复过程中，预计 20Q3 同比略有个位数增长，调研反馈北京市场进入 7 月开始白酒业务营收由负转正，动销逐步恢复正常，但疫情反复仍对产品升级造成影响；华东市场白牛二/珍品陈酿进入下半年同比增长，其他市场动销环比改善。疫情延缓公司结构优化进程，预计 20Q3 净利率有所下滑。2）猪肉业务方面，受益肉价上涨，预计养殖业务 20Q3 营收保持高增，屠宰业务略有亏损，整体贡献利润为百万量级。3）地产业务公司加速退出，但由于高财务费用预计有过亿亏损，极大拖累了 20Q3 业绩。

毛利率下滑+销售费率增加拖累 Q3 净利率，公司现金流相对稳健。公司 20Q3 毛利率同比下滑 5.2pct 至 23.63%，预计系白酒结构升级节奏放缓、低毛利猪肉业务占比提升以及地产业务高成本拖累所致。同时，公司 20Q3 销售费用率同比增加 5.02pct 至 11.67%，预计系疫后费用投入大幅增加所致。受毛利率下滑+费用率提升影响，公司单季度净利率同比下滑 4.54pct 至-3.81%，此外公司管理费用率（含研发）相对平稳为 6.84%(-0.73pct)。公司现金流相对稳健，20Q3 销售收现 32.1 亿（同比+1.3 亿），经营净现金流-1.1 亿（同比-0.5 亿），公司合同负债 34.9 亿，环比基本持平。

竞逐光瓶酒好赛道，公司竞争格局占优。受疫后复苏节奏影响 20 年公司业绩略低于预期，但光瓶酒赛道成长空间与价格升级潜力较大，顺鑫当前渠道库存良性，预计“五五规划”即将推出，报表端也将迎来改善。长期看光瓶酒市场在头部集中的大背景下，牛栏山品牌力+渠道管理能力突出，全国化“深分销”与“样板市场”稳步升级趋势较为确定，作为当前少数基本实现光瓶酒全国化的企业，公司当前的竞争具备

请务必阅读正文之后的免责声明部分

优势。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年营收为 162.5/181.7/206.2 亿元，增速为 9/12/14%;归母净利润为 6.4/9.2/12.7 亿元，增速为-22/+44/+39%;对应 EPS 为 0.86/1.23/1.72 元。当前股价对应 PE 分别为 64/45/32X，维持“买入”评级。

风险提示：低端酒竞争加剧风险，生猪疫情风险，消费需求疲软。

（证券分析师：杨默曦　研究助理：宋英男）

国投电力（600886）：业绩符合预期，价值被低估的绝对收益品种

投资要点

事件：公司前三季度实现营收 296.76 亿，同比增长-7.97%；归母净利润 52.11 亿，同比增长 20.27%；扣非后为 45.77 亿，同比增长 7.74%。

Q3 价量齐升进一步提升盈利能力，管理费用增长拖累业绩表现。

根据公司公告的三季度主要经营数据：1）电量：Q3 单季度实现发电量 476.29 亿千瓦时，同比下降 3.12%；上网电量为 465.02 亿千瓦时，同比下降 2.75%，若剔除已转让项目对电量的影响，则同比分别增加了 4.73%和 4.72%。2）电价：Q3 单季度平均上网电价为 0.293 元/千瓦时，同比增长 1.47%，其中水电为 0.242 元/千瓦时，同比增长 0.81%；火电为 0.371 元/千瓦时，同比增长 4.49%；风电为 0.471 元/千瓦时，同比增长-0.69%；光伏为 0.866 元/千瓦时，同比增长 4.64%。

根据三季报内容，Q3 单季度实现营收 122.06 亿元，同比增长-3.41%；毛利率为 53.97%，同比上升 5.09 个百分点，盈利能力进一步上升；但是费用端受到计提退休人员统筹外费用的影响，Q3 单季度管理费用为 6.36 亿元，同比大幅增长 102.55%，因此 Q3 单季度实现归母净利润 21.35 亿元，同比增长 3.82%；扣非后为 21.23 亿元，同比增长 6.22%；若将计提的费用加回，则 Q3 单季度归母净利润增速接近 20%，符合市场预期。

短期弹性+长期空间+分红提供安全边际，价值被低估的绝对收益品种。

1）短期弹性：今年得益于雅砻江来水偏丰以及亏损火电资产剥离，明后两年伴随着两河口和杨房沟的投产，我们预计未来 3 年公司利润复合增速 15%-20%以上。

2）长期空间：电量上，两河口投产后下游弃水改善，2021 年以后，锦官电源组可增发 100 亿度电以上；电价上受益于平枯期电量增加，我们预计公司的整体发电单价提升 5%以上。

3）分红提供安全边际：在央企集团整体上收对外投资权的趋势下，我们预计公司分红比例上调，未来 3-5 年公司股息率将达到 5%-7%，公司价值被低估。

盈利预测与投资评级：考虑到今年得益于雅砻江来水偏丰以及明后两年伴随着两河口和杨房沟的投产，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 62.12、76.42、79.37 亿元，同比增速分别为 30.6%、23.0%、3.9%；EPS 分别为 0.89、1.10、1.14 元，PE 分别为 10、8、8 倍，维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：1）需求：宏观经济下行、工业企业盈利能力下降影响电力需求等；2）供给：雅砻江来水情况不明确影响水电发电量、新能源机组发电量挤压公司火电机组利用小时数；3）价格：电价存在下调风险等。

（证券分析师：刘博　证券分析师：唐亚辉）

三七互娱（002555）：产品延期及买量竞争致 Q3 业绩承压，长期看好研发实力提升与多元化扩张

投资要点

事件：公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营业收入 112.9 亿元，yoy+18.09%；归母净利润 22.6 亿元，yoy+45.27%；扣非归母净利润 19.51 亿元，yoy+37.65%。其中 Q3 实现营业收入 33.01 亿元，yoy-5.39%；归母净利润 5.6 亿元，yoy+7.22%；扣非归母净利润 4.86 亿元，yoy+3.87%。

点评：受产品延期及买量市场竞争等因素影响，Q3 业绩有所承压。Q3 公司实现营业收入 33.01 亿，yoy-5.39%，主要系优势品类未有新产品上线（版号延期），同时老产品流水随生命周期自然下滑影响，Q3 公司新品主要为《云上城之歌》，用户圈层更为年轻，预计产品 ROI 较优势品类略低。Q3 公司毛利率为 88.28%，yoy+1.4pct；期间费用率 73.35%，yoy+4.9pct，其中销售费用 21.38 亿，较 Q2 增加 3.87 亿，销售费用率 64.77%（yoy+3.4pct，qoq+16.74pct），主要系 Q3 公司增加了对《精灵盛典》、《云上城之歌》等产品的买量投入；研发费用率 6.39%，yoy+0.9pct；管理费用率 2.67%，yoy+1.03pct；财务费用率-0.48%，yoy-0.43pct；净利率 17.36%，环比基本持平。现金流方面，Q3 公司经营净现金流-0.06 亿，yoy-100.47%，主要系公司 Q3 末预付互联网流量采购款，该部分预付互联网流量采购款将在 Q4 用于互联网流量投放。

研发实力持续提升，关注公司精品化与多元化战略。公司 Q1-Q3 研发费用投入 8.56 亿（yoy+65.86%），研发人员数量也持续提升，预计目前超 2000 人，占总员工比例超一半；同时公司通过自研的“量子”“天机”两大 AI 投放系统及“雅典娜”“阿瑞斯”“波塞冬”三款平台级大数据产品沉淀的海量数据，为新产品设计及老产品迭代调优提供精准的数值参考，提高产品开发和流程优化能力，大幅提升公司产品质量。另外公司多元化战略持续推进，已在海外发布《狂野西境》（SLG）、《拳魂觉醒》（卡牌）等非公司传统优势品类产品，未来产品矩阵囊括 ARPG、MMO、卡牌、SLG、模拟经营等不同类型，覆盖魔幻、仙侠、都市、女性向等不同题材。储备产品《荣耀大天使》为公司优势品类产品，目前已获版号，有望 Q4 上线；同时储备产品《斗罗大陆 3D》采用了新 UE 引擎，美术质量超越以往产品，是公司精品化战略的重要新作。

定增计划持续推进，加大研发投入与布局 5G 云游戏平台。公司修改定增预案，计划募集资金 42.96 亿，较修订前减少 1.67 亿，募集资金将应用于网络游戏开发及运营建设项目（投入 15.45 亿）、5G 云游戏平台建设项目（15.95 亿）与广州总部大楼建设项目（11.56 亿），持续夯实竞争优势。

盈利预测与投资评级:看好公司 21 年精品化与多元化战略实施，我们预计 2020-2022 年公司分别实现营收 160.9/190.7/218.3 亿元，实现归母净利润 29.2/35.1/41.6 亿元，EPS 分别为 1.38/1.66/1.97 元，对应 2020-2022

请务必阅读正文之后的免责声明部分

年估值分别为 21/18/15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：品类扩张不达预期；行业竞争加剧；政策监管趋严。

（证券分析师：张良卫　研究助理：李赛）

克来机电（603960）：三季报稳健增长，看好大众 MEB 产业链机遇

事件：公司 2020 年前三季度实现营收 5.71 元，同比+1.8%；归母净利润 0.96 亿元，同比+37.3%；扣非归母净利润 0.94 亿元，同比+46.3%。

投资要点

Q3 业绩表现稳健，在手订单充裕保障 21 年增长

单三季度公司实现营收 1.85 亿元，同比-12.9%，归母净利 0.25 亿元，同比+3.93%。我们判断，Q3 收入端下滑主要原因为：上半年受疫情影响，客户订单有所推迟，公司柔性自动化智能装备与工业机器人系统业务新签订单 1.38 亿元，同比有所下滑，考虑到大部分自动化设备 6 个月左右的交付周期，因此 Q3 收入受到一定影响。我们判断 Q3 开始，公司设备中标情况已逐步好转，目前在手订单充裕将保障 21 年增长。Q3 单季利润增速优于收入增速，我们认为主要系公司收购南通克来凯盈 35%少数股权所致。

前三季度盈利能力大幅改善，期间费用率保持稳定

2020Q1-Q3 综合毛利率 33.0%，同比+3.9pct；净利率 18.9%，同比+3.2pct。我们判断，前三季度公司毛利率大幅改善主要系上半年销售的部分生产线毛利率较高及单价较高的国六发动机配套产品销售比重上升。其中 Q3 单季毛利率 29.1%，同比-0.7pct；净利率 13.5%，同比+2.2pct，排除收购因素外基本维持稳定。

2020Q1-Q3 期间费用率为 11.2%，同比保持稳定。其中销售费用率 0.8%，同比-0.1pct；财务费用率-0.9%，同比-1.0pct；管理费用率（含研发）为 11.2%，同比+1.1pct，其中研发投入占比为 5.8%，同比+0.5pct。

电动车智能产线及 CO2 热泵获突破，将受益于大众 MEB 放量

公司多款产品切入大众 MEB 产业链：电主轴装配及测试自动化生产线项目获得了上海大众 MEB 项目配套的业务合同，子公司上海众源 CO2 热泵已通过大众 MEB 的实验认证，并进入产能建设、筹备量产的阶段。

在全球电动化趋势高度确定的背景下，大众提出截止 2029 年，规划累计销售 2600 万辆纯电动车，其中约 2,000 万辆来自于 MEB 平台。MEB 基础版电动车原材料成本约为 15 万元人民币，以至 2025 年累计销售 600 万辆测算，至 2025 年 MEB 电动车产业链市场空间达 9,000 亿，上海众源布局的 CO2 热泵属于热管理系统，热管理系统在整车成本占比约为 7%，其中 CO2 热泵成本占热管理系统比例约为 10%。目前新能源汽车中 CO2 热泵的装配率不足 5%，我们假设随着 CO2 热泵技术的成熟，其渗透率将会快速提升，据此测算，至 2025 年大众 MEB 平台电动车 CO2 热泵市场空间累计达 17 亿元。（具体测算过程见附表）

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.5/2.2/3.2 亿，对应 PE 分别为 61/42/28 倍，维持“增持”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：新业务拓展不及预期；下游汽车行业投资不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

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