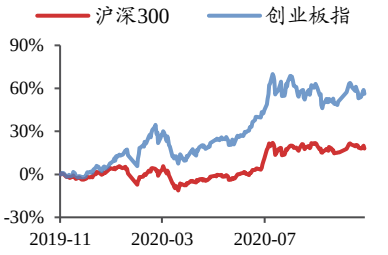
2020 年 11 月 02 日

开源晨会 1102

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	-0.24
电气设备	-0.4
汽车	-0.76
银行	-0.85
采掘	-1.36

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
纺织服装	-3.37
食品饮料	-2.92
轻工制造	-2.75
传媒	-2.67
非银金融	-2.66

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

观点精粹

总量视角

【策略】11 月策略：依然顺周期——投资策略月报-20201101

【策略】风格切换已具备盈利基础—2020 三季报点评——投资策略点评-20201031

【宏观】美国大选“观战”指南——宏观经济专题-20201101

【宏观】出口链和服务消费，仍是经济核心驱动——宏观经济点评-20201031

【宏观】“十四五”的“攻守之道”——宏观经济点评-20201030

【金融工程】资产配置月报（2020 年 11 月）——金融工程定期-20201101

【固定收益】疫情的三次发酵：恐慌交易的边界正在变窄——固收专题-20201101

【固定收益】信用债净融资额大幅提升，收益率整体下行——固收定期策略-20201101

【中小盘专题】新规后竞价定增解禁平均收益率 22.9%，胜率 75%

行业公司

【计算机】周观点：基本面正在加速改善——行业周报-20201101

【化工】昊华科技前三季度净利大增 34%，关注科研试剂国产化机遇——新材料行业周报-20201101

【电气设备】重视新能源汽车中周期的拐点——行业周报-20201101

【食品饮料】三季报白酒明显回暖，大众品增速普遍回落——行业周报-20201101

【房地产】公积金可用于老旧小区加装电梯，百强房企销售景气度高位回落——行业周报-20201101

【商业贸易】贝泰妮过会、完美日记递交招股书，化妆品龙头资本化进程加速，个股新增推荐爱美客——商贸零售行业周报-20201101

【非银金融】3 季报符合预期，继续看好保险股投资机会——非银金融行业周报-20201101

【石油化工】原油基本面有所承压，天然气需求向好&长丝价差维持高位——行业周报-20201101

【化工】海外疫情反复致油价大幅调整，建议关注业绩确定性强及低估值龙头——化工行业周报-20201101

【农林牧渔】2020 年三季报业绩总结：后周期业绩表现突出，禽养殖利润大幅下降——行业周报-20201031

【煤炭开采】三季报环比改善&晋能控股挂牌，继续看好煤炭板块行情——行业周报-20201031

【通信】5G 建设持续推进待集采，通信估值与业绩有望双升——行业周报-20201031

【农林牧渔：美团-W(03690.HK)】核心能力持续外扩，无界愿景已见雏形——港股公司首次覆盖报告-20201031

【中小盘：晶晨股份(688099.SH)】多媒体 SoC 芯片全球龙头，迎 5G 时代“芯”机遇——中小盘首次覆盖报告-20201031

研报摘要

总量研究

【策略】11 月策略：依然顺周期——投资策略月报-20201101

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044 | 王汎炜（联系人）证书编号：S0790120040033 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

10 月 A 股涨跌幅靠前的板块主要集中在顺周期消费、新能源以及银行板块，一定程度反应了驱动力转向了出口、消费和制造业等广领域，这对于经济修复完全依赖于逆周期调节政策的观点是一种有效修正。同时，海外疫情再次反复暂时阻挠了经济复苏的进程，国内市场因此在 10 月最后一个周再次出现了疫情交易。需要理解的是随着对疫情的认知深入和疫苗推出的临近，全球央行很难出现类似 3 月的流动性宽松。疫情反复带来的风格反复的当下，应该是投资者调整组合的好时机。

在信用继续宽松但是流动性边际收紧的当下，权益市场机会仍然大于风险。但是临近年末，投资者必然需要应对明年经济复苏的不确定性做好准备。市场较为主流的认知是经济复苏会逐步延续到 2021 年 2 季度，而信用的震荡下行将在此前出现。以此为基准的假设也面对两类风险：1）上行风险：全球经济疫情后复苏，但是由于海外供应链恢复在疫情中的受损，供给恢复将慢于需求，全球再通胀存在可能，这对于中国制造业是新的机遇，考虑到中国制造业经历了 10 年的宏观环境压制与资本开支的下行，当下可能释放新的活力；2）下行风险：国内的信用收缩较为猛烈，同时对于房地产的严监管最终导致了投资增速的快速下滑，此时海外需求的复苏也只是带来了出口的局部机会。以上任一情景都有不低的发生概率。

在以上三种路径下，历史规律显示成长股和顺周期价值股当下并不存在宏观经济假设下的对立：当下经济复苏持续，低估值的顺周期股正在迎来估值修复；如果出现较强复苏，则是价值股表现的弹性区间；如果在当前位置出现经济下行，市场风险偏好下降带来的估值下降将是系统性的，低估值板块也相对安全。金融在价值板块中最符合上述特征，而当下估值与盈利也变得更具性价比。从三季报来看，顺周期板块盈利弹性的显现为风格轮动切换奠定了基础：顺周期资产在 2020Q3 获得了公募基金的大幅增配，而北上资金为代表的海外投资者已经从 8 月开始持续买入周期类资产。随着金融+周期资产重新广泛出现于专业机构投资者组合中，未来市场对经济复苏下周期性行业改善的钝化将得到改观，风格切换也将向更深推进。而在当下流动性收紧的环境下，盈利与估值不匹配将是后续个股风险的重要来源，投资者应对该类资产保持耐心而非抄底。

进入 11 月后，着眼明年将成为市场一段时间的主要矛盾，但我们并不建议压注任何一种宏观经济走向，此时金融板块（银行、保险、房地产）成为最佳选择：可以在上行风险中提供可观收益，在下行中提供保护，在中性假设下保证投资者获得基本收益。同时我们推荐：化工（大炼化、钛白粉）、有色（铜，铝）、集运、煤炭、家电、汽车及工程机械。

风险提示：货币政策超预期宽松；经济复苏不及预期；测算误差

【策略】风格切换已具备盈利基础—2020 三季报点评——投资策略点评-20201031

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 王汎炜（联系人）证书编号：S0790120040033

各板块业绩均持续改善，主板修复逐渐占优

2020 年 Q3 归母净利润累计增速，科创板>创业板>创业板（剔温氏股份）>中小企业板>主板（52.76%>18.82%>17.57%>16.64%>-9.30%）；2020 年 Q3 单季归母净利润增速，科创板>创业板（剔温氏股份）>中小企业板>创业板>主板（97.18%>34.50%>30.71%>28.11%>16.17%）。主板累计归母净利润增速跌幅收窄，单季度净利润增速实现由负转正，修复斜率变陡，而创业板与中小板则修复趋势变缓，进入 2020Q3，银行业单季度业绩幅缩窄，同比减少 4.14%，对主板的拖累效应（二季度大幅计提拨备致使业绩较差，拖累主板业绩改善）大幅减

轻。伴随经济复苏，银行业资产质量及业绩已走出至暗时刻，支撑主板修复逐步占优。

基建、地产产业链表现回落，上游材料、下游消费及服务复苏加快

主要受基建投资不及预期，房地产开发投资边际放缓影响，机械设备、建筑材料、建筑装饰三季度业绩增速虽然均实现由负转正，分别为 22.69%、4.94%、0.35%，复苏仍在继续，然而斜率出现边际减缓；上游材料行业（煤炭、有色、化工、钢铁），三季度累计归母净利润增速仍为负值，修复进度依然相对落后，然而单季度同比均已转正，修复斜率较高；汽车、食品饮料“消费”领头羊地位稳固，其余的消费及服务行业复苏进度仍然有空间；电子与医药板块三季度业绩维持高景气，农林牧渔业绩逐季减弱，国防军工业绩实现反弹。

价格隐含增长率与实际增长率的匹配

疫情可能造成了行业格局的转变，一个重要问题是市场是否已经纳入了对此的考量。我们利用 2020Q3 和 2020H1 相对于历史均值的变异系数与隐含增长率两个维度出发，发现汽车、农林牧渔、公用事业、采掘，钢铁的当前业绩相对历史较好，且价格要求的增长率较低，性价比更高。值得注意的是在第二象限中，建筑装饰往第一象限移动的幅度较大，业绩相较 2020 年 H1 的改善幅度较大，而隐含增长率变动较小，存在潜在低估可能性。

三季报验证，复苏交易有望加速

5 月以来，国内疫情管控成效显著，复工复产有序进行，上市公司中报及三季报业绩的不断修复。当下宏观与市场环境也出现了显著的变化，第一，疫情之后虽然修复是普遍的，但前期已给出确定性溢价的行业其实需要更高的增长以匹配价格中隐含增长率的变化，而收紧的货币环境则对增长提出了更严格的要求，我们从隐含增长率与业绩匹配的角度进行了分析，发现汽车、农林牧渔、公用事业、采掘，钢铁更为匹配，建筑装饰也存在被低估的可能性；第二，我们关注到前期在疫情中受损的行业在快速的修复，而疫情中保持较好业绩的行业减速，我们建议投资者关注前期因受损严重而空间和速度都更加占优的行业。第三，重视行业景气与资本开支周期形成共振的化工行业。三季报从盈利角度对 7 月以来市场发生的风格切换给出了合理解释：经济复苏下顺周期板块的盈利弹性正在显现。

风险提示：统计误差，消费复苏不及预期。

【宏观】美国大选“观战”指南——宏观经济专题-20201101

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 徐骥（分析师）证书编号：S0790520070008 | 曹金丘（联系人）证书编号：S0790120080057

美国大选将于 11 月 3 日举行现场集中投票；因提前投票较多，可能还有 3~4 成选民在 3 日投票。美国大选投票，分为提前投票和大选日投票。受疫情影响，截至 10 月 30 日，已有超过 8700 万选民完成提前投票，远超过往。考虑到邮寄投票易推升投票率及提前投票将继续增加，11 月 3 日投票的选民预计还剩 3~4 成。

从 20 个州公布的提前投票选民的党派分布来看，大部分民主党选民选择了提前投票，而更多共和党选民可能选择大选日投票。以提前投票中占比最大的邮寄投票为例，民主党选民已寄回和未送达的邮寄选票合计近 2500 万张，远超共和党的 1103 万张。因两党注册选民数相当，更多共和党选民可能选择在大选日投票。

关键摇摆州中，佐治亚、北卡、佛罗里达、亚利桑那等选民提前投票热情高涨；佛罗里达、亚利桑那州提前投票的两党选民数量相当。佐治亚州、北卡州、佛州、亚利桑那州的提前投票选民数，占 2016 年州内总投票选民数的比重均超 80%。其中，佛州、亚利桑那州公布了提前投票的选民党派数据，两党选民数均不相上下。

由于 23 个州推迟了邮寄选票的确认截止日，美国仅 28 个州“确定”将在 11 月 3 日公布大选结果。考虑到邮寄投票大增可能带来更大的计票压力，德克萨斯州、华盛顿州等 23 个州将邮寄选票确认截止日推迟至 11 月 3 日之后。而剩余 28 个将邮寄选票确认截止日定于 11 月 3 日的州，将和过往一样、当天公布大选结果。

重点关注 7 个摇摆州在 11 月 3 日公布的大选结果，特别是“重中之重”的佛罗里达州。11 月 3 日，佛罗里达、亚利桑那等 7 个摇摆州将公布大选结果，合计选举人票高达 95 张（占所有摇摆州票的 62%）。因选举人票最多（29

张），佛州的选举结果需重点关注。历史上，输掉佛州选举的总统竞选人，从未赢得过大选。

因两党选民投票方式差别较大，若 11 月 3 日的计票结果、尤其是佛州等摇摆州结果显示拜登领先，后者胜选概率将大幅提升。因邮寄投票的选民以民主党选民为主，11 月 3 日之后陆续确认的邮寄选票，大概率更有利拜登。同时，最新民调来看，特朗普与拜登在佛州、亚利桑那州的支持率差距不大。展望大选，若 11 月 3 日的计票结果、尤其是佛州的结果显示拜登领先，后者胜选概率将大幅提升。

若 11 月 3 日的计票结果差距不大或更有利特朗普，特朗普存在拒绝承认 11 月 3 日后送达的邮寄选票的可能，导致大选面临的不确定性激增。因民主党选民更青睐邮寄投票，特朗普近期频频攻击邮寄投票存在舞弊行为等。若 11 月 3 日的计票结果差距不大或有利特朗普，后者存在拒绝承认后续送达的邮寄选票的可能。一旦出现这一情景，拜登及民主党将激烈反对，并可能立即诉诸美国最高法院。参考 2000 年大选经验，因大法官存在党派偏好，大选面临的不确定性或激增。

风险提示：美国邮寄选票之争愈演愈烈，引发最高法院介入。

【宏观】出口链和服务消费，仍是经济核心驱动——宏观经济点评-20201031

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 张蓉蓉（分析师）证书编号：S0790520070006 | 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

重申观点：未来一段时间，经济结构特征或大于总量表现，三条逻辑链值得持续关注：（1）外需持续改善，对外贸链行业的拉动；（2）后疫情时代，居民线下服务消费的逐步修复；（3）基建、地产投资的高点或已出现，未来或韧性仍在、弹性有限。

制造业 PMI 小幅回落，外贸链消费与设备、汽车链上游原材料景气继续改善

制造业 PMI 小幅回落；外贸链部分消费制造、汽车链上游原料制造，景气继续上升。10 月制造业 PMI 指数 51.4%，较前值略降 0.1 个百分点，连续 8 个月处于景气扩张区间。细分制造业中，外贸链上的纺织、化纤、电气机械与器材以及金属制品业，汽车链上游的橡胶塑料、有色金属等，10 月 PMI 指数均有明显抬升。

企业生产经营活动预期继续改善，预期最为乐观的多为外贸连和汽车链等。10 月生产经营活动预期指数升至 59.3%，高于上月 0.6 个百分点，为 2017 年以来最高水平。细分行业中，10 月纺织服装、有色金属 PMI 预期指数抬升幅度最大；相较之下，黑色金属冶炼、石油加工炼焦等经营预期指数近几个月已经持续回落。

产需修复继续收敛，外需总体好于内需；后续“补库”意愿和弹性等仍需跟踪

需求端景气总体平稳，外需总体好于内需；出口景气的改善，从纺织服装等传统消费品向机械设备、汽车等诸多领域扩展。10 月新订单指数持平前值，主要得益于外需持续改善的支持；新出口订单指数，10 月进一步上升 0.2 个百分点至 51%，为 2018 年中以来最高水平。细分行业中，纺织服装 PMI 新出口订单指数从前两个月的高位回落，而化纤、电子电器和机械设备等行业新出口订单指数持续改善。

生产景气小幅回落，企业库存也随之下降；考虑到制造业生产基本恢复至疫前水平，后续“补库”意愿和力度有待进一步跟踪。10 月生产指数为 53.9%，比上月微落 0.1 个百分点；其中，金属制品、化纤和有色等生产指数上升。与企业生产相关的采购量、原材料库存指数，均较前值回落 0.5 个百分点，且不同行业明显分化。产成品库存指数大幅下降 3.5 个百分点，后续“补库”力度仍需继续跟踪。

建筑业景气继续回落、高点或已过去；居民服务消费快速修复，值得持续关注

建筑业景气继续回落，基建和地产投资等增长最快的阶段或已经过去。10 月，建筑业商务活动指数为 59.8%、较前值下滑 0.4 个百分点，处于 5 月以来的持续下降通道中。细分建筑领域中，房屋建筑业大幅下滑 2.6 个百分点、建筑装饰业下滑 0.5 个百分点；土木工程建筑环比上升 0.5 个百分点，但也远低于年内高位。

服务业保持稳中有升的复苏势头，以居民生活服务改善最为明显。服务业商务活动指数 55.5%，连续第三个月

抬升，需求持续改善。大类行业中，生活服务业连续第 4 个月回升至 56%，以居民服务、住宿餐饮、零售为典型代表；在国庆、中秋双节带动下，居民出行意愿增强带动生活服务消费需求加快释放。相较之下，生产性服务业连续第二个月下滑，受信息技术服务业高位回落等因素的影响。

风险提示：国内外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

【宏观】“十四五”的“攻守之道”——宏观经济点评-20201030

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004

十九届五中全会，首次提出“远景目标”，并在“二〇三五年目标”基础上，制定了“十四五规划”，重点强调“科技创新”、“扩大内需”和“国家安全战略”。

“远景目标”强调经济高质量发展，“十四五规划”淡化总量、强调结构优化

“远景目标”突出强调经济高质量发展、核心技术突破和收入差距缩小等。会议从总量经济、产业发展和民生等方面，提出“二〇三五年目标”，主要包括：经济实力、科技实力和综合国力大幅提升，经济总量和居民收入再迈上新的大台阶；关键核心技术实现重大突破，进入创新型国家前列；人均国内生产总值达到中等发达国家水平，城乡居民生活水平差距显著缩小；保持战略定力，办好自己的事。

“十四五规划”淡化总量增长、强调结构优化。会议提出“十四五”六大方面的目标，包括经济发展取得新成效、改革开放迈出新步伐、社会文明程度得到新提高、生态文明建设实现新进步、民生福祉达到新水平、国家治理效能得到新提升。相较于“十三五”，本次未提出具体的收入增长目标，指出居民收入增长要与经济增长基本同步，强调经济结构优化、创新能力提升，及改革开放迈出新步伐等。

“十四五”将继续创新、协调和绿色发展，实施扩大内需和国家安全等战略

“十四五”基本延续了“十三五”主体思想，更加强调科技创新对国家发展的战略意义，更加重视国内市场、畅通国内大循环。对比来看，会议提出的“十四五”12 个方面发展理念，基本上延续“十三五”主体思路，强调创新、协调、绿色和开放等，进一步指出要把“科技自立自强”作为国家发展的战略支撑、建设科技强国；更加重视国内市场，畅通国内大循环，全面促进消费、拓展投资空间等。

相较“十三五”，会议还重点就国家安全、国防和军队现代化方面提出发展要求。会议提出，统筹发展和安全，建设更高水平的平安中国；坚持总体国家安全、实施国家安全战略，防范和化解影响我国现代化进程的各种风险。会议要求，加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一，确保二〇二七年实现建军百年奋斗目标；推动重点区域、重点领域和新兴领域协调发展，优化国防科技工业布局。

“十四五”期间，关注科技创新、产业现代化、扩大内需和国防等领域发展

结合“十四五规划”来看，未来重点关注科技创新、产业现代化、国防等领域发展。会议强调，要坚定不移建设“制造强国”、“质量强国”、“数字中国”，加快发展“现代服务业”、建设“交通强国”、推进“能源革命”。除新兴产业外，实施扩大内需战略，促进消费、拓展投资空间等，或将带来传统领域的产业升级和需求扩容。此外，还需关注国家安全、国防发展、军民融合等领域的协同发展。

风险提示：全球经济政治格局变化，及全球新冠疫情恶化。

【金融工程】资产配置月报（2020 年 11 月）——金融工程定期-20201101

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003 | 高鹏（分析师）

证书编号：S0790520090002

股债轮动模型观点：11 月份中配股票类资产

我们基于宏观视角和技术视角分别构建了股票类资产的择时指标，进一步将择时信号融入风险预算资产配置模型中进行组合权重优化，构建了股债轮动模型。

当股票类资产为华夏沪深 300ETF 时，在全样本区间内，股债轮动组合年化收益率 10.48%，最大回撤 2.32%，收益波动比 1.87。回看股债组合月度收益情况，10 月份组合月度收益率为 0.45%。展望 11 月份，建议配置沪深 300 股票类资产 11.1%权重，配置债券类资产 88.9%权重，整体上中配股票类资产。

当股票类资产为南方中证 500ETF 时，在全样本区间内，股债轮动组合年化收益率 9.33%，最大回撤 3.88%，收益波动比 1.6。回看股债组合月度收益情况，10 月份组合月度收益率为 0.14%。展望 11 月份，建议配置中证 500 股票类资产 9.8%权重，配置债券类资产 90.2%权重，整体上中配股票类资产。

行业轮动模型观点：11 月份看好有色、机械设备、家电、银行、汽车等

根据行业指数的黄金律因子和牵引力因子，等权对一级行业指数进行打分，每月选择分数最高的 9 个行业作为行业多头组合，基准组合为 28 个行业等权组合。

10 月份多头行业组合：家用电器、电子、机械设备、化工、非银金融、汽车、休闲服务、电气设备、国防军工。组合平均收益率为 1.72%，基准组合收益率为 0.35%，超额收益率为 1.37%。

11 月份多头行业组合：有色金属、机械设备、综合、银行、钢铁、家用电器、汽车、纺织服装、食品饮料。

股基 FOF 模型观点：10 月组合收益 2.90%，11 月份 FOF 组合详见表 2

基于净值的业绩归因方法，每月对偏股主动型基金的选股能力和择时能力进行分析。10 月份组合收益率 2.90%，股票型基金（加权）总指数收益率为 3.10%，混合型基金（加权）总指数收益率为 2.52%。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。

【固定收益】疫情的三次发酵：恐慌交易的边界正在变窄——固收专题-20201101

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

全球疫情三次发酵引发资金恐慌交易初现端倪，但交易的边界在变窄

全球资金再次出现了一些恐慌交易的端倪，这与全球疫情的三次发酵有关。疫情似乎又使得资金回到了 risk-off 的通道之中。一则随着新冠肺炎在全球范畴内扩散加速，包括美股在内的发达国家股票市场出现了显著下跌；二则美国 VIX 指数也出现了明显上涨，并回到了 30%以上的高位。

1）自年初以来，VIX 指数的几次上行都发生在疫情几次发酵的初期，但同样明显的是：随着疫情的不断加速，VIX 指数的顶部却是逐轮下降的。疫情与 VIX 指数之间的裂口产生的原因是：疫情无论对情绪还是基本面边际冲击最大的时刻已经过去。

2）如果疫情很难充分地传导到实体上，实体与情绪的相互共振就很难起来。经验数据也同样显示的是：疫情与经济需求之间不是一一对应的。以美国和欧洲为例，在 2020 年 4 月全球的第一轮疫情结束之后，疫情增加的轨迹与各自的 PMI 之间就已经不再存在逻辑上的相关性，取而代之的表现是：PMI 随着疫情的加速上升而逆势走高。

若疫情很难充分地传导到实体上，实体与情绪的相互共振就很难起来

1）疫情与经济增长本就不是线性关系，全球疫情的传染率也未抬升太多；真正影响经济增长的并非是疫情，

而是防疫政策，防疫政策不会因疫情患病人数的变化而反复调整，其调整节奏往往会比疫情变化要迟钝很多。

2）新冠肺炎的死亡率是明显下降的，病毒的边际影响也在逐步递减。曾在 2020 年 4 月下旬，全球新冠肺炎的死亡率一度高达 7.3%，此后新冠肺炎的死亡率逐步下降，目前该死亡率仅仅 2.6%。在新冠病毒的传染代际逐步更迭后，病毒与人体可能已经在不断相互适应，治疗技术及准备也在不断完善，这导致防疫需求在边际下降。

VIX 的上行显现市场信心仍偏脆弱，但蝴蝶效应未必启动

1）当前 VIX 的上行可能仅仅意味着市场信心仍偏脆弱，蝴蝶效应未必能因此启动。其原因是：在经济基本面刚刚从大底走出后，市场信心仍然在脆弱状态，此时哪怕出现一个偏小的风险事件出现，也容易引起恐慌指数的反应过度。

2）在新冠肺炎引发了 VIX 指数大幅走升之后，VIX 指数仍然可能因一些余震而再次上升，但事实上，这种余震对实体的反噬作用是很弱的，其最多只能带来经济增长的短时波动而已。

海外情绪传导到中国市场，还存在层层阻碍

1）内外基本面之间可能无法形成共振，如果我们承认海外需求的韧性，中国的出口就不会面临显著的风险。

2）情绪的直接传导历来不是深刻影响资产风格的理由，情绪这一单一因素对市场影响的力度及持续性都有限。

风险提示：市场恐慌、疫情反复

【固定收益】信用债净融资额大幅提升，收益率整体下行——固收定期策略-20201101

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002 | 梁岩涛（分析师）证书编号：S0790520070003

一级市场：净融资额大幅提升

1、上周（2020.10.26-2020.11.01）发行量小幅增加，净融资额大幅提升。信用债发行量达到 16976.44 亿元（环比增加 1.6%），净融资量达到 6191.05 亿元（环比增加了 2110.18 亿元）。

2、推迟或取消发行债券规模大幅增加。上周（2020.10.26-2020.11.01）有 18 只债券推迟或取消发行，计划发行金额为 139.5 亿元，规模上相较前一周 71.7 亿大幅增加。

二级市场：信用债成交量上升，收益率整体下行

1、成交量上升。上周（2020.10.26-2020.11.01）信用债二级成交量 10228.39 亿元，环比上升 7.88%。

2、信用债收益率以下行为主。上周（2020.10.26-2020.11.01）信用债收益率以下行为主，尤其以短久期产业债、长久期城投债下行明显。

3、产能过剩行业信用利差小幅收窄，上游原材料价格涨跌互现

评级调整：4 家主体评级下调

上周（2020.10.26-2020.11.01）4 家主体评级下调，无主体评级上调。

债市要闻：中央结算自 11 月 1 日起进一步将发行人发行登记服务费的费率降低 20%

1、中央结算发布通知称，决定自 2020 年 11 月 1 日起，在年初降费的基础上，进一步将发行人发行登记服务费的费率降低 20%。据此，年内预计为地方政府、政府支持机构、政策性银行、商业银行等金融机构以及非金融企业等各类发行人累计降费 5 亿元，明年（2021 年）预计降费 6.6 亿元。以下为全文：为进一步落实国家减税降费精神，支持实体经济，履行社会责任，中央国债登记结算有限责任公司决定自 2020 年 11 月 1 日起，在年初降费的基础上，进一步将发行人发行登记服务费的费率降低 20%。据此，年内预计为地方政府、政府支持机构、政策性银行、

商业银行等金融机构以及非金融企业等各类发行人累计降费 5 亿元，明年（2021 年）预计降费 6.6 亿元。公司将一如既往加强国家金融基础设施建设，深化安全高效运行保障，创新提升服务能力，更好服务市场，服务客户。

风险提示：经济复苏低于预期，政策支持力度不及预期。

【中小盘专题】新规后竞价定增解禁平均收益率 22.9%，胜率 75%——中小盘增发并购双周报-20201101

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002 | 李泽（联系人）证书编号：S0790120070082

本期（2020.10.17-2020.10.30）重大定增并购案例

（1）华润微定增 50 亿元，加码半导体封测领域布局；（2）深科技定增募资 17.1 亿元，用于存储先进封测与模组制造项目；（3）雪榕生物定增募资 22.50 亿，扩建生产基地，优化华东、华北产能布局。

定增并购动态及市场表现

（1）本期增发预案公告 25 例，募集金额 244 亿，数量与金额均明显下滑；本期 A 股新增公告成功发行案例 21 例，共募资金 281 亿，发行案例数量有所增加，金额有所下降。本期公告现金参与竞价定增实施 17 例，平均折价率 15.5%，平均收益率 23.4%，平均折价率及平均收益率均显著回升。2020 年至今现金参与竞价定增 143 例，平均折价率为 15.3%，收益率为 24.6%。

（2）本期并购 429 例，并购涉及金额 1935 亿元，数量有所下降，金额大幅上升。2020 年至今累计并购 7564 例，同比下降 13%，交易金额合计 17050 亿，同比下降 2%。从并购标的行业分布看，本期计算机、传媒、电子等领域并购展现较高的活跃度。本期并购重组市场情绪跟随市场回落：（1）整体看，2019 年以来涉及发行股份购买资产的 259 家 A 股公司本期股价平均下跌 4.7%，同期上证指数下跌 3.4%，沪深 300 下跌 2.0%，创业板下跌 2.5%。（2）本期涨幅最佳为浩丰科技，涨幅达到了 88.2%。公司此前拟以 4.57 元/股的价格发行股份购买信远通 100%股权，作价 3.54 亿元。本期涨幅较高主要系量子通讯主题驱动。

（3）截至本期末，已有 12 例按新规发行的竞价项目到期解禁，按解禁日收盘价计算的平均收益率为 22.9%。其中必创科技收益率最高，达到 84.0%，剑桥科技亏损幅度最大，为-31.6%，有 9 家公司为正收益，胜率为 75%。近期定增市场过会和批文发放的速度保持高位，供给端项目数量充沛，已获批文待发行项目数量迭创新高。同时，近期开始已有众多项目开始集中询价发行，每周询价项目数量已达近 10 家，供给端发行进入高峰期。发行供给端快速增长，需求端资金相对不足，供大于求的格局驱动定增折价率将维持在上限附近（本期公告发行的 17 例竞价定增项目中即有一半为底价发行）。折价率处于上限附近，叠加近期市场回调，定增市场投资再次进入“黄金坑”时期。

股权激励、增持、回购情况

股权激励：本期有 30 家公司推出了限制性股票或股票期权激励。其中，铂力特、容百科技、豆神教育、帝尔激光激励力度大的同时业绩要求高。增持：本期无公司获重要股东增持 5%以上。回购：本期共 14 家公司推出股份回购预案，回购预案上限金额合计 129.1 亿元，回购上限金额由高到低分别为中国建筑、永辉超市、海大集团、巨人网络、*ST 藏格、青山纸业、楚江新材、丰林集团、三利谱、泰嘉股份、佳讯飞鸿、再升科技、汇顶科技、汇中股份。

风险提示：再融资政策变动；并购政策变动。

行业公司

【计算机】周观点：基本面正在加速改善——行业周报-20201101

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

一周市场回顾：本周，沪深 300 指数下跌 1.63%，计算机指数下跌 3.73%。

周观点：基本面正在加速改善

科技强国是未来十年核心主线

10 月 26-29 日，十九届五中全会召开，强调了要深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略，完善国家创新体系，加快建设科技强国。并提出了到 2035 年基本实现社会主义现代化远景目标为关键核心技术实现重大突破，进入创新型国家前列。我们认为国家对科技创新高度重视，投入力度也将持续加大。

三季报披露收官，云计算、网安、信创等板块基本面向好

截止 10 月 30 日晚，计算机板块公司三季报基本披露完成。随着疫情影响消除，三季度板块业绩增速改善，尤其是云计算、网安、信创等细分板块向好趋势明显。1）云计算板块整体超出市场预期：金山办公营收单 3 季度同比增长 64.62%；用友云服务收入单 3 季度同比增长 102.6%；广联达前 3 季度云收入 11.07 亿元，占数字造价业务收入比例达 58.42%；签署云合同 15.71 亿元，同比增长 63.88%。2）网安板块内部有所分化，态势感知、云安全等新兴安全领域增速明显：奇安信收入单 3 季度同比增长 89.14%；安恒信息收入单 3 季度同比增长 64.95%；深信服收入单 3 季度同比增长 21.68%。3）信创板块加速趋势显现：中孚信息收入单 3 季度同比增长 57.63%；华宇软件前 3 季度新签合同同比增长 163%，其中智慧政务同比增加 1290%。此外，统信软件前 3 季度收入达到 1.45 亿元；中国软件、中国长城 3 季报中存货及合同负债等会计科目实现高速增长，也说明了信创项目加速落地。

投资建议：

重点推荐国联股份、淳中科技、中科曙光。

1）云计算：推荐金山办公、用友网络、广联达、宝信软件、鼎捷软件；其他受益标的包括浪潮信息、致远互联、新开普、泛微网络、福昕软件、石基信息。2）网络安全：推荐深信服、绿盟科技、奇安信、启明星辰、安恒信息、迪普科技；其他受益标的包括南洋股份（天融信）、美亚柏科、拓尔思、中新赛克。3）信创行业：推荐中科曙光、金山办公、华宇软件、超图软件；其他受益标的包括中孚信息、神州数码、中国长城、中国软件、诚迈科技、北信源、太极股份、东华软件、东方通等。4）金融 IT：受益标的包括恒生电子、长亮科技、宇信科技、神州信息、同花顺。5）医疗 IT：推荐卫宁健康、创业慧康、久远银海，受益标的包括思创医惠、万达信息。6）人工智能：受益标的包括科大讯飞、中科创达、千方科技、汉王科技等。

风险提示：上游行业 IT 支出不及预期；疫情影响全年业绩；人才流失风险。

【化工】昊华科技前三季度净利大增 34%，关注科研试剂国产化机遇——新材料行业周报-20201101

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003

上周（2020.10.26-2020.11.01）行情回顾

截至上周五（10 月 30 日），上证综指收于 3224.53 点，较上上周五（10 月 23 日）的 3278 点下跌 1.63%；创业板指报 2655.86 点，较上上周五上涨 2.12%。新材料指数报 3224.22 点，较上上周五上涨 0.02%，跑输创业板指 2.1%；半导体材料指数报 1648.85 点，较上上周五下跌 1.33%，跑输创业板指 3.45%；液晶显示指数报 9985.19 点，较上上周五下跌 1.82%，跑输创业板指 3.93%；OLED 指数报 2731.57 点，较上上周五下跌 1.56%，跑输创业板指 3.68%；尾气治理指数报 1993.67 点，较上上周五上涨 0.5%，跑输创业板指 1.61%。

上周（2020.10.26-2020.11.01）新材料板块的 100 只个股中，有 32 只周度上涨（占比 32%），有 66 只周度下跌（占比 66%）。7 日涨幅前五名的个股分别是：银禧科技、乐凯新材、杭氧股份、菲利华、中芯国际；7 日跌幅前五名的个股分别是：永太科技、扬帆新材、飞荣达、广信材料、隆华科技。

开源化工新材料周观察：关注科研试剂国产化机遇

科研试剂主要指在科学研究和分析检测过程中用到的化学和生物试剂，我国全国研究与试验发展（R&D）经费投入力度持续加大，由 2010 年的 7,062.6 亿元增长到 2019 年的 21,737.0 亿元，年均复合增长率达到 13.3%，受益于此，我国科研试剂及实验耗材市场规模达到千亿级别以上。赛默飞世尔、德国默克等外资企业通过兼并收购，规模化发展，占据科研试剂行业主要份额，在国内科研试剂市场，约 90%左右的市场为外资企业所占据。国内试剂企业大都倾向于通过代理外资品牌的方式先做市场，对客户需求和产品情况有了一定了解后再尝试进行进口试剂的复制或仿制，也有药石科技、阿拉丁等专注于自有品牌产品的企业。随着我国电子商务行业的飞速发展，为降低信息搜索成本，扩大销售半径，电商化销售成为科学服务行业势不可挡的趋势。

重要公司公告及行业资讯

【昊华科技】公司 2020 年前三季度实现营业收入 35.69 亿元，同比上升 5.66%；实现归母净利润 4.45 亿元，同比上升 33.76%。

【濮阳惠成】公司 2020 年前三季度实现营业收入 6.57 亿元，同比增加 28.26%；实现归母净利润 1.40 亿元，同比增加 22.10%。

【瑞联新材】公司 2020 年前三季度实现营业收入 7.27 亿元，同比减少 6.31%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比上升 1.32%。

受益标的

我们看好 OLED 材料、军工材料近三年的高确定性成长，看好 2020 年尾气催化材料、医药 CDMO 进入加速增长元年，看好半导体材料的国家战略高度。受益标的：昊华科技、彤程新材、瑞联新材、万润股份、濮阳惠成等。

风险提示：技术突破不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动等。

【电气设备】重视新能源汽车中周期的拐点——行业周报-20201101

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001

周观点：业绩拐点来临，重视中周期的持续性

1）新能源汽车行业：从三季报数据看，行业和公司已经出现业绩的拐点；我们认为，这一业绩拐点是行业中周期（一般 5 年左右，过去行业已持续下行两年多的时间）的重要临界点，拐点之后的向上周期有望持续两到三年。短期看，从我们跟踪的核心公司开工率看，龙头公司排产环比还在提升，很多环节已经接近满产状态。具体到投资层面，重视三方面机会：一是宁德时代等平台型企业；二是比亚迪汉等优质供应链；三是周期性环节和二线公司：六氟磷酸锂、碳酸锂、中科电气等。长期的投资方向，核心是特斯拉、宁德时代产业链。2）光伏行业：从三季报数据看，业绩持续向好，反应了季度装机增速向上趋势；但中周期看，光伏行业整体向上趋势 2019 年就已经比较明显，只是 2020 年上半年疫情压制了部分需求，导致 2020 下半年处于景气度的相对高峰。从产业链看，硅料、光伏玻璃仍是供需景气度较高的核心环节。投资方面，中长期关注具有全球核心竞争力的公司，隆基股份等龙头受益，短期关注逆变器、玻璃等环节的弹性机会，阳光电源、福莱特等受益。

锂电、光伏季度拐点来临，龙头展现强大竞争力

新能源汽车：受益于终端新能源车销量复苏，动力电池装机季度拐点来临，2020Q3 国内装机同环比分别+37.88%/+41.07%。公司方面，龙头公司宁德时代、恩捷股份、天赐材料、当升科技在行业内持续保持领先地位，一线龙头显现较好的成长性；同时中科电气、亿纬锂能、欣旺达等表现亮眼，未来有望表现出更好的业绩弹性。 光伏：根据国家能源局统计数据，Q3 国内装机约 8.55GW，同比增长 90.8%，环比增长 27%。三季度初新疆出现了硅料事故，导致硅料供给短期大幅减少，进而导致供给链价格普涨。虽然一部分需求由于组件价格上涨过多被迫后延，但由于疫情后的抢装需求本身十分旺盛，三季度国内装机依旧保持较高的同环比增速。玻璃等辅材的涨价也进一步印证了三、四季度国内装机旺盛的需求。从公司业绩增速看，2020Q3 光伏企业营收同比增长 19.5%，净利润同比

增长 36%，盈利能力环比继续改善；其中龙头公司进一步展现强大竞争力：隆基股份等龙头的市场份额持续提升。

板块和公司跟踪

新能源汽车行业层面：《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》规划 2035 年节能汽车与新能源汽车销量占 50%。

新能源汽车公司层面：宁德时代 2020Q3 实现归母净利润同比增长 4.24%。

光伏行业层面：国内 Q3 光伏新增 1870 万千瓦，光伏平均利用小时 916 小时。

光伏公司层面：隆基股份 2020Q3 实现归母净利润同比+51.93%。

风电公司层面：明阳智能 2020Q3 实现归母净利润同比+124.73%。

风险提示：新技术发展超预期、疫情导致需求低于预期、新能源市场竞争加剧。

【食品饮料】三季报白酒明显回暖，大众品增速普遍回落——行业周报-20201101

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038 | 逄晓娟（联系人）证书编号：S0790120040011

核心观点：白酒板块整体向好，大众品关注估值回落后的机会

三季报已完成披露，白酒板块增速如期回暖，原因一是 2020Q3 酒企清理春节库存导致增速偏低；二是中秋节日出国游玩减少，经济内循环带来消费小高潮，叠加上半年延迟消费的恢复，受损较重的中高档白酒的礼品属性有较好释放，销量及产品结构均出现明显好转；三是酒厂内部积极性和紧迫性高，对三季度较往年相比更加重视，费用投入、消费拉动、需求拓展力度环比上半年加大。白酒中五粮液、泸州老窖、山西汾酒、酒鬼酒、洋河股份、金徽酒等，三季度均表现出较好的业绩增长。往 2021 年展望，一方面消费仍然复苏，消费升级趋势持续；另一方面疫情带来的低基数效应在上半年会有体现，估计白酒板块仍是市场青睐对象。

大众品三季度营收增速普遍下滑，原因：一是疫情期间部分补偿性消费，以及补库存动作在二季度体现，2020Q2 本身就是增速高点；二是 7-8 月通常是消费淡季，增速会有自然回落。三季度行业龙头仍表现出较好的持续性，如海天味业、双汇发展、伊利股份等，营收保持与全年同步略高水平，市占率仍在提升，也反映出行业受到疫情后重新洗牌，龙头凭借自身实力享受集中度提升红利。往 2021 年展望，一季度受到春节时间延后以及低基数的效应，增速可能处于高位，全年来看企业仍可稳步增长。建议关注三季度跌幅较多，同时基本面趋势向上品种，如嘉必优、煌上煌等。

推荐组合：贵州茅台、五粮液、中炬高新与海天味业

（1）贵州茅台回款节奏按计划进行，批价持续走高。直销体系中多个渠道可能增量，叠加其他直销出口逐渐理顺，直销渠道占比将进一步提升，业绩大概率平稳增长。（2）五粮液持续推进营销改革，加大渠道管控，销量提升源于空白市场覆盖以及团购渠道开拓，预计全年大概率完成双位数增长。（3）中炬高新淡季增速略有回落，公司已积极调整费用投放节奏，争取全年目标达成。目前公司仍按即定战略有序推进，渠道细化、产品开发等工作仍在进行，长期成长逻辑清晰。（4）海天味业动销良性发展，三季度营收略超预期，按节奏完成目标。目前开启新一轮招商以拓展品类，进度良好，持续成长的确定性进一步加强。

板块行情回顾：食品饮料跑赢大盘

10 月 26 日-10 月 30 日，食品饮料指数表现持平，一级子行业排名第 8，跑赢沪深 300 约 0.5 pct，子行业中其他酒类（3.9%）、肉制品（1.9%）、啤酒（1.5%）涨幅领先。上周（2020.10.26-2020.11.01）三季度披露完成，公司业绩分化明显，股价表现也与业绩相关。个股方面，汤臣倍健、金徽酒、泸州老窖等涨幅领先；均瑶健康、ST 加加、有友食品等跌幅居前。

重点新闻：泸州老窖“高光”品牌正式发布

10 月 24 日，泸州老窖“高光”品牌正式发布，定位中国白酒行业首款新轻奢主义白酒，瞄准 80 后、90 后“轻奢族”消费群体（来源于微酒）。

风险提示：宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

【房地产】公积金可用于老旧小区加装电梯，百强房企销售景气度高位回落——行业周报-20201101

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（分析师）证书编号：S0790520100001

房住不炒基调不变，长效机制持续完善，维持行业看好评级

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。目前房地产板块估值有所修复，板块 PE-TTM 为 8.27 倍，但仍处于历史低位。伴随疫情影响逐渐消散，预计全年结算将回到增长轨道。我们建议四季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

政策：中央完善长效机制，10 月百强房企销售增速高位回落

1）中央层面，住建部表示房地产市场基本实现“稳地价、稳房价、稳预期”目标，并将加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。发改委加快落实支持城镇老旧小区居民提取住房公积金，用于加装电梯等自住住房改造个人支付部分的政策。民社部指出“十四五”期间，全国老年人口将突破 3 亿，将从轻度老龄化迈入中度老龄化，5 到 10 年后第一代独生子女父母将进入中高龄。随着户均套数提升、老龄化程度持续加重，中国逐渐告别住房短缺时代，后地产周期来临，改善性需求将成为阶段性主题。2）地方政策上，公积金政策方面，武汉对住房公积金流动性实施风险管理，若个贷率超 85%，则实施“分级预警，适度调控，保障刚需”政策。区域规划方面，北京将立足首都城市定位，全面落实区域协调发展各项任务，促进区域协调发展向更高水平迈进。周内政策调控领域全面，地方因城施策自主权较大，但调控的最终目的均是保持当地市场平稳健康发展。3）2020 年 10 月，百强房企销售额单月同比增长 21.5%，较前值下降 3.3 个百分点，连续 2 个月出现下滑态势，百强房企销售额增速高位回落，预计后续修复趋势放缓。

成交：一二手成交向好趋势不变

1）新房：2020 年第 44 周，全国 32 城成交面积 484 万平米，同比增加 12%，环比下降 14%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 18259 万平米，累计同比下降 2%，增速降幅仍在收敛。2）二手房：2020 年第 44 周，全国 9 城成交面积为 140 万平米，同比增速 33%，前值 11%；年初至今累计成交面积 5034 万平米，同比增速 -4%，较前值提升 1 个百分点。

资金：信用债、海外债发债规模同比分化

房企信用债、海外债发行规模累计增速分别为 24%、9%。2020 年第 44 周，信用债发行 89.9 亿元，同比增加 12%，环比增加 37%，平均加权利率 2.51%，环比增加 37BPs；海外债发行 15.8 亿美元，同比减少 28%，环比减少 26%，平均加权利率 3.83%，环比减少 214BPs。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

【商业贸易】贝泰妮过会、完美日记递交招股书，化妆品龙头资本化进程加速，个股新增推荐爱美客——商贸零售行业周报-20201101

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 符超然（联系人）证书编号：S0790120080062 | 李旭东（联系人）证书编号：S0790120010014

化妆品龙头公司资本化加速，双十一预售火爆，美妆品类表现亮眼

上周（2020.10.26-2020.11.01），贝泰妮（敏感肌修护领域龙头薇诺娜品牌的母公司）创业板首发上会获通过，

同时逸仙电商（美妆新锐品牌完美日记的母公司）也正式递交招股说明书，有望成为美股中国美妆第一股。近年来化妆品行业持续高景气，国内头部优质公司纷纷受到资本市场青睐，除珀莱雅、丸美股份、御家汇等已成功登陆 A 股外，一级市场中贝泰妮（薇诺娜）、逸仙电商（完美日记）、毛戈平等亦多次获得大额融资，总体看美妆行业资本化进程在不断加速。近期，电商双十一预售也在火爆进行中，美妆品类表现优异，珀莱雅、玉泽、润百颜、丸美、薇诺娜等各大品牌也纷纷借助直播等新形式加大推广：薇娅带货玉泽积雪草修护干面膜，预定量接近 18 万；李佳琦带货薇诺娜特护霜礼盒，预售量接近 10 万。截至 10 月 30 日，根据魔镜市场情报数据，护肤品类中薇诺娜（预售超 3 亿元）、玉泽（预售超 1 亿元）、珀莱雅（预售超 1 亿元）表现优异，完美日记（预售接近 2 亿元）已进入彩妆品类品牌前三。考虑到四季度本身是化妆品销售旺季，在中秋、国庆双节以及双十一等电商购物节带动下，龙头公司经营有望持续受益。

行业关键词：薇诺娜、完美日记、双十一预售、抖音电商、线上生鲜等

【薇诺娜】薇诺娜母公司贝泰妮创业板首发过会。

【完美日记】完美日记母公司启动赴美上市，冲击美股中国化妆品第一股。

【双十一预售】天猫双十一预售五日榜单发布，欧莱雅美容护肤类夺魁。

【抖音电商】抖音电商 11.11 大促节首日销量排行榜发布。

【线上生鲜】CAMIR 发布《2020 线上生鲜行业报告》。

板块行情回顾

上周（10 月 26 日-10 月 30 日）零售板块（商业贸易指数）报收 3547.79 点，下跌 3.21%，跑输上证综指（上周下跌 1.63%）1.58 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 21 位。各细分板块中，珠宝首饰板块上周（2020.10.26-2020.11.01）跌幅最小，2020 年年初至今专业连锁板块表现最好。个股方面，上周远大控股（+10.2%）、*ST 中商（+8.4%）、北京城乡（+8.2%）等涨幅靠前。

投资建议：零售公司三季报披露完毕，新增重点推荐医美板块爱美客

投资主线一：消费复苏进行时、电商购物节火爆，关注持续高景气的化妆品板块和终端需求改善明显的黄金珠宝板块（重点推荐周大生、老凤祥）；

投资主线二：政策和需求共振驱动的跨境电商板块，重点推荐吉宏股份（三季度跨境电商淡季不淡，四季度延续高增长可期）。

投资主线三：颜值经济时代医美行业蓬勃发展，中游医美产品生产商占据产业链核心环节，重点推荐国内玻尿酸产品龙头爱美客。

风险提示：宏观经济风险，疫情扩散影响加剧，中小企业经营压力增大。

【非银金融】3 季报符合预期，继续看好保险股投资机会——非银金融行业周报-20201101

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

周观点：非银 3 季报符合预期，继续看好保险股投资机会

上周（2020.10.26-2020.11.01）3 季报全部落地，保险保费增速有所放缓、利润降幅收窄，券商净利润同比+40%，整体符合我们预期；上周（2020.10.26-2020.11.01）金融委召开专题会议，提及依法将金融活动全面纳入监管，我们预计后续监管或针对金融科技公司出台相关监管要求。监管规范开门红对大型险企影响较小，看好 2021 年开门红保费增速改善，负债端和资产端双轮驱动下，继续看好保险板块。金融委提及全面注册制，后续全面注册制进程进程有望超预期，看好 3 季报高增长标的投资机会。

保险：监管规范开门红对大型险企影响较小，3 季报保费增速回落符合预期

1）10 月 29 日，据 21 世纪经济报道，银保监会人身险部发布了《关于加强规范管理促进人身保险公司年度业务平稳发展的通知》。通知要求人身险公司回归保障本源，严查捆绑销售、销售误导等六类违法行为，我们认为该政策文件主要对违规销售行为进行规范，未对产品做出限制，对规范化运作的大型上市险企影响较小。2）3 季报看，上市险企前 3 季度新单保费增速放缓符合预期，险企业务重心放在 2021 年开门红备战，当年诉求有所减弱；3 季报上市险企净利润同比降幅缩窄，得益于股市上涨带动总投资收益率回升和 2019 年税改带来的高基数影响减弱。3）整体看，上市险企提早积极布局 2021 年开门红，对标银行理财类产品收益率优势提升，叠加转型见效和疫情带来的低基数，我们预计上市险企 2021 年开门红保费增速有望超预期。经济复苏持续下，长端利率保持稳中有升趋势，保险资产端改善有望持续，继续看好保险股投资机会。受益标的中国太保、新华保险和中国平安。

券商：全面推行注册制进度或超预期，3 季报符合我们预期

1）上周（2020.10.26-2020.11.01）金融委召开专题会议，会议强调增强资本市场枢纽功能，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。监管高层多次提及全面注册制，我们预计全面推行进度有望超预期，注册制及配套政策将持续提升券商盈利能力。2）上市券商 3 季报基本符合我们预期，35 家上市公司前 3 季度归母净利润同比+40.2%(我们预计+41%)，环比+2.7%，年化 ROE 9.3%，较中期的 9.2%略有提升，期末杠杆率 3.81 倍，较 6 月末+3%。在股市活跃度大幅提升背景下，券商业绩环比小幅增长，主要受券商主动加大减值拨备和 2 季度子公司投资收益基数较高影响。3）TOP 6 券商 PB 降至 1.55 倍，低于历史中枢，PE(TTM)估值 17.6 倍，位于历史 30%分位数。后续政策利好有望超预期，看好券商板块中盈利高增长标的投资机会。推荐国金证券和东方财富，受益标的华泰证券、中信证券、中金公司(港股)和招商证券。

受益标的组合：

保险：中国太保，新华保险，中国平安。

券商：国金证券，东方财富，华泰证券，中信证券，中金公司(港股)，招商证券；

风险提示：海外不确定性造成权益市场风险偏好下降；长端利率走低带来保险利差损担忧。

【石油化工】原油基本面有所承压，天然气需求向好&长丝价差维持高位——行业周报-20201101

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

原油基本面有所承压，天然气需求向好&长丝价差维持高位

截止上周五（10 月 30 日），Brent 油价为 37.45 美元/桶，较上上周（10 月 23 日）下跌 4.14 美元/桶。美欧疫情再度恶化，美国刺激计划谈判搁浅及油品库存数据表现欠佳加重市场担忧情绪；天然气方面，步入十一月供暖季，国内 LNG 有望出现季节性上涨，城燃公司有望受益销量价格齐升；上周（2020.10.26-2020.11.01）国家管网跨区托运首单实现，安徽天然气公司成功接受中海油深圳 12 万方气量，国家加快构建“X+1+X”油气市场体系，长期来看，上游供给端 LNG 进口动能增强，下游需求端受益成本优化，燃气普及率有望抬升，利好天然气全产业链。聚酯方面，上周（2020.10.26-2020.11.01）长丝企业连续拉涨，“双十一”订单短期内支撑市场订单，寒潮冷冬预期下市场补单较多，长丝开工率维持 83.48%高位，环比持平；纺织业销量整体维持高位，助推长丝价差维持 2020 年相对高位。受益标的：1）民营大炼化：桐昆股份、荣盛石化、恒逸石化；2）轻烃裂解龙头：卫星石化；3）油服龙头：中海油服；4）煤制烯烃龙头：宝丰能源；5）民营加油站：和顺石油；6）受益资产注入管网公司：中国石油、中国石化、中油工程、新奥股份、深圳燃气。

原油产量、库存均增加&需求维稳，OPEC+有望在更长时间限制产油量

原油产量&钻井数增加：根据 EIA 最新数据，10 月 28 日当周美国原油产量为 1110 万桶/天，周环比增加 120 万桶/天；根据 Baker Hughes 最新数据，10 月 30 日当周美国活跃钻井数 296 台，周环比增加 9 台；原油库存增加：10 月 30 日当周美国商业原油库存为 4.92 亿桶，周环比增加 432 万桶，较上上周略有增加；汽油库存为 2.47 亿桶，

周环比减少 89.2 万桶。需求维稳：10 月 30 日当周美国炼厂原油加工能力为 1862 万桶/天，与上上周持平；炼厂开工率为 75%，周环比增加 2%；美国油品消费量为 1963 万桶/天，周环比增加 152 万桶/天。OPEC+有望在更长时间内限制产油量：根据原减产计划，OPEC+从八月开始将减产幅度缩减至每天 770 万桶，并在 2021 年 1 月开始将减产幅度缩小 200 万桶/日。但面对欧洲实施封锁措施和一些 OPEC 成员国增产，主要产油国沙特和俄罗斯均赞成将目前约 770 万桶/日的减产延续到 2021 年，或在更长时间内限制产油量。

供暖季来临提振需求，国家管网跨区托运首单完成

供暖季来临提振需求：截止上周五（10 月 30 日）NYMEX 天然气价格为 3.39 美元/百万英热，周环比上涨 0.45 美元/百万英热，天然气内外盘价差为 801.63 元/吨，周环比上涨 323.06 元/吨(68%)，月环比上涨 235.26 元/吨(42%)。步入 11 月供暖季已来临，国内天然气有望出现季节性上涨，建议关注受益天然气销量与价格齐升的燃气公司（新奥股份，深圳燃气）。国家管网跨区托运首单实现：上周（2020.10.26-2020.11.01），安徽能源集团天然气公司开始从西气东输一线利辛接收来自中海油深圳 LNG 接收站的天然气资源项目，首单 12 万方气量交收完毕，标志着国家管网正式运营后首次跨区域天然气托运业务顺利实现，对落实国家油气体制改革，加快构建“X+1+X”油气市场体系具有里程碑意义。长期来看，上游供给端 LNG 进口动能增强，需求端受益成本优化，燃气普及率有望抬升，利好天然气全产业链。

终端纺服需求支撑，长丝价差维持 2020 年高位

上周（2020.10.26-2020.11.01）长丝企业连续拉涨，“双十一”订单短期内支撑市场订单，寒潮冷冬预期下市场补单较多，纺织业销量整体增高，长丝开工率维持 83.48%高位，环比持平。价差方面：上周（2020.10.26-2020.11.01）PX-石脑油价差小幅缩小 0.6%；PTA-PX 价差缩小 10.27%；周涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差小幅扩大 5.8%，维持 2020 年较高水平。

风险提示：原油价格剧烈波动、地缘政治加剧、疫情反复导致需求萎靡风险。

【化工】海外疫情反复致油价大幅调整，建议关注业绩确定性强及低估值龙头——化工行业周报-20201101

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003

上周（2020.10.26-2020.11.01）行业观点：油价大幅调整，建议关注业绩确定性强及低估值子行业龙头

上周（2020 年 10 月 26 日-30 日）国际油价大幅调整。根据卓创资讯数据，截至上周五（10 月 30 日），WTI 原油报 35.79 美元/桶，较上周一下跌 7.18%；布伦特报 37.46 美元/桶，较上周一下跌 7.14%。海外疫情方面，欧洲新冠疫情形势再次严峻，多国封城、加强防疫措施。根据腾讯网报道，10 月 28 日，因疫情加剧，法国总统宣布全境禁足，并再次封国。德国几乎在同一时间也宣布，11 月 2 日起全国封城一个月。10 月 30 日，比利时也宣布“封国”。10 月 31 日晚，英国首相鲍里斯·约翰逊宣布从 11 月 5 日起英国英格兰地区开始实施第二次全面封锁，直至 12 月 2 日结束。另根据金投网报道，随着利比亚各方签署停火协议，利比亚计划提高原油产量，上周利比亚已经增产至 68 万桶/天。国际油价大幅调整，或令化工板块整体有所承压。

PMI 仍位于临界点之上，经济持续复苏。10 月 31 日，国家统计局发布 10 月份中国采购经理指数（PMI）有关情况。根据国家统计局数据显示，2020 年 10 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.4%，比上月微落 0.1%、但 PMI 数据已自 3 月份以来连续位于临界点以上，表明制造业总体持续回暖，经济持续复苏。新出口订单指数，10 月进一步上升 0.2 个百分点至 51%，为 2018 年中以来最高水平。细分行业中，纺织服装 PMI 新出口订单指数从前两个月的高位回落，而化纤、电子电器和机械设备等行业新出口订单指数持续改善。

建议关注绝对低估值的化工子行业龙头。尽管国际油价调整或令化工板块有所承压，但随着中国经济持续复苏，国内疫情得到良好的控制，中国企业已能持续、稳定经营生产。短期我们看好业绩确定性强及绝对低估值的化工子行业龙头。如萤石行业龙头金石资源、粘胶短纤行业龙头三友化工、涤纶工业丝行业龙头海利得。我们仍看好未来

化工行业作为基础制造业继续复苏，目前我国生产增长、综合需求持续好转，长期看好化工龙头。

受益标的：【绝对低估值龙头】金石资源、三友化工、海利得；【化工龙头】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、新和成、扬农化工；【弹性标的】华峰氨纶、鲁西化工、新凤鸣、利民股份。

上周（2020.10.26-2020.11.01）行业要闻：新乡化纤参股公司年产 6 万吨 Lyocell 纤维项目开车成功

【化纤行业】新乡化纤参股子公司年产 6 万吨 Lyocell 纤维项目一次性开车成功，项目为国内单线最大产能。受益标的：新乡化纤。【农药行业】巴西批准代森锰锌等三种农药扩展用于小宗作物。受益标的：利民股份。【农药行业】EPA 重新批准此前被法庭否定农药的使用，美国麦草畏需求将迎来边际改善。受益标的：扬农化工、长青股份等。【MDI 行业】万华化学 BC 公司或将于 2021 年第三季度投产 20 万吨/年苯胺新装置。【石化行业】山东裕龙岛 2,000 万吨炼化一体化项目正式开工。受益标的：万华化学。

风险提示：油价大幅下跌；环保督察不及预期；下游需求疲软；经济下行。

【农林牧渔】2020 年三季报业绩总结：后周期业绩表现突出，禽养殖利润大幅下降——行业周报-20201031

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

周观察：2020Q3 后周期业绩表现突出，禽养殖利润大幅下降

2020Q1-Q3 业绩保持高增，盈利能力同比提升。2020Q1-Q3 农业行业实现营业收入 4948 亿元，同比增长 26%，归母净利润 616 亿元，同比增长 121%。单 Q3 实现营业收入 1950 亿元，同比增长 32%；归母净利润 283 亿元，同比增长 84%。2020Q3 行业销售毛利率 22.90%，同比提升 2.76pct，销售净利率 15.73%，同比提升 4.61pct，净资产收益率 7.63%，同比提升 2.25pct；盈利能力趋势看，除行业销售毛利率于 2020Q2 下滑外，净利率及净资产收益率逐季改善，且每季度同比增幅均超过 2pct。

禽养殖及渔业利润下滑，动保及饲料板块增长加快。2020Q1-Q3 农业各子行业中，除禽养殖、种子及渔业板块收入分别下滑 15.78%、15.00%和 9.90%，其他均实现同比增长，利润角度看，除禽养殖、种子及渔业板块利润分别下滑 71.13%、74.41%和 48.55%，其他均实现同比增长，其中畜养殖及宠物食品板块利润翻倍。盈利能力看，畜养殖毛利率、净利率提升明显，饲料、动保、宠物食品均有不同幅度提升，禽养殖盈利能力大幅下滑，渔业小幅下滑。整体来看，高猪价刺激下补栏积极性提高，动保、饲料行业业绩加速恢复，2020 年 Q1-Q3 归母净利润同比分别增长 47.56%及 90.50%。

周观点：能繁母猪存栏量改善，补栏期继续推荐动保板块

据农业农村部数据，2020 年三季度能繁母猪和生猪存栏继续回升，8 月份能繁母猪存栏环比增长 3.5%，连续 11 个月增长，同比增长 37%，生猪存栏环比增长 4.7%，同比增长 31.3%。随着生猪加快恢复，养殖后周期动保板块持续回暖。展望未来，一方面猪价仍将保持较高水平运行，刺激行业补栏积极性提高，另一方面，国家政策层面不断出台扶持政策，保障生猪供给有效恢复，动保企业未来三年业绩增速确定，看好动物保健板块投资机会。建议关注具备研发工艺壁垒的平台型企业，重点推荐普莱柯、科前生物。

上周重点新闻（10.26-10.30）：十三五”农业农村发展各项目标任务胜利完成

【四川省宁南县在查获的外省违规调运生猪中排查出非洲猪瘟疫情】

【十三五”农业农村发展各项目标任务胜利完成】

上周价格跟踪（10.26-10.30）：鸡苗、毛鸡、毛鸭、玉米价格上涨，生猪、仔猪、鸭苗、鲈鱼、对虾、大豆、白糖价格下跌

生猪养殖：据博亚和讯数据，10 月 30 日全国外三元生猪均价为 28.65 元/公斤，环比下降 1.95%；仔猪均价为 95.46 元/公斤，环比下降 1.54%。白羽肉鸡：据 Wind 数据，上周（2020.10.26-2020.11.01）鸡苗均价 1.26 元/羽，环

比上涨 27.27%；毛鸡均价 6.04 元/公斤，环比上涨 1.17%

风险提示：宏观经济下行，农产品价格大幅下跌；非洲猪瘟疫情恶化，上市企业出栏量不及预期；新冠疫情加重，消费需求复苏慢于预期。

【煤炭开采】三季报环比改善&晋能控股挂牌，继续看好煤炭板块行情——行业周报-20201031

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

三季报环比改善&晋能控股挂牌，继续看好煤炭板块行情

上周（2020.10.26-2020.11.01）动力煤价格再现涨势，秦港动力煤现货平仓价小涨至 605 元/吨，重回红色区间。考虑到产地保供增产及电厂高库存，本次上涨或不是短期基本面的体现，或主因港口低库存及优质煤紧缺等因素引起的港口结构性行情，产地煤价则基本保持平稳。上周（2020.10.26-2020.11.01）供需基本面基本平稳，延续“弱需求、宽供给”格局：需求方面，电厂日耗仍处于低位，可用天数在 30 天以上，高库存情况下补库节奏放缓；供给方面，内蒙地区保供工作有序落实，产地供给加速释放，进口煤方面仍然限制严格，南方沿海电厂所剩额度不多，由于产地增产是保供主要方式，供给端整体呈宽松倾向。后期判断，需求方面，北方地区临近冬季供暖用煤高峰期，部分地区已开始供暖，今冬受拉尼娜现象影响冷冬预期增强，低温将带动供暖耗煤增长，同时南方水电出力减弱也将增加火电负荷，均将支撑未来三月的用煤需求；供给方面，前期供给整体收紧已造成东北等部分地区供煤缺口，预计产地保供政策将在短期内持续，考虑到需求或将阶段性增长，供给面宽松程度有限，同时澳煤禁令也为进口煤政策定下基调，国内保供或主要以产地为主，进口端将持续严格。基本面中长期来看，在各项经济政策刺激下，基建投资力度加大、地产韧性犹存推动的内需增长，煤炭需求增长仍有空间，“十四五”期间供改将持续深化，各地去产能力度加大，产能集中度提升，优质产能释放，供给格局将趋于合理稳定。总体来看，上周（2020.10.26-2020.11.01）港口煤价上涨短期缺乏基本面支撑或涨幅有限，中长期来看供需趋于稳定的基本面将减弱煤价波动性，有助于合理区间内稳定。上周（2020.10.26-2020.11.01）晋能控股集团正式挂牌，标志着山西国改深化煤企重组实现重大突破。上周（2020.10.26-2020.11.01）三季报结束发布，主要煤企业绩汇总来看，归母净利环比增长 17%，行业整体环比改善趋势确立，持续看好煤企在业绩驱动下的估值修复。高分红及高股息率受益标的：中国神华、陕西煤业、平煤股份、盘江股份；高弹性受益标的：兖州煤业、神火股份、淮北矿业；国企改革受益标的：潞安环能、西山煤电、山煤国际；煤焦产业链延伸布局烯烃标的：宝丰能源、金能科技；积极推动债务重组标的：*ST 永泰。

煤电产业链：上周（2020.10.26-2020.11.01）港口煤价小涨，冷冬预期将支撑用煤需求

上周（2020 年 10 月 26 日-10 月 30 日）港口动力煤价小涨至 605 元/吨，重回红区，保供发力下或缺乏基本面支撑。需求方面，上周电厂日耗仍处于低位，可用天数在 30 天以上，高库存情况下补库节奏放缓，但随着北方各地陆续进入供暖期，叠加拉尼娜现象带来的冷冬预期，供暖耗煤将对未来三月需求形成支撑。供给端以内蒙为主的产地供给发力，进口煤仍然受限，总体来看供给面趋向宽松。

煤焦钢产业链：上周（2020.10.26-2020.11.01）焦煤强&焦炭稳，澳煤禁令推动焦煤补涨

焦炭方面，上周（2020.10.26-2020.11.01）焦价平稳，部分焦企开始酝酿第六轮提涨。需求端钢厂开工率持续高位稳定，低库存情况下已出现补库倾向；供给端偏紧，下半年各主产地去产能力度加强，“蓝天保卫战”收官之际焦化限产深化，紧供给叠加下游补库预期促成焦价持续强势。焦煤方面，在澳煤禁令收紧供给的催化下，上周（2020.10.26-2020.11.01）港口及产地焦煤价格均有上涨。同时焦钢企开工率保持高位，焦企获利丰厚对焦煤涨价接受程度较高，在供给进一步收紧情况下，炼焦煤价格或走出补涨行情。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险

【通信】5G 建设持续推进待集采，通信估值与业绩有望双升——行业周报-20201031

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

上周（2020.10.26-2020.11.01）通信指数有所下跌，通信行业相关公司 Q3 业绩整体企稳回升，维持对通信行业“看好”评级

上周(2020 年 10 月 26 日-2020 年 10 月 30 日)上证指数下跌 1.63%,深证成指上涨 0.82%,创业板指上涨 2.12%。上周一级行业指数中通信板块跌幅 3.93%。上周通信主题事件较多。国际动向层面，AMD 宣布 350 亿元收购赛灵思；中方决定制裁多家美国军用企业；美国卫星公司 Ligado 筹得 38.5 亿美元推进毫米波 5G 计划。网络运营层面，中国移动建成全球规模最大的 5G 网络；工信部考虑将 5G、集成电路等纳入“十四五”国家专项规划。设备集采消息层面，中国电信网关集采加速 WIFI6 产业成熟。网络建设层面，广东电信携手华为完成全球首个 OTN 立体智能网改造升级，正式进入 F5G 智慧全光 2.0 时代；苏州电信携手华为完成全球首个 2.6G+4.9G 200M 5G CA 商用网络下的创新试点测试。通信行业相关公司三季报业绩披露，Q3 业绩整体复苏向好。目前我国 5G 建设如火如荼，5G 应用高速发展可期，整体发展确定性较强，维持对通信行业“看好”评级。

中国互联网普及率超额超额完成目标，5G 商用驶入“好用”快车道

根据工信部数据显示，互联网普及率提前超额完成规划目标，2019 年底固定宽带家庭普及率、移动宽带用户普及率分别达到 91%、96%。千兆光纤覆盖家庭超过 8000 万户，4G 用户超过 12 亿。5G 商用也驶入快车道，已累计开通 5G 基站 69 万个，连接用户数超 1.6 亿；增值电信企业数量达 9 万家，移动流量平均资费较 2015 年底下降 95%。2019 年我国 5G 频谱被分配给四家运营商，目前已经形成“移动+广电”及“电信+联通”竞争局势，“移广”5G 基站建设目前主要以 2.6G 频段为主，“移广”700M 频段基站处于测试阶段。“电联”5G 基站建设主要以 3.3-3.6G 频段为主，“移广”优势在于用户群较广且优质音视频资源较多，“电联”优势则在于电信的云计算领先地位及国际优质频段，二者合作加速我国 5G 建设，推动 5G 从可用到好用升级。

投资建议：物联网持续高景气，5G 专网及应用相关标的业绩向好，龙头价值凸显

随着 5G 建设加速及应用端落地普及，我们认为 IDC 随互联网、云视频、云游戏等应用端发展，快速发展确定性较强，车联网为目前 5G 主要应用发展方向市场空间大，重点细分领域如模组需重点关注；民用专网升级换代需求浮现，龙头企业将持续受益。推荐标的：中兴通讯（000063）、移远通信（603236）、广和通（300638）、亿联网络（300628）、佳讯飞鸿（300213）、会畅通讯（300578）、小米集团-W（1810）。受益标的：浪潮信息（000977）、科华恒盛（002335）、梦网集团（002123）、数据港（603881）、金溢科技（002869）。

风险提示：中美贸易摩擦影响全球经济及 5G 发展；国内 5G 商用未及预期

【农林牧渔：美团-W(03690.HK)】核心能力持续外扩，无界愿景已见雏形——港股公司首次覆盖报告-20201031

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

本地生活龙头，核心能力外扩，内生循环打通，首次覆盖，给予“买入”评级

美团采用双平台发展模式（美团+大众点评），在本地生活服务领域确立龙头地位。公司聚焦核心能力圈，围绕就餐场景筑高品牌优势，高商家及用户粘性得到市场验证。基于外卖业务打造的配送网络，提出“万物到家”未来发展规划，通过非餐到家、生鲜零售等品类实现公司核心能力的外扩。公司已实现内生循环打通，以主营业务培养新业务，以新业务服务主营业务，从而形成业务间的有效协同，公司 B 端业务及食杂零售潜力巨大且与现有业务的协同效应明显。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 26/110/201 亿元，EPS 分别为 0.4/1.9/3.4 元，对应当前 PE 估值 574/134/73 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

外卖业务领先优势扩大，盈利能力提升

公司外卖业务自 2Q2020 迅速恢复，市占率持续提升至 68.2%，领先优势扩大。同时自 2017 年毛利转正后，外卖业务盈利能力持续提升，变现率、毛利率等指标持续改善。长期看，单均补贴和骑手成本有望逐步下降，虽然佣金率趋稳，但营销收入仍有较大提升空间，带来变现率提升。

酒店业务成长迅速，已成为全球预定量第二大 OTA 平台

美团于 2018 年在间夜量上实现对携程系的超越，在 2019 年又进一步完成对国际市场第二大 OTA 平台 Expedia 的超越。在高预定量基础上，美团酒店业务仍保持较高增速，以“酒店+X”策略加速高星酒店资源的吸收。后疫情时代，美团有望在酒店业务上继续保持高增速，并在各分层市场中确立综合竞争优势。

新业务孕育美团无限可能，食杂零售业务加速

B 端新业务发展相对稳健，供应链服务及收银 RMS 已为公司业绩增长贡献价值。C 端业务方面，出行业务亏损幅度有效缩小；新零售业务加快试错及优化，以资源倾斜的方式加速零售电商业务探索。美团买菜有望率先验证前置仓模式价值。

风险提示：1）疫情风险；2）细分领域竞争加剧；3）酒旅行业恢复节奏不及预期；4）新业务持续拖累业绩。

【中小盘：晶晨股份(688099.SH)】多媒体 SoC 芯片全球龙头，迎 5G 时代“芯”机遇——中小盘首次覆盖报告-20201031

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002 | 尹鹤桥（联系人）证书编号：S0790119110035

三重优势加持，多媒体 SoC 全球龙头迎风起，首次覆盖给予“买入”评级

公司是多媒体 SoC 芯片全球龙头，聚焦于多媒体 SoC 芯片的设计、研发和销售。5G&F5G 时代，传统消费电子终端正加速向智能化、网联化升级，公司依托 20 余年在技术、客户及渠道的沉淀，成功推出行业领先的 12nm 制程高性价比产品，并凭借覆盖全球的市场渠道加速导入。随着核心业务竞争格局优化，以及下游新产品的相继推出和新工艺的快速导入，公司有望尽享行业增长及份额提升的双重红利，迎来加速发展。我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 0.80/3.86/8.40 亿元，对应 EPS 分别为 0.20/0.94/2.04 元/股，当前股价对应 PE 分别为 376.8/78.4/36.0 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

F5G 引领家庭智慧终端大变革，多媒体 SoC 芯片迎“芯”机遇

F5G 大带宽、多连接的能力及超高清产业政策驱使智慧家庭场景加速崛起，其中电视、机顶盒有望成为智慧家庭的核心入口和控制中心，正被产业巨头争相布局、迎来高速发展。随着产业各方对超高清产发展模式市场化的探索，超高清 2.0

超高清大屏正加速从 “看电视”到 “用电视”转变，规模化推广潜力大幅提升，上游相关多媒体 SoC 芯片需求旺盛，开启全新增长空间。

核心业务有望迎来量、利齐升，新产品、新工艺快速导入

公司作为全球多媒体 SoC 芯片龙头，在产品技术、渠道布局、价格/定价策略以及技术支持服务等方面优势显著，TCL、小米、创维、Google、Amazon 等海内外大客户高度认可。公司充分受益于超高清大屏、盒子智能化集成的行业发展趋势，以及海思事件所带来的竞争格局变化，抢占国内市场份额，核心机顶盒和智能电视芯片将迎来量、利齐升。同时，公司依托于多年服务一线大客户所积累的对市场的敏锐洞察，产品、技术布局前瞻，WiFi 蓝牙集成芯片、AIOT、车载多媒体芯片等新产品持续推出，12nm 先进制程快速导入。核心业务份额大幅提升，叠加新产品放量和新工艺导入，驱动公司进入加速发展期。

风险提示：下游终端需求不及预期；海外拓展不及预期；新产品研发不及预期

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn