粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究

【粤开策略深度】盈利驱动下，翘尾行情可期—2020 年四季度投资策略展望

2020 年 10 月 13 日

分析师：殷越
执业编号：S0300517040001
电话：021-51782237
邮箱：yinyue@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略】2020 年 10 月十大金股及市场展望》2020-10-08

《【粤开策略解盘】黄金周出行需求持续改善，节后 A 股开门红-1009》2020-10-09

《【粤开策略专题】“十四五”助力资本市场腾飞，A 股受益解析（附回测图）》2020-10-11

《【粤开策略解盘】政策助力市场走强（附深圳改革试点方案点评）-1012》2020-10-12

《【粤开策略流动性专题】9 月量能持续低迷，北上布局顺周期板块》2020-10-13

投资要点

四季度行情展望：盈利驱动下，翘尾行情可期

（一）三季度行情回顾：市场弱势震荡，科技成长回调明显。3 月下旬以来，受益于流动性改善、政策宽松、经济修复与企业盈利边际回暖，科技与消费股成为领涨市场的主力。进入 7 月中旬，**受流动性、市场估值以及外围扰动等因素影响，**半导体、芯片等前期活跃的科技股出现回调，随后前期强势的医药、白酒等为代表的消费股也出现了调整，**上半年领涨的板块在三季度回调过程中成为杀估值的主力，科技成长板块的回调尤为明显。**

（二）四季度行情展望：四季度行情有望由流动性驱动的估值提升，向盈利驱动的估值提升转换。A 股今年以来的上涨行情**主要得益于较为宽松的流动性环境，这也是市场走强的底部驱动。**2020 年年初以来，在宽松的政策环境之下，M2 快速扩张，**在较为宽松的流动性环境之下，A 股市场尤其是科技成长股的估值得到了显著的提升。**

随着经济的持续复苏，跷跷板效应之下，四季度的流动性较难回到上半年的大幅宽松水平，市场的中长期驱动因素仍在于经济复苏或企业盈利改善。回顾历史，尽管牛市开启阶段经济景气程度不尽相同，**但整体而言 GDP 都会在之后的牛市行情中略滞后于指数出现企稳反弹，经济复苏在一定程度上助力市场打开上行空间。**另外从企业盈利角度来看，2013 年-2015 年成长股业绩明显回暖，再加上流动性宽松，催生了 2013-2014 年创业板的独立行情。经济企稳叠加企业盈利改善，再加上杠杆资金入市，2015 年 A 股走出全面牛市行情。**历史上 10 月份及四季度，市场大概率上涨，**2005 年以来 10 月份上证收涨的概率约为 67%，四季度收涨的概率约为 60%。

我国的经济复苏态势得以延续，企业盈利依旧存在边际改善预期，叠加政策利好频现及合理充裕的流动性环境，市场估值仍有提升空间，同时外部的不确定性也有望逐渐明朗，年末的翘尾行情可期。

看好四季度行情的四点逻辑

（一）经济复苏势头向好，奠定市场走强的基石。我国经济的内生动力正在逐步修复，8 月经济数据全面向好，供需两端双双走强，制造业出现明显回暖，结构上有所改善。9 月官方制造业 PMI 均明显回升，经济复苏进一步确认，叠加前期宽松政策具备一定滞后性，**后续经济大概率将延续复苏态势。**

（二）企业盈利边际改善有望延续，为市场走强提供动能。二季度盈利边际改善，**三、四季度的企业盈利状况将影响到全年的盈利修复情况，进而向二级市场传导，盈利端的中长期预期对于行情的判断起到重要作用。**

1、中报业绩情况：盈利整体回暖，科技成长占优。中报业绩呈现如下亮点：**整体盈利增速触底反弹；中小板及创业板企业业绩修复优于主板，ROE 已回升并超过去年同期水平；以周期恢复/消费/高成长为代表的行业二季度单季盈利实现高增长。**国内的需求仍处于复苏阶段，**预计下半年逆周期政策对于经**

济的支持仍将持续，后续 A 股盈利改善仍有空间。但随着经济复苏和企业盈利的改善，逆周期调节的力度可能较上半年有所降低，叠加二季度盈利改善较明显，提高了基数水平，**三、四季度盈利复苏力度可能放缓。**

2、三季报业绩预告：预喜率近 50%，中小创预喜率较高。从各行业已披露企业预喜率来看，**农林牧渔、电气设备、国防军工、电子行业、医药生物的预喜率较高**，均超过 50%，休闲服务、采掘、交运行业的预喜率较低。

3、类比美股，探究 A 股的投资潜力。目前中国宏观经济环境可类比 1970-1980 年的美国黄金十年：**A、经济增速放缓；B、产业结构转型**；**C、资产配置变化，机构投资者崛起；D、社保完善，提升边际消费倾向。（详细逻辑请参考正文内容）**

美股 80-90 年代的 10 倍牛市——服务业崛起。1982-1983 年，小型个人计算机的普及推动了计算机板块引领的第一波牛市；**1985-1989 年**，美国大型公司成功的全球化战略推动股指翻番，是第二波牛市的主要动力；90 年代初美国金融业通过利率自由化、地域自由化和业务自由化改革，提升了金融行业整体的服务与产出效率，**1991-1995 年**带来了第三波牛市；90 年代中后期互联网革命带来了最后一波牛市。**20 年 10 倍的大牛市，勾勒出 80-90 年代美国由制造业驱动向服务业驱动的模式转换的大体路径，而引领市场行情的板块主要集中在消费、科技和金融领域。**类比美股，美股金融自由化改革带来的金融业牛市，我国正处在资本市场改革进程中，**大金融板块如券商、金融科技、保险板块将受益。**我国经济增长驱动力的切换亦有望迎来消费产业的崛起，**重点关注大消费板块如食品饮料、白酒、医药行业投资机会。**

（三）政策环境友好，为行情保驾护航。1、“宽货币”逐渐向“宽信用、宽财政”过渡。随着复工复产的有序推进，国内经济持续改善，PMI 连续 7 个月位于枯荣线上方，恢复态势良好。**跷跷板效应之下，政策导向将由“宽货币”过渡至“宽信用、宽财政”，后续货币政策将更加注重精准导向，提高传导效率。同时财政政策的发力，将有助于“宽货币”向“宽信用”的传导。**8 月金融数据超出市场预期，**若经济复苏延续，融资需求不弱，则信贷和社融增速也难以出现大幅的收缩，宽货币到宽信用的进程有望延续。**

2、“内循环”为主，“双循环”相互促进将成主基调。在逆全球化趋势之下，“内循环”不仅可以有效缓解我国对外围环境的依赖，也能够推动全产业链的发展，对国内经济的稳定也将起到一定提振作用。**构建“内循环”新格局，将主要从供需两端及金融领域切入。供给端着重缓解外贸依存度，推进产业转型升级；需求端激发高端消费者潜力，拉动中低收入者消费增长；金融领域加强实体经济支持，实现有序开放。**

3、“十四五”规划将成为投资的指路明灯。“十四五”规划方向预计有以下方面：**（1）加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局；（2）资本市场改革持续推进，金融体系强化支持实体经济。（3）预计还将推动国计民生行业深化改革，加强生态环境建设。**据统计，会议召开前一周和召开当日上证指数上涨概率较大，均为 67%；会议召开日之后一周上证指数上涨概率为 50%。**重要会议前市场会相对稳定，改革政策预期较多，市场情绪相对更乐观。**

（四）流动性环境仍将维持合理充裕。宏观流动性大概率不会趋势性收紧。首先，国内经济虽稳步回升但 V 型快速反弹后斜率必然有所放缓，叠加外部不确定性扰动因素，不支持流动性持续收紧。其次，从历史规律来看，四季

度的流动性充裕程度通常高于前三个季度。除 10 月面临着“超储率低位运行+缴税大月”的双重压力外，年底央行还有维稳跨年流动性的需求，四季度央行有望加大流动性的投放力度。

A 股流动性整体将较为充裕。一级市场：IPO 规模较 7 月持续回落，但较同期仍处于较高水平。考虑到今年全年已有 327 家上市公司 IPO 上市，家数同比增长 157.48%，募集资金同比增长 120.46%，叠加当前股票供给处于相对高位，**四季度一级市场 IPO 增速有望放缓。二级市场：新成立股票型和偏股型基金同比保持增长，为市场提供源头活水；北上资金的持股市值占 A 股总流通市值的比例仅有 3.24%左右**，较韩国、中国台湾的 16%和 27%的水平明显偏低，**后续可持续流入的空间巨大。**北上资金前三季度净流入不足千亿，后续外资持股比例增长的需求叠加四季度随着外部事件扰动的减小，**北上资金或将重回趋势净流入，旗帜资金有望为市场贡献重要增量。产业资本**：上市公司减持公告不断，**四季度减持压力仍存。**

配置方向：把握盈利驱动主线，均衡配置风格

在流动性驱动向盈利驱动的估值提升转换过程中，业绩将成为引领行情的风向标，尤其四季度临近年末，把握业绩确定性的重要性凸显。在风格配置上相对均衡，重点关注以下主线（详细逻辑请参考正文内容）：

其一，经济复苏预期将引领低估值周期板块走强，优先关注顺周期板块中兼具成长性的行业，**如机械制造、建材等。**

其二，科技板块中长期受益于产业结构升级及行业景气上行，但短期估值有所承压，重点关注景气确定度高且具备利好催化的“真成长”行业，**如光伏、新能源汽车、消费电子等板块，静待估值回归后逢低布局优质成长股。**

其三，把握政策催化带来的主题投资机会，主**要从资本市场改革、内循环发展战略、十四五规划、区域经济发展及国企改革方面着手，关注大金融、粮食安全、高端制造、自主可控、大消费、5G、云计算、工业互联网、军工、有色金属、新能源、区域经济概念、国企改革等。**

风险提示：政策效果不及预期，经济超预期下行，外围环境走弱

目 录

一、盈利驱动下，四季度翘尾行情可期 6
（一）三季度行情回顾：市场弱势震荡，科技成长回调明显 6
（二）四季度行情展望：盈利驱动下，翘尾行情可期 7
二、看好四季度行情的四点逻辑 9
（一）经济复苏势头向好，奠定市场走强的基石 9
（二）企业盈利边际改善有望延续，为市场走强提供动能 11
1、中报业绩情况：盈利整体回暖，科技成长占优 11
2、三季报业绩预告：预喜率近 50%，中小创预喜率较高 11
3、类比美股，探究 A 股的投资潜力 13
（三）政策环境友好，为行情保驾护航 16
1、“宽货币”逐渐向“宽信用、宽财政”过渡 16
2、“内循环”为主，“双循环”相互促进将成主基调 17
3、“十四五”规划将成为投资的指路明灯 17
（四）流动性环境仍将维持合理充裕 18
1、宏观流动性大概率不会趋势性收紧 18
2、A 股流动性整体将较为充裕 19
三、配置方向：把握盈利驱动主线，均衡配置风格 23
（一）经济复苏利好顺周期板块，优先关注成长性 24
1、工程机械：高景气+低估值 24
2、建材：边际需求改善，“量”、“价”有望齐升 24
（二）景气确定度高且具备利好催化的“真成长”行业 25
1、光伏：行业景气确定性高，扩产及技术更迭有望迎来业绩量价齐升 25
2、新能源汽车： 政策助推+供需改善，利好盈利修复 25
3、消费电子：5G 换机潮+苹果新机周期有望带动行业景气上行 26
（三）把握政策催化带来的主题投资机会 26

图表目录

图表 1： 消费、科技成长涨幅居前（3.19-7.13） 6
图表 2： 科技成长回调明显（7.14-9.30） 6
图表 3： 年初以来的行情走势 7
图表 4： 宽松的流动性为市场走强提供底部驱动 8
图表 5： 规模以上工业增加值 9
图表 6： 固定资产投资恢复强劲 9
图表 7： 工业企业盈利改善带动制造业投资 10
图表 8： 房地产开发及销售投资恢复 10
图表 9： 8 月社零消费年内首次正增长 11
图表 10： 8 月出口恢复超预期 11
图表 11： 各板块三季报业绩披露率 12
图表 12： 各板块三季报业绩预喜率 12

图表 13： 各行业三季报披露率 12
图表 14： 各行业三季报预喜率 12
图表 15： 净利润增速在 20%以上的企业行业分布 13
图表 16： 披露率超过 10%，预喜率超过 40%的行业 13
图表 17： 70 年代美国 GDP 增长中枢下降 14
图表 18： 2011 年起我国 GDP 增速放缓 14
图表 19： 我国 GDP 中第三产业占比逐年提升 14
图表 20： 我国国内总储蓄率 2011 年起呈下降趋势 14
图表 21： 1980-1999 年标普 500 指数 15
图表 22： 今年以来货币政策委员会例会重要内容摘要 16
图表 23： 十八大以来历次全会召开期间上证指数涨跌幅（%） 18
图表 24： 货币政策与国债收益率变化 19
图表 25： 超储率维持低位运行态势 19
图表 26： 四季度整体以净投放为主 19
图表 27： 四季度一级市场 IPO 有望放缓 20
图表 28： 基金市场规模变化 21
图表 29： 新成立基金统计 21
图表 30： 基金仓位估算（截止 2020 年 9 月 30 日） 21
图表 31： 北上资金流向与沪深 300 走势 22
图表 32： 今年前三季度净流入远低于去年同期水平 22
图表 33： 三季度减持市值 TOP5 行业 22
图表 34： 三季度减持家数 TOP5 行业 23
图表 35： 上市公司公告减持家数及参考市值变化 23
图表 36： 挖掘机销量维持较高增速 24
图表 37： 玻璃、水泥价格显著提升 25
图表 38： 6 月以来玻璃库存整体持续下降 25

一、盈利驱动下，四季度翘尾行情可期

（一）三季度行情回顾：市场弱势震荡，科技成长回调明显

回顾 3 月下旬以来的市场走势，科技与消费股是领涨市场的主力。我们大致将市场的上行分为两个阶段：

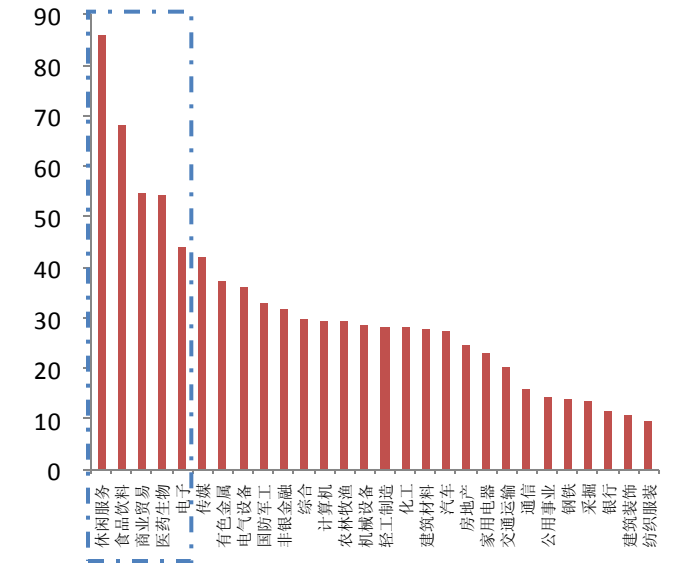
第一阶段（3 月下旬-5 月下旬）：流动性改善+政策宽松。3 月初，海外疫情出现扩散，市场预期外需萎缩对 A 股形成二次冲击，外部环境方面，海外流动性趋紧，风险资产及避险资产齐跌，油价、美股大幅下挫，联动效应下 A 股出现大幅回调，**这一阶段科技股回调明显。**到 3 月下旬，海外流动性风险缓解，市场风险偏好提升；国内的疫情也逐步稳定，扩内需方向明确，政策环境宽松，**前期受疫情影响较大的可选消费、餐饮旅游等板块迎来复苏，科技股弹性凸显。**

第二阶段（6 月上旬-7 月中旬）：政策宽松+经济修复+企业盈利改善。伴随着两会结束，政策进入兑现阶段，“内循环”战略布局下，或将从供需两端及金融领域构建“内循环”新格局，政策环境有望持续宽松。经济数据持续修复，国内经济持续复苏，供需两端均有回暖。企业盈利改善，尤其是科技成长类的上市公司业绩表现亮点，**科技、消费板块表现持续强势。**

进入 7 月中旬，市场的风格出现变化，受流动性、市场估值以及外围扰动等因素影响，半导体、芯片等前期表现突出的科技股出现回调，随后前期强势的医药、白酒等为代表的消费股也出现了调整。以沪指 7 月 13 日阶段高点 3458 点计算，截止 9 月 30 日，沪深 300、上证综指、创业板指的跌幅分别为-3.49%、-4.88%、-7.33%。

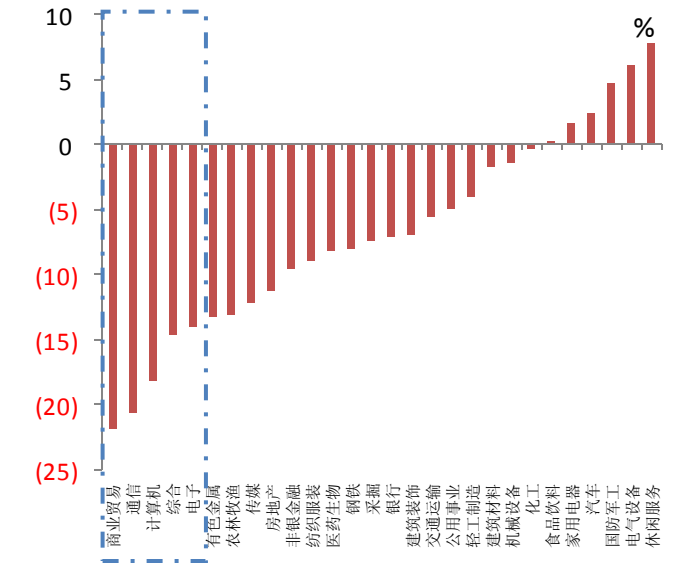
行业方面，三季度科技成长板块的回调尤为明显。我们统计了沪指 3 月 19 日阶段低点-7 月 13 日阶段高点期间，以及 7 月 14 日-9 月 30 日期间，申万行业的涨跌情况，整体看在 3 月下旬以来的上涨过程中，消费、科技成长类板块涨幅居前，但此类板块在市场回调的过程中，也成为了杀估值的主力。

图表1：消费、科技成长涨幅居前（3.19-7.13）



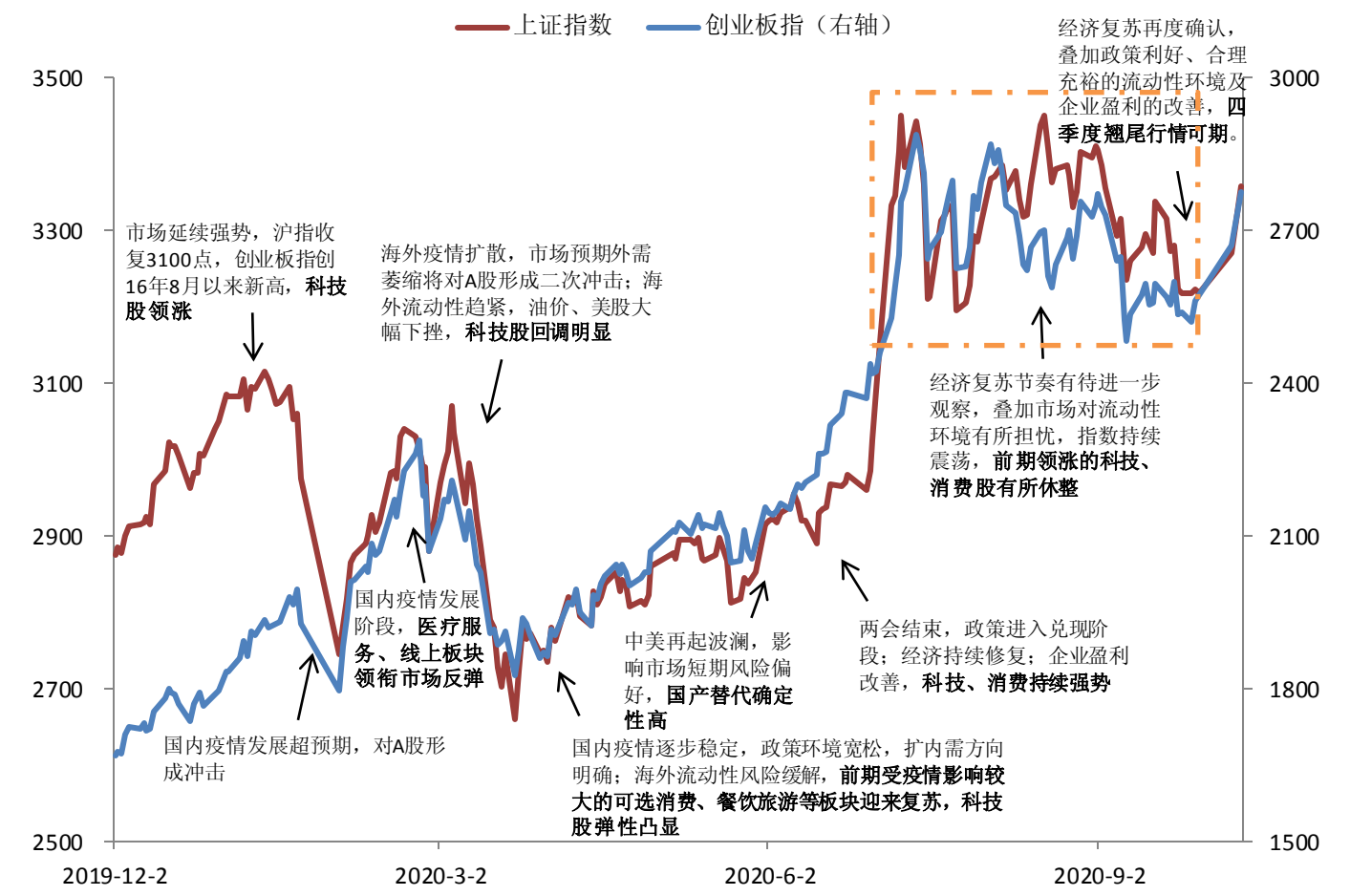
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表2：科技成长回调明显（7.14-9.30）



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表3：年初以来的行情走势



资料来源:wind、粤开证券研究院

（二）四季度行情展望：盈利驱动下，翘尾行情可期

四季度行情有望由流动性驱动的估值提升，向盈利驱动的估值提升转换。A 股今年以来的上涨行情主要得益于较为宽松的流动性环境，这也是市场走强的底部驱动。我们以 M2 同比与 GDP 同比的差额来衡量市场的剩余流动性，通过对过去三轮牛市的回顾，可以看出，在以上三轮牛市启动之前，M2 与 GDP 现价的差值均先于市场触底反弹，流动性充足为市场走强提供了资金支持。

2005 年人民币汇改，进一步完善汇率形成机制，贸易顺差带动流动性大量涌入 A 股市场，催生了 05-07 年的大级别牛市。

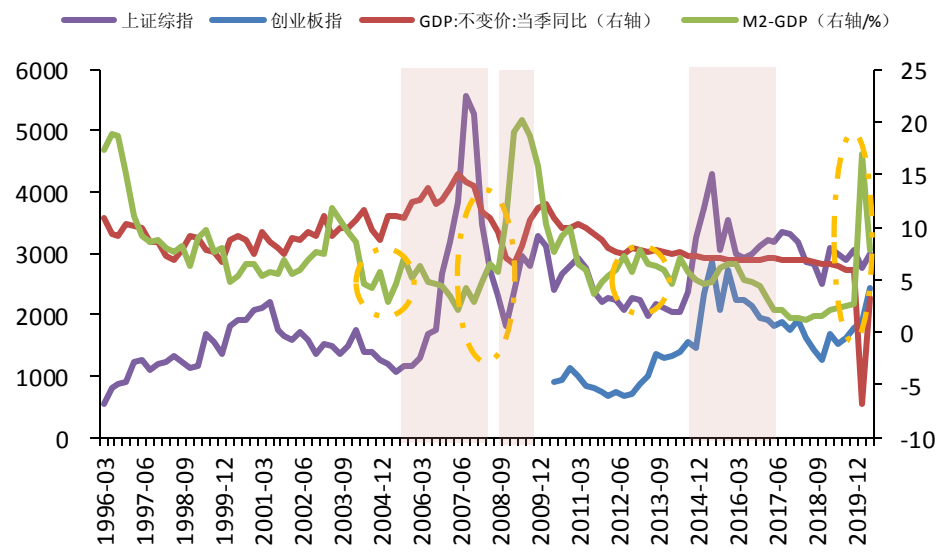
2008 年为对冲次贷危机的负面影响，全球开启降息周期，2008 年 9 月至 2008 年年底，央行共进行了 5 次降息、4 次降准，并出台了扩大内需促进经济增长的十项措施即“四万亿”计划，为 A 股营造了宽松的流动性环境，A 股在 2008 年 9 月至 2009 年 8 月触底回升。

2012 年，M2 触底反弹，而 GDP 处于下行阶段，市场整体处于信用扩张周期，为

创业板指的结构性牛市及后续 2014-2015 年的“杠杆牛”带来了流动性支持。

2020 年年初以来，在宽松的政策环境之下，M2 快速扩张，为市场提供了流动性的支撑。在较为宽松的流动性环境之下，A 股市场尤其是科技成长股的估值得到了显著的提升。

图表4：宽松的流动性为市场走强提供底部驱动



资料来源：wind、粤开证券研究院

随着经济的持续复苏，跷跷板效应之下，四季度的流动性较难回到上半年的大幅宽松水平，市场的中长期驱动因素仍在于经济复苏或企业盈利改善。同样以过去三轮牛市为例，尽管开启阶段经济景气程度不尽相同，07 年牛市开启于经济上行阶段，08 年牛市开启于经济触底反弹阶段，而 14 年牛市开启阶段经济运行相对平稳。但整体而言 GDP 都会在之后的牛市行情中略滞后于指数出现企稳反弹，经济复苏在一定程度上助力市场打开上行空间。

另外从企业盈利角度来看，2013 年-2015 年成长股业绩明显回暖，带动创业板指连续走强，再加上流动性宽松，催生了 2013-2014 年创业板的独立行情。经济企稳叠加企业盈利改善，再加上杠杆资金入市，2015 年 A 股走出全面牛市行情。

历史上 10 月份及四季度，市场大概率上涨。通过回顾 2005 年以来上证综指的历史走势，10 月份收涨的概率约为 67%，四季度收涨的概率约为 60%，A 股出现翘尾行情的概率较大。

从目前的基本面和企业盈利情况来看，我国的经济复苏态势得以延续，企业盈利依旧存在边际改善预期，叠加政策利好频现及合理充裕的流动性环境，市场估值仍有提升空间，同时外部的不确定性也有望逐渐明朗，年末的翘尾行情可期。

二、看好四季度行情的四点逻辑

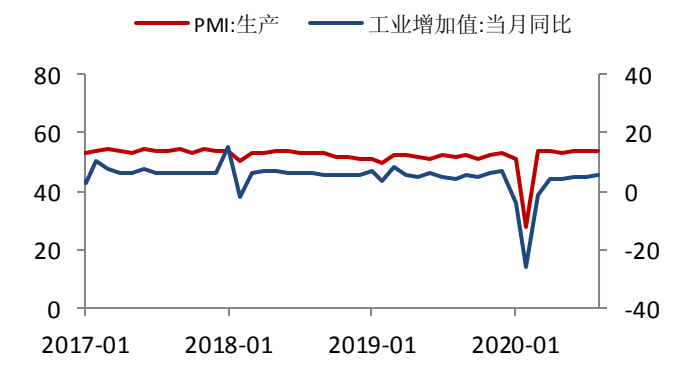
（一）经济复苏势头向好，奠定市场走强的基石

受益于国内疫情防控得力，中国经济自 3 月以来持续恢复，领先全球。根据近期公布的经济数据，我国经济的内生动力正在逐步修复，供需两端双双走强，叠加前期宽松政策具备一定滞后性，后续经济大概率将延续复苏态势。

9 月中国采购经理指数均明显回升，经济复苏进一步确认，其中制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数为 51.5%、55.9%和 55.1%，分别较前值上升 0.5、0.7 和 0.6 个百分点。

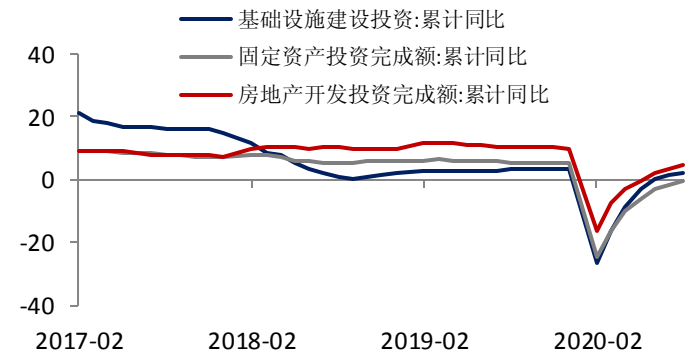
制造业采购经理指数稳中有升，假日消费效应有所显现。供需两端同步回暖，生产指数和新订单指数为 54.0%和 52.8%，分别高于前值 0.5 和 0.8 个百分点，新出口订单指数 50.8%（前值 49.1%），外需向好。**制造业景气回升**，高技术制造业和装备制造业 PMI 为 54.5%和 53.0%，分别高于前值 1.7 和 0.3 个百分点；消费品行业 PMI 升至 52.1%，高于前值 1.7 个百分点。**非制造业需求回暖，企业信心进一步增强，**9 月份服务业商务活动指数为 55.2%，高于前值 0.9 个百分点，连续两个月上升，新订单指数和业务活动预期指数为 53.5%和 62.2%，分别高于前值 2.0 和 0.9 个百分点。

图表5：规模以上工业增加值



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表6：固定资产投资恢复强劲



资料来源：wind、粤开证券研究院

8 月经济数据全面向好，供需两端双双走强，国内经济强势复苏，结构上有所改善。全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，较前值提升 0.8 个百分点；1-8 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 0.4%，增速实现由负转正。制造业出现明显回暖，8 月制造业投资当月同比增加 5.0%，由负转正，环比上升 8.1 个百分点。8 月份社消零售增速 0.5%，年内首次实现正增长。8 月经济数据延续修复，**制造业出现了明显回暖**，结构上有所改善。

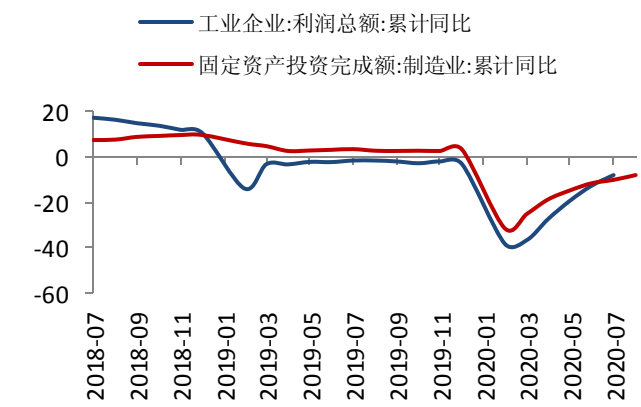
固定资产投资恢复强劲，地产投资恢复较好，向下游积极传导。8 月固定资产投资、房地产投资和基建投资（含水电燃气）当月同比分别增长 9.3%、11.8%和 7.0%，均好于去年同期。

1-8 月份全国固定资产投资同比下滑 0.3%，较前值继续收窄 1.3 个百分点。

房地产投资 1-8 月累计同比增长 4.6%，汛期影响减弱叠加“金九银十”促销活动，对房企销售回款形成利好，政策面上新型城镇化、老旧小区改造等进一步促进房地产投资。

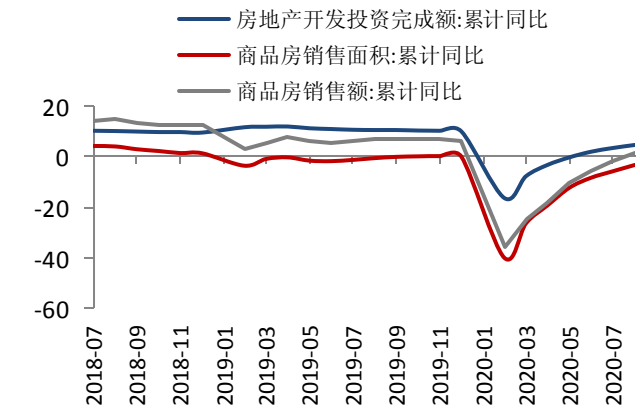
基建投资 1-8 月累计同比增长 2.0%，随着汛期及洪涝影响减弱，铁路等基建项目继续建设，地方政府资金有望带动基建投资持续发力。

图表7：工业企业盈利改善带动制造业投资



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表8：房地产开发及销售投资恢复

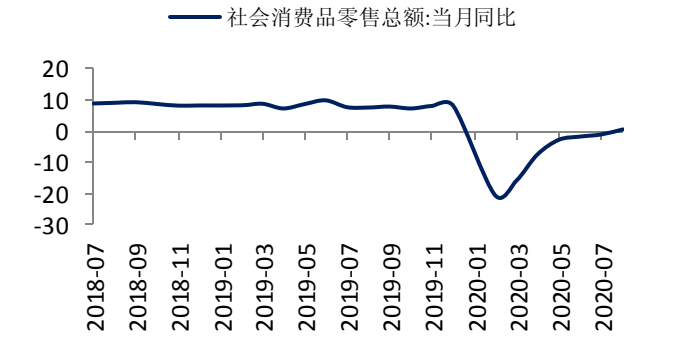


资料来源：wind、粤开证券研究院

消费 8 月实现年内首次正增长，黄金周带动消费改善。8 月社会消费品零售总额同比增长 0.5%，较前值增加 1.6 个百分点，年内首次实现正增长。**疫情恢复前期的消费恢复主要由必需消费品拉动，8 月份可选消费的拉动增强。**国庆假期 8 天，全国共接待国内游客 6.37 亿人次，按可比口径同比恢复 79.0%；实现国内旅游收入 4665.6 亿元，按可比口径同比恢复 69.9%。根据银联数据，国庆长假前 7 天银联网络的交易金额为 2.16 万亿元，同比增长 6.3%，较五一期间同比下滑约 3%明显改善。

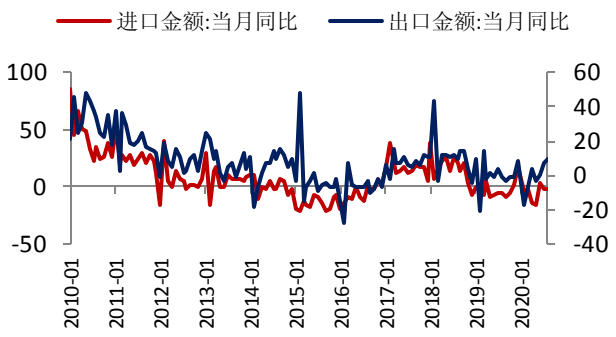
出口恢复超预期，进口同比降幅扩大。8 月中国出口（以美元计）同比增长 9.5%，创 2019 年 4 月以来新高，较 7 月上升 2.3 个百分点。**出口超预期一方面由于中国经济恢复领先全球，弥补了海外的供需缺口；另外需求方面，海外疫情依旧严峻，对防疫物资和居家办公用品的需求高增，同时欧美经济恢复，外需改善。**8 月进口（以美元计）同比-2.1%，降幅较 7 月扩大 0.7 个百分点。

图表9：8 月社零消费年内首次正增长



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表10：8 月出口恢复超预期



资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）企业盈利边际改善有望延续，为市场走强提供动能

年初的疫情对一季度企业业绩带来一定的负面影响，同时也带来了较为明确的边际改善预期，进入到二季度，企业盈利整体回暖，科技成长依旧占优。**站在全年的角度来看，三、四季度的企业盈利状况将影响到全年的盈利修复情况，进而向二级市场传导，盈利端的中长期预期对于行情的判断起到重要作用。**

1、中报业绩情况：盈利整体回暖，科技成长占优

二季度企业盈利回暖，企业盈利能力及现金流有所改善，呈现如下亮点：**（1）整体盈利增速触底反弹，刺激政策对经济的正向拉动作用逐步显现；（2）结构方面，中小板及创业板企业业绩修复优于主板，ROE 已回升并超过去年同期水平；（3）行业方面，以周期恢复/消费/高成长为代表的行业，如通信、农林牧渔、医药生物、机械设备和电子行业二季度单季盈利实现高增长。**

国内的需求仍处于复苏阶段，预计下半年逆周期政策对于经济的支持仍将持续。货币政策对制造业及中小企业仍有结构上的倾斜，融资环境有望持续改善，信用宽松的拐点尚未到来；财政支出后续的确定性较高，税费负担下降对于企业盈利产生的动能有望进一步释放，**后续 A 股盈利改善仍有空间。但考虑到随着经济的复苏和企业盈利的改善，下一阶段宽信用政策将主要发挥结构性工具的精准滴灌作用，逆周期调节的力度可能较上半年有所降低，叠加二季度盈利改善较为明显，提高了基数水平，三、四季度盈利复苏的力度可能放缓。**

2、三季报业绩预告：预喜率近 50%，中小创预喜率较高

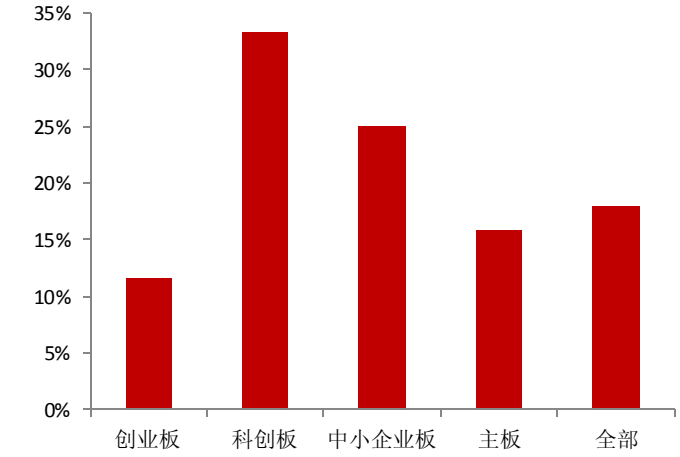
截至 2020 年 10 月 12 日，沪深两市共 726 家公司披露三季度业绩预告，其中预喜率为 48.62%，共 353 家企业。**分行业来看，披露数量前五的行业为化工（94 家）、医药生物（66 家）、机械设备（59 家）、电子（52 家）、电气设备（43 家）。**

目前科创板和中小板的三季报业绩披露率相对较高。科创板、中小板、全部 A 股、主板、创业板的业绩披露率分别为 33.33%、24.97%、17.96%、15.91%、11.56%。

从已披露企业的预喜率来看，各板块中创业板和中小板的预喜率较高。创业板、中小板、全部 A 股、科创板、主板的业绩预喜率分别为 90.00%、57.38%、48.62%、39.34%、

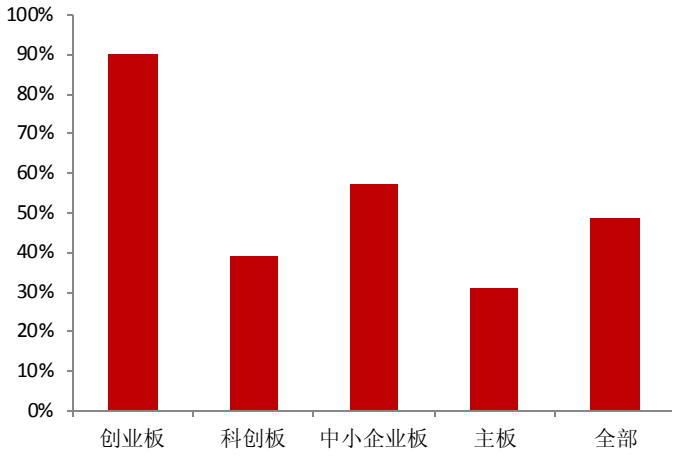
30.84%。

图表11：各板块三季报业绩披露率



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表12：各板块三季报业绩预喜率

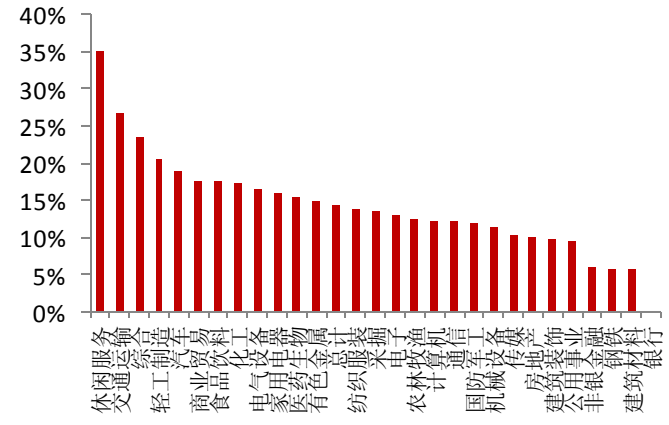


资料来源：wind、粤开证券研究院

从各行业（申万一级行业）业绩披露率来看，休闲服务、交通运输、化工、农林牧渔、轻工制造的披露率居前，分别为 35.14%、27.50%、26.47%、25.27%、23.86%；银行、钢铁、非银金融、建筑装饰、国防军工的披露率较低，分别为 2.78%、5.71%、7.14%、11.19%、11.84%。

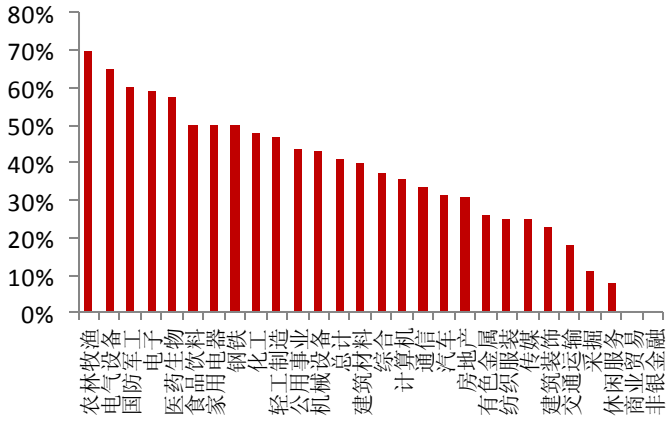
从各行业已披露企业预喜率来看，农林牧渔、电气设备、国防军工、电子行业、医药生物的预喜率较高，均超过 50%，分别为 70.00%、64.86%、60.00%、59.09%、57.63%，**银行、商业贸易、休闲服务、采掘、交运行业的预喜率较低，**分别为 0%、0%、7.69%、11.11%、18.18%。

图表13：各行业三季报披露率



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表14：各行业三季报预喜率



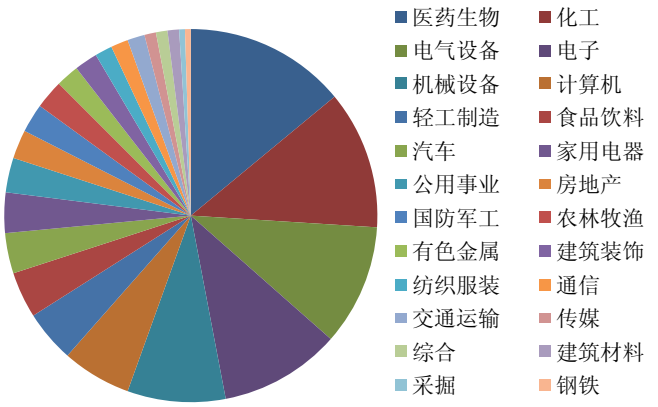
资料来源：wind、粤开证券研究院

业绩增速行业分布方面，以披露的预计增速平均值统计，净利润增速在 20%以上的公司共 291 家，**主要分布在化工（43 家）、医药生物（36 家）、电气设备（27 家）、机**

械设备（26 家）、电子（26 家）、计算机（16 家）行业。

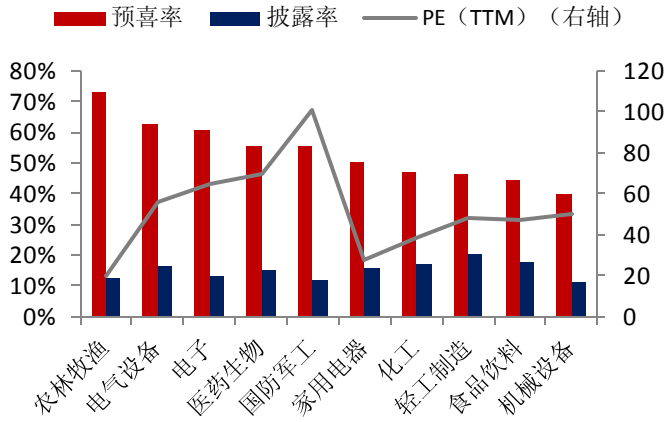
总的来看，共有 10 个行业预喜率超过 40%，披露率超过 10%，其中**农林牧渔、家用电器、化工行业**估值较低。**随着 20H2 经济弱修复，顺周期板块的盈利预期也会弱改善，估值处于低位且盈利预期改善空间较大的行业，具有更高性价比。**

图表15：净利润增速在 20%以上的企业行业分布



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表16：披露率超过 10%，预喜率超过 40%的行业



资料来源：wind、粤开证券研究院

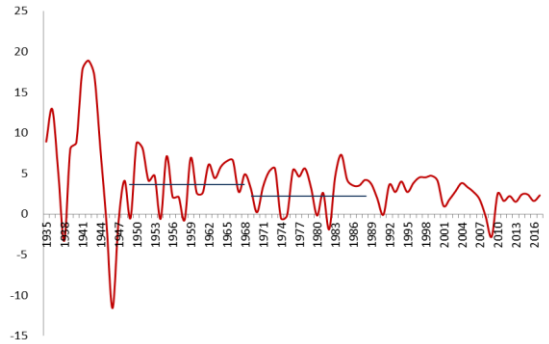
3、类比美股，探究 A 股的投资潜力

（1）目前中国宏观经济环境可类比 1970-1980 年的美国

整个 80 年代是美国消费产业发展的黄金十年。70 年代起，美国经济增速放缓，重工业化告一段落，房地产销售见顶，人均 GDP 突破 8000 美元，同时社会保障制度进一步完善，18-64 岁人口占比亦不断提升。多重因素导致了美国 70 年代中后期到 90 年代初消费产业的崛起，工业型经济转型为消费型经济。**我国目前宏观经济可以从经济增速、产业结构、资产配置等方面类比 70-80 年代的美国。**

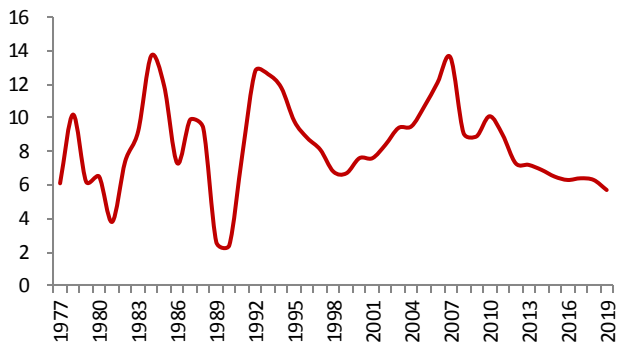
A、经济增速放缓。70 年代，美国经济增长由投资驱动转为消费驱动。二战后得益于马歇尔计划、战后需求释放、婴儿潮以及中产阶级成长等因素，美国的工业发展迅速；进入 70 年代后，经历石油危机、房地产销售见顶，叠加第三次科技革命对经济的推动力有所减弱，美国制造业开始走下坡路，经济增长难以为继，GDP 中枢由战后的 4%下降至 2%左右。**我国自 2000 年加入 WTO 至 2008 年金融危机之前，经济增速中枢保持在 10%左右，2011 年起中国经济增速进入缓慢下行阶段，经济增速的中枢下降至 7%附近。**

图表17：70 年代美国 GDP 增长中枢下降



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表18：2011 年起我国 GDP 增速放缓



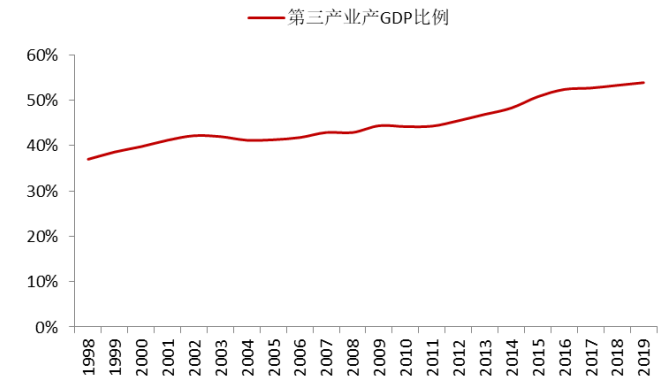
资料来源：wind、粤开证券研究院

B、产业结构转型。70 年代美国传统工业逐步衰落，服务业脱颖而出。1950-1960 年，钢铁和汽车是美国两大支柱产业。得益于二战及越南战争等军工需求爆发，1950 年美国粗钢生产占全球份额高达 46.6%，随着日本和欧洲工业技术崛起，1960 年美国的粗钢生产份额收缩至 26.0%。60 年代亦是美国汽车工业的巅峰期，随着居民收入增长和中产阶级扩张，1960 年美国汽车生产占全球 48.5%，石油危机后欧洲的小型车市占率提升，美国汽车生产占全球比例下滑至 27.0%。里根经济学通过减税、恢复自由市场等措施，使得美国服务产业脱颖而出。**当前我国经济增长亦由投资驱动向消费拉动转变。**

C、资产配置变化，机构投资者崛起。70 年代美国股市大幅震荡，机构投资者持有的大盘蓝筹股收益率普遍高于散户，散户为了收益的稳定，开始购买股票基金，提高了美国股市的机构占比。**过去中国居民资产配置的重要部分是房地产，当前在城市化进程放缓、“房住不炒”政策下，未来房价大概率较平稳运行，伴随金融市场的逐步发展，居民资金通过机构入市，未来居民资产配置将更加灵活。**

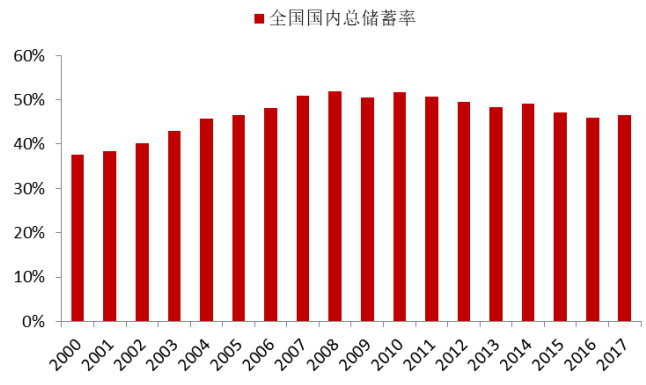
D、社保完善，提升边际消费倾向。80 年代初美国推行了著名的“401K”计划，居民储蓄率随之下降，同时长期资金入市也促进了股市发展。**我国的社会保障机制处在完善进程中，企业年金规模逐步增长，2011 年起居民储蓄率呈下降趋势。**

图表19：我国 GDP 中第三产业占比逐年提升



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表20：我国国内总储蓄率 2011 年起呈下降趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院

（2）以美股为明镜，照亮 A 股投资之路

A、美股 80-90 年代的 10 倍牛市——服务业崛起

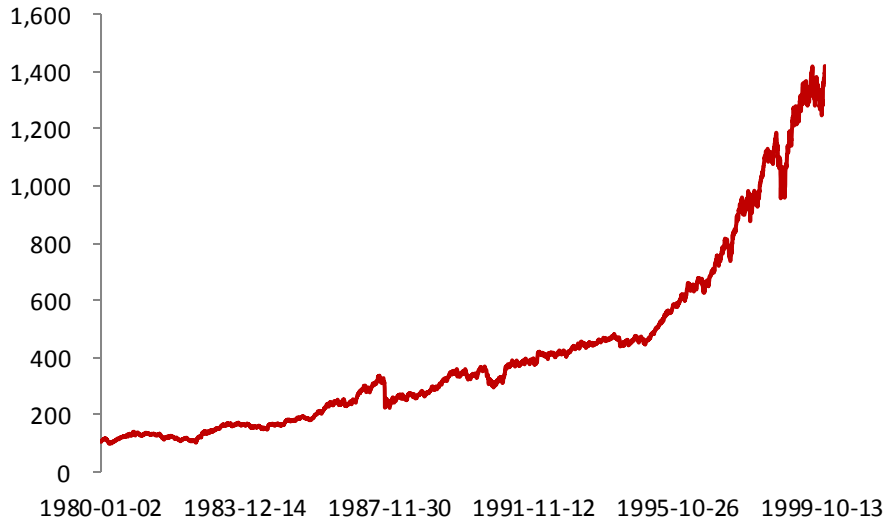
1982-1983 年，小型个人计算机的普及推动了计算机板块引领的第一波牛市，标普 500 指数上涨 50%；

1985-1989 年，美国大型公司成功的全球化战略推动股指翻番，是第二波牛市的主要动力，美国的科研、娱乐等服务业进步巨大，通过将生产制造环节外包，充分发挥本土服务技术优势；

90 年代初美国金融业通过利率自由化、地域自由化和业务自由化改革，促进了机构间的竞争整合与优胜劣汰，提升了金融行业整体的服务与产出效率，1991-1995 年，美股金融板块上涨超过 150%，带来了第三波牛市；

90 年代中后期互联网革命带来了最后一波牛市。四波牛市共同构成 20 年 10 倍的大牛市，勾勒出 80-90 年代美国由制造业驱动向服务业驱动的模式转换的大体路径，**而引领市场行情的板块主要集中在消费、科技和金融领域。**

图表21：1980-1999 年标普 500 指数



资料来源：wind、粤开证券研究院

B、类比美股，A 股亦可在金融、科技、消费领域寻找机会

类比美股金融自由化改革带来的金融业牛市，我国正处在资本市场改革进程中，注册制改革、扩大金融对外开放、引入中长期资金、完善场外期权制度等一系列改革创新下，**大金融板块如券商、金融科技、保险板块将受益。**

在经济增速换挡、居民消费边际倾向提高的背景下，我国经济增长驱动力的切换亦有望迎来消费产业的崛起。结合美股 80 年代发展经验以及我国消费习惯，**大消费板块如食品饮料、白酒、医药行业还存在着很多发展机遇和改善机会。**

（三）政策环境友好，为行情保驾护航

1、“宽货币”逐渐向“宽信用、宽财政”过渡

随着复工复产的有序推进，国内经济持续改善，PMI 连续 7 个月位于枯荣线上方，恢复态势良好。**跷跷板效应之下，政策导向将由“宽货币”过渡至“宽信用、宽财政”，后续货币政策将更加注重精准导向，提高传导效率。同时财政政策的发力，将有助于“宽货币”向“宽信用”的传导。**根据 8 月金融数据，社融规模增量为 3.58 万亿元，同比增长 1.39 万亿元，人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比增长 694 亿元，超出市场预期。**若经济复苏延续，融资需求不弱，则信贷和社融增速也难以出现大幅的收缩，宽货币到宽信用的进程有望延续**，政策的边际变化从今年以来货币政策委员会的会议表述也可窥一二。

图表22：今年以来货币政策委员会例会重要内容摘要

内容	2020Q1	2020Q2	2020Q3
经济形势	国内：经济下行压力**加大**。 国际：境外疫情扩散蔓延及其**对世界经济产生不利影响**。	国内：**各类经济指标出现边际改善**。 国际：全球疫情和世界经济形势**依然严峻复杂**。	国内：经济社会发展工作取得重大成果，**经济稳步恢复**。 国际：境外疫情和世界经济形势依然复杂严峻。
总基调	稳健的货币政策要**更加注重灵活适度**。	稳健的货币政策要更加灵活适度。	稳健的货币政策要更加灵活适度、**精准导向**。
流动性	运用多种货币政策工具，**保持流动性合理充裕**。	**坚持总量政策适度**。 综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。	综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。
利率	**继续释放改革促进降低贷款实际利率的潜力。**	继续释放改革促进降低贷款利率的潜力。	继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动综合融资成本明显下降。 引导贷款利率继续下行。
结构性政策	引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度。	引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、民营企业的支持力度。	**补短板、锻长板，确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。**
政策目标	**加大**宏观政策逆周期调节力度，着力激发微观主体活力，全面做好“六稳”工作。 促进国民经济整体良性循环。	加大宏观政策调节力度，着力稳企业**保就业**，扎实做好“六稳”工作，**全面落实“六保”任务。** **促进形成以国内循环为主、国际国内互促的双循环发展新格局。**	**坚持结构调整的战略方向，牢牢把握扩大内需战略基点，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务。** **加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。**
稳增长与防风险	平衡好稳增长、防风险、**控通胀**的关系	把握保增长与防风险的有效平衡	**实现稳增长和防风险长期均衡**

资料来源：wind、粤开证券研究院

2、“内循环”为主，“双循环”相互促进将成主基调

7 月 30 日，中央政治局召开会议，对下半年政策以及工作目标定调。会议提出“**加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局**”，**布局“内循环”是会议的重要亮点之一**，引发市场广泛关注。当前正处于“十三五”收官和“十四五”计划制定时期，**“内循环”或将成为下一阶段我国重要的经济战略布局。**

近年来逆全球化趋势明显，在疫情影响叠加国际政治、经济形势不确定性加大的大环境下，“内循环”的提出是应对当前形势的必然选择。**在逆全球化趋势之下，“内循环”为主，“双循环”相互促进的战略不仅可以有效缓解我国对外围环境的依赖，也能够推动全产业链的发展，在全球化分工中拥有更强的话语权，对国内经济的稳定也将起到一定提振作用。**

构建“内循环”新格局，将主要从供需两端及金融领域切入。供给端着重缓解外贸依存度，推进产业转型升级；需求端激发高端消费者潜力，拉动中低收入者消费增长；金融领域加强实体经济支持，实现有序开放。

3、“十四五”规划将成为投资的指路明灯

十九届五中全会于 10 月 26 日至 29 日在北京召开。五中全会的主要议程是，**研究关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议。**政策方向我们预计主要有以下方面：

加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局是“十四五”期间一项重要任务。

资本市场改革持续推进，金融体系强化支持实体经济。市场端包括全面推行注册制、优化退市制度等；投资端包括全面对外开放、引入长期资金等；机构端包括支持证券行业做大做强、分类评价制度优化等。

“十四五”规划预计还将推动国计民生行业深化改革，加强生态环境建设。**具体来看包括确保粮食安全、加强稀土等重要金属储备和推动国防军队现代化进程，提高可再生能源比例，大力发展光伏、风能、水电和核电等清洁能源**，相关行业有望迎来快速发展机会，**可逢低布局大金融、军工、有色金属和新能源等板块优质标的。**

一般来看重要会议前市场会相对稳定，改革政策预期较多，市场情绪相对更乐观。我们统计了十八大以来历次全会召开期间 A 股市场表现，统计结果表明**会议召开前一周和召开当日上证指数上涨概率较大，均为 67%；会议召开日之后一周上证指数上涨概率为 50%。**

图表23：十八大以来历次全会召开期间上证指数涨跌幅（%）

历次中央全会	召开时间	当日涨跌幅	前一周涨跌幅	后一周涨跌幅
十八大	2012/11/8	-1.63	0.13	-3.58
十八届一中全会	2012/11/15	-1.22	-3.58	-1.94
十八届二中全会	2013/2/26	-1.40	-5.29	0.02
十八届三中全会	2013/11/9	0.00	-2.02	1.41
十八届四中全会	2014/10/20	0.66	-0.75	-2.17
十八届五中全会	2015/10/26	0.50	1.13	-2.56
十八届六中全会	2016/10/24	1.21	2.10	0.31
十八届七中全会	2017/10/11	0.16	1.17	-0.04
十九届一中全会	2017/10/25	0.26	0.74	0.23
十九届二中全会	2018/1/18	0.87	1.55	3.01
十九届三中全会	2018/2/26	1.23	4.08	-0.98
十九届四中全会	2019/10/28	0.85	1.43	0.70
上涨概率		**67%**	**67%**	**50%**

资料来源：wind、粤开证券研究院

此次五中全会有望释放经济和改革方面的中长期利好，包括资本市场制度建设方面的利好，有利于资本市场的长期健康发展，A 股市场长期向好发展可期。

（四）流动性环境仍将维持合理充裕

1、宏观流动性大概率不会趋势性收紧

首先，从经济基本面来看，国内经济虽稳步回升但 V 型快速反弹后斜率必然有所放缓，叠加外部不确定性扰动因素，不支持流动性持续收紧。实际上，近期央行已经通过公开市场操作和 MLF 增大了流动性的投放。同时央行领导也撰文称，尽可能长时间实施正常货币政策，促进居民储蓄和收入合理增长。货币政策变化对市场的流动性产生了直接的影响，**央行发声尽可能长时间实施正常货币政策，一方面有助于我国经济的有序复苏，减少经济波动，另一方面也为市场提供了合理充裕的流动性环境。**

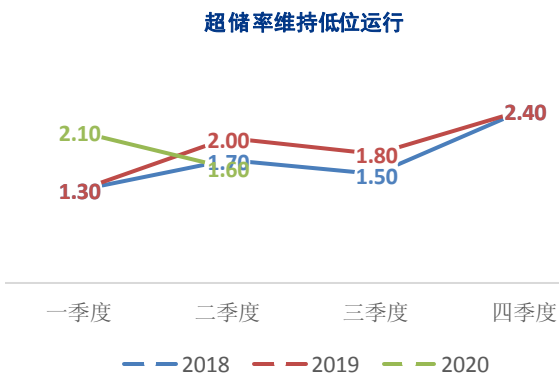
图表24：货币政策与国债收益率变化



资料来源：wind、粤开证券研究院

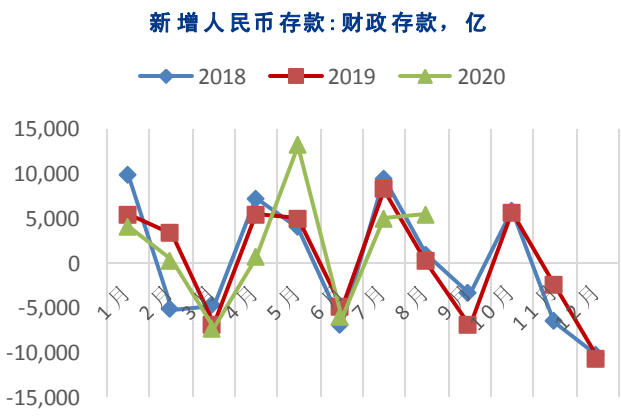
其次，从历史规律来看，四季度的流动性充裕程度通常高于前三个季度。资金面自5月份开始一直维持紧平衡态势，到了四季度，除10月面临着“超储率低位运行+缴税大月”的双重压力外，年底央行还有维稳跨年流动性的需求，四季度央行有望加大流动性的投放力度，保持流动性合理充裕。

图表25：超储率维持低位运行态势



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表26：四季度整体以净投放为主



资料来源：wind、粤开证券研究院

2、A股流动性整体将较为充裕

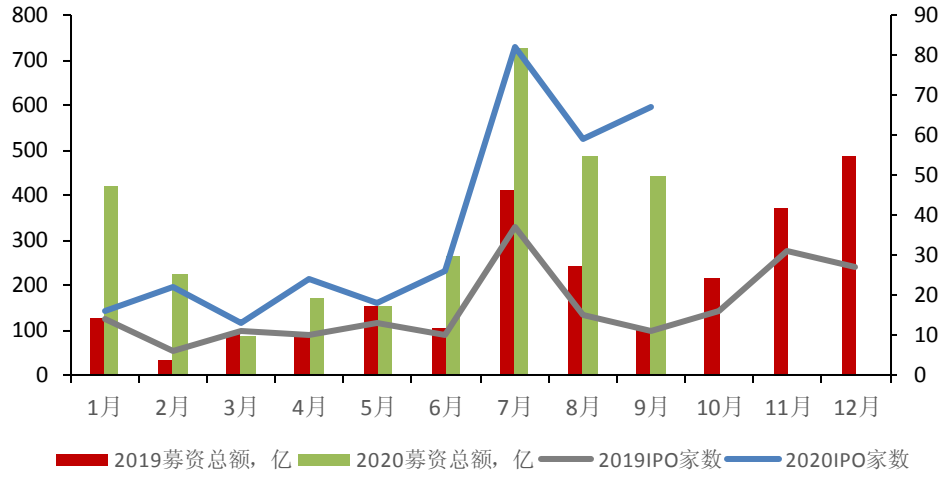
一级市场流动性：IPO规模较7月持续回落，但较同期仍处于较高水平。截至2020年9月底，A股市场共有327家公司IPO上市，规模2985亿元，远超去年全年的201

家公司 2427 亿元的规模，同往年相比，对市场的抽水效应进一步增加。

从今年全年来看，IPO 家数在 7 月份市场火热的时候达到高峰，8、9 月份 IPO 规模虽较高点略有回落，但仍然维持高位，抽水效应也是造成 8、9 月份市场整体维持震荡格局的重要原因之一。

考虑到今年全年已有 327 家上市公司 IPO 上市，家数同比增长 157.48%，募集资金同比增长 120.46%，叠加当前股票供给处于相对高位，四季度一级市场 IPO 增速有望放缓。

图表27：四季度一级市场 IPO 有望放缓

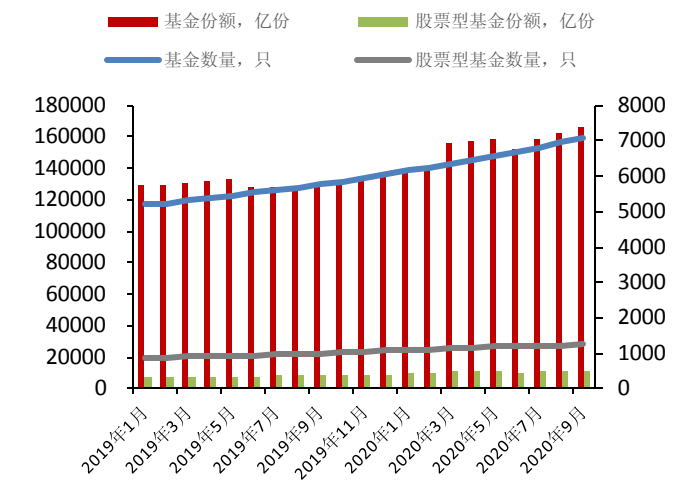


资料来源：wind、粤开证券研究院

二级市场流动性：新成立股票型和偏股型基金同比保持增长，为市场提供源头活水。从基金市场规模来看，自 6 月以来，基金份额增长较为明显，四季度有望保持继续增长。

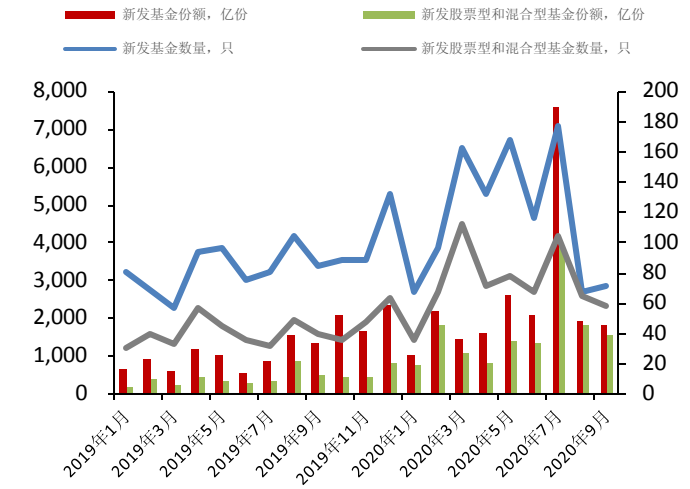
从新成立基金情况来看，在今年 7 月达到高点，随着市场热度下降，新成立基金的份额和数量也逐渐降温，**但值得注意的是，股票型和偏股型基金占总新成立基金比例明显提升，且从同比水平来看，股票型和偏股型基金无论是份额还是数量都仍旧保持增长。**

图表28：基金市场规模变化



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表29：新成立基金统计



资料来源：wind、粤开证券研究院

最后，根据 WIND 数据统计，当前基金仓位均有所下降，普通股票型基金目前仓位为 87.98%，较一个月前下降 0.26%；而混合型基金和灵活配置型基金下降更为明显，分别下降 1%和 1.36%，继续大幅下行空间不大，**四季度基金有望持续为二级市场提供源头活水。**

图表30：基金仓位估算（截止 2020 年 9 月 30 日）

基金类型	数量(只)	估算比例(%)	相对 5 个交易日前	相对一月前
全部基金	3,856	66.88	-0.27	-0.93
普通股票型基金	416	87.98	0.11	-0.26
混合型基金	3,440	64.33	-0.30	-1.00
偏股混合型基金	1,056	84.35	-0.25	-0.64
灵活配置型基金	1,924	61.44	-0.35	-1.36
平衡混合型基金	76	55.29	0.58	0.00
偏债混合型基金	384	25.55	-0.13	-0.31
价值型基金	852	48.93	-0.68	-1.61
平衡型基金	1,418	70.58	-0.13	-1.06
成长型基金	982	79.60	-0.20	-0.62

资料来源：wind、粤开证券研究院

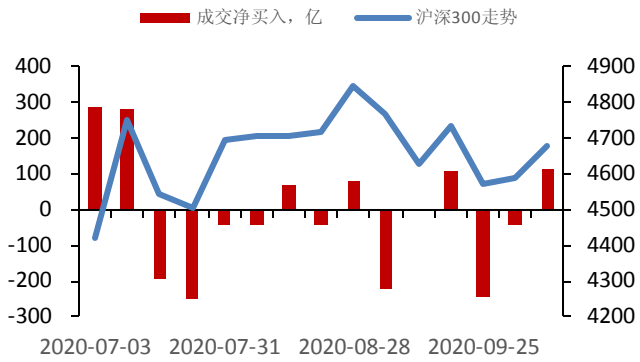
二级市场流动性：北上资金前三季度净流入不足千亿，四季度有望贡献重要增量。从总量来说，截至三季度，**北上资金的持股市值占 A 股总流通市值的比例仅有 3.24%左右**，中国作为全球第二大市场，这一比例相较于韩国、中国台湾的 16%和 27%的水平明显偏低，**后续可持续流入的空间巨大。**

另一方面，北上资金作为对市场有引领作用的“聪明钱”，其流向往往也与市场息息相

关。进入 7 月之后，北上资金的流向就不甚明晰，尤其是周级别的净流入与净流出交替出现，市场也同步出现震荡行情。

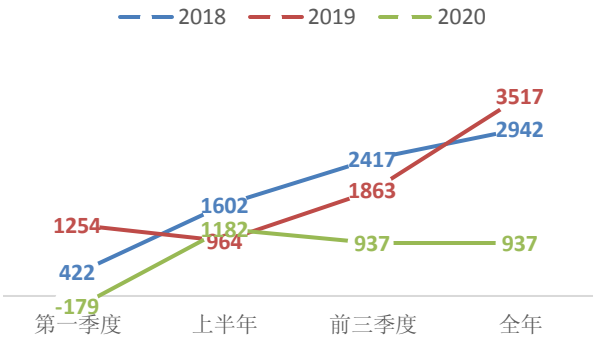
作为二级市场的重要增量资金，北上资金今年前三季度仅净流入 937 亿，远低于去年同期水平，2019 年前三季度净流入额为 1863 亿。从历史情况来看，下半年净流入额是要高于上半年的，但今年三季度北上呈净流出状态，累计净流出 244 亿，**后续外资持股比例增长的需求叠加四季度随着外部事件扰动的减小，北上资金或将重回趋势净流入，旗帜资金有望为市场贡献重要增量。**

图表31：北上资金流向与沪深 300 走势



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表32：今年前三季度净流入远低于去年同期水平



资料来源：wind、粤开证券研究院

产业资本方面：上市公司减持公告不断，四季度减持压力仍存。根据万得统计，第三季度共有 1224 家上市公司公告了减持计划，减仓参考市值 2280 亿元，环比、同比均有大幅增长，增幅分别为 57.94%和 93.90%。

从减持行业来看，**三季度持仓市值下降最多的主要集中在医药生物、电子、计算机、电气设备、化工五个板块，均为今年以来的热门行业**，2020 年前三季度涨幅分别为 44.39%、27.80%、17.82%、50.09%、18.95%，同期沪深 300 的涨幅为 11.98%。

今年以来上市公司减持潮不断，年初开始即延续去年年底的高位水平，而到了今年三季度又有明显大幅上升。**根据往年的情况来看，四季度减持压力通常不小。产业资本方面，四季度减持压力仍将存在，并不容忽视。**

图表33：三季度减持市值 TOP5 行业

序号	减持市值最多的行业	减仓参考市值，亿元	减持家数
1	医药生物	-411	133
2	电子	-375	111
3	计算机	-147	105
4	电气设备	-140	72
5	化工	-139	117

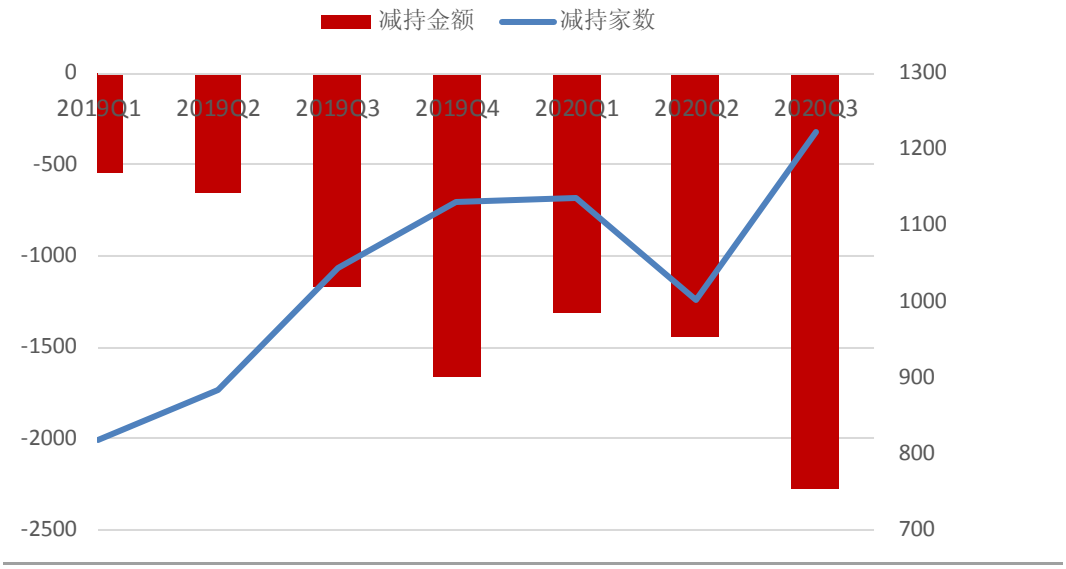
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表34：三季度减持家数 TOP5 行业

序号	减持家数最多的行业	减持家数	减仓参考市值，亿元
1	机械设备	139	-115
2	医药生物	133	-411
3	化工	117	-139
4	电子	111	-375
5	计算机	105	-147

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表35：上市公司公告减持家数及参考市值变化



资料来源：Wind，粤开证券研究院

三、配置方向：把握盈利驱动主线，均衡配置风格

在流动性驱动向盈利驱动的估值提升转换过程中，业绩将成为引领行情的风向标，尤其四季度临近年末，把握业绩确定性的重要性凸显。在风格配置上相对均衡，重点关注以下主线：

其一，经济复苏预期将引领低估值周期板块走强，优先关注顺周期板块中兼具成长性的行业，**如机械制造、建材等。**

其二，科技板块中长期受益于产业结构升级及行业景气上行，但短期估值有所承压，重点关注景气确定度高且具备利好催化的“真成长”行业，**如光伏、新能源汽车、消费电子等板块，静待估值回归后逢低布局优质成长股。**

其三，把握政策催化带来的主题投资机会，主**要从资本市场改革、内循环发展战略、十四五规划、区域经济发展及国企改革方面着手，关注大金融、粮食安全、高端制造、自主可控、大消费、5G、云计算、工业互联网、军工、有色金属、新能源、区域经济概念、国企改革等。**

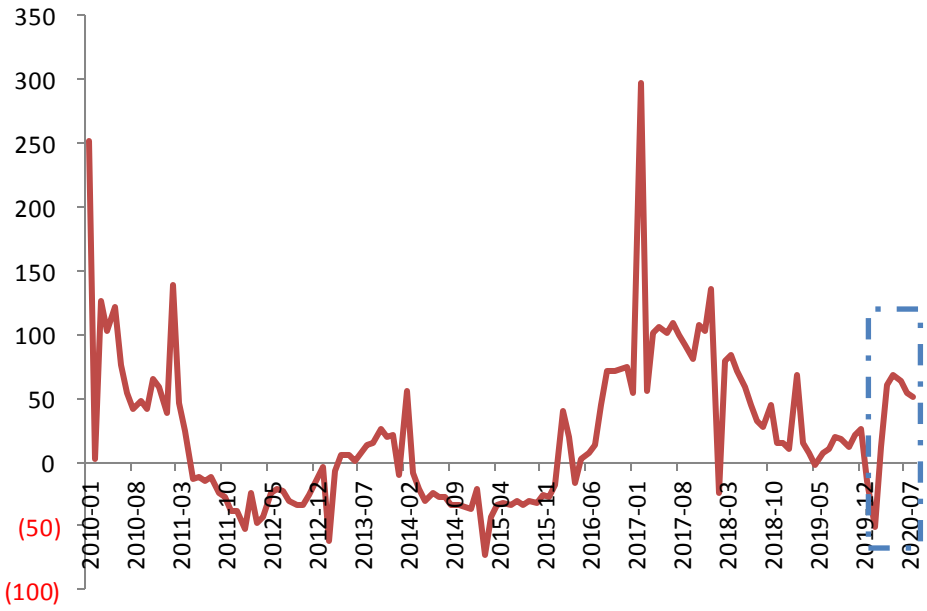
（一）经济复苏利好顺周期板块，优先关注成长性

经济复苏预期将引领低估值周期板块走强，优先关注顺周期板块中兼具成长性的行业，**如工程机械、建材等。**

1、工程机械：高景气+低估值

8 月份，工程机械行业同比增长 51.3%，自四月以来同比持续维持在 50%以上。作为周期改善性行业，申万二级行业通用机械的二季度单季净利润增速超过 200%，行业受疫情影响减弱。根据 8 月经济数据，基建投资 1-8 月累计同比增长 2.0%，**随着汛期及洪涝影响减弱以及复工复产的持续推进，基建的滞后需求将得到进一步释放，从而带动工程机械行业景气上行。**

图表36：挖掘机销量维持较高增速



资料来源：wind、粤开证券研究院

从估值方面来看，**目前工程机械行业的估值水平处于历史相对低位，**截止 10 月 12 日，申万工程机械板块的估值为 16.59 倍，近十年以来的历史分位点为 46.78%，**具备估值提升空间**

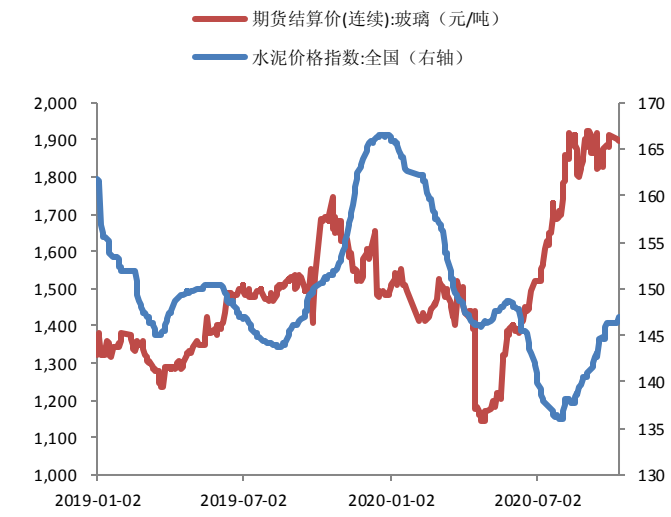
2、建材：边际需求改善，“量”、“价”有望齐升

随着经济进一步企稳回升，前期暂时停滞的基建需求持续释放，**需求的边际改善带动水泥、玻璃等建材价格出现明显上涨，同时库存持续下降。**自 4 月以来，玻璃期货结算价持续上涨，9 月初起维持高位震荡，截止 10 月 12 日，结算价为 1894 元每吨。水泥价格指数自 7 月下旬连续上涨，10 月 12 日收于 147.03，较 7 月的 136 左右的阶段低点显著回升。库存方面，浮法玻璃白玻、彩玻库存自 6 月以来整体持续下降。

叠加政策方面，在宽财政政策导向之下，**基建投资政策预计仍将积极，**成为扩大有

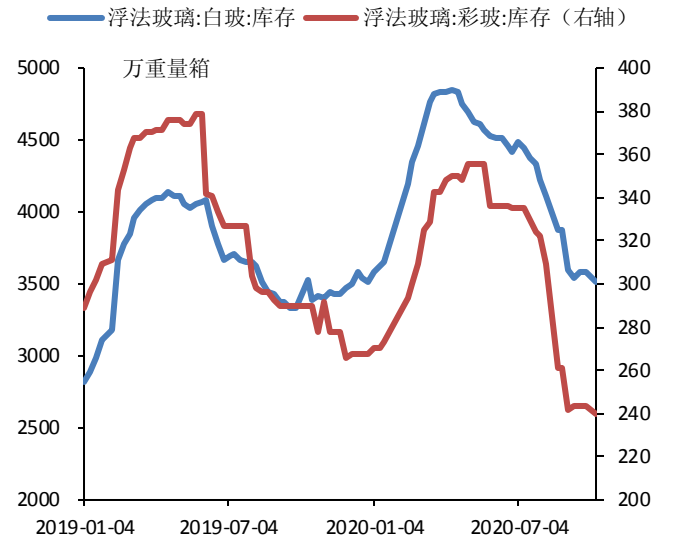
效投资、托底经济增长的重要手段，**一方面使得行业需求得到了保障，另一方面随着经济的回暖，处于库存周期底部区域周期性行业将进入补库存阶段，带来“量”、“价”齐升。**

图表37：玻璃、水泥价格显著提升



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表38：6 月以来玻璃库存整体持续下降



资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）景气确定度高且具备利好催化的“真成长”行业

科技板块中长期受益于产业结构升级及行业景气上行，但短期估值有所承压，重点关注景气确定度高且具备利好催化的“真成长”行业，**如光伏、新能源汽车、消费电子等板块，静待估值回归后逢低布局优质成长股。**

1、光伏：行业景气确定性高，扩产及技术更迭有望迎来业绩量价齐升

能源消费结构优化及平价趋势下，光伏景气扩产确定性高。根据年初国家能源局规划编制要求，非化石能源占一次能源消费比重目标在 2030 年达到 20%，预计带来国内年均新增光伏装机量约 116GW，接近 2019 年的 4 倍。叠加目前基本已接近平价，在资源禀赋好的部分地区价格低于传统能源，带动光伏新增装机需求。

扩产及技术更迭，设备厂商有望迎来业绩量价齐升。订单量方面，光伏设备厂商订单饱满，今年扩产规模高于预期，预计设备厂商订单及业绩将持续高增。设备单价方面，随着异质结技术成熟，存量产能更新后设备厂商将迎来量价齐升和盈利修复。

今年四季度有望迎来最强旺季。国内 Q4 装机量预计达到 20GW 左右；叠加海外需求，全球 Q4 装机预计达到 40GW 左右，玻璃价格不断上涨，行业处于高景气。**关注光伏产业链新签订单有望超预期的龙头企业。**

2、新能源汽车： 政策助推+供需改善，利好盈利修复

国内外政策持续助推。本周国内通过《新能源汽车产业发展规划》，欧洲 2030 年碳排放目标由 40%提升至 60%，目标趋严将带来对新能源汽车和基础设施的补贴政策加码。

2020 年新能源优质车型供给提升，渗透率加速提升推动行业从导入期迈入成长期。特斯拉国产化、Model3 持续降价、大众 MEB 平台首款 ID.3、比亚迪汉、小鹏 P7 等热销车型放量，引领各大车企电动化转型。

在政策拉动以及下半年新能源汽车行业基本面持续改善下，板块盈利有望持续修复，估值料将得到消化。**关注国产龙头比亚迪以及特斯拉产业链相关标的。特斯拉产业链中，关注切入全球供应链的中国零部件供应商；ModelY 新车型带来的增量配套机会；以及自产动力电池利好相关产业链。**

3、消费电子：5G 换机潮+苹果新机周期有望带动行业景气上行

2017 年以来消费电子出货量下降，2020 年 7 月共出货 5G 手机 1391.1 万部，占总出货 62.4%，随着 5G 手机渗透率提升，今明两年有望迎来换机大年。2021 年在低基数+5G 换机需求下，全年手机销量有望上升 5~10%，**终端需求将带动产业链中上游标的，如手机天线、射频前端、手机壳、无源器件相关厂商。iPhone12 预计在 5G、光学和面板方面有所创新，将利好相关产业链厂商，包括半导体设计公司、智能穿戴设备领域标的、面板和光学相关设备公司。**

（三）把握政策催化带来的主题投资机会

主**要从资本市场改革、内循环发展战略、十四五规划、区域经济发展政策及国企改革方面着手，关注大金融、粮食安全、高端制造、自主可控、大消费、5G、云计算、工业互联网、有色金属、新能源、区域经济概念、国企改革等。**

（1）资本市场改革持续推进，**利好券商、保险为代表的金融股，以及金融科技公司。**

（2）“内循环”为主，“双循环”相互促进的战略下的投资机会，可从供需两端及资本端切入。**供给端优先关注粮食安全、高端制造及自主可控领域；需求端重点关注优质国货品牌、免税概念及线上电商等新型消费带来的需求增量；资本端着力布局 5G、云计算、工业互联网等新基建行业。**

（3）“十四五”规划预计将推动国计民生行业深化改革，加强生态环境建设。**具体来看包括确保粮食安全、加强稀土等重要金属储备和推动国防军队现代化进程，提高可再生能源比例，大力发展光伏、风能、水电和核电等清洁能源**，相关行业有望迎来快速发展机会，**可逢低布局种业、军工、有色金属和新能源等板块优质标的。**

（4）**10 月 11 日，中共中央办公厅 国务院办公厅印发《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）》**，推动深圳综合实力进一步提升，继续强化深圳的“领头羊”作用；**对于区域经济发展而言，能够增强深圳在粤港澳大湾区建设中的核心引擎功能，进而带动与港、澳间的深层次、高水平合作。**政府工作报告提到加快落实区域发展战略，今年以来，区域经济利好政策频出，如海南自由贸易港建设总体方案、推进西部大开发形成新格局、金融支持粤港澳大湾区建设等，**政策逐渐向区域经济倾斜，粤港澳大湾区、海南自贸区、西部大开发等区域经济概念值得关注。**

（5）10 月 12 日国务院政策例行吹风会介绍了实施国企改革三年行动推动国有企业改革发展有关情况，**支持国有企业和民营企业兼并重组成为重要亮点。**三年行动聚焦**积极稳妥推进混合所有制改革、激发国有企业的活力、推动一系列国企改革专项行动落实落地**等八个重点任务，积极稳妥地推进混合所有制改革过程中，**合理设计和优化股权结构，鼓励引进战略投资者，与民营企业、中小企业不断深化合作。**国改主题受政策驱动的效应明显，《政府工作报告》中也明确提出提升国资国企改革成效，**当前国企板块整体**

估值较低，政策催化下，有望迎来估值修复良机，重点关注行业地位稳固的优质国企及民营企业，以及股权激励空间较大的国企。

分析师简介

殷越，上海财经大学硕士，2017 年加入粤开证券，现任首席市场分析师、新三板研究负责人。证书编号：S0300517040001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com