压力犹存，伺机布局

报告日期：2020-10-18

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com
分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com
分析师：张冬冬
执业证书号：S0010520080001
电话：18621976380
邮箱：zhangdd@hazq.com
联系人：方晨
执业证书号：S0010120040043
电话：18258275543
邮箱：fangchen@hazq.com
联系人：夏怡
执业证书号：S0010120020018
电话：18105518766
邮箱：xiayi@hazq.com

相关报告

1.《市场情绪提振回暖，关注后续风险解除》2020-10-12
2.《喜忧参半，顺势而为》2020-10-08
3.《如何把握谁周期行情的节奏》2020-09-25
4.《盈利改善延续，低估值顺周期仍是占优赛道》2020-09-21
5.《震荡下沿，伺机而动》2020-09-14

主要观点：

● 压力犹存，伺机布局

短期制约 A 股的内外压力依旧存在，一是外围的美国大选与疫情的二次爆发；二是内部流动性短期内仍偏紧。但市场整体向下空间有限，一是前期已经调整，且引发调整的三大核心矛盾美大选下中美关系的不确定增加、对内部货币政策快速退出的担忧、对增长复苏不及预期的担心，要么即将水落石出、要么正在向好。四季度伴随风险因素的逐步解除，叠加国内经济确定性复苏，流动性不至于形成拖累，改革开放等政策频出有助提升市场风险偏好等，市场存在积极可为空间。建议按照三条主线布局，一是三季度业绩确定性较高、近两个月调整明显的电子、通信等科技板块；二是景气度持续高位，既与逆周期调节相关、又与经济复苏顺周期密不可分的工程机械、电气设备、汽车等板块；三是持续低估值、有业绩支撑、存在补涨需求的金融板块。

● 十月首选机械、电气设备、非银

风险偏好回升面临中美关系抑制和十四五规划提振的对冲胶着状态，市场仍以结构性机会为主，配置方向上当以注重均衡为主，并兼顾低估值顺周期机会。关注把握三类机会：一是低估值顺周期的行情仍会持续演绎，目前周期板块的行情正在估值提升期的第一阶段，直到板块业绩增速转正确认才有望进入估值回归的第二阶段，可关注**机械**、化工、交运等；二是精选成长科技板块中景气持续上行并伴有催化剂的行业，如**电气设备**、电子等；三是增速触底后的大金融板块，叠加估值低位，已经具备长期配置价值，如**保险**、有整合催化的**券商**以及银行板块等。

● 全面数字化时代引领转型和升级。

从深圳 40 周年提及数字货币，到阿里“犀牛工厂”借助数字化对传统工厂的改造，当前数字经济在中国已经向金融、制造业等全方位渗透，显示出侧重经济转型和升级的思路。中国的数字经济发展由来已久，可以分划分为四个阶段：分别是早期的搜索引擎，之后的电子商务，移动互联网时代，和当下新基建带动下的全行业渗透。从当下数字经济的概念来看，涵盖范围极广，因此，可以沿产业链从技术支持到应用的思路，筛选出包括 5G、大数据、云计算、人工智能、互联网+、工业互联网、数字货币等投资机会。

● 风险提示

疫情二次冲击;中美关系显著恶化;经济复苏不及预期;政策过早转向。

正文目录

1 市场观点：压力犹存，伺机布局 4
1.1 压力之一：美大选的不确定性与疫情的二次爆发 4
1.2 压力之二：资金面紧平衡 5
1.3 伺机布局：复苏持续预期，政策暖风频吹 5
2 行业配置：十月首选机械、电气设备、非银 8
2.1 业绩预告显示各行业的盈利能力在普遍改善 8
2.2 本月首选行业表现回顾 11
2.3 首选行业景气追踪及更新 12
2.3.1 机械设备 12
2.3.2 电气设备 13
2.3.3 非银金融 15
3 主题推荐：全面数字化时代引领转型和升级 17
3.1 数字经济时代聚焦中国 17
3.2 中国数字经济发展经历四个阶段，正进入全面数字化阶段 18
3.3 中国数字经济侧重转型及升级，投资机会关注技术及应用 20
3.4 重点关注标的 21
风险提示： 21

图表目录

图表 1 拜登支持率领先 4
图表 2 海外疫情仍有反复 4
图表 3 银行间短端利率维持紧平衡 5
图表 4 逆回购到期量下半月压力减小 5
图表 5 企业中长期贷款持续增加，微观活跃度提升 5
图表 6 企业投资前瞻指数连续三个月站上 60 5
图表 7 九月汽车销量表现强势 6
图表 8 九月进出口数据强劲 6
图表 9 股市流动性逐渐回暖 7
图表 10 近期建议关注一览 7
图表 11 全部上市公司及各上市板的三季报盈利能力普遍提升 9
图表 12 各风格板块盈利能力均明显改善，从业绩预告看成长科技板块和周期板块的业绩增长具备相对优势 9
图表 13 成长科技行业的盈利能力在普遍改善，其中通信和国防军工基本持平 9
图表 14 周期类行业的盈利能力同样普遍提升，仅钢铁行业的盈利能力有比较明显的下行 10
图表 15 消费类行业盈利增速尽皆边际改善 10
图表 16 大金融类行业（银行除外）的盈利增速全部维持边际改善 10
图表 17 10 月来申万一级行业涨跌幅分化明显（%） 11
图表 18 上周（10.12-10.16）申万一级行业：机械、电气设备、非银金融全部收涨（%） 11
图表 19 机械、电气设备、非银行业的估值目前处于所有行业整体中游偏低位置 11
图表 20 4 月至 9 月以来，挖机销售数据均保持 50%以上高速增长 12
图表 21 政府债宽信用力度显著高于去年，但进度偏慢 13
图表 22 2020 年下半年装机量将呈现逐级加速趋势 14
图表 23 9 月底以来，光伏、风电领域频获政策支持 14
图表 24 历次五年规划中非石化能源消费占比规划呈现提升趋势 15
图表 25 2020 年 A 股成交额显著高于去年同期 15
图表 26 2020 年前三季度 IPO 募集资金规模创十年之最 15
图表 27 10 月以来政策层面金融市场改革步伐加快，节后重磅利好政策频出 16
图表 28 首选行业及关注标的 16
图表 29 中国数字经济整体规模&占 GDP 比重快速增加 17
图表 30 中国重点数字经济政策梳理 18
图表 31 中国互联网巨头成立时间 19
图表 32 2015 年移动网络经济营收规模超过 PC 端 20
图表 33 数字经济标的推荐 21

1 市场观点：压力犹存，伺机布局

短期制约 A 股的内外压力依旧存在，一是外围的美国大选与疫情的二次爆发；二是内部流动性短期内仍偏紧。**但市场整体向下空间有限**，一是前期已经调整，且引发调整的三大核心矛盾美大选下中美关系的不确定增加、对内部货币政策快速退出的担忧、对增长复苏不及预期的担心，要么即将水落石出、要么正在向好。四季度伴随风险因素的逐步解除，叠加国内经济确定性复苏，流动性不至于形成拖累，改革开放等政策频出有助提升市场风险偏好等，市场存在积极可为空间。

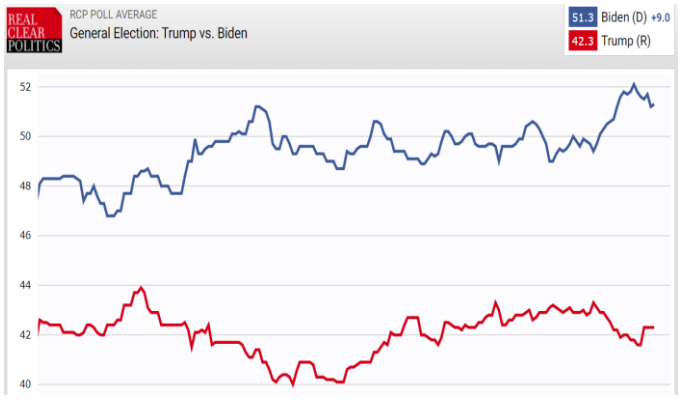
一是国内增长持续超预期。九月经济再超预期，消费服务成新动能，随着双十一的到来，消费有望进一步提速。疫情反复出口韧性仍存，进口反弹需求供给双驱动。二是流动性层面中性偏紧的格局将得到缓解。宏观角度 9 月金融数据超预期，进一步打消货币政策大规模退出的担忧，未来货币政策还将在经济恢复和杠杆率约束之间相机抉择。股市流动性角度，10 月受巨型 IPO 及债券发行压力影响依旧略紧，但伴随外围风险解除，资金持续入场，股市流动性略紧局面有望得到缓解。政策角度年内将继续提升市场风险偏好。五中全会召开在即，“十四五”规划建议值得期待。11 月第三届进口博览会即将召开，浦东建设三十周年可参照深圳四十周年给予政策期待。深圳、上海、北京等各地国企改革也在稳步推进并已见成效。临近年底，减税降费等财政支持政策迎来收官必将抓紧落实。政策整体基调偏暖。

建议按照三条主线布局，一是三季度业绩确定性较高、近两个月调整明显的电子、通信等科技板块；二是景气度持续高位，既与逆周期调节相关、又与经济复苏顺周期密不可分的工程机械、电气设备、汽车等板块；三是持续低估值、有业绩支撑、存在补涨需求的金融板块。短期可关注量子科技、氢能源、苹果产业链以及“冷冬”概念。

1.1 压力之一：美大选的不确定性与疫情的二次爆发

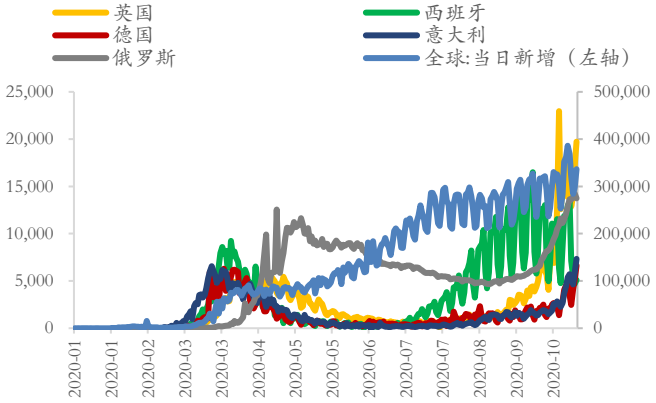
目前对 A 股进行压制的首要因素是美国大选的不确定性。选情方面虽然拜登暂时领先，但两党之争投票前还将愈演愈烈，容易上演极端事件，最终结果还是扑朔迷离。且特朗普又准备对中国联通等企业展开制裁，诸如此类事件，大选前可能随时出现并加码，这持续压制市场风险偏好。此外，欧洲二次疫情来势凶猛，虽然不至于在基本面上对中国产生较大制约，但对全球资本市场、大宗商品市场的负面冲击不可避免，也将对 A 股产生扰动。

图表 1 拜登支持率领先



资料来源：realclearpolitics，华安证券研究所

图表 2 海外疫情仍有反复

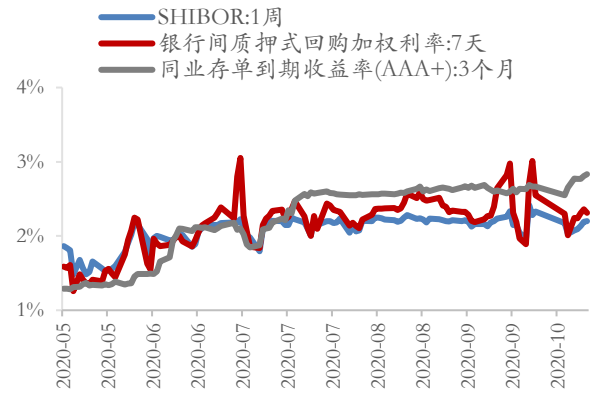


资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 压力之二：资金面紧平衡

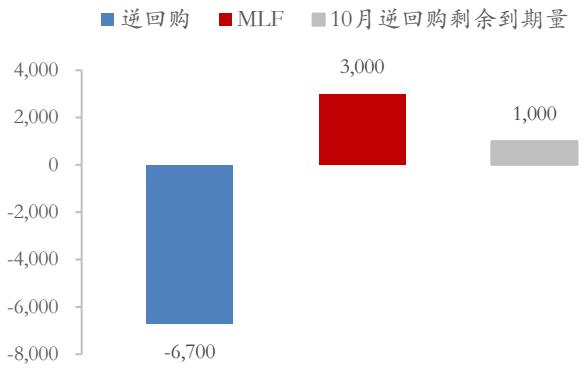
债券供给压力仍存，流动性维持紧平衡。10 月地方债发行规模仍有 4000 多亿元，供给压力仍存但将对社融形成支撑。因长假因素将集中发行于中下旬，鉴于 8 月以来央行对资金面的呵护，下半月对冲力度仍将保持平衡状态。截止到最新交易日，十月净回笼 3700 亿元，其中 MLF 净投放 3000 亿元，逆回购净回笼 6700 亿元，到月底逆回购仅剩 1000 亿元到期。短端利率整体维持平稳，近期资金面将维持紧平衡。**巨型 IPO 仍有冲击。**金龙鱼已于上周四上司，后续仍需关注蚂蚁集团、吉利汽车、中金公司等巨型 IPO 上市对市场形成的冲击。

图表 3 银行间短端利率维持紧平衡



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 逆回购到期量下半月压力减小

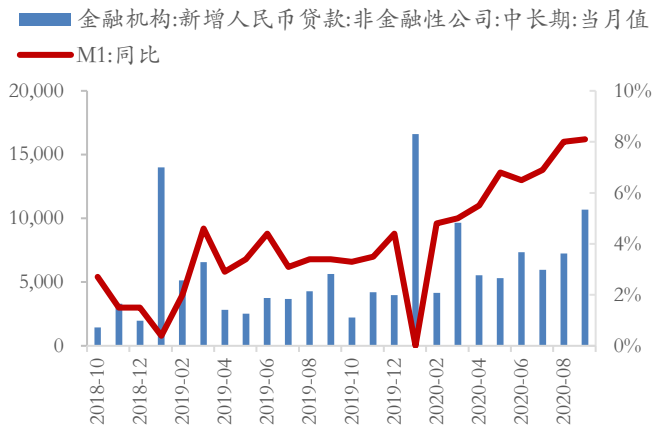


资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 伺机布局：复苏持续预期，政策暖风频吹

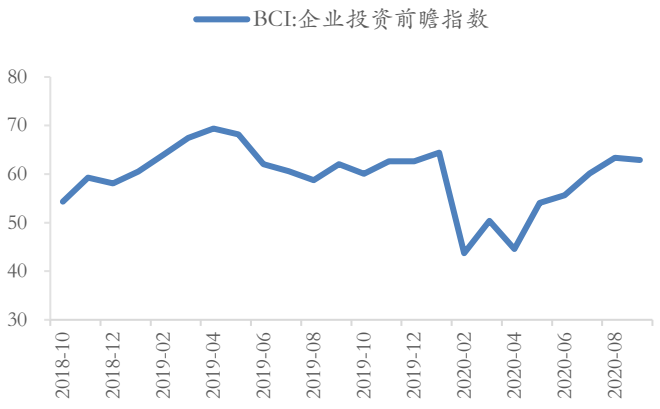
国内增长持续超预期，企业盈利改善有望延续为市场提供最坚强的支撑。九月经济再超预期，消费服务成新动能。企业中长期贷款持续增加，背后是投资需求的走强。连续三个月的企业中长期贷款增加，背后是融资结构的不断改善，其中 7、8、9 月新增中长期贷款额为 5968、7252、10680 亿元。从 BCI 企业投资前瞻指数来看，7 到 9 月也已连续三个月站上 60，究其原因主要有两点：一是前期专项债资金落地，基建配套资金到位加快开工速度；二是制造业投融资需求回升，带动投资需求走强。再从 M1 数据来看，9 月 MI 同比 8.1%，现金与活期存款的增加带来微观活跃度的提升。

图表 5 企业中长期贷款持续增加，微观活跃度提升



资料来源：wind，华安证券研究所

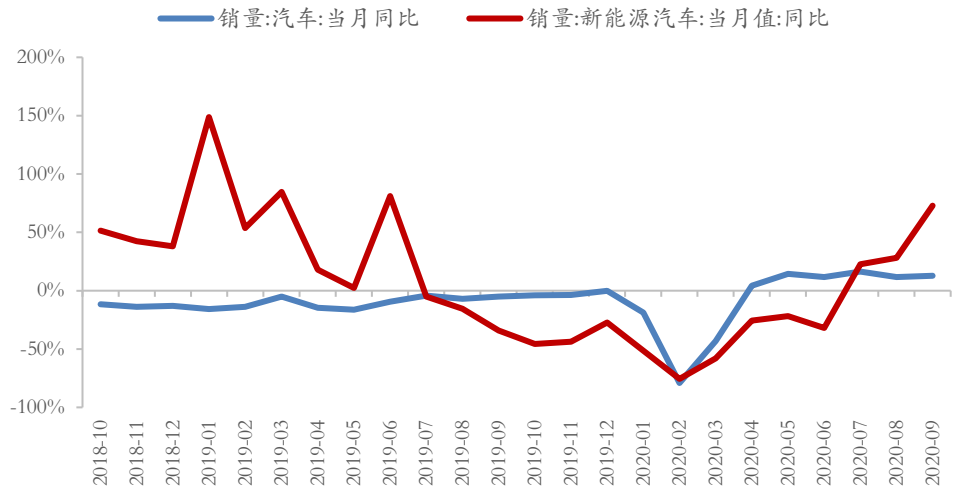
图表 6 企业投资前瞻指数连续三个月站上 60



资料来源：wind，华安证券研究所

经济恢复仍将继续，消费服务已成新动能。9 月汽车销量表现强势，中秋国庆双节带动传统消费回暖。随着双十一的到来，消费有望进一步提速。上月 CPI 继续回落，消费与服务业在进一步修复。从非食品 CPI 环比看，随着文娱消费逐步恢复，观影人数增加，电影票价格上涨 4.1%；新学期开学，课外教育及部分民办学校收费有所上涨，教育服务价格上涨 1.6%；夏秋换季上新，服装价格上涨 0.9%。

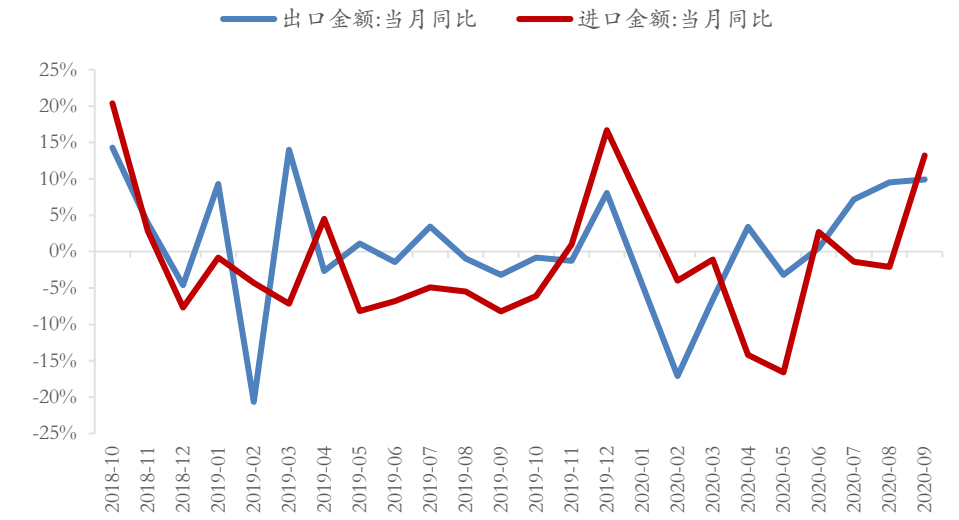
图表 7 九月汽车销量表现强势



资料来源：wind，华安证券研究所

疫情反复出口韧性仍存，进口反弹需求供给双驱动。9 月出口同比增速约 10%保持高位，在防疫物资贡献占比逐渐减少的前提下，非防疫品供给替代以及海外疫情的不确定性将保持出口增速韧性。而进口端大幅反弹同比增速 13.2%，主要原因主要有三点：一是海外供应链的修复；二是汽车、高新技术和机电产品等进口额增速较高；三是国内需求端的不断改善。

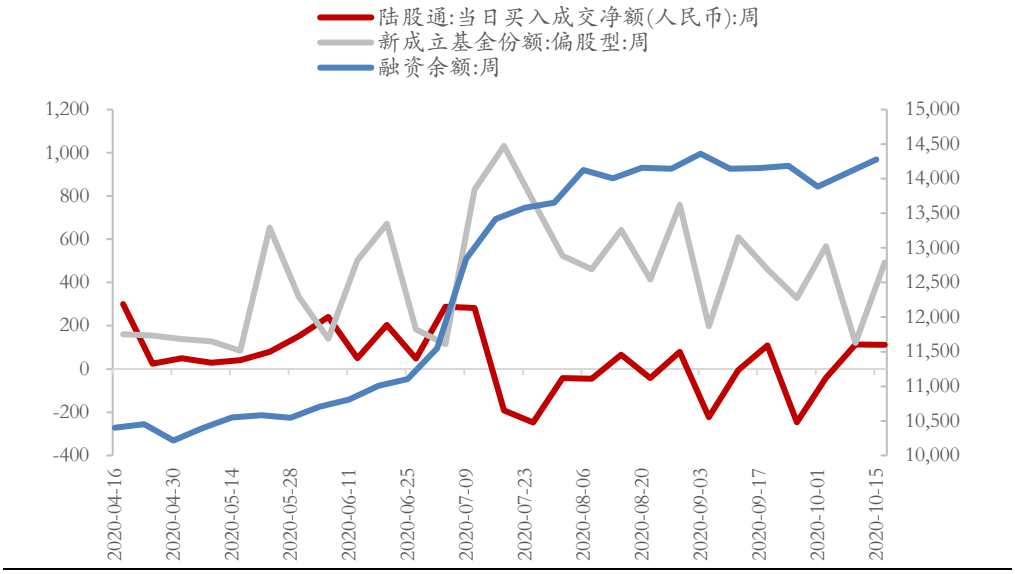
图表 8 九月进出口数据强劲



资料来源：wind，华安证券研究所

股市资金逐渐回暖。从股市流动性来看，新发偏股型基金热度犹存，剔除“赎旧买新”后全年增量资金将破万亿；两市交易量有所回升，融资余额与北上资金都在增加，股市逐渐回暖，投资者可适时布局静待市场向上突破。

图表 9 股市流动性逐渐回暖



资料来源：wind，华安证券研究所

政策角度年内将继续提升市场风险偏好。近期受《关于进一步提高上市公司质量的意见》、《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案(2020-2025 年)》等举措提振，市场风险偏好有一定改善。往后看，五中全会召开在即，“十四五”规划建议值得期待。11 月第三届进口博览会即将召开，浦东建设三十周年可参照深圳四十周年给予政策期待。深圳、上海、北京等各地国企改革也在稳步推进并已见成效。临近年底，减税降费等财政支持政策迎来收官必将抓紧落实。政策整体基调偏暖。

此外，短期内可关注量子科技、氢能源、苹果产业链以及“冷冬”概念。

图表 10 近期建议关注一览

日期	事件
10-17	习近平：加强量子科技发展战略谋划和系统布局
10-17	16 日晚 iPhone12/iPhone12 Pro 开启预售，顷刻售罄
10-17	“冷冬”概念：天气转冷早于常年，需关注拉尼娜现象
10-15	工信部：2025 年将迎氢能产业拐点：“十四五”成产业链构建关键时期

资料来源：华安证券研究所整理

2 行业配置：十月首选机械、电气设备、非银

行业配置思路：风险偏好回升面临中美关系抑制和十四五规划提振的对冲胶着状态，市场仍以结构性机会为主，配置方向上当以注重均衡为主，并兼顾低估值顺周期机会。近段时间，市场所面临的整体环境体现为：经济基本面，9 月底最新的 PMI、BCI 数据均显示出经济复苏将维持延续 8、9 月以来的强劲态势，其中制造业 PMI 为 51.5%，较上月边际提升，自疫情后始终处于昂扬上行的趋势。出口方面需注意的是，在海外疫情持续和经济复苏并行的情况下，防疫需求和生活需求将有助出口维持高增长。因此整体看，国内经济复苏表现为内需和外需、供给和需求、制造和服务业均在全面改善的态势；货币政策角度，从全年约 30 万亿社融增量以及 20 万亿新增人民币贷款的目标来看，宽信用增速最高的时候已经过去，但不至于显著收紧，货币政策倾向将更加侧重于“精准滴灌”，更加注重对实体经济的传导；股市流动性角度，蚂蚁集团和吉利汽车等巨型 IPO 的上市将对短期市场构成压力；市场风险偏好方面，10 月或面临呈胶着状态，一方面已经处于美国大选前的冲刺阶段，两党竞争的“中国牌”会不断打出，叠加台海问题、南海问题、中美关系问题会不断扰动市场神经，这将对风险偏好形成遏制。但另一方面，10 月下旬的“十四五规划”出台在即，有望在市场上形成持续的热点，这将对风险偏好起到提振效果，因此整体来看，市场风险偏好或呈阶段性抑制和抬升的波动胶着之势。**行业配置方面，关注把握三类机会：一是低估值顺周期的行情仍会持续演绎，目前周期板块的行情正在估值提升期的第一阶段，直到板块业绩增速转正确认才有望进入估值回归的第二阶段，可关注机械、化工、交运等；二是精选成长科技板块中景气持续上行并伴有催化剂的行业，如电气设备、电子等；三是增速触底后的大金融板块，叠加估值低位，已经具备长期配置价值，如保险、有整合催化的券商以及银行板块等。综合来看，10 月首选机械、电气设备、非银。**

2.1 业绩预告显示各行业的盈利能力在普遍改善

截止 2020 年 10 月 18 日上午 10 时，1091 家上市公司发布了三季度业绩预告，以此为有效样本对公司业绩数据进行梳理分析后，有以下重要结论：

（1）全部上市公司整体的盈利能力在持续边际好转。随着一季度经济增长触底带动了上市公司整体的盈利增速水平同步触底，随着二季度经济增长超预期好转，上市公司的盈利能力也在随之提升。三季度经济增速的改善仍在继续，由此也带动了三季度全部上市公司整体的能力水平延续二季度以来的边际好转态势。

（2）各上市板的盈利能力同样持续提升。其中尤以中小板和创业板的提升幅度较大，从业绩预告来看，科创板维持在高增速水平。

（3）风格板块的盈利能力也普遍提升，业绩预告中成长和周期板块具备业绩的相对优势。各风格板块的盈利增速均出现了比较明显的边际好转，其中成长风格板块的改善效应最明显。此外，在三季报中，成长板块和周期板块大概率将取得业绩的相对优势地位。

（4）各行业的盈利增速在三季度也普遍有不同程度的提升，仅钢铁板块的盈利情况有所弱化。

图表 11 全部上市公司及各上市板的三季报盈利能力普遍提升

上市板	盈利能力变化	边际变化幅度	2020 三季报业绩预告归母增速	2020 半年报归母增速(预告样本同口径)	2020 一季报归母增速(预告样本同口径)	样本代表性	计算方法
全 A	↑	14%	20.0%	6.5%	-28.2%	27%	中位数
主板	↑	8%	-4.8%	-13.2%	-43.6%	18%	中位数
中小板	↑	25%	28.4%	3.4%	-35.6%	53%	中位数
创业板	↑	11%	32.6%	22.1%	8.3%	23%	中位数
科创板	维持高速	-2%	40.6%	42.9%	37.4%	6%	中位数

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

图表 12 各风格板块盈利能力均明显改善，从业绩预告看成长科技板块和周期板块的业绩增长具备相对优势

风格	盈利能力变化	边际变化幅度	2020 三季报业绩预告归母增速	2020 半年报归母增速(预告样本同口径)	2020 一季报归母增速(预告样本同口径)	样本代表性	计算方法
成长	↑	27%	38.4%	11.4%	-8.9%	27%	中位数
周期	↑	13%	21.1%	8.3%	-30.3%	27%	中位数
消费	↑	11%	5.6%	-5.6%	-41.0%	28%	中位数
大金融(无银行)	↑	14%	-44.0%	-57.7%	-52.3%	27%	加总

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

图表 13 成长科技行业的盈利能力在普遍改善，其中通信和国防军工基本持平

成长行业	盈利能力变化	边际变化幅度	2020 三季报业绩预告归母增速	2020 半年报归母增速(预告样本同口径)	2020 一季报归母增速(预告样本同口径)	样本代表性	计算方法
传媒	↑	11%	-35.0%	-46.3%	-38.7%	35%	中位数
电气设备	↑	47%	100.1%	53.3%	-28.6%	30%	加总
通信	基本持平	1%	-9.9%	-10.7%	-12.0%	29%	中位数
电子	↑	27%	68.2%	41.1%	5.5%	27%	加总
计算机	↑	40%	3.9%	-35.7%	-142.9%	21%	加总
国防军工	基本持平	0%	31.6%	31.4%	-0.7%	18%	中位数

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

图表 14 周期类行业的盈利能力同样普遍提升，仅钢铁行业的盈利能力有比较明显的下行

周期行业	盈利能力变化	边际变化幅度	2020 三季报业绩预告归母增速	2020 半年报归母增速(预告样本同口径)	2020 一季报归母增速(预告样本同口径)	样本代表性	计算方法
农林牧渔	维持高速	-206%	221.4%	427.7%	6848.7%	36%	加总
化工	↑	16%	20.3%	4.0%	-29.5%	35%	中位数
有色金属	↑	45%	9.4%	-35.4%	-26.3%	28%	中位数
公用事业	↑	16%	26.2%	10.7%	-11.8%	26%	中位数
建筑材料	基本持平	-5%	30.8%	35.4%	-57.6%	26%	中位数
建筑装饰	↑	9%	-16.0%	-25.0%	-80.6%	23%	中位数
机械设备	↑	17%	50.0%	32.7%	-30.8%	22%	中位数
采掘	↑	31%	-4.7%	-35.5%	-48.0%	21%	加总
交通运输	↑	27%	-53.0%	-80.2%	-129.0%	19%	中位数
钢铁	↓	-10%	1.1%	11.4%	-1.7%	11%	中位数

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

图表 15 消费类行业盈利增速尽皆边际改善

消费行业	盈利能力变化	边际变化幅度	2020 三季报业绩预告归母增速	2020 半年报归母增速(预告样本同口径)	2020 一季报归母增速(预告样本同口径)	样本代表性	计算方法
休闲服务	↑	43%	-66.6%	-109.7%	-135.8%	49%	加总
家用电器	↑	38%	14.0%	-24.1%	-73.9%	32%	加总
纺织服装	↑	10%	-71.4%	-81.3%	-117.7%	31%	中位数
轻工制造	↑	7%	-16.6%	-23.2%	-61.3%	30%	中位数
医药生物	↑	7%	21.3%	14.4%	-13.6%	29%	中位数
汽车	↑	29%	44.4%	15.8%	-25.4%	26%	中位数
食品饮料	↑	26%	65.1%	39.0%	19.8%	25%	中位数
商业贸易	基本持平	6%	-82.0%	-87.5%	-170.3%	19%	加总

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

图表 16 大金融类行业（银行除外）的盈利增速全部维持边际改善

金融行业	盈利能力变化	边际变化幅度	2020 三季报业绩预告归母增速	2020 半年报归母增速(预告样本同口径)	2020 一季报归母增速(预告样本同口径)	样本代表性	计算方法
房地产	↑	12%	-57.9%	-69.7%	-79.5%	33%	中位数
非银金融	↑	10%	59.0%	49.2%	-25.4%	17%	中位数
综合	↑	84%	103.6%	19.5%	87.7%	24%	加总

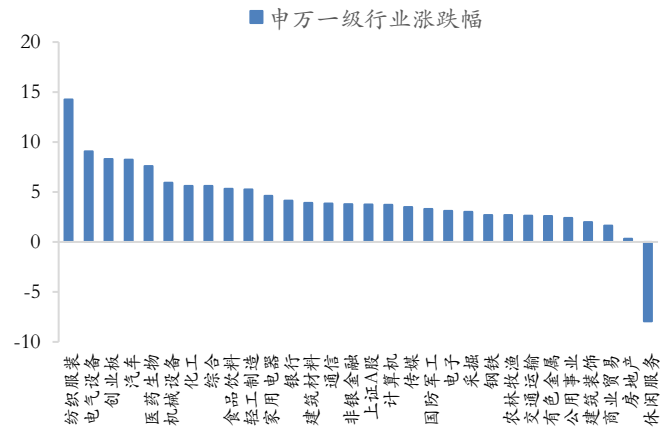
资料来源：Wind，华安证券研究所整理

2.2 本月首选行业表现回顾

10 月初以来，市场整体呈现涨后横盘整理态势，申万一级各行业表现呈现分化；近一周（10.12-10.16）以来，机械、电气设备、非银金融行业表现较好，均实现正收益。10 月 12 日至 10 月 16 日，机械设备、电气设备、非银金融涨跌幅分别为 2.6%、1.6%和 3.5%，涨幅表现显著超过上证 A 股（2.1%）。

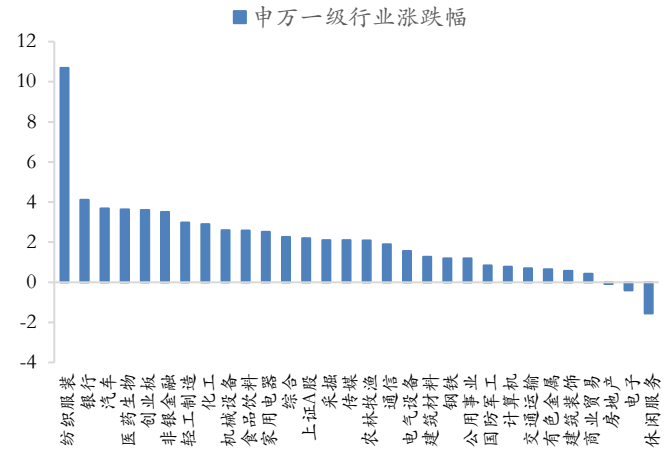
从估值变化角度来看，机械、电气设备、非银金融行业仍处于中游偏低位置。节后开盘以来，经历一周行情震荡上行，申万一级所有行业估值略有小幅上浮；但综合来看，机械、电气设备、非银金融行业估值百分位仍处于所有行业中的整体中游偏低位置。

图表 17 10 月来申万一级行业涨跌幅分化明显（%）



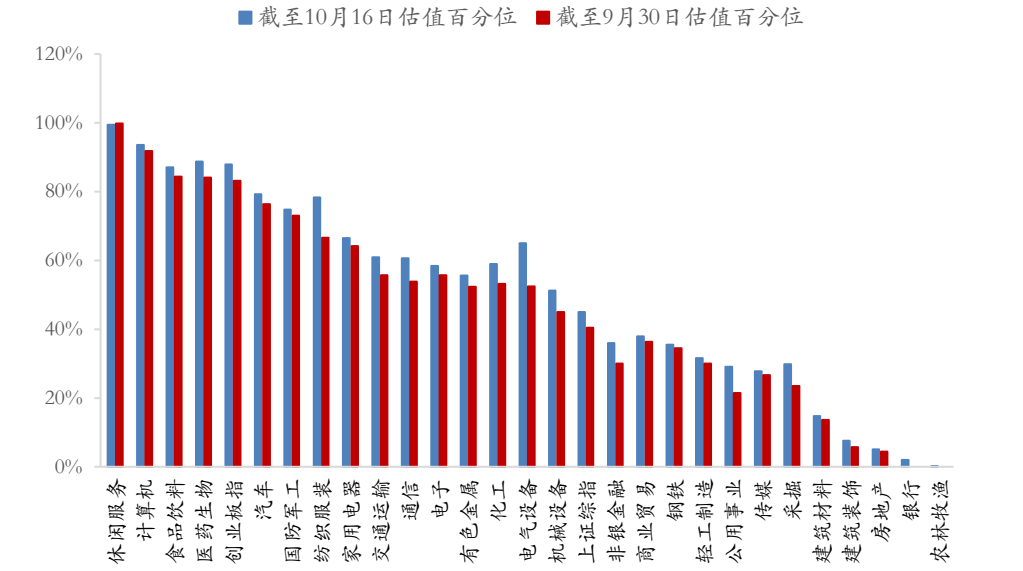
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 上周（10.12-10.16）申万一级行业：机械、电气设备、非银金融全部收涨（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19 机械、电气设备、非银行业的估值目前处于所有行业整体中游偏低位置



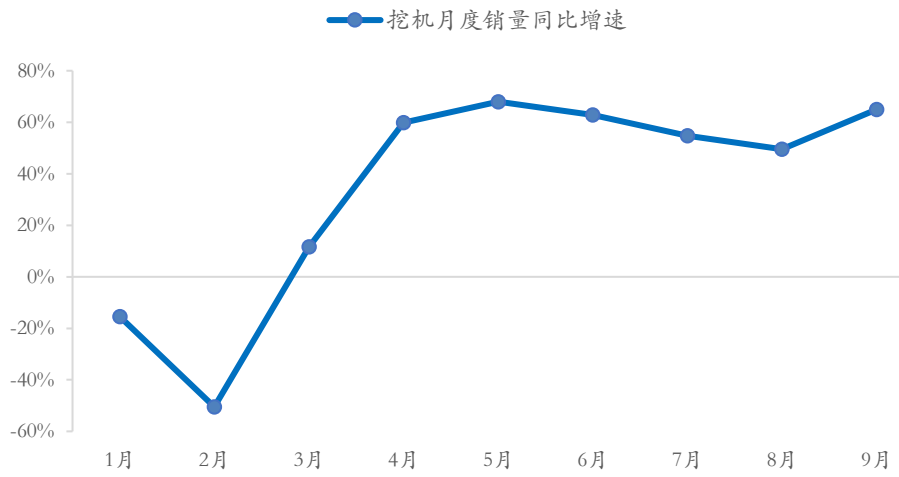
资料来源：Wind，华安证券研究所

2.3 首选行业景气追踪及更新

2.3.1 机械设备

9 月官方数据出炉，机械设备销量延续超市场预期增长，景气高位维持并边际改善。据工程机械工业协会披露数据，纳入统计的 25 家挖机企业共销售挖机产品 2.6 万台，与去年同期相比实现 65%的高速增长。其中，国内挖机销售量 2.3 万台，同比增长超 70%；出口销量 3436 台，同比增长 31%。从挖机种类来看，9 月中挖同比增速大超预期，增速达 106%；大、小挖同比增长分别为 53%、63%，均实现超预期增长率。以上 9 月数据显示，挖机高增速销售延续了 4-8 月的均超 50%耀眼增长，且 9 月增速仍在高位平台增长的基础上边际得到改善，这意味着目前机械设备行业的景气度始终维持在高的区位上，大超市场预期，我们预计机械设备行业的高景气有望持续至年底。

图表 20 4 月至 9 月以来，挖机销售数据均保持 50%以上高速增长



资料来源：Wind，华安证券研究所

三季度机械设备行业的归母净利润增速有望继续维持类似二季度的高增长。在 4-6 月挖机销量增速持续高达 60%、68%、63%的高增长带动下，机械设备行业二季度单季度归母净利润增速高达 50.2%，较今年一季度增速大幅逆转。展望三季度业绩增速，我们认为在 7-9 月挖机销量增速维持在 55%、51%、65%的高增长基础上，机械设备行业的盈利增速也有望维持在近 50%左右的增长平台。

机械设备行业的估值及百分位目前仍处在合理区间，但若将三季度业绩消化纳入考虑，则估值已经处在较低位置。截止 10 月 16 日，机械设备行业的整体 PETTM 估值为 31.3 倍，处于历史估值的 51.2%分位水平，目前的估值和百分位均处在合理区间内偏低的位置。但若考虑到 10 月底披露三季度业绩数据后，由于三季度行业盈利维持二季度的高增速将对估值有所消化，则若三季度业绩被考虑后，估值实质上是在偏低位置的，因此目前具备较高的配置性价比。

四季度政策催促基建发力的意图明显，机械行业有望受益。据测算三季度 GDP 增速有望回复到 5-5.5%的水平，但这仍未恢复到疫情前 6%左右的潜在增速水平。且截至到 8 月底，基建投资累计同比增速仅为 2.02%，8 月单月同比增速 7%，单月增速延续 5 月以来的持续回落。经济持续复苏仍离不开基建的持续发力，

但基建发力程度不及预期，因此值得注意的是近期政策层面密集催促专项债发行使用进度加速的意图明显，因此单月基建增速有望重回上行，而累计同比增速继续上行的趋势是一定的，机械设备也将继续受益。

关注标的：三一重工、中联重科、浙江鼎力、恒立液压、建设机械、徐工机械、杰克股份、捷昌驱动、伊之密等。

图表 21 政府债宽信用力度显著高于去年，但进度偏慢

年份	两会工作报告			实际发行规模	前 8 月规模及进度	8 月后规模及空间
	政府债类别	预设规模	政府债预设发行规模			
2019 年	政府一般债	约 2.76 万亿	4.91 万亿	4.72 万亿	3.6101 万亿（73.5%/76.5%）	1.30/1.11 万亿（26.5%/23.5%）
	地方政府专项债	2.15 万亿				
2020 年	政府一般债	约 3.75 万亿	8.5 万亿	-	5.7197 万亿（67.3%）	1.7803 万亿（20.9%）
	地方政府专项债	3.75 万亿				
	抗疫特别国债	1 万亿			已发行完毕	

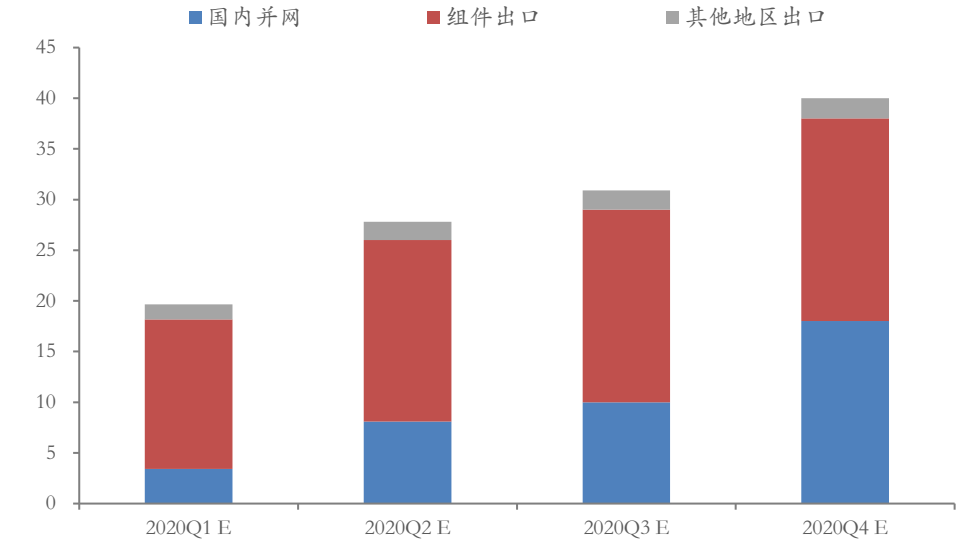
资料来源：Wind，华安证券研究所整理

2.3.2 电气设备

受疫情延缓的装机需求持续释放，四季度光伏板块高景气有望持续。今年 3 月份以来，受疫情影响，光伏装机需求延后，二季度受到疫情影响，国内并网量和组件出口数据预计分别为 8.1、17.9GW，合计 26.0GW，同比下降 7.6%。随着疫情趋于平稳，装机需求回暖，国内受益于今年竞价项目和去年平价项目的抢装，需求将逐季环比加速；海外受益于复工复产以及利率下降刺激需求。整体来看，光伏企业业绩将在三四季度迎来持续释放。

此外，风电领域龙头公司三季报业绩喜人：泰胜风能预计前三季度净利润为 2.1 亿元-2.5 亿元，同比增长 55%-85%。截止目前，光伏领域龙头公司三季报尚未披露，但综合前三季度的高景气来看，电气设备板块三季报整体业绩可期。

图表 22 2020 年下半年装机量将呈现逐级加速趋势



资料来源：Wind，solarzoom，华安证券研究所

当前电气设备行业估值仍处于合理区间内。截止 10 月 16 日，电气设备行业 PETTM 估值为 44.2 倍，处于 2000 年以来的 65%分位水平；这一分位水平，虽较 9 月底以来随着良好市场表现有了较大幅度提升，但仍处于所有行业中的整体中游位置，仍具一定安全边界。

十四五规划有望进一步提高非石化能源占比，9 月底以来光伏、风电领域频获政策支持；叠加传统旺季抢装，有望共振提升四季度光伏行业活力。政策层面，回顾历次五年规划，非石化能源消费占比规划标准呈现提高趋势，我们按逐年稳步增长趋势预计，在即将披露的十四五规划中将进一步提高非石化能源消费占比至约 17.9%，利好风电、光伏等领域；此外，9 月底以来，地方政府和国家能源局频发光伏、风电利好政策，在装机、发电等领域细化支持措施。叠加年终将是传统的补贴结算终止时限，四季度有望迎来一波光伏抢装热潮，政策、抢装两重催化下，光伏行情有望提振。

关注标的：隆基股份、通威股份、汇川技术、宁德时代、金风科技、阳光电源、璞泰来、林洋电源、固德威、泰胜风能等。

图表 23 9 月底以来，光伏、风电领域频获政策支持

领域	时间	事件
光伏政策	2020/9/29	**广东省发改委等 6 部门联合印发《广东省培育新能源战略性新兴产业集群行动计划(2021-2025 年)》**。行动计划指出，大力发展先进核能、海上风电、太阳能等优势产业，加快培育氢能、储能、智慧能源等新兴产业，建设沿海新能源产业带和省内差异布局的产业集聚区，助推能源清洁低碳化转型，**到 2025 年，全省非化石能源消费约占全省能源消费总量的 30%。**
	2020/9/30	**云南省发改委、云南省能源局联合印发《云南省在适宜地区适度开发利用新能源规划》。**在规划目标板块中，通知明确：为适应国家平价及低价上网发展趋势，结合云南省电力市场化交易实际情况，**规划风电及光伏发电装机目标为 1100 万千瓦，**规划项目应满足平价、低价上网条件。

	2020/10/9	**山西省能源局印发《全省电力供需平衡预案管理办法》。**纳入规划的风能、太阳能发电机组按照《可再生能源法》和国家及我省有关新能源发电收购政策规定，安排优先发电量。纳入规划的生物质能等其他可再生能源发电,按照资源条件对应的发电量安排优先发电量，要强化分布式光伏发电和分散式风电的运行管理。
风能	2020/10/14	**国家能源局**新能源和可再生能源司副司长任育之表示，**将更大力度推动风电规模化发展；更大力度推进风电技术进步和产业升级；更大力度健全完善风电产业政策；更大力度促进风电消纳。**
	2020/10/14	**全球 400 余家风能企业的代表在 2020 年北京国际风能大会上，一致通过《风能北京宣言》。**宣言发出五点倡议。在“十四五”规划中，须为风电设定与碳中和国家战略相适应的发展空间：**保证年均新增装机 5000 万千瓦以上，2025 年后，中国风电年均新增装机容量应不低于 6000 万千瓦，到 2030 年至少达到 8 亿千瓦，到 2060 年至少达到 30 亿千瓦。**

资料来源：华安证券研究所整理

图表 24 历次五年规划中非石化能源消费占比规划呈现提升趋势

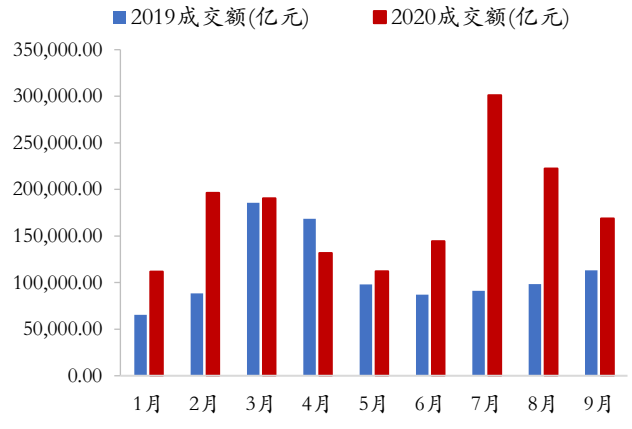
	非石化能源规划		
十二五	消费占比 11.4%	发电量比重为 27%	发电装机占比 35%
十三五	消费占比 15%以上	发电量比重为 31%	发电装机占比 39%
十四五	预计 2025 年非石化能源消费占比将达 17.9%		

资料来源：华安证券研究所整理

2.3.3 非银金融

经纪、IPO 业务共振，助力券商盈利能力大幅改善；本周发布的首份券商三季报表现亮眼。经纪业务方面，截止 9 月底，今年 A 股成交额达 158.3 万亿，较去年同期的 99.9 万亿，大幅增长了 58.5%。单看 3 季度，A 股成交额为 69.4 万亿，较去年同期的 30.4 万亿，大幅增长了 128%。投行 IPO 业务方面，截至到 9 月底，今年的前三个季度 A 股 IPO 规模已达 3557.38 亿元，创下了 2011 年以来之最。三季报披露方面，华林证券 10 月 16 日晚间发布首份上市券商三季报，报告显示：第三季度实现营业收入 5.78 亿元，同比增长 161%；实现归属上市公司股东的净利润 3.76 亿元，同比增长 206%。上述高增长数据侧面反映受益于今年行情影响，券商业盈利能力获大幅提升。

图表 25 2020 年 A 股成交额显著高于去年同期



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 26 2020 年前三季度 IPO 募集资金规模创十年之最



资料来源：wind，华安证券研究所

非银金融行业经历一周上行表现后，估值水平仍处于偏低位置，安全边际仍在。截至 10 月 16 日，非银金融行业的 PB 估值仅为 2.08 倍，处于自 2000 年以来估值的 36%分位上，虽经历节后的较好市场表现后估值有所回升，但整体来看，依然处在所有行业中的后三分之一偏低位置，具备较高性价比和较强的安全边际。

节后重磅政策频出，金融市场改革政策步伐加快，券商合并催化仍提振市场。政策层面，改革步伐加速：7 月以来证监会下发《支持证券基金行业实施组织管理创新》文件，支持行业机构市场化合并，实现多方面快速发展；9 月，人民银行参事室主任纪敏也表示资本市场改革将加速；10 月以来，利好政策频出，全面推行注册制改革等政策已获证监会背书。此外，虽国金、国联合并最终流产，但券商合并预期仍具备一定提振市场情绪作用。整体来看，助力券商行业的催化剂因素不断上演。

关注标的：中信证券、中信建投、东方财富、华泰证券、海通证券、中国平安、中国人寿、中国太保等。

图表 27 10 月以来政策层面金融市场改革步伐加快，节后重磅利好政策频出

时间	事件
10 月 14 日	**证监会主席易会满：选择适当时机全面推进注册制改革。** 将稳步推进主板（中小板）、新三板注册制改革； 充分考虑主板（中小板）特点，设计好注册制实施方案； 按照注册制要求，改进新三板公开发行及转让制度； 开展新三板精选层挂牌公司向科创板、创业板转板上市试点。
10 月 9 日	**国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》。** 要坚持存量与增量并重、治标与治本结合，发挥各方合力，强化持续监管，优化上市公司结构和发展环境，使上市公司运作规范性明显提升，信息披露质量不断改善，突出问题得到有效解决，可持续发展能力和整体质量显著提高。

资料来源：华安证券研究所整理

图表 28 首选行业及关注标的

首选行业	关注标的
机械设备	三一重工、中联重科、浙江鼎力、恒立液压、汇川技术、建设机械、徐工机械、杰克股份、捷昌驱动、伊之密等
电气设备	隆基股份、通威股份、汇川技术、宁德时代、金风科技、阳光电源、璞泰来、林洋电源、固德威、泰胜风能等
非银金融	中信证券、中信建投、华泰证券、中国平安、中国太保、中国人寿等

资料来源：华安证券研究所整理

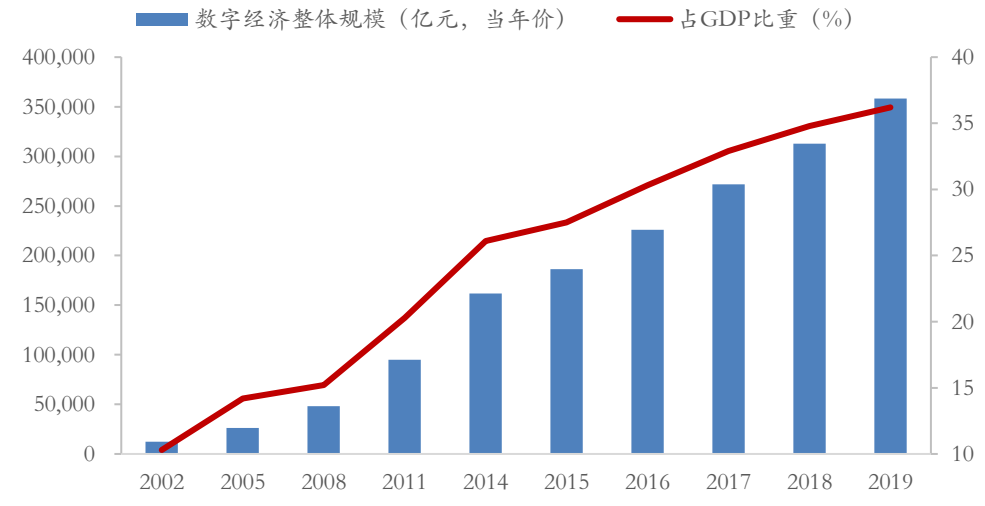
3 主题推荐：全面数字化时代引领转型和升级

3.1 数字经济时代聚焦中国

为什么要关注数字经济？数字货币和数字工厂带来近期关注度。从深圳经济特区建立 40 周年提到的数字货币研发和国际应用，再到阿里最新推出的“犀牛工厂”，通过借助数字化对传统服装供应链进行改造，可以看到当前数字经济在中国已经从“互联网+”向金融、制造业等经济和社会更深、更广的层次展开。根据我们的不完全统计，除中央层面不断推动数字经济的发展之外，近期广西、四川、河北、浙江等省份也密集出台了相关政策和规划。其中，包括广西的《加快广西数字经济发展的若干措施》，河北省的《河北省数字经济关键核心技术攻关专项行动计划（2020-2022 年）》等。

经济、政策、技术多重因素推动中国数字经济迅速发展。自 2017 年《政府工作报告》中首提数字经济以来，近 4 年以来不断强调数字经济的重要性及高度，尤其是 2019 年以来提到的频次不断加快，显示出中国对于数字经济的重视程度。根据中国信通院的数据显示，自 2002 年到 2019 年，中国数字经济的整体规模从 1.2 万亿元增长到 35.8 万亿元；占 GDP 比重从 10.3%抬升到 36.2%，足以看到中国数字经济的发展。从当前来看，中国数字经济的发展具有经济发展阶段、政策、技术等多重因素的推动。**政策方面，**连续 4 年将数字经济写入《政府工作报告》，《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》将数据要素正式列为生产要素，以及 2020 年国内数据安全领域第一部法律《中华人民共和国数据安全法（草案）》的出台，都明确了在机制、体制、法制等全方位的支持。**技术方面，**以 5G 商用开启为代表是大力发展数字经济的重要技术基石。根据信通院统计，截止 2020 年年底，预计将我国将建设超过 60 万个 5G 基站。

图表 29 中国数字经济整体规模&占 GDP 比重快速增加



资料来源：中国信通院，华安证券研究所

图表 30 中国重点数字经济政策梳理

年份	文件/会议	内容
2017 年 3 月	《政府工作报告》	• 2017 年 3 月李克强总理在政府工作报告中**首次提及数字经济**，表明数字经济发展已经上升到国家战略高度。 • 重点提及网络提速降费，年内全部取消手机国内长途和漫游费，大幅降低中小企业互联网专线接入资费，降低国际长途电话费等
2018 年 12 月	中央经济工作会议	• 加快 5G 商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设
2019 年 8 月	《中共中央国务院关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》	• 央行明确“加快推进我国法定数字货币（DC/EP）研发步伐”为 2019 年下半年重点工作之一 • “支持在深圳开展数字货币研究与移动支付等创新应用”，**数字货币正式进入民众视野。**
2020 年 4 月	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	• 数据要素被国家正式列为“土地、劳动力、资本、技术”后的第五种生产要素。
2020 年 6 月	《政府工作报告》	• 数字经济被连续第四年写入《政府工作报告》 • 继续出台支持政策全面推进“互联网+”和打造数字经济新优势 • 推动制造业升级和新兴产业发展，发展工业互联网，推进智能制造。
2020 年 7 月	《中华人民共和国数据安全法（草案）》	• **国内数据安全领域第一部法律** • 明确国家发展数据驱动的数字经济，包括国家实施大数据战略，各省应制定数字经济发展规划，国家将培育数据交易市场，大力推进电子政务建设和政务数据安全开放。
2020 年 8 月	《全面深化服务贸易创新发展试点总体方案》	• **公布了数字人民币试点地区：**在京津冀、长三角、粤港澳大湾区及中西部具备条件的试点地区开展数字人民币试点。

资料来源：华安证券研究所整理

3.2 中国数字经济发展经历四个阶段，正进入全面数字化阶段

中国数字经济的发展由来已久，从最早的搜索引擎、新闻门户时代，到电子商务时代，再到移动互联网为代表的“互联网+”，以及最近的新基建带动下的全行业渗透，我们可以以此为依据将中国数字经济划分为四个阶段。

第一阶段：新闻门户+搜索引擎（1990 年代到 2000 年初）。中国 1990 年代，以新浪、搜狐、百度为代表的新闻门户、搜索引擎互联网企业的创立和发展，可以看作是数字经济发展初期的模式。这一阶段，有两个特点：一是顺应全球互联网崛起潮流，随着当时居民互联网技术的普及，以及中国接入国际互联网，是中国互联网行业初期得以发展的基础；二是一大批互联网公司在这一时期成立，通过模仿国外成功商业模式获得初期的积累。

第二阶段：电子商务+自媒体兴起（2003 年至 2012 年）。如果说第一阶段是中国互联网及数字经济发展的萌芽期，那么自 2003 年开始的 10 年，中国的互联网迎来了飞速发展的时代，这一时期也可以认为是互联网红利真正释放，并通过互联网为经济带来新的增长点。其中，以阿里巴巴的淘宝为代表的电子商务的兴起，将供应商、用户、资金、货物用数字化的形式进行连接，通过更为低廉的成本和更精准的定位，极大提高了商务活动效率，为经济带来了新的红利。

第三阶段：移动互联网时代和“互联网+”（2013 年至 2018 年）。随着智能手机以及 4G 网络的普及，中国手机网民规模不断增长，并在 2012 年手机移动端的网民规模首次超过 PC 端，实现了从 PC 向移动互联网时代的转变，以此为标志可看到正式进入移动互联网时代。这一时期，基于手机端带来的“共享经济”的新业态不断涌现。例如，出行方面以滴滴打车、摩拜为代表的共享单车的崛起，带来共享经济的繁荣，网络零售方面则以饿了么、美团为代表；新零售方面则以盒马为代表，通过移动互联网的结合为线下实体店带来新的发展模式。可以发现，通过互联网的创新，数字经济这一概念进一步与线下融合。

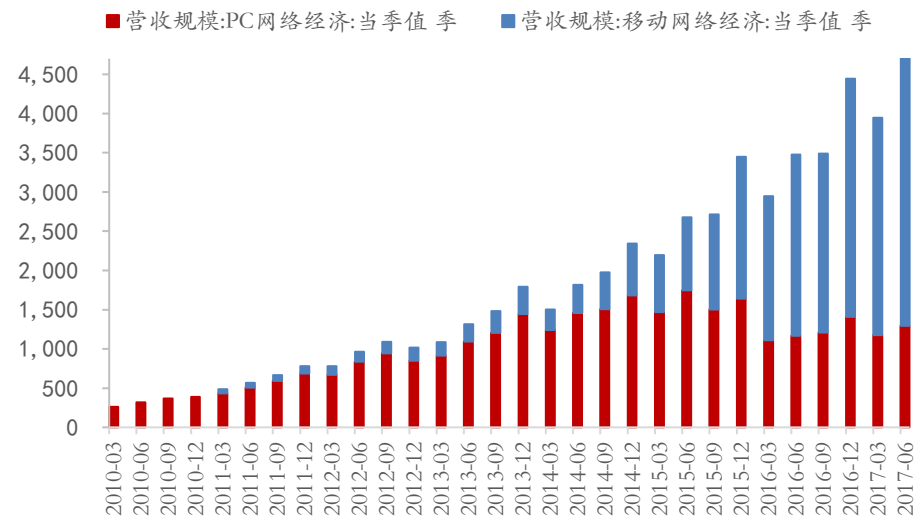
第四阶段：新基建+数字货币，全面数字化（2019 年以来）。近几年数字经济的概念不断衍生，从之前的移动互联网时代向制造业、金融业等进一步延伸，带来各产业全面数字化的转型。尤其是以 5G 商用为标志，表明进入了全面数字化时代。**制造业方面，**随着新基建的投资，5G 为代表的新技术带来了更广阔的应用空间，尤其通过科技赋能打造智慧工厂，通过智能机器人、企业数字化等方式，带来传统制造行业生产模式和商业模式的颠覆。**金融业方面，**随着移动支付的普及和基础设施的建设，数字货币的发展不断被提上议程。通过相比较传统货币更低廉、更快速、更具安全性的支付特征，在跨境资本流动方面的有着重要的应用，数字货币正是金融行业数字化的重要体现。

图表 31 中国互联网巨头成立时间

成立时间	公司名称
1997 年	网易
1998 年	搜狐、京东、腾讯、新浪
1999 年	阿里巴巴、携程
2000 年	百度
2005 年	360
2006 年	优酷
2009 年	微博
2012 年	滴滴

资料来源：华安证券研究所整理

图表 32 2015 年移动网络经济营收规模超过 PC 端



资料来源：wind，华安证券研究所

3.3 中国数字经济侧重转型及升级，投资机会关注技术及应用

数字经济的含义不断变化，中国对数字经济侧重经济转型及升级。从全球范围来看，数字经济的含义有着两方面的特点：一是数字经济的含义随行业及产业发展不断变化；二是不同国家之前的定义不同。首先，按照时间线索来看，通过对中国数字经济四个阶段的梳理，已经可以看到从最初单一的互联网门户，到互联网+，以及产业数字化转型不断过渡。其次，对比不同国家，对于数字经济的定义也有一定差异。以中国为例，中国当前对于数字经济的战略方向更多侧重的是通过信息化实现产业和经济结构的转型；而美国则更关注国际治理，以及网络安全。

数字经济的投资机会，从技术支持到应用，包括 5G、大数据、云计算、区块链、人工智能、互联网+、工业互联网、数字货币等。当前对于数字经济概念的范围，可以看到并没有统一的说法，同时涵盖的范围非常广。对于这样的情况，我们认为可以沿产业链，从技术到应用的思路去进行筛选。举例来看，在产业链上游，以 5G 为代表是这一轮数字经济发展的基础，而大数据、云计算、区块链可以看作是在海量数据维度下的处理方式，之后通过人工智能加以分析，并最终应用在工业互联网、机器人、数字货币等终端应用层面。

技术端以云计算为例，随着企业上云加速，正进入黄金发展期。随着数字经济的不断深入和数据要素的重要性不断抬升，将产生海量的数据存储和分析需求，尤其是技术变革所带来的工业互联网时代，企业在数字化转型的过程中，对于算力的需求更为强烈，将带动企业上云的加速。根据中国信通院的《云计算发展白皮书》数据显示，当前我国公有云市场规模在 2019 年已经达到近 690 亿元，增速近 60%，正处于快速发展的黄金阶段。未来随着更多企业的上云，市场规模有望进一步扩大。

应用端以工业互联网为例，担负着“扩内需”的目标，市场规模将有巨大潜力。在数据经济带来产业升级的概念中，工业互联网是重要的应用场景，也是担负着“扩内需”的重要目标。同时，工业互联网作为自主可控和信创产业的重要落地场景，也是当前推进工业体系升级的重要战略目标。因此，工业互联网作为联系制造业的重要体系，其市场规模和广度有着巨大的潜力。根据赛迪顾问数据显示，2019 年我国

的工业互联网规模已经超过 6000 亿元，2020 年有望逼近 7000 亿元；同时，从增速来看，预计未来三年能够达到 14.1%的年复合增长率。

3.4 重点关注标的

数字经济重点关注云计算、区块链、人工智能、工业互联网、数字货币等相关概念。

用友网络：月涨幅 13.6%。领先的企业服务提供商，基于移动互联网、云计算、大数据等技术，推动企业智能化发展。其中，用友 UAP 私有云平台是中国大型企业和公共组织应用最广的企业计算平台，畅捷通用友云平台在小微企业和公共应用服务中运用。

工业富联：月涨幅 1.4%。全球领先的通信网络设备、云服务设备、工业机器人专业设计制造服务商。为企业提供自动化、网络化、平台化、大数据为基础的综合解决方案，推动企业向智能制造转型。

科大讯飞：月涨幅 3.9%。语音合成核心技术代表世界最高水平，城建首批国家新一代人工智能开放创新平台。

埃斯顿：月涨幅 14.3%。覆盖从自动化核心部件，控制系统，工业机器人，到集成应用的全产业链。其中，公司是国产机器人的龙头公司，形成全产业链的竞争能力。

四方精创：月涨幅 29.6%。以大型商业银行为核心客户，提欧共专业金融 IT 服务的软件公司。

图表 33 数字经济标的推荐

	月涨幅	市值（亿元）	PE_TTM
用友网络 600588.SH	13.6%	1420	195.5
工业富联 601138.SH	1.4%	2738	15.1
科大讯飞 002230.SZ	3.9%	783	88.17
埃斯顿 002747.SZ	14.3%	188	266.3
四方精创 300468.SZ	29.6%	79	87.3

资料来源：Wind，华安证券研究所

风险提示：

疫情二次冲击;中美关系显著恶化;经济复苏不及预期;政策过早转向。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。