国都投资研究周报 2020.11.2-11.6

本周策略：

年底以业绩预期调整与估值切换匹配为主线

一、近期展望：年底以业绩预期调整与估值切换匹配为主线

1、**市场脉动与研判：已进入三阶段震荡尾期。**回顾年初迄今 A 股走势，整体呈现先抑后扬再盘整的三阶段行情，即 3 月 24 日前大幅震荡下跌 9.1%（万得全 A，下同）、3 月 24 至 7 月 13 日的显著上涨 37.7%、7 月 14 至今震荡下跌 6.4%；驱动以上年内三阶段行情主要因素依次为：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；二阶段疫情防控见效早中期的逆周期宏观政策发力，流动性宽松驱动估值上行为主；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。

第三阶段的震荡盘整行情，我们判断已进入震荡尾期，主要依据包括：

1）**资金交易情绪的见底信号，判断目前已进入震荡盘整行情尾期：**本轮调整时间近四个月，主要指数下跌幅度普遍在 5-19%不等；从资金交易情绪来看，两市成交额最低缩量至前期峰值时的三成附近、两融交易占比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。

2）**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。

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。

近期海外风险因素的释放在即，预计海外尾部压力消化后，A 股市场有望回归至内部因素为主，近期随着国内基本面与政策面预期明朗，**年底或以业绩预期调整与估值切换匹配为主线。**

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3224.53	-1.63
沪深 300	4695.33	-0.49
深证成指	13236.60	0.82
中小板综	12239.68	-0.14
创业板指	2655.86	2.12
恒生指数	24107.42	-3.26
恒生中国企业指数	9760.24	-3.61
恒生沪深港通 AH 股溢价	147.99	2.56
标普 500	3269.96	-5.64
纳斯达克指数	10911.59	-5.51
MSCI 新兴市场	1103.46	-2.90

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	35.72	-10.21
纽约期金	1878.80	-1.29
伦敦期铜	6713.00	-2.37
伦敦期铝	1848.00	0.30
波罗的海干散货	1283.00	-9.33

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。

2、近期反弹尚待尾部风险释放：欧美疫情反弹、美国大选

1）**内部压力因素已消化较为充分，中长期预期逐步发酵。**三季报已收官，A股整体业绩增速逐季回暖，盈利能力也触底回升，全年有望转正，且未来两个季度有望继续上行，基本面向好预期巩固；货币政策边际收敛、流动性紧平衡对估值的影响，已在近四个月中的反复震荡中消化较为充分。

同时，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。**

2）近期反弹尚待尾部风险释放：欧美疫情反弹、美国大选。内部压力因素已消化较为充分，中长期预期逐步发酵；近期压制A股持久震荡后的反弹因素，主要为海外两大尾部风险，即**欧美疫情反弹、美国大选。**

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。

以上海外两大压力因素，即将进入尾部；一欧美冬季疫情反弹对经济影响，将显著低于春季暴发与防控期，且新冠疫苗有望于明年初投入使用，预计全球疫情的反弹对经济的二次冲击有限；二美国总统大选结果即将落地，无论最终结果如何，只要美国总统与国会换届完成，即意味着政策确定且有望逐步实施，从而消除了市场最大的担忧—政治前景与政策预期的不确定性。短期主要风险或为，若双方支持率不相上下带来的争议与裁决，甚至引发美国社会的骚乱等，使得尾部风险冲击时间延长。

3）**但预计AH波及影响有限。**以上欧美政治、经济、疫情不确定走势下，短期或使得欧美市场震荡压力仍待释放，但对**A股的影响持续性与幅度有限，**若因非理性情绪释放较大调整压力，或是布局岁末年初估值切换、春季躁动行情契机。**此前三个半月指数反复震荡调整、陆股通资金持续净流出的A股，对内外部压力因素消化较为充分，预计A股受欧美市场震荡的影响时间非常有限。统计近一个月内的相关悉数，AH大盘指数与标普500的相关悉数明显下降至0.1-0.3（中证100、恒指指数、恒生中国企业指数等低估值大盘指数），但AH小盘指数与标普500的相关悉数阶段性反弹至0.6-0.7区间，主要系年内科技板块大幅上涨后的估值相对较高所致。**

以上判断的逻辑主要为疫情防控效果、逆周期政策空间及经济恢复节奏各异，市场走势错位指数相关性已弱化。

（1）**中国与欧美疫情防控效果、经济恢复节奏不一致，使得市场走势节奏明显错位。**整体来看，由于我国疫情防控见效、经济重启与恢复领先美国，使得A股的方向性走势也基本领先美股1-2个月。而下半年以来，欧美疫情反复震荡上行，而我国整体防控成效显著，经济逐季恢复上行，受益于疫情防控见效保障复工复产、制造产业链完整我国出口份额明显反弹。

（2）从市场近中期主要决定因素来看，中美两国经济恢复节奏与政策存在错位或差异，也决定了近中期A股与美股走势存在错位或不一致。从风险偏好或市场情绪来看，全球市场一般同步变化，短期A股风险偏好与资金流向会受到美股震荡调整的影响；但从市场近中期两大主要决定因素——经济基本面与宏观政策面来看，两者存在错位或差异。

首先，中长周期来看，美国经济在持续的货币与财政刺激下已温和复苏十年，创造历史最长纪录，金融危机后美国企业与政府负债杠杆率整体均上升，19年美国经济已进入复苏尾声，宏观政策基本见顶，中期转入衰退周期的风险上升；对比来看，过去十年我国经济主动“三去一降一补”，经济发展由此前中高速转向中速高质量，目前经济增速已接近甚至低于潜在增速，而我国货币与财政政策力度灵活适度，后续仍有较为充足空间，中期或转入增速低位企稳、质量效益改善的周期。

其次，短周期来看，此次疫情冲击下，两国的经济重启与恢复、政策发力节奏的错位与差异更为显著；我国疫情防控见效与经济重启恢复领先美国约3个月，而面对疫情冲击，我国货币与财政政策的逆周期对冲力度远低于美国，也预示后续我国仍有更多的逆周期宏观政策空间。

此外，我国资本市场深化改革与扩大开放的制度红利，正在稳步加快落地释放，有望从提升资本市场的投融资配置效率、改善上市公司质量、吸引中长线资金、优化投资者结构等多方面，促进我国资本市场行稳致远。

二、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。

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。

三、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；近两个半月在上述分析的内外扰动压力下，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。

四、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复发，中美关系加剧紧张，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）

食品饮料三季报：2020Q1-3 食品饮料板块收入、净利润分别同比增 7%、11%。单 Q3 收入同比增 10%，净利润 349 亿元，同比增 18%，**增速整体稳健**。细分来看：

1. 白酒：高端稳健，次高端增速更高

2020Q1-3 白酒收入+5%、利润+10%，单 Q3 收入同比+12%、利润+13.4%，增速环比分别+8pct、7pct，环比改善显著。

其中，一线白酒持续稳健增长，茅台收入收入个位数基本符合预期，五粮液和老窖收入 15-18%略超预期。老窖因费用控制解产品结构升级，利润端大超预期。

次高端增速更高。如汾酒、酒鬼酒、水井坊、今世缘等收入端均维持了 20%的同比增长，**环比更是大幅改善，业绩普遍超预期。**

中档酒环比好转，如古井、洋河、口子窖、老白干等，但相对幅度较小；

低端酒包括伊力特、顺鑫、金种子等则业绩较差，低预期。

2. 大众品

调味品：单 Q3 收入/利润分别同比+13%/57%，增速环比略下降，主要是疫情逐步恢复，消费端正常化，前期疫情受益品种增速放缓显著。

龙头海天 Q3 收入/业绩增速分别为 18%/22%，仍然维持较高增速，略超预期。

千禾和天味增速虽放缓，但仍维持了较高增长。

榨菜则收入端维持 16%增速符合预期，但利润端因基数及季度费用波动仅增长 3%低预期。

速冻：单 Q3 收入/利润同比+28%/110%，安井和三全均延续维持高增长。

乳品：单 Q3 收入/利润同比+10%/30%，较 Q2 放缓。其中龙头伊利股份业绩低于预期，1-3Q 实现营业收入 737.7 亿，同比+7.4%，归母净利润 60.2 亿，同比 7.0%，，单 3Q 营收同比+11.2%，净利润同比+23.7%，业绩增速低于预期。

3. 投资建议

考虑边际变化及估值，相对看好白酒子板块。**白酒三季报如期环比改善，优质酒企业绩大超预期，**包括五粮液、老窖、汾酒、今世缘等，提振板块情绪。同时，茅五批价坚挺，年底企业来年计划有望逐步出台，**估值切换后**中长期估值合理，考虑行业高壁垒性估值溢价有望长享。

短期推荐：老窖、今世缘，中长期：重点看好高端酒的茅五泸汾。

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）

1.耐用消费品需求起来,家电板块营收 Q3 同比转正

1 季度，疫情影响使得安装属性强的白电和大厨电需求下滑较大，而小家电板块则由于宅家和方便线上购买，销量表现不错。2 季度由于国内疫情已经受控，经济迅速恢复，安装活动恢复正常，因此行业在快速好转。3 季度，在经济恢复，需求起来后，耐用消费品开始回暖。因此家电行业整体营收同比实现了转正。2020Q1、Q2、Q3 家电板块收入增速分别为-24%、-0.1%和+13.2%，销量好转。

由于前期的需求压抑，以及安装活动恢复。家电细分子行业均能恢复较快的正增长。白电、黑点、厨电小家电的 Q3 营收同比增速分别为+12.9%、+14.1%、+14.2%以及+17.1%。小家电板块增速仍然最快，主要是其新需求持续放量。

2.家电板块业绩Q3恢复增长

上半年，家电板块企业的业绩整体上受疫情影响也很大，不过各细分板块严重程度不一。但在疫情受控后，经济恢复，需求回暖，耐用消费品需求逐渐起来，家电企业收益。家电板块Q3业绩恢复，增速转正。2020Q1、Q2、Q3板块整体业绩增速为-49.3%、-8.9%、+19.9%。各板块净利润增长幅度不同，原因在于基数不一样，业绩业绩弹性。其中黑电、厨电板块行业反弹较大，黑电受益于基数，厨电则是1、2季度因安装问题而延后的需求爆发。白电板块方面整体表现良好，特别是美的集团显示了其强大的应变能力，稳健的增长能力。小家电虽然疫情期间市场需求良好，但到了3季度，人们开始上班后，需求回落。且由于线上竞争激烈，传统的小家电企业毛利率略微下滑，因此影响了小家电行业整体的业绩增速。

3.未来展望与投资建议：

展望未来：家电作为可选消费，1季度受疫情影响较大，2季度环比好转，3季度在经济需求回暖后稳定增长。展望4季度，随着经济景气持续与竣工恢复，顺周期的耐用消费品-家电产品的需求将继续改善，板块基本面增长明确。

投资策略：

（1）继续看好顺周期的白电板块，重点关注具备稳定业绩或基本面继续改善、现金流良好的公司。主要标的有：美的集团、格力电器、海尔智家。

（2）在新消费升级背景下，具有新品类成长逻辑的小家电企业具备投资价值。主要标的是：新宝股份、九阳股份、苏泊尔。

（3）地产竣工恢复，与精装修相关需求有望加速释放。主要标的：老板电器。

医药生物（傅达理）

一、市场表现回顾

本周医药生物（SW）板块上涨2.79%，在28个申万一级行业中，表现排名第3位，同期沪深300指数下跌0.49%，中小板指数上涨1.71%，创业板指数上涨2.12%。细分子板块来看，除中药外其他细分板块均上涨，医疗服务涨幅7.40%，生物制品涨幅4.87%，医药商业涨幅4.15%，医疗器械涨幅3.85%，化学制药涨幅0.12%，中药板块本周下跌1.63%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是戴维医疗（+22.84%）、硕世生物（19.58%）、国际医学（+17.58%）、爱美客（+16.14%）和康泰生物（+15.23%）；而跌幅最大的前五家公司分别是伟思医疗（-24.59%）、同和药业（-20.55%）、富祥药业（-16.57%）、前沿生物-U（-15.85%）和康泰医学（-15.14%）。

二、本周主要观点

三季报回顾：医疗服务回暖得到验证，医疗器械延续高速增长。截至10月31日，A股医药上市公司已全部披露2020年三季报。整体来看，2020Q1-Q3医药生物（SW）板块合计实现营业收入13519.19亿元，同比增长+2.44%，合计实现归母净利润1316.83亿元，同比增长+24.84%；Q3单季度医药生物板块实现营业收入5060.19亿元，同比增长10.92%,实现归母净利润516.11亿元,同比增长52.25%。Q2医药生物板块收入端/利润端增速分别为3.10%/19.99%，Q3增速环比Q2持续提升，我们认为一方面是因为常规的医疗需求累计在Q3集中释放；另一方面则是海外疫情形势持续严峻，抗疫相关产品需求保持高位。盈利能力方面，2020年前三季度医药生物板块整体ROE为9.67%，较去年同期8.62%提升1.05个百分点；整体毛利率为35.18%，同比提升1.10个百分点；净利率为10.47%，同比提升1.85个百分点，我们认为主要是受疫情影响，相关市场营销费用及差旅费下降所致。细分板块来看：

1）化学制药板块：2020前三季度实现营业收入3035.43亿元，同比下降5.19%，实现归母净利润346.27亿元，同比增长5.34%，化学制药板块Q1/Q2/Q3单季度收入及归母净利润增速分别为-10.15%/-4.44%/-0.90%，-8.45%/+13.36%/+12.00%。Q3收入端已基本恢复至去年同期水平，利润端保持快速增长。

2）中药板块：2020前三季度实现营业收入2231.29亿元，同比下降7.03%，实现归母净利润207.91亿元，同比下降15.94%，中药板块Q1/Q2/Q3单季度收入及归母净利润增速分别为-12.09%/-7.76%/-1.04%，

-32.89%/-14.75%/+11.54%。Q3 收入端仍小幅下滑，利润端增速转正。

3）生物制品：2020 前三季度实现营业收入 906.37 亿元，同比增长 2.58%，实现归母净利润 158.98 亿元，同比增长 25.23%，生物制品板块 Q1/Q2/Q3 单季度收入及归母净利润增速分别为-7.99%/+2.62%/+11.99%，-11.50%/+37.77%/+52.16%。Q3 收入及利润端增速均环比提升，景气度向好。

4）医药商业：2020 前三季度实现营业收入 5443.27 亿元，同比增长 2.20%，实现归母净利润 143.39 亿元，同比增长 9.42%，医药商业板块 Q1/Q2/Q3 单季度收入及归母净利润增速分别为-5.62%/+0.85%/+10.84%，-5.76%/+10.13%/+24.41%。Q3 医药商业板块收入及利润增速均环比提升。

5）医疗服务：2020 前三季度实现营业收入 515.36 亿元，同比增长 7.99%，实现归母净利润 64.28 亿元，同比增长 23.82%，医疗服务板块 Q1/Q2/Q3 单季度收入及归母净利润增速分别为-13.43%/+6.95%/+25.60%，-119.21%/+112.90%/+30.88%。Q3 收入端加速恢复，随着国内疫情防控良好，医院门诊恢复常态，延后的需求得以逐渐释放，Q4 有望持续加速。

6）医疗器械：2020 前三季度实现营业收入 1387.47 亿元，同比增长 52.62%，实现归母净利润 396.00 亿元，同比增长 134.51%，医疗器械板块 Q1/Q2/Q3 单季度收入及归母净利润增速分别为+4.59%/+69.22%/+72.15%，+1.04%/+166.58%/+200.06%。受益新冠疫情，医疗器械收入及利润端同比大幅提升，Q3 延续高增长，预计主要由于受益疫情，相关产品或服务需求持续旺盛。

三、行业动态跟踪

CDE：药品审评审批 16 项信息或将公开。10 月 27 日，CDE 发布《药品审评审批信息公开管理办法（征求意见稿）》，共计 7 章 25 条，分别规定了制定目的和依据，信息公开的适用范围、定义、原则，药审中心职责，以及药审中心和申请人的基本要求等；规定了受理信息、审评审批过程信息、审评审批结果信息和其他审评审批信息的公开内容要求和程序;规定了信息公开工作接受社会监督,药审中心设置专栏收集业界意见,建立相应工作机制和工作流程,完善信息公开工作。

国家卫健委财务司发布《国家卫生健康委办公厅关于做好 2020 年甲类大型医用设备配置许可申报工作的通知》。10 月 28 日，国家卫健委财务司最新发布了一则《国家卫生健康委办公厅关于做好 2020 年甲类大型医用设备配置许可申报工作的通知》(以下称为《通知》)，要求辖区内有申报甲类大型医用设备需求且符合配置条件的医疗机构，在规定时间内申报。

四、投资策略

从 2020 三季报可以看出，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。进入 11 月，政策方面将迎来高值耗材集采文件发布和国家医保目录谈判，或对相关标的形成扰动，但我们认为影响有限，不改变医药创新发展趋势，待政策鞋子落地后，部分前期受到压制的标的及政策获益标的有望迎来估值修复。同时我们认为新冠疫情仍然是重要关注点，10 月以来海外每日新增确诊病例屡创新高，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 期临床数据有望于 11 月披露，或对相关标的形成催化。此外，国内方面由于疫情相对稳定，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，我们持续看好药品/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；此外建议关注创新转型取得进展的科伦药业、华东医药等。

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、美年健康、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、云南白药等。

5）疫苗标的：康泰生物、智飞生物、复星医药、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）

商贸零售（中信）板块年初至 10 月 30 日收盘，区间涨幅 8.44%，在中信 30 个重点行业中排名 15。6 月 30 日收盘至 10 月 30 日收盘，区间涨幅-0.2%，在中信 30 个重点行业中排名 25。

随着疫情逐渐缓解，一系列消费刺激政策推行，经济逐渐复苏。近期社零数据显示，必选消费增速回落，可选消费恢复趋势良好，以黄金珠宝、服装、化妆品为代表的消费品类逐渐回升。同时低线市场仍是消费增加的重要动力，线上线下重视低线市场红利，加快市场布局。前三季度，全国网上零售额 80065 亿元，同比增长 9.7%，其中，实物商品网上零售额 66477 亿元，增长 15.3%，占社会消费品零售总额的比重为 24.3%。十月双十一大促即将开始，有望推动线上线下消费联动，社会消费进一步增长。

重点细分板块分析：

2020 前三季度，疫情导致线下消费场景缺失，百货经营受损严重，企业加快数字化转型，加快到家等业务推进，随着 6 月以来疫情缓解，外出场景增加，可选消费回升显著，百货逐渐走出低谷。前三季度中信百货板块收入 537.54 亿元，同比下滑 52.4%，净利润 31.93 亿元，同比下滑 68.74%，较中报降幅收窄。重庆百货在物美步步高完成混改参与后，经营效率改善明显，数字化运营能力显著提升。我们认为百货竞争力提升本质上仍应来自效率提升，并购、混改、自有品牌、数字化等本质上都是带来效率改善，增强客户黏性。

2020 前三季度，超市及便利店板块收入 1655.96 亿元，同比下滑 2.65%，归母净利润 35.68 亿元，同比增加 8.71%。疫情期间生鲜等必选消费刚需韧性较大，安全卫生环境给消费者更多信赖感，疫情也同样推动超市加快数字化转型和到家业务，三季度疫情趋缓必选消费增速回落，超市客流及经营恢复常态。阿里三季度收购高鑫零售，加快线下布局，永辉加快对到家业务整合、优化 MINI 店调整，不断增强后续发展动能。

2020 年前三季度，专业连锁板块收入 3113.93 亿元，同比下滑 3.02%，归母净利润 30.23 亿元，同比下滑 75.86%。可选消费在疫情中受损较大，尤其黄金珠宝整体下滑严重，三季度逐渐复苏回暖。

2020 年前三季度，化妆品板块获得关注较高，头部企业线上高速增长，人均美妆消费提升及下沉市场渗透、国货品牌力提升为国产美妆带来新动能。前三季度化妆品板块收入 561.25 亿元，同比下滑 5.41%，净利润 63.66 亿元，同比下滑 11.20%，主要由于线下调整较深，业绩有所下降。

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）

本周房地产板块下跌 4.19%，沪深 300 下跌 0.49%，上综下跌 1.63%。板块跑输大盘指数。

本周房企陆续披露完毕三季报。整体来看，房企三季报持续分化状态。其中地产板块营业收入同比增长 14.33%，净利润同比增长 8.74%。毛利率方面为 25.83%，同比下滑 4.28 个百分点。净利率方面为 9.56%，同比下滑 0.14 个百分点。资产负债率为 79.46%，同比下滑 0.67 个百分点。从公布三季度业绩的房企来看，相较于商品房整体销量的同比提升，前三季度房企业绩则表现出现明显分化。排名靠前的房企无论是营收还是利润，均保持较高增长，呈现出强者恒强的态势；业绩出现衰退的房企则基本延续了半年报之后的颓势，无论是收入还是利润，前三季度下滑严重。

房企收入下滑主要是因为疫情影响导致的结转收入没有跟上，加之今年结转的是 2016~2017 年的项目，这两年“地王”频出，本身就是不赚钱或者是亏大钱的项目。此外，今年以来，因疫情影响导致销售收入和租金收入明显下滑的企业也不在少数，尤其是上半年重仓在疫区的房企。同时，今年债务率较高或融资压力较大的房企表现就会出现明显分化，一部分房企通过打折促销等方式加速去化，在带动销量提升的同时，有效降低了负债水平，对于业绩提

升起到了重要支撑作用。另一部分房企则在项目去化、自身调整等维度上面临着更大挑战，企业短期内还没能快速从低谷中抽身出来.此外，在“三条红线”融资新规下，不少房企的财务杠杆受到限制。随着新规的实施，融资端将进一步收紧，也更加考验房企的运营管控能力，房企需要从销售、周转、产品力诸方面提升自身的竞争力。

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**招商蛇口，万科A，招商积余。**

化工（王双）

一、行业走势

上周申万化工指数下跌1.16%，上证指数下跌1.63%，行业指数跑赢大盘指数。化工三级行业涨幅居前板块是钾肥、磷肥、氮肥；涨幅较小的板块氟化工及制冷剂、石油贸易、石油加工。

二、行业观点：

前三季度收入和利润规模下降，盈利能力小幅提升：今年前三季度申万化工一级行业实现营业收入3.07万亿，同比下降19%；实现归母净利润1283亿元，同比下降19%。今年前三季度销售毛利率为18.89%，同比提升2.76个百分点；销售利润率4.18%，同比提升0.15个百分点。

从细分板块看，收入同比增速较快的是改性塑料、玻纤和涂料油漆油墨制造，我们认为主要原因是受疫情影响，口罩需求增加，改性塑料中改性聚丙烯需求提升，同时企业口罩等医疗物资销售收入增幅较大；收入下降较快的行业是石油贸易、纺织化学用品和石油加工，上半年原油价格大幅波动，但是同比价格下滑幅度角度，因此石油相关行业收入受影响较大，而受疫情影响，纺织服装内需和出口下滑非常严重，到8月份才出现好转，因此前三季度收入下滑幅度较大。

从细分板块看，净利润增幅较大的是钾肥、炭黑和改性塑料，主要是医疗物资利润增幅较大，同时原材料价格偏低的情况下，有利于改性塑料等行业盈利能力的保持和提升，最大的钾肥企业ST盐湖玻璃亏损资产，财务状况大幅改善；下降幅度较大的是粘胶、纯碱和日用化学品，主要是产品价格同比下滑，以及需求恢复较慢。

化工行业景气度从2018年三季度开始下滑，2019年产品价格高位回落的趋势，今年在4月份产品价格和开工率触底之后，随着需求恢复，部分产品价格迅速上涨，因此行业盈利能力综合来看小幅提升。

第三季度环比明显增长：今年第三季度申万化工一级行业收入同比下降16%,环比增长4.92%;净利润同比增长98%;环比增长164%。单季度毛利率同比提升5.83个百分点至22.61%；净利润率同比提升5.31个百分点至8.82%。第三季度随着需求的复苏，化工产品价格从底部反弹，企业开工率提升，原油价格保持在相对较低位置，因此行业利润明显改善，并且利润增速高于收入增速。

从细分板块看，单季度净利润增幅较快的是钾肥、炭黑和磷肥；受纺织服装影响，单季度净利润降幅最大的是日用化学产品、粘胶、纯碱。环比利润改善最明显的是石油加工、合成革、炭黑；环比数据仍然较差的是日用化学品、粘胶和氟化工和制冷剂。

钛白粉价格上涨：本周中核钛白公告钛白粉价格上涨100元/吨，目前硫酸法金红石型钛白粉报价14500-15000元/吨，价格上涨的主要原因是西南部分地区公路铁路运输受阻，原料钛矿价格持续攀升，加之钛白粉运费压力上涨，目前钛白粉整体供应竞争，仍存在继续上涨的预期。

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

本周上证综指同比下跌1.63%%，收于3225点，创业板指同比上涨1.71%，沪深300同比下跌0.49%，机械设备同比下跌0.40%，跑赢沪深300指0.09pct。

二、机械板块三季报：工程机械增长继续强劲，半导体、光伏、锂电设备等Q3业绩提升显著

机械板块净利润增速在申万行业分类中排名第8。前三季度申万机械行业营收约为1.01万亿元，同比增加6.62%；归母净利润747亿元，同比增速19.21%，增速在28个申万行业中排第8位。

分板块来看，工程机械板块继续保持强劲增长，而半导体设备、光伏、锂电设备等Q3业绩提升显著。具体看周期板块中，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早呢高速50.68%；新兴成长板块中，半导体设备、光伏设备、锂电设备前三季度净利润增速分别为38.02%、23.37%、-3.02%，其中第三季度净利润增速则为53.69%、36.60%、15.46%，第三季度净利润增速均明显提升，此外机器人、物流自动化设备等板块前三季度净利润17.07%、37.79%，增速同样强劲。

1、工程机械：净利润增速持续强劲，继续看好四季度表现

1）2016年下半年开始挖机销售转正，景气持续已超4年。从最新数据看，2020年9月挖掘机销售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%。我们判断挖机四季度销售有望继续向好。

2）净利率有所提升，盈利能力进一步增强。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）继续看好工程机械四季度表现。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。

2、光伏设备：下游客户扩产力度较大，异质结、大硅片等新技术、新工艺将带来更多设备需求

1）各环节光伏设备共你说业绩增速均有所提升。从业绩表现看，前三季度以捷佳伟创、迈为股份为代表的电池片设备公司，以晶盛机电为代表的硅片设备公司，以及以金辰股份为代表的组件设备公司，净利润增速同比均有一定的提升。从净利率来看，则大部分有不同程度的下降。

2）从三季报数据看，光伏设备公司订单均较强劲。其中迈为股份2020Q3合同负债16.29亿元，同比增加40.43%；捷佳伟创前三季度合同负债32.95亿元，同比增加78.88%；晶盛机电三季度末在手订单合计59亿元，同比增长131%。

3）平价时代来临，异质结、大硅片等产业化将带来设备增量需求。我们认为随着平价时代来临，市场需求将持续增长，而异质结、大硅片等新工艺、新技术将带来度电成本的进一步下降，技术更迭的同时设备订单也将大幅增长。我们继续看好迈为股份、晶盛机电、捷佳伟创板块板块优质标的。

3、半导体设备：板块估值仍不低，但从中长期角度配置价值则较高

1）半导体设备行业景气度仍较高。2020年9月北美半导体设备制造商出货额单月同比增速为40.30%，日本半导体设备制造商出货额单月同比增速为8.70%。全球半导体设备销售仍较强。

2）板块龙头个股增长强劲。北方华创、中微公司、华峰测控前三季度净利润增速分别为48.86%、105.26%、68.05%。从盈利能力看，净利率均有不同程度提升。

3）板块估值仍不低，从中长期角度可重点配置。从市盈率角度看，目前国内半导体设备公司估值仍较高，相较于国际龙头公司，国内半导体设备公司仍处于快速成长期。全球半导体设备市场空间约600亿美金，中国大陆地区半导体设备空间约135亿元美金，国内北方华创、中微公司半导体设备业务收入约30亿元级别，未来进口替代空间较大，我们认为从中长期角度，板块仍具有较高配置价值。

新材料（王双、时应超）

一、行业表现

本周上证综指下跌 1.63%，申万有色指数下跌 1.41%。价格方面，小金属钴锂价格持平，电池级碳酸锂价格保持不变，大中型锂盐厂普遍出货情况较为紧张，预计碳酸锂价格后续呈现稳重有升格局；贵金属方面，COMEX 黄金下跌 1.39%、COMEX 白银下跌 3.89%；基本金属方面，LME 铜下跌 2.25%、LME 铝上涨 0.30%。

二、新材料三季报：军工材料、钴锂板块及靶材表现较好

针对 2020 年三季报，我们同时选取了新材料 7 个细分方向的 39 家上市公司作为样本进行统计分析。从盈利能利上看，军工材料、钴锂板块、半导体靶材这几个细分方向 2020Q1-Q3 均表现较好。

军工新材料：军工上游材料板块 20Q1-Q3 归母净利润同比增长 36.80%，军工材料类公司三季报均表现亮眼，其中西部超导单 Q3 归母净利润同比增长 433.11%、宝钛股份单 Q3 归母净利润同比增长 66.91%、菲利华单 Q3 归母净利润同比增长 69.11%，相较二季度环比继续改善。在军工景气大周期下，上游材料类公司将率先受益，同时叠加新型号的放量，新型材料的应用渗透率在不断提升，持续看好上游有核心技术壁垒的公司。

钴锂板块：三季度钴均价 27.35 万元/吨，同比、环比均有较大幅度改善，三季度钴行业公司业绩实现较大幅度改善。其中寒锐钴业单 Q3 实现归母净利润 1 亿元，同比增长 176.35%，环比增长 156.41%。华友钴业单 Q3 实现归母净利润 3.37 亿元，同比增长 462.26%，环比增长 103.01%。赣锋锂业单 Q3 实现归母净利润 1.74 亿元，同比增长 421.3%，环比增长 17.0%，三季度锂价格继续探底，公司业绩增长主要来源于锂盐产品产销量的增长以及公司持有的 Pilbara 股票本报告期股价有所回升所致。

半导体靶材：靶材板块几家公司 20Q1-Q3 归母净利润均保持了较快增速，板块归母净利润同比增长 78.68%，靶材是半导体、显示面板等的关键核心材料，2019 年全球靶材市场预计在 160 亿美元左右，国内总需求占比超 30%，伴随高端制造业产业链持续向国内转移，靶材供应正逐渐从国外切换到国内，国产替代空间明显。

三、行业动态跟踪

据报道，澳洲在产锂矿山，Altura 已经被 Kordamentha Restructuring 接管。该公司将进入拍卖程序，矿山进入维护（即暂停生产）。起因是公司未能就 2.5 亿美元债务进行再融资。Altura 矿山当前锂精矿产能为 22 万吨（2.75 万吨 LCE），是国内外企业的主要原料供应商之一，Altura 公司进入破产管理表明从 2019 年下半年开始的锂精矿供应出清仍在延续。

Altura 矿山关停或将影响全球 5%的供给。Altura 矿山当前锂精矿产能为 22 万吨（2.75 万吨 LCE），若后续出清，锂行业供需将进一步改善，同时终端需求持续向好，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，价格延续 8 月份以来的小幅上涨趋势，预计后期锂盐价格将逐步迎接向上拐点。

四、投资建议

1、**军工新材料**：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。而诸如高温合金、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，随着渗透率的提高，新材料的增速要远高于军工行业的平均增速，上游景气度较高，成长性凸显，推荐西部超导、宝钛股份、火炬电子、钢研高纳、抚顺特钢等

2、**新能源金属**：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，推荐赣锋锂业、华友钴业

3、**半导体材料**：在全球贸易摩擦和科技竞争大背景下，美国对华为的技术封锁事件，叠加中美关系紧张情绪再度升温，或将促使关键材料国产化进程加快，推荐菲利华、博威合金等材料类公司

五、风险提示

宏观经济形势不及预期、下游需求低于预期、国产替代不及预期、产品价格波动风险

成长股

汽车（王树宝）

（1）收入方面，整体负增长，乘用车、卡车正增长。汽车板块 2020 年 1-9 月合计实现营收 1.81 万亿元，同比-3.02%，增**速较中报回升 11.46 个百分点**，其中乘用车、卡车、客车、零部件分别实现收入 9179、1231、334、5387 亿元，同比分别

+0.06%、+23.10%、-30.94%、-8.12%，增速较中报分别**+7.80、+16.25**、+0.32、+15.47 个百分点。

（2）毛利方面，客车领跌，卡车领涨。汽车板块 2020 年 1-9 月合计实现毛利 2593 亿元，**同比-10.98%，增速较中报提升 11.84 个百分点**；其中乘用车、卡车、客车、零部件分别实现毛利 1170、150、50、1015 亿元，同比分别**-8.92%、+13.35%**、-41.81%、-14.45%，增速较中报分别+8.72、+9.28、+3.81、+14.02 个百分点。

（3）净利润方面，整体盈利降幅收窄，三季度明显改善。汽车板块 2020 年 1-9 月合计实现净利 672 亿元，同比-12.35%；其中乘用车、卡车、客车、零部件分别实现净利 364、27、2.5、278 亿元。同比分别+4.56%、+50%、-86%、-26%。增速较中报分别+23.6、+40.0、+32.5、+20.4 个百分点。

（4）个股收入方面，乘用车领域上汽、**比亚迪**、广汽、长城、**长安** 2020 年 1-9 月收入同比分别为-14.8%、+11.9%、+0.3%、-0.7%、**+23.8%**，比亚迪受益口罩业务放量，今年以来持续表现较好；长安汽车受益低基数及车型周期推动领跑燃油车行业。客车领域宇通、金龙、中通 2020 年 1-9 月收入同比分别为-34.74%、-26.57%、-32.62%；卡车领域重汽、福田、江铃、东风 2020 年 1-9 月收入同比分别为+46.4%、+20.7%、+8.2%、+1.7%。零部件领域潍柴动力、华域汽车、常熟汽饰、星宇股份、新泉股份、旭升股份、伯特利 2020 年 1-9 月收入同比分别+16.3%、-13.1%、+14.1%、+15.7%、+19.5%、+42.2%、-4.5%；发动机、车灯、特斯拉等细分领域表现较好。

（5）个股盈利方面，乘用车领域上汽、比亚迪、广汽、长城 2020 年 1-9 月净利同比分别为-23.2%、+159%、-21.1%、-12.3%、+231%，**长安汽车、比亚迪业绩增速领跑行业**。客车领域宇通、金龙、中通 2020 年 1-9 月同比分别为-88%、-404%、-80%，其中金龙亏损 2.8 亿元；卡车领域重汽、江铃、东风、福田 2020 年 1-9 月净利同比分别为+59%、+127%、+59%、+21%。

零部件领域潍柴动力、华域汽车、**常熟汽饰、星宇股份、新泉股份、旭升股份**、伯特利 2020 年 1-9 月净利同比分别为

-6.7%、-37.2%、**+8.7%、+33.2%、+29.3%、+69.7%**、-2.3%。车灯龙头、吉利、特斯供应链表现最好。

（6）投资主线：重点推荐整车领域的长城汽车、长安汽车、比亚迪；零部件领域的华域汽车、旭升股份、新泉股份、伯特利。

通信、电子（王树宝、苏国印）

本周上证综指下跌 1.63%，创业板指数上涨 2.12%；申万通信指数下跌 3.93%，申万电子指数上涨 1.09%。

通信行业三季报已经公募完毕，2020 年前三季度受新冠疫情影响，叠加中美贸易摩擦，通信行业总体营收增速仍处于低位，但 IDC、光器件、光模块、北斗、云视频等板块相关公司表现较好。2020 年前三季度，通信行业整体实现营收 5948.34 亿元，同比增长 3.71%，实现净利润 242.80 亿元，同比下降 6.76%；毛利率与 2019 年同期相比有所下降；行业管理费用率小幅下降，销售费用率整体有所下降，经营性净现金流逐步回暖。剔除中国联通、中兴通讯之后，行业总营收为 2953.50 亿元，同比增长 1.06%，实现净利润 167.84 亿元，同比下降 4.44%。从业绩上来看，2020 年前三季度仍保持较快增速的有中际旭创、新易盛、数据港、奥飞数据等。2020 年三季度单季度来看，随着国内复工复产及新基建政策推进，通信行业营收和净利润逐步改善，其中高清视频、物联网、IDC、光模块、光器件、北斗相关公司表现亮眼。2020 年 Q3 通信行业整体实现营收 2118.65 亿元，同比增长 8.68%，净利润为 103.74 亿元，同比增长 6.54%；毛利率小幅下降，同比下降 0.67 个百分点；管理费用率和销售费用率同比均略有下降，经营性净现金流同比小幅下降。

展望四季度，我们认为随着美国大选的确定，无论结果如何，压制市场的一个比较大的不确定性将会解除，板块可能迎来反弹。具体来看，通信板块我们认为 5G 短期难有大的利好催化，板块里我们依然看好光模块和数据中心两个细分板块的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。

计算机（黄翔）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌 3.73%，板块成交额 2473 亿元，沪深 300 指数下跌-0.49%。自我们认为进入可配置区间以来，计算机行业累计共下跌 3.03%，主要因市场预期后续流动性难以继续宽松，风险偏好略有下行，而经济复苏尚未充分体现，估值较高的板块受到一定压制。

但我们依然认为计算机行业已处于可配置阶段。

1、我们依然看好受益疫情复苏+数据智能技术浪潮，行业基本面将持续向上。

2、Q2 订单已复苏，Q3 订单更好，因业绩确认周期，预计 20Q4 和 21 年行业业绩将继续保持上行。

3、行业表观估值不低，但主要因疫情影响，如果看 2021 年 PE，经过近几个月调整，已处于可配置区间。

二、计算机 20Q3：单 Q3 相比单 Q2 放缓，但结构性景气提升

1、计算机行业 Q3 业绩相比 H1 改善，但单 Q3 相比单 Q2 放缓

我们统计了共 258 家计算机上市公司的业绩情况（剔除 360，非经常性损益扰动过大）。

营收 Q3 增速环比放缓：计算机行业 2020 前 Q3 营收同比+3.1%，2020H1 同比+1.5%。2020Q1-Q3 行业营收增速分别为-13.1%、+14.3%、+6.1%。

净利润 Q3 增速同比略降：计算机行业 2020 前 Q3 归母净利润同比-22.7%，2020H1 同比-36.6%；2020Q1-Q3 行业归母净利润增速分别为-118.6%、+30.9%、-2.8%。

单 Q3 相比单 Q2 有所放缓：我们预计（1）因 19 和 20Q1 部分订单因疫情延后至 20Q2 验收，20Q1 订单获取放缓，影响 Q2 和 Q3 收入确认；（2）新会计准则实施，收入确认由完工百分比法更改为终验法，影响 Q3 业绩确认。

利润表现弱于营收：我们预计因 1）人员支出占比较大，疫情冲击导致营收下滑，但期间费用率较为刚性，2）以项目制为主，订单获取到确认收入需要时间，Q2 和 Q3 订单复苏，业绩体现需 1-4 个季度。

我们认为，后续随着复工复产，行业业绩逐季改善确定。

2、云、汽车 IT 和金融资讯继续景气，网安、安防和医疗 IT 景气复苏

云、汽车 IT（优质个股）、金融 IT 保持较高景气。网络安全、安防单 Q3 业绩增速较快，医疗 IT 单 Q3 业绩亦有所回升。

（1）营收：金融资讯前 Q3 增速为 71.6%，银行 IT 和 IaaS 前 Q3 增速分别为 6.13%和 11.13%.网络安全和安防单 Q3 增速分别为 28.0%和 11.73%。汽车 IT 个股差异较大。

（2）归母净利润：金融资讯前 Q3 增速为 136.78%。银行 IT 和 IaaS 前 Q3 增速分别为 21.86%和 17.81%。网络安全、安防单 Q3 增速分别为 380.07%和 13.62%。汽车 IT 个股差异较大。

3、重点个股

（1）略超预期：

汽车 IT，中科创达和德赛西威，受益汽车产销量回暖，智能网联渗透率提升，公司市占率提高；

SaaS，金山办公和广联达，受益公司质地优秀，疫情影响小甚至略有提升客户云化意愿；

信创，中国长城等，疫情并未影响政府对新基建的强投入意愿，政府和部分重点行业已迎来全面落地。

网络安全，安恒信息、奇安信等，疫情并未影响政府对新基建的强投入意愿，等级保护 2.0 等将提升客户采购意愿。但启明星辰业绩不及预期，或因客户以政府和重点行业为主，且受北京疫情二次爆发影响大。

（2）符合预期：

金融 IT，恒生电子和长亮科技，金融支付能力强，受宏观经济影响小，叠加政策和技术推进。

安防，海康威视和大华股份，受益公司质地优秀，中大型企业的安防需求较刚性，疫情并未影响政府对新老基建的强投入意愿。

医疗 IT，卫宁健康、创业慧康，疫情对医院支付能力影响并不明显，医改政策拉动医疗 IT 建设，后疫情时代医疗 IT 投入有望加大。

（3）低于预期：

IaaS，浪潮信息、中科曙光、宝信软件。服务器或因 1）云巨头因疫情期间网络经济加速对云需求期望过高，2）英特尔即将发布 10nm 服务器芯片，客户延后采购需求，但长期趋势确定。IDC 因产能利用率已处于高位，尚需扩建新增产能。

4、投资建议

（1）复盘前 Q3，风格不断切换，但市场依然较为有效。

Q1 百花齐放：市场认为计算机受疫情影响小，资金加大计算机配置，各细分领域均录得较好收益，疫情受益概念股云计算 IaaS 和 SaaS、医疗 IT、证券资讯和 IT 涨幅最大。

Q2 呈分化态势，云 SaaS、汽车 IT、金融 IT 一马当先：SaaS、汽车 IT、金融 IT 未来空间大，下游支付能力具有保障，业绩增长较好；且 SaaS 和金融 IT 作为类消费公司的估值不断提高。

Q3 白马股滞涨，小市值低业绩个股涨幅居前，但云 SaaS、汽车 IT、金融 IT 依然好于行业指数。

（2）展望 20Q4 和 21 年，云、汽车 IT 和金融 IT 景气度将延续，网络安全、安防、医疗 IT 预期差或兑现

网络安全、安防、医疗 IT：市场担忧政府和事业单位支付能力，但我们认为两新一重等领域投入力度将不降反升，此前业绩较弱，但已迎来修复，预计后续持续向好趋势确定。

云 SaaS、汽车 IT、金融 IT：估值已较高，但后续景气度依然将保持高水平，可结合预期收益率，逢低布局。

云 IaaS：短期存在调整压力，但长期逻辑并未被破坏，建议保持关注，等待拐点，回调到位可布局。

5、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