国都投资研究周报 2020.10.19-10.23

本周策略：

指数震荡缓升，兼具估值与景气优势的顺周期阶段占优

一、近期市场研判：指数震荡缓升

1、市场研判：已进入反弹窗口期。我们在九月下旬反复分析指出，调整压力进入尾声，阶段反弹蓄势待发。当时作出以上判断的依据主要包括：一是**内外压力消化殆尽，**七月中旬起至九月底的两个半月内的震荡回调期，已对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，作出了较为充分消化。

二是**从指数调整幅度及资金交易情绪判断，阶段性调整已基本见底，**近两个半月的震荡回调末期，从资金交易情绪来看，两市成交额已缩量至前期峰值时的三成附近、两市日换手率下降至远离历史均值下方 0.7%附近、两融交易占比持续萎缩至远离历史均值下方 7.8%附近、陆股通持续净流出近九百亿元；以上资金交易情绪的大幅降温，预示市场阶段性调整基本见底了。

九月底在展望十月市场环境指出，**催化剂蓄势待发，反弹窗口期开启；**主要逻辑为：**一政策红利进入密集释放期，催化红十月行情；二国内经济基本面深度恢复，财报窗口期上市公司业绩预期逐步向好，为市场上行提供坚实基本面支撑；三陆股通资金阶段性转为净流入，绩优消费与科技白马有望重新加仓。**

以上逻辑已在国庆节后的市场中一一得到验证与部分兑现。

2、市场脉动：市场如期反弹，低估值或绩优股领涨，兼具估值安全与景气向上的顺周期板块占优。中秋国庆长假后复市以来，以上反弹逻辑初步得到验证与兑现，A 股主要指数悉数转为反弹，扭转此前两个半月的震荡回调态势。近六个交易日内，上证指数、深成指、沪深 300、创业板指、中小板指、科创 50、万得全 A 各上涨 3.7%、4.8%、4.5%、5.8%、4.6%、1.4%、4.6%；创业板表现略强而科创板较弱。从市场风格表现来看，在三季报业绩预告密集披露期，绩优股明显强于绩差股、低估值股略强于高估值股，近六个交易日内低市盈率、高价股、绩优股指数上涨 5.4-4.9%，而低价股、亏损股涨幅仅为 2.5%、3.2%。

行业板块来看，近六个月交易日内，纺织服装受海外订单转回国内而大涨 11.2%，同时电气设备、化工、银行、采掘、医药生物、机械、汽车等中游顺周期为主的板块上涨 7.4-6.1%而居前（主要受行业景气向好、利好产业政策等提振）；而房地产、商贸、建筑、传媒、农林牧渔、电子等板块以 3%以内的涨幅居后（主要系假日消费向好预期已提前兑现、及市场对苹果 5G 新机定价略高的销量担忧）；休闲服务逆势大跌 7.7%，值得注意的是，同时过去两年大涨的个别白马股高位逆势大跌，表明

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3336.36	1.96
沪深 300	4791.68	2.36
深证成指	13532.73	1.83
中小板综	12644.36	1.63
创业板指	2724.50	1.93
恒生指数	24386.79	1.11
恒生中国企业指数	9914.90	3.09
恒生沪深港通 AH 股溢价	147.81	-0.98
标普 500	3483.81	0.19
纳斯达克指数	11671.56	0.79
MSCI 新兴市场	1124.08	0.14

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	41.03	1.26
纽约期金	1902.90	-1.72
伦敦期铜	6728.00	-0.65
伦敦期铝	1863.50	0.89
波罗的海干散货	1477.00	-21.93

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。

当前部分估值偏高、业绩预期下修的个股，在经济平稳恢复但流动性边际收敛下，业绩预期一旦下调的高估值个股，存在较大的下跌风险。

3、**近期展望：快速反弹后的缩量盘整，不改十月指数震荡缓升趋势。**节后市场呈现先扬后抑的态势，前两日显著放量反弹后，后三日转为缩量盘整；部分投资者担忧本轮反弹是否就此暂停？ 近期而言，十月驱动市场上涨的两大动力未变——政策红利密集释放、业绩基本面预期向好，以上主要反弹驱动力释放且超预期强化下，短期缩量盘整不改十月指数震荡缓升趋势。

短期快速反弹后转为缩量盘整，主要系海外风险因素压制，包括美国新一轮财政刺激方案进入僵局、欧洲多国新冠疫情反弹压力较大，及苹果新机发布会不及预期等。

然而，以上海外风险因素，已在过去两个多月中已然发生，而苹果新机订单火爆，预计压制 A 股反弹的时间有限。此外，我们此前分析指出，随着我国疫情防控见效、经济稳步恢复，五月货币政策边际收敛，标志着结构性牛市已由流动性宽松推动的上半场，转为注重业绩基本面驱动的下半场；下半场业绩驱动的结构性牛市指数上涨斜率放缓。

二、市场震荡缓升判断逻辑：催化剂驱动力仍在释放

1、反弹催化剂之一：政策红利进入密集释放期，催化红十月行情。此前我们提示指出，十月底即将召开的五中全会、中央政治局经济工作会议、深圳特区建立四十周年、上交所成立三十周年等重要事件，预示十月起国内产业政策、市场改革开放红利进入密集释放期，有望提升国内市场风险偏好，活跃相关受益主题板块。

近日密集出台了关于金融、产业、区域等多方面的政策文件，包括关于**进一步提高上市公司质量意见的资本市场政策、新能源汽车产业发展规划的产业政策、深圳先行示范区综合改革试点实施方案的区域政策、成渝地区双城经济圈建设规划纲要，以及中央集体学习量子科技研究和应用前景等。**五年规划承前启后的重要窗口期，预计各领域各行业新的高质量发展规划正酝酿出台，为中长期挖掘产业链结构性机会提供题材。

2、**反弹催化剂之二：国内经济基本面深度恢复。**中秋国庆长假的旅游、消费数据好于预期，提升了市场对于国内经济深度恢复信心。此前国内后疫情前中期内，旅游、电影、餐饮等线下服务消费恢复力度持续偏弱，五一、端午假期的零售额仅恢复至同期的三四成附近；但今年中秋国庆假期出游人数及消费金额可比恢复七至八成、电影票房收入创历史第二高，较上半年黄金假期回暖显著，同时长假期间零售与餐饮收入日均同比恢复正增长 4.9%；表明国内疫情防控见效后线下实体或体验式消费趋于正常化，国内经济正进入深度恢复期间。

此外，中采制造业 PMI 连续七个月保持在荣枯线上方，9 月环比+0.5ppt 至逾两年次高 51.5，且近四个月保持在 51 读数附近窄幅波动，表明后疫情下国内制造业景气保持稳步恢复态势；9 月进出口贸易同比增速均超预期。预计本周即将公布的 9 月消费、工业、投资增速均进一步恢复上升。

同时，9 月货币社融数据也均超预期，**信贷社融数据连续超预期，也预示经济平稳恢复态势有望延续。**新发布的 9 月信贷社融数据超预期，M2 增速自近四年高点连降两月后再度反弹至高点 10.9%，社融存量累计同比增速已连升七个月至 13.5%，信贷增速四连稳后略降至 13.2%；四季度随着政府债券融资量的下降，预计 M2、社融增速逐步见顶缓降。

其中，9 月信贷月度同比增量连降五个月后企稳略升，企业债融资量连续第三个月显著缩量逾千亿元，地方政府债+股票融资放量为近两月社融大增主因；企业中长期信贷同比近一年持续多增近六个月月均增 2900 亿元，预示投资稳定回升态势有望延续；居民户端房贷近三个月同比增逾千亿元但九月环比锐减四成，居民消费短贷同比稳定连升三个月，表明消费稳定回暖。

3、反弹催化剂之三：上市公司业绩预期逐步向好。十月进入三季报披露窗口期，上市公司业绩超预期，或将是市场重拾升势的主要催化剂。截至 10/16 日 1346 家上市公司发布 20Q3 业绩预告，对比截至 7/15 相同预告进度及数量的 20H1 的业绩预告类型：

Q3 预喜（预增、略增、续盈、扭亏）占比较 H1 明显提升 7.9 个百分点至 47.3%，而预警（预减、略减、首亏、续亏）占比较 H1 下降 4.3 个百分点至 46.5%；其中预减、首亏的占比各环比下降 2.2、3.2 个百分点，上市公司业绩预喜占比连续两个季度改善，与国内后疫情经济逐季恢复一致。

结合三季度名义 GDP 增速较二季度进一步恢复上行、工业产销改善及消费回暖，以及工业企业利润自 4 月起连续改善且持续四个月保持正增长（近两月保持在近 20%的高增长），同时盈利恢复已自下游传导至中上游产业链，预计上市公司三季报大概率继续向好改善。在三季报业绩整体超预期带动下，预计市场对全年业绩有望上修，或为指数震荡缓升、个股精彩轮动的提供主要驱动力。

4、反弹催化剂之四：陆股通资金阶段性转为净流入，绩优消费与科技白马有望重新加仓。

作为投资 A 股聪明资金，陆股通动向往往作为市场情绪的风向标；7 月 14 日起，陆股通北上资金由此前连续大额净流入，转为持续净流出共近 900 亿元，而年初至 7 月 13 日陆股通累计净流入 1835 亿元。我们认为，过去两个半月陆股通持续净流出，主要系：一是前期 A 股快速上涨，陆股通重仓的绩优消费与科技白马股估值普遍进入历史高位区间所致；二是随着美国大选日临近不确定性上升、近期欧洲疫情的反弹下美元指数阶段反弹，全球资金转为避险流出新兴市场而选择落袋为安，陆股通持续显著净流出。

展望下阶段，陆股通有望转为净流入，主要判断依据在于：一是此前两个半月的市场震荡调整期，部分绩优消费与科技白马股估值已快速回调，动态估值进入合理区间的个股，正吸引陆股通资金重新净流入与加大配置；二导致陆股通净流出的外部不确定因素正逐步落地，包括美国大选日临近下前景逐步明朗、中美摩擦正逐步降温、海外市场趋稳等；三近期美元汇率弱势窄幅震荡，而人民币在快速升值后，短期或进入平稳期，但中长期在国内经济领涨全球主要经济体及出口竞争力提升等支撑下，预计人民币仍在升值周期，并在国内资本市场加大开放的驱动下，境外资金加仓配置 A 股的空间可观。以上研判，从节后复市前两日陆股通转为连续净流入逾百亿元得到验证。

三、市场风格展望：近期风格轮动至低估值顺周期，中期景气领先的科技成长仍占优

1、中周期市场风格决定因素？主要取决于业绩相对景气，且一般持续约三年左右。首先确认一个周期规律，即绩优蓝筹与科技成长各领风骚三年。回顾近十年 A 股走势，绩优蓝筹与科技成长风格基本各领风骚三年左右，背后的主要驱动力或逻辑，为业绩周期的相对景气，而这主要受宏观经济、货币政策、产业景气、金融监管取向、资本市场制度改革等变量因素影响。

1）12 年底至 15 年中，创业板指为代表的科技中小盘股持续大幅领涨，中小盘成长股显著绩优蓝筹股，创业板指、中证 500 指数较沪深 300 指数的相对收益率高达+310%、+140%（期间累计涨幅分别为 418%、246%、107%）；驱动风格长时间分化的主要逻辑在于 13Q1 至 16Q1 期间，创业板业绩进入一轮上行期，期间单季度净利润同比增速由 12Q4 的-16%逐步回升至 16Q1 的高点+63%；而沪深 300 单季度业绩同比增速基本保持平稳在+10%附近，创业板代表的科技成长股业绩景气相对优势显著。

以上蓝筹与成长股景气分化**背后驱动逻辑主要包括：中国宏观经济增速显著放缓，4G 为首的新一代通信技术、移动互联网+应用等产业创新应用，14 年三季度起的开启降准降息窗口的流动性宽松环境，以及鼓励科技股并购重组的市场监管取向宽松等因素。**

2）16 年初至 19 年 4 月中旬，绩优蓝筹风格回归并占据上风，中国核心资产代表的绩优蓝筹股显著跑赢科技成长股，沪深 300 指数较中证 500 指数的相对收益率高达+33%（分别+10%、-23%）；驱动风格长时间分化的主要逻辑在于 16Q2 至 19Q2 期间，创业板业绩转为一轮下行期，期间单季度净利润同比增速由 16Q2 的+42%趋势下降至 19Q2 的-28%，且 17Q4、18Q4 四季度受商誉减值拖累同比锐降-72%、-546%；而代表大盘蓝筹沪深 300 受益于期间供给侧改革，单季度业绩同比增速仍保持平稳在+10%附近，创业板代表的科技成长股业绩景气相对劣势显著。

背后驱动逻辑主要包括：A 股市场在供给侧改革的市场集中度提升，4G 为首的移动互联网红利步入尾声等宏观经济环境，资本市场加大开放并陆续纳入国际指数体系的增量改革及金融严监管去杠杆（包括并购重组与再融资收紧）的监管环境。

2、本轮科技成长股风格逻辑动力清晰。19 年 6 月中旬起，**国内宏观经济底部趋缓、货币政策相对宽松重点引导资金价格下行，金融监管政策的优化调整（以科创板注册制试点改革的快速推进落实，**着力增强交易便利性、市场流动性和市场活跃度**对并购重组、再融资、市场交易等监管政策的优化调整，创业板注册制即将落地实施、上证指数编制方案的调整优化及科创板 50 指数发布在即）及半导体芯片、5G 建设加速产业互联网、数字经济发展，及特斯拉电动汽车国产化的为代表的科技产业发展，以及创业板业绩增速触底回升；以上宏观环境、金融监管政策及基本面因素的转变，已驱动科技成长股风格的回归，**相对收益动力已然具备。

而 20 年初尤其是新冠肺炎疫情暴发以来，央行降准、加大逆回购等资金投放，并加快相继下调 OMO、MLF、LPR 资金价格，上半年央行“放量降价”的充裕流动性，加速推升科技成长板块上涨行情。

从决定风格的核心驱动力即业绩相对景气来看，创业板单季度业绩同比增速已自 19Q3 触底回升，19Q3、19Q4 已转正至+22%附近，而沪深 300 稳中趋缓，由此前的+10%略放缓至 19Q4 的+8%；20Q1 受新冠疫情冲击，创业板指单季度净利润同比转为-26%，但沪深 300 也同时显著转负至-18%，两者景气分化不明显。

19 年 6 月初至 20 年 6 月底，创业板指、中小板指、中证 500、沪深 300 指数分别累计上涨 64%、46%、19%、15%，中小创为代表的科技成长显著跑赢大盘蓝筹股。

3、市场风格极致分化后，存在阶段性切换或收敛，但随后重回中周期趋势风格

在以上三年左右的中长周期内的风格轮动中，期间存在阶段性风格切换或收敛；而**触发风格的阶段性切换，一般需要具备两大条件：一是市场风格已极致分化，即中小盘成长、大盘蓝筹估值比触及历史高位水平；二是宏观经济、政策环境发生拐点性变化**，即经济触底回升、政策边际收紧，反之亦然。

回顾 12 年至 15 年中的成长占优的市场风格周期中，在 14 年 7 月中旬至 15 年 1 月中旬的近半年时间内，周期蓝筹显著跑赢科技成长，期间沪深 300、中证 100、创业板指、中小板指各+66%、+76%、+16%、+22%。触发当时市场风格阶段性显著切换的主要因素或逻辑包括：定向调控政策见效，经济企稳回升确认；地产限购限贷政策松绑，降息降准周期开启，政策进入宽货币宽信用阶段；同时，国企改革与沪港通正式启动在即；以上多重利好共同提振周期蓝筹风格复辟。

然而，在市场风格切换半年后，15 年 1 月下旬起，市场风格重新回归至成长股；触发风格重回至成长的核心逻辑在于：业绩相对景气未相应发生变化，创业板相对沪深 300 的业绩景气上行趋势未变，14Q4 至 15Q2 创业板相对沪深 300 的业绩增速优势显著。而触发风格回归的直接因素为 15 年初**经济下行压力重现**、监管层对融资杠杆资金发出降温信号。

10 月中下旬进入三大密集验证与预期调整的窗口期：一是宏观经济与公司财报等基本面验证与调整；二是中央经济工作会议对四季度宏观形势与政策的研判与部署，对年末甚至明年初的市场环境、投资逻辑与主线的提供指引；三是年末政策红利进入密集释放期，资本市场深化改革扩大开放加速推进落地，尤其是注册制发行下的大体量明星公司登陆 A 股，届时资金供需阶段趋紧，或进一步导致市场风格利于低估值、绩优蓝筹或科技白马股。

4、中期风格展望：业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看 1.5-2 年；后续重点防范全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链、市场监管等风险。近一年中小创大幅上涨之后，市场对中小盘成长风格的持续性担忧上升。结合历次风格切换规律来看，**我们认为，在业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格相对强弱一般难以切换或逆转，且本轮风格切换时长仅 1 年，较一轮完整的业绩相对景气、风格趋势分化的 2.5-3 年的周期仍有 1.5-2 年时长。**

从这一轮 5G、数据中心、人工智能引领的科技创新产业景气及新基建-科技硬件-软件-应用内容的商业景气传导来看，TMT、电动汽车为首的科技成长行业的业绩景气正处于上行中期，远未见顶。根据市场一致预期来看，未来 3 年创业板、沪深 300 的净利润同比增速在 20-30%、10%附近，创业板业绩相对景气仍显著高于沪深 300。

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+2.63%；农林牧渔（中信）涨跌幅+2.08%；沪深 300 涨跌幅+2.36%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格 **29.99 元/公斤。**
2. **茅台一**批价：2800 元，**略上行。**

三、食品饮料：

白酒：

1.糖酒会产业反馈较积极。糖酒会产业对旺季消费反馈较为积极，一方面是高端量价表现超预期，另一方面是次高端酒分化超预期，如汾酒、今世缘、古井等表现好于行业。

2. 三季报预判：

近期临近三季报披露期，我们预计表现好于行业的有，三大高端酒有双位数增长；次高端中汾酒预计可达 20%以上，今世缘 15%左右；

其他公司预计环比改善无疑，但考虑仍有部分企业处于去库存阶段，报表端业绩增速预期或较低。

3. 我们仍持续推荐白酒。本周白酒板块反弹（3.38%），尤其是糖酒会反馈较积极的故公司，包括洋河、汾酒、今世缘涨幅居前。短期来看，旺季消费产业反馈较乐观，对板块有支撑；三季报市场目前预计较低，故随着季报披露低预期概率较低；估值切换后，21 年诸多酒企估值在 30x 以下，低基数上绝对增速更高，中长期估值合理。

所以持续重点看好高端酒的**茅五泸汾，尤其是**短期我们推荐估值有优势，边际变化较大的公司，如**老窖、今世缘、水井坊、顺鑫等**。

大众品：

短期大众品三季报行情仍可期。近期渠道及部分公司业绩预告来看，三季报业绩高增长可期，并未出现市场预期的大幅放缓，我们预计安琪、榨菜、伊利等三季报行情仍值得参与。

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、安琪、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 30/kg 的之内，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。

目前我们认为养殖板块风险已基本释放，也反应市场对猪价的悲观情绪，龙头公司牧原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，在全球性疫情影响背景下公司相对价值较高，中长期推荐。

五、推荐个股

重点推荐：茅台、泸州老窖、今世缘、涪陵榨菜、牧原；

其他：**五粮液、汾酒、顺鑫、水井坊、海天、中炬高新、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

上证综指本周上涨 1.96%，沪深 300 上涨 2.36%。家电板块上涨 2.80%，跑赢大盘指数，主要原因在于：家电国庆消费数据较好，且龙头格力电器表现较好，因此整个板块表现可以。

二、行业动态与展望

（1）空调 9 月份产销量数据

据产业在线统计，空调 9 月份产量 1035 万台，YoY+5%（1-9 月 11157 万，YoY-8%）；销量 1020 万台，YoY+5%（1-9 月 11121 万，YoY-10%）；内销 666 万台，YoY+0%（1-9 月 6350 万，YoY-16%）；外销 354 万台，YoY+17%（1-9 月 4771 万，YoY+0%）。 在淡季整体规模仍维持在千万台水平之上，内销基本平稳，出口延续较好增势。

分公司来看：格力内销 302 万台，YoY-1%（1-9 月 2161 万，YoY-17%），外销 58 万台，YoY-11%（1-9 月 893 万，YoY-16%）；美的内销 223 万台，YoY+17%（1-9 月 2063 万，YoY+5%），外销 128 万台，YoY+42%（1-9 月 1693 万，YoY+18%）；海尔内销 56 万台，YoY+14%（1-9 月 646 万，YoY-10%），外销 12 万台，YoY+50%（1-9 月 225 万，YoY+9%）；奥克斯内销 12 万台，YoY-73%（1-9 月 425 万，YoY-48%），外销 25 万台，YoY-7%（1-9 月 403 万，YoY-5%）；海信科龙内销 15 万台，YoY-9%（1-9 月 270 万，YoY-22%），外销 18 万台，YoY+20%（1-9 月 284 万，YoY+3%）。

（2）冰箱原材料开始涨价，后期会影响到冰箱盈利和售价

本轮冰箱原材料涨价引发行业震动的原因在于：占据冰箱成本较高的原材料——黑料、白料、钢材、铜材、铝材全线涨价。国庆前某企业下达的涨价通知中就提到，白电冰箱洗衣机冷柜空调主要原材料成本在三季度均出现大幅上涨。异氰酸酯(黑料)上涨 7000 元/吨，涨幅 67%；白料上涨 5000 元/吨，涨幅 56%；HIPS 料上涨 800 元/吨，涨幅 8.5%；GPPS 料上涨 300 元/吨，涨幅 3.7%；ABS 料上涨 2900 元/吨，涨幅 27%；钢材上涨 800 元/吨，涨幅约 15%；铜铝分别上涨 1 万元/吨、2600 元/吨，涨幅 20%以上。

（3）新宝股份 20Q3 业绩同比+43%~81%

公司预计 2020Q1-Q3 实现收入同比增长 33%，归母净利润 8.30~9.34 亿元，同比+60%~80%，Q3 单季预计归母净利润同比+43%~81%。业绩提升主要来自三个方面，1）海外疫情反复，海外订单继续向国内集中，出口需求继续增长，公司预计 2020Q1-Q3 外销收入同比+25%左右。2）内销市场线上品牌影响力继续凸显，维持较高增长，公司预计 2020Q1-Q3 内销收入同比+75%左右。3）内外销收入结构调整、产品研发创新及自动化效率提升带来盈利能力改善。

（4）小熊电器 20Q3 业绩同比+55-85%

公司公布预告，前三季度公司实现收入同比增速 45%，收入约 24.95 亿元，归母净利 3.02-3.35 亿元(YoY+80-100%)；Q3 单季收入同比增长 46%，据此推算对应 Q3 收入约 7.78 亿元，归母净利 0.62-0.74 亿元（YoY+55-85%）。前三季度收入快速增长，主要由于：行业整体需求旺盛，线上渠道高增长，公司以线上渠道为主，根据淘数据，2020Q3 小熊电器天猫以及淘宝的销售额同比增长 39%。利润增速快于收入，主要由于：（1）毛利率同比略有上升；（2）销售费用率同比下降。

展望：从公布的小家电企业 3 季度数据看，行业盈利增速仍较快。主要原因是疫情使得线上购物成为趋势，线上增速快，且线上购物渗透到四五线市场和农村市场，某种程度上促进了整个行业的增长。另一方面，今年也是创意小家电爆发的元年，新一代消费者舍得为新功能的小家电支付溢价。我们认为小家电行业的增长仍然持续，优选具备实力和较强竞争力的小家电企业。

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）板块上涨 3.23%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 4 位，同期沪深 300 指数上涨 2.36%，中小板指数上涨 1.51%，创业板指数上涨 1.93%。细分子板块来看，所有细分板块全部上涨，医疗器械涨幅 5.64%，医疗服务涨幅 4.23%，生物制品涨幅 3.06%，中药涨幅 2.97%，医药商业涨幅 2.06%，化学制药涨幅 1.74%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是键凯科技（+29.28%）、正川股份（+27.67%）、新光药业（+24.93%）、康泰医学（+22.65%）和爱美客（+19.69%）；而跌幅最大的前五家公司分别是盈康生命（-12.21%）、海尔生物（-10.93%）、健友股份（-10.83%）、永安药业（-9.46%）和硕世生物（-8.53%）。

二、本周主要观点

冠脉支架集采文件发布。10 月 16 日，国家组织高值医用耗材联合采购办公室发布《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》,国家版冠脉支架集采方案靴子落地。本次国家冠脉支架集采**采购品种**为钴铬合金或铂铬合金(非不锈钢)，载药种类为雷帕霉素及其衍生物；**意向采购量**方面，首年意向采购总量为 1074722 个，由联盟地区各医疗机构报送采购总需求的 80%累加得出，资料显示 2019 年全国使用冠脉支架约 150 万枚，本次集采意向采购量占整体市场的支架使用量比例较高，影响较大；**采购周期**为 2 年，材料递交时间为 2020 年 11 月 5 日，2021 年 1 月正式实施。每年签订采购协议，续签采购协议时，协议采购量不少于该中选产品上年协议采购量。本次冠脉支架集采共涉及 12 个国内外企业合计 27 个支架品种，从意向采购量来看，国产意向采购量占比 68.8%，进口占比 31.3%，意向采购量占比较高的企业包括微创（36.5%）、波科（11.2%）、乐普（11.2%）、雅培（10.1%）、美敦力（9.9%）、吉威（9.4%）等，而排名前十的品种采购量占总采购量超过 85%。在**中标规则**方面，先确定产品排名，报价价格从低到高进行排序，价格相同时销量大、上市早的优先；**产品排名前 10 名先入围**，若出现同一企业入围产品数量超过 3 个的情况，按超过数量等量增补入围。等量增补后，仍存在同一企业入围产品数量超过 3 个的情况，继续等量增补，直至所有产品均不满足等量增补入围条件，拟中选的产品要求**申报价≤最低产品申报价 1.8 倍，或者申报价格虽然大于申报价 1.8 倍，但低于 2850 元的**；最终拟中选的产品在公示无异议后，最终中选。在**协议采购量**方面，医疗机构报送需求的产品若在中选范围，对应意向采购量全部计入该中选产品的协议采购量。如未在中选范围，则第一名中选产品分配量不少于待分配总量的 10%，其余待分配量由医疗机构按相应规则自主决定。如医疗机构报送需求的产品全部未在中选范围，报送的意向采购量作为待分配量由医疗机构自主分配给排名为前五名的中选产品，第一名中选产品的分配量不少于待分配总量的 10%。

预计龙头公司相对受益。本次国家冠脉支架集采采购规模较大，而相较于市场较为熟悉的药品国家集采，本次冠脉支架集采的采购量与前期医疗机构报送的意向采购品种的采购量直接相关，提前确定了企业中标后的采购量。从意向采购量来看，微创（36.5%）、波科（11.2%）、乐普（11.2%）、雅培（10.1%）、美敦力（9.9%）、吉威（9.4%）等企业占比前列，而根据中选后协议采购量规则，预计这些头部企业主要目标是确保中选以保住存量市场。本次 27 款产品最终中选 10 款产品，所以报价排序进入前 10 是关键，根据中标规则，拟中选的产品要求**申报价≤最低产品申报价 1.8 倍，或者申报价格虽然大于申报价 1.8 倍，但低于 2850 元的，**此 2850 元的依据是之前江苏冠脉支架集采中钴基支架的最低中标价（乐普 Gureater 价格）。虽然最终的协议采购量并非以最低价为主要参考因素，但不排除本次少数小企业存在以极低价格报价的可能性，同时考虑外资企业的不确定性，我们判断本次中选价格可能会整体低于去年江苏集采最低中标价。整体来看，预计本次国家冠脉支架集采将大幅降低冠脉支架价格，集采对相关企业利润影响最终取决于中标价格，具体降幅仍有不确定性，仍待 11 月政策完全落地。基于本次集采规则，我们判断国内相关头部企业（微创、乐普、吉威）等基于自身的产能优势，会积极中标来保住自身的存量市场，同时尽量争取增量市场。同时头部企业基于自身丰富产品线，在本次集采品种之外的冠脉支架领域具有产品优势，形成梯度价格策略。长期来看，本次集采将对行业发展产生深刻影响，单一产品线的企业发展越发困难，将推动国内冠脉支架企业加速创新，以创新获得产品定价权。推荐具备持续创新能力相关龙头公司：乐普医疗、微创医疗（0853.HK）。

三、行业动态跟踪

国家医保局发布目录调整最近新进展。10 月 17 日，国家医保局官网发布《关于 2020 年国家医保药品目录调整形式审查结果查询的公告》。公告显示，医保局于 9 月 18 日至 25 日公示的通过形式审查的药品，经过各方反馈，国家医保局对相关药品进行了复核和结果修正，正式形成了 2020 年国家医保药品目录调整形式审查结果。

国家药监局：做好重点品种信息化追溯体系建设工作。10 月 13 日，国家药监局发布关于做好重点品种信息化追溯体系建设工作的公告。公告显示，药品上市许可持有人应当落实全过程药品质量管理的主体责任，建立信息化追溯系统，收集全过程追溯信息，于 2020 年 12 月 31 日之前，基本实现国家药品集中采购中选品种、麻醉药品、精神药品、血液制品等重点品种可追溯。公告指出，药品上市许可持有人可登录药品追溯协同服务平台备案基础信息和追溯码编码规则，也可以使用追溯系统通过接口备案基础信息和追溯码编码规则。

《药品召回管理办法》公开征求意见。《办法》所称药品召回，是指药品上市许可持有人按照规定程序收回已上市存在缺陷的药品，并采取相应措施，控制消除缺陷的活动。而缺陷药品，是指由于研发、生产、销售、储运、标识等原因导致存在质量问题或者其他安全隐患的药品。《办法》要求药品上市许可持有人应当建立并完善药品召回制度，收集药品安全的相关信息，对可能存在缺陷的药品进行调查、评估，及时召回缺陷药品。进口药品凡涉及在境内实施召回的，境外药品上市许可持有人指定的在中国境内的企业法人应当按照本办法的规定组织实施。

国家市场监管总局发布《关于原料药领域的反垄断指南（征求意见稿）》。10 月 13 日，国家市场监管总局发布《关于原料药领域的反垄断指南（征求意见稿）》（下称《指南》），向社会公开征求意见。希望借此预防和制止原料药领域垄断行为，引导原料药领域经营者守法合规经营。《指南》指出原料药经营者应当遵守《反垄断法》相关规定，禁止与竞争者达成、实施横向垄断协议。

2020 前 3 季度 NMPA 新药批准情况汇总。2020 年前 3 季度，NMPA 共批准 33 个新药上市，包括 23 个进口药品和 10 个国产药品。从药物类型来看，包括 17 个化药、12 个生物药、3 个中药和 1 个疫苗产品。从企业来看，2020 年前 3 季度，武田在中国获批新药个数最多，为 3 个。罗氏、辉瑞、赛诺菲、协和发酵麒麟和北海康成各自有 2 款新药在中国获批。

浙江嘉兴公布新冠疫苗定价。10 月 15 日，浙江嘉兴疾控中心在其官方微信发布《新冠疫苗接种的有关说明》，介绍了新型冠状病毒疫苗接种事宜。根据介绍，嘉兴市先期已在重点保障对象中陆续开展新冠疫苗接种，后续将逐步开展一般对象接种。嘉兴市目前用于紧急接种的新冠疫苗由省级部门统一向北京科兴中维生物技术有限公司征订，逐级分发至定点接种单位。该疫苗尚未正式注册上市，经依法批准用于紧急接种。新冠疫苗需要接种 2 剂次，间隔 14-28 天（推荐间隔 28 天），疫苗价格为 200 元/支（瓶），2 剂次共 400 元。

四、投资策略

从 2020 中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中报表现亮眼，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，Q2 实现同比增长。展望三、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，预计相关抗疫设备及检测试剂需求仍然将维持高景气，同时海内外新冠疫苗 3 期临床数据有望于 10 月披露，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，Q3、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）板块本周上涨 7.74 点，周涨幅 0.17%。板块本周上涨前五名分别是*ST 商城（16.59%）、壹网壹创（13.48%）、首商股份（7.41%）、新华股份（7.04%）、银座股份（6.11%）。

疫情逐渐趋缓，线下零售持续恢复，高端消费增速亮眼，可选板块表现力较好；同时关注下周将迎来双十一的大促首波开启，天猫第一波“抢先购”10 月 21 日为定睛支付日，11 月 1 日-11 月 3 日为尾款支付如，第二波 11 月 4 日-11 月 10 日为“双十一全球狂欢日”，11 月 4 日开始支付定金，11 月 11 日开始支付尾款，新规两波支付周期，有望拉动 GMV 维持高增长，扩大品牌品类曝光时间。京东、拼多多等也分别在 10 月 21 日和 10 月 20 日开始预售首日，京东加大站外引流力度，加大抖音、快手等投放。关注美妆、珠宝等品类表现。

二、行业动态

根据淘数据，9 月淘系平台美妆品类 GMV140.95 亿元，同比增长 16.75%，彩妆 GMV82.42 亿元，同比增长 67.21%。护肤品类增速环比有所放缓，临近双十一促销力度相对减弱以及消费者观望情绪较高，彩妆品类同比增速创近两年单月同比增速最高，疫情趋缓出门场景增加，推动彩妆消费增加。9 月美妆数据表现相对平淡，品牌多降低低促销力度静待旺季来临，美妆线上高景气趋势不改，同时渠道更为健康，产品推新能力更强的企业具有更好的竞争格局。

外资品牌加大国内市场开拓力度，加大电商、免税渠道投入，持续下沉，品牌力突出，表现优于国货。9 月欧莱雅集团旗下代表品牌护肤彩妆类目 GMV 同增 76%，远高于行业增速，其中赫莲娜、兰蔻、科颜氏增速超过三位数；雅诗兰黛集团旗下代表品牌护肤与彩妆类目 GMV 同增 77%，海蓝之谜、倩碧增速超过三位数；宝洁系旗下代表品牌护肤品与彩妆类目 GMV 同增 40%，SK2 增速 78.1%。9 月资生堂旗下代表品牌护肤品与彩妆类目 GMV 同增 71%，较上月加速增长；爱茉莉旗下代表品牌护肤品与彩妆类目 GMV 同增 73%，其中雪花秀增速超过 100%，悦诗风吟增速超过 70%。

国货品牌表现分化，新锐品牌保持高增速。9 月丸美/自然堂/百雀羚/佰草集/珀莱雅全网 GMV 同比增速分别为-16%/+13%/-10%/-16%/+29%，仅珀莱雅好于行业整体表现，三季度传统国货品牌整体景气度差于行业。9 月国货新锐品牌表现整体较优，其中彩棠/润百颜/玉泽/薇诺娜全网 GMV 同比增速分别为+1048%/+330%/+224%/57%，远好于行业增速。618 以来国货品牌表现较为低迷，品牌力和推新能力不足，对促销依赖较大。

珀莱雅 9 月旗舰店护肤品同比增速 0.2%，全网护肤品 GMV 增速 29%，彩妆品类持续突破，彩棠 9 月 GMV0.39 亿元，同比增长 1049%。

丸美 9 月旗舰店实现 GMV 为 0.18 亿，同比下滑 61%，同期全网丸美品牌同比下滑 16%，9 月旗舰店表现差于全网。

上海家化旗下重点品牌玉泽 9 月旗舰店 GMV 为 0.35 亿，同增 249%，较 7-8 月大幅改善；全网 GMV 为 0.37 亿，同比增长 224%。今年以来 1-6 月玉泽与头部 KOL 李佳琦合作紧密，保持高速增长，7、8 月暂停合作后增速放缓，9 月开始于薇娅合作增速环比回升。今年以来玉泽全网 GMV 为 5.6 亿，考虑到四季度为电商旺季，全年有望新突破。今年以来玉泽全网 GMV 为 5.6 亿，考虑到四季度为电商旺季，全年有望新突破。

御泥坊 9 月旗舰店实现 GMV 为 0.67 亿，同比增长 32%，高于全网 21%的增速，好于行业增速；1-9 月御泥坊旗舰店累计实现 GMV 为 5.0 亿，全网累计实现 GMV 为 7.7 亿。

润百颜 9 月旗舰店实现 GMV 为 0.36 亿，同比增长 199%，低于全网 330%的增长；1-9 月润百颜旗舰店累计实现 GMV 为 2.6 亿，全网累计实现 GMV 为 3.2 亿。夸迪成交额 0.67 亿元，同比 19073%，新品夸迪 5D 玻尿酸高光面膜月销 5 万+。

前期化妆品板块电商数据略低于预期，板块整体有所回调，我们认为化妆品板块由需求推动高增长，同时受益于直播、数字化营销带来流量集中，成长性确定，具有较强抗周期特征。双十一临近，品牌加大促销力度，同时配套直播带货等促销方式引流，往年双十一美妆都是天猫体量最大增速最快的板块，有望带来 GMV 提升。

三、投资关注

1、申通快递（002468）：公司公告三季报预告，2020 年前三季度净利润区间为 0-3000 万元，同比下滑 97.29%-100%，低于市场预期，分季度看，一、二、三单季度归母净利润分别为 0.58 亿元（同比-86%）、0.12 亿元（同比-97%）、亏损 0.41 至 0.71 亿元（去年同期盈利 2.73 亿元）。公司业绩大幅下滑主要原因在于市场竞争加剧，单价持续下降，公司加大扶持力度，销售费用和财务费用均有不同程度增长。阿里持续增持后关注双方协同效应，四季度旺季到来

行业价格战有望趋缓。

2、天虹股份（002419）：公司公告三季报预告，2020 年前三季度预计净利润约 1.21 亿元~1.31 亿元，同比下降 79.95%~81.48%。拆分单季度归母净利润，一、二、三季度分别实现归母净利润-0.50 亿元、0.86 亿元、0.85-0.94 亿元，环比逐季改善。

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 0.12%，沪深 300 上涨 2.36%，上综上涨 1.96%。板块跑输大盘指数。

近期受房企降负债、调控政策收紧影响，房企拿地热情有所下降，土地市场降温。机构数据显示，十月上半个月，40 个主要城市土地成交量环比下降 71%，成交金额环比下降 83%。31 家受监测房企 9 月新增土储总建筑面积环比下降 10%，新增成交金额环比下降 1%。就公司而言，减少拿地、多元化拿地均可有效减少拿地开支，从有息负债端实现降负债目的。

以中国恒大为例，公司降负债的具体措施就包括控制土储规模，实现土储负增长，提出力争平均每年减少 3000 万平方米左右土储。融创中国也同样提出审慎拿地。

下半年以来，监管部门多次召开房地产工作座谈会，强调要毫不动摇地坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，确保实现“稳地价、稳房价、稳预期”目标。目前全国 14 个城市出台了“稳地价”措施，叠加“三道红线”政策效应，预计房企四季度整体拿地更趋稳健，地价或更趋于平稳。

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

上周申万化工指数上涨 3.19%，上证指数上涨 1.96%，行业指数跑赢大盘指数。化工三级行业涨幅居前板块是改性塑料、纺织化学用品、氨纶；涨幅较小的板块炭黑、复合肥、民爆。

二、行业观点：

MDI 价格持续上涨：8 月份以来 MDI 价格持续上涨，尤其是金九银十，供应端控制出货量，产能集中检修，MDI 价格加速上涨，目前聚合 MDI 价格 1.9 万元/.吨，距今年 4 月份最低点 1.06 万元/吨上涨 8400 元；纯 MDI2.6 万元/吨，距今年 4 月份最低点 1.25 万元/吨上涨 1.35 万元。从出口来看，8 月份 MDI 出口 8700 万吨，已经达到历史平均水平。冰箱产量数据 8 月当月同比增长 28%，6 月份以来需求迅速恢复。

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 10200 元/吨-10500 元/吨，9 月上涨 5%，10 月份上涨 1200-1500 元/吨，仍然处于价格底部。供给端有意提升价格，但是下游需求仍然低迷。目前行业库存已经降至较低水平.涤纶长丝 DTY 本周上涨 250 元/吨至 7000 元/吨，距离今年最低点上涨 600 元/吨。

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

本周上证综指同比上涨1.96%，收于3336点，创业板指同比涨幅1.93%，沪深300同比涨幅2.36%，机械设备同比涨幅2.81%，跑赢沪深300指数0.45pct。

二、机械行业动态及投资观点

1、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、中简科技业绩Q3业绩进一步提速。

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%。

2020Q3两家公司军工碳纤维收入均呈现显著提速的态势，这表明该行业进入景气上行期。

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。

2、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。

3、锂电设备：国常会通过《新能源汽车产业发展规划》，继续看好锂电设备板块

1）10月9日国务院常务会议通过《新能源汽车产业发展规划》，新能源汽车发展战略明确。会议提出要加大关键技术攻关；加强充换电基础设施建设；鼓励新能源汽车领域国际合作；加大公共服务领域使用新能源汽车的政策支持。根据2019年底工信部发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》（征求意见稿），2025年新能源车销量占比达25%左右，预计国内新能源汽车总量有5倍提升空间。

2）欧洲市场9月新能源汽车销售继续爆发式增长。德国、法国、英国等欧洲7国新能源车销量合计12.71万辆，同比、环比增长分别为201.9%、72.5%。预计欧洲在碳排放政策要求下，欧洲新能源汽车销售有望持续。

3）动力电池厂产能缺口较大，继续推荐锂电设备龙头先导智能等。我们认为全球电动化进程非常明确，预计未来五年动力电池需求缺口达1000GW以上，锂电设备空间达2000亿，锂电设备板块迎来发展机遇期。先导智能作为锂电设备龙头，公司深度绑定宁德时代，同时供应LG、Northvolt等海外电池厂商。我们认为公司业绩触底反弹，将迎来增长，继续给予“推荐”评级。

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

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

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

本周上证综指上涨 1.96%，申万有色指数上涨 1.04%。价格方面，小金属钴微跌锂上涨，长江钴价下跌 0.36%，电池级碳酸锂价格为 3.95-4.2 万元/吨，均价较上周上涨 1.24%，大中型锂盐厂普遍出货情况较为紧张，预计碳酸锂价格后续呈现稳重有升格局；贵金属方面，COMEX 黄金下跌 1.21%、COMEX 白银下跌 3.30%；基本金属方面，LME 铜下跌 0.52%、LME 铝上涨 1.19%。

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。

锂：碳酸锂价格坚挺，有望阶段性小幅反弹。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。

赣锋锂业预计 2020 年前三季度归母净利润 3.3 亿元-3.65 亿元，同比增长 0.25%-10.89%。其中预计第三季度归母净利润 1.74 亿元-2.09 亿元，同比增长 419.87%-524.74%。公司业绩增长主要来源于锂盐产品产销量的增长以及公司持有的 Pilbara 股票本报告期股价有所回升所致。在锂价中枢继续下滑的情况下，公司第三季度实现归母净利润 1.74 亿元-2.09 亿元，其中 Q2 单季实现归母净利润 1.49 亿元，公司业绩环比逐季改善。同时当前锂价已开启缓慢复苏，公司盈利能力将持续提升

2、贵金属

本周贵金属价格下跌，COMEX 黄金下跌 1.21%，随着海外新冠病例再度快速增加，市场担心经济活动放缓，欧洲各地情势恶化都很明显，这对经济复苏势头是个重大打击，并加大了通缩风险。同时美国财政刺激预期重启，美元指数承压，但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，公司市值目前大幅低于西部超导，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。

三、重点个股

赣锋锂业、宝钛股份、西部超导、菲利华、楚江新材、博威合金、火炬电子

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

上证综指本周上涨1.96%，沪深300上涨2.36%。电新板块上涨1.31%，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）宁德时代前3季度装机16.25GW，占比47.5%

据GGII统计，前3季度国内动力电池装机约34.15GWh（-19%），宁德时代装机16.25GW,市占率47.6%。同时，宁德时代9月正式供货国产Model3，为特斯拉动力电池的首家中国供应商。预计4季度其装机占比将提升。

（3）9月国内新能源汽车销量数据为13.8万辆

据中汽协统计，9月份新能源车产销分别为13.6/13.8万辆，同比+48.0%/+67.7%，环比+28.9%/+26.2%。2020年累计产销分别为73.8/73.4万辆,同比-18.7%/-17.7%。销量结构上:新能源乘用车销量12.5万辆,同比+67.0%,环比+25.2%。其中纯电动10.0万，同比+70.2%，环比+25.4%，插混2.5万辆，同比+55.7%，环比+24.4%；新能源商用车销量1.3万辆，同比+74.2%，环比+37.3%。

展望：欧洲议会决议通过2030年60%减排目标。按照分类减排统计，2030年欧洲乘用车碳排放较21年下降54%左右，平均年降8%。因此测算欧洲2030年电动车销量将达到800万台，电动车销量占全部乘用车约55%。若假定2020年欧洲销量110万台，则2021-2030年欧洲电动车CAGR+22%，步入快速增长区间。

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+2.61%，HS300 指数+2.36%。长城、比亚迪、长安、上汽、广汽等涨幅居前；福耀玻璃、托普集团等表现较差。

二、行业动态及趋势展望

【中汽协：9 月汽车销量同比+12.8%】

据中汽协统计，2020 年 9 月汽车销量 256.5 万辆，环比增长 17.4%，同比增长 12.8%，已连续五个月增速保持在 10%以上。2020 年 1-9 月，汽车销量 1711.6 万辆，累计同比下降 6.9%，降幅较 1-8 月继续收窄 2.8 个百分点。乘用车：9 月销量 208.8 万辆，增长 8.0%；1-9 月累计销量 1337.6 万辆，下降 12.4%；新能源汽车：9 月销量 13.8 万辆，增长 67.7%；1-9 月累计销量 73.4 万辆，下降 17.7%。

汽车行业持续复苏，维持推荐。首推本轮复苏中领跑行业的自主车企，吉利（H）、长安、长城、比亚迪；其次可适当配置上汽、广汽为主优势合资品牌股。

【9 月 TOP15 乘用车销量盘点：长安汽车领跑行业】一汽大众、上汽大众、上汽通用、东风日产、吉利汽车月销超过 10 万台，分别为 20.9、16.1、14.7、11.9、11.8 万台，同比分别+8.7%、-8.5%、+18.7%、+5.3%、+6.4%；增速居前的分别是长安汽车、华晨宝马、一汽丰田、广汽本田、北京奔驰、广汽丰田，同比分别+46.7%、+40.4%、+37.4%、+21.7%、21%、20.4%。

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）

本周上证综指上涨 1.96%，创业板指数上涨 1.93%；申万通信指数上涨 1.74%，申万电子指数下跌 1.27%。 本周陆续有公司披露三季度业绩，从预告的情况看，疫情的影响主要集中在上半年，三季度开始，经济全面复苏，但由于各细分板块的景气各不相同，导致业绩也出现较大差别和分化，从已经公布的业绩看，通信行业依然是光模块业绩确定性最高，并且保持着较高的增速，其中中际旭创发布了三季报预告，公司预计前三季度归母净利润约 5.52-6.56 亿元，同比增长 54%-83%，业绩上来看继续保持快速增长，其中三季度单季度实现归母净利润约为 1.9-2.9 亿元，中值为 2.4 亿元，环比二季度单季度或继续保持增长趋势。2020 年上半年公司已经实现 400G 收入大幅增长，随着公司新产能陆续投产，叠加 400G 市场逐渐提升，下半年 400G 占收入比重有望进一步抬升，2021 年也有望成为 400G 光模块需求持续增长的一年。我们继续看好光模块在数通+电信两大推动力驱动下的景气度，对板块维持推荐评级。

电子板块也有部分公司发布三季度业绩预告，其中长盈精密发布三季报，今年前三季度公司实现营业收入 67.46 亿元，同比增长 9.07%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.13 亿元，同比增长 119.32%，扣除非经常性损益后，同比增长 124.98%；截止三季度末，公司总资产为 115.71 亿元，创历史新高。公司三季度单季度营业收入创历史新高，为 27.40 亿元，同比增长 23.07%，归属于上市公司股东的净利润为 1.84 亿元，同比大增 168.86%，超出了其在半年度财务报告中预计三季度归属净利润 1.6 亿元—1.8 亿元的上限。2020 年前三季度公司的毛利率约 27.54%，同比提升 4.58 个百分点；净利率约 6.12%，同比提升 3.08 个百分点。同时，长盈精密预计 2020 年全年归属于上市公司股东的净利润 5.30 亿元—6.50 亿元，同比增长 532.00%—675.00%，业绩表现亮眼。公司表示，报告期内产品结构调整取得成效，穿戴类产品、平板类、笔电有较大增长，对效益产生积极影响。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，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、据媒体报道，兆易创新今日正式推出全国产化 24nm 工艺节点的 4Gb SPI NAND Flash 产品——GD5F4GM5 系列。该系列产品实现了从设计研发、生产制造到封装测试所有环节的纯国产化和自主化，并已成功量产，标志着国内 SLC NAND Flash 产品正式迈入 24nm 先进制程工艺时代。该创新技术产品有助于进一步丰富兆易创新的存储类产品线，为客户提供更优化的大容量代码存储解决方案。

2、通富微电发布 2020 年前三季度业绩预告，公司预计 2020 年前三季度归母净利润为 2.51 亿元-3.11 亿元，相比去年同期亏损 2733 万元实现大幅扭亏为盈。对应三季度单季归母净利润 1.4 亿元-2.0 亿元，同比增长 178.27%-297.53%，环比增长 14%-62%，超出市场预期。公司在业绩预告中指出，2020 年前三季度经营业绩同比大幅增长，第三季度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润环比第二季度增长 80%以上，主要原因是在海外大客户持续锁定部分产能贡献业绩外，公司崇川、苏通以及 AMD 苏州厂区通过全面的产品结构布局，吸引了国内 CPU、射频、模拟等多元化客户，在下游主机大客户增加备货以及产业链景气度提升下明显受益。

计算机（黄翔）

一、行情研判：

本周申万计算机指数上涨 1.15%，板块成交额 2666.6 亿元，沪深 300 指数上涨 2.36%。近期大盘与计算机行业上涨主要因节前避险资金重新入场，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、信创：重点公司 Q3 业绩预告均佳

诚迈科技：前 Q3 营收 5.99 亿元，+28.65%；归母净利润-1270.05 万元，扣非净利润-2534.14 万元；参股公司统信软件实现总营收 1.45 亿元，净利润-1.11 亿。参股公司统信软件 Q3 单季实现总营收 1.06 亿元，较 Q1、Q2 收入总和增长 176.15%。Q3 营收 1.06 亿对应 PC 操作系统销量约 30 万台，验证信创已开始规模化落地，随着规模效应释放，统信软件后续扭亏为盈确定性强。

中国长城：前 Q3 归母净利润-1.5 至-2.5 亿，去年同期 1.77 亿。Q3 单季归母净利润 0.5-1.5 亿，同比增长 51%-351%。一方面，因疫情得到控制，政府工作恢复正常，上半年部分订单延后至 Q3 释放业绩。另一方面，我们预计信创订单规模落地也会对公司相关业务带来拉动。

2、安防：重点公司 Q3 业绩改善明显

大华股份：前 Q3，营收 161.66 亿，-1.59%，归母净利润 28.25 亿，+50.48%，扣非归母净利润 17.36 亿，+0.39%。单 Q3，营收 63.28 亿，+12.56%，归母净利润 14.56 亿，+128.07%，扣非归母净利润 4.46 亿，-24.51%。

公司营收同比和环比均有改善，主要 1）金融和财政去杠杆放缓，2）疫情影响消退。经济和财政环境改善，公司中小企业业务迎来企稳回升，政府业务继续加速。此外，海外业务尽管红外测温产品销量减少，但疫情改善后安防主业需求提升。

公司归母净利润大增，主要因本期非流动资产处置损益 11.36 亿，扣非归母净利润下滑 24.51%，财务费用由去年-0.90 亿增至今年 1.98 亿，主要因汇兑损益影响。若剔除汇兑损益影响，扣非归母净利润同比增长 20%+。

我们认为，受益于疫情结束和经济复苏，公司安防业务持续增长确定性强，AI 技术和成本在持续降低，有望打开新的增长空间。此外，华为受美制裁影响， 安防业务发展受一定影响。持续看好安防行业龙头海康威视、大华股份投资机会。

3、验证 2G 行业的政府支付能力与意愿

市场存在担忧：因两会报告提出要控制政府一般性支出，非急需非刚性支出压减 50%以上。市场担忧信息化投入优先度较低，政府和重点行业客户预算难以保障。市场情绪与中报业绩较差互为加强，导致相关行业涨幅落后于计算机指数和大盘。

我们认为政府两新一重等领域投入力度将不降反升：政府将持续释放政策红利对冲经济压力，2020 年《政府工作报告》提出以稳企业保就业促改革扩内需为工作重点，采取更加积极有为的财政政策，基本民生支出只增不减，重点领域支出切实保障。两新一重（云计算和 5G 应用等）、信创和网络安全、医疗 IT 和金融 IT 等政策配套的投入力度均有望不降反升。

信创、安防行业 Q3 业绩，安防、网安、医疗 IT 行业订单验证政府支付能力和意愿：信创和安防行业重点公司 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。

推荐：

网络安全：启明星辰、绿盟科技、深信服，建议关注奇安信、安恒信息等。

安防：海康威视、大华股份。

信创：中国长城、中科曙光、易华录等，建议关注金山办公、中国软件、诚迈科技等。

医疗 IT：卫宁健康、创业慧康。

4、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