策略研究

国都投资研究周报 2020.10.26-10.30

本周策略：

流动性紧平衡基本面弱恢复，低估值顺周期风格阶段占优

一、近期市场研判：三波震荡调整后，杀估值渐入尾声

1、市场脉动：高价股杀估值领跌，低估值金融股与顺周期可选消费股抗跌。A 股在中秋国庆长假后短暂快速放量反弹三日后，受中期**流动性趋紧信号再次释放、业绩财报密集公布下部分不及预期、大型科技股 IPO 巨量融资等压力影响，**10 月 14 日指数再次转为缩量震荡回调，；其中估值偏高的中小盘指数普遍领跌，而低估值的大盘蓝筹指数抗跌，科创 50、创业板指、中小板指、中证 500 依次大跌 10.8%、6.6%、5.2%、4.4%，中证 100、上证 50、上证 180、上证红利等大盘蓝筹指数跌幅各为 0.6%、1.2%、1.9%、2.1%，同期万得全 A 下跌 3.7%。

行业板块来看，10/14 至今的八个交易日内，高价股杀估值为主的特征明显，农林牧渔、休闲服务、电气设备（新能源）、国防军工、医药生物、建材、计算机、电子等年内甚至近两年显著领涨的板块普遍领跌，跌幅达 9.5-6.1%；而滞涨低估值金融、可选消费为主的顺周期板块逆势上涨或抗跌，银行、保险各涨 5.5%、2.7%，钢铁、纺织服装、家电、汽车跌幅均在 1%以内。

值得注意的是，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。10/14 至今，申万绩优股指数、高价股指数各显著回调 6.3%、5.2%，而低价股指数仅下跌 2.3%。

2、市场研判：指数经历的三波震荡调整，杀估值压力已过大半，防范局部逻辑修正压力。10/14 至今的市场走势，为 7/14 阶段见顶以来的第三波震荡调整；回溯来看，近三个半月的持续反复震荡压力，主要包括国内货币政策及流动性边际收敛、注册制改革扩容后新股发行提速下市场资金供需趋紧担忧（尤其是近期大型科技公司的轮番登场 IPO）等内部压力，及美国大选进入白热化阶段中美摩擦频发、海外市场大幅震荡等外部压力。**然而，引发 A 股阶段见顶震荡的核心矛盾，仍为货币政策回归中性稳健、流动性边际收敛，使得提估值行情受阻，高估值高价股震荡压力加剧。**

结合近三个半月轮番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**”，调整主线以流动性边际收敛驱动的杀估值为主。

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3278.00	-1.75
沪深 300	4718.49	-1.53
深证成指	13128.46	-2.99
中小板综	12256.62	-3.07
创业板指	2600.84	-4.54
恒生指数	24918.78	2.18
恒生中国企业指数	10125.59	2.12
恒生沪深港通 AH 股溢价	144.29	-2.38
标普 500	3465.39	-0.53
纳斯达克指数	11548.28	-1.06
MSCI 新兴市场	1136.45	1.10

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	39.78	-3.05
纽约期金	1903.40	0.03
伦敦期铜	6876.00	2.20
伦敦期铝	1842.50	-1.13
波罗的海干散货	1415.00	-4.20

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。

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，随着二季度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，重点防范疫情变化、全球科技供应链调整、及市场竞争格局变化下的部分细分行业中期逻辑修正压力。

1）第一波震荡调整期，时间为 7/14 至 7/27（以万得全 A 的阶段峰谷计量、下同），**该阶段调整中市场风格差异不大，**主要系货币政策边际收敛及资本市场狭义资金面供需趋紧担忧、而经济基本面恢复强度与持续性尚待观察与验证；该阶段以系统性杀估值为主，市场指数普遍下跌 10-6%，差异分化有限，期间科创 50、微利股指数、高市盈率指数领跌，而低价股指数、绩优股指数、高价股指数跌幅相对较轻。

2）第二波震荡调整期，时间为 9/2 至 9/28，**该阶段调整中市场风格差异拉大**，主要系货币政策边际收敛及资本市场狭义资金面供需趋紧的确认或持续、而经济基本面恢复强度与持续性略超预期；该阶段以下修高估值指数、高价股绩优股指数的压力释放为主，普遍下跌 9-7%；而低市盈率指数、大盘蓝筹指数及低价股指数，跌幅在 4-3%，市场风格分化拉大。

3）第三波震荡调整期，时间为 10/14 至今，**该阶段调整中市场风格分化显著**，主要系货币政策边际收敛信号释放、资本市场狭义资金面供需趋紧压力显现、同时财报密集披露期部分白马股业绩预期下调等，而经济恢复预期仍谨慎乐观且恢复动力由可选消费、服务消费接棒后更具稳定性；该阶段市场表现如前所述，高市盈率、绩优股、高价股等风格指数领跌，高估值中小成长股跌幅居前，跌幅普遍达 10-6%；而低市盈率风格指数逆势上涨 1%，中证 100、上证 50、上证 180、上证红利，市场风格分化显著。

二、市场焦点：货币政策、流动性及其市场影响展望

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。

1、**年内货币政策逻辑及其变化。**近日在金融街论坛上，央行行长对今年以来我国货币政策逻辑及其具体操作做了总结：**根据疫情防控和经济社会恢复发展的阶段性特征，分层次、有梯度地出台，有内在的逻辑**；依次在**疫情暴发初期、疫情蔓延势头得到初步控制并进入有序复工复产阶段、疫情防控取得重大阶段性成果且生产生活秩序加快恢复阶段等三个阶段，分别采取了 3000 亿元专项再贷款（支持银行向医疗和生活物资重点企业提供优惠利率贷款）、5000 亿元再贷款再贴现额度支持企业复工复产、1 万亿元普惠性再贷款再贴现额度以支持银行加大对涉农、小微和民营企业的信贷投放力度。**

同时强调今年货币政策实施的突出特点是，注重增强直达性、精准性。央行于 6 月 1 日发布了两项直达实体经济的货币政策工具，通过适当提供央行资金支持，**推动银行积极办理企业贷款延期还本付息和普惠小微企业信用贷款。**3 月至 8 月，银行累计发放普惠小微信用贷款共计 1.89 万亿元，比上年同期多 6300 亿元；截至 8 月末，银行已累计延期 3.7 万亿元到期贷款本息。

2、**货币政策已边际收敛。**央行行长指出，随着疫情对我国经济冲击高峰过去，经济活动逐步恢复正常，有的政策已经顺利完成阶段性任务；**展望下阶段货币政策思路，央行行长提了五点：一坚持稳健的货币政策，坚持和完善应对疫情中一些行之有效的结构性金融政策；二稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向；三要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配；四尽可能长时间实施正常货币政策，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，为经济主体提供正向激励；五需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之在长期维持在一个合理的轨道上，并预计明年随 GDP 增速回升后宏观杠杆率将趋稳。**

3、流动性阶段性紧平衡或持续。易行长根据最新宏观形势下货币政策思路阐述，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，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。

4、市场影响简要判断。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。

统计近三个半月陆股通流向变化，由必需消费品调仓至顺周期板块的特征显著。期间陆股通资金流向变化，也充分表明市场资金的选择，在整体持续净流出近六百亿元的背景下，电气设备（新能源）、建材、化工、汽车、机械、钢铁、轻工等顺周期、耐用品消费板块累计净流入额在 70-10 亿元不等，指数普遍录得正收益，平均涨幅+1.3%；而食品饮料、医药生物、非银金融、休闲服务、农林牧渔、计算机、有色(黄金)、家电等受益于疫情暴发防控期的必需消费品或线上服务板块，期间陆股通转为大额净卖出 230-30 亿元不等，相应指数平均下跌近 5%。

三、经济基本面展望：经济恢复程度及后续动能如何？

1、经济走势：逐季恢复，逐步靠近疫情前正常增速。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。

具体从经济增速来看，我国 GDP 同比增速逐季走高，前三季度实际、名义 GDP 累计同比双双由负转正。20Q1、Q2、Q3 的单季度实际 GDP 各同比-6.8%、+3.2%、+4.9%，前三季度累计同比由 20H1 的-1.6%转正至+0.7%；与公司业绩更为密切相关、包含量价的名义 GDP 增速来看，20Q1、Q2、Q3 的单季度名义 GDP 各同比-5.3%、+3.1%、+5.5%，前三季度累计同比由 20H1 的-0.9%转正至+1.4%。**从三季度实际、名义 GDP 增速来看，已逐步靠近疫情前 19Q4 的+6.0%、+7.4%增速，差值收窄至 1-2 个百分点了。**

2、经济预期差：消费服务业恢复较慢、基建投资回升偏弱、去库存压力。虽然近几个月工业、出口增速好于预期，但三季度实际 GDP 同比增速+4.9%仍低于市场预期值+5.2%，预期差主要源自：

一消费服务业恢复偏慢，但后续动能可期。20Q3 第一、二、三产业各同比+3.9%、+6.0%、+4.3%，第一、二产业较 19Q3 同比提升了+1.2、+0.8 个百分点，而第三产业同比下降了 2.8 个百分点，主要受住宿餐饮、交通运输、批零等消费服务业恢复较慢拖累，三季度此三者增速依次为-5.1%、+3.9%、+3.1%，较 19Q3 增速仍低了 11.8、3.6、2.4 个百分点；同时租赁和商业服务业恢复更为缓慢，前三季度降幅逐季缓慢收窄，Q3 同比降幅小幅收窄至-6.9%，同比下降了 15.5 个百分点。随着国内疫情防控见效，预计后续服务消费业恢复动能可期，汽车家电家具等可选消费回暖可持续。

二基建增速略低预期、企业去库存压力。从 GDP 三驾马车的拉动贡献来看，三季度最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口各贡献+1.7、+2.6、+0.6 个百分点，贡献点环比二季度各变化+4.0、-2.4、+0.1 个百分点；可见三季度 GDP 增速低于预期，主要系资本形成总额（投资+库存）低于预期所致。细分来看，主要系基建投资增速回升低于预期、工业企业去库存拖累。

——**投资项来看，三季度基建投资增速低于市场对于积极财政政策下的拉动预期**，而三季度内制造业投资回暖好于预期、房地产投资韧性足且稳定攀升；具体而言，其中基建投资累计增速由 20H1 的-2.7%缓慢回升至 20Q3 的+0.2%，而制造业投资累计增速由 20H1 的-11.7%显著收窄至 20Q3 的-6.5%，房地产投资累计增速由 20H1 的+1.9%持续攀升至 20Q3 的+5.6%。

——**企业库存来看，二、三季度整体处于去库存阶段**，20Q1、Q2、Q3 分别呈现被动加库存、主动去库存、被动去库存特征，3、6、8 月末的工业企业产成品存货同步增速分别为+14.9%、+8.3%、+7.9%，二、三季度工业企业去库存构成当期经济拖累因素。考虑到当前产成品存货同比增速已逐步靠近近五年均值 5.5%，预计后续工业企业有望转为补库存，届时成为拉动经济上行的动力之一。

3、经济展望：正趋于正常，环比恢复动能趋弱。我国生产生活逐步恢复正常已逾六个月，宏观总量来看，如上分析，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，如前所述，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。

1）**工业生产已恢复至疫情前水平之上。**生产供应端方面，工业生产已基本恢复至疫情前水平，叠加出口形势好于预期的拉动，工业增速已恢复至疫情前水平之上。**一从月度规模以上工业增加值同比增速来看**，已自 2 月的-25.9%

低谷逐月持续回升，4月转正并上行至9月的+6.9%，创近两年半次高增速，且明显高于19年月均或累计同比增速+5.7%；**二从工业产能利用率来看**，单季度工业产能利用率已自20Q1的67.3%逐季上升至20Q3的76.7%，已恢复至近七年高位水平，并创近两年次高。

2）**经济环比恢复动能趋弱**。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。

3）**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，此前恢复减慢的四大类消费及商业服务业，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%附近，见顶后逐季回落，预计20Q2为+8.0%附近。

四、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。

规模以上工业企业利润同比增速已连升五个月，且近四个月的单月利润增速保持正增长，近两月保持在19%上方附近的两年高位；同时，工业企业主营业务利润率也同步五连升至8月的5.79%，基本恢复至疫情前正常水平；从库存角度来看，工业企业产成品存货，在经历4-7月的持续下行的去库存后，8月首次转升为补库存，企业主动补库存有望增添经济动能。

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。目前市场对万得全A、万得全A（剔除金融、两油）的净利润同比增速一致预期，由20年的2%、6%附近显著提高至21年的20%、30%附近，未来1年上市公司业绩增速有望显著回升。

3、中期市场展望三：资本市场改革持续落地，制度红利持续释放。资本市场制度改革加速推进：**一注册制试点有序推广，提升上市公司质量结构。**代表我国产业升级、核心技术及创新活力的公司正加快登陆A股市场，同时新证

券法加大对违法违规的从严从重处罚、直接退市制度的扩大实行，A股市场优胜劣汰机制正重塑形成，有望持续改善上市公司质量结构。

二监管层着力增强交易便利性、市场流动性和市场活跃度。近两年监管层已对并购重组、再融资、市场交易等监管政策的优化调整；上交所及时响应市场呼声，修订上证综指编制方案、发布科创板50指数，以合理反应我国经济产业转型升级、市场结构组成的变化。

三加大引导境外机构资金、银行理财、保险、信托等境内外中长线机构资金入市的政策红利正加快释放，居民财富加大权益类资产配置的趋势已成。

综合判断，过去几年资本市场系列制度改革，重点以双向开放加大引入境内外中长线机构资金，以试点注册制发行并从严落实退市制度加快上市公司的优胜劣汰，将重点改善提升资金与上市公司投融资两端主体的结构与质量；以上我国资本市场深化改革扩大开放的红利释放，将助力A股行稳致远。

4、**业绩与盈利能力展望：未来四个季度有望延续恢复上行，1Q21或为阶段增速高点。一业绩增速方面，**统计历史A股各季度业绩累计增速变化曲线可知，全A、扣除金融石油石化的A股营收、净利润增速基本与名义GDP（包含量价因素）走势一致。短中期展望，实际GDP增速有望逐季恢复上行，初步预计20年第三、四季度的实际GDP同比增速将由第二季度的+3.2%进一步恢复至5.5-6.0%区间，而21年第一、二季度的实际GDP同比增速有望上升至8-10%区间（今年低基数效应）。

结合实际GDP增速恢复上行、GDP平减指数趋势回升，预计未来四个季度名义GDP增速有望趋势回升至6-10%区间。根据上市公司业绩增速与名义GDP的较强的正相关性可知，未来四个季度的A股上市公司业绩增速有望趋势回升，预计低基数效应下1Q21或为阶段高点，届时非金融两油的全A净利润同比增速高达+50%附近。

二盈利能力方面，中小创悉数快速回升至疫情前水平之上，主板温和修复趋势有望延续。（1）毛利率方面，单季度2Q20中小创均显著回升至疫情前水平之上，并创2016年以来季度新高，主板温和修复；预计随着PPI趋势回升，预计主板毛利率回升趋势有望延续。**（2）净利率方面，得益于三项费率压缩，净利率改善幅度普遍高于毛利率；**展望未来，A股三项费率或将触底略有反弹（管理费率持稳、后疫情下销售费率回升、财务费率在资产负债率略升而融资成本缓降下基本持稳）后，预计净利率升降主要取决于毛利率变化，预计净利率改善幅度放缓，呈现稳中缓升态势。

（3）净资产回报率ROE方面，自2Q18阶段高点趋势下行六个季度后，已于4Q19真正探底。而1Q20起A股主要板块的单季度ROE环比连升两季；从杜邦分析净资产收益率ROE=销售净利率×总资产周转率×权益乘数解构来看，近两个季度的ROE回升，主要系净利率环比大幅提升贡献。中期展望，预计净利率由此前的快速回升转为缓升，而总资产周转率有望随营收增速的好转而止跌转升、资产负债率在宽信用政策下缓升，综合判断中期ROE有望继续改善，预计21年主板的ROE有望回升至8.5%上方附近，中小板、创业板有望分别回升至12%、10%附近上方。

三分行业板块来看，当前必需消费品（农林牧渔、食品饮料、医药器械）、科技股（电子、通信）及国防军工、电气设备、券商较佳，中期展望，必需消费品优质中高端品牌个股，随着消费升级及市场份额的提升，业绩有望持续增长；同时电子、计算机、通信为首的科技股的优势个股，随5G、人工智能、物联网等落地应用，中期业绩仍处于上升期。同时，**中期看顺周期（化工、建材、保险、银行）及可选消费品（家电家居、汽车、旅游、文化传媒等）**业绩已基本探底，预计有望逐季回暖。

五、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，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）

一、市场表现

周行情：食品饮料（中信）涨跌-060%；农林牧渔（中信）涨跌幅-5.58%；沪深 300 涨跌幅-1.53%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格 **28.6 元/公斤，持续下行低预期。**
2. **茅台一批价：**2800 元，**持平。**

三、食品饮料：

白酒：

本周白酒三季报开启披露期，上周洋河率先披露，业绩超预期，近期也领涨板块，其单季度收入企稳增长 7%，利润端增速达 14%；周末茅台也披露三季报，其中单三季度收入增长 7%，利润端增长 6.9%，基本符合预期。

目前我们仍持续推荐白酒。短期，随着茅台业绩披露，板块业绩奠定基础，建议关注季报超预期或环比改善较大的标的，如**洋河、今世缘、老窖、顺**鑫等。中长期我们重点看好高端酒的**茅五泸汾**，估值切换后，21 年诸多酒企估值合理，低基数上绝对增速更高。

大众品：

疫情受益品种，三季报环比增速放缓，包括本周披露的天味、安琪、榨菜（其收入单季度 16%增速符合预期，单利润增速单季度仅为 3%低预期）。我们认为这几个公司业绩增速放缓在预期之内，优质个股绝对增速仍较高，如天味。考虑受益个股估值相对高位，增速放缓，以及近期大消费板块年底资金获利了结因素，**短期或有回调压力**，尤其是榨菜。

从整个大众品板块看，短期建议关注上半年疫情受损板块的边际向好板块，包括乳制品、啤酒等板块。

中长线资金，可战略逐步建仓中长期赛道优，成长性足，业绩具有确定性的标的，优选调味品和速冻食品龙头性企业，如天味、安井、三全、海天等。

四、农业：中长期继续推荐养殖龙头企业

短期：行业层面本周猪价回落到 28.6/kg 的之内，持续低预期。考虑行业产能在逐步恢复，但仍有约 20%的产能缺口，我们预计明年跌破 20 的概率较小。

本周牧原 Q3，盈利 102.0 亿元（环比+53%），高质量盈利符合预期。

中长期持续推荐牧原：行业产能逐步爬坡；公司目前产能已经处于行业领先地位，如截止 20 年 9 月能繁母猪存栏

221.6 万头，同比增长 146%，环比增长 16%，出栏量有望在今年逐步提升，2020-2021 年出栏规模预计分别达 1800 和 3500 万头；成本也有望下行，龙头优势越发提升；

公司基本面在板块最强，持续看好业绩释放+成长性+市占率快速提升的中长期逻辑，业绩确定性较强，中长线持续推荐。

五、推荐个股

重点推荐：茅台、泸州老窖、今世缘、牧原；

其他：**五粮液、汾酒、顺鑫、水井坊、海天、新希望等**。

六、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）

一、行业表现

上证综指本周下跌 1.75%，沪深 300 下跌 1.53%。家电板块下跌 0.10%，跑赢大盘指数，主要原因在于：家电 3 季度消费数据较好，因此整个板块表现可以。

二、行业动态与展望

（1）9 月洗衣机外销高增长，冰箱增长稳定

9 月份冰箱外销持续高增长，内销 385.77 万台，同比增长 5.6%。外销 436.78 万台，同比增长 57.1%。洗衣机内外销同比增速转正，内销 435.2 万台，同比增长 4.5%。外销 205.9 万台，同比增长 15.0%。冰箱行业中，海尔内销 128 万台，YoY+8%（1-9 月 1019 万，YoY-1%），外销 14 万台，YoY+13%（1-9 月 72 万，YoY-14%）；美的内销 60 万台，YoY+7%（1-9 月 479 万，YoY+11%），外销 76 万台，YoY+55%（1-9 月 520 万，YoY+22%）。洗衣机行业中，美的系内销 137 万台，YoY+1%（1-9 月 873 万，YoY-11%），外销 45 万台，YoY+23%（1-9 月 325 万，YoY+7%）；海尔内销 149 万台，YoY+10%（1-9 月 1098 万，YoY-5%），外销 20 万台，YoY+54%（1-9 月 133 万，YoY-19%）。

（2）今年，干衣机呈现出逆势增长的态势，成为白电中的最大黑马

奥维云网数据显示，2020 年 1-9 月干衣机市场零售额规模 18.1 亿元，同比增长 45.3%，其中线上市场零售额 7.2 亿元，同比增长 43.8%，线下市场零售额 11.0 亿元，同比增长 46.3%。热泵式干衣机成为行业的主要发展趋势。2020 年 1-9 月，热泵式干衣机在独立式干衣机线上零售额中的占比从去年同期的 50.4%增至 74.1%。

（3）科沃斯盈利能力逐季改善

公司 2020 年前三季度公司实现营业收入 41.4 亿元（YoY+20.3%），归母净利 2.5 亿元（YoY+147.2%）。Q3 单季营业收入 17.4 亿元（YoY+71.1%），归母净利 1.2 亿元（YoY+488.2%）。Q3 公司自有品牌放量增长，其中科沃斯品牌 YoY+67.1%，环比 2020H1（YoY-6.15%）增长 73pct；添可品牌 YoY+297.4%，环比 2020H1（YoY+131%）增长 166pct，芙万洗地机持续为添可品牌带来放量增长。自主品牌占比提升+产品结构升级带动 Q3 毛利率提升 6.4pct。

（4）浙江美大：行业红利驱动收入增长

公司 2020 年前三季度公司实现营业收入 11.8 亿元（YoY+3.0%），归母净利 3.4 亿元（YoY+10.1%）。Q3 单季营业收入 5.3 亿元（YoY+21.2%），归母净利 1.6 亿元（YoY+34.8%）。Q3 公司收入端持续复苏，利润增速快于收入增速，主要原因在于：毛利率同比提升 0.7pct，销售费用、管理费用同比下降 0.8pct、0.7pct。

展望：集成灶行业增速快于厨电行业，未来增长仍有动力。奥维云网零售额数据显示，2020 年前三季度油烟机、燃气灶行业分别同比-15.9%、-12.2%，而集成灶行业同比+6.6%，快于分体式厨电行业增速，其中 2020Q3 集成灶行业同比+25.2%，行业持续复苏。在疫情的影响下，部分公司仍进一步扩充经销商队伍，加大渠道建设。因此，集成灶行业的公司在较长的时间内仍能保持增长。

三、行业的投资逻辑

1.疫情短期有影响，中期影响不大。整体上看，本次疫情会从基本面与情绪面对家电板块产生一定影响，板块可能呈现出先抑后扬形势。短期来看：由于线下人流变少、线上运输受限且部分产品涉及上门安装，因此家电在疫情期间销售会有影响。中期来看，家电是刚需型耐用消费品属性，精装与毛坯房全年交付量回暖的逻辑仍将继续支持家电需求复苏。

2.白电龙头市场份额稳定。短期总销量受疫情压制，中期看，白电龙头企业销量较为稳定，业绩确定性也较大。

四、重点个股

老板电器：

公司为国内厨电行业优质企业，烟/灶国销量稳居行业第一，与方太集团同为高端厨电龙头。公司在1、2线城市市占率份额高，品牌知名度好。公司同时利用名气品牌，下沉3、4线渠道，和老板品牌形成合力，加大公司产品的销售。公司也注重品类多元化，把洗碗机、蒸箱作为重点新品类发展。随着地产竣工面积和交易量回暖，公司的估值有可能得到恢复。1、2线地产回暖有利于公司的业绩的增长，建议关注。

美的集团：

公司是全品类家电的典范企业，其多个家电产品在行业内名列前茅。公司管理层战略明确，高瞻远瞩，执行力强。公司在收购库卡后，在工业机器人领域具有强大竞争力。在3月初的战略发布会上，美的宣告其工业互联网平台已经建成，且服务了50多家大型企业。美的集团不仅是一家家电企业，也是一家工业互联网平台企业。预计公司2020年净利润为230亿，对应PE分别为18倍。

医药生物（傅达理）

一、市场表现回顾

本周医药生物（SW）板块下跌6.24%，在28个申万一级行业中，表现排名第28位，同期沪深300指数下跌1.53%，中小板指数下跌2.82%，创业板指数下跌4.54%。细分子板块来看，所有细分板块全部下跌，医疗服务跌幅2.43%，中药跌幅4.77%，化学制药跌幅5.13%，医药商业跌幅5.59%，医疗器械跌幅7.67%，生物制品跌幅10.34%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是奥锐特（+9.20%）、新光药业（+8.37%）、九强生物（+5.74%）、康泰医学（+5.28%）和天臣医疗（+5.27%）；而跌幅最大的前五家公司分别是山河药辅（-19.64%）、博晖创新（-16.51%）、正川股份（-16.37%）、利德曼（-15.74%）和沃森生物（-15.68%）。

二、本周主要观点

医药短期板块调整，长期关注业绩确定性。本周医药板块调整幅度较大，单周跑输沪深300指数4.71个百分点，细分领域如生物制品、医疗器械等部分标的跌幅较大，我们认为原因如下：1）上周末发布冠脉支架集采相关文件，市场对其降价预期较为悲观，同时对未来其他高值耗材领域可能进行的集采增加了悲观预期，导致支架、骨科器械等标的出现较大幅度调整；2）周中巴西报道一名参与牛津大学新冠病毒疫苗试验的志愿者死亡，同时巴西总统宣布不会购买尚未完成测试的中国新冠肺炎疫苗，受此影响新冠疫苗概念标的出现调整；3）年初以来医药生物（申万）涨幅43.75%，在所有行业中位列第四位，涨幅较大，而部分标的更是从2019年以来持续上涨，超额收益非常可观，故而临近年底，在资金层面存在短期扰动因素。但我们认为无需对业绩增长确定性较强标的调整过度悲观，根据过往经验，业绩持续增长的公司在跟随医药板块调整之后，又会重回上涨趋势。下周进入十月最后一周，将迎来三季报业绩密集披露期，而本周末新疆喀什地区新增137名新冠肺炎无症状感染者，当地疫情防控升级，将对相关新冠检测概念形成催化。因此，我们仍然建议重点关注业绩预期良好的医疗设备、IVD、第三方检测以及CXO等细分领域。展望Q4，将迎来冠脉支架集采落地和医保目录谈判，相关政策落地或引发市场波动，但考虑市场目前已基本对相关政策price in，预计调整空间相对有限，对于相关优质标的，政策完全落地后或是较好的长期布局时点。

三、行业动态跟踪

国家医保局印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案。试点工作方案内容要点主要包括实行区域总

额预算管理、实现住院病例全覆盖、制定配套的结算方式、打造数据中心、加强配套监管措施等，即不再细化明确各医疗机构的总额控制指标，而是把项目、病种、床日等付费单元转换为一定点数，年底根据各医疗机构所提供服务的总点数以及地区医保基金支出预算指标，得出每个点的实际价值，按照各医疗机构实际点数付费；在国家层面统一确定病种分值目录库、核心与综合病种的划分标准等；医保经办机构按照本年度基金预算支出的总量，预拨一定周期资金（原则上为一个月），并在周期内按点数法结算。试点城市开展病种费用测算，分类汇总病种及费用数据，根据各病种平均费用等因素计算分值。试行分值浮动机制，引入医疗机构等级系数，区分不同级别医疗机构分值，并动态调整。对适合基层医疗机构诊治且基层具备诊治能力的病种，制定的病种分值标准在不同等级医疗机构应保持一致。年底对医疗机构开展绩效考核，按照协议约定将绩效考核与年终清算挂钩；在具备使用全国统一的相关医保信息业务编码的基础上，开展医保结算清单、医保费用明细表等的质量控制工作。本次试点目标是用 1-2 年的时间，将统筹地区医保总额预算与点数法相结合，实现住院以按病种分值付费为主的多元复合支付方式。时间节点方面，自 2021 年 3 月起，根据试点地区技术准备和配套政策制订情况，具备条件的地区备案后可以先行启动实际付费；2021 年年底前，全部试点地区进入实际付费阶段。我们认为随着此次试点方案的启动，预计未来医疗机构会综合考虑治疗效果+性价比等因素，促进国产药品及医疗器械加速实现进口替代。

国家药监局药审中心关于发布《化学药品注射剂包装系统密封性研究技术指南（试行）》和《化学药品注射剂生产所用的塑料组件系统相容性研究技术指南（试行）》。为指导化学药品注射剂的研发，在国家药品监督管理局的部署下，药审中心组织制定了《化学药品注射剂包装系统密封性研究技术指南（试行）》和《化学药品注射剂生产所用的塑料组件系统相容性研究技术指南（试行）》

国家医疗保障局召开门诊费用跨省直接结算试点工作推进会。10 月 22 日，国家医疗保障局在浙江杭州召开门诊费用跨省直接结算试点工作推进会，李滔副局长出席并讲话。会议开展了京津冀、长三角、西南五省区市先行试点地区经验交流，解读了《国家医保局财政部关于推进门诊费用跨省直接结算试点工作的通知》（医保发〔2020〕40 号），并就《跨省异地就医管理子系统门诊接口规范》和测试流程进行了详细说明。会议要求，各省份要提高政治站位，坚决贯彻落实党中央国务院关于门诊费用跨省直接结算的决策部署，制定详细的试点工作方案，以钉钉子的精神狠抓贯彻落实，将党中央的殷切希望、老百姓的期盼落到实处。

CDE：注射剂一致性评价补充资料存在实质性缺陷的按不批准处理。10 月 21 日，CDE 发布《关于注射剂一致性评价补充资料相关事宜的通知》，称化学仿制药注射剂一致性评价工作开展以来，部分注射剂一致性评价品种注册申报资料缺陷明显，与相关的指导原则要求差距较大，需补充开展大量新的研究工作。企业须按照《药品注册管理办法》，注册申报书面补充材料需在 80 日内补回，逾期不能按要求提交全部补充材料的，将不予批准；对于补充材料存在实质性缺陷的，将按不批准处理，不再进行第二次发补；申请人可主动撤回申请，自行完善相关研究后重新申报。

阿斯利康、强生将重启新冠疫苗的临床试验。10 月 24 日，阿斯利康（AstraZeneca）宣布，该公司与牛津大学联合开发的新冠病毒候选疫苗 AZD1222，得到美国 FDA 的批准在美国重新开始 3 期临床试验，检验 AZD1222 的 3 期临床试验已经在英国、巴西、南非和日本重新开始。FDA 审查了全球性临床试验获得的所有安全性数据，认为继续进行临床试验是安全的。同日，强生公司（Johnson & Johnson）宣布，将准备在美国继续进行检验其候选新冠疫苗的关键性 3 期临床试验。

四、投资策略

从部分公司已披露的三季报及三季报业绩预告可以看出，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。展望四季度，我们认为新冠疫情仍然是主要关注点，全球疫情的拐点仍未出现，9 月以来海外每日新增确诊病例持续超过 30 万人，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 期临床数据有望最早于 10 月底披露，或对相关标的形成催化。国内方面来看，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；

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、益丰药房、老百姓等；

4）医疗大消费标的：长春高新、欧普康视、爱博医疗等。

5）疫苗标的：复星医药、智飞生物、康泰生物、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）

一、市场表现

商贸零售（中信）板块本周下降 60.42 点，周跌幅 1.32%。板块本周上涨前五名分别是北京城乡（8.82%）、重庆百货（8.06%）、*ST 商城（8.02%）、天音控股（6.53%）、首商股份（6.50%）。

双十一天猫时间节点拉长，促销划分两波，有效加大商家曝光力度，有望有力拉动 GMV 增长。美妆等品类一向是双十一销售重点，品牌投入力度很大，珀莱雅、彩棠，伊菲丹、玉泽、润百颜等品牌争取到了淘宝头部主播薇娅和李佳琦的直播坑位，10 月御家汇上新多项高端新品，如国家宝藏礼盒、御庭莲花保湿面膜等，有望拉动品牌 GMV 销售大幅增长。关注线上渗透较高的珀莱雅、御家汇、上海家化，以及需求持续复苏，电商布局完备的周大生等。

二、行业动态

国家统计局公布 2020 年 9 月社会零售总额数据，9 月份，社会消费品零售总额 3.53 万亿，同比增长 3.3%（扣除价格因素实际增长 2.4%，以下均为名义增长）。其中，除汽车以外的消费品零售额 3.14 万亿，增长 2.4%。2020 年 1—9 月份，社会消费品零售总额 27.33 万亿，同比下降 7.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额 24.66 万亿，下降 7.2%。

消费整体经营持续向好，限额以上餐饮年内首次转正。9 月份，商品零售 31579 亿元，同比增长 4.1%；餐饮收入 3715 亿元，同比下降 2.9%，限额以上单位餐饮收入同比增长 1.9%，年内首次转正。1—9 月份，商品零售 248098 亿元，同比下降 5.1%；餐饮收入 25226 亿元，下降 23.9%。

多品类环比持续改善，必选消费年内表现较好。分品类看，9 月除家具、通讯器材、石油及制品、家用电器及音响器材等同比下滑外，其他品类均实现单月同比正增长，各单项较 8 月份增速持续改善；1-9 月，粮油食品、饮料、化妆品、中西药材、日用品等表现突出。

网上渗透率较 8 月基本持平，增速平稳。1—9 月份，全国网上零售额 80065 亿元，同比增长 9.7%，比 1—8 月提高 0.2 个百分点。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%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 35.7%、3.3%和 16.8%。

9 月社零数据超预期，经济持续恢复，市场销售明显改善，各品类持续改善，食品饮料和服装类表现突出，建材装潢年内首次转正，家具类同比仅下滑 0.6，降幅持续收窄。网购维持较快增速，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。

三、投资关注

1、南极电商（002127）：公司 2020 年三季报实现营收 27.7 亿元，同比增长 4.7%，归母净利润 7.2 亿元，同比增长 19.9%；其中三季度单季收入 11.46 亿元，同比增长 13.1%，归母净利润 2.91 亿元，同比增长 34.9%，扣非后同比增长 27.8%。拆分来看，本部实现营收 3.2 亿元，同比+24.8%，实现归母净利润 2.5 亿元，同比+35.4%；时间互联实现营收 8.3 亿元，同比+9.2%；实现归母净利润 4408.6 万元，同比+32.0%，主要在于时间互联 Q3 收回了去年计提的 2300 万坏账。

2020 年前三季度实现 GMV228.5 亿元，同比增长 36.0%，三季度单季 GMV142.04 亿元，同比增长 45.4%，二季度以来 GMV 增速不断提升，全年完成 400 亿元目标可期待。品牌维度看，南极人 GMV 203.3 亿元，同比+40.0%，卡帝乐 GMV 21.5 亿元，同比+7.2%，精典泰迪 GMV 2.3 亿元，同比+55.6%；平台维度看，阿里、社交电商、京东、唯品会实现的 GMV 同比增长分别为 22.4%、112.8%、20.9%、55.7%。目前阿里平台 GMV 占比为 60%，社交电商为 20%，京东为 14%、唯品会为 5%。

货币化率降幅大幅收窄，Q4 有望企稳。中报公司货币化率大幅下降导致股价回调，公司 Q3 本部货币化率为 3.75%，

同比降幅 0.24pp，Q2 为 3.92%，同比降幅 0.54pp，降幅大幅收窄，Q4 货币化率有望企稳。公司在新品类新渠道拓展中存在降低货币化率可能，但公司已形成逻辑清晰的商业闭环，大店战略顺应线上导流规则，扩品类、聚流量愈发有利，随着品牌授权模式优越性逐步凸显，公司兼顾平台流量间平滑，货币化率有望企稳。

我们认为南极电商作为头部消费品品牌，流量优势显著，多渠道多品类拓展顺利，内衣品类和淘系渠道占比不断下降。公司既已形成先发优势和规模壁垒，线上运营经验丰富，供应商和经销商体系完备，供应链效率优于行业，公司多品牌多品类不断发展仍将驱动未来 3 年 GMV 持续高速增长。公司对时间互联的考核重点转向以质量和现金流回款为主，现金流等指标逐年改善，市场降低对时间互联流量利用效率期待降低，时间互联本身对公司盈利影响较小，商誉在 9 亿元左右，整体可控。高增速和 GMV 的季节性波动也带对其商业模式的市场质疑，但是其品牌价值和商业模式值得研究，存在一定预期差，当前时点仍可重点推荐。

2、爱婴室（603214）：2020 年前三季度实现营收 16.10 亿元，同比下滑-7.54%，归母净利润 0.64 亿元，同比下滑 26.53%，扣非后净利润为 0.39 亿元，同比下滑 46.40%。

线下渠道加快优化调整，线上增速可观。三季度加快门店优化步伐，前三季度累计开店 17 家闭店 32 家，截止三季度末门店数 282 家，另有已签约代开门店 15 家。核心区域上海净闭店 9 家至 97 家，江苏、重庆地区正增长，疫情对线下实体门店客流和销售产生较大影响，持续时间和影响超预期。前三季度线上销售 7900 万元，同比增长 63.17%，公司加快线上化推进，天猫店铺上线，多个自有品牌上架，同时加大社交电商、直播等投入力度，推进数字化转型。

品类上看相对刚性的奶粉/食品/用品类分别实现营收 7.96/1.31/3.60 亿元，表现相对稳健；但可选消费属性较强的棉纺、玩具、车床等品类则下滑明显。盈利能力方面，受益于商品结构持续优化，核心品类奶粉(+0.77pct)/用品类(+3.16pct)推动公司整体毛利率提升至 30.66%(+1.11pct)。但另一方面，经营费用并未随收入下滑而同步减少，前三季度租金、折旧、人工等刚性支出及股权激励费用计提导致公司销售费用率上升至 22.46%(+2.47pct)、管理费用率上升至 3.93%(+0.68pct)，拖累公司净利率下滑至 4.18%(-1.23pct)。

我们认为疫情或将加速行业洗牌，公司在手现金充裕，抗风险能力较强同时具备把握优质并购标的的能力。母婴消费偏刚性，疫情趋缓后或将较快恢复，而长期来看，公司品牌、渠道和供应链优势明显，未来将在展店、自有商品以及母婴产业链上持续寻求突破。给予推荐。

四、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 1.12%，沪深 300 下跌 1.53%，上综下跌 1.75%。板块跑输大盘指数。

本周统计局发布房地产 1-9 月数据，销售方面，1-9 月份，商品房销售额同比增长 3.7%，增速提高 2.1 个百分点；商品房销售面积同比下降 1.8%，降幅比 1-8 月份收窄 1.5 个百分点。销售整体向好，但 9 月份开始销售增速逐步放缓，我们认为主要由于住建部的三道红线有所影响，各地房企积极加速回款。投资增速方面，1-9 月份，全国房地产开发投资同比增长 5.6%，增速比 1-8 月份提高 1.0 个百分点。整体销售依旧向好，房企开发意愿良好，同时房企为了积极应对三道红线政策，加速回款。建安方面，1-9 月份，房屋新开工面积同比下降 3.4%，降幅收窄 0.2 个百分点；房屋竣工面积同比下降 11.6%，降幅扩大 0.8 个百分点。

近期政策调控城市较多，同时受三道红线政策影响，房企逐步放缓开发投资速度。土地方面，1-9 月份，房地产开发企业土地购置面积同比下降 2.9%，降幅比 1-8 月份扩大 0.5 个百分点；土地成交价款增长 13.8%，增速提高 2.6 个百分点。受政策调控，以及成交放缓，整体房企拿地较为审慎。资金方面，1-9 月份，房地产开发企业到位资金同比增长 4.4%，增速比 1-8 月份提高 1.4 个百分点。房企为完成三道红线标准，加速回款。

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2.90%，上证指数上涨1.75%，行业指数跑赢大盘指数。化工三级行业涨幅居前板块是纺织化学用品、聚氨酯、其他塑料产品；涨幅较小的板块氨纶、其他橡胶制品、玻纤。

二、行业观点：

纯MDI加速上涨：10月份以来纯MDI价格加速上涨，本周上涨7000元/吨，目前3.4万元/吨；聚合MDI本周上涨1300元/吨，目前2.18万元/吨。纯MDI主要用于合成革、鞋底浆料、氨纶的生产等等。陶氏和科思创最近宣布其美国MDI工厂出现不可抗力，而亨斯迈位于路易斯安那州盖斯马的MDI工厂正遭遇部分停产，三家生产商均指出原材料短缺是导致其开工率下降的主要原因。由于飓风影响，生产苯胺、硝基苯和氯等中间化学品的工厂受到了限制，进而影响MDI的生产。由于铁路和水路的关闭，物流也中断，这也导致MDI工厂的中间化学品供应受到限制。

氨纶成本承压：氨纶价格从9月初上涨1000元/吨至3.5万元/吨，由于今年口罩带子需求旺盛，氨纶价格一直没有出现较大幅度的下滑，近期主要是原材料MDI成本推动价格开始上涨。目前来看原材料MDI价格上涨速度远快于氨纶价格上涨，氨纶生产利润被吞噬。每吨氨纶单耗纯MDI0.2吨，纯MDI上涨1000元/吨，氨纶成本上涨200元，9月初到10月21日，纯MDI价格从1.57万元/吨上涨至目前的3.3万元/吨，氨纶成本上涨3460元/吨。

纺织需求回暖，带动产业链上行：随着传统秋冬纺织旺季的到来以及已经开始预热的双11服装备货，下游需求显著回暖，此外东南亚、印度等地由于疫情原因无法保证交货，国内下游纺织行业订单量增加。近期氨纶、粘胶、涤纶长丝等需求都明显回升，价格也开始上涨。粘胶短纤价格目前10400元/吨，本周上涨400元/吨，仍然处于价格底部。目前行业库存已经降至较低水平。近两周，涤纶长丝库存明显下降，其中涤纶长丝DTY由40天减至27天，POY减至16天 ；涤纶长丝本周小幅上涨0-50元/吨，距离今年最低点上涨600元/吨左右。

钛白粉价格上涨：中核钛白节后公告钛白粉价格上涨800元/吨，随后龙蟒佰利和金浦钛业也相继上调800元/吨的价格，年内第五轮钛白粉价格上调逐渐开启，目前硫酸法金红石型钛白粉报价13500-14000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1.75%，收于3278点，创业板指同比大跌4.54%，沪深300同比下跌1.53%，机械设备同比下跌3.88%，跑输沪深300指数2.36pct。

二、机械行业动态及投资观点

1、机器人：制造业固定资产投资逐月改善，9月机器人产量同比大增51.4%

1）9月机器人产量同比大增51.4%，增速较8月提升18.9pct。1-9月机器人累计产量16万台，同比增加18.20%。机器人行业景气度呈现显著提升趋势。

2）制造业固定资产投资逐月改善，其中3C领域增速较强。1-9月制造业投资下降6.5%，但降幅收窄1.6pct。1-9月3C领域制造业投资增速11.7%,增速与1-8月持平;汽车制造业、金属制品业1-9月投资则分别下滑16.7%、下滑12.8%，但下滑幅度分别收窄2.6pct、2.6pct。

3）我们认为制造业投资显著改善，自动化是行业趋势，继续看好板块优质标的，推荐拓斯达、埃斯顿、伊之密等。

2、军用碳纤维：相关公司Q3业绩提速，将随着国内航空制造大发展而迎来黄金成长期

1）光威复材、中简科技、中航高科Q3业绩继续高增长。

根据业绩预告，光威复材前三季度营收同比增加约22%，归母净利润5.11-5.33亿元，同比增加15-20%；公司第三季度公司归母净利润1.59-1.81亿元，同比增加19%-35%。**分业务看，碳纤维（含织物）收入同比增长约为43%，增速较上半年提高约为7个百分点；**风电碳梁收入同比增长约为3%。

中简科技前三季度实现营收增速约63%，增速较上半年提高约16个百分点，归母净利润1.28-1.32亿元，同比增加72%-78%；公司第三季度归母净利润增速为60%-78%。

中航高科前三季度航空新材料业务营收增速26.75%，归母净利润4.19亿元，同比大增62.93%。

2）碳纤维用量在军用航空中逐代提升，享航空装备数量提升和碳纤维用量提升双重逻辑，我们中长期看好该细分板块。美国F15、F16A碳纤维用量分别为4%、5%左右，而F22、F35用量则达26%、36%，而B-2隐身战略轰炸机用量50%以上。我国新型战机碳纤维用量已达20%左右。预计我国先进战斗机、直升机等列装将带来碳纤维材料的快速增长。

3）继续看好中航高科、光威复材、中简科技等板块优质标的。

3、工程机械：9月挖机销售增速约65%，龙头公司三季报将继续超预期

1）9月挖机销售同比增加约65%。2020年9月纳入统计的25家挖掘机制造企业共销售各类挖掘机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%。

2）中联重科第三季度净利润增速63.99%-97.20%，超预期。公司前三季度实现盈利55-58亿元，同比增加58.05%-66.68%；第三季度实现盈利14.82-17.82亿元，同比增加63.99%-97.20%。公司业绩高速主要由于行业增长强劲，公司产品竞争力持续提升，以及成本控制持续优化等因素。预计板块其他龙头公司业绩同样强劲。

3）继续推荐恒立液压、徐工机械等标的。

三、重点个股

工程机械：徐工机械、恒立液压等

自动化设备：拓斯达、埃斯顿、伊之密等

锂电设备：先导智能等

光伏设备：捷佳伟创、迈为股份、晶盛机电等

半导体设备：北方华创、长川科技、至纯科技等

国防装备：中直股份、中航高科、光威复材、景嘉微等

风险提示：下游需求不足、行业竞争加剧、行业政策变化等

新材料（王双、时应超）

一、行业表现

本周上证综指下跌 1.75%，申万有色指数下跌 0.60%。价格方面，小金属钴微跌锂持平，长江钴价下跌 1.45%，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 0.16%、COMEX 白银上涨 1.21%；基本金属方面，LME 铜上涨 2.02%、LME 铝下跌 1.50%。

二、行业动态与投资观点

1、新能源金属

从 9 月新能源汽车、正极及前驱体产量看，终端需求持续向好。10 月排产环比继续改善，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。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。

钴：特斯拉电池日重申高镍战略方向，但短期并无法将钴完全取代，前期压制钴价的市场担忧情绪有望缓解并看好其中枢自当前低位逐渐抬升。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有望大增。其中寒锐钴业 Q3 实现归母净利润 1 亿元，同比增长 176.35%，环比增长 156.41%。

锂：碳酸锂价格坚挺，有望阶段性小幅反弹。本周电池级碳酸锂价格整体持稳，下游需求显著回暖带动锂盐库存进一步去化，行业整体开工率抬升，据 SMM 大中型锂盐厂普遍出货情况较为紧张，下游磷酸铁锂、锰酸锂需求向好，逐步传导至锂盐端出货情况提升，9、10 月动力电池生产情况较好，随着下游需求逐步修复，预计锂盐价格仍呈现稳重有升格局。锂板块第三季度盈利持续改善，四季度价格环比小涨叠加继续放量，业绩改善环比可期。

2、贵金属

本周 COMEX 黄金下跌 0.16%，美国财政刺激预期重启，但两党仍未达成共识，美国至 10 月 22 日初请失业金人数降至 78.7 万人，但仍维持在高位。黄金在大选前缺乏持续上行动力，短期内维持震荡。贵金属中期逻辑不变，全球宽松货币政策短期不会改变叠加通胀预期趋势性修复的大逻辑并未被破坏，黄金价格将维持高位运行。

3、军工电子材料

美国对华为、中芯国际的技术封锁事件，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，同时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，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。推荐西部超导（钛合金）、宝钛股份（钛合金）、菲利华（半导体石英材料+军工石英纤维）、隆华科技（靶材+军工复合材料）、博威合金（高强高导铜合金材料）等材料类公司。

其中钛合金板块建议关注宝钛股份的估值修复，公司市值目前低于西部超导，且随着下游市场需求缓慢恢复，海绵钛市场低价已经逐步上调。宝钛集团 10 月中旬召开三季度工作点评会，公司召开对标世界一流管理提升行动启动大会，集团公司披露截至 9 月底，公司产值、产量、生产性收入、效益均实现较大增长，预计能够顺利完成全年目标任务。

三、重点个股

赣锋锂业、火炬电子、宝钛股份、西部超导、楚江新材

四、风险提示

宏观经济形势不及预期；下游需求低于预期；产品价格波动风险

电力设备新能源（王双、陆星挺）

一、行业表现

上证综指本周下跌1.75%，沪深300下跌1.53%。电新板块下跌4.09%，跑输大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）动力电池产业链价格

本周部分锂电材料产业链价格趋势呈环比持平态势。方形铁锂动力电芯 0.53-0.55 元/wh左右，方形三元动力电芯0.65-0.70元/wh左右。方形铁锂电池PACK 0.68元/wh左右，方形三元PACK 0.83元/Wh左右。金属钴价格环比持平，报价27.50万/吨。碳酸锂价格环比持平，报价4.10万元/吨。氢氧化锂价格环比持平，报价4.20万元/吨。三元正极523价格环比持平，报价11.85元/吨；622价格环比持平，报价12.95万元/吨；811价格环比持平，报价17.45万元/吨。磷酸铁锂价格环比持平，报价3.50万元/吨。钴酸锂价格环比持平，报价21.75万/吨。负极（中端）价格环比持平，报价3.75万元/吨。电解液（三元）价格环比+8.57%，报价3.80万元/吨。湿法隔膜（中端）价格环比持平，报价1.20元/平方米。

（2）国轩高科定增获批

国轩高科10月23日披露，公司非公开发行A股股票的行政许可获得证监会许可。公司将向大众中国定向发行此次发行前国轩高科已发行的股份总数30%的股份。本次非公开发行和股份转让完成后，大众中国将成为公司第一大股东。

（3）良信电器业绩保持高增长 新品加速推出助力高端市场份额提升

公司2020前3季度实现营业收入21.43亿元，同比增长42.41%；净利润3.18亿元，同比增长25.79%。公司业绩符合预期。3Q 公司实现营业收入8.61 亿元，同比增长53.87%；净利润1.24 亿元，同比增长26.69%三季度地产行业需求明显改善。在通信行业，受益于5G 基站的大规模建设，公司供给华为的1U 断路器订单高速增长。在新能源和电力行业，公司受益于风电抢装和电力物联网建设，营收均有较快增长。

展望：据特斯拉消息，经过半年多的建设之后，上海超级工厂Model Y生产厂房的外部施工已基本结束，内部的生产线也已基本准备就绪，新工厂所生产的Model Y计划在明年开始交付。另一方面，特斯拉上海超级工厂已于今年10月启动整车出口业务。整体看，特斯拉中国业务发展迅速，不仅作为部分出口的生产基地，而且model Y进展快，明年的销量也会比较乐观。在双重因素影响下，特斯拉中国明年销量预计会很好，将推动国内产业链公司业绩增长。

三、行业的投资逻辑

新能源汽车行业：

1.特斯拉近日发布2019年四季度财报并举办电话会议，公司释放了多重利好。公司在2019年Q4实现盈利，自由现金流继续改善，经营拐点趋势已现。同时，公司确认宁德时代成为其合作伙伴。公司的Model Y车型已于1月投产，预计Q1末交付，进度超预期。对于新能源车产业链来说，特斯拉的利好消息是板块的情绪的提振因素。虽然股票市值短期受疫情影响较为严重，基本面及情绪面均较为悲观，但新能源车行业作为渗透率低，成长前景大。且近期特斯拉的多种利好也在驱动行业向好发展，在行业内其他板块利空消息较多情况下，新能源车板块是值得重点关注的板块，短期可能有所回调、波动，是介入的好时机。在市场整体机会不大的情况下，有较好预期的板块将得到更多的关注。

2.短期催化因素多。中长期看，市场空间大，确定性高，且国内市场明年下半年新能源车销量有望同比好转。海外市场依靠美欧两地，未来几年都可能保持较快的增速。

3.现阶段，新能源车相关企业呈现结构性分化。从中国、美国、欧洲市场看，特斯拉等好车型卖的不错，而质量较差的众泰新能源车等卖的较差。因此，整个板块的逻辑从“市场总需求”逻辑转向优秀的“供应链”逻辑 ，重点关注为优秀车企提供电池的企业（如LG、宁德时代、三星SDI等），及行业内优质动力电池LG和宁德时代的供应链（如恩捷股份、璞泰来等）。

四、重点个股

恩捷股份：

恩捷股份是全球湿法隔膜龙头，产能规模全球第一。2019年，公司隔膜业务在国内市占率达53%以上，海外市场市占率12%左右。预计2020年中国市场新能源车市场增长10%左右，动力电池装机量增长18%左右，且恩捷股份的市占率继续提升，公司的国内隔膜出货量增速在22%以上。公司是海外动力电池巨头松下、LGC、三星的供应商。预计2020年，海外新能源车市场增长38%以上，动力电池装机量增长48%以上，且随着恩捷在LGC、松下的产业地位提升，对LGC、松下、三星的隔膜出货量比例提升，恩捷股份的海外隔膜出货量增长60%以上。预计公司2020年业绩为11.8亿，对应估值43倍，给与推荐评级。

华测检测：

公司是国内检测行业民营龙头，预计在食品、环境、 汽车、贸易保障检测等优势业务持续稳健增长。公司管理持续优化，利润率水平持续提升，且大规模投入新建的实验室产能将持续爬坡，且积极布局航空材料、轨道交通检测等新方向，打造新的业绩增长点。 因此具有长期成长的持续性和短期业绩的确定性。预计公司19、20年业绩为4.5、5.9亿，对应PE估值51、39倍，继续推荐。

三一重工：

基本面逻辑：基建工程量保证，以及环保政策加严，使得行业在2019-20年受益于更新换代、工程需求；国内竞争格局持续优化，龙头增速高于行业；市占率继续提高；龙头十多年的海外布局进入收获期，创造业绩新增量；三一重工报表处于修复期，净利率逐渐提升，利润增速显著高于收入增速。预计公司2019-2020年归母净利润为110、120亿元，对应PE为11.4、10.1倍，维持“推荐”评级。

艾迪精密：

行业层面，工程机械景气有望持续。三一重工等整机厂近期工程机械产品供不应求。在整机需求景气的背景下，工程机械的零部件需求也保持景气状态。公司层面，受益于零部件的国产替代和公司产能提升。公司产品具有长期增长的空间。公司今明两年将会投放2万件破碎锤产能。公司已经投资了8万件液压马达产能，5万件液压主泵产能，其项目产能将在这几年逐步实现，因此公司的液压件产量将迎来高增长时期。在行业回暖，国产替代提升的情况下，公司业绩有望在中短期内仍保持较好增长。预计公司2020年业绩在4.9亿左右，对应估值35倍。给与艾迪精密推荐评级。

成长股

汽车（王树宝）

一、行业表现回顾：上周汽车指数+1.38%，HS300 指数-1.53%。比亚迪、长城、广汽等涨幅居前；拓普集团、旭升股份等表现较差。

二、行业动态及趋势展望

【发改委：坚定实施扩内需战略，汽车消费环境有望改善】

发改委 10 月发布会表示，汽车销量同比增速连续 5 个月保持在 10%以上。特别是“十一”黄金周期间，北京、浙江、云南重点监测汽车销售额同比分别增长 23.5%、20.3%和 14.1%。下一步，国家发展改革委将坚定实施扩大内需战略，针对消费提振过程中遇到的堵点和难点问题，不断加强统筹协调和政策联动，加快补齐消费软硬短板，稳定重点领域消费，挖掘消费新增长点，营造良好消费环境。推动汽车和家电消费转型升级，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，推进主要公共建筑配建停车场、路侧停车位设施升级改造等建设，完善废旧家电回收处理体系，支持开展家电以旧换新活动，推动家电更新消费。积极发展住房租赁消费，满足居民住房需求。

我们预计国内汽车消费环境有望得到持续改善，简单粗暴的限购等政策将逐步向引导使用的方向转变，汽车消费潜力仍有进一步被挖潜的可能，目前国内汽车业已经进入新一轮的复苏期，长城、吉利、长安、一汽等传统自主品牌引领行业复苏，蔚来、理想、小鹏、威马等新势力造车异军突起，中国汽车业有望在中高端市场改变外资一统天下的局面，消费升级的大背景下有望诞生一批更大市值的公司，首推长城、长安、比亚迪；其次可适当布局上汽、广汽的补涨机会。

三、行业投资逻辑：

今年 1-2 月受疫情冲击，汽车股再次回落至估值底部，我们判断汽车销售将于 7 月起明显增长，板块虽然面临业绩不及预期的压力，涨幅较大的个股短期或有一定的回调，但板块中期将进入销量驱动的景气回升期，机会将大于风险，重点推荐：上汽、长城、长安、华域汽车、新泉股份、旭升股份、拓普集团等。

（1）自主品牌龙头在行业大转折之际率先复苏，销量与业绩出现明显改善，推荐重磅车型较多，成本控制较好的企业，首选长城汽车、长安汽车。

（2）合资品牌依然是国内车市的中坚力量，德系、日系、美国通用系盈利引领行业，推荐拥有大众合资、通用合资，以及自主品牌销量亦有增长的龙头车企，重点推荐估值较低的上汽集团、广汽集团。

（3）汽车零部件虽然受行业整体销量下滑影响，但基于行业参与者的成本支撑，龙头企业盈利下滑幅度好于预期，推荐综合零部件龙头华域汽车、玻璃龙头福耀玻璃，车灯龙头星宇股份，智能刹车龙头伯特利，规模小潜力较大的新泉股份。

（4）特斯拉产业链及新能源类个股，推荐拓普集团、旭升股份、比亚迪、三花智控。

四、本周重点推荐个股：

长城汽车：公司是国内自主 SUV 龙头企业，定位中低端市场，目前来看哈弗系列的销售形势有见底回升之势；压制公司基本面进一步好转的主要是高端品牌 WEY 系列拓展不及预期，此外新能源领域表现相对落后；中报盈利好于预期，叠加哈弗大狗、WEY 坦克 300 的推出，公司另类风格车型放量预期强烈；公司股价短期涨幅较大，随着新车型的放量，估值空间将进一步提升。

五、风险提示：（1）价格竞争加剧；（2）销量不及预期。

通信、电子（王树宝、苏国印）

本周上证综指下跌 1.75%，创业板指数下跌 4.54%；申万通信指数下跌 2.51%，申万电子指数下跌 2.51%。

本周 10 月 22 日晚间，华为宣布推出 2020 年全新旗舰手机华为 Mate40 系列。华为 Mate40 Pro 和华为 Mate40 Pro+搭载华为首款 5 纳米麒麟 9000SoC 芯片，集成 153 亿晶体管，成就麒麟芯片巅峰之作。Mate 40 普通版均采用双曲面屏设计，其中 Mate 40 微曲面单挖孔，Mate 40 Pro/Pro+为瀑布屏双挖孔，侧面实体音量键回归，背面均为圆环形相机布局。屏幕方面，Mate 40 采用 6.5 英寸 OLED 屏幕，支持 90Hz 刷新率+240Hz 触控采样率；Pro 和 Pro+则采用 6.76 英寸的 88 度超曲环幕屏，1344p 分辨率，支持 90Hz 高刷新率+240Hz 触控采样率，DCI-P3 色域。华为 Mate40 系列首发搭载 EMUI 11 系统，全新交互方式和分布式技术让全场景智慧生活体验更丰富。EMUI 11 将分布式能力再升级，多屏协同实现在 PC 上同时打开多个手机应用窗口，多任务可同步进行，效率翻倍。华为表示，华为 Mate40 系列从内核到系统构筑更全面的隐私安全保护。

本周歌尔股份发布了 2020 年第三季度报告，2020 年前三季度公司营业收入为 347.30 亿元，同比增长 43.90%，归母净利润为 20.16 亿元，同比增长 104.71%；三季度单季度公司营业收入为 191.57 亿元，同比增长 81.44%，归母净利润为 12.36 亿元，同比增长 167.92%。公司业绩持续提升，高速增长，主要得益于 TWS 耳机和 VR 等智能硬件产品出货量大幅增长。三季度公司毛利率为 17.38%，同比提升 0.53 个百分点，净利率为 6.45%，同比提升 2.08 个百分点，主要是随着产能不断爬坡和自制零组件比例的提高，盈利能力稳步提升。我们认为消费电子板块龙头公司确定性较高，其中由于苹果备货节奏及产品变化影响，我们看好立讯，歌尔的业绩继续保持稳定增长。 个股方面，我们继续重点推荐 兆易创新，中芯国际，立讯精密，歌尔股份，中际旭创等。

风险提示：市场系统风险，5G 建设低于预期，中美摩擦影响半导体国产化进程，iphone 销售低于预期。

行业及公司重点新闻动态：

1、国务院新闻办公室于今天上午 10 时举行新闻发布会，请工业和信息化部新闻发言人、运行监测协调局局长黄利斌，新闻发言人、信息通信发展司司长闻库介绍 2020 年前三季度工业通信业发展情况，并答记者问。黄利斌表示，今年以来，面对新冠肺炎疫情造成的严重冲击和错综复杂的国内外形势，工业和信息化系统认真贯彻落实党中央、国务院关于统筹推进疫情防控和经济社会发展工作的决策部署，坚持不懈抓好“六稳”“六保”各项政策举措和任务的落实，着力推动制造强国和网络强国建设，全力保持产业链供应链稳定，积极支持企业纾困发展。按照上年不变价计算，前三季度电信业务总量同比大幅增长了 18.6%，固定资产投资同比增长了 16.5%，其中 5G 投资占比达到了 38.2%，5G 网络和终端商用快速发展，截至 9 月底，累计建设 5G 基站 69 万个，目前累计终端连接数已超过了 1.6 亿户。超高清视频、云游戏、移动云、VR 等个人应用场景逐渐丰富，医疗、能源、自动驾驶等垂直行业实践不断深化。

2、10 月 16 日下午中共中央政治局就量子科技研究和应用前景举行第二十四次集体学习，中共中央总书记习近平在主持学习时强调，当今世界正经历百年未有之大变局，科技创新是其中一个关键变量。我们要于危机中育先机、于变局中开新局，必须向科技创新要答案。要充分认识推动量子科技发展的重要性和紧迫性，加强量子科技发展战略谋划和系统布局，把握大趋势，下好先手棋。习近平强调，量子力学是人类探究微观世界的重大成果。量子科技发展具有重大科学意义和战略价值，是一项对传统技术体系产生冲击、进行重构的重大颠覆性技术创新，将引领新一轮科技革命和产业变革方向。要系统总结我国量子科技发展的成功经验，借鉴国外的有益做法，深入分析研判量子科技发展大势，找准我国量子科技发展的切入点和突破口，统筹基础研究、前沿技术、工程技术研发，培育量子通信等战略性新兴产业，抢占量子科技国际竞争制高点，构筑发展新优势。

计算机（黄翾）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌 3.44%，板块成交额 2413 亿元，沪深 300 指数下跌 1.53%。我们建议忽略短期扰动，关注长期趋势。

我们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，中报业绩一般，预计未来 3 个季度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、投资观点：

1、安防：龙头海康 Q3 业绩改善，预计未来 3 个季度将持续向好

收入：Q1 -5.17%，Q2 +6.16%，Q3 +11.53%；前 Q3+5.48%。

利润：Q1 -2.59%，Q2 +16.68%，Q3 +0.12%；前 Q3+5.13%。由于人民币快速升值，20Q3 汇兑损失带来的财务费用 5 亿，去年同期 4 亿汇兑收益，剔除汇兑损益影响约 9 亿元，单 Q3 归母净利润增长 24%-27%。

国内业务 Q2 基础上恢复，三个 BG 都实现正增长：1）EBG 增速保持领先，未来依然看好企业市场，头部企业数字化转型需求稳健；2）PBG 在二季度开始恢复正增长，本季度继续回升，部分细分领域的政府投入有所恢复，一些持续耕耘的项目有所落地，虽然增速略低于年初预期，但整体向好；3）SMBG 本季度企稳回正，期待渠道市场复苏后更好的表现。

海外国家增长情况差异较大，疫情控制较好的国家和地区收入已经基本接近疫情前水平；而印度、非洲、拉美疫情情况依然严重；美国市场受到政治和疫情影响负增长，占比继续萎缩；后续需要关注疫情反复的影响

热成像 Q3 快速回落，回到常规场景的销售节奏，对公司业绩没有明显影响

创新业务 Q3 实现营收 44 亿，同比+50%，萤石分拆上市工作有序进行中

期间费用率预计后续将提升：前 Q3 销售、管理、研发各项费用率下降趋势，主要因为人员增速放缓，以及疫情下差旅和市场活动减少。

现金流：前 Q3 累计经营性现金流 55.35 亿，表现突出。去年同期备货产生大量支出，同比基数较低，同时 Q3 应收回款环比有所改善。

我们认为：

1）TO G 行业政府支付能力与意愿存在预期差：市场担忧疫情影响政府对信息化的投入意愿和能力，但安防行业重点公司 Q3 业绩环比和同比改善明显，且公开信息披露，安防、网络安全、医疗 ITQ3 订单亦出现明显加速，宏观经济和行业数据开始验证我们的此前判断，预期差有望在 Q4 兑现为股票涨幅。

2）海康威视未来业绩向上趋势确定：公司受益于宏观经济回暖，疫情结束后复工复产，国内去杠杆影响消化，需求逐季向上确定性强，且已得到验证。政府 AI 安防已加速落地，空间更大的企业数字化转型碎片化程度高，大规模落地尚需时间，但进度好。公司竞争优势突出，中小厂商受疫情影响大，出清趋势加速，华为安防业务或受美实体清单影响。公司当前估值已修复至 PE（2020）约 26 倍，性价比依然较高，建议重点关注，给予推荐评级。

2、金融科技：蚂蚁集团质地优异，建议重点关注

1）蚂蚁集团前 3 季度业绩大幅增长

公开信息显示：蚂蚁集团前三季度实现营业收入 1181.91 亿元，同比增长 42.56%，主要来自数字金融科技平台收入的增长；实现毛利润 695.49 亿元，同比增长 74.28%；整体毛利率从去年同期的 48.13%增长至 58.84%。我们认为一方面受益于公司质地优，空间大，另一方面疫情期间消费者网络需求提升，且对微贷业务需求有所拉动。

2）蚂蚁集团质地优异，竞争力强

科技赋能普惠金融。三大主营业务数字支付、金融科技、创新业务，均旨在提供普惠、绿色、可持续的金融等服务，具有低成本触达海量用户，兼具低门槛和较低费率的特点；以科技赋能金融合作伙伴，提升信息获取和判断能力，不承担相应风险。

生态铸就竞争优势。公司携手阿里巴巴，构建了场景、流量、数据+技术的无边界正反馈生态体系，相比互联网巨头、传统金融巨头、众多中小型消费金融和互联网金融公司等竞争对手具有竞争优势。

三大业务成长性较好。支付业务占据第三方支付 55%市场份额，是引流的入口，预计维持稳健增长。金融科技业务是变现手段，预计微贷、理财、保险三大科技平台均可维持较快增长。创新业务占比尚小，但未来有望形成新的增长点。

未来 3 年公司营收复合增速有望达 25%-30%，利润增速相对更快。

3）建议按照科技公司对蚂蚁集团估值

蚂蚁集团应定义为科技公司。公司主营业务为依托数据技术赋能金融机构，金融科技业务中自营收入占比仅约 10%，不承担金融业务风险，扩张边界广阔。注重技术研发，技术人员占总人数之比 60%。

若对比金融机构给予估值，则需向上调整利润（按总息差而非公司分润的服务费计算业绩，加回研发费用等），考虑质地更优给予估值溢价(竞争格局更优、增速远快于金融行业平均、不承担金融机构的业务风险和高杠杆风险等)。

参考可比公司，我们认为蚂蚁集团质地优于 PayPal、嘉信理财、东方财富；弱于腾讯、阿里巴巴，但成长性较优。考虑到蚂蚁集团生态优势，长期空间，我们认为公司合理估值区间为 40-55 倍 PE。

3、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