

中天研究

2020 年第 10 期

中天证券股份有限公司

目录

财经动态

9 月财经动态 2

投资策略研究

2020 年 10 月投资策略 11

投资组合

“中天一号”股票池 22

重点行业研究

机器人核心部件，精密减速器国产替代迎长期红利 28

如何理解我国的 CPI 31

发展第三代半导体大势所趋 37

人造肉——它香吗？ 40

免责声明

责任编辑：于文声　　执业证书编号：S1390519060001

9 月财经动态

2020 年 9 月 1 日～2020 年 9 月 30 日

9 月 1 日	
经济金融	8 月 31 日，印军破坏前期双方多层级会谈会晤达成的共识，在班公湖南岸、热钦山口附近再次非法越线占控，公然挑衅，造成边境局势紧张。中国西部战区新闻发言人对此表示，中国军队正采取必要应对措施，并将密切关注事态发展，坚决维护中国领土主权和边境地区和平稳定。 中共中央政治局 8 月 31 日召开会议指出，要因地制宜、分类施策、尊重规律，改善黄河流域生态环境。要大力推进黄河水资源集约节约利用，把水资源作为最大的刚性约束，以节约用水扩大发展空间。 周一，沪深两市成交额突破一万亿元。但北向资金午后加速离场，全天净卖出 80.26 亿元，创 7 月 24 日以来新高。
9 月 2 日	
经济金融	近平主持召开中央全面深化改革委员会第十五次会议，会议强调，要把保障粮食安全放在突出位置，健全粮食安全制度体系，加快转变农业发展方式，在探索现代农业发展道路上创造更多经验。会议还审议通过了《关于推进对外贸易创新发展的实施意见》、《关于进一步推进生活垃圾分类工作的若干意见》。 9 月 1 日，在岸人民币对美元即期汇率 16:30 收盘价报 6.8239 元，较前收盘价涨 296 点。盘中一度逼近 6.81 元关口，最高涨至 6.81 元，创 2019 年 5 月中旬以来新高。
9 月 3 日	
经济金融	国务院总理李克强 9 月 2 日主持召开国务院常务会议，会议指出，下一步要坚持稳健的货币政策灵活适度，保持政策力度和可持续性，不搞大水漫灌，引导资金更多流向实体经济，以促进经济金融平稳运行。 周三，创业板总成交量创下历史新高，成交额达到 3200 亿元，持续火爆。
9 月 4 日	

经济金融	外交部发言人华春莹宣布，2020 年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会将于 9 月 4 日在北京举行。国家主席习近平将在峰会上致辞。 证监会主席易会满表示，要充分认识法治对资本市场改革发展的重要意义，以建立实施资本市场法治建设高级咨询专家制度为契机，在法治轨道上推进资本市场全面深化改革，谱写资本市场法治建设新篇章。 商务部新闻发言人高峰表示，调整该目录是根据科技发展形势和推动国际科技交流合作的需要，按照国际惯例进行的例行调整，不针对具体企业。此前有人认为，中国调整这一目录是为了拖延字节跳动公司出售 Tiktok 业务。
9 月 7 日	
经济金融	美国时间 9 月 4 日，据路透社等媒体报道，美国政府有关部门正在考虑将中国大陆最大的芯片制造商中芯国际（SMIC）列入贸易黑名单。对此，中芯国际回应称，任何关于“中芯国际涉军”的报道均为不实新闻，我们对此感到震惊和不解。中芯国际愿以诚恳、开放、透明的态度，与美国各相关政府部门沟通交流，以化解可能的歧见和误解。 工信部部长肖亚庆表示，2020 年工信部将高质量编制“十四五”期间大数据、软件、信息通信等产业规划。明确新形势下的发展目标和任务，培育软件产业生态、推动产业聚集，加快建设数字基础设施，推动 5G 大规模的商用部署。
证券市场	证监会副主席方星海表示，进一步扩大沪深股通投资范围和标的，强化跨境上市公司的审计监管合作，严厉打击财务造假行为；中国股市价值投资理念更加巩固，投资行为更加理性，市场估值更加合理，长期困扰我国股市的所谓的牛短熊长，也就是说脉冲式的市场正在消失。
9 月 8 日	
经济金融	国务院原则同意《深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案》。方案提出，允许北京向外资开放国内互联网虚拟专用网业务，外资股比不超过 50%。优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，落实免税店相关政策。促进商贸文旅服务提质升级。支持王府井步行街在营造国际化消费环境和优质营商环境、打造国际化消费区域等方面先行先试。

	美国威胁将中芯国际列入黑名单，外交部回应称，一段时间以来，美方在拿不出任何真凭实据的情况下，泛化国家安全概念，滥用国家力量，对中国企业采取各种限制措施，这是赤裸裸的霸权行径，中方对此坚决反对。 国家外汇管理局9月7日公布的最新官方外汇储备数据显示，截至8月末，我国外汇储备规模为31646亿美元，较7月末上升102亿美元，升幅为0.3%，实现五连升，创自2016年10月以来新高。 海关总署昨日公布，8月份，我国外贸进出口2.88万亿元，同比增长6%。前8个月我国外贸进出口总值20.05万亿元人民币，出口首次实现了年内正增长。。
9月9日	
经济金融	美东时间周二，美国股市三大指数集体下挫。截至收盘，道指跌2.25%报27500.89点，标普500跌2.78%报3331.84点，纳指跌4.11%报10847.69点。个股方面，特斯拉股价跌逾20%，报330.02美元；苹果跌6.73%，市值跌破两万亿美元。 周二，A股指数午后集体回升，两市个股涨多跌少，炒作延续分化，逾20股跌超9%，创业板赚钱效应爆棚，逾60股涨超10%，24只个股涨停。创业板成交额首超沪市。 深交所“妖股”集体停牌核查，天山生物、长方集团、豫金刚石因近期公司股价异常波动，股票9月9日开市起停牌核查。深交所再次要求“天山生物”停牌核查，着力强化对炒小炒差的监管。 据乘联会数据显示，8月新能源乘用车批发销量突破10万辆，同比增长43.7%，环比7月增长23.9%。中国8月广义乘用车零售销量172.8万辆，同比增长8.8%。
9月10日	
经济金融	习近平9月9日下午主持召开中央财经委员会第八次会议，会议指出，加强高铁货运和国际航空货运能力建设，加快形成内外联通、安全高效的物流网络。要完善现代商贸流通体系，培育一批具有全球竞争力的现代流通企业。要强化支付结算等金融基础设施建设，深化金融供给侧结构性改革，提供更多直达各流通环节经营主体的金融产品。 国家统计局公布数据显示，8月份，CPI同比上涨2.4%，涨幅比上月回落0.3个百分点；食品价格上涨11.2%，涨幅比上月回落2.0个百分点。

	李克强 9 月 9 日主持召开国务院常务会议，确定支持新业态新模式加快发展带动新型消费的措施，促进经济恢复性增长等。会议指出，加快新型消费基础设施建设。推动 5G 网络、物联网等优先覆盖核心商圈、产业园区、交通枢纽，建设千兆城市，加快农村商贸流通数字化升级，推进智能快件箱等终端建设共享。
9 月 11 日	
经济金融	国务院副总理刘鹤 10 日应约与欧盟委员会执行副主席韦斯塔格共同以视频会议形式主持中欧数字领域高层对话。 央视财经评论称，在加强上市公司监管以及投资者教育的同时，建立适度的做空机制，对冲市场风险，也是长牛慢牛的必要的技术条件。 韩正主持召开药品和高值医用耗材集中带量采购工作座谈会。韩正强调，要推动国家组织药品集采工作常态化、制度化开展。要加快扩大集采范围，着力破解医用耗材标准不一、分类不清等问题，扎实做好心脏支架集中带量采购工作。要加强中选产品全生命周期质量监管，对质量问题实行零容忍，依法依规查处。
9 月 14 日	
经济金融	习近平 9 月 11 日下午在京主持召开科学家座谈会强调，组建一批国家实验室，形成我国实验室体系，发挥高校在科研中的重要作用，推动重要领域关键核心技术攻关。加大基础研究投入，在财政、金融、税收等方面给予必要政策支持，创造有利于基础研究的良好科研生态。 经李克强总理签批，国务院日前印发《关于实施金融控股公司准入管理的决定》。《决定》明确，在我国境内的非金融企业、自然人以及经认可的法人控股或者实际控制两个或者两个以上不同类型金融机构，具有规定情形的，应当向中国人民银行提出申请，经批准设立金融控股公司。 9 月 11 日，央行公布的 8 月金融数据和社融统计数据显示，当月新增人民币贷款 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元；社融增量 3.58 万亿元，比上年同期多 1.39 万亿元。广义货币(M2)增速尽管环比微降 0.3 个百分点，但依然连续六个月保持双位数增长。
9 月 15 日	
经济金融	国家主席习近平 14 日晚在北京同欧盟轮值主席国德国总理默克尔、欧洲理事会主席米歇尔、欧盟委员会主席冯德莱恩共同举行会

	晤，会晤以视频方式举行。中欧领导人确认，加快中欧投资协定谈判，实现年内完成谈判的目标。 美国商务部 5 月 15 日公布的对华为限制新规将正式于 9 月 15 日生效。 穆迪确认中国的 A1 评级，维持展望稳定。穆迪预计中国经济 2021 年增长 7%。
9 月 16 日	
经济金融	中共中央办公厅印发《关于加强新时代民营经济统战工作的意见》。《意见》指出，要规范沟通协商内容，创新沟通协商形式，加强对商会和民营企业的联系服务，完善民营企业诉求反映和权益维护机制。鼓励民营企业参与混合所有制改革。引导民营企业完善法人治理结构，探索建立中国特色现代企业制度。 世界贸易组织裁定，根据该组织的规则，特朗普政府对价值超过 2000 亿美元的中国商品征收的关税是非法的。特朗普一再批评世贸组织涉嫌不公平对待美国。 在贷款市场报价利率改革推行一年之际，央行周二晚间发布货币政策执行报告增刊，表示将继续有序推进贷款市场报价利率（LPR）改革，通过改革完善 LPR 形成机制入手带动贷款利率市场化，并进一步推动存款利率的市场化。 国家统计局公布了 8 月份我国经济运行情况。8 月份社会消费品零售总额同比增长 0.5%，今年以来首次转正；8 月全国规模以上工业增加值增速比 7 月份加快 0.8 个百分点，前 8 月累计增速实现了年内首次转正。前 8 个月固定资产投资同比降幅比 1—7 月份收窄了 1.3 个百分点。
9 月 17 日	
经济金融	习近平总书记 16 日赴湖南考察调研。当天下午，他来到郴州市汝城县文明瑶族乡沙洲瑶族村，了解当地开展红色教育、发展扶贫产业、巩固脱贫成果等情况。 李克强表示，7、8 月份中国经济继续稳定恢复，说明宏观政策的积极成效在不断显现。经过努力，中国经济发展可以实现年度主要预期目标，全年经济有望实现正增长。 9 月 14 日至 15 日，国务院副总理韩正在湖北省武汉市就复工复产、创新驱动发展、生态环境保护等进行调研。韩正指出，要加大新技术、新产品商业化应用力度，提升产业集成水平，集中力量攻克“卡脖子”技术，增强关键基础材料自主保障能力。要坚持问题

	导向，完善顶层设计，加强政策扶持力度，为企业技术进步、开拓市场提供有效保障。
9 月 18 日	
经济金融	近平总书记 17 日在湖南省长沙市考察调研。他来到山河智能装备股份有限公司、马栏山视频文创园、湖南大学岳麓书院，考察当地发展先进制造业和文化产业、加强和创新高校思想政治工作、传承弘扬优秀历史文化情况。 国务院总理李克强 9 月 17 日主持召开国务院常务会议，要求按照“两个毫不动摇”，支持国有企业和民营企业改革发展。会议指出，加快电网企业剥离装备制造等竞争性业务，推动油气基础设施向各种所有制企业公平开放。支持民企参与重大铁路项目建设。进一步向民企开放国家重大科研基础设施。 数据显示，9 月 16 日，可统计的货币基金 7 日年化收益率为 1.97%，创下近 5 个月来的新高。
9 月 21 日	
经济金融	当地时间 9 月 19 日，美国总统特朗普表示，他“在概念上”同意抖音海外版 TikTok 与甲骨文的协议提案，并对协议议案表达了自己的“祝福”。美国商务部也在当地时间 19 日宣布，禁止在美国下载抖音海外版 TikTok 的禁令至少推迟至 9 月 27 日，该禁令原定于 20 日生效。 国务院副总理刘鹤 19 日强调，科技城要着力增强自主创新能力建设，加大关键核心技术攻关力度，大力发展先进适用技术，全力保障国家重大项目建设。 财政部数据显示，1-8 月累计，全国一般公共预算收入 12.68 万亿元，同比下降 7.5%。印花税 2271 亿元，同比增长 27.6%。其中，证券交易印花税 1427 亿元，同比增长 48.6%。
证券市场	国联证券与国金证券合并消息得到“实锤”。9 月 20 日下午国联证券与国金证券发布停牌公告，前者将通过换股的方式吸收合并国金证券；与此同时国联证券收购长沙涌金持有国金证券约 7.82%的股权。 证监会修订发布《关于加强上市证券公司监管的规定》，要求证券公司强化内部控制和内幕信息管理，取消月度经营数据和中期报告关于证券公司分类结果的披露要求。
9 月 22 日	

经济金融	美股三大指数盘中大跌尾盘回升，道指收跌 1.85%，标普 500 指数跌 1.16%，纳指跌 0.13%，科技股尾盘上涨助纳指逼近平盘。隔夜欧股大幅下挫，德国 DAX 指数跌逾 4%，英国富时 100 指数、法国 CAC40 指数、欧洲斯托克 600 指数皆跌超 3%。 国务院办公厅印发《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》。《意见》提出，经过 3-5 年努力，促进新型消费发展的体制机制和政策体系更加完善，到 2025 年，培育形成一批新型消费示范城市和领先企业。 央行发布 2020 年 8 月份金融市场运行情况，8 月沪市日均交易量为 4592 亿元，环比下降 20.4%，深市日均交易量为 6026 亿元，环比下降 18.1%。
9 月 23 日	
经济金融	习近平主持召开教育文化卫生体育领域专家代表座谈会强调，加快实施健康中国行动，加快优质医疗资源扩容和区域均衡布局；推动体育产业高质量发展，不断满足体育消费需求。 李克强在交通银行召开金融支持实体经济工作座谈会时强调，要继续保持金融支持实体经济政策的合理力度，推动服务创新，拓展普惠金融。
9 月 24 日	
经济金融	李克强主持召开国务院常务会议，部署进一步提高上市公司质量，保护投资者权益，推动资本市场持续平稳健康发展。会议还指出，对操纵市场、内幕交易等违法违规行为加大处罚力度，大幅提高违法违规成本。 工信部发布推进信息无障碍的指导意见，鼓励研发生产可穿戴、便携式监测、居家养老监护等智能养老设备。 财政部最新数据显示，8 月份国有企业营业总收入较去年同期增长 6%。
9 月 25 日	
经济金融	习近平对供销合作社工作作出重要指示强调，牢记为农服务根本宗旨，持续深化综合改革，努力为推进乡村振兴贡献力量。 李克强对第五届新农民新业态创业创新大会作出重要批示强调，进一步优化农村创业创新环境，加快培育农村发展新动能，持续拓展农民就业空间和增收渠道。

	国务院副总理韩正 24 日主持召开推动长三角一体化发展领导小组全体会议。韩正强调，要率先探索关键核心技术攻关新型举国体制，加大科技攻关力度，在集成电路、生物医药、人工智能等重点领域和关键环节实现突破。要大力提升城市发展水平，坚决不把房地产作为短期刺激经济的手段，因城施策稳地价、稳房价、稳预期。 富时罗素公司宣布，中国国债将于 2021 年 10 月份被纳入富时罗素全球政府债券指数（WGBI）。纳入时间仍有待富时罗素咨询委员会成员和其他指数用户在 2021 年 3 月份正式确认。
9 月 28 日	
经济金融	第三次中央新疆工作座谈会 9 月 25 日至 26 日在北京召开。习近平指出，要发挥新疆区位优势，以推进丝绸之路经济带核心区建设为驱动，把新疆自身的区域性开放战略纳入国家向西开放的总体布局中，丰富对外开放载体，提升对外开放层次，创新开放型经济体制，打造内陆开放和沿边开放的高地。 路透社报道称，美国政府已经对中国芯片制造企业中芯国际施加了出口限制。中芯国际澄清称，截至本公告披露日，本公司并未收到此类官方消息。 中国 8 月全国规模以上工业企业利润 6128 亿元，同比增加 19%。 9 月 27 日，国务院国有企业改革领导小组第四次会议召开，会议指出，国有企业改革三年行动是未来三年落实国有企业改革“1+N”政策体系和顶层设计的具体施工图，要根据不同行业集中度要求，推动形成比较好的市场结构。国企民企要相互配合，推进兼并重组和战略性组合。
证券市场	在中国 REITs 论坛 2020 年会上，证监会公司债券监管部主任陈飞称，目前公募基础设施 REITs 试点正在紧锣密鼓、有序推进当中，相关配套规则和持续监管制度正在加紧完善。 证监会等三部委进一步降低 QFII、RQFII 准入门槛，新增允许投资新三板、私募基金、金融期货、商品期货、期权等，允许参与债券回购、融资融券、转融通证券出借交易。
9 月 29 日	
经济金融	中共中央政治局 9 月 28 日召开会议，研究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重大问题。会议指

	出，必须坚持深化改革开放，强化有利于提高资源配置效率、有利于调动全社会积极性的改革开放重大举措。 中国人民银行货币政策委员会 2020 年第三季度（总第 90 次）例会于 9 月 25 日召开。相比央行货币政策委员会上一季度例会，此次例会新闻稿删除了“加大宏观政策调节力度”的表述。这也再次说明了，疫情对当前经济的影响在逐渐消退，监管部门不急于启动更多或力度更大的措施，以避免套利或者资源错配等现象发生。 央行数字货币研究所与上海市长宁区人民政府在市政府签署战略合作协议，根据协议，双方将集聚技术、人才、场景和服务优势，成立上海金融科技公司，逐步实现贸易金融区块链平台和技术研发中心落地。
9 月 30 日	
经济金融	栗战书主持召开十三届全国人大常委会会议，决定第二十二次会议 10 月 13 日至 17 日在京举行，将审议国务院关于 2019 年度股票发行注册制改革有关工作情况的报告。 工信部发布 2020 年 8 月电子信息制造业运行情况，8 月份，规模以上电子信息制造业增加值同比增长 8.7%，增速同比增长 4 个百分点。 工信部数据显示，1-8 月，我国软件业完成软件业务收入 49984 亿元，同比增长 10.0%。 外汇局数据显示，8 月我国国际收支口径的国际货物和服务贸易顺差 3121 亿元。

2020 年 10 月投资策略

研究发展中心 研究员 张雷

执业证书编号：S1390514040003

伴随着国庆长假的临近，近期市场对于国庆长假持币还是持股的讨论又开始升温。从历史回顾来看，从过去十年节前情况来看，多数年份国庆节前市场均呈现明显调整，投资者节前仍需保持谨慎。

我们认为国庆节前市场调整主要来自于三个方面原因：

1）资金面季节性收紧，导致市场成交量萎缩。国庆节前由于季度末叠加商业银行长假期间资金备付需求，资金面容易出现季节性紧张。与往年相比，今年中秋与国庆双节叠加，假日较往年更长，资金压力也更集中。

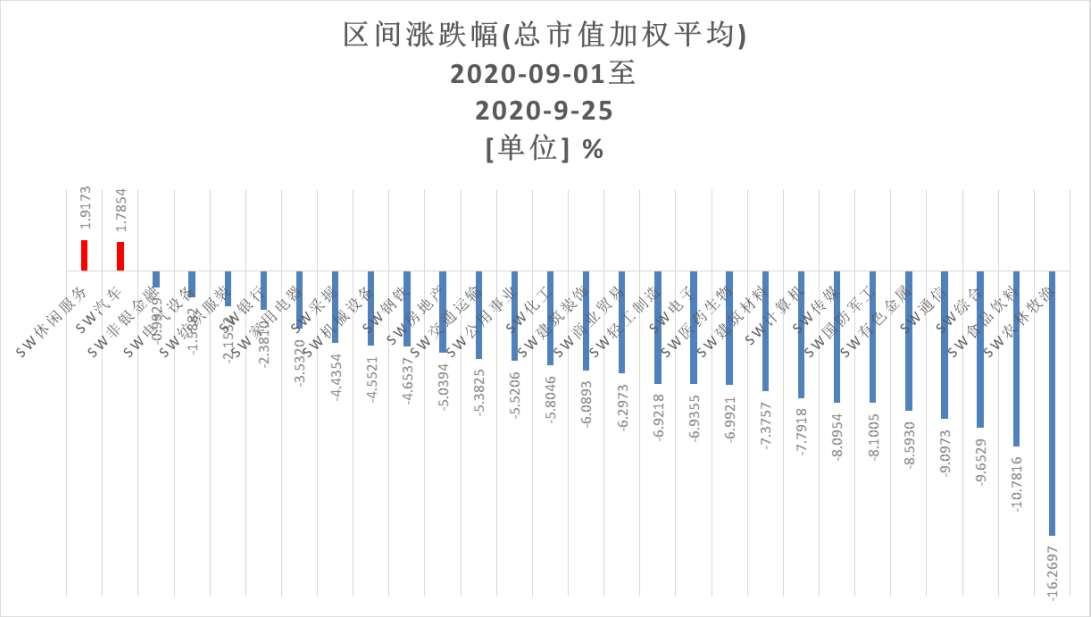
2）绝对收益投资者提前锁定年内收益。对于考核绝对收益的机构和投资者而言，往往从每年农历新年后开始逐步建立头寸，如果到 9 月初有一定收获，便会出现锁定收益的操作。从今年情况来看，前三季度市场行情火爆，也容易出现获得绝对收益投资后提前锁定收益情况。

3）长假期间容易出现海外风险事件对市场造成扰动。 投资者需要重点关注：（1）当前海外疫情进一步爆发风险上升，欧洲部分国家面临新一轮经济封锁；（2）美国大选临近，需要担心美股波动率上升和特朗普对华进一步施压；（3）英国脱欧仍然存在变数。

9 月的 A 股市场，可谓是大涨之后的回调，经历了 7 月份市场的快速上涨，以及创业板涨跌停制度的开放两轮冲击，市场在两个月内积累的获利盘已经十分丰厚，短期内的获利盘，使得市场有兑现利润的需求，另外，政策面和资金面并不具备推动一波大行情的条件，且国外疫情的二次爆发给外围市场带来的冲击逐渐开始波及到 A 股市场，因此，在过去的一个月时间内，市场出现连续的回调，尤其创业板，在 8 月份就开始出现冲高回落的走势，9 月份更是加速了这种下跌，使我们感受到创业板涨跌停扩大之后，风险也在加剧，未来对于市场节奏的把控要求更高。

行业方面，本月申万 28 个行业几乎全军覆没，除了休闲服务和汽车行业小有涨幅以外，其余 26 个行业都有不同程度的跌幅，跌幅排在前五位的分别是农林牧渔（-16.27%），食品饮料（-10.78%），综合（-9.65%），通信（-9.10%），有色金属（-8.60%）。（本数据截止到 2020 年 9 月 28 日）

图表 1:9 月申万一级行业涨跌幅



数据来源：wind

十月份市场分析

首先，流动性方面，人民币汇率继续处于升值趋势中，同时短期内美股持续大跌导致沪深持续流出的概率也偏低。海外扰动对 A 股的影响更多来自流动性，一个是汇率，另一个是陆股通资金流向。从汇率指标来看，近年来美元兑人民币汇率边际快速走高时，同期沪深 300 往往走弱。例如 2015 年 811 汇改实施、2018 年中美贸易摩擦爆发，市场基本处于持续下行的趋势。从外汇储备和中美利差的情况来看，人民币汇率的走势相对可控，国内相对领先的基本面也使得人民币仍处于升值趋势中。汇率短期大幅贬值导致 A 股承压的可能性较低。

陆股通仅在海外危机发生引发短期美元流动性风险时出现大幅流出。自 2017 年沪深股通加速流入以来，外资大幅流出仅在 2018 年中美贸易摩擦、以及今年 3 月全球流动性危机爆发期间发生。目前来看无论疫情、美国大选等事件冲击，还是美元流动性的恶化状况，均远不及美国 3 月份流动性危机时，同时考虑到节前陆股通资金已经大幅流出避险，因此我们认为短期内美股大跌导致沪深持续流出的概率也偏低。

其次，基本面来看，国内疫情防控和经济修复领先于欧美，海外爆发大规模危机影响国内经济概率较小。美国基本面对国内经济的传导，从出口数据可见端倪，国内出口增速一般略滞后于美国 PMI 触底。从目前来看，美国 8 月的 PMI 和最新公布的失业率数据均显示，经济仍处于疫情后触底回升的通道中，国内出口也在 2 月触底后持续回升，7 月的增速已经达到 7.2%。此外，疫情防控力度的差异也决定了疫情彻底结束前，中国的基本面还将显著领先海外主流经济体。在 6 月 25 日 IMF 发布的《世界经济展望》中，中国成为了在 2020 年唯一保持增长的主要经济体。海外市场波动要影响到国内经济，需要出现类似于 2008 年金融危机或者今年 3 月份的疫情超预期大爆发等事件，概率较小。

最后，市场层面，目前 A 股市场估值分位较低，市场对目前的一些风险已有提前反应。估值方面，8 月以来港股权重股的盈利大幅下修，恒生指数估值被动抬高。截至 9 月 25 日，A 股中的沪深 300（76%）成为全球主要股票指数中估值分位数最低的一个，而欧美主要指数的估值分位数多已经在 99%左右，估值优势将带给 A 股更大的韧性。此外，节前 A 股市场对流动性偏紧、地产相关风险事件以及长假期间海外市场可能的风险均已经有所提前反映，A 股主要指数成交额均降低至 6 月市场上涨前的水位，上周五全市场成交额降至 5600 亿。个股方面，本轮转型牛领涨个股的回撤多已达到 35%，且回撤的时间多已达到过去全面牛市中的平均水平，风险释放较为充分。整体来看，今年“十一”期间海外市场波动可能对 A 股市场的影响有限，A 股市场更有韧性。

国庆期间可能影响 A 股市场情绪的风险点主要来自海外

1、美国大选不确定性仍较大，美国大选不确定性增强，可能使得美股波动加大，对 A 股产生传递性风险，以及导致中美摩擦进一步升级。

9 月 7 日美国秋季竞选季开启，共和党候选人特朗普和民主党候选人拜登投身密集的竞选活动，两人重点关注摇摆州选情，举行了不同的竞选活动争取选票，同时在经济和疫情问题上互相发难。从后续的大选活动来看，近期值得重点关注的是 9 月 29 日第一次总统候选人辩论，以及 10 月 7 日副总统候选人辩论。从目前的总民调来看，拜登暂时领先，但优势有所缩窄。特朗普虽然暂时落后，但鉴于其健康状况更优、后续尚有 3 次总统辩论、以及美国经济复苏状况和疫苗问世时间可能影响竞选结果等不确定性因素存在，特朗普仍有一定的优势存在。这在一方面使得美股波动加大，可能导致对 A 股的传递性风险；另一方面，局面越不利于特朗普的情况下，他越有可能通过出台对华强硬政策来提升自身的支持率，这使得中美摩擦进一步升级可能性加大。

2、海外疫情二次爆发导致欧美市场风险偏好下降的可能仍在，疫情大规模爆发导致全球流动性危机可能性不大，但小范围疫情爆发可能导致短期市场风险偏好下降。

近期欧美疫情再次出现二次爆发迹象，受其影响，9 月 21 日全球资本市场出现较为明显的震动，股市、黄金、原油都有较大幅度的下跌。风险资产与避险资产同跌，引发市场对于 3 月份流动性危机再度爆发的担忧。但从目前情况来看，一方面，欧洲二次疫情弱于第一波，且各国检测能力较前期也有明显提升，疫情影响超过第一波的可能性不大；另一方面，当前市场情绪的恐慌程度与 3 月份时期无法相比，美国流动性并未出现明显的问题。从各国政府的应对来看，欧洲主要国家都采取了相应措施：英国暂时保持财政刺激力度，仅封锁局部地区；德国积极推出新一轮财政政策，不考虑再次封锁全国；法国计划出台大额财政刺激计划，避免封锁全国；西班牙暂未推出新一轮财政刺激计划，已经封锁首都部分地区。疫情再次大规模爆发导致全

球流动性危机可能性不大，但部分地区和国家疫情有超预期爆发导致海外市场风险偏好下降的可能性仍在。

3、国庆假期期间海外经济数据披露

美国失业率、欧洲 PMI 数据等不及预期的可能性仍然存在。从目前的情况来看，欧洲二次疫情初现，欧盟商品贸易进出口同比 7 月份再次回落，分别为-15.9% 和-11.3%。疫情对欧洲商品贸易进出口冲击较大；而美国二次疫情并没有对贸易修复造成明显的拖累。这可能主要由于欧洲各国针对二次疫情的封锁措施强于美国。但国庆期间，欧美多项重要经济数据披露，美国失业率、欧洲 PMI 数据等不及预期的可能性仍然存在。欧美经济数据不及预期导致外围市场大跌，从而对 A 股产生传递性影响的可能性仍然值得警惕。

人民币相对美元短期贬值主要源于美元指数走强，对市场影响相对有限

近日美元指数大幅走强，背后是作为美元指数中的第一大和第三大权重项的欧元和英镑兑美元的走弱。欧洲疫情二次爆发使得欧洲经济复苏前景蒙尘，而美国第二波疫情见顶回落，欧美经济前景的预期差发生扭转。在美元指数走强带动下，近期美元兑人民币有所上升。从历史来看，人民币短期大幅贬值会使得市场持续下行，例如 2015 年 8.11 汇改、 2018 年中美贸易摩擦爆发等。但从目前的情况来看， 9 月以来美国疫情又出现抬头的迹象，国内疫情控制在全球仍相对领先，基本面上的优势也仍然存在。这使得人民币短期相对美元贬值的情况缺乏持续的基础。因此短期汇率小幅上升对市场影响也相对有限。

国内经济延续景气复苏态势，上市公司业绩提升稳步回暖

1、需求继续恢复，生产难再提速

天气干扰的消逝令采矿及公用事业工业增加值出现明显改善，促成了 8 月工业增加值整体增速水平的再度抬升，与此同时，不仅房地产投资继续保持强劲，制造业投资和消费的恢复力度也有所强化。就四季度而言，制造业投资和消费所代表的内生增长动力的恢复态势，

以及以基建投资为代表的补位力量将成为国内经济恢复的主导边际变量。

1) 出口增速进一步改善， 防疫物资拉动力趋弱

8 月进出口同比数据持续改善，其中出口和进口当月季调同比分别增长 13.7%和 2.3%，较 7 月分别提升 7.6 和 3.9 个百分点，出口增长改善明显，并带动其累计同比降幅缩窄 1.8 个百分点至-2.3%。相较于此， 8 月进口增速的改善力度则较弱，于是当月贸易顺差继续维持高位，达到 589.30 亿美元。

分产品类别来看，防疫物资对出口的拉动力持续回落， 8 月医疗仪器及器械同比增速仅为 38.88%，较 7 月显著回落近 40 个百分点，其对出口增长的拉动力也下降 0.4 个百分点至 0.26%，纺织纱线、织物及制品对出口的拉动力也由 7 月的 3.25%下降至 8 月的 2.94%；另一方面，美国防疫态势向好，且疫情二次回潮下并未出现大范围的生产阻断，于是非防疫物资出口的改善仍在延续，其中服装及衣着附件 8 月出口同比恢复正增长，其对出口的拉动由 7 月份的-0.55%提升至 0.22%。分地区来看， 8 月中国对主要国家和地区的出口增速均有所改善，尽管对美出口改善最为明显，但累计同比增速仍为-3.6%，远低于对欧盟 2.1%的累积同比增速，其中固然有疫情防控差异所带来的影响，但更为重要的则是不断演进的贸易摩擦。

展望来看，尽管疫情反复对外部需求的冲击目前看依旧可控，但是一方面疫情的发展具备不确定性，另一方面逆全球化思潮的演进存在不确定性，于是外部需求的风险依旧不容忽视。 就贸易顺差来看，即使四季度出口增速小幅回落，且进口增速继续回升，贸易顺差仍有望超过去年同期水平，对 GDP 形成拉动，回望 2020 年，在疫情的冲击下，贸易顺差明显好于年初预期，其对 GDP 的拉动作用部分抵补了内需恢复缓慢对经济产生的拖累。

2) 需求恢复有所提速，消费增长首次转正

2020 年 8 月经济态势继续向好，需求恢复力度有所强化，虽然房地产投资增速继续引领，但是制造业投资和消费的改善更应值得关注，具体来看：

投资方面，8 月固定资产投资累计同比降幅进一步收窄至-0.3%，较 7 月回升 1.3 个百分点，其中房地产、基建和制造业投资累计同比增速分别为 4.6%、 -0.3%和-8.1%，制造业仍位居末席，但值得关注的是，在 2019 年同期基数有所抬升的情况下，8 月制造业投资累计同比增速仍明显改善。展望来看，房地产打折回款以及加速周转下其投资韧性仍有望保持，但上行空间有限；在经济前瞻及现金流缓慢向好的双重推动下，制造业投资增速的改善力度或将有所提升；基建投资在财政刺激加力呵护需求的诉求下将持续改善，但改善力度将体现相机决策的特征。

消费方面，8 月消费当月同比增速首次归正，较 7 月提升 1.6 个百分点至 0.5%，尽管汽车消费同比仍增长 11.8%，但增速较 7 月小幅回落，主导 8 月消费增速回归正值的边际力量来源于服装鞋帽、通讯器材以及家电等消费品同比增速的显著改善；此外，餐饮消费稳步回升以及票房收入的快速恢复都对消费形成了显著支撑。就业方面，虽然就业环境继续小幅好转，但是高校毕业生失业率在 8 月份仍有所上升，表明重点人群的就业压力依旧值得关注。展望来看，尽管收入承压仍对消费增长形成压制，但是疫情防控对线下消费活动限制将逐步减弱，而且消费者心理恐惧也将持续降低，特别是考虑到电影院限制的逐步放宽将极大弱化其对消费的拖累，消费同比增速的改善步伐有望提速。

3) 生产同比改善停滞，环比增速继续回落

8 月工业增加值同比增速为 5.6%，较 7 月显著提升 0.8 个百分点，当月季调环比增速回升至 1.02%。三大门类中，采矿业及公用事业工业增加值当月同比分别为 1.6%和 5.8%，分别较 7 月提升 4.2 和 4.1 个百分点，其主要体现出天气变化的扰动，而制造业增加值同比增速则持平于 7 月。具体就制造业各行业而言，尽管电气机械和汽车

行业同比增速仍位居前列，但其增速水平均较 7 月有所回落，当月同比增速改善较为明显的则主要以周期类行业为主，其中化学制造、有色金属冶炼与压延以及金属制品工业增加值同比增速较 7 月份的提升幅度均超过 2 个百分点。展望来看，考虑到制造业增速仍将受制于需求和供给改善的异步差，而剔除气候扰动后，采矿和公用事业的改善也难持续，于是工业增加值当月同比增速有望维持目前水平，进一步提升的空间有限。

2、中报业绩同比转正，疫情冲击基本消化

2020Q2 各板块单季营收增速均有回升，单季净利增速均由负转正。2020Q2 主板（剔除金融、两油）、中小板及创业板营收同比增速分别改善 19.1/15.7/21.9 个百分点至 8.8%/8.8%/8.9%。利润方面，各板块净利增速均由负转正、大幅回升。其中，创业板改善幅度最大，回升 80.2 个百分点至 43.5%，与此同时，主板和中小板也分别回升了 49.6/42.8 个百分点至 3.1%/26.9%。

整体来看， 在疫情防控措施尚未完全解除的背景下，上市公司营收仍低于疫情前水平，不过从净利增速来看，除中小板外，主板和创业板已超出疫情前的水平，呈现良好的恢复态势，显示企业对于疫情的冲击已基本消化完毕，未来国内疫情可防可控下，随着经济景气的回升，上市公司业绩有望获得支撑。

截至 2020 年 9 月 26 日，沪深两市共 580 家公司披露三季度业绩预告，其中预喜率为 35.51%，共 206 家企业。

目前科创板和中小板的三季报业绩披露率相对较高。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。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、轻工制造、汽车、商业贸易披露率居前；银行、建材、钢铁、非银金融、公用事业披露率较低。从各行业已披露企业预喜率来看，农林牧渔、电气设备、电子行业、医药生物、国防军工的预喜率较高，商业贸易、休闲服务、采掘、交运、传媒行业的预喜率较低。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%以上的公司主要分布在医药生物、化工、电气设备、电子、机械设备、计算机行业。

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。

3、工业企业效益维持高增，企业盈利来自于结构特征

二季度以来在复工复产持续推进下，工业增加值持续改善，在这一过程中， 规模以上工业企业效益也由负转正，获得明显改善。一方面，与二季度工业生产继续恢复有关，企业规模的扩张带来了盈利的增加；另一方面，工业品价格降幅的收窄也对企业经营效益形成支撑。需要注意的是，在工业企业效益明显回升的过程中，呈现出一定的结构性特征。

PMI 数据显示，3 月以来，制造业 PMI 连续位于荣枯线以上，显示制造业景气度持续扩张。不过从其结构来看，中大型企业与小企业景气度 5 月开始出现分化，在中大型企业持续复苏的过程中，小企业的景气度却在持续回落。究其原因，主要是由于小型企业的需求不足，在中大型企业新订单明显回升的态势下，小企业新订单逐步走低，从而造成景气度的持续萎缩。进一步的，从新出口订单来看，与新订单明显的异步性不同，大中小企业新出口订单保持较高的同向性，因而造成大中企业与小企业需求分化的根本原因在于内需的差异。

由于小型企业对就业的贡献较大，在需求不足的情况下小企业及其衍生出的就业和需求问题或成为经济运行的一个潜在风险点。

10 月份投资策略

在经历 7 月市场的亢奋后， 8、 9 月行情进入到震荡过程。在经历中报季后，市场的盈利情况迎来新一轮的确认，但短期的业绩向好并未使行情得到有效突破，行情仍在区间内徘徊。

从估值的情况来看，动态市盈率的历史纵比并不便宜，包括全 A、沪深 300、中小及创业板的动态市盈率水平位于均值附近。虽然一季度疫情对盈利的冲击带来了 PE 的走高，使得动态市盈率水平可能存在失真，但从受疫情冲击较小 PB 估值去看，估值层面仍难言有明显的低估，在估值层面总体看即便是有修复空间，这种空间也相对较小，占不到太多估值的便宜。

而如果进一步考虑港股溢价的因素，当前港股相对 AH 股的溢价率来到了历史的比较高的水平， A 股也出现了相对港股更贵的特征，这也使得 A 股的估值支撑并不坚实。

对于当前的市场环境而言，在盈利端，短期看对行情存在一定支撑，短期的经济恢复和盈利修复只是支撑的一部分，来自于收入和盈利头部化过程对行情也产生部分支撑。不过对于疫情发展、经济中长期的隐忧及头部化过程所引发的小微企业衍生问题，短期无法有效化解，因此业绩并不能推动较大量级行情的发展。

对于估值因素而言，从估值水平去看，相对适中，估值上并不存在明显的低估，甚至结构性上有高估的风险。而流动性环境，目前总体趋于稳健，虽然从边际的角度趋紧，但我们倾向并没有大幅收紧的预期。从流动性的结构特征看，管理层对资本市场的呵护态度短期不会发生改变， IPO 常态化强调“科学性”后，资金与股票供给将渐趋平衡。在四季度更有可能影响市场的因素来自风险偏好的波动，包括美国大选的外部事件及十四五规划落地过程中可能触发的结构性机会，都可能带来市场预期的波动。总体来看，我们对于国庆节之后市场观点为谨慎的乐观，认为未来市场的方向在指数层面偏正向，但中枢的上行空间相对小，指数因情绪及风险偏好变化所带来的波动空间更大。

10 月份行业配置

短期临近十九届五中全会的召开，会议内容将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。考虑到“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”是今后很长一段时期内中国经济发展的主要模式，预计“十四五”规划

以及其他一系列政策都将围绕着促进国内大循环的主线进行制定，因而我们将梳理国内大循环大主线下的受益板块，以及短期“十四五”规划中亦将重点发展的行业机会。

根据中长期的国内大循环以及短期的“十四五”规划，我们筛选出军工、农林牧渔、光伏、环保、半导体、新能源车、传媒七个板块，结合当前估值分位数以及 2019 年的涨跌幅情况，将半导体、光伏、农林牧渔、国防军工、新能源车归为强势板块，可在回调过程中进行参与；将传媒、环保归为弱势板块，可适度配置等待反转。此外，估值层面，当前半导体、传媒、以及农林牧渔行业相对具有一定的安全边际。

风险提示： 海外疫情超预期；流动性超预期收紧；中美冲突超预期

二〇二〇年十月“中天一号”投资组合

（2020年10月9日—2020年10月30日）

证券代码	证券名称	所属行业	市盈率 PE(TTM)	预测 2020 年每股收益（元）	总市值（亿元）	收盘价（元）
600409.SH	三友化工	化工	589.05	0.10	136.45	6.61
600276.SH	恒瑞医药	医药生物	85.46	1.26	4766.52	89.82
000547.SZ	航天发展	国防军工	44.63	0.58	341.31	21.26
300503.SZ	昊志机电	机械设备	------	0.40	51.69	18.20
600737.SH	中粮糖业	农林牧渔	25.79	0.40	182.87	8.55
601200.SH	上海环境	公用事业	19.83	0.59	129.01	11.50
002672.SZ	东江环保	公用事业	25.21	0.55	73.47	9.52
002739.SZ	万达电影	传媒	------	------	369.96	17.80
300748.SZ	金力永磁	有色金属	89.02	0.45	168.68	40.55
601601.SH	中国太保	非银金融	11.64	2.92	2672.18	31.21

注：以2020年9月30日收盘数据计算

“中天一号”股票池个股点评

三友化工（600409.SH）

投资要点：公司是国内典型的循环经济模式的化工企业，“两碱一化”的产能均位位居行业前列。受主要产品价格持续低迷影响，公司中报业绩亏损，营业总收入 79.82 亿元，同比去年-23.83%，净利润为-26934.54 万元，同比去年-168.99%，基本 EPS 为-0.13 元，平均 ROE 为-2.46%。但是从第二季度单季利润来看，亏损环比明显收窄。

股价催化剂：粘胶短纤以及纯碱等产品的价格已经开始从底部企稳，公司年内业绩有望转亏为盈。

风险提示：产品价格波动不及预期

恒瑞医药（600276.SH）

投资要点：公司作为国内医药龙头企业，近几年在抗肿瘤药、手术用药、内分泌治疗药、心血管药及抗感染药等领域的创新发展，并逐步形成品牌优势。根据公司中报显示，营业总收入 113.09 亿元，同比去年 12.79%，净利润为 26.62 亿元，同比去年 10.34%， 基本 EPS 为 0.5 元，平均 ROE 为 10.37%。公司 8 月 1 日公布了新一轮的股权激励方案，根据业绩指标的设定，公司 2020-2022 年净利润的复合增长率为 18.64%，中期业绩可期。

股价催化剂：随着国内医疗机构诊疗水平的恢复，公司的一些重磅品种有望持续增长。

风险提示：研发进展不及预期；政策变动风险。

航天发展（000547.SZ）

投资要点：2020 年上半年，公司实现营收 19.32 亿元，比去年+29.47%；实现归母净利润 3.12 亿元，比去年+40.15%；扣非后净利润 2.98 亿元，比去年+47.31%。2020 年上半年，公司稳步推动行业级等保

测评中心业务开展，数据备份与恢复系统成功入围国家信创第三期采购名录，大数据平台、政务平台在疫情防控中积极发挥相关作用。两家单位获评工信部首批“全国疫情防控重点保障企业”，项目获评工信部工业互联网试点示范项目，多领域入选中国网络安全行业全景图。公司紧抓“新基建”，围绕网络空间安全产业基础，通过新设、收购方式加速外延发展，并稳步推进锐安科技控股权收购，为构建网络信息安全综合解决能力、打造网络空间安全领域国家队夯实基础。公司现在持有 43%的锐安科技股权。

股价催化剂：产品订单交付提速；新产品销售超预期

风险提示：资产整合低于预期的风险；股东减持的风险；产品交付低于预期的风险

昊志机电(300503.SZ)

投资要点：得益于 5G 手机换机潮来临，3C 电子等行业迎来复苏，对数控机床、工业机器人及其核心功能部件的采购需求增加。公司子公司瑞士瑞诺集团主要从事伺服电机、驱动器、数控系统等，未来将加速其在数控机床和工业机器人领域的布局，子公司与本部协同效应将更加明显，市场竞争力将进一步增强。

股价催化剂：国产替代进程加速。

风险提示：海外业务整合不及预期；下游行业需求不及预期。

中粮糖业(600737.SH)

投资要点：公司发布 2020 年中报，实现营业收入为 87.2 亿元，同比增长 35.82%；实现净利润为 4.29 亿元，同比增长 43.28%，业绩保持较高增长。新冠疫情在全球蔓延，印度、泰国大幅减产，随着疫情的缓和，用糖需求好转，供需将维持紧平衡，糖产业有望迎来周期底部拐点。

股价催化剂：糖价格持续上涨。

风险提示：涨价幅度不及预期、政策波动风险。

上海环境（601200.SH）

投资要点：公司立足生活垃圾和市政污水，并积极拓展危废医废/土壤修复/市政污泥/固废资源化业务，1H20 新增松江区危废项目（一期规模 2 万吨/年）、新增土壤修复合同金额 1.16 亿元。

股价催化剂：据上海证券报 8 月 11 日报道，用于解决新能源补贴拖欠的首期 1400 多亿元债券的发行工作有望在今年年底前完成，将由两大电网企业发行债券。我们认为包括垃圾焚烧在内的运营商有望率先受益，现金流改善叠加损失计提缩减，盈利能力有望提升。

风险提示：垃圾发电电价下调风险、项目进度不达预期、项目运营风险

东江环保（002672.SZ）

投资要点：公司危废处理能力保持较快增长，1H20 公司新增投产危废项目 4 个，新增危废处置资质 8.38 万吨/年，较 19 年底（190 万吨/年）增加 4.4%，其中焚烧/填埋/物化资质分别为 4.98/1.06/2.34 万吨/年，较 19 年底增加 17%/6%/4%；公司指引 2H20 有望新增焚烧/填埋能力 3.0/9.74 万吨/年，较 19 年底增加 10%/54%。截至 20 年 6 月末，公司在建或拟建项目 7 个，设计资质合计 51.75 万吨/年，其中资源化利用/焚烧/填埋/物化资质分别为 17.55/10.0/17.2/7.0 万吨/年。

股价催化剂：公司披露截至目前综合融资成本为 4.35%，相比 19 年减少 0.55 pct，财务费用同比下降 622 万元。20 年 4 月公司成功注册中期票据 15 亿元，首期 6 亿元以 3.2%利率发行，有效降低融资成本。20 年 6 月末公司资产负债率为 49.9%，较 19 年末下降 1.7 pct，实现“存贷双降”，银行存款/有息负债分别下降 3.16/3.53 亿元；综合授信额度 79 亿元，其中 52 亿元未使用，保障长期发展资金供给。

风险提示：项目投产进度不及预期，大额投资导致现金流情况恶化。

万达电影（002739.SZ）

投资要点：疫情冲击逐渐减弱，上半年降本增效效率提升，定增项目增强公司实力：1、疫情对行业的冲击逐渐减弱。随着国内疫情有效防控，疫苗上市时间临近，居民生产生活已回归正常。近期电影放映上座率限制提升至 75%，叠加十一黄金档，《姜子牙》、《夺冠》等多部电影上映，电影市场有望重归增长。2、上半年降本增效效率提升。受疫情冲击，公司开启多元化发展路径，开放特许经营加盟权，多元发行增加收入来源，游戏及广告业务转变策略，谋求创新，电视剧业务增幅明显。3、定增项目增强公司实力。公司定增 43.5 亿元，拟新建 162 家影院，逆势扩张，龙头集中度有望提升。

股价催化剂：电影上映票房高涨、疫苗及防控工作进展顺利、多元业务策略有效推进

风险提示：电影消费市场持续清淡；秋冬疫情大面积爆发。

金力永磁（300748.SZ）

投资要点：公司在风电及节能变频空调的磁钢产品处于领先地位。（1）风电及节能变频空调领域，公司的最终客户主要是金风科技和西门子歌美飒，其中金风科技是国内最大的掌握全部核心技术的永磁直驱风电机组制造企业，金风科技以明显优势蝉联 2019 年中国风电整机制造商新增吊装容量排名榜首，2019 年新增吊装容量高达 8.01GW；在节能变频空调领域，公司是美的、格力、上海海立、三菱等知名品牌的重要磁钢供应商。（2）新能源汽车领域，公司是比亚迪、联合汽车电子有限公司等新能源汽车驱动电机的磁钢供应商，上汽集团、北汽新能源、蔚来、理想汽车都是公司的最终用户，公司也是博世集团多年的汽车零部件磁钢供应商。目前公司已成为联合汽车电子为大众集团 MEB 纯电动平台项目配套的稀土永磁材料供应商，以及美国通用汽

车公司 BEV3 全球电动车平台的稀土永磁材料的定点供应商。（3）公司还积极布局节能电梯、机器人及智能制造、3C 等新能源及环保领域，已经成为这些领域重要的高性能磁钢供应商之一，具有较强的市场竞争力。

股价催化剂：公司募投项目“新建年产 1300 吨高性能磁钢项目”和“生产线自动化升级改造项目” 已基本建设完成，并陆续投入使用，效益已逐步显现。公司可转债的募投项目“智能制造工厂升级改造项目”正在加紧建设和实施，部分改造项目基本完成，预计整个可转债的募投项目 2020 年能大部分完成。募投项目陆续投入使用有效补充了公司高性能磁钢产能，提升公司产线自动化水平和产品竞争力。目前公司的毛坯产能已经具备年产 12,000 吨的生产能力。

风险提示：（1）下游需求不急预期；（2）公司项目进展不及预期。

中国太保（601601.SH）

投资要点：公司寿险业务转型持续深化，疫情影响新保业务负增长，全年 NBV 承压；财险保费两位数增长，非车险快速拓展，综合成本率继续优化；投资业务资管规模扩大，资产配置稳健，总投资收益率持平；净利润受高基数影响，同比略有下降。公司目前估值为 0.64 倍 PEV，处于历史较低估值位置。

股价催化剂：太保中报营运利润表现亮眼，股息稳定增长可期，但负债端受疫情影响表现较弱。展望下半年，负债端正逐步改善，长期坚定“队伍升级、服务增值、科技赋能”的 2.0 转型，预计业绩短期与长期提升的动能兼备。

风险提示：利率下行、新单保费不及预期、权益市场大幅波动。

机器人核心部件，精密减速器国产替代迎长期红利

研究发展中心 研究员：于文声
执业证书编号：S1390519060001

减速器是工业中广泛应用的减速传动装置，可将传动设备在高速运转时的动力，通过输入轴上的小齿轮啮合输出轴上的大齿轮，以达到降低转速和增大转矩的目的。其种类繁多，按控制精度分为一般传动减速器和精密减速器。

精密减速器精度高、使用寿命长、回程间隙小、可靠性较高。在机械传动领域是连接动力源和执行机构之间的中间装置，其利用齿轮的速度转换器，将电机的回转数减速到所要的回转数，并得到较大转矩的装置，从而降低转速增加转矩。其中 RV 减速器和谐波减速器是两种主流减速器。适用于精密控制需求高的工业机器人（占总成本约 30%，毛利率 40%）、数控机床、航空航天等高端领域。

图表 1：主要减速器情况简介

名称	简介
RV 减速器	RV（Rotary Vector）减速器是旋转矢量减速器的简称，是由一个行星齿轮减速机的前级和一个摆线针轮减速机的后级组成，传动比大，且在一定条件下具有自锁功能的传动机械。
谐波齿轮减速器	谐波齿轮减速器是一种由波发生器、柔轮、钢轮三部分构成，靠波发生器使柔轮产生可控弹性变形波，且通过与钢轮的相互作用，以实现运动和动力传递的传动装置。谐波齿轮减速器的输入和输出转向相反，即波发生器输入，钢轮固定，柔轮输出；或柔轮固定，钢轮输出。

资料来源：wind，中天证券研究发展中心整理

精密减速器是工业机器人的关键零部件，占总成本超 30%。预计 20 年国内机器人减速器需求量约 115 万台，市场规模超 40 亿元。但一直以来全球高精度机器人减速器市场份额被日本企业占据，具备绝对领先优势。两家日企总份额超 7 成：其中纳博特斯克产品的全球市场

占有率超 6 成，特别在中重型负荷机器人上，其 RV 减速器市场占有率更是超 9 成，而哈默纳科的谐波减速器占比达到 15%。受国产减速器在机器人领域的应用历史短，工程应用数据反馈与优化不足等问题制约，减速器的国产替代较慢。但由于国内企业面临较大的成本压力，关键零部件国产化需求强烈，企业开始转向采购研发设计水平、工艺和性能指标高的国产精密减速器，推动了国产减速器市场需求的提升，国内龙头企业逐步开始批量生产并供货，突破信任壁垒，是国内工业机器人市场重要变革。行业长期受制于外企的情况正在改变，有助于国产减速器生产商继续扩大产能，加快发展步伐。

在智能制造产业升级的背景下，为全面提升中国制造业发展质量和水平，《中国制造 2025》明确指出要推进信息化和工业化融合，加快机器人技术和装备在自动化生产过程中的应用，突破机器人本体、减速器等核心部件的技术瓶颈。随着自动化改造需求提升，工业机器人应用范围将进一步扩大，减速器产品的需求也将迎来快速增长。

随着国内工业机器人的下游应用领域不断扩大，从重工行业逐渐向食品、3C 电子、制药、日化等轻工行业渗透，行业有望得到进一步发展，国产精密减速器有望在市场的驱动下不断提高各项技术性能、更新产品以及扩大应用范围。

图表 2：减速器的在各领域的应用情况：

领域	应用情况
制造领域	作为关键设备用于智能仓储、柔性生产线、立体仓库等
服务领域	智能物流、无人配送、无人巡检等
数控机床领域	①单台加工中心及数控铣床可使用超 4 台； ②数控车床及车削中心、数字磨床及放电加工机使用超 3 台； ③高精度数控回转台和加工中心的四或五轴需要使用 1-2 台； ④雕刻机的分度回装置以及义齿加工机等需要使用；

光伏设备领域	应用于光伏智能制造设备以及光伏发电设备中太阳能跟踪系统中的自动化组件
航空航天领域	用于航天卫星及其他各类航天器的各种驱动机构、高精度指向结构和天线展开结构
医疗设备领域	用于放射治疗设备、检测设备、医疗器械自动加工设备、医疗机器人、外骨骼机器人、康复机器人等

资料来源：wind，中天证券研究发展中心整理

目前国内减速器行业仍然处于竞争市场，国产减速器厂商尚未形成垄断局面；而工业机器人持续高涨的需求给予减速器的是呈倍数级增加的需求量，因此具有先发优势和规模化企业将获得更好的市场竞争优势，建议关注绿的谐波（688017）、中大力德（002896）、双环传动（002472）。

如何理解我国的CPI

研究发展中心 研究员：许忠
执业证书编号：S1390520010003

前言

2019 年以来，受强传染性的非洲猪瘟影响，全国范围内猪肉价格大幅度上涨。同期间的 CPI 同比增速也出现了明显上行，并在 2020 年 1 月达到 5.4%的峰值。这已经是我国自 2012 年以来该项指标的最高水平。2019 年也是我国经济内生周期下行的尾声，中美贸易摩擦的起伏给本就疲软生产平添拖累，跌入通缩区间的 PPI 和 CPI 形成了鲜明的对比。CPI 和 PPI 之间这种看似“诡谲”的组合带给市场很大的困惑：我们正在经历通缩还是通胀？本篇文章旨在向读者们简单介绍我国 CPI 的构成以及结构性通胀的根源，并给出一个判断货币政策应对的思路，希望能够帮助投资者指导投资、趋利避害。

1.什么是 CPI

在我国，消费者价格指数（Consumer Price Index, CPI）是由国家统计局根据一篮子商品（居民日常消费的代表性商品，在一定时期内固定）的加权价格的变动，定期编制并发布的；它反映了是一定时期内城乡居民购买生活消费品和服务项目的价格变动情况。

从经济学意义角度上看，CPI 是一种消费品口径的通胀指标。与之类似，PPI 则是生产品口径的通胀指标，GDP 平减指数是经济总值层面的通胀指标。当经济复苏、总需求回升时，所有的通胀指标理论上会同步反馈，但现实情况要复杂得多。

CPI 的编制方法包含大量的统计技术细节，本文不赘述。投资者们需要了解的是 CPI 的构成，即食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务等 8 大类，以及各大类下属的二级分类。国家统计局根据其了解的居民消费情况为不同类别赋予了不同的权重，如表 1 所示。值得注意的是，房价作为资产价格并不直接包含在 CPI 内，而是通过租赁房房租间接产生影响。

图表 1：我国 CPI 的基本构成

二分法		一级分类		二级分类	
项目	权重	项目	权重	项目	权重
食品	18.00	食品烟酒	31.00	粮食	1.67
				食用油	1.43
				鲜菜	2.37
				禽肉类	1.21
				畜肉类	4.49
				猪肉	2.50
				水产品	2.50
				蛋类	0.51
				奶类	1.53
				鲜果	1.62
非食品	82.00			烟草	1.63
				酒类	1.77
				其他	10.27
		衣着	8.51	服装	6.61
				衣着加工服务费	
				鞋类	1.90
		居住	20.02	租赁房房租	2.29

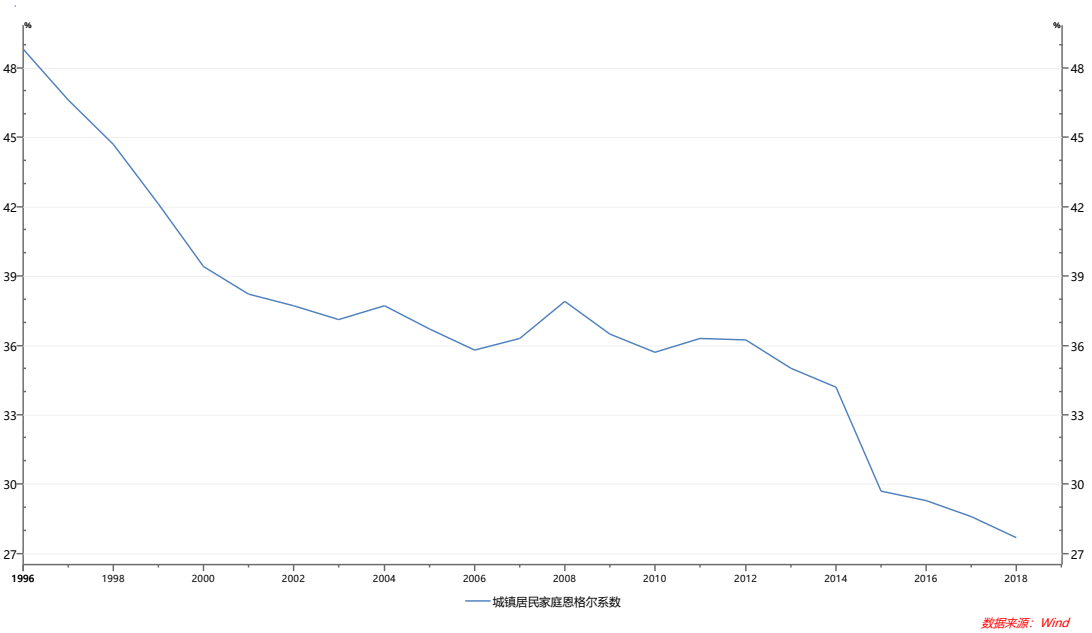
				水电燃料	10.94
		生活用品及服务	6.10	家用器具	1.90
				家庭服务	0.40
		交通和通信	10.35	交通工具	7.15
				通信工具	3.20
		教育文化和娱乐	11.20	教育服务	6.55
				旅游	4.73
		医疗保健	7.60	中药	3.29
				西药	
				医疗服务	
		其他用品及服务	5.22		

资料来源：wind，中天证券研究发展中心整理

2.我国的 CPI 具有显著的结构性

从表一可以看出，CPI 下的食品烟酒分项占比高达 31%，这在世界范围内是少见的。一个可能解释是我国城镇居民的恩格尔系数（可支配消费中由于购买事物的比例）虽然处于下降趋势，但仍维持在 30%左右的水平；从这个角度来讲，我们的消费水平距离发达国家还有较大差距。

图表 2: 我国城镇居民的恩格尔系数水平

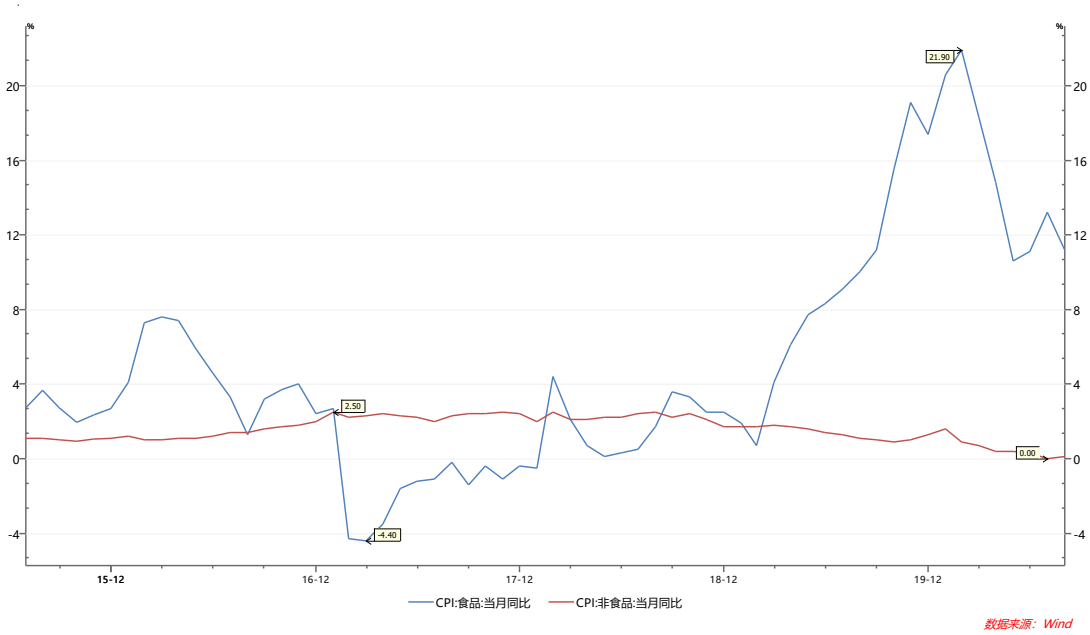


资料来源：wind，中天证券研究发展中心整理

从图 2 可以看出，自 2015 年开始，食品价格的振幅高达 26.3%，而同期非食品的价格振幅仅有 2.5%。由于食品烟酒价格的波动要远大于其他商品的价格波动，因此食品价格上涨就成为驱动 CPI 上行的主要因素。

图表 3:

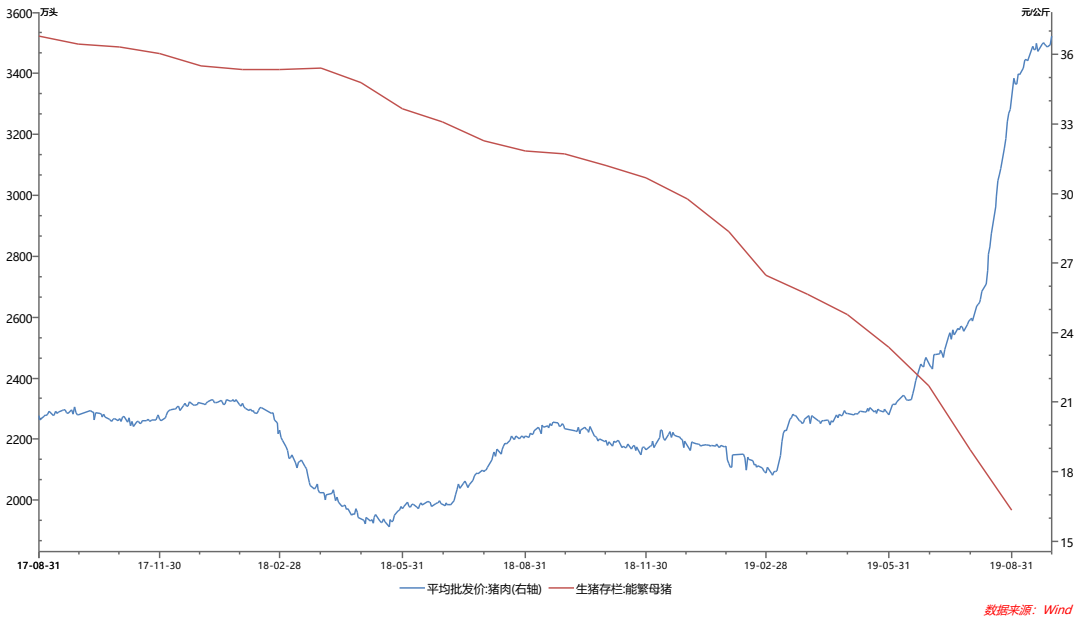
资料来源：wind，中天证券研究发展中心整理



资料来源：wind，中天证券研究发展中心整理

而在食品烟酒中，猪肉单项权重达 2.5%，由于中国人对猪肉的偏好，考虑替代因素后的猪肉价格权重可能达 3%左右。猪肉在我国是一种周期品，其价格主要受到供给影响，图 3 中母猪存栏量和批发猪肉价格之间的相关关系可以佐证这一观点。和其他周期品类似，猪肉价格价格能再短期种产生极高的波动。从某种角度而言，猪肉价格的这种特性对于宏观研究者来说堪称福利。如果年内（比如 2019 年）其他商品价格波动不是那么剧烈（相对于猪肉而言），那么研究者仅靠猪肉价格和翘尾因素就能解释 CPI 的绝大部分变化，这将会使得 CPI 预测变得容易而精确。

图表 4：母猪存栏与猪肉价格之间存在显著的负相关关系



资料来源：wind，中天证券研究发展中心整理

3.CPI 的结构性上涨是不是一种货币现象？

从我们上述的分析结论看，CPI 波动主要受到食品烟酒驱动，而食品烟酒的主要分项价格受供给影响的周期品，这意味着作用于总需求的货币政策不会对 CPI 产生直接影响。但实际情况是，我国的 CPI 水平同 M2 同比增速之间长时间高度相关，这又表征结构性通胀也是一种货币现象。针对这个矛盾，北大国发院教授徐高（徐高，2015）应用巴拉萨-萨缪尔森效应提出了一个合理的解释：将一个封闭经济划分为食品生产部门和非食品生产部门，后者的技术进步更快，薪资成长更快，能够吸引更多劳动力；非食品生产部门为了挽留劳动力，保证生产，就必须提高薪资，并传导至食品价格上；而货币政策能够加速或者放缓非食品部门的扩张行为。一个简单的结论即使，我国的结构性通胀并不完全是一种货币现象，货币政策要通过劳动市场才能对其调节。对于投资者而言，这个结论就意味着 CPI 的上行并不意味着货币政策收紧，而是需要综合当时经济的实际情况综合考量。

发展第三代半导体大势所趋

研究发展中心 研究员：丁兆玉

执业证书编号：S1390517080001

第一代半导体：主要材料硅（Si）和锗（Ge）

上世纪五十年代，硅（Si）材料凭借储量大、漏电流小等因素迅速成为主流的半导体应用材料，微电子产业迅速发展，广泛应用到电脑、手机、电视、航空航天、各类军事工程等诸多领域。然而，由于硅材料的带隙较窄、电子迁移率较低，在光电子和高频高功率器件方面的应用受到诸多物理限制。

优点：工艺成熟、自然界中储量丰富

缺点：窄带隙、低热导率、不耐高压

下游应用：集成电路、中低压、中低频分立器件等

第二代半导体：主要材料砷化镓（GaAs）、磷化铟（InP）

主要用于制作大功率以及发光电子器件，在卫星通讯、移动通讯、GPS 导航等领域均能看到它的身影。但是 GaAs、InP 材料地球资源稀缺，价格非常昂贵，况且具有毒性，能污染环境，这些缺点使得砷化镓（GaAs）、磷化铟（InP）的应用具有很大的局限性。

优点：工艺成熟、较高的电子迁移率

缺点：资源稀缺、有毒污染环境

下游应用：光电子器件、功率器件等

第三代半导体：主要材料氮化镓（GaN）、碳化硅（SiC）、氧化锌（ZnO）、金刚石等

其主要应用为照明、电力电子器件、激光器和探测器等领域，第三代半导体材料通常又被称为宽禁带半导体材料，它可以满足现代电子产品对高温、高功率、高压、高频等恶劣条件的要求，在国防军工、航空航天、光存储、智能电网等领域可以达到广泛使用，同时可以大幅降低能量损耗、减少装备面积，对人类科技的发展具有重要的意义。上述四种材料中，碳化硅、氮化镓最为常见，而两者相比，碳化硅较氮化镓技术路线更加成熟，导热率也更高，因此在高功率应用中，SiC 占据统治地位，应用领域主要有充电桩、电动车、高铁或工业用途等。在高频率应用中，氮化镓具有更高的电子迁移率，在通信基站、5G 终端应用等高速产品领域具有明显优势。

优点：耐高温、高压、高导电率、高导热率、高抗辐射能力

缺点：成本高、良率爬坡困难

下游应用：新能源汽车、5G 基站、卫星通信、直流、交流输变电等。

碳化硅（SiC）：产业以欧美日发达国家为主，目前处于垄断地位。美国占据 SiC 产量的 70%~80%，主要集中在 Cree 公司和 SiCrystal 公司，碳化硅单晶材料的技术水平代表了国际领先水平，无论技术还是产能遥遥领先，同时，欧洲在 SiC 衬底、外延、器件等方面也颇具规模。国内涉足的企业：华润微拥有国内首条 6 英寸商用 SiC 晶圆生产线已经量产；三安光电在湖南的第三代半导体的研发及产业化项目目前正处于建设阶段。碳化硅具有较高的禁带宽度，因此可以承受更高的电压，具备较高的可靠性，在新能源汽车和工控领域有望得到广泛的使用。

氮化镓（GaN）：目前产业以 IDM 模式为主，企业主要还是集中在美日地区，美国 Kyma 公司已研制出 4 英寸氮化镓单晶衬底，日本住友电工和日立电线已经开始批量生产氮化镓衬底。中国部分企业已经逐步涉足，如华润微投资 2.43 亿元用于硅基氮化镓功率器件设计及工艺研发；士兰微在化合物功率半导体器件的研发上继续加大投入，硅基 GaN 功率器件有望推出市场。氮化镓目前凭借更高的电子迁移率，更适合高频率应用场景，可以部分取代硅和其它化合物半导体材料，同时，

GaN 半导体材料宽禁带、激发蓝光的独特性质使它在激光打印、高亮度 LED、基站等领域具有显著优势。

第一代、二代、三代半导体之间，并非简单的取代关系，可以根据材料性质的不同，满足不同行业需求，比如 5G 的毫米波射频和小米快充，使用的是氮化镓材料的器件；逻辑芯片是硅基材料制成等等。

国内目前第三代半导体晶圆尺寸主流是 4 英寸，但部分企业也开展了 6 英寸碳化硅衬底的研发工作，公司主要包括山东天岳、天科合达、中科节能等。在生产模式上，海外大厂采用 IDM 模式，主要用来确保产品良率、节约成本，国产厂商也有望大规模采用该种模式。整体来说，基于 SiC 的第三代半导体我国研究起步时间与国外大厂相差不大，再加上其工艺相较逻辑芯片难度降低，投资规模较小，凭借国内强大的下游应用市场以及资本的推动、国家政策的扶持，国产厂商有希望追上国外厂商，完成国产替代的可能性很大。

虽然第三代半导体对人类科技进步有着至关重要的意义，应用前景一片光明，但是我们应看到当前国内第三代半导体处于全面发展的初期，许多公司的产品尚在研发或小规模推广阶段，短期收入占比较小，业绩贡献不大。从长期的角度，选择技术实力领先、规模实力雄厚的企业予以重点关注，如三安光电、斯达半导、华润微、扬杰科技等。

人造肉——它香吗？

研究发展中心 研究员 赵瑞祺

执业证书编号：S1390519020001

几千年来，人类获取蛋白质的主要方式是通过养殖屠宰家畜或者捕杀野生动物而获取的，然而人造肉的出现或许将改变这一切。

2019 年，美国多家公司纷纷推出植物肉三明治、植物肉炸鸡、植物肉汉堡等产品。同年 5 月，美国人造肉公司 Beyond Meat 上市，股价两个月内涨了近 10 倍。不久后，作为竞争对手的 Impossible Foods 宣布融资 3 亿美元，比尔盖茨、李嘉诚等重量级投资者跟投。一时间，Beyond Meat 和 Impossible Foods 名声大噪，人造肉概念开始被更多的人所熟知，受到市场热捧。有机构乐观预测，人造肉在未来两年内将成为重要的肉食替代品。

1、什么是人造肉？

人造肉是通过人造方式生产出的质地接近动物肌肉的蛋白制品。目前人造肉的生产技术路径可以分为两类，一类为通过植物性蛋白改性生产人造肉；另一类是用动物干细胞培育人造肉。

以植物蛋白为原料的人造肉通常是将大豆、小麦、豌豆等植物蛋白，应用挤压组织化技术，在热剪切和压力等物理场作用下，使植物蛋白具备动物肉制品的质地和口感。

以动物干细胞为原料培养出的人造肉，目前还处于试验室阶段，尚未有产品进入市场。2019 年 11 月，南京农业大学周光宏教授团队用第六代的猪肌肉干细胞培养 20 天，生产得到重达 5 克的培养肉，制作出国内首例由动物干细胞扩增培养而成的人造肉。

2. 人造肉在国内的发展现状

人造肉产品在美国推出后，国内食品市场也迅速掀起一场风暴，植物肉食品加快向消费市场渗透。

2020 年端午节前，天猫推出了“人造肉馅儿”粽子，五香牛肉味、梅干菜五花肉味、咖喱牛肉味、黑椒丸子味、海鸭蛋五花肉味等花样翻新的口味，把“人造肉”捧成了网红。国内一些大型传统肉制品生产商，如双汇、金锣等，也高调宣布进军“人造肉”市场。

中秋节来临，形形色色的植物肉月饼也开始上市。从“新肉粽”到“新月饼”，通过多种方式，植物肉已经开始进入饺子、烧烤、臭豆腐等中餐领域及喜茶、奈雪的茶等轻餐西餐领域。

同时，国外人造肉企业也在大力拓展中国市场。“别样肉客”先后和星巴克、必胜客、肯德基等餐厅联手推出了“植物肉”套餐，又与盒马携手进军中国商超。嘉吉集团也在中国市场推出了植物肉品牌“植启”。

3. 人造肉具有怎样的优势？

生产成本低廉，原料获取容易。植物肉的原材料主要来源于大豆、小麦、豌豆等植物，相对于猪、牛、羊等动物，具有产量高、生长周期短、受到病害侵扰程度小、生长所需空间小等巨大优势。另外，植物蛋白在提取、制造工艺上也不复杂。

一种高蛋白、低脂肪的健康食品。植物肉能够满足消费者对蛋白质的需求，又含有较多的膳食纤维，且不含反式脂肪酸、不含胆固醇，可有效减少胆固醇和反式脂肪酸的摄入，减少对“三高”疾病的担忧，对减肥人士、素食人士来说，是当之无愧的健康食品。

无激素、无药残。传统肉类蛋白质因动物食用的饲料中会添加激素、抗生素等，以达到促进动物生长和避免疾病的目的，药物易残留、易培养超级细菌，会对人体产生不良影响，植物肉则可以避免这个问题。

口感接近真牛肉。人造肉经过加工后，从外观上看，和普通的牛肉产品几乎没有明显区别。口感上，味道和真肉也十分接近，就连肉的嚼劲上，相似度也较高。作为“肥肉”的可可脂遇高温溶解后，也可以创造出如牛肉一样的鲜嫩口感。

4. 人造肉的市场空间预测

健康饮食越来越成为人们生活的共同的追求，人造肉作为健康食品的最新成果受到市场的高度关注。据市场研究机构 Research & Markets 的一份最新报告显示，全球植物性肉类替代品市场的价值今年预计将达到 36 亿美元，到 2021 年将增至 42 亿美元，增长 17%。

我国的植物肉市场目前还处于起步阶段。我们做了粗略测算，近年我国猪牛羊肉年消费量稳定在 5000 万吨/年的水平，如果按照未来消费总量 10%的替代率估计，人造肉在国内的市场空间有望达到 3500 亿元/年的水平（按照猪牛羊肉价格 70 元/千克计算）。

5. 动物肉不香吗？为什么要发展人造肉？

回答这个问题前，让我们先来看看人类为了获取动物蛋白而发展畜牧业，都付出了哪些代价！

畜牧业及其副产品每年至少产生 326 亿吨的二氧化碳，占年度全球温室气体排放量的 51%。”——世界观察研究所，2009 畜牧业是水污染的主要原因。食品生产使用了最多的淡水，而牲畜业使用了三分之二的淡水。这主要是因为生产动物蛋白比生产植物蛋白需要 100 倍以上的用水量。——联合国教育、科学及文化组织，2015 畜牧业加剧了粮食危机。每年 80%的全球大豆作物和 40%-50%的玉米用来喂养牛、猪、鸡和其它动物的农业使用。——国际人道协会，2011 畜牧业导致森林砍伐，破坏生物多样性赖以存在的森林环境。在几乎所有的亚马逊国家，养牛是导致森林被砍伐的首要原因，占当前森林砍伐的 80%。——世界自然基金会，2008 畜牧业使用了 30%的地球整个陆地表面。——联合国粮食及农业组织，2006……随着人口的增长，对肉的需求将随之增长。畜牧业作为目前人类蛋白质需求的重要来源，也将受到越来越多的挑战。因此，世界粮农组织等多个国际组织建议，减少畜牧业、倡导植物性饮食以应对全球面临的粮食问题、温室效应、水污染问题、生物多样性减少等问题。

当前，全世界受到新冠疫情的冲击，全球产业链供应链运转面临重大考验，粮食危机问题凸显，保障我国粮食安全成为维护国家安全、社会稳定的重大问题，人造肉在成本优势、健康优势方面的显著特点，

有望成为改善居民食物结构、破解粮食、环境、社会问题的一个有效途径。

6. 当前人造肉产业发展面临的风险

市场开拓缓慢的风险。消费者偏好能否改变还需观察，人造肉和真肉在质感、口感和形态上，还有一定差别。另外，受限于当前规模、技术、成本等因素，靠谱的“人造肉”产品价格普遍高于传统肉类。

政策监管调整的风险。人造肉属于新兴的产业，定义、原料要求、产品质量等标准尚不明确。国家市场监管总局已要求中国植物性食品产业联盟牵头制定植物肉食品团体标准。

■免责声明

本报告仅供中天证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本报告仅供参考。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。投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险，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。市场有风险，投资需谨慎。本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“中天证券股份有限公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。根据本公司的经营证券业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。本公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

根据《中天证券股份有限公司投资者适当性管理办法》的相关要求，将本报告评级为中等风险，适用于稳健型及稳健型以上投资者，稳健型以下投资者不宜使用。

中天证券股份有限公司研究发展中心地址：沈阳市和平区光荣街 23 甲

邮编：110003

电话：024-23255945