信义山证 汇通天下

山证策略·A股行业比较周报

山西证券 SHANXI SECURITIES

山西证券策略团队
分析师：
麻文宇 CFA，执业登记编码（S0760516070001）
梁迪柯 CFA，执业登记编码（S0760518070001）
李杰 CPA，执业登记编码（S0760520090001）

研究助理：
翟子超 FRM

山西证券研究所

2020.10.26

- 本周行业配置：
- 超配：煤炭、机械、电子、计算机、大金融、汽车、建筑
- 标配：建材、传媒、化工、轻工、医药、电力、通信、公用、食品饮料、有色、原油、钢铁、家电
- 低配：地产、农业
- 行业配置上周表现：上周绝对回报-0.85%，较沪深300相对回报0.68%。本周量化行业配置相对均衡，仍以再平衡为主线。

- 估值：沪深300、上证50IAPE再度突破75分位，上证回升至70分位附近，创业板估值仍在90分位以上历史高估值区域。A股内部估值存在较大差异，具备再平衡动力。

- 货币&利率：货币流动性对估值继续产生压力

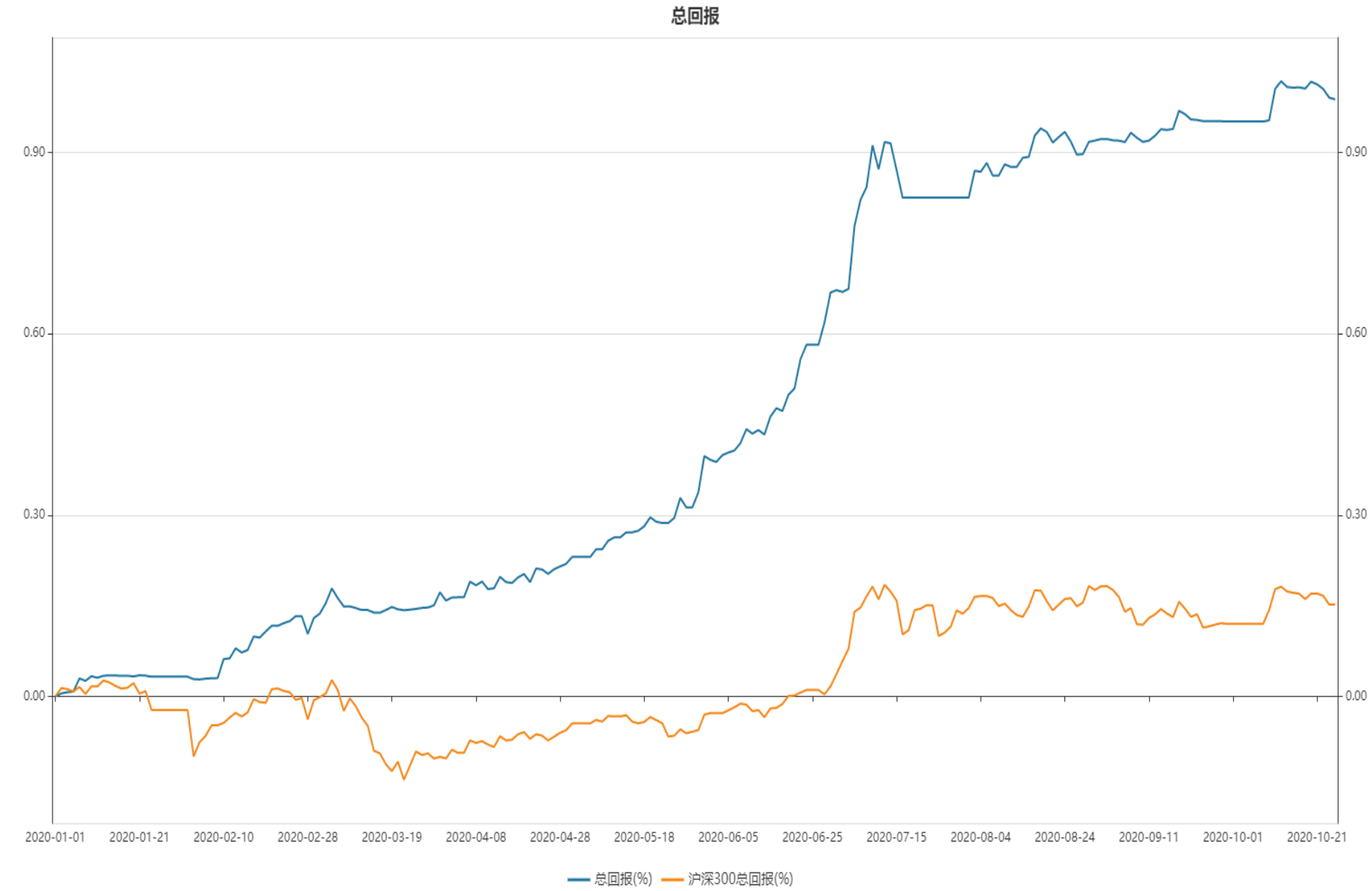
- 上游：
- 油价维持震荡&天然气需求向好，长丝价差维持高位。动力煤降幅有限,焦煤机会更优。
- 有色需求整体偏弱，小金属需求回暖。

- 中游：
- 钢铁需求略超预期，吨钢毛利处于扩张区间。环保压力对建材价格形成支撑。
- 化工品整体季节性反弹。快递需求持续走强，国内航班已基本完成修复。工程机械9月高速增长延续。

- 下游：
- 土地市场持续降温，房屋销售增速开始回落。汽车9月数据复苏趋势明显。家电双十一预售表现良好。
- 猪肉短期有望止跌，饲料成本上行，生猪养殖利润压缩。

- TMT：
- 传媒：双十一预售火爆，持续关注营销板块投资机会。
- 电子：IPHONE12销售火热，供货紧张。SK收购NAND，内存行业集中度显著提升。
- 计算机：1024全球开发者大会举行，开放平台助力AI加速落地。

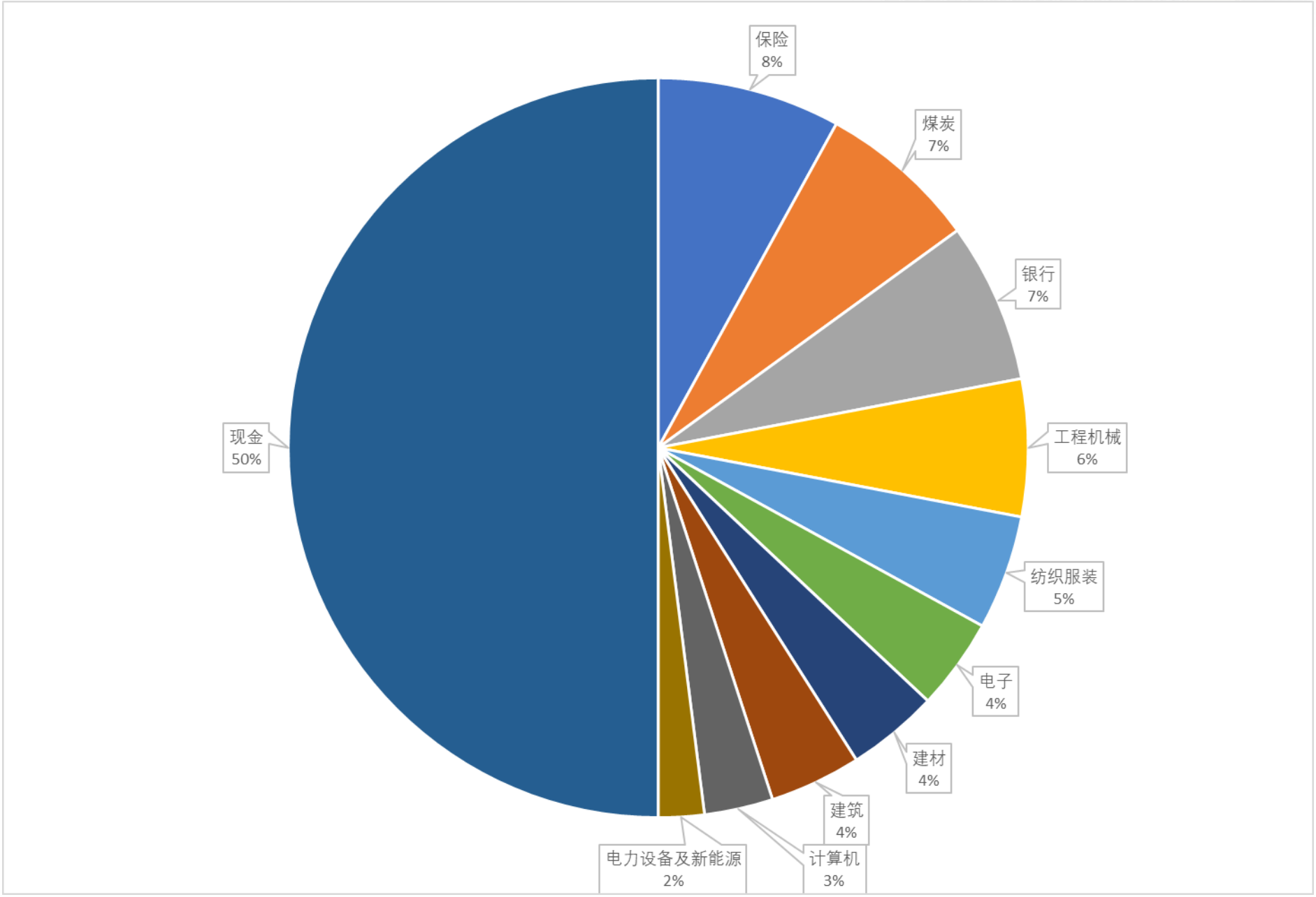
- 风险提示：宏观经济不达预期风险、货币政策不达预期风险、监管政策超预期风险，行业景气度不达预期风险



绝对回报	98.68%
相对回报	84.34%
本月回报	1.83%
本季回报	1.83%
本年回报	98.68%
年化收益率	130.27%
年化波动率	18.39%
Sharp	7.00
Alpha	119.18%
Beta	0.63
跟踪误差	2.42%
相关系数	0.73
最大回撤	-4.81%

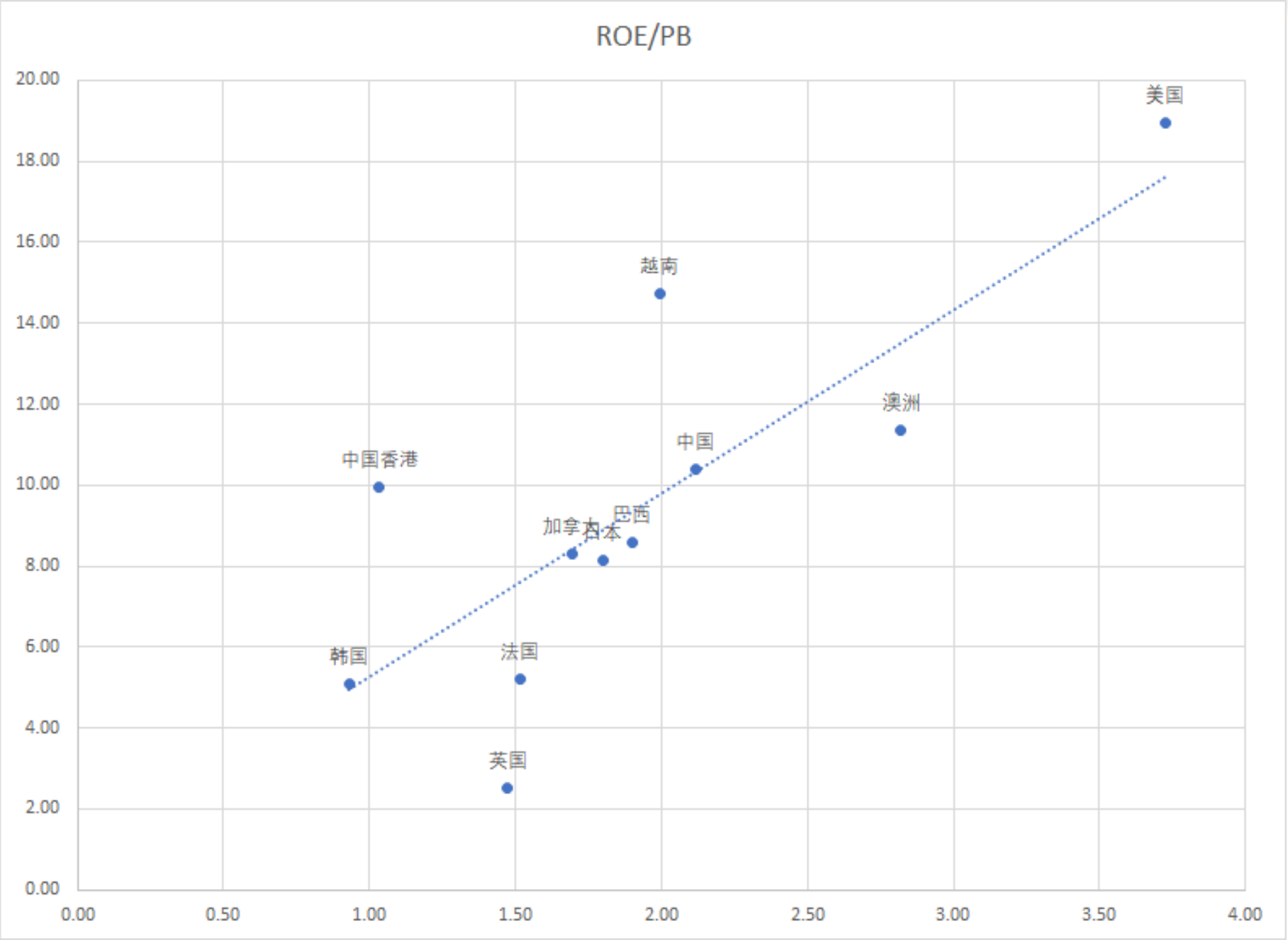
数据来源: Wind

数据来源：Wind、山西证券研究所



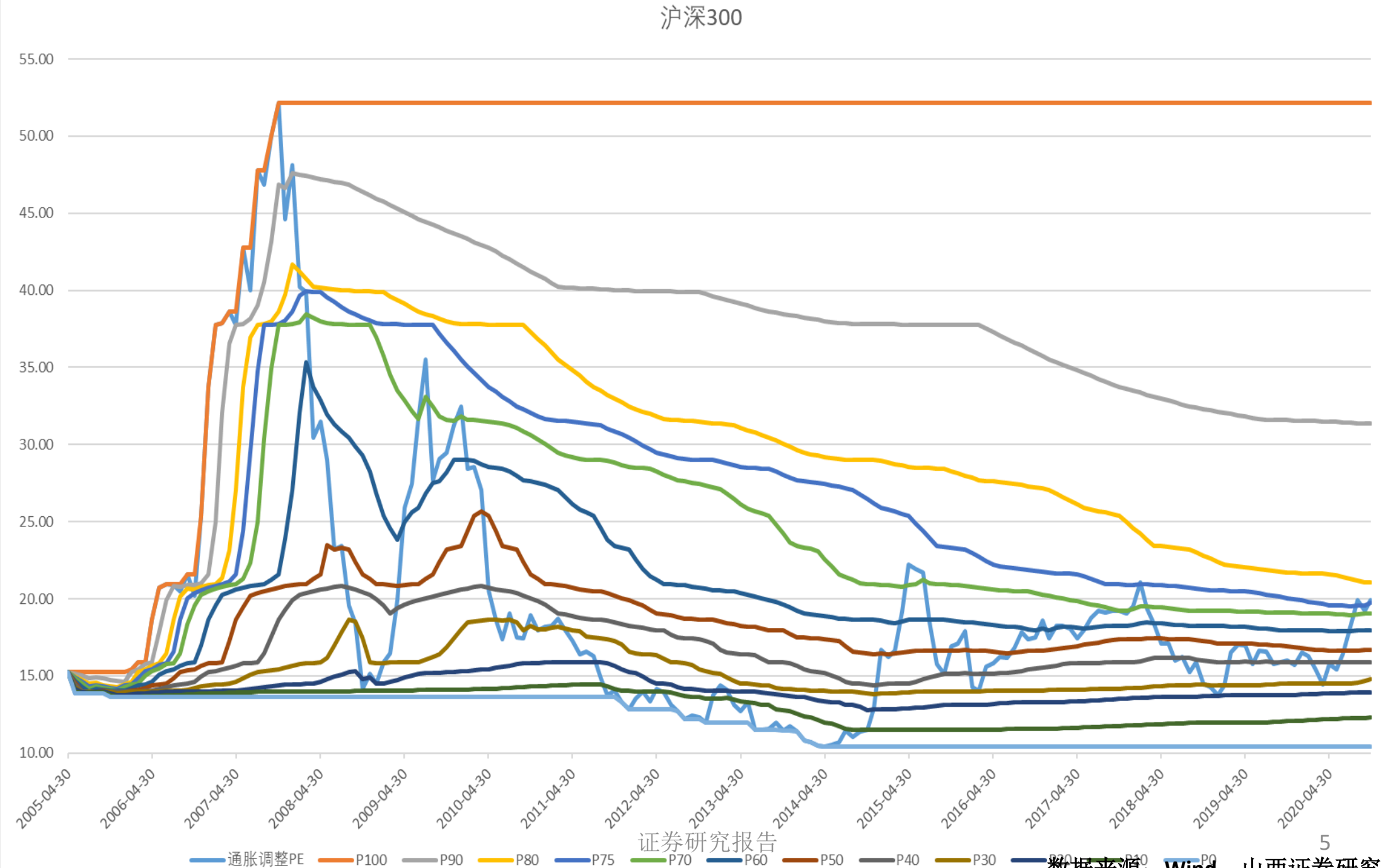
数据来源：Wind、山西证券研究所

A股估值在全球范围处于合理位置



数据来源： Bloomberg、山西证券研究所

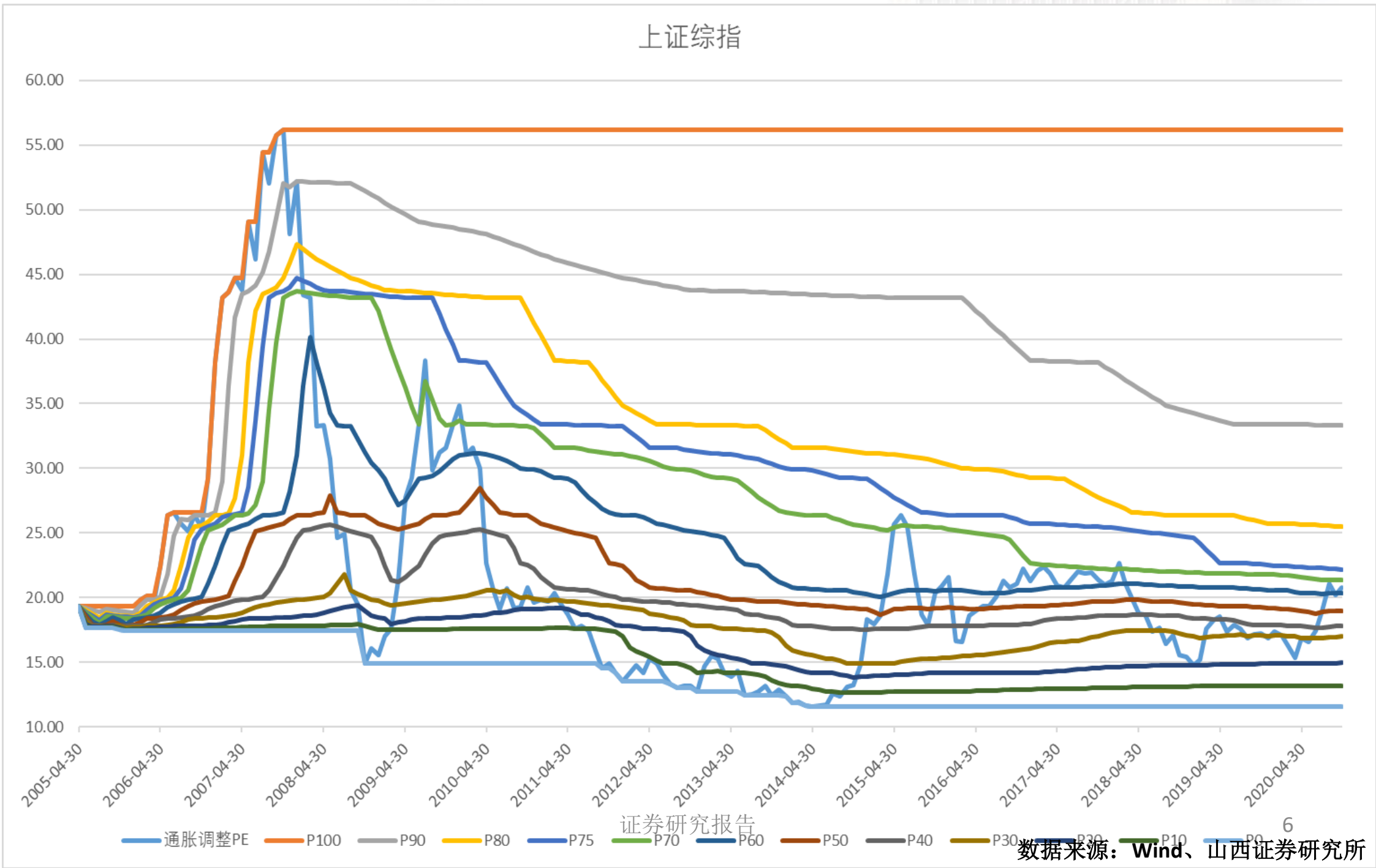
沪深300IAPE仍处于75分位较高估值位



证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

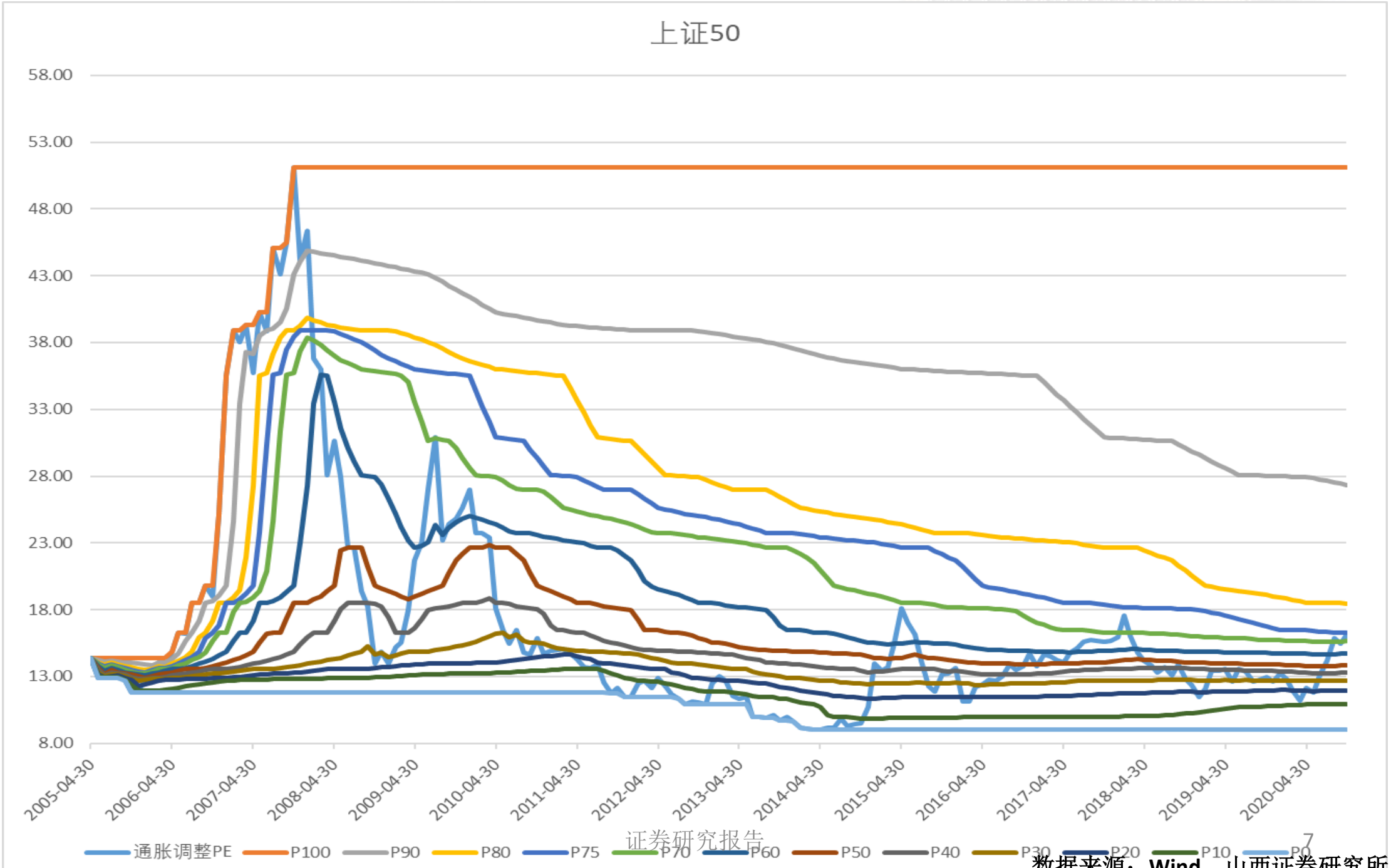
上证IAPE回落至65分位左右震荡



证券研究报告

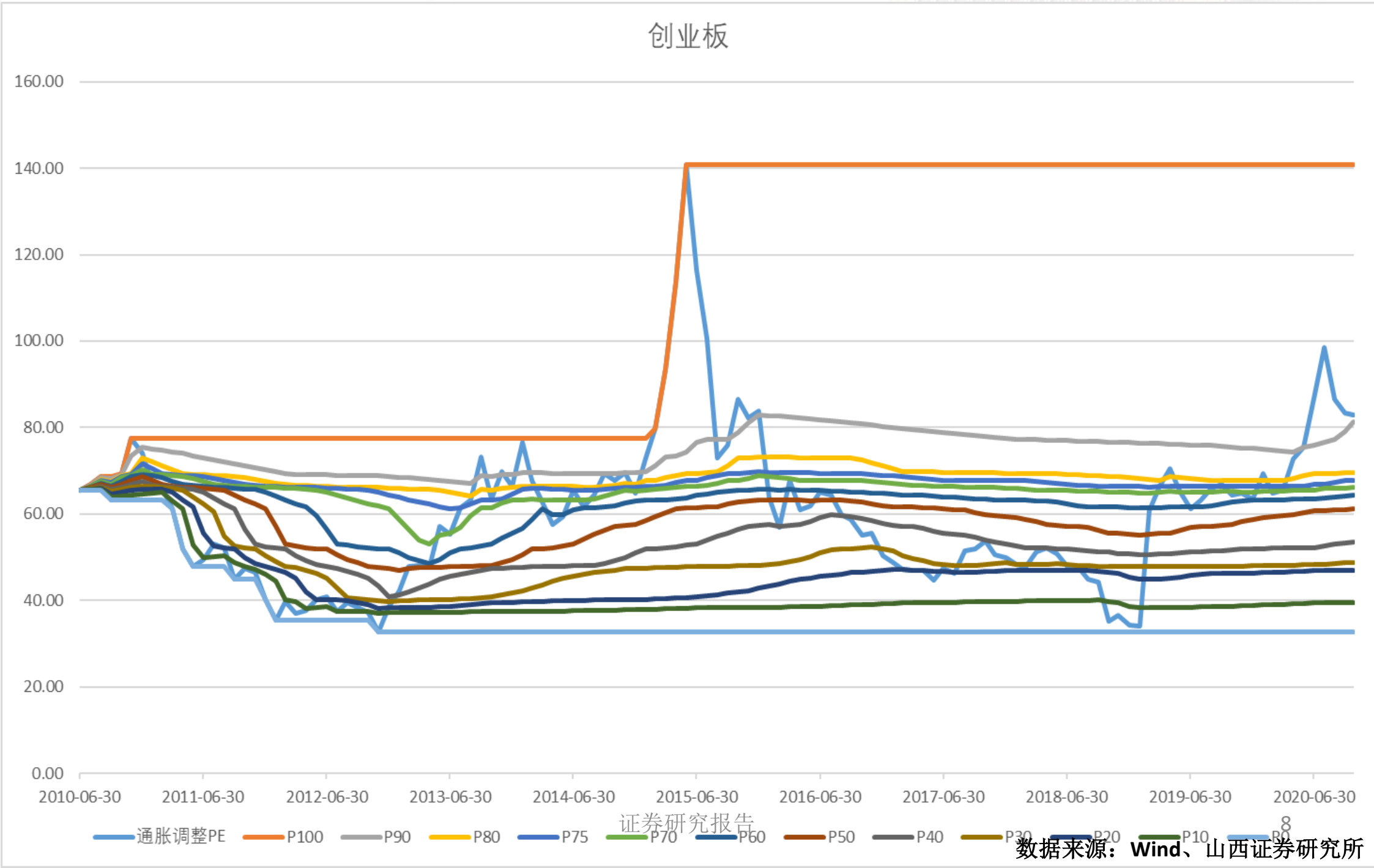
数据来源：Wind、山西证券研究所

上证50IAPE在70-75分位处震荡



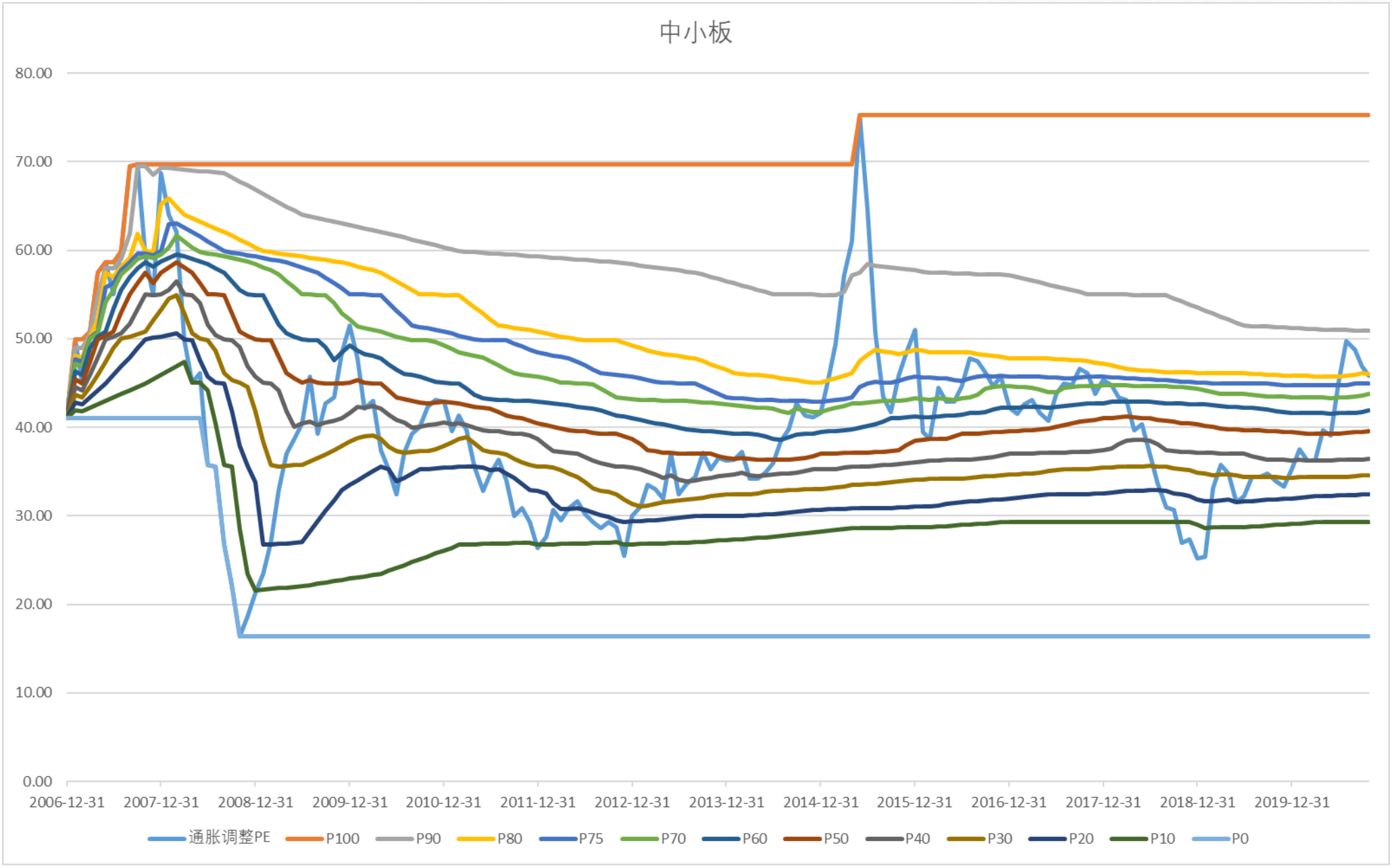
数据来源：Wind、山西证券研究所

创业板估值缓慢回落至90分位上方



数据来源：Wind、山西证券研究所

中小板IAPE回落至80分位下方



数据来源：Wind、山西证券研究所

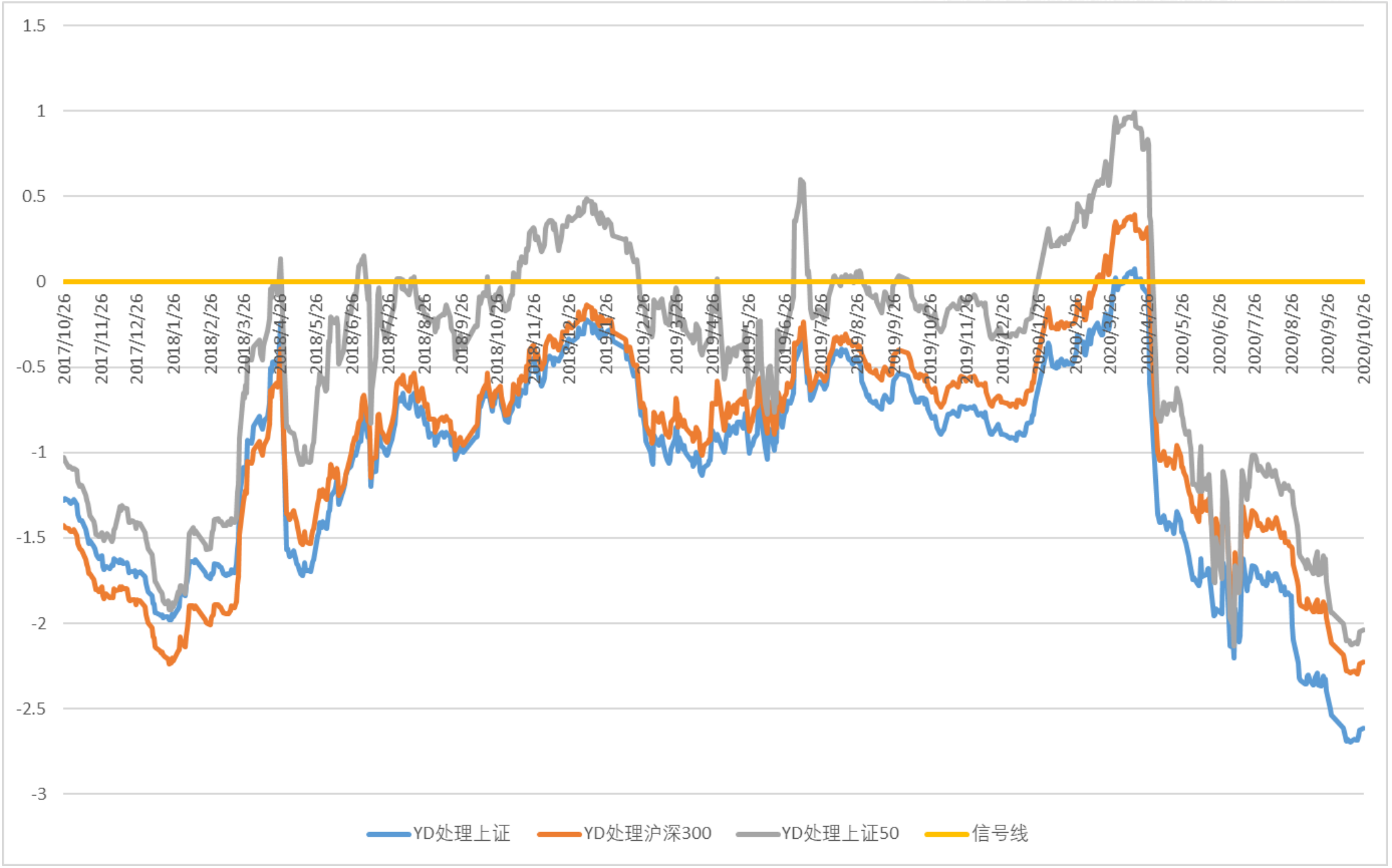
A股内部估值存在较大差异，具备再平衡动力

山西证券股份有限公司
SHANXI SECURITIES CO., LTD.

A股行业估值表

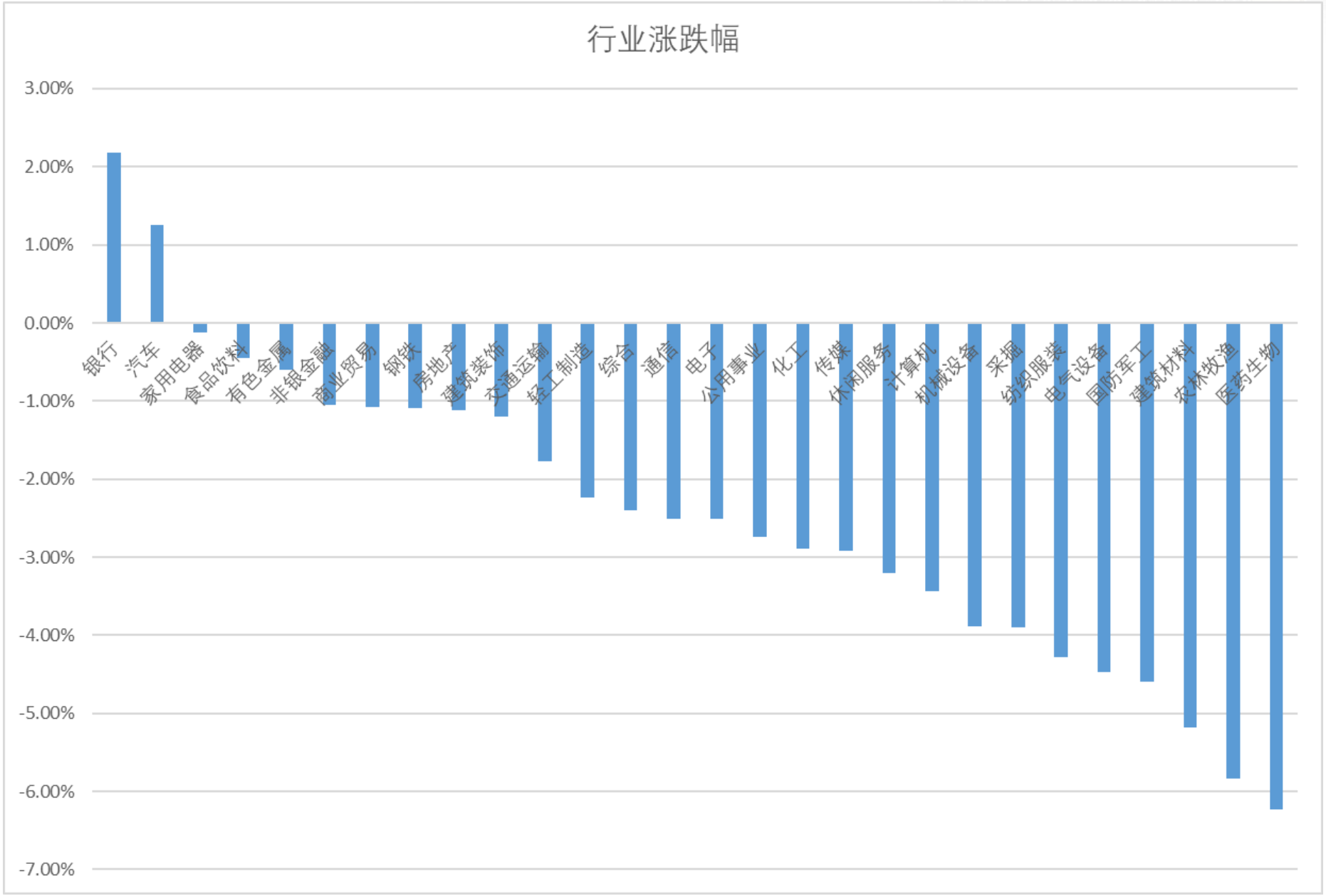
	采掘	化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	电气设备	机械设备	国防军工	汽车	家用电器	纺织服装	轻工制造	商业贸易	农林牧渔	食品饮料	休闲服务	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
PE	15.2	30.9	14.6	43.4	14.8	10.0	42.3	30.0	72.7	30.5	24.4	37.6	27.1	25.1	17.4	46.1	143.8	48.8	20.4	23.5	9.3	52.1	75.1	41.0	40.4	7.0	19.5	40.9
历史最高	85.7	66.0	142.9	122.4	44.4	31.2	87.3	115.3	223.4	31.6	24.9	52.8	97.6	60.0	102.3	52.3	161.1	65.8	39.2	37.6	28.4	100.1	143.6	125.7	85.2	10.4	36.1	101.9
历史最低	11.0	13.2	5.8	22.6	10.2	9.0	21.2	13.4	28.6	11.3	10.7	18.6	14.9	13.8	17.4	16.7	24.9	24.1	14.1	12.4	8.4	23.2	29.5	19.5	28.8	4.7	10.9	22.7
过去1年PE																												
过去10年PE范围																												
PE分位数	30.8%	61.6%	28.3%	52.5%	24.1%	15.8%	64.1%	51.6%	59.1%	99.1%	99.1%	83.3%	26.6%	50.8%	0.0%	98.3%	99.1%	91.6%	31.6%	81.6%	10.0%	61.6%	88.3%	44.1%	40.0%	66.6%	65.8%	45.8%
PB	1.1	2.3	0.9	2.3	2.2	0.9	3.5	2.5	3.3	2.1	3.6	2.0	2.0	1.7	3.6	9.5	6.1	4.7	1.3	1.5	1.2	4.2	4.6	2.8	2.7	0.7	2.1	2.2
历史最高	3.9	4.5	2.4	6.6	4.1	3.6	6.3	5.6	7.9	3.9	4.4	5.2	5.5	4.6	6.3	10.0	7.1	7.4	3.9	3.4	3.4	6.2	14.2	10.6	5.9	1.9	3.8	6.5
历史最低	0.9	1.6	0.7	1.7	1.5	0.9	1.6	1.7	1.9	1.4	1.8	1.5	1.5	1.3	2.4	3.1	2.5	2.6	1.3	1.1	1.1	2.1	2.4	1.7	1.3	0.7	1.5	1.2
过去1年PB																												
过去10年PB范围																												
PB分位数	5.8%	45.0%	29.1%	25.0%	52.5%	3.3%	77.5%	52.5%	59.1%	50.8%	85.8%	35.0%	33.3%	20.8%	55.0%	99.1%	95.8%	80.8%	5.0%	42.5%	3.3%	85.8%	65.0%	22.5%	50.0%	5.8%	67.5%	25.8%

股息率YARDENI模型显示利率持续对A股形成压制



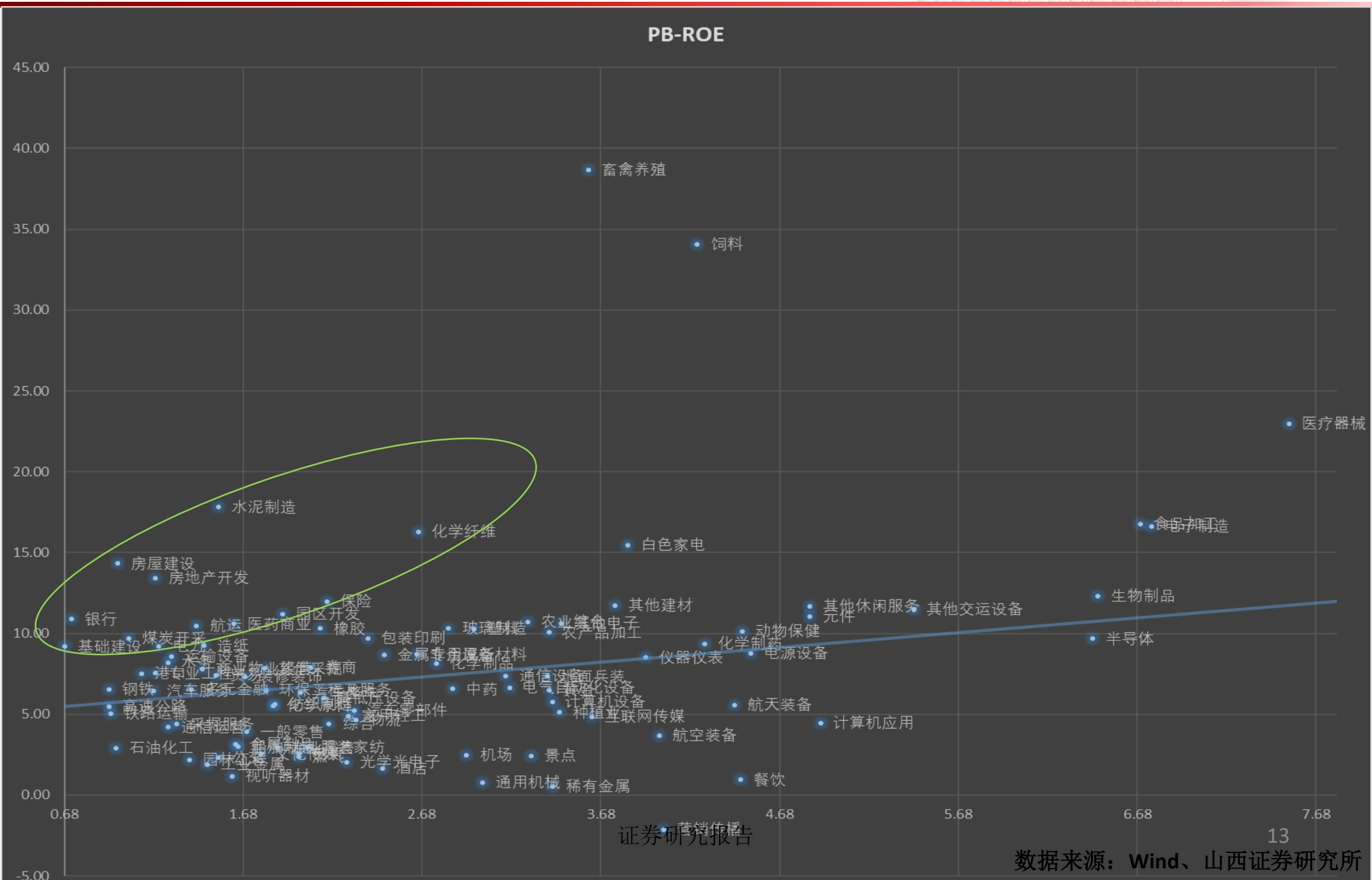
数据来源：Wind、山西证券研究所

申万行业仅银行、汽车上涨，其他版块全面下跌

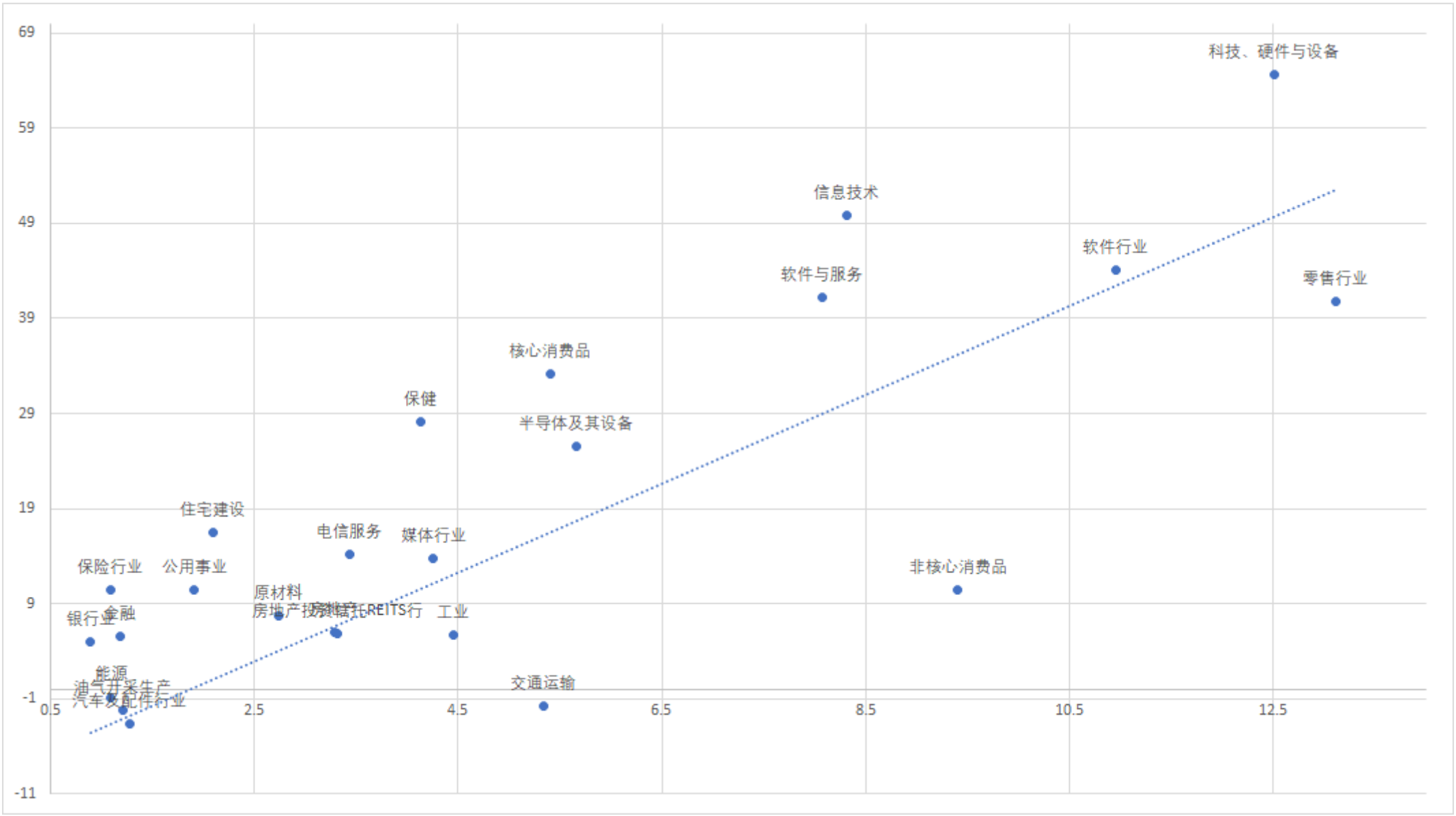


数据来源：Wind、山西证券研究所

行业估值盈利匹配区域开始显著



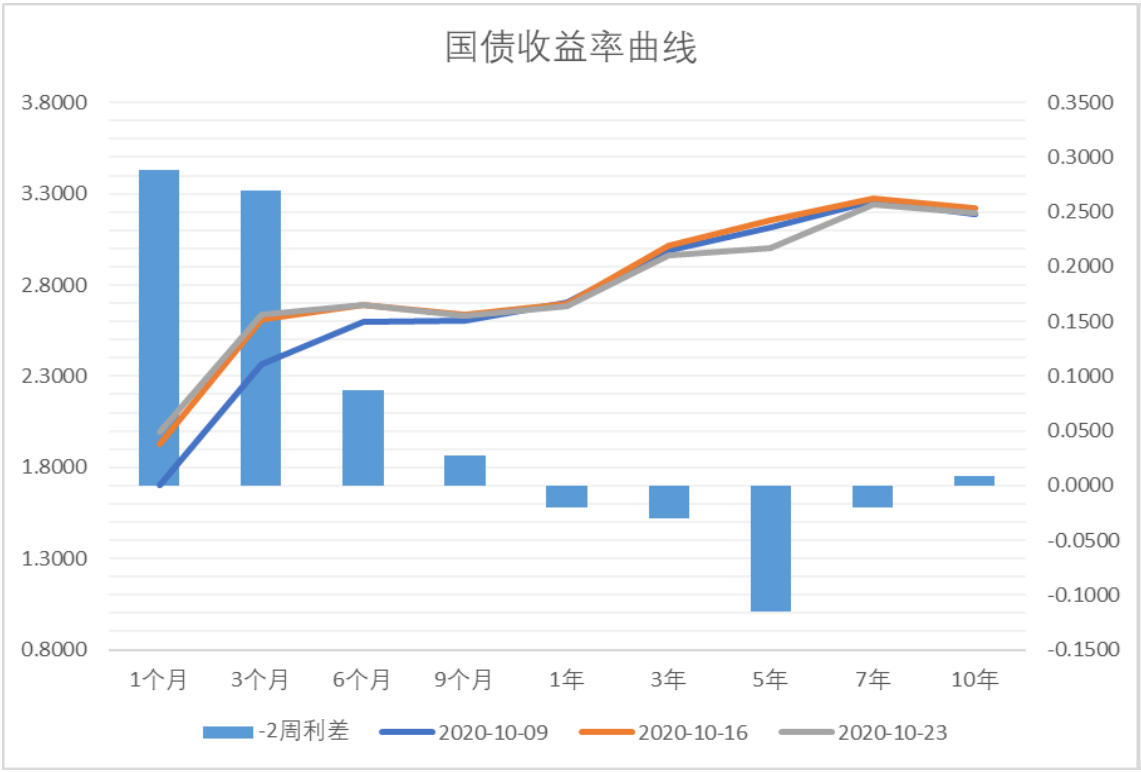
数据来源：Wind、山西证券研究所



数据来源： Bloomberg、山西证券研究所

货币&流动性

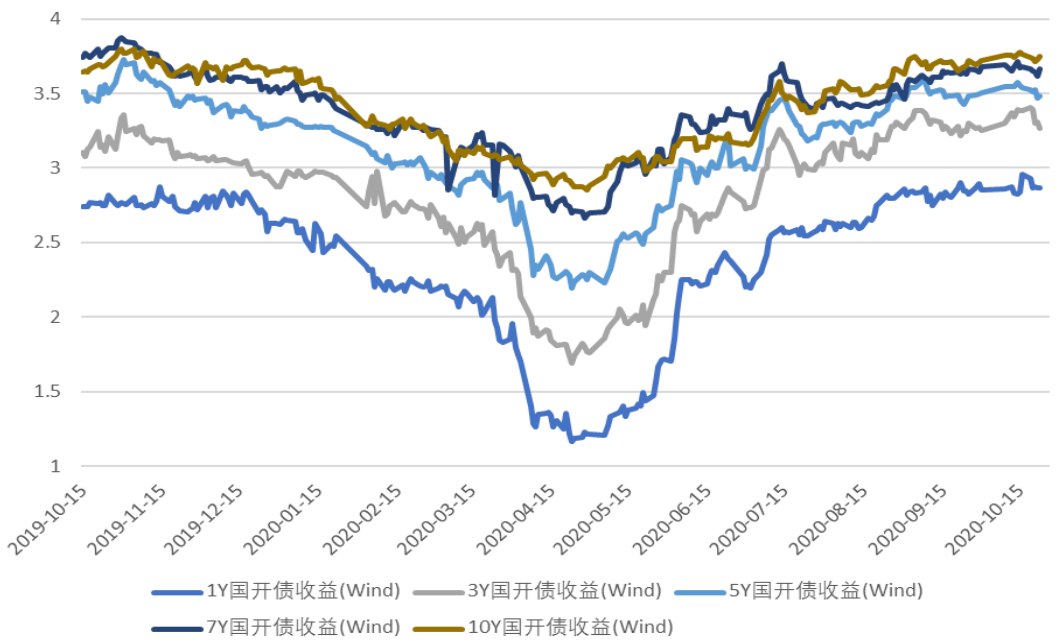
- 数据截止至2020/10/26，利率曲线整体稳定，5年期有所回落。货币政策目前来看稳字当头，对A股继续产生压力，全市场短期估值预计将承受压力。在经济回暖延续，货币政策稳健的背景下高估值板块继续估值提升行情预计告一段落，市场仍将回归基本面，锚定价值，短期预计市场风格有持续向价值偏向的可能性。
- 央行上周公开市场净投放2200亿元，10月以来首次净投放。
- 短期从期限利差来看短期应保持谨慎，控制仓位。



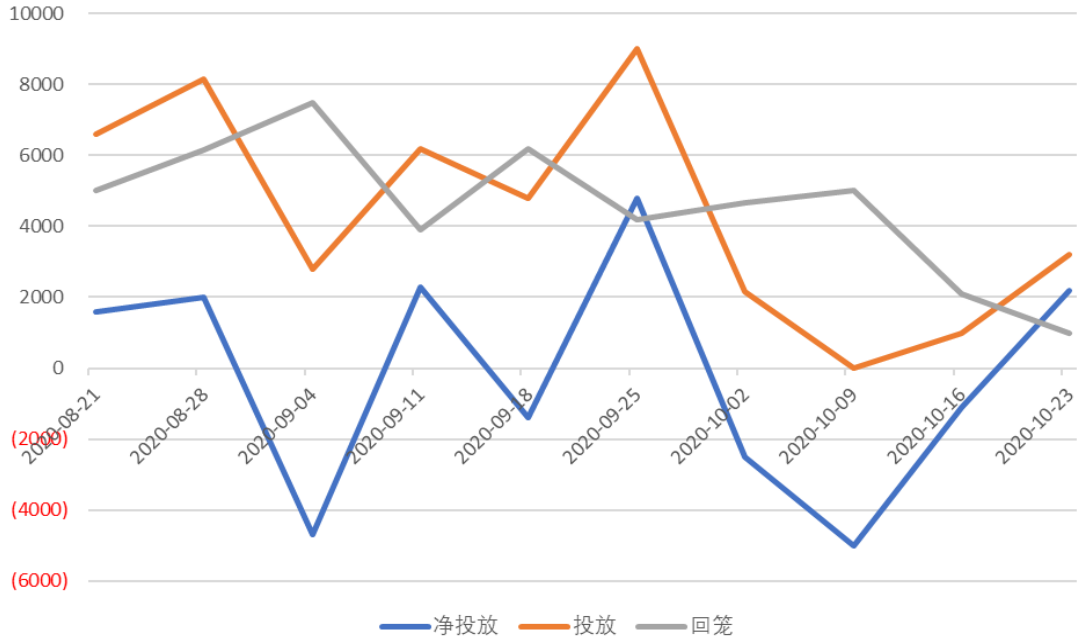


数据来源：Wind、山西证券研究所

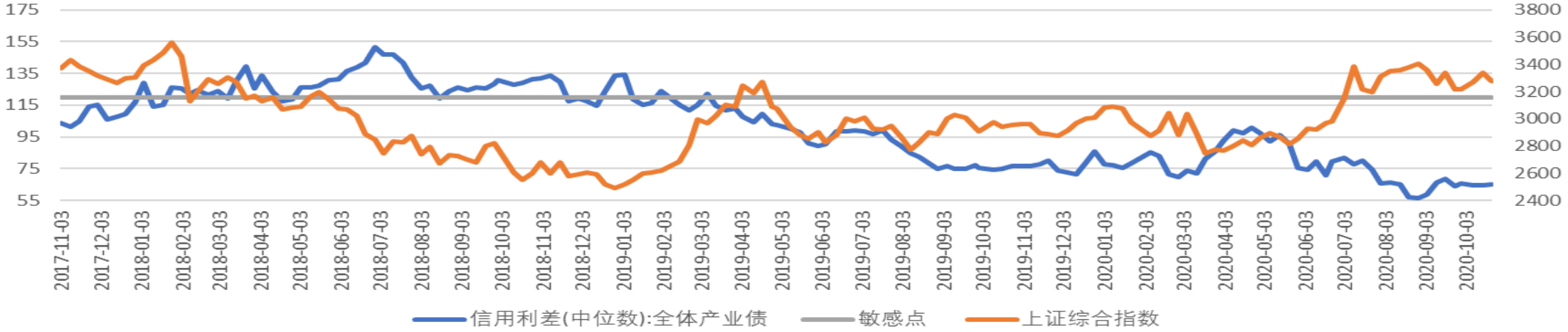
国开债



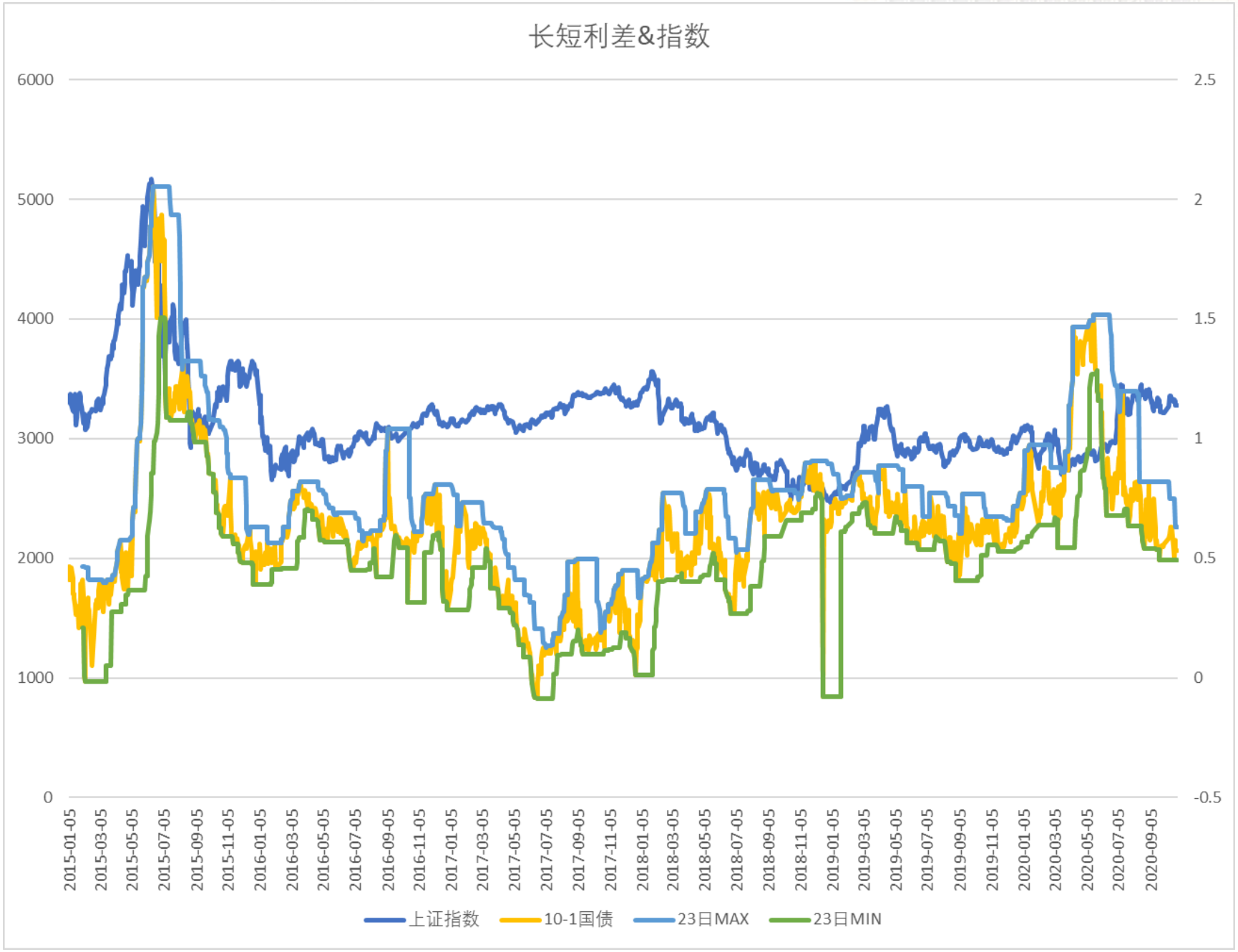
公开市场操作



信用利差&A股



数据来源：Wind、山西证券研究所



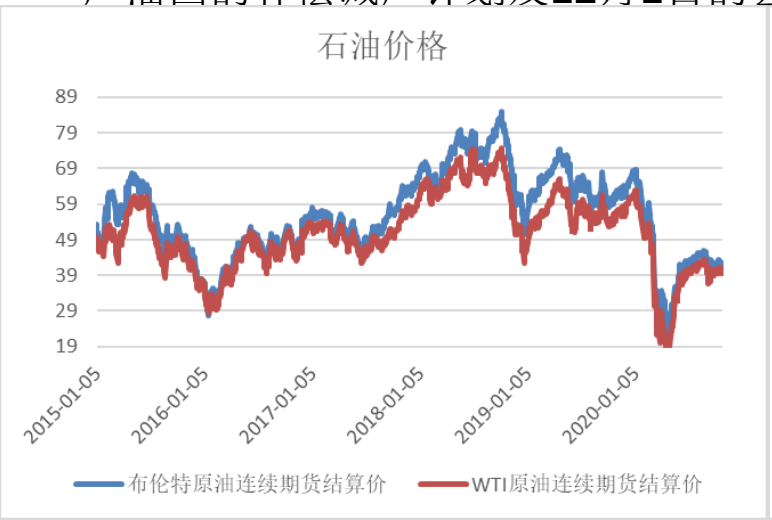
数据来源：Wind、山西证券研究所

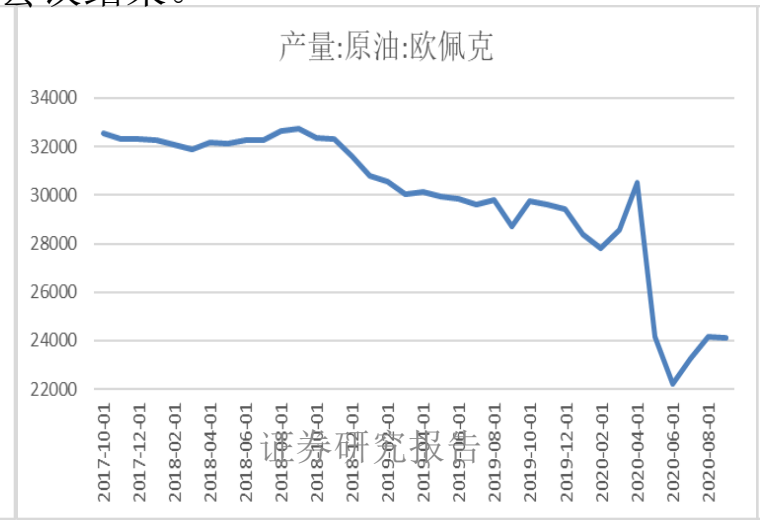
上游行业高频数据

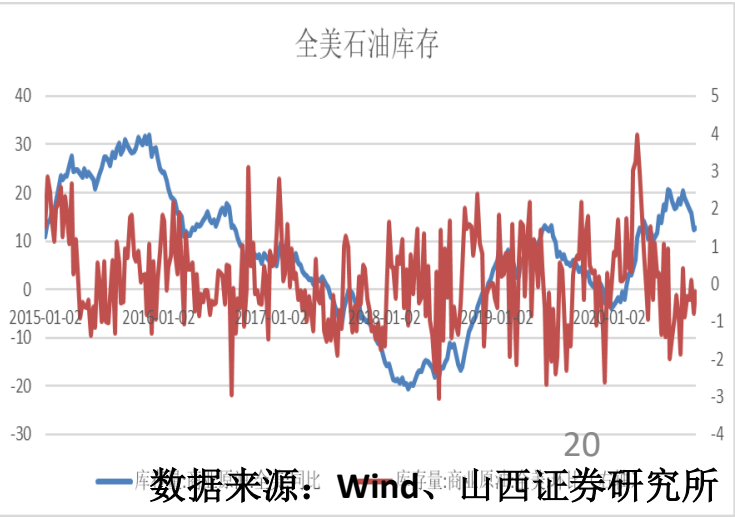
- （10月23日），Brent油价为41.95美元/桶，较上周下跌1.26美元/桶。新冠病例数据激增及油品库存数据表现欠佳加重市场担忧情绪，财政刺激法案预计大选前陷于僵局，油价维持震荡格局；天然气方面，内蒙、新疆及东北部分地区已逐步开始供暖，持续提振天然气需求，但与往年不同的是2020年国家管网公司运行后的调峰统筹能力明显提升，冬季旺季的成本端压力有望明显优于过往年度，拥有LNG气源和进口能力的上市公司或将受益。聚酯方面，本周江浙化纤织造综合开机率为81.20%，环比上升8.47%。根据百川资讯，下游工厂在临近双十一加足马力，日夜备货，目前工厂订单多维持到11月上旬，短期内开机率难以下滑，助推长丝价差维持相对高位。

- 原油去库存持续&需求承压，OPEC+有望推迟增产计划

- 原油产量下降&钻井数增加：根据EIA最新数据，10月16日当周美国原油产量为990万桶/天，周环比减少60万桶/天；根据Baker Hughes最新数据，10月16日当周美国活跃钻井数287台，周环比增加5台；原油去库持续：10月16日当周美国商业原油库存为4.88亿桶，周环比减少100.2万桶，自7月3日来已出现明显去库趋势；汽油库存为2.27亿桶，周环比增加189.5万桶，超预期上涨，创6月5日以来的最大增幅；需求短暂承压：10月16日当周美国炼厂原油加工能力为1862万桶/天，与上周持平；炼厂开工率为73%，周环比下降2.2%；美国油品消费量为1811万桶/天，周环比减少136万桶/天。本周OPEC+产油国部长级会议重申，所有参与国需在12月前提交补偿减产计划，各国在2020年9月补偿减产了24.9万桶/日，以弥补此前生产过剩。俄罗斯总统普京表示，俄罗斯不排除将OPEC+增产计划推迟的可能性，这表明OPEC+可能在更长时间内限制产油量，后续需关注OPEC+产油国的补偿减产计划及12月1日的会议结果。



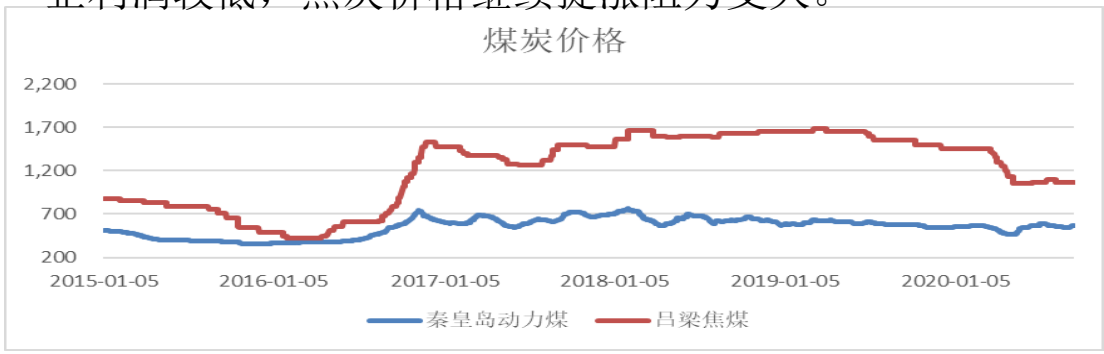


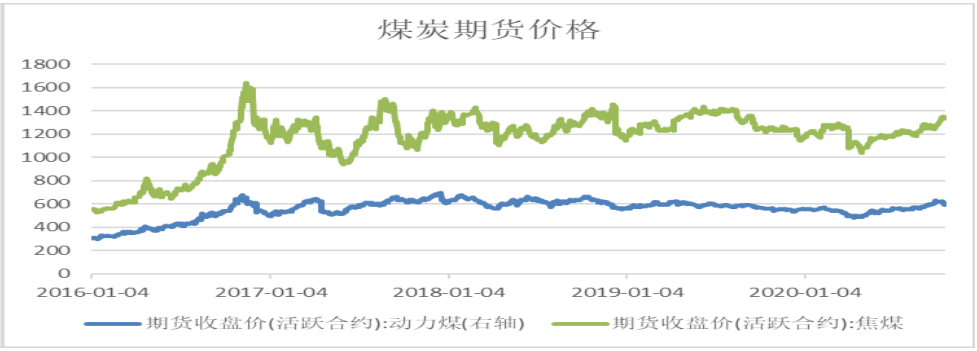


证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- **产地煤价继续上行**，保供力度加强。截至10月16日，陕西榆林动力块煤（Q6000）坑口价495.0元/吨，周环比上涨10元/吨。供暖季来临，保供力度加强，内蒙煤炭供应逐步增加，但产地库存，后续产地煤价涨幅有望趋缓。
- **下游拉运积极，港口库存回落。**本周国内重要港口库存下滑，周内库存水平均值899.68万吨，较上周的917.81万吨减少18.14万吨，周环比减少1.98%。大秦线检修影响调入，冬储来临下游积极补库。
- **港口煤价略有回落**，经济复苏叠加季节性因素，后市调整幅度有限。截至10月22日，秦皇岛港动力末煤(Q5500)山西产平仓价598元/吨，周环比下降10元/吨。国际煤价，截止10月22日，纽卡斯尔港动力煤现货价60.03美元/吨，较上周上涨6.59美元/吨，周环比上涨12.33%。随着煤管票和进口煤双管齐下保供，市场恐高情绪开始升温，对降价有较大的预期，但大秦线检修叠加坑口港口煤价倒挂导致调入减少，同时受基建项目复工进程加快的影响，下游水泥、钢材等终端耗煤行业开工率有所提升，叠加北方逐步进入供暖季导致需求保持旺盛，港口煤价回调幅度有限。
- 焦炭焦煤板块：焦炭方面，裁至10月23日，汾渭吕梁准一级焦1920元/吨，周环比上涨50元/吨，日照准一级焦2020元/吨，周环比上涨50元/吨。焦炭市场暂稳运行，焦企在高利润刺激下，开工负荷持续保持较高水平，主产地焦企无销售压力，厂内多保持极低库存。钢厂方面，高炉开工与铁水日均产量依旧处于高位，多数钢厂暂时未见明显检修减产迹象，仍处于积极补库状态，华北以及华东地区部分钢企库存有回升趋势。考虑下游钢企利润较低，焦炭价格继续提涨阻力变大。









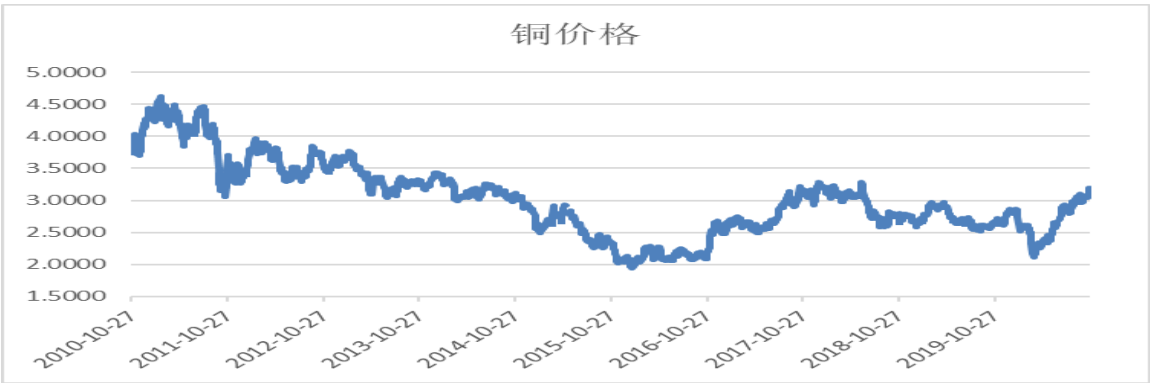
证券研究报告

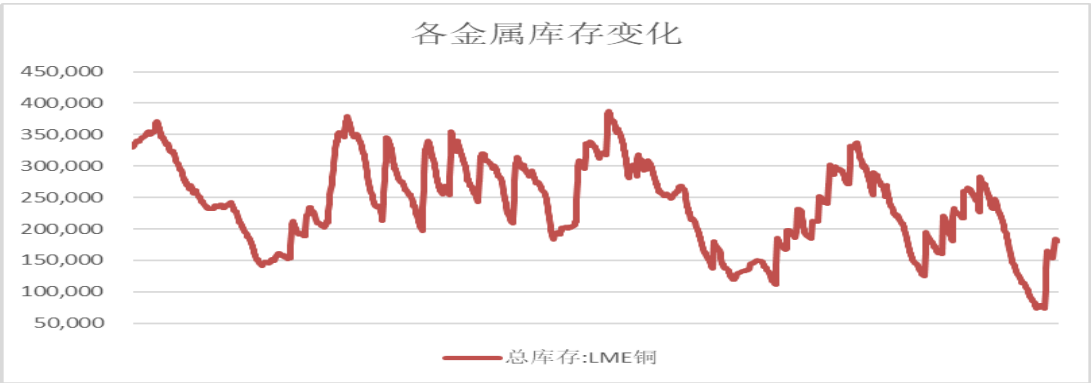
数据来源：Wind、山西证券研究所

- 基本金属：本周国内基本金属多数上涨，铜、铝、锌、铅、铝和镍分别上涨0.91%、0.34%、3.95%、0.35%和1.07%；锡下跌0.18%。铜：南美劳工谈判带来的短期供给扰动结束；需求端，国内节后需求有所改善，SMM调研数据显示，铜杆企业订单有所回升，铜板带箔受益于汽车恢复订单较好，铜管订单基本持平，短期铜价震荡。铝：下游主流企业开工率小幅提升，板带消费尚可，型材、线缆环比减弱，铝价短期震荡。

- 贵金属：本周贵金属价格涨跌分化。COMEX黄金下跌0.16%，COMEX白银上涨1.21%。美国财政刺激预期重启，但两党仍未达成共识，10月17日当周初请人数78.7万人，低于预期86万人，刷新3月以来新低，黄金在大选前缺乏持续上行动力，维持震荡，下周公布美国三季度GDP，黄金波动加剧。

- 小金属：钴微跌，锂持平，小金属稀土多数持平。欧洲9月新能源销量持续超预期，国内9月继续同比增长，新能源重回高增长。钴：电池需求旺盛，动力和3C均有恢复，硫酸钴和四氧化三钴挺价意愿强烈，继续看好Q4在3C、动力、合金领域需求恢复，钴价中枢逐步上移。





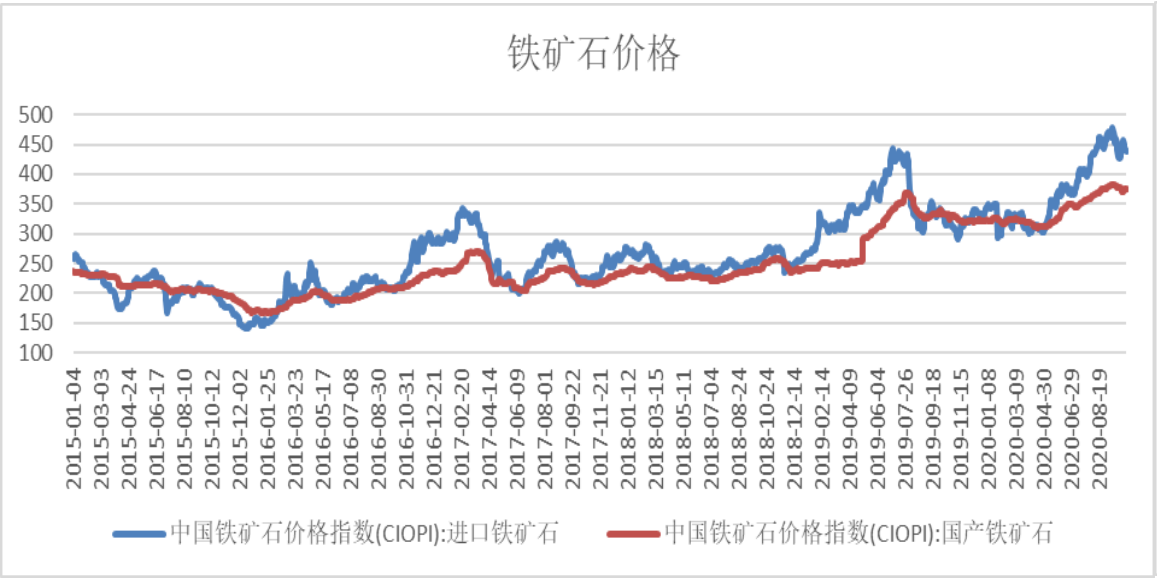




证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

数据来源：Wind、山西证券研究所





数据来源：Wind、山西证券研究所

中游行业高频数据

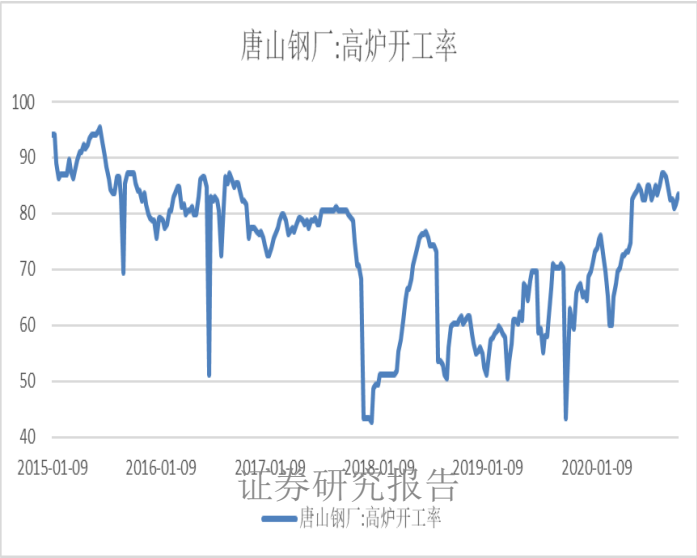
中游行业：钢铁需求略超预期，吨钢毛利处于扩张区间

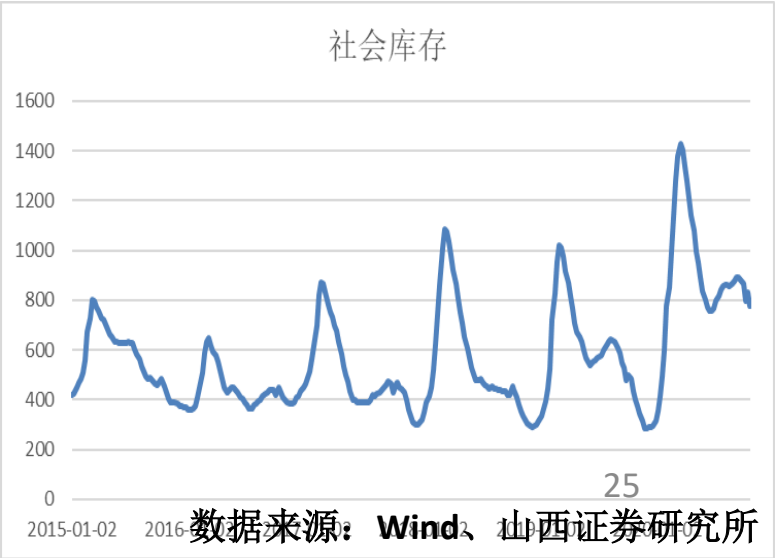
- 本周钢材需求依旧偏强，钢材库存持续去化。国庆节后钢材下游特别是建材下游需求迅速恢复，本周截至10月22日建材日均成交量23.71万吨，继续创往年最高水平。本周五大品种钢厂库存、社会库存分别下降22.41、72.97万吨，其中螺纹钢钢厂库存、社会库存分别下降10.36、47.21万吨，钢材需求恢复、库存快速去化。我们测算本周钢材表观消费量1154.26万吨，其中螺纹表观消费量416.42万吨，远超2019年同期水平。考虑到下游需求的持续向好，我们预期钢材库存仍将维持去化的趋势。

- 汽车、家电好转推动板材需求持续改善。我们观察到，3季度以来我国汽车、家电等下游需求快速上升，工程机械行业维持高增速，推动板材需求同比快速上升，板材子行业供需格局明显改善。我们测算2020年三季度热卷平均毛利为215元/吨，远高于2019Q3平均毛利24元/吨的水平，行业盈利大幅上升。我们认为板材下游需求与国内经济循环密切相关，板材需求将维持景气。

- 继续看好金秋行情，当下正是布局良机。我们认为板块有望在四季度迎来业绩估值双升。判断四季度是行业基本面的拐点，一方面是下游需求的季节性回升叠加水灾过后基建项目有望集中开工，同时供给上升空间有限，整体弹性远小于需求，钢价有望在四季度走强。另一方面，下半年海外四大矿山供给有望逐季回升，矿价已经处于高位，吨钢毛利会出现扩张，我们继续看好板块10月金秋行情。







证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 水泥：1）价格：根据数字水泥网，本周全国水泥均价433.00元，同比-2.44%，环比涨幅为0.35%。石家庄、杭州、南昌、广州地区价格上涨，幅度15-30元/吨；天津、郑州、贵阳地区价格回落，幅度10-30元/吨。2）库存：本周全国水泥平均库存55.25%，同比+2.07pct，环比-1.57pct。80个城市中，4个城市库存增加，包括沈阳、大连、鞍山、本溪地区，15个城市库存改善。3）出货：本周全国水泥平均出货85.81%，同比+9.33pct，环比+1.27pct。74个城市中，2个城市出货下降，变化幅度15pct-20pct；17个城市出货上升，变化幅度5pct-10pct。

- 玻璃：本周国内浮法玻璃价格局部上调，各区域差异略有差异。华北产销良好，部分厂家价格上涨1元/重量箱，库存低位；华东市场价格局部小涨，山东部分厂上调1-2元/重量箱不等，市场成交价格亦有小涨，江浙皖出货相对平稳，刚需支撑尚可；华中个别厂家试探性推涨，多数稳价操作，下游刚需补货居多，整体交投一般；华南周内少数厂跟据自身情况调整价格，整体产销基本平衡；西南量价走稳，出货尚可；西北周内价格主流走稳，部分成交偏灵活，市场存赶工；东北本地需求较好，厂家库存下降明显。

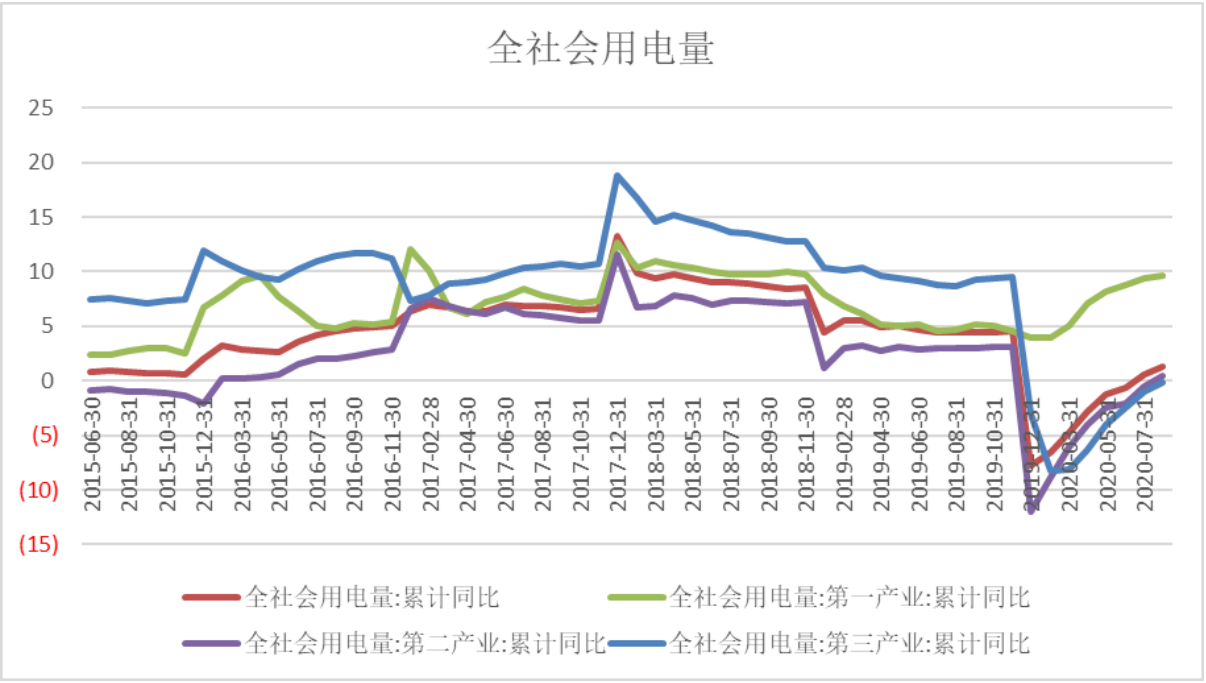


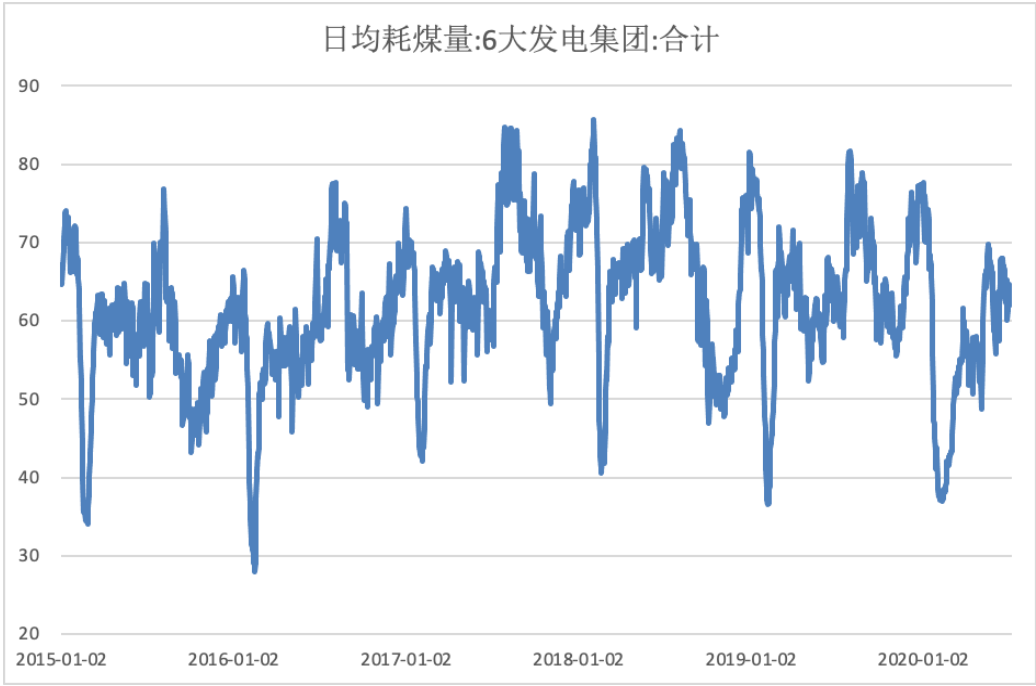


证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 家能源局发布9月份全社会用电量等数据。9月份，全社会用电量6454亿千瓦时，同比增长7.2%。分产业看，第一产业用电量85亿千瓦时，同比增长11.6%；第二产业用电量4108亿千瓦时，同比增长8.6%；第三产业用电量1162亿千瓦时，同比增长5.1%；城乡居民生活用电量1099亿千瓦时，同比增长4.0%。9月正值秋收秋种重要时段，第一产业用电量实现高增长。第二产业用电量超预期增长带动整体用电量大幅提升。9月，制造业景气度大幅回升，认为，一方面国内经济继续加速复苏，工业企业开工率基本恢复至往年同期正常水平；另一方面，印度、越南等国因疫情影响开工率，而我国开工率业已逐步恢复正常，疫情控制力强，具备订单承受能力，多国制造业订单向中国转移；叠加传统生产旺季的来临，制造业景气度持续回升。9月，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.5%，比上月上升0.5个百分点，制造业PMI数据延续景气运行态势。9月制造业新订单指数为52.8%，环比再度上升0.8个百分点，连续第5个月回升，制造业需求持续回暖带动第二产业用电量超预期增长。



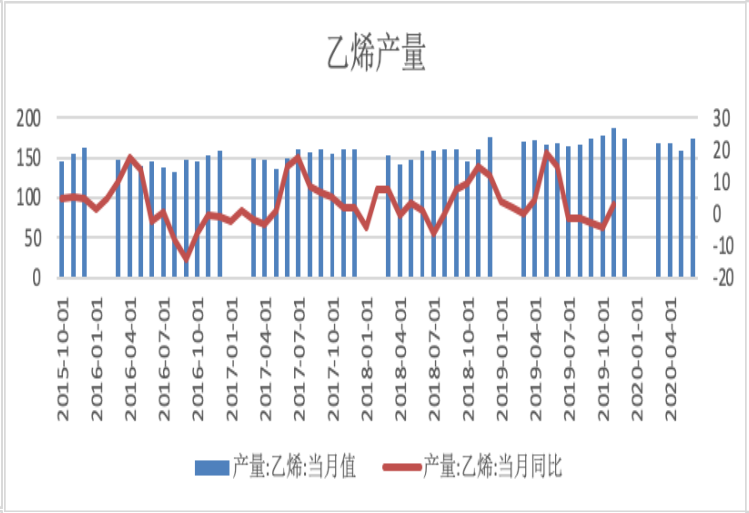


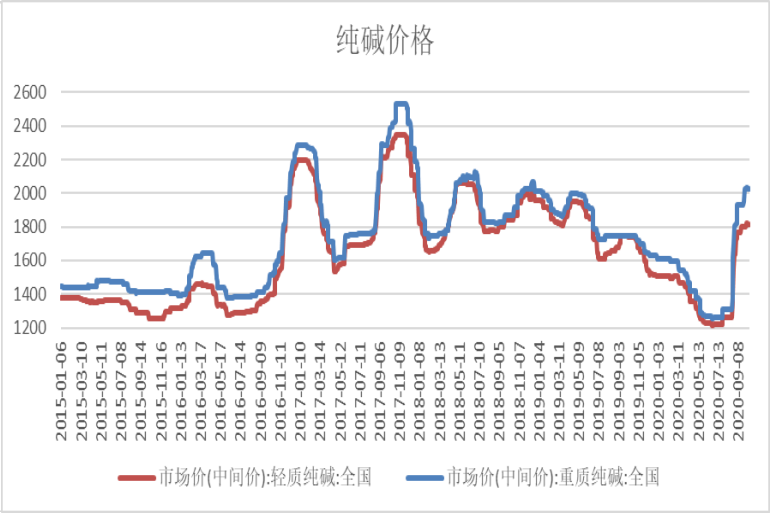
数据来源：Wind、山西证券研究所

- 供需紧张局面仍在，季节性需求增加叠加冷冬预期，产业链推涨情绪高涨，推动能化期价迎来大涨。三点逻辑（1）首先，原油企稳抬升了化工品的成本重心。（2）其次，伴随着上半年以来化工品价格的下跌，化工行业也经历了一个去库存的过程，前期多数化工品价格处于低位。（3）需求端补库存的行为助长价格，企业库存普遍较低，假期过后部分化工品价格涨幅较大，套利资金进场活跃，推动这些化工品市场中保持强势。

- 我们认为化工品整体属于金九银十季节性回暖。

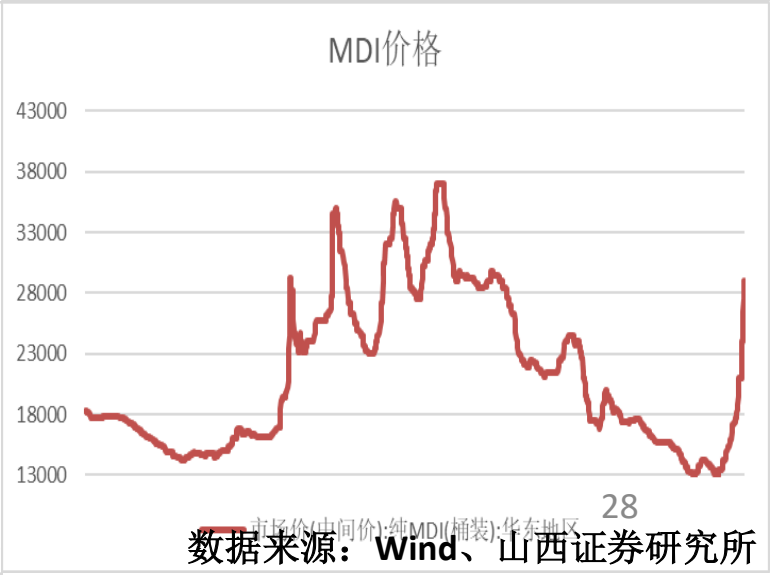








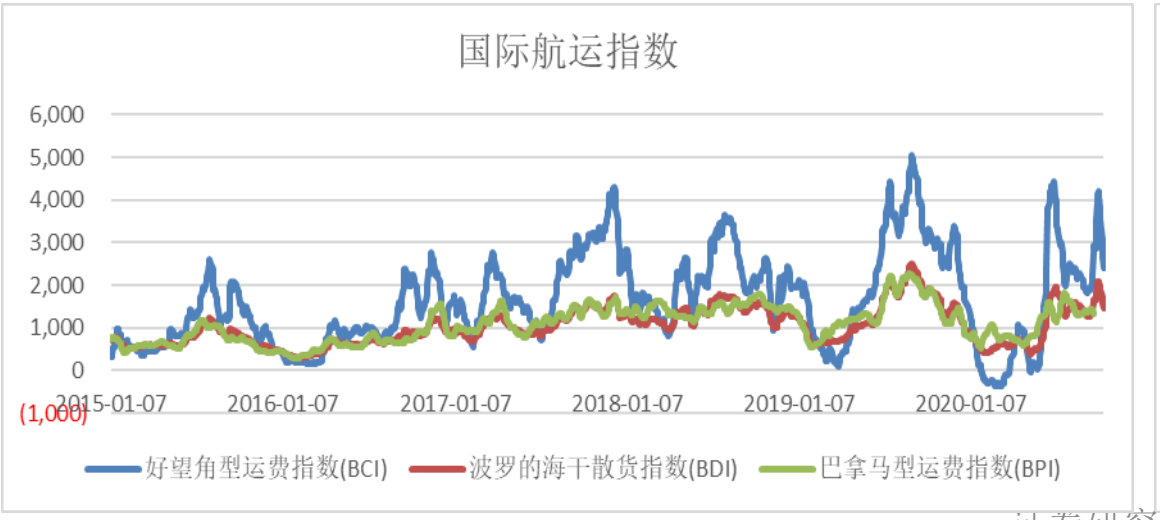


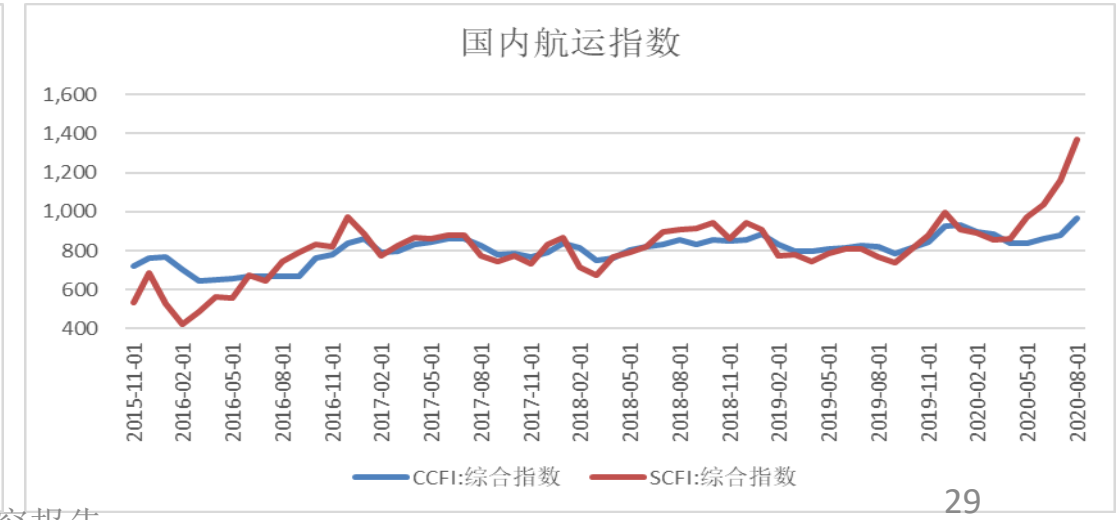


证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

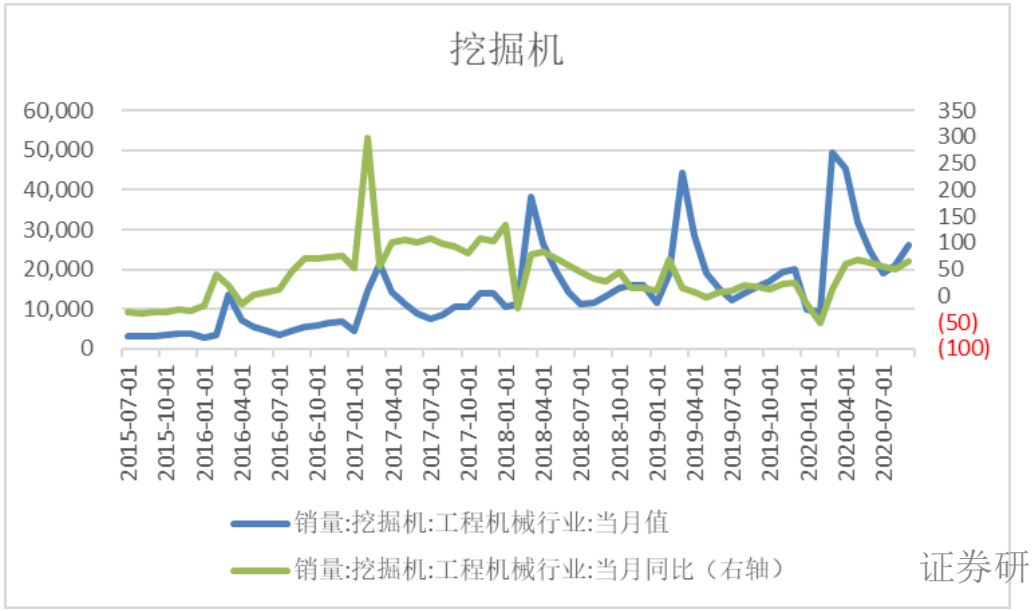
- 快递：9月行业增速达45%，需求持续旺盛。9月全国快递行业业务量大幅增长45%，单价环比改善：9月份，全国快递服务企业业务量完成80.9亿件，同比增长44.6%，我们认为主要与线上消费渗透率持续提升有关，除传统电商网购外，生鲜食品、高端消费品等特色产品寄递需求持续旺盛；此外9月快递需求或受益中秋错期影响（去年9月有三天中秋节假期，今年中秋与国庆同日）。总体来看，Q3行业件量增速为37.9%，淡季不淡；Q4行业旺季即将来临，重点关注双11电商节对需求的再次刺激。
- 航空：9月国内航线旅客运输量恢复至去年同期的98%，民航公布冬春航季国内航班时刻。1）9月民航国内需求基本恢复至去年同期水平：10月15日，中国民用航空局发布数据，行业第三季度恢复较快，全行业完成运输总周转量228.5亿吨公里、旅客运输量1.33亿人次、完成货邮运输量176.7万吨，同比恢复至去年同期的67.6%/76%/91.3%。国内市场表现突出，9月份国内航线运输总周转量和旅客运输量已同比恢复至去年同期的96.9%和98%。我国疫情防控效果在全球范围内领先，促使我国民航业恢复速度优于他国，国内市场的恢复与发展成为了我国民航业的支柱。2）各航司9月运营数据发布，春秋领先行业：近日，多家上市航司发布9月运营数据，国航/东航/南航/吉祥/春秋分别载客782.4/ 898.3 /1118.6 /183.4 /204.3万人次，同比增幅分别为-16.6%/-14.39%/-11.73%/+0.32%/+7.49%；9月国内ASK同比增幅分别为5.6%/6.55%/8.54%/14.96%/51.65%。国内客座率方面，9月三大航均已超过75%，春秋航空更是高达89.27%。从运输旅客量指标看，吉祥航空、春秋航空恢复速度领先三大航。

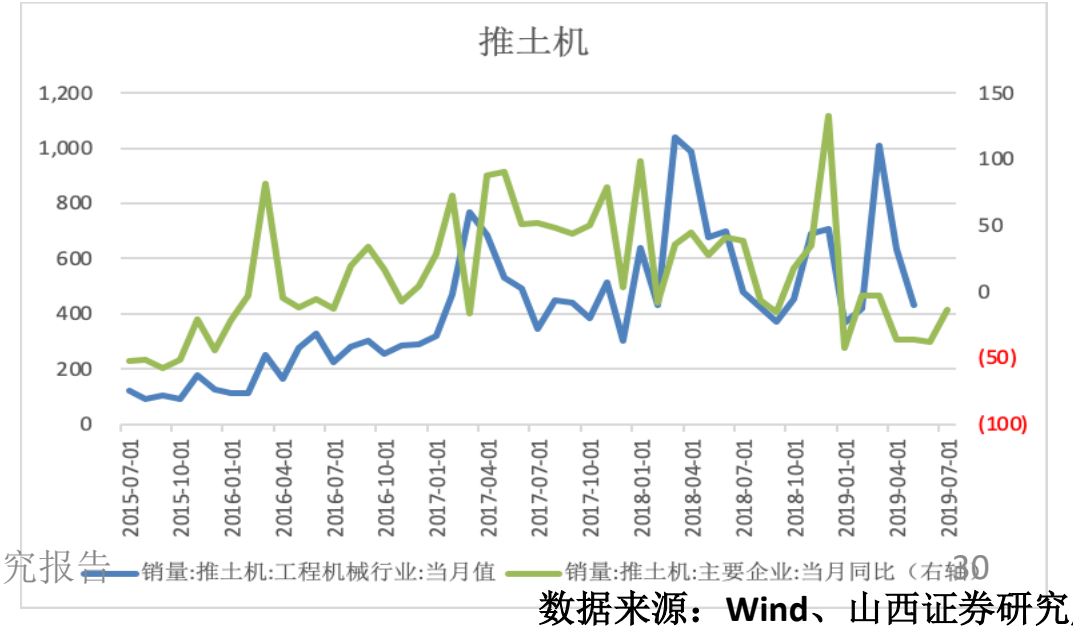




数据来源：Wind、山西证券研究所

- 国内挖掘机销量同比增长71.4%，持续关注工程机械板块。2020年9月，共计销售各类挖掘机产品26034台，YOY+64.8%。国内市场销量22598台，YOY+71.4%。大、中、小挖销量分别为3123/6311/13164台，YOY+52.5%/+106.4%/+63.0%。9月绝大多数地区雨季结束，房建需求复苏，小挖占比回升至58.3%。2020年1-9月专项债（去除土储和棚改）累计发行3450.24亿元，YOY+199.1%；9月单月发行3450.24亿元，YOY+86.5%。基建与房地产施工量的提升将进一步支撑下半年工程机械销量的增长。





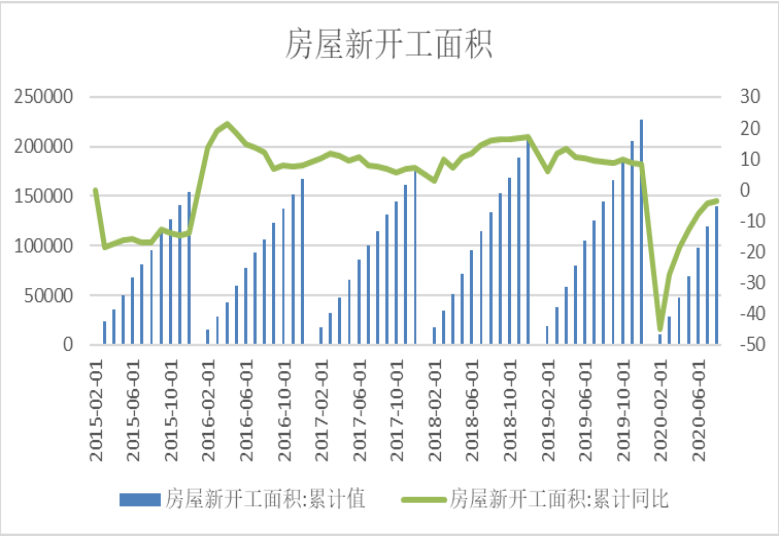
数据来源：Wind、山西证券研究所

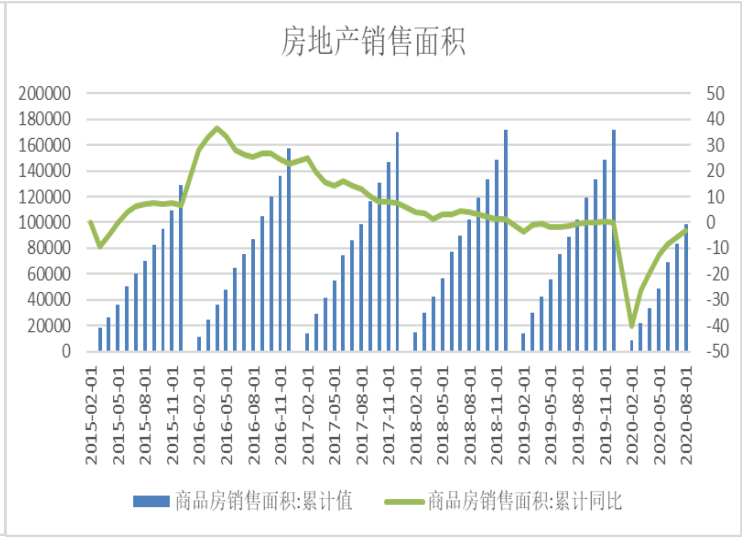
下游行业高频数据

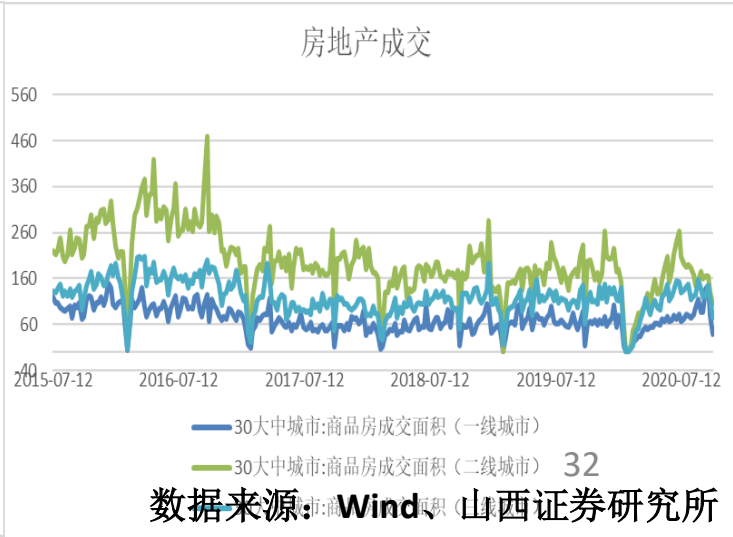
下游行业：土地市场持续降温，房屋销售增速开始回落

- 行业数据：（1）9月，百城住宅价格指数环比上涨0.24%，百城住宅价格指数环比涨幅较上月收窄0.26pcts。房企促销力度加大，价格涨幅收窄。（2）9月，30大中城市商品房成交面积，同比增长10.77%，环比增长7.80%，但同比增速较上月开始收窄。9月部分城市继续调控房地产市场，部分二、三线城市销售有所降温。（3）9月，100大中城市成交土地占地面积同比下滑36.19%，环比下滑23.10%。9月土地市场继续继续降温，土地供应和土地成交均呈现回落，溢价率继续回落，都市圈中三线城市热度不减。

- 行业动态：（1）9月迎来行业销售黄金月份，但房企成绩喜忧参半。前期行业需求持续释放，金九银十需求动力略显疲乏。（2）9月土地市场持续降温，但资金实力雄厚的头部房企体现出强烈拿地意愿，万科、保利、招商蛇口等房企纷纷拿地补库存，储备粮草。（3）9月房地产行业发行债券规模649.85亿元，发行规模环比减少7.13%，发行占比1.91%，规模占比较上月下降0.08pcts。往后看，在房地产金融监管不放松情况下，房企融资活动或将降温。（4）四季度在房企销售目标和年末回款压力的推动下，预计推盘供货力度将能与三季度基本持平。但往后看，销售或将在需求和供给均疲软中显现出压力。







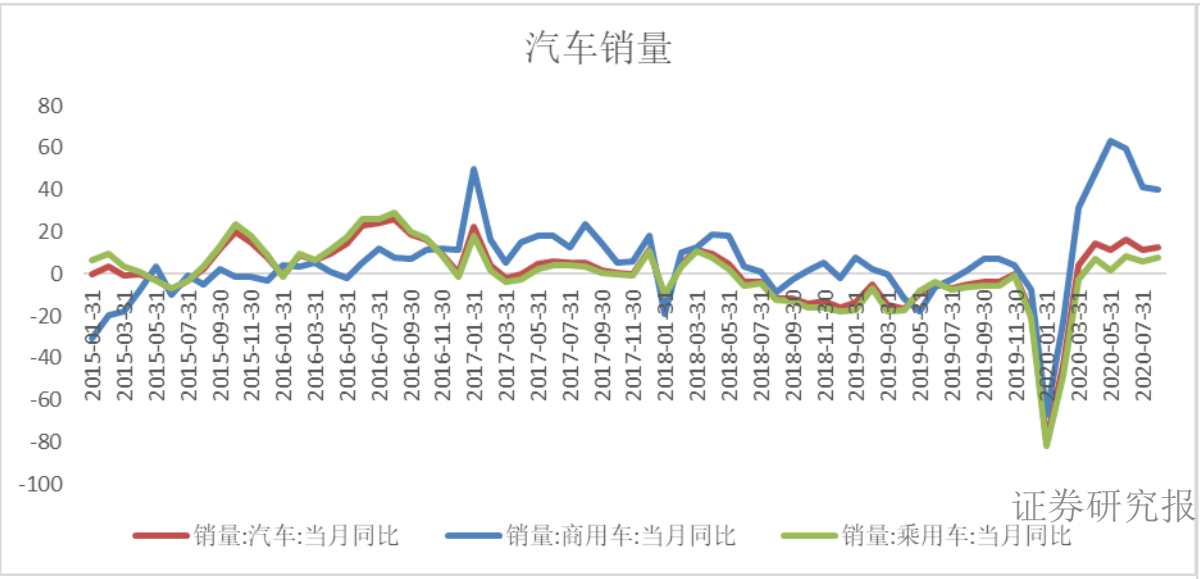
数据来源：Wind、山西证券研究所

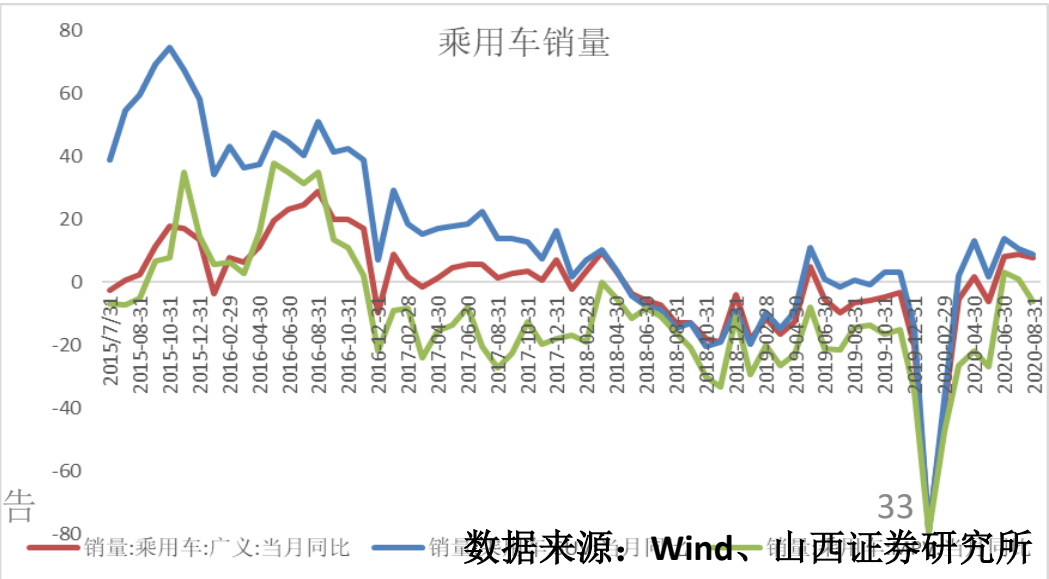
下游行业：汽车9月数据复苏趋势明显

- 10月20日，国家发改委新闻发言人孟玮在例行新闻发布会上表示，推动汽车消费转型升级，促进汽车限购向引导使用转变，鼓励各地出台促进老旧汽车置换政策，再促汽车市场复苏。重点推荐两条主线：
- 1）受益于行业政策利好的新能源汽车产业链，特别是与特斯拉国产化的紧密相关的企业
- 2）受益于我国基建工程发力以及国三重卡加速淘汰

- 根据乘联会数据：10月第3周全国乘用车市场零售日均5.31万台，同比增长18%，批发日均5.4万台，同比增长9%。9月厂家销量环比增长较强，走势平稳推进，经销商进货节奏较好，行业状态明显改善。由于经济加速恢复，年底预计会出现较大的购车需求，销量较好的品牌可能受到产量限制出现库存不足。国庆车市通过厂家经销商店的地方联展带动新车消费，9月强势的终端销售大大降低库存，10月厂商将进入备货阶段，以实现产销增长。

- 根据第一商用车数据：2020年9月重卡销量为15.1万辆，同比上涨80.2%，环比增长16.2%。2020年1-9月重卡累计销售123.7万辆，同比增长39%，行业持续高景气度。中国重汽重卡1-9月销量18.29万辆，同比上涨32%，排名第三。基建工程发力支撑工程重卡销量增长，以及国家出台政策加速淘汰国三重卡，重卡行业高景气度有望继续维持。

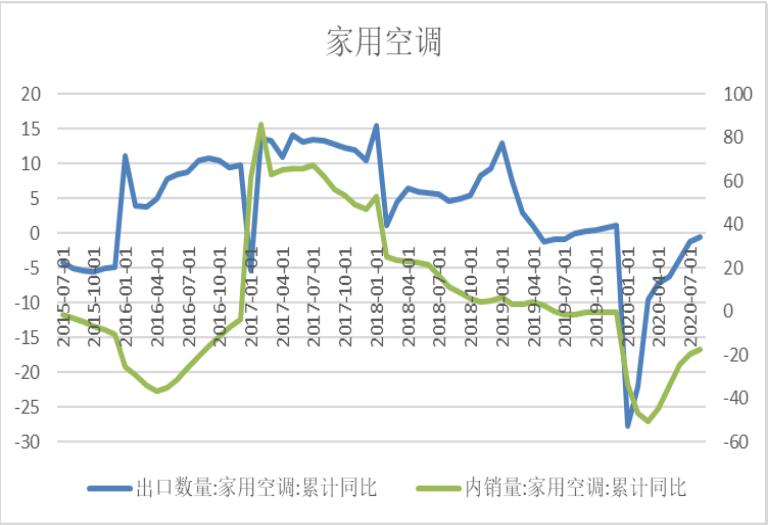


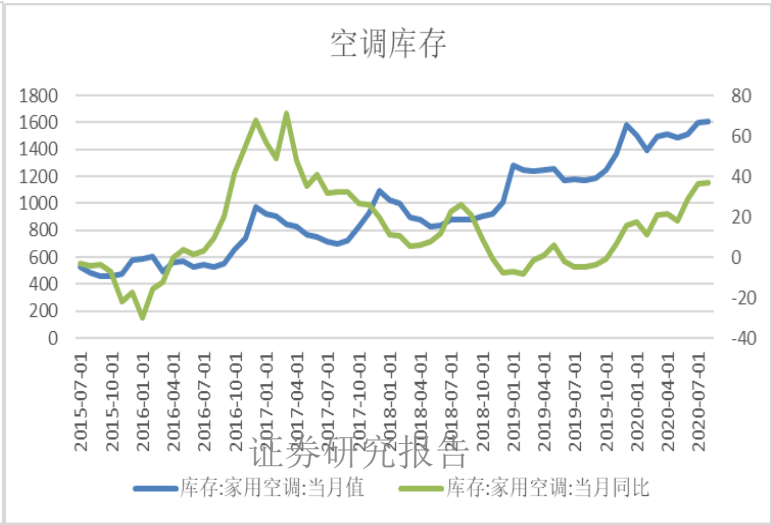


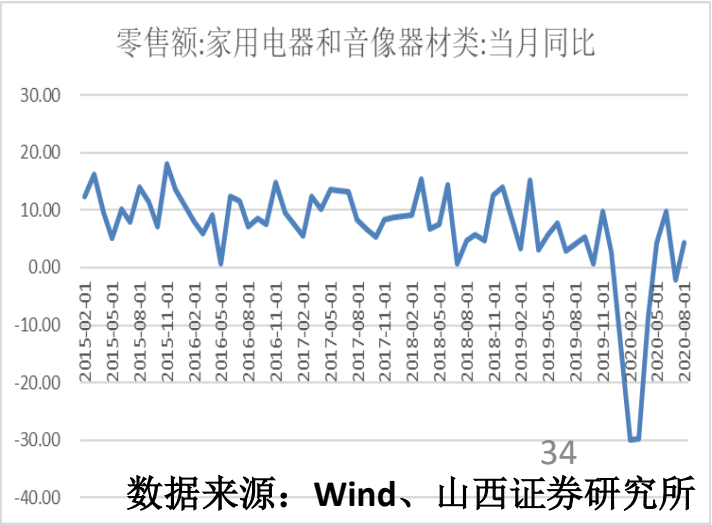
证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 双十一预售靓丽；十一假期后，冰洗和集成灶仍取得亮眼成绩本周双十一已开启第一轮预售，前三天累计预售额占2019年双十一总销售额的比例来一窥预售热度。根据数据，厨房大电预售热度高涨，仅三天时间西门子预售额已占去年总额39%，老板电器完成24%。厨房小家电中北鼎表现亮眼，已预售2.1亿元，占去年总额36%。生活电器同样取得亮眼成绩，科沃斯预售额达2.2亿元，占去年总额40%，其中地宝T8MAX预售4.9万台，占科沃斯品牌总预售量72%。而艾美特通过进入薇娅直播间实现销量大增。
- 根据奥维数据，冰洗W42单周销额分别同增29%、26%，且量价同升，均价提升近10%。此外，集成灶品类亦表现亮眼，W42单周销额同增32%，均价增速为近一个月以来首次转正。
- 家居内外销景气度均呈明显回升：外销方面，根据国家海关总署的数据，我国家具及其零件9月出口额368.8亿元，较8月下降1.8%；1-9月累计出口额2712.8亿元，同比增长5.1%。另据阿里巴巴国际站的数据，出口热门产品主要是沙发、床、办公桌椅、餐桌椅、儿童床等，其中在9月采购节期间，家具行业交易额同比增长224%，支付订单数同比增长212%。
- 内销方面，9月份全国建材家居景气指数BHI为108.26，环比上涨6.33点，同比下降2.28点。全国规模以上建材家居卖场9月份销售额为865.70亿元，环比上涨14.99%，同比下降11.79%。Q3全国家居景气度回升，龙头表现明显优于行业平均。看到已披露三季度业绩的好莱客、好太太、喜临门以及志邦家居均实现收入的同比正增长，其中志邦家居凭借大宗业务和衣柜业务的高增长获得收入和利润的快速增长。Q4依然是家居消费旺季，十一期间家居消费活跃，龙头有望通过各种主动营销的手段冲刺旺季销售，提示关注明年上半年可能因今年同期低基数而出现的明显业绩改善。





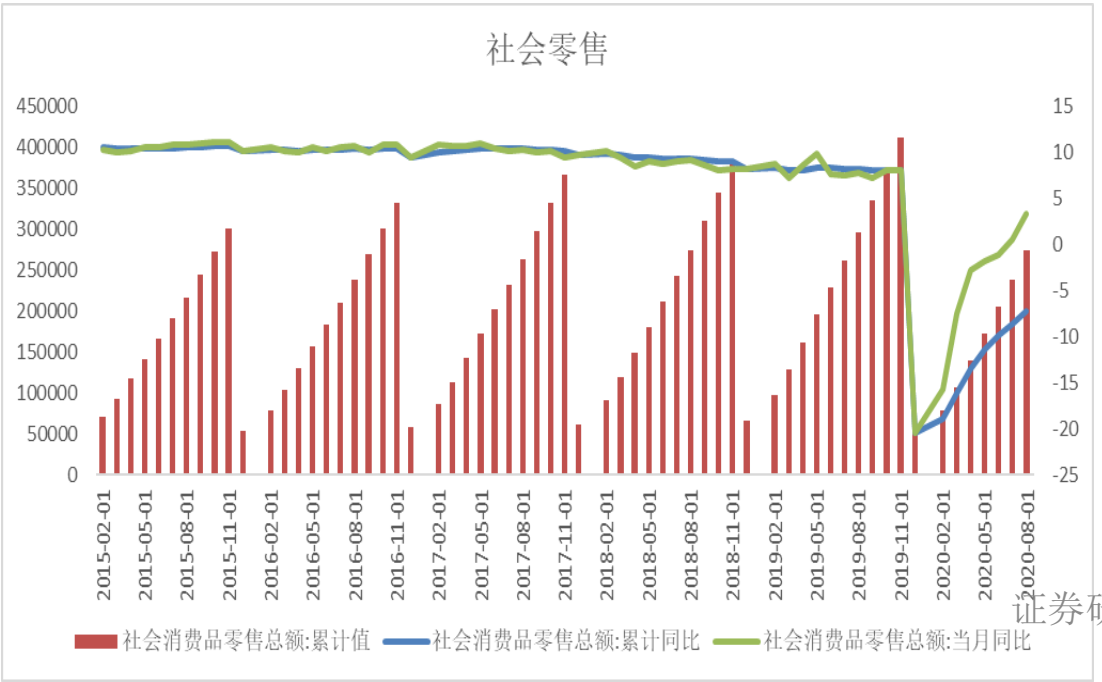


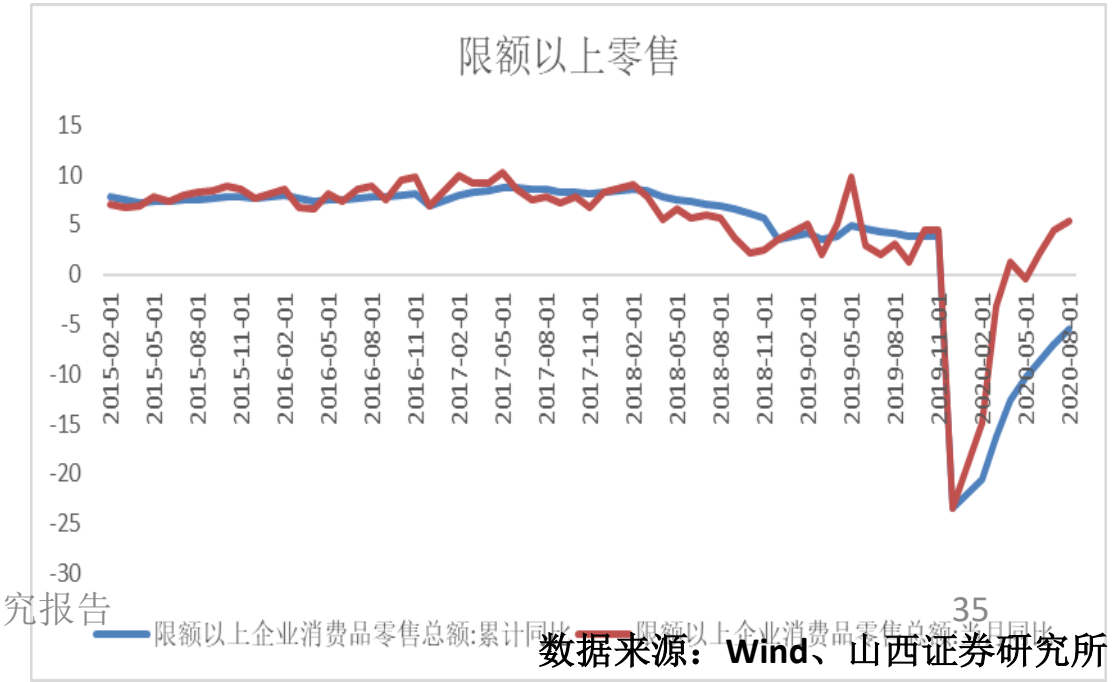
证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 10月18日，国家统计局发布2020年9月社会消费品零售总额数据。9月份，社会消费品零售总额35925亿元，同比增长3.3%，继8月份社零数据同比转正之后持续增长，环比上月增长2.8个百分点；除汽车以外的消费品零售额31428亿元，同比增长2.4%。2020年前三季度，社会消费品零售总额273324亿元，同比下降7.2%。其中，除汽车以外消费品零售额246588亿元，同比下降7.2%。

- 限额以上餐饮收入同比增幅年内首次转正。数据显示，9月份，餐饮收入3715亿元，同比下降2.9%，降幅较8月份缩小4.1个百分点；其中限额以上单位餐饮收入836亿元，同比增长1.9%，为年内首次正增长，降幅较8月份缩小5.4个百分点。前三季度，餐饮收入25226亿元，同比下降23.9%；其中限额以上单位餐饮收入5465亿元，同比下降20.8%。限额以上餐饮收入同比降幅年内首次转正，在国庆假日团餐、家庭聚会、婚宴带动下，餐饮整体收入增速十月有望转正。

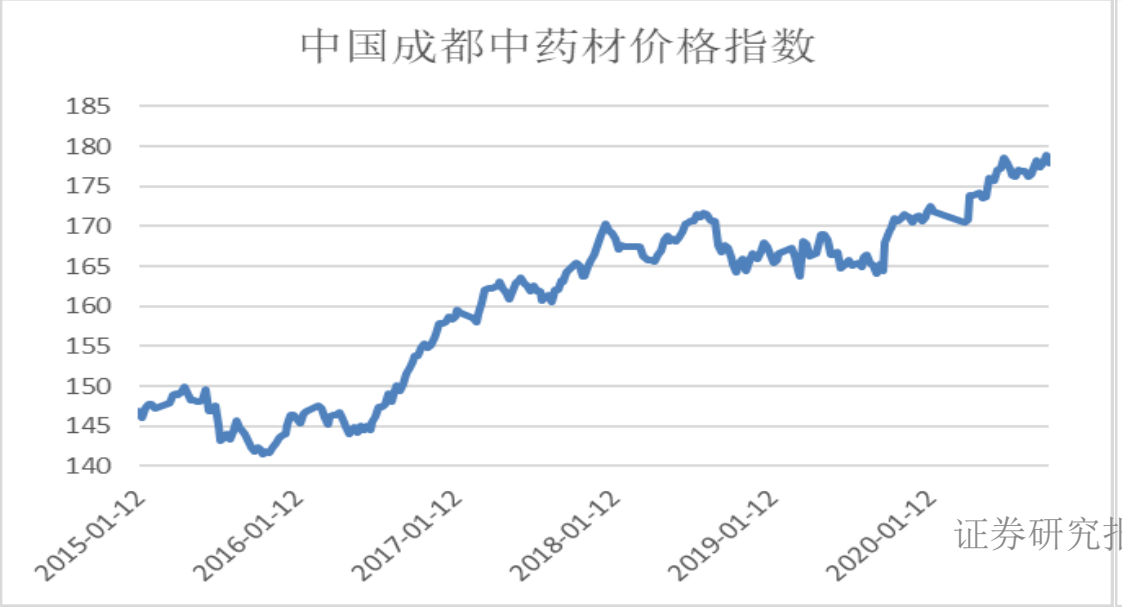


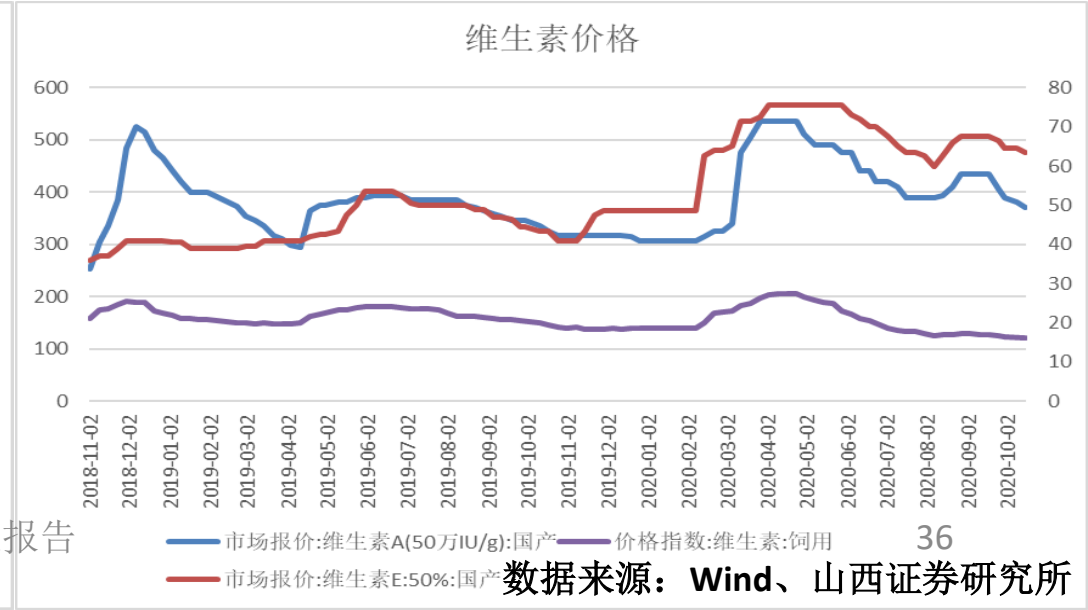


证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

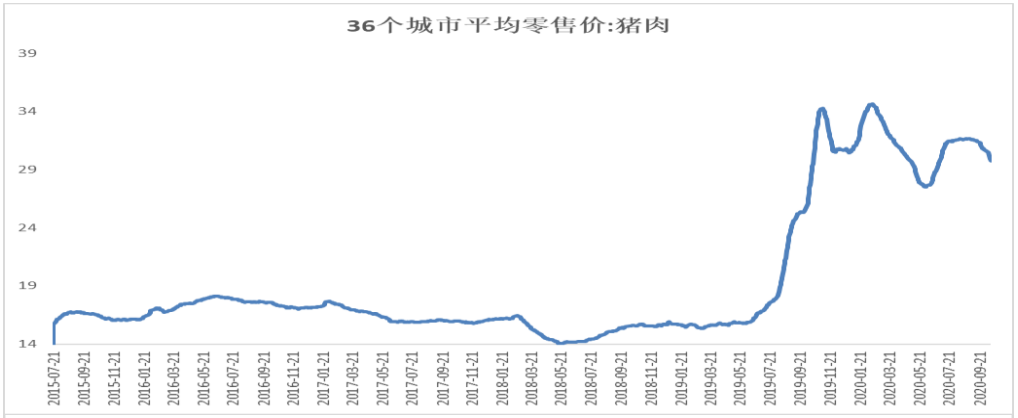
- 部分地区新冠疫苗已启动紧急接种，流感及肺炎相关疫苗有望超预期：部分地区如浙江省嘉兴市和义乌市已启动新冠疫苗紧急接种，根据10月16日浙江省政府新闻办第五十五场新冠肺炎疫情防控工作新闻发布会，9月以来全浙江省已接种74.3万人次。根据WHO的最新统计数据，截至10月15日，全球有42款产品处于临床研究阶段，156款产品处于临床前阶段。技术路径主要包括灭活疫苗、非复制型腺病毒载体疫苗、减毒活疫苗、mRNA疫苗、DNA疫苗、重组蛋白亚单位疫苗等。新冠肺炎疫情对民众在疫苗和疫情防控方面起到深刻的教育作用，专家学者对于流感防控呼吁以及各地对于流感防控的重视，使得各地流感疫苗显现出不同程度的紧缺状况。看好流感、肺炎等秋冬常见传染病疫苗在今年秋冬的销售。





数据来源：Wind、山西证券研究所

- 猪价跌幅缩窄：据搜猪网消息，2020年10月23日全国22个省市瘦肉型猪出栏均价为30.01元/kg，环比下跌2.23%。本周供给持续增长，需求逐步进入销售旺季，供需两端均有所恢复。供给端恢复状况良好：据农业农村部数据，2020年1-9月，全国生猪出栏3.62亿头，同比下降11.7%，降幅比上半年收窄8.2pcts，第三季度出栏同比由负转正，增长15.1%；三季度末，全国生猪存栏3.7亿头，较二季末环比增长9.0%，恢复到2017年末的84%。其中，能繁母猪存栏达到3822万头，恢复到2017年末的86%；猪肉产量2,838万吨，同比下降10.8%，降幅较上半年收窄8.3pcts；需求有所改善：随着新冠疫情防控形势向好，我国的社会经济活动稳步恢复，猪肉需求也将恢复正常。此外，随着气温逐步下降，进入传统的消费旺季，四季度猪肉需求有望好转。因此下游需求与生猪供给持续恢复，供需偏紧的局势逐渐趋缓，猪价尽管回涨空间不大，但大幅下跌的概率也较小。



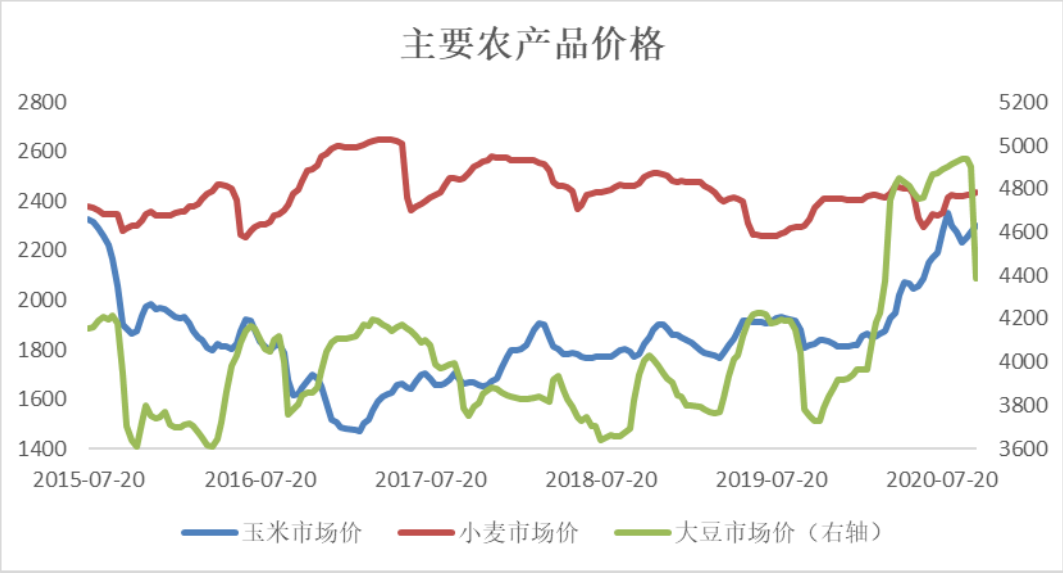


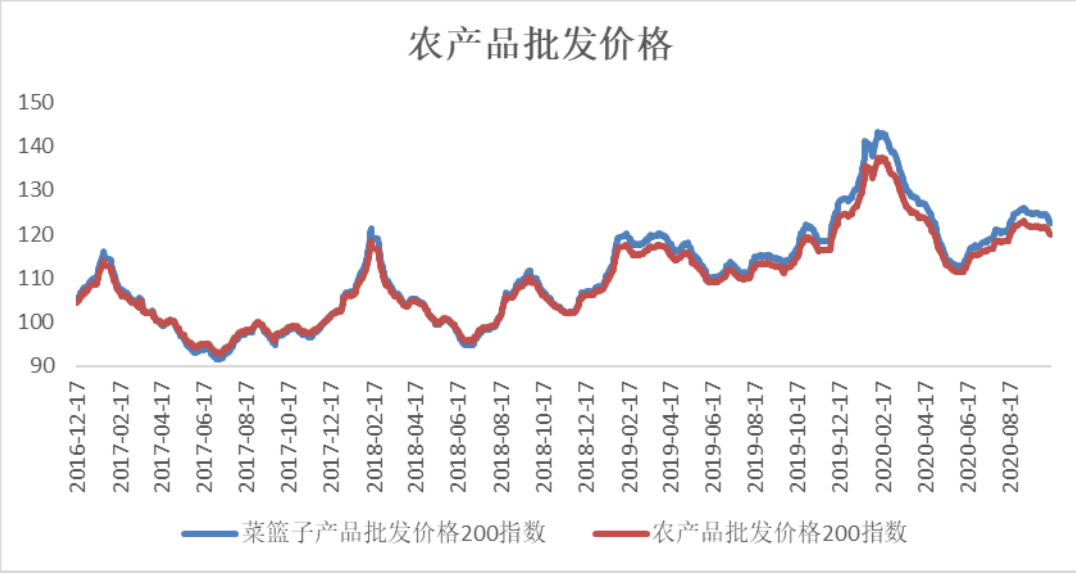




数据来源：Wind、山西证券研究所

- 饲料原料价格普遍上涨： 1)豆粕价格大幅上涨：受市场炒作中国重返美国市场采购以及南美天气干旱影响播种进度影响，豆粕价格持续走强。预计短期仍将震荡偏强为主；2)本周菜粕震荡上涨：根据中国饲料行业信息网，由于菜粕库存持续下降，其供应日益减少，且由于目前豆粕现货价差处于偏高水平，菜粕性价比增强，替代需求凸显，对其价格形成支撑。不过随着气温转凉，水产养殖旺季基本结束，菜粕行情走势依旧缺乏支撑，预计近期菜粕行情总体上仍将继续随豆粕行情震荡调整。3)玉米大幅上涨缺乏支撑：根据中国饲料信息网，今年十一假期过后，现货玉米收购最高过2600元/吨，创下近4年以来的新高。这主要是由于基层粮并没有集中上市、台风天气影响玉米倒伏玉米预期减产、玉米倒伏后人工收购成本比往年高2000-4000元、种植户惜售助推玉米价格上涨，当然还有就是各收购主体抢粮给玉米加入催化剂。但据农业部消息，今年玉米丰收已成定局，前期竞拍玉米陆续出库上市，另外加上部分库存稻谷小麦也可以用于饲料替代。此外，国家粮油信息中心数据，2020/21年度玉米及替代品进口量料将增长，玉米进口预估为1700万吨，加上相关替代品进口，预计总进口量将达到3200万吨，供给有保障，玉米价格继续上涨缺乏支撑。
- 饲料成本上行，生猪养殖利润压缩：受猪价跌跌势延续及饲料成本上涨影响，养殖企业利润也在不断减少。本周猪粮比为12.44，较上周下跌0.80。自繁自养盈利2100.295元/头，较上周盈利下降109.55元。,养殖企业利润进一步压缩。



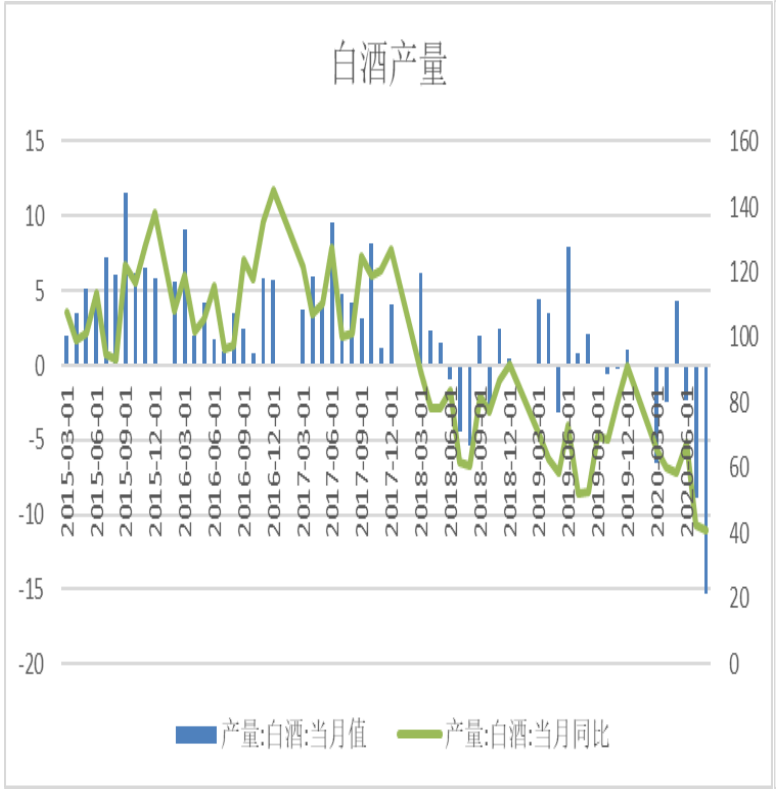


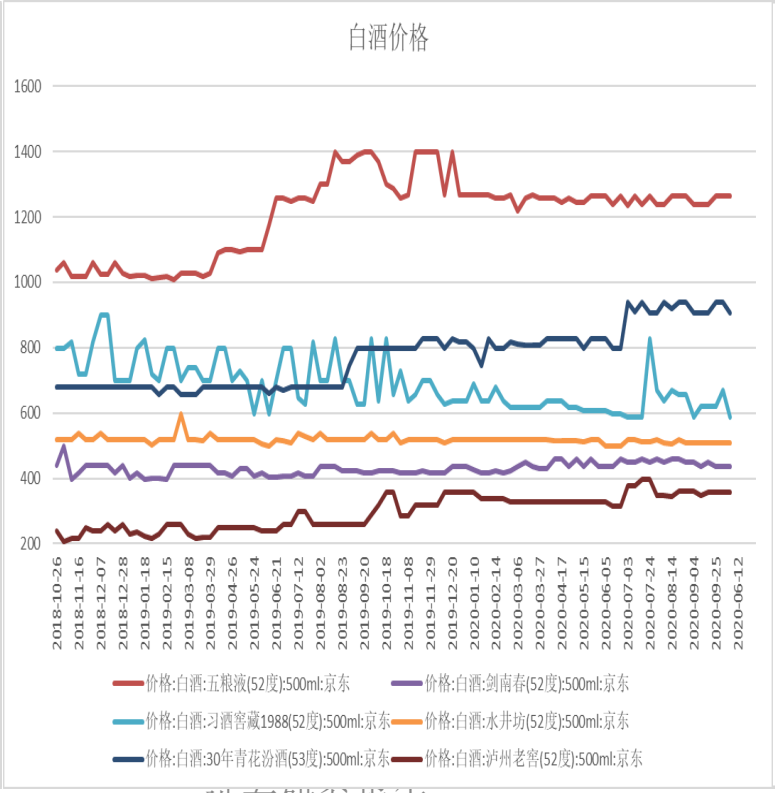
数据来源：Wind、山西证券研究所

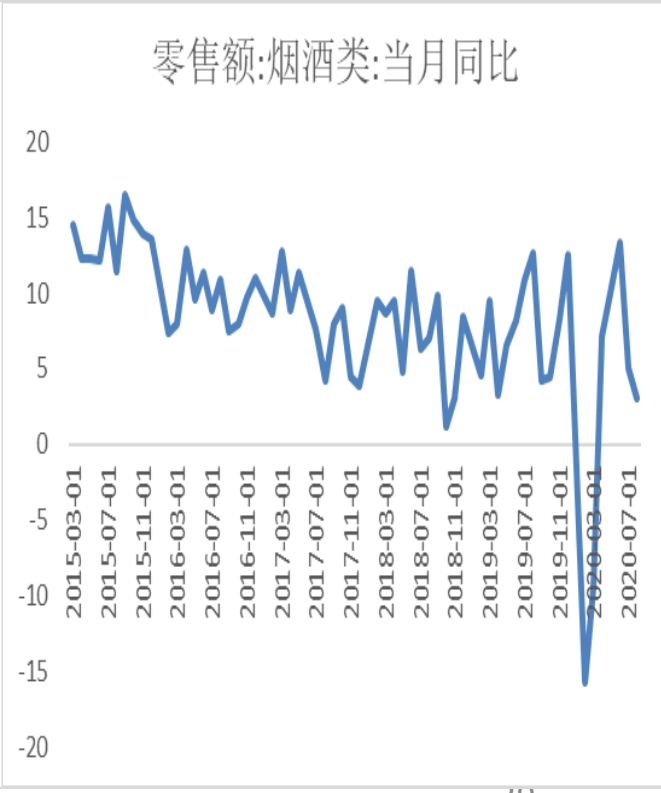
下游行业：白酒销售有所改善,食品销售回归常态化

- 白酒：疫情影响逐渐褪去，婚宴宴请等消费场景反弹，中秋国庆动销略超预期，预计三季度收入、业绩环比加速增长。展望四季度及春节旺季，消费氛围已基本恢复，渠道信心增强，叠加当前低库存水平，报表有望继续改善。分价格带看，高端白酒依然最稳健，价格坚挺超出市场预期，预计三季度可实现双位数增长。次高端及区域名酒紧抓宴席消费反弹机会，动销环比改善，不同品牌分化明显。

- 食品：伴随着餐饮宴席、社交送礼等消费场景的恢复，终端动销也逐渐恢复到正常水平。报表端看，二季度大众品板块普遍受益于动销改善+渠道补库存效应，我们预计三季度增速环比放缓，回归常态。盈利能力继续受益竞争放缓、费效比改善以及结构升级。乳制品白奶需求旺盛，原奶价格上行，竞争有望趋缓。调味品龙头二季度增速普遍较高，预计三季度环比放缓。啤酒板块七月受暴雨影响，八九月动销持续改善，产品结构继续向高端化升级。





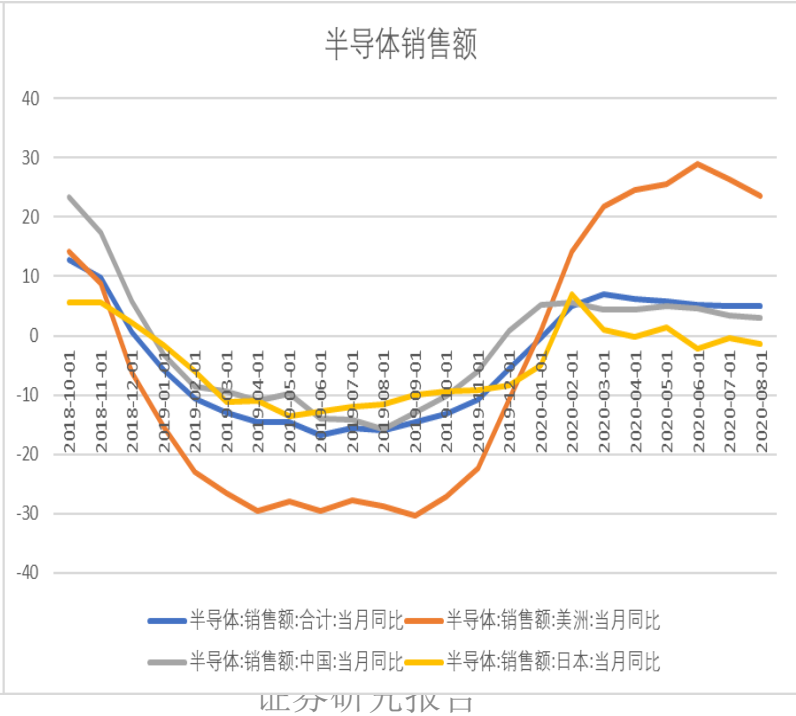


数据来源：Wind、山西证券研究所

TMT行业高频数据

- iPhone 12和iPhone 12 Pro销售情况热烈。10月16日，苹果在天猫、京东、苏宁多平台开启预售通道，截至10月16日18点，在苏宁易购iPhone12系列各个型号新品预约抢购总量突破145万，在京东平台改预约抢购总量业达到了132万。根据目前苹果官网的信息显示，国内iPhone12的配送时间是7-10个工作日，iPhone12 Pro的配送时间是2-3周，可见iPhone新机的现货紧张程度。

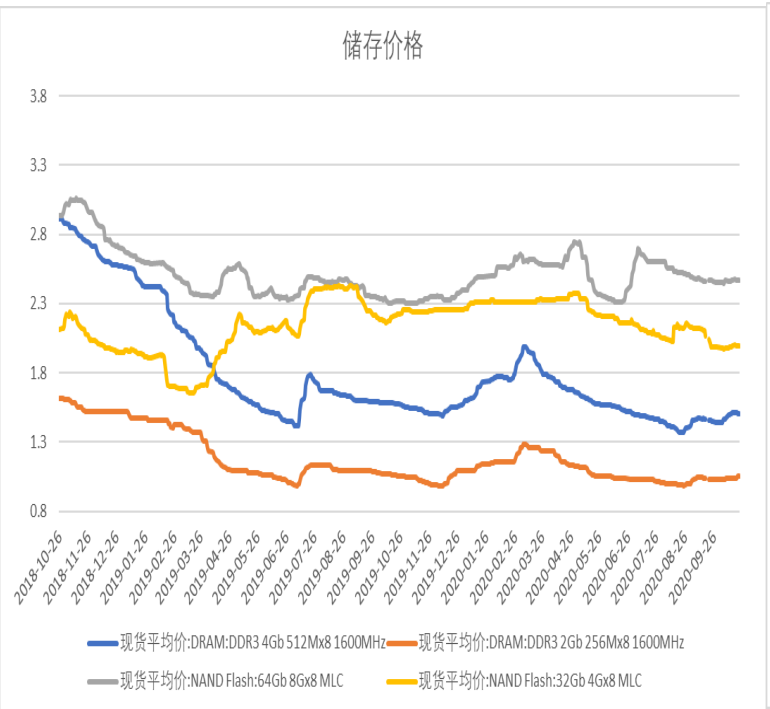


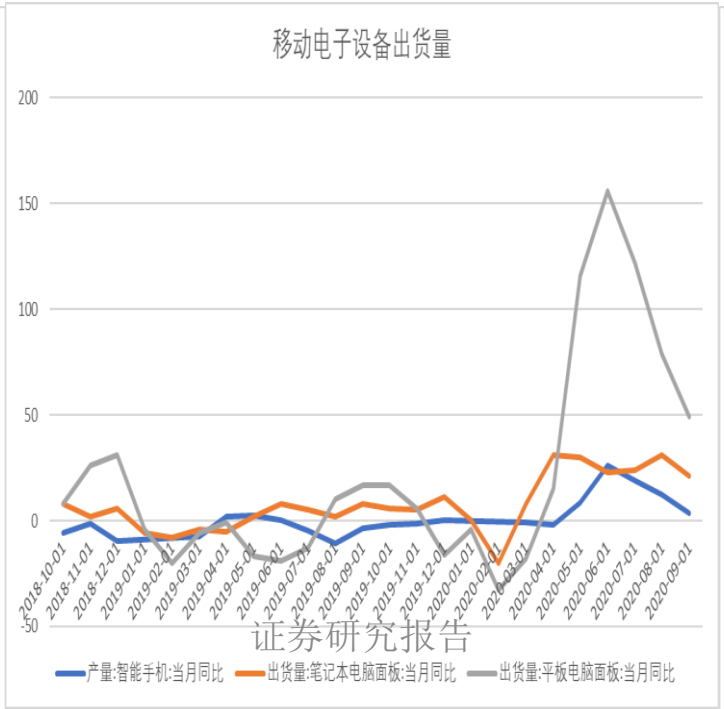


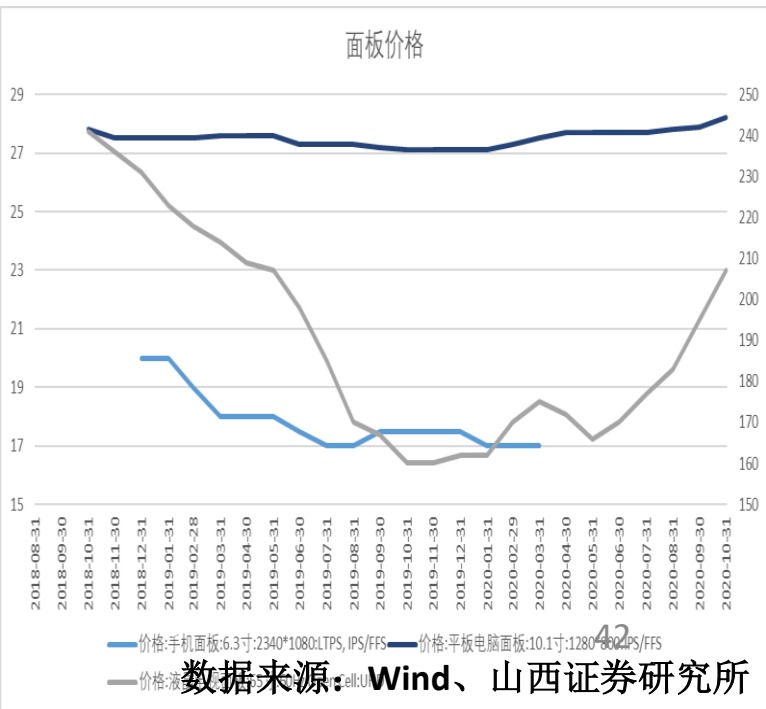


数据来源：Wind、山西证券研究所

- 从SK海力士收购IntelNAND业务看全球NAND格局：2020年10月20日，SK海力士于宣布将以90亿美元收购Intel的NAND内存与储存事业，以及位于大连专门制造3DNANDFlash的Fab68厂房。此次收购交易将是英特尔与SK海力士之间的双赢，SK海力士能够加强其企业SSD业务，巩固在DRAM和NAND存储业务领域全球领先的地位。2019年SK海力士NAND闪存总营收中有超过60%来自移动市场，但在企业SSD市场表现相对疲弱。而英特尔在中国企业级SSD市场拥有超过50%的份额，此次收购有助于SK海力士提升NAND业务的竞争力。
- 对英特尔而言，通过将NAND业务出售给SK海力士，英特尔可以专注于开发逻辑芯片。由于NAND业务毛利率较低，存储业务降低了英特尔的整体毛利率水平，此次出售NAND业务也将有助于提高公司的整体盈利能力。NANDFlash是存储市场的重要成分，目前全球市场规模达数百亿美元。2018年全球NANDFlash销售额达644亿美元，创历史新高。2019年受全球存储市场下滑影响，全球NANDFlash销售额下降28.6%至460亿美元。
- 根据全球市场研究机构TrendForce的调查数据显示，2020Q2季度全球NANDFlash厂商中，三星以45.42亿美元的营收排名第一，市占率达到31.4%；铠侠以24.88亿美元排名第二，市占率为17.2%。第3-6位分别是西部数据、SK海力士、镁光以及英特尔，市占率分别为15.5%、11.7%、11.5%、11.5%。前6大厂商占比高达98.8%，行业集中度很高。





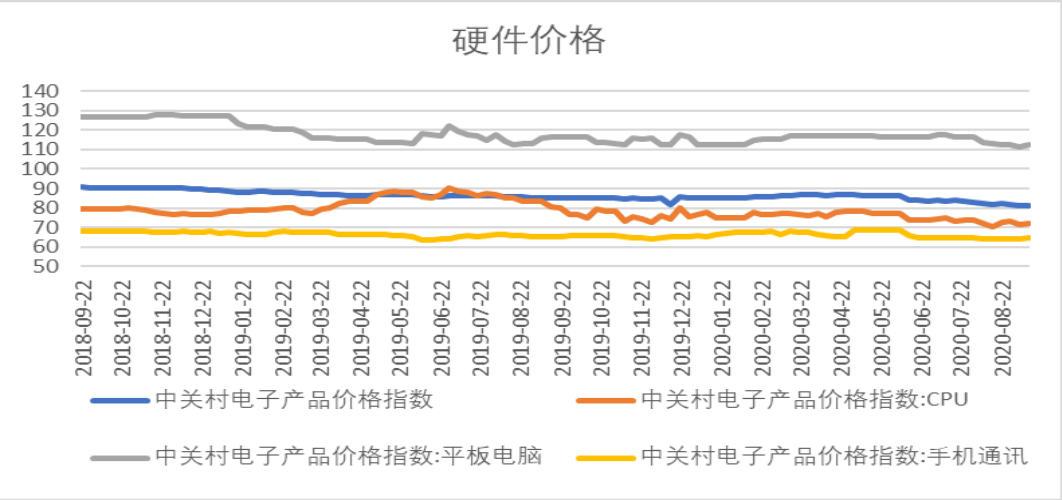


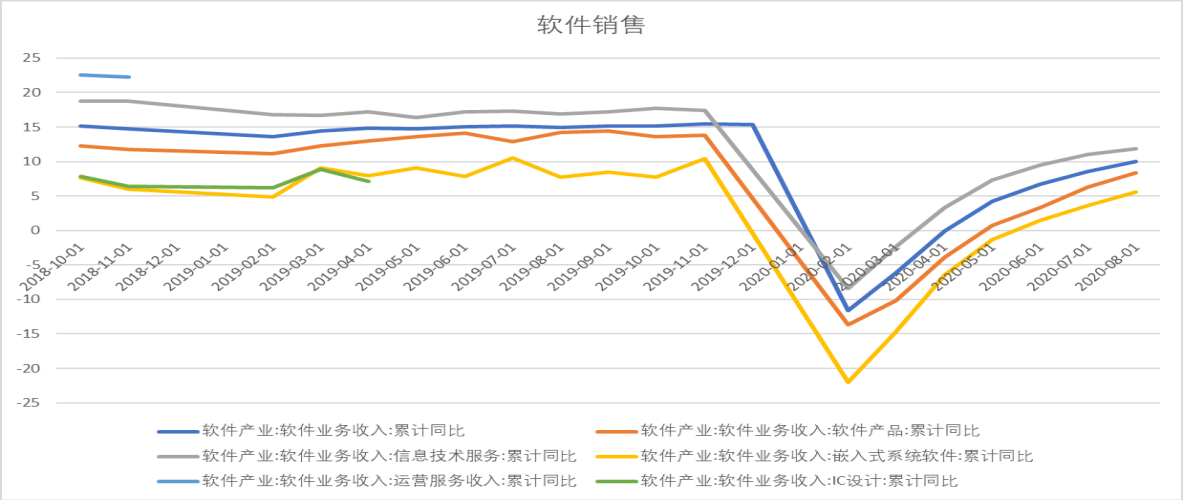
数据来源：Wind、山西证券研究所

- 1024全球开发者大会举行，开放平台助力AI加速落地：10月24日，科大讯飞全球1024开发者大会在合肥举行。科大讯飞高级副总裁、消费者事业群总裁胡国平现场公布了讯飞开放平台联合艾瑞咨询共同发布的《2020中国人工智能API经济白皮书》，并发布讯飞“1024计划4.0”。

- 讯飞1024计划成果丰硕，升级4.0版走向行业赋能。讯飞“1024计划”旨在完善讯飞生态体系、扶持产业合作伙伴。截止目前，讯飞开放平台的开发者团队增长至157万，开发应用数增长至93万。此次讯飞发布的“1024计划4.0”，全面升级为“AI赋能计划”，从产品赋能走向行业赋能，体现出当前人工智能产业逐渐从技术走向了行业应用落地。开放平台是AI能力输出的重要载体，具有巨大的发展价值。人工智能算法需要通过开放平台的承载，来实现企业间的交互。当前开放平台在AI产业中的价值愈发凸显，从供给端来看，大型AI企业可以通过开放平台沉淀积累海量的行业数据，真正将AI算法和行业Know-how相结合。从需求端来看，中小企业可以通过开放平台将AI能力集成到自己的产品与服务，实现快速响应市场需求。

- 开放平台市场规模有望超500亿元，未来5年保持快速增长。根据艾瑞咨询统计，2019年人工智能开放平台市场规模达104.1亿元，且正处于高速增长期，预计到2024年市场规模有望达到579.9亿，未来5年CAGR高达41%。

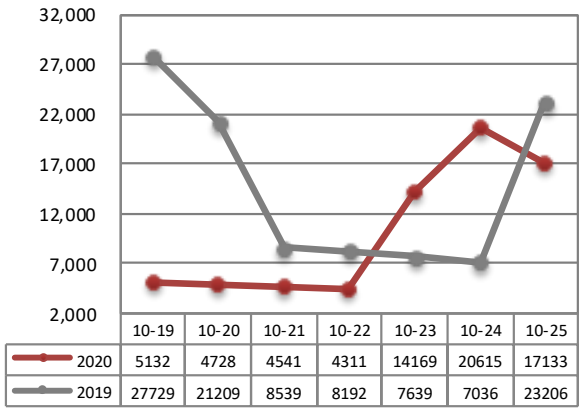




数据来源：Wind、山西证券研究所

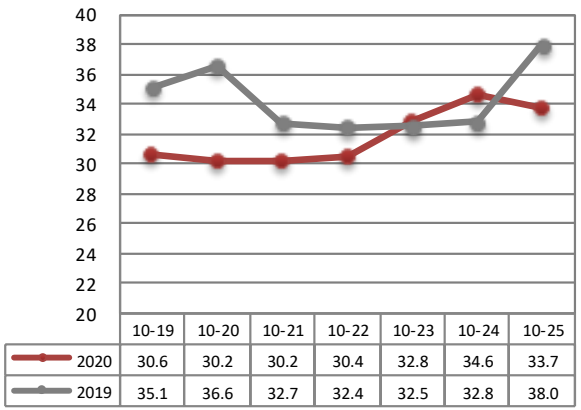
- 双十一预期火爆，建议关注营销以及直播电商产业链机会：本周一年一度的“双十一之战”正式开始预热，10月21日当天李佳琦与薇娅直播间累计观看人数超过2.8亿，最终成交额累计为68亿元。在疫情因素对消费的压制逐渐解除后，今年是史上力度最大的双十一活动。看好电商平台以及消费品牌对广告投放加大的双重增量，建议关注梯媒龙头，看好优惠信息增多对导购平台GMV的贡献

大盘单日票房



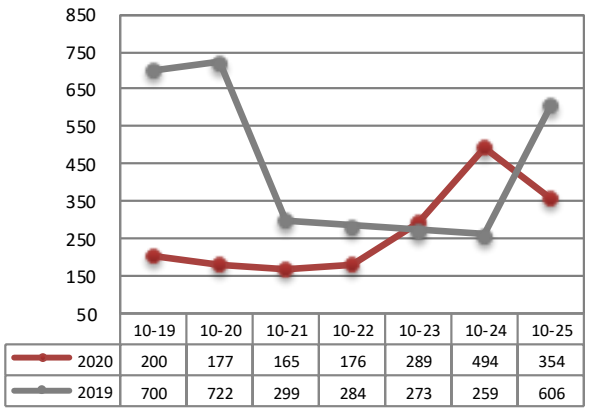
	10-19	10-20	10-21	10-22	10-23	10-24	10-25
2020	5132	4728	4541	4311	14169	20615	17133
2019	27729	21209	8539	8192	7639	7036	23206

大盘单日放映场次



	10-19	10-20	10-21	10-22	10-23	10-24	10-25
2020	30.6	30.2	30.2	30.4	32.8	34.6	33.7
2019	35.1	36.6	32.7	32.4	32.5	32.8	38.0

大盘单日观影人次



	10-19	10-20	10-21	10-22	10-23	10-24	10-25
2020	200	177	165	176	289	494	354
2019	700	722	299	284	273	259	606

数据来源：Wind、山西证券研究所

风险提示

- 宏观经济不达预期风险
- 货币政策不达预期风险
- 监管政策超预期风险
- 行业景气度不达预期风险

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券策略团队

分析师：

麻文宇 CFA
SAC NO：S0760516070001
TEL:010-83496336
Email:mawenyu@sxzq.com

梁迪柯CFA
SAC NO：S0760518070001
TEL:010-83496302
Email:liangdike@sxzq.com

李杰 CPA
SAC NO：S0760520090001
Email:lijie@sxzq.com

研究助理：

翟子超 FRM
TEL:13681033618
Email:zhaizichao@sxzq.com