东吴证券晨会纪要

2020 年 10 月 09 日

晨会编辑 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：美国大选的“十月惊奇”和对市场的影响

值得关注的是，历次“十月惊奇”事件对应的大选结束后，美股股价的变化则呈现出一定规律：若大选获胜者为“十月惊奇”中的受益方，则大选结束后美股一路上涨（1972 年、1992 年、2004 年、2016 年）；若大选获胜者为“十月惊奇”中的受损方，则大选结束后美股持续下跌（2000 年、1964 年）。仅有 1968 年并未遵循这种规律，可能与当时尼克松本人相对于对手在支持率上的压倒性优势有关，即负面新闻并未显著降低民众对其信心，因此其获胜的结果仍使大部分投资者对未来感到乐观。

策略周评：策略周聚焦——靴子难落地

核心结论：

①十一期间，美国总统大选不确定性显著加大，海外疫情二次反复，全球资本市场整体宽幅震荡，风险溢价上行使得部分海外投资者减少包括 A 股在内的新兴市场配置。②预计北上资金仍可能有轻微的净流出，而今年公募四季度博弈对市场的冲击将显著强于往年，在这样的背景下 A 股可能呈现宽幅震荡格局。③四季度重视低估值的银行、地产及汽车、家电等板块。

风险提示：中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

策略月评：市场仍将维持弱势震荡格局

四季度仍将维持震荡的走势：展望四季度，1）分母端对市场的影响更大，一方面十年期国债收益率从 5 月的 2.4%上行到目前的 3.1%，上行了 70BP；另一方面由于美国大选的不确定性，全球避险情绪上升，使得全球市场的风险溢价都在提升，进而对北上资金流动性也产生了一定的冲击，分母端总体来看还是偏紧的过程。2）而分子端我们看到二季度以来经济处在一个强势复苏的过程当中。在分子端的复苏和分母端偏紧矛盾的冲击下，市场整体仍然将以弱势震荡行情为主，市场更加侧重于结构性行情。3）从股市流动性层面来看，展望四季度，外资主导力量偏弱，公募将在四季度成为主导市场的绝对主力，四季度公募基金的博弈将对市场产生较大的影响。

固收金工

固收点评：9 月 PMI 点评: PMI 小幅回升，需求生产持续恢复

制造业 PMI 出现小幅回升，在临界点以上继续走高，非制造业 PMI 延续上月回升 势，在临界点以上继续上行，复苏势头持续向好。9 月 PMI 有四点 值得关注：第一，生产活动持续恢复，市场恢复预期乐观；第二，需求继续恢复，力度稍弱于生产；第三，稳外贸政策发力，出口总体向好，随着一系列稳外贸稳外资政策效应的持续释放，制造业出口端进一步改善；第四，从 PMI 四大分项上看，新订单指数、生产指数、从业人员指数和原材料库存指数均出现回升，供应商配送时间指数较上月回升 0.3 个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间继续加快。

固收月报：外部需求预期乐观，补库存周期开启

8 月库存周期处于主动补库存的阶段，国内 经济压力已明显好

转，企业对外部需求的预测较为乐观，主动补库以应 对外部需求的变化。总体判断，未来一段时间内企业将由去库阶段转为补库阶段，但也面临着不确定性。

金工定期报告：【东吴金工 UID 因子月报】信息分布均匀度 UID 因子绩效月报 20200930

9 月份 UID 因子收益统计：在中证 500 成分股中，9 月份“UID 因子”组合的收益率为-5.09%，中证 500 指数收益率为-7.12%，组合对冲指数收益为 2.03%。

金工定期报告：【东吴金工 CPV 因子月报】剔除成交不活跃样本：时序+截面调整 20200930

9 月份 CPV 因子收益统计：在中证 500 成分股中，9 月份“CPV 因子”组合的收益率为-6.78%，中证 500 指数收益率为-7.12%，组合对冲指数收益为 0.34%。

本期 CPV 因子“小贴士”：剔除成交不活跃的样本（时序+截面调整）。成交不活跃的股票，其价格走势往往呈现“锯齿状”，考察其价量相关系数的意义不大。我们用每日“分钟振幅平均值”衡量股票的“成交活跃度”，采用截面或时序+截面调整，剔除成交不活跃的样本后，CPV 因子的效果有所提升。其中，只进行截面调整时，因子的提升效果更为明显。

金工定期报告：【东吴金工 “殊途同归”因子月报】“殊途同归”动量因子绩效月报 20200930

“殊途同归”因子多空对冲绩效（全市场）：2014 年 2 月至今，“殊途同归”因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 17.52%，年化波动为 6.62%，信息比率为 2.65，月度胜率为 79.75%，月度最大回撤为 6.33%。

“殊途同归”因子多空对冲绩效（中证 500）：2014 年 2 月至今，“殊途同归”因子在中证 500 成份股中，5 分组多空对冲的年化收益为 13.25%，年化波动为 8.86%，信息比率为 1.50，月度胜率为 68.35%，月度最大回撤为 8.16%。

金工定期报告：【东吴金工 UBL 因子月报】上下影线 UBL 因子绩效月报 20200930

UBL 因子选股模型简介：蜡烛图上下影线、威廉指标，都可以用来衡量市场的超买超卖现象，但两者对市场买卖力量的理解存在差异，各有优劣。结合两者各自的优势，构建综合选股因子 UBL（UpandBottomShadowLine）。在回测期 2009/01/01-2020/04/30 内，以全体 A 股为研究样本，UBL 因子的月度 IC 均值为-0.034，年化 ICIR 为-2.47，5 分组多空对冲的年化收益为 15.86%，信息比率为 2.29，月度胜率为 73.53%，最大回撤仅为 3.68%。

行业

光伏行业点评：海外光伏大涨，新能源革命黄金时代已来

国庆假期海外光伏龙头股价全线大涨，涨幅最高的福莱特玻璃期间涨幅达到 48%，涨幅最小的阿特斯涨幅达到 20%，平均涨幅高达 36%。我们认为国庆假期海外光伏龙头标的全线大涨，主要原因在于近期各国对碳减排和可再生能源提高到一个重要的战略高度，提出的规划目标赋予了光伏中长期的成长性，打开了未来十年的黄金发展周期，此外近期国内外频出的光伏利好消息，以及玻璃连续涨价印证了行业高景气度，进一步增强需求端和龙头业绩的确定性。

电气设备行业点评：电动车全面开花，多重利好叠加，布局正当时

特斯拉、新造车势力销量持续高增，带动电动车 TOC 端市场爆发；欧洲政策强刺激，9 月销量再创新高；国内销量、排产、业绩三重拐点确定，强烈看好电动化大趋势！继续强推：宁德时代、璞泰来、恩捷股份、当升科技、新宙邦、科达利、天赐材料、比亚迪、亿纬锂能、欣旺达等；核心零部件：三花智控、宏发股份、汇川技术等.

零售行业深度：中国优质供应链的品牌化系列——
平价大生意：名创优品崛起之路

名创优品是一个“品牌”，品牌是有价值的，规模是品牌最重要的指标。名创优品胜在“快”：快反+加盟模式迅速扩张。名创优品的价格便宜，来自于中国本身就存在的优质供应链。品牌是商家和消费者之间的信用契约，渠道是商家和消费者之间的反馈机制，产品是商家对消费者需求的翻译。我们持续看好中国优质供应链的品牌化的大时代，名创优品是其中的一个，相信未来还会有很多中国品牌产生。投资建议：建议关注南极电商，公司通过建立联盟，采取去中心化模式引领生产和销售，是白牌电商品牌化行业的典型代表。

推荐个股及其他点评

安恒信息（688023）：新兴安全先锋队，安全 SaaS 排头兵

网络安全领军企业，重研发，营收飞速增长：成立于 2007 年，是全球领先的网络信息安全开发者及解决方案供应商。产品和服务涉及应用安全、大数据安全、云安全、物联网安全、工业控制安全及工业互联网安全等领域。董事长&总经理范渊合计持股 27.02%，为控股股东和实际控制人。近 3 年营收高增长，主要来源于网络信息安全平台的下游市场快速扩张以及公司在该市场的先发优势。公司始终坚持以原创技术为核心竞争力，重视研发投入，2019 年研发费用达到 2.05 亿元，费用率 21.67%。截止 2020 年 H1，研发人员共有 799 人，占公司总员工人数的 32.93%。

海利尔（603639）：功能性化学品大壁垒，通用化学品高增长

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.21 亿元、5.47 亿元和 6.06 亿元，EPS 分别为 1.77 元、2.30 元和 2.55 元，PE 为 13X、10X 和 9X。考虑到公司大吨位杀虫剂开始起量，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：环保督察带来停工停产的风险；在建项目投产进度不及预期的风险。

中联重科（000157）：定增方案修订版落地，长期坚定信心不变

公司发布定增预案修订稿，鉴于目前资本市场政策环境变化，并综合考虑公司实际情况等因素，就发行对象、定价方式等内容进行调整。

主要调整为：将原先在 A 股向 4 名战略投资者锁价发行募资 66 亿，改为 A+H 股联合发行；其中在 A 股改为向不超过 35 名特定投资者询价募资 56 亿，H 股则为管理层参与配售，以 5.86 元港币/股募资 10 亿人民币，合计募资金额不变。锁定期应要求由 18 个月改为 6 个月。

前后两次方案中核心管理层均认购 10 亿元人民币。我们认为此次定增方案调整主要是应对目前资本市场政策环境变化，公司中长期规划及对未来的坚定信心依旧不变。

农夫山泉（09633）：饮用水彰显需求韧性，饮料卡位健康化趋势

公司发布 2020 年中报，疫情下，终端零售渠道受到较大冲击，20H1 实现营收 115.4 亿元(-6.2%), 归母净利 28.6 亿元(-0.4%); 其中，饮用水产品作为必需消费品，展现出需求韧性，依然保持正增长，实现收入 71.0 亿元（0.7%），EBIT 率提升至 35.97%（+4.5pct）。但现金流依然表现出色，经营性现金流量净流入 45.0 亿元（+11.1%）。

捷佳伟创（300724）：定增加速 HIT 布局，进军半导体清洗设备业务

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 5.5，6.7，7.4 亿，对应当前股价 PE 为 61、50、45 倍，我们看好公司光伏设备业务的发展，募投半导体清洗设备项目将进一步打开想象空间，维持“增持”评级。

风险提示：新品开发不及预期，下游工艺迭代不及预期。

宏观策略

宏观点评：美国大选的“十月惊奇”和对市场的影响

观点

从历史上的美国大选来看，“十月惊奇”（Octobersurprise）现象屡见不鲜。所谓“十月惊奇”，即大选前一个月突然爆出的可能改变选民想法、影响选举结果的突发事件。在这些事件中，不乏参选一方特意安排好时间爆出的利己新闻，也存在恰好发生在这一阶段的爆炸性事件。

由于“十月惊奇”往往包含参选一方的负面新闻，故选民很容易受此影响而改变选票。不过从历史上来看，在“十月惊奇”中遭到负面新闻影响，但最后同样获得选举成功的总统也不在少数。按照其对选举结果的影响方向，“十月惊奇”可以分为两种类型：1）类型一：受益方获选；2）类型二：受损方获选。

“十月惊奇”被普遍认为最早出现在 1972 年总统选举中，但类似的事件可以追溯至更早（表 1）。举例来看：

1）1964 年 10 月 7 日，民主党候选人约翰逊长期高级助手詹金斯被控扰乱社会治安，支持率受影响下降。但由于期间国际事件频发（如英国工党上台、中国首颗原子弹成功引爆等），选民基于“打仗时不要换战马”的愿望，约翰逊获胜连任（类型二）；

2）1972 年大选前夕（10 月 26 日），尼克松政府公布了草拟的越南战争停战协议，以期得到更多选民的支持，最终在大选中胜出（类型一）；

3）2000 年 11 月 2 日，小布什被爆曾在 1976 年因酒后驾车遭拘捕，导致其支持率小幅下滑，但影响有限，小布什获胜（类型二）；

4）2016 年 10 月 28 日，美国联邦调查局决定重启对希拉里“邮件门”的调查（包括操控媒体、权钱交易等丑闻），这直接导致希拉里与特朗普选民支持率反转，尤其是显著降低了摇摆州选民对希拉里的支持率，最终希拉里败选，特朗普获胜（类型一）。

以上案例表明“十月惊奇”在大选前夕出现并不令人感到意外。从结果而言，大选结果综合了诸多其他因素与“十月惊奇”的共同作用，若“十月惊奇”与其他因素的作用相反且影响程度更大，便会短时间内带来选举结果的逆转（如 2016 年）。今年美国大选两党竞争已经日趋白热化，且双方均尚未出现压倒性优势。若出现“十月惊奇”，可能会使得今年的选举结果更加扑朔迷离。

“十月惊奇”会对市场造成何种影响？从历史上几次“十月惊奇”前后美国股市的表现来看，事件发生后美股股价的变化并未呈现统一规律——1964 年和 1972 年短期内出现明显上涨，2016 年短期内小幅上涨，2000 年和 2004 年短期内基本无涨跌，1968 年、1992 年则短期内下跌，且各年跌幅和变化方向与受益受损方党派无关。然而，值得关注的是，历次“十月惊奇”事件对应的大选结束后，美股股价的变化则呈现出一定规律：若大选获胜者为“十月惊奇”中的受益方，则大选结束后美股一路上涨（1972 年、1992 年、2004 年、2016 年）；若大选获胜者为“十月惊奇”中的受损方，则大选结束后美股持续下跌（2000 年、1964 年）。仅有 1968 年并未遵循这种规律，可能与当时尼克松本人相对于对手在支持

请务必阅读正文之后的免责声明部分

率上的压倒性优势有关，即负面新闻并未显著降低民众对其信心，因此其获胜的结果仍使大部分投资者对未来感到乐观。

风险提示：疫情影响投票方式和投票结果的合法性，地缘政治风险

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

策略周评：策略周聚焦——靴子难落地

核心结论：

①十一期间，美国总统大选不确定性显著加大，海外疫情二次反复，全球资本市场整体宽幅震荡，风险溢价上行使得部分海外投资者减少包括 A 股在内的新兴市场配置。②预计北上资金仍可能有轻微的净流出，而今年公募四季度博弈对市场的冲击将显著强于往年，在这样的背景下 A 股可能呈现宽幅震荡格局。③四季度重视低估值的银行、地产及汽车、家电等板块。

正文摘要

特朗普突发新冠肺炎，十一全球市场宽幅震荡。①民调显示拜登在 9 月 29 日美国总统大选首场电视辩论后获得更高支持率，Bloomberg 最新民调显示，拜登获得 51%支持，领先特朗普 9 个百分点，相比 9 月份拜登领先优势 7 个百分点明显扩大。②10 月 2 日特朗普检测出患新冠肺炎，随后进入医疗中心接受治疗，10 月 5 日特朗普返回白宫。特朗普患病-入院-出院，使得本身就扑朔迷离的美总统大选不确定性再次增加。③受美大选冲击，十一期间全球资本市场整体波动加大，波动率 VIX 指数从 9 月底 26.4 上行至 29.5，股市宽幅震荡走平。

美国大选对市场冲击将持续至 12 月，靴子难落地。①突发黑天鹅事件的发生使得民调数据有效性大打折扣，目前的民调数据并未包含特朗普患病及出院的信息，且特朗普患病使得两方竞选策略均出现调整，更难预测两方获胜概率及对市场的冲击。②新冠疫情蔓延下，邮寄选票的比例激增，选举结果或延迟知晓。③避险情绪上升，不确定性下的市场宽幅震荡使得部分投资者选择离场观望，但疫情冲击叠加竞选白热化，这次靴子更难落地，由此对市场造成的冲击也比以往更大。

警惕秋冬季疫情卷土重来。①十一期间国内消费数据亮眼，餐饮和旅游出行方面都有所回暖。②海外在特朗普患病背后，未来一个季度需警惕秋冬季疫情的卷土重来。十一国内消费迅速回暖的同时，海外疫情也出现新高峰。但是本轮海外疫情重新扩散下，死亡率未见升高，全球新冠肺炎死亡率从 9 月中旬 3.15%降至 2.92%。③海外疫情限制措施加强一方面使得全球经济恢复继续放缓，经济增长不确定性增强，另一方面全球供需继续向中国倾斜，国内出口有望延续。

四季度公募基金博弈显著强于往年，A 股宽幅震荡。①美国大选的不确定性以及疫情卷土重来，部分海外投资者选择降低仓位，9 月外资大幅流出，全球投资者减少配置包括 A 股市场在内的新兴市场，预计 10-11 月，北上资金仍可能有轻微的净流出。②A 股定价权由过去两年的外资今年重新回到国内公募，这使得四季度传统公募博弈对市场的影响显著强于往年。③天量发行的公募博弈增强，边际增量资金掌握定价权，海外不确定性增强叠加公募基金博弈，A 股短期将呈现宽幅震荡格局，这样的

请务必阅读正文之后的免责声明部分

市场环境下板块配置将成为重要胜负手。

行业配置：关注银行地产、汽车、家电。①无风险利率与风险溢价的抬升对股市尤其是成长股均有抑制，降低组合市盈率成为投资者普遍期望。②银行上半年疫情冲击和政策指引下二季报负增长，随着经济持续复苏，金融系统信用风险拐点可能已经出现。地产销量和居民中长贷的持续改善，下半年地产基本面与业绩稳定。③地产后周期相对低估的汽车、家电也值得关注

风险提示：中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

（证券分析师：姚佩）

策略月评：市场仍将维持弱势震荡格局

投资要点：

策略分析：

四季度仍将维持震荡的走势：展望四季度，1）分母端对市场的影响更大，一方面十年期国债收益率从 5 月的 2.4%上行到目前的 3.1%，上行了 70BP；另一方面由于美国大选的不确定性，全球避险情绪上升，使得全球市场的风险溢价都在提升，进而对北上资金流动性也产生了一定的冲击，分母端总体来看还是偏紧的过程。2）而分子端我们看到二季度以来经济处在一个强势复苏的过程当中。在分子端的复苏和分母端偏紧矛盾的冲击下，市场整体仍然将以弱势震荡行情为主，市场更加侧重于结构性行情。3）从股市流动性层面来看，展望四季度，外资主导力量偏弱，公募将在四季度成为主导市场的绝对主力，四季度公募基金的博弈将对市场产生较大的影响。

行业配置角度来看展望四季度关注三条思路：

第一条思路持续关注三季报，业绩持续改善的行业和公司；

第二条思路从博弈层面出发，我们认为四季度将会是风格的再平衡，我们看好低估值行业的银行、地产和汽车。主要逻辑：1）2005 年以来，银行四季度各月上涨概率均值 67%，月均涨跌幅 3.7%；地产上涨概率 60%，月均涨跌幅 3.4%。2）上半年银行净息差收窄，Q2 银行净利增速转负至 -9.4%，但目前银行持仓偏低，经济持续复苏，对资产质量担忧逐步化解。3）销量作为房地产需求的风向标，是影响股价的核心因素。3 月以来地产销量持续回暖，商品房销量累计同比从 2 月-39.9%上行至 8 月-3.3%。4）居民中长期贷款是地产需求及地产股价的观测指标，疫情之后居民中长贷明显回升，截至 8 月已连续三个月保持 20%以上增速。

第三条思路我们关注科技成长领域的龙头公司，高景气度以及高增速使得其能够较快的消化目前的高估值。

风险提示：美股发生危机模式下跌；疫情二次爆发。

（证券分析师：陈李　研究助理：张家琦）

固收金工

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固收点评：9 月 PMI 点评: PMI 小幅回升，需求生产持续恢复

事件

数据公布：2020 年 9 月 30 日，统计局公布中国 9 月份官方制造业 PMI 相关数据；9 月份官方制造业 PMI 收于 51.5%，前值 51.0%，较前值上升 0.5 个百分点；9 月份非制造业 PMI 收于 55.9%，前值 55.2%，较前值上升 0.7 个百分点，保持在临界点以上，复苏势头继续向好。

观点

制造业生产活动持续恢复，市场整体恢复态势较为乐观。9 月生产指数收于 54.0%，较上月上升 0.5 个百分点，表明制造业生产量环比继续增长，生产仍保持较强的复苏态势。9 月从业人员指数为 49.6%，比上月略升 0.2 个百分点，表明制造业企业用工景气度有所改善。生产经营活动预期指数为 58.7%，较上月略升 0.1 个百分点，表明制造业企业经营预期改善，企业信心增强。大型企业 PMI 为 52.5%，较上月提升 0.5 个百分点；中型企业 PMI 为 50.7%，较上月下调 0.9 个百分点；小型企业 PMI 为 50.1%，较上月大幅提升 2.4 个百分点，小型企业 6 月份以来首次升至荣枯线以上，景气回升既有制造业传统生产旺季到来的利好，也得益于一系列针对小微企业的纾困帮扶政策。

供需两端同步回升，外需修复下进出口态势向好。9 月新订单指数收于 52.8%，连续 5 个月回升，意味着需求端的持续恢复。同时虽然制造业总体需求有所改善，但行业恢复并不均衡。本月纺织及服装服饰、木材加工等制造业反映市场需求不足的企业占比均超过五成，高于制造业总体水平，复苏动力仍显不足。此外，9 月新订单指数仍低于生产指数。随着供需持续恢复和传统生产旺季的来临，企业采购意愿增强，市场活跃度有所提升。9 月进口指数收于 50.4%，较前值上升 1.4 个百分点，新出口订单指数收于 50.8%，高于上月 1.7 个百分点，均为今年以来首次升至荣枯线以上。尽管海外疫情仍旧反复恶化，全球疫情尚未得到全面有效控制，然而随着一系列稳外贸政策不断落地生效，加之国际市场需求局部回暖，制造业进出口进一步改善，但在改善过程中依然存在不稳定不确定因素。

补库存周期逐渐开启，价格端出现结构化调整。9 月产成品库存指数收于 48.4%，较前值回升 1.3 个百分点；原材料库存指数收于 48.5%，较前值回升 1.2 个百分点，表明企业逐渐进入补库存阶段。目前新订单指数仍低于生产指数，需求恢复力度虽不及生产，但企业预期乐观，已逐渐进入补库存周期。工业品出厂价格指数收于 52.5%，较上月回调 0.7 个百分点，连续四个月位于荣枯线以上；原材料购进价格指数收于 58.5%，高于上月 0.2 个百分点。预计 9 月 PPI 将继续好转，工业品价格或将出现回升。

总结及分析：随着全国范围经济活动持续恢复，复工复产进一步加快推进，企业的生产经营持续改善，制造业总体需求有所改善，但行业恢复并不均衡。此外部分地区疫情反复，在一定程度上限制了需求的恢复力度，但其影响已经逐渐减弱。9 月全球疫情尚未得到全面有效控制，欧美疫情反复波动，局部地区有所反弹，经济重启进度不及预期，外需虽出现边际改善，但依然存在不稳定不确定因素。预计 10 月外部经济将会继续恢复，届时外需将延续回暖趋势。随着逆周期政策的加码，基建投资的回升，未来需求将会继续恢复。在经济下行背景下，经济的内生增长动力显得愈发重要。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：海内外疫情反复波动；外部环境调整超预期。

（证券分析师：李勇）

固收月报：外部需求预期乐观，补库存周期开启

报告摘要：

一个完整的库存周期包括四个阶段：主动补库存，被动补库存，主动去库存，被动去库存。其中，主动补库存意味着，企业预测外部需求旺盛，主动增加库存以应对销量的增加，常发生在经济的繁荣阶段；被动补库存意味着，外部需求不振，企业未能及时反应，由于销量的下降而被动增加库存，常发生在经济的衰退阶段；主动去库存意味着，企业预测外部需求不振，主动减少库存，常发生在经济的萧条阶段；被动去库存，外部需求旺盛，企业未能及时反应，由于销量_x001f_的大增而被动减少库存，常发生在经济的复苏阶段。8 月库存周期处于主动补库存的阶段，国内经济压力已明显好转，企业对外部需求的预测较为乐观，主动补库以应对外部需求的变化。总体判断，未来一段时间内企业将由去库阶段转为补库阶段，但也面临着不确定性。

我们认为整体经济已转向补库存周期。从整个统计的 41 个行业来看，去库存行业 18 个，补库存行业有 23 个，补库存数量大于去库存数量。分项来看，主动去库存行业有 6 个，被动去库存行业有 12 个，主动补库存行业有 15 个，被动补库存有 8 个。从需求景气度来分析，景气度较高的主动补库存和被动去库存行业一共有 27 个，景气度较低的主动去库存和被动补库存行业有 14 个，整体表现持续好转。从上中下游产业来看，上游的库存特征没有明显倾向性，中游主要集中于主动补库存，下游主要集中在被动去库存。整体来看，主动补库存开始占据主旋律，表明企业对外部需求的预期较为乐观，补库存周期开启。

需求持续恢复，企业预期乐观。整体来看，8 月份处于被动去库存阶段的行业数为 12 个，较上月的 13 个减少 1 个；处于主动补库存阶段的行业数为 15 个，较上月的 9 个增加 6 个。整体来看，需求恢复程度仍旧较好，且对下一阶段需求恢复的预期较为乐观。8 月处于被动去库存阶段的行业有上游的石油天然气开采业、其他制造业；中游的金属制品业，有色金属冶炼及加工，电力、热力的生产和供应业，废弃资源综合利用业，非金属矿物制品业以及印刷和记录媒介的复制业；下游的医药制造业，纺织服装、服饰业，皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业和纺织业。8 月份处于主动补库存阶段的行业中上游企业有，煤炭开采和洗选业、非金属矿采选业；中游企业中，有燃气生产和供应业，通用设备制造业、造纸及纸制品业，水的生产和供应业，化学原料及化学制品制造业，石油煤炭及其他燃料加工业，铁路、船舶、航空航天制造业，化学纤维制造业，木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业，橡胶和塑料制品业以及黑色金属冶炼及压延加工业；下游企业中，有文教、工美、体育和娱乐用品制造业、家具制造业。

风险提示：海内外疫情反复；需求恢复不及预期；外部环境调整超预期。

（证券分析师：李勇）

金工定期报告:【东吴金工 UID 因子月报】信息分布均匀度 UID 因子绩效月报 20200930

UID 因子多空对冲绩效（全市场）：2014 年 2 月至今，UID 因子在全体 A

请务必阅读正文之后的免责声明部分

股中，5 分组多空对冲的年化收益为 21.85%，年化波动为 6.02%，信息比率为 3.63，月度胜率为 83.54%，月度最大回撤为 2.18%。

UID 因子多空对冲绩效（中证 500）：2014 年 2 月至今，UID 因子在中证 500 成分股中，5 分组多空对冲的年化收益为 13.83%，年化波动为 9.01%，信息比率为 1.53，月度胜率为 65.82%，月度最大回撤为 15.26%。

9 月份 UID 因子收益统计：在中证 500 成分股中，9 月份“UID 因子”组合的收益率为-5.09%，中证 500 指数收益率为-7.12%，组合对冲指数收益为 2.03%。

10 月份“UID 因子”组合最新持仓：详见正文持仓明细。

UID 因子选股模型简介：受到学术界“股价波动与股票信息流”关系理论的启发，从“信息冲击”的角度提出如下猜想：股价波动率大小的变化幅度，可以衡量信息冲击的剧烈程度。在此基础上，利用个股分钟数据，逐步构建了描述股票“信息分布均匀程度”的 UID 因子（the Uniformity of Information Distribution）。在回测期 2014/01/01-2020/07/31 内，以全体 A 股为研究样本，UID 因子的月度 IC 均值为-0.059，RankIC 均值为-0.074，年化 ICIR 为-4.19，年化 RankICIR 为-4.23；5 分组多空对冲的年化收益为 21.32%，年化波动为 5.84%，信息比率为 3.65，月度胜率为 83.12%，最大回撤为 2.18%。在剔除了市场常用风格和行业的干扰后，纯净 UID 因子仍然具备不错的选股能力，其年化 ICIR 仍可达到-3.17，全市场 5 分组多空对冲的年化收益为 12.96%，信息比率为 2.61，月度胜率为 75.32%，最大回撤仅为 1.22%。

风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

金工定期报告:【东吴金工 CPV 因子月报】剔除成交不活跃样本：时序+截面调整 20200930

CPV 因子多空对冲绩效（全市场）：2014 年 2 月至今，CPV 因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 17.75%，年化波动为 6.37%，信息比率为 2.79，月度胜率为 84.81%，月度最大回撤为 3.79%。

CPV 因子多空对冲绩效（中证 500）：2014 年 2 月至今，CPV 因子在中证 500 成分股中，5 分组多空对冲的年化收益为 12.91%，年化波动为 8.48%，信息比率为 1.52，月度胜率为 70.89%，月度最大回撤为 12.64%。

9 月份 CPV 因子收益统计：在中证 500 成分股中，9 月份“CPV 因子”组合的收益率为-6.78%，中证 500 指数收益率为-7.12%，组合对冲指数收益为 0.34%。

10 月份“CPV 因子”组合最新持仓：详见正文持仓明细。

本期 CPV 因子“小贴士”：剔除成交不活跃的样本（时序+截面调整）。成交不活跃的股票，其价格走势往往呈现“锯齿状”，考察其价量相关系数的意义不大。我们用每日“分钟振幅平均值”衡量股票的“成交活跃度”，采用截面或时序+截面调整，剔除成交不活跃的样本后，CPV 因子的效果有所提升。其中，只进行截面调整时，因子的提升效果更为明显。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

CPV 因子选股模型简介：在计算股票每日分钟价量相关系数的基础上，逐步挖掘了价量相关性的平均数、波动性和趋势性因子，最后综合 3 个维度的信息，构建最终的价量相关性因子 CPV。在回测期 2014/01/01-2020/01/31 内，以全体 A 股为研究样本，CPV 因子的月度 IC 均值为-0.053，年化 ICIR 为-3.77，5 分组多空对冲的年化收益为 19.29%，信息比率为 3.03，月度胜率为 87.32%，最大回撤为 2.90%。剔除市场常用风格和行业的干扰后，纯净 CPV 因子仍然具备良好的选股能力，其 5 分组多空对冲的信息比率甚至有所提升，可达 3.43。

风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

金工定期报告:【东吴金工 “殊途同归”因子月报】“殊途同归”动量因子绩效月报 20200930

“殊途同归”因子多空对冲绩效（全市场）：2014 年 2 月至今，“殊途同归”因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 17.52%，年化波动为 6.62%，信息比率为 2.65，月度胜率为 79.75%，月度最大回撤为 6.33%。

“殊途同归”因子多空对冲绩效（中证 500）：2014 年 2 月至今，“殊途同归”因子在中证 500 成份股中，5 分组多空对冲的年化收益为 13.25%，年化波动为 8.86%，信息比率为 1.50，月度胜率为 68.35%，月度最大回撤为 8.16%。

9 月份“殊途同归”因子收益统计：在中证 500 成份股中，9 月份“殊途同归”组合收益为-7.31%，中证 500 指数收益为-7.12%，组合对冲指数收益为-0.19%。

10 月份“殊途同归”多头组合最新持仓：详见正文持仓明细。

“殊途同归”因子选股模型简介：基于“成交量能够确认或增强价格涨跌”的理念，本模型在以往“动量因子日与夜切割”研究的基础上，加入“成交量”的信息，进一步挖掘投资者交易行为的差异。研究发现，“日内量”能够对“日内价”起到显著的增强作用，即对应日内换手率越大的局部日内因子，选股能力越强；而隔夜价量关系暗藏在“昨日量”与“今日价”的错配之中，按照昨日换手率的高低对隔夜因子进行切割，昨日换手率较低的局部隔夜因子表现为反转效应，昨日换手率较高的部分为动量。最终，将改进后的日内、隔夜因子重新合成新的动量因子，在回测期 2014/01/01-2019/07/31 内，“殊途同归”新因子全 A 股样本的 5 分组多空对冲年化收益为 18.65%，信息比率为 2.89，月度胜率高达 86.15%，最大回撤为 6.33%。

风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

金工定期报告:【东吴金工 UBL 因子月报】上下影线 UBL 因子绩效月报 20200930

请务必阅读正文之后的免责声明部分

UBL 因子多空对冲绩效（全市场）：2009 年 1 月至今，UBL 因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 15.77%，年化波动为 6.96%，信息比率为 2.27，月度胜率为 75.18%，最大回撤为 3.86%。

UBL 因子多空对冲绩效（中证 500）：2009 年 1 月至今，UBL 因子在中证 500 成分股中，5 分组多空对冲的年化收益为 10.43%，年化波动为 8.49%，信息比率为 1.23，月度胜率为 67.38%，最大回撤为 13.25%。

9 月份 UBL 因子收益统计：在中证 500 成分股中，9 月份“UBL 因子”组合的收益率为-8.88%，中证 500 指数收益率为-7.12%，组合对冲指数收益为-1.76%。

10 月份“UBL 因子”组合最新持仓：详见正文持仓明细。

UBL 因子选股模型简介：蜡烛图上下影线、威廉指标，都可以用来衡量市场的超买超卖现象，但两者对市场买卖力量的理解存在差异，各有优劣。结合两者各自的优势，构建综合选股因子 UBL（Up and Bottom Shadow Line）。在回测期 2009/01/01-2020/04/30 内，以全体 A 股为研究样本，UBL 因子的月度 IC 均值为-0.034，年化 ICIR 为-2.47，5 分组多空对冲的年化收益为 15.86%，信息比率为 2.29，月度胜率为 73.53%，最大回撤仅为 3.68%。剔除市场常用风格和行业的干扰后，纯净 UBL 因子仍然具备不错的选股能力，其年化 ICIR 为-2.75，全市场 5 分组多空对冲的信息比率为 1.96，月度胜率为 77.94%。

风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

行业

光伏行业点评：海外光伏大涨，新能源革命黄金时代已来

投资要点

事件：国庆假期海外光伏龙头股价全线大涨，涨幅最高的福莱特玻璃期间涨幅达到 48%，涨幅最小的阿特斯涨幅达到 20%，平均涨幅高达 36%。

我们认为国庆假期海外光伏龙头标的全线大涨，主要原因在于近期各国对碳减排和可再生能源提高到一个重要的战略高度，提出的规划目标赋予了光伏中长期的成长性，打开了未来十年的黄金发展周期，此外近期国内外频出的光伏利好消息，以及玻璃连续涨价印证了行业高景气度，进一步增强需求端和龙头业绩的确定性。

玻璃涨价印证需求强劲，高景气度下龙头公司业绩确定性强：Q3 玻璃上涨主要因为龙头产能释放受疫情影响迟滞，同时国内、海外需求均超预期带来短期供需错配。明年看，考虑到产能释放年度均匀分布，且玻璃产能需要爬坡，有效产能增加预计不到 20%，而明年预计全球需求增速在 30-40%，远超供给增速，预计玻璃价格继续维持高位。玻璃行业龙头公司未来将持续受益于双玻渗透率提升+龙头格局优化。

全球能源革命大势所趋：1）国内看：广东、河北、云南、四川近期出台

请务必阅读正文之后的免责声明部分

十四五规划。四省截至 2020 年 6 月底合计装机 28.44GW，占全国装机 13%，若假设到十四五末该比例提升至 18%，四省能预计按照各自规划完成装机计划，则反算全国累计装机达到 586GW，新增装机年化约 70GW+。2）国外看：GE 宣布退出煤电市场，专注可再生能源投资；海外部分国家光伏规划及招标进行中；多个海外上市的光伏公司筹划回 A。

短期看，Q3 淡季不淡需求强劲，光伏板块普遍超预期：7 月硅料事故加速硅料供给收缩，硅料价格暴涨，供给短缺下引发全产业链价格普涨，同时 Q3 需求强劲，龙头组件厂排产排满，辅材厂玻璃、胶膜接连涨价侧面印证。从产业链各环节毛利来看，硅料反弹最明显，硅片跟涨硅料毛利持稳，电池片 7、8 月份盈利强，大尺寸盈利分化，组件端前期签订低价单有一定压力，但受益海外增长及重新议价，毛利仍有不错表现。总体来看，光伏各环节普遍超预期，Q3 同比均大幅增长。

长期看，全球范围看，碳排放趋严，利好可再生能源发展：全球对于碳排放、气候变化的关注和重视程度逐渐提高，大国均提出近 5-10 年碳排放目标，强调未来 30 年内的可再生能源发电占比目标，带动全球向“碳中和”方向发展。

投资建议：光伏板块长期成长性突出，短期龙头业绩高增长低估值，强烈推荐隆基股份、通威股份、阳光电源、锦浪科技、晶澳科技、福斯特、爱旭股份、福莱特、林洋能源，关注固德威、中信博、信义光能、大全新能源、晶科能源、阿特斯、亚玛顿、捷佳伟创、东方日升、太阳能、大唐新能源等。

风险提示：装机不及预期，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶）

电气设备行业点评：电动车全面开花，多重利好叠加，布局正当时

投资要点

9 月电动车全面开花，多重利好叠加，布局正当时。1）特斯拉 Q3 交付 13.9 万辆，同环比实现 44%/54%的高增，国产版再次大幅降价打开市场空间+ModelY 上量，Q4 销量将再上台阶，维持全球 50 万辆销量预期，21 年有望翻番至 100 万辆；2）新造车势力销量持续高增，蔚来、理想、小鹏 Q3 交付量再创历史新高，带动国内电动车 TOC 端市场爆发；3）欧洲政策强刺激下德英两国大超预期，叠加 ID3 交付及特斯拉季末冲量影响，欧洲 9 月销量预计接近 14 万辆，再创新高，全年翻番至 110 万辆，21 年碳排考核趋严及补贴力度持续，叠加新车型上市，高增长可持续。因此从基本面看，国内销量、排产、业绩三重拐点确定，海外欧洲和特斯拉销量持续超预期，利好叠加，且电动车板块经过 1 个季度调整，核心标的估值相对明年 50%的增长合理，布局正当时！

特斯拉 20Q3 交付 13.9 万辆，同环比 44%/54%，符合预期：Q3 全球交付 13.9 万辆，实际数或略多 0.5%，达到 14 万辆，符合此前 14.4 万辆预期；其中，Model3/Y 交付 12.4 万辆，同环比+55%/+56%，Y 在美国已上量；ModelX/S 合计销 1.5 万辆，同环比-13%/43%，新款 s 推出后销量有望恢复。Q2 产量 14.5 万辆，同环比 51%/76%，当月新增库存 3944 辆（含发出未交付），但特斯拉交付效率提升，实际在手库存减少。

中国市场表现亮眼，9 月欧洲强势冲量：根据 Marklines 数据，7-8 月特斯拉全球销量 6.8 万辆，预计 9 月全球销量 7.1 万辆，同环比大增。7-8 月

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中国市场共交付 2.3 万辆，预计 9 月交付 1.8 万辆，20Q3 销量 4 万辆以上；海外 7-8 月交付 4.3 万辆，预计 9 月交付 5.8 万辆，Q3 交付 10 万辆左右。中国市场再降价，空间打开，维持全球 50 万辆销量预期，21 年有望翻番，1-3Q 特斯拉累计销量 31.8 万辆，同比增 25%，我们预计 Q4 有望达到 18 万辆，全年销量 50 万辆，同比增 36%。

欧洲 9 月销量超 14 万辆，大超预期，长期电动化趋势明确：欧洲 9 月主流 10 国注册量合计 14.1 万辆，同比+165%，环比+58%，季末冲量效应明显，大超预期，1-9 月累计 66.9 万，累计同比+102%。预计欧洲 9 月总体销量超 14 万辆，再创新高，大众 MEB 平台 9 月交付及特斯拉等车企季末冲量贡献主要增量。

造车新势力 Q3 交付再创新高，竞争力凸显：9 月中国市场造车新势力表现亮眼，交付再创新高，TOC 端需求开始爆发。三大造车新势力 Q3 交付均再创新高，且均维持高增态势，20 年销量上一台阶，且今年几家车企均加大新产品、智能化等方面研发，将进一步加强产品竞争力，未来发展可期！同时也反应 toc 端消费者对电动车的认可度，20-21 年随着基于正向开发的纯电动化平台车型推出，电动车真实自主需求爆发，有望带来 5 年 7 倍空间。

投资策略：特斯拉、新造车势力销量持续高增，带动电动车 TOC 端市场爆发；欧洲政策强刺激，9 月销量再创新高；国内销量、排产、业绩三重拐点确定，强烈看好电动化大趋势！继续强推：宁德时代、璞泰来、恩捷股份、当升科技、新宙邦、科达利、天赐材料、比亚迪、亿纬锂能、欣旺达等；核心零部件：三花智控、宏发股份、汇川技术等.

风险提示

电动车销量不达预期，政策力度不达预期

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

零售行业深度：中国优质供应链的品牌化系列——
平价大生意：名创优品崛起之路

行业趋势:

①国内优质供应链通过品牌化兑现价值，SKU 多但没有价格锚定的商品具备较高的品牌化潜力;

②行业规模继续增长，但分化早已开始——但每过数年都有一些品牌崛起，而另一些品牌退出;

③未来零售唯快不破，能做到“快反”的品牌崛起——2008-18 年，优衣库和 ZARA 是胜在“快”而不是时尚，而 Forever 21 等老品牌就输在“慢”;

④国内有大量没有被主流品牌照顾到的下沉市场，我们需要更多接地气的品牌。

名创优品做对了的几件事:

①通过品牌化减少中间环节，加快流通效率，快反+高周转，降低风险适应潮流;

②接地气，价格足够低，照顾到广大下沉市场——据招股书，FY2020 国

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内超过 95%的产品零售价格低于 50 元人民币；

③铺的足够开，部分品类（纺织品等）消费者可以触达实物，较线上购物具备优势——截至 2020 年 6 月，公司在中国 300 多个城市中拥有 2533 家门店，在全球 80 多个国家和地区拥有 1689 家门店；

④产品设计有特色，形成差异，能持续强化品牌认知。

名创优品是一个“品牌”，品牌是有价值的，规模是品牌最重要的指标。名创优品胜在“快”：快反+加盟模式迅速扩张。名创优品的价格便宜，来自于中国本身就存在的优质供应链。品牌是商家和消费者之间的信用契约，渠道是商家和消费者之间的反馈机制，产品是商家对消费者需求的翻译。我们持续看好中国优质供应链的品牌化的大时代，名创优品是其中的一个，相信未来还会有很多中国品牌产生。投资建议：建议关注南极电商，公司通过建立联盟，采取去中心化模式引领生产和销售，是白牌电商品牌化行业的典型代表。

风险提示：贸易摩擦，疫情反弹，产品质量问题，业务扩张不及预期，渠道变革等

（证券分析师：吴劲草）

推荐个股及其他点评

安恒信息（688023）：新兴安全先锋队，安全 SaaS 排头兵

投资要点

网络安全领军企业，重研发，营收飞速增长：成立于 2007 年，是全球领先的网络信息安全开发者及解决方案供应商。产品和服务涉及应用安全、大数据安全、云安全、物联网安全、工业控制安全及工业互联网安全等领域。董事长&总经理范渊合计持股 27.02%，为控股股东和实际控制人。近 3 年营收高增长，主要来源于网络信息安全平台的下游市场快速扩张以及公司在该市场的先发优势。公司始终坚持以原创技术为核心竞争力，重视研发投入，2019 年研发费用达到 2.05 亿元，费用率 21.67%。截止 2020 年 H1，研发人员共有 799 人，占公司总员工人数的 32.93%。

新兴安全领域全面布局，安全态势感知行业第一：公司“新场景”围绕着新的监管政策要求、新的信息技术，推出了众多信息安全平台类产品，如网络安全态势感知预警平台、AiLPHA 大数据智能安全平台、天池云安全管理平台等，并逐步涉入物联网安全、工控安全等领域。云计算、大数据和物联网等新技术的发展给网络信息安全增加了防护难度。IDC 预测 2020 年中国网络安全市场规模 78.9 亿美元，到 2024 将增长至 179.0 亿美元，2020-2024 年 CAGR 为 18.7%。中国信通院的预测，2019 年云安全、大数据、物联网安全、工控安全等新兴安全领域 2020 年总市场规模将达到 494.7 亿元，同比增速为 42.5%，高于网络安全市场的总体增速。公司态势感知在 2018 年安全牛态势感知象限中排名第一、IDC《中国态势感知解决方案市场 2019 年厂商评估》中战略能力排名第一，市场份额排名第二。

推进安全服务 SaaS 化，云战略升级推出安恒云：随着网络威胁的多样化和复杂化，企业开始把安全视为重要的商业风险，随着虚拟化及云理念

请务必阅读正文之后的免责声明部分

渗透，我国网络安全市场正逐步由产品化向服务化转型。“新服务”针对网络安全形势、政企用户需求的变化，为用户从安全规划、安全设计、安全建设到安全运营的一站式专业安全服务。SaaS 云安全服务模式是国内较早利用云计算来提供集约化安全能力的服务创新模式，实现了云监测、云 WAF、云 DDoS 清洗以及云端威胁情报的服务能力。上述能力加上城市安全大脑、全天候“三位一体”的态势感知、国家级网络安保团队构成了智慧城市安全运营中心服务的核心能力。2020 年 9 月 9 日，安恒信息升级云战略，成立了云 BG，正式发布安恒云。安恒云的定位为一个集多云管理和多云安全管理于一体的一站式服务平台，以 SAAS 化服务模式为主的安全能力，其核心重在安全。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年实现营收 13.59 亿元/19.90 亿元/28.69 亿元，归母净利润 1.34 亿元/1.92 亿元/2.71 亿元。作为布局新兴安全领域的安全厂商，公司的业务包含传统安全产品和安全软件及服务，因此采取分部估值的方法，传统安全产品业务采用 PE 估值法，给予 50 倍 PE，平台类和服务类业务采用 PS 估值法，给予 15 倍 PS，2020 年公司目标市值为 265.85 亿元，对应目标价 359.26 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：新兴安全业务推进不及预期，对外投资减值的风险。

（证券分析师：郝彪）

海利尔（603639）：功能性化学品大壁垒，通用化学品高增长

投资要点

公司是吡虫啉龙头，具备产业链一体化优势：公司做制剂起家，向上游延伸至原药，目前具备“化工品-中间体-原药-制剂”一体化生产能力，随着在建产能的逐步达产，公司业绩中枢有望向上抬升。

供给格局优化，头部企业受益：我国农药生产总量大，是世界第一大农药生产国，但行业集中度低，初级原药集中、产品同质化严重、环保问题突出，整体表现出大而不强。发改委在十三五规划中提出对农药行业产业结构调整的目标，我国农药行业在供给侧结构性调整过程中集中度有望得到提升。

公司烟碱类杀虫剂品类最全，产能亚洲最大：烟碱类杀虫剂是全球体量最大的杀虫剂品类，公司在吡虫啉、啶虫脒及其中间体二氯产能均居国内首位，同时噻虫嗪、噻虫胺和呋虫胺业务有显著的发展潜力。

公司杀菌剂业务存在较大预期差：随着众多杀菌剂专利到期密集来临，一批高附加值的杀菌剂产能逐步向国内转移。公司的吡唑醚菌酯处于快速起量阶段，丙硫菌唑原药产能也达到了国内首位，杀菌剂业务具有较大的增量业绩空间。

制剂和肥料业务稳步发展：公司的农药制剂产品的销量位于国内农药行业排名前五，北方企业排名第一，同时凭借公司自供原药带来成本优势，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

制剂业务盈利能力较强，目前制剂和肥料业务均处于稳步发展阶段。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.19 亿元、5.55 亿元和 6.08 亿元，EPS 分别为 1.77 元、2.34 元和 2.56 元，PE 为 13X、10X 和 9X。考虑到公司大吨位杀虫剂开始起量，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：环保督察带来停工停产的风险；在建项目投产进度不及预期的风险。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

中联重科（000157）：定增方案修订版落地，长期坚定信心不变

投资要点

定增方案调整为 A+H 股发行，募集总额维持 66 亿元不变

公司发布定增预案修订稿，鉴于目前资本市场政策环境变化，并综合考虑公司实际情况等因素，就发行对象、定价方式等内容进行调整。

主要调整为：将原先在 A 股向 4 名战略投资者锁价发行募资 66 亿，改为 A+H 股联合发行；其中在 A 股改为向不超过 35 名特定投资者询价募资 56 亿，H 股则为管理层参与配售，以 5.86 元港币/股募资 10 亿人民币，合计募资金额不变。锁定期应要求由 18 个月改为 6 个月。

募投项目基本不变，拟投向挖机、搅拌车以及关键零部件等智能制造项目。目前公司土方机械的市场网络已经得到恢复，挖机市占率已从 2019 年同期不到 1%提升至 2-3%。搅拌车受益于环保和治超带来的需求，公司市场份额也在快速提升。募投项目的展开将进一步促进公司综合竞争力的提升。

管理层参与认购定增 10 亿元，长期坚定信心不变

前后两次方案中核心管理层均认购 10 亿元人民币，认购金额维持不变，预计也将长期持有公司股份，绑定股东利益，并为后续 A 股询价发行奠定基础。我们认为此次定增方案调整主要是应对目前资本市场政策环境变化，公司中长期规划及对未来的坚定信心依旧不变。

业绩层面：行业高景气下份额提升，下半年增速有望加快

下半年基建地产持续复苏，挖掘机、起重机、混凝土机等开工小时数上升，工程机械行业需持续旺盛。行业高景气下公司市场份额进一步提升，我们预计国内市场 Q3 同比增速高于 Q2，下半年业绩增速有望加快。

盈利预测与投资评级：

混凝土机+工程起重机+塔机三大后周期品种景气持续性强，且市场份额不断集中，公司将受益于后周期品种销量高增+规模效应带来的业绩高弹性。我们预测 2020-2022 年实现归母净利润分别为 65.3/78.6/87.9 亿元，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

三年内业绩有望翻倍，当前股价对应 PE 分别为 9.7/8.1/7.2 倍，参考国内外可比上市公司，我们认为公司 PE 估值被低估，我们给予 2020 年目标估值至 11 倍 PE，对应市值 718 亿，维持目标价 9.1 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游固定资产投资不及预期；新业务开展不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

农夫山泉（09633）：饮用水彰显需求韧性，饮料卡位健康化趋势

事件：公司发布 2020 年中报，疫情下，终端零售渠道受到较大冲击，20H1 实现营收 115.4 亿元（-6.2%），归母净利 28.6 亿元（-0.4%）；其中，饮用水产品作为必需消费品，展现出需求韧性，依然保持正增长，实现收入 71.0 亿元（0.7%），EBIT 率提升至 35.97%（+4.5pct）。

投资要点

疫情对零售终端冲击显著，家庭消费场景迎发展机遇：因疫情影响，20 年 1-4 月线下消费品需求和终端零售的日常经营均收到重大冲击，5-6 月随着复工复产进度，软饮市场逐渐复苏，环比表现逐步复苏，回到增长通道。公司 20H1 受疫情冲击明显，实现营收 115.4 亿元（-6.2%），归母净利 28.6 亿元（-0.4%）。但现金流依然表现出色，经营性现金流量净流入 45.0 亿元（+11.1%）。

从收入构成来看，饮用水在疫情下彰显需求韧性，而饮料产品虽然受疫情冲击更严重，但农夫山泉提前卡位消费升级健康化趋势，未来增长可期：

包装饮用水。饮用水作为必需消费品，充分体现消费刚性，上半年依然实现正增长。包装饮用水产品实现营收 71.0 亿元（+0.7%）,EBIT 增速更快，实现 EBIT25.6 亿元（+15.3%）。另一方面，在零售终端受疫情影响较大的情况下，凸显家庭消费场景机遇。适用于家庭消费场景的中大规格饮用水收入实现同比增长超过 26.2%，或将驱动饮用水行业的产品结构变化和收入体量的持续增长。

茶饮料。在健康化趋势下，茶饮料逐步转向无糖茶。20H1 茶饮料产品实现营收 16 亿元（-10.7%），实现 EBIT7.1 亿元（-5.7%），EBIT 率自 41.8%提升至 44.2%。

功能饮料。由于疫情期间，学校、运动场馆等设施均为关闭状态，功能饮料的需求受到重大冲击，20H1 实现营业收入 14.5 亿元（-36.4%），实现 EBIT5.7 亿元（-32.4%）。

果汁饮料。在消费升级和健康化趋势下，果汁饮料向高浓度果汁转型升级，整体盈利能力有所提升。20H1 果汁饮料产品实现营收 9.4 亿元（-9.7%），而 EBIT 实现正增长，达 2.5 亿元（+9.1%）。

其他饮料。新兴产品线包括咖啡饮料“炭仌”、苏打水饮料“”、含气风味饮料“TOT”和植物酸奶产品等。随着新产品的品牌逐步成熟，疫情下依然实现大幅提升。其他饮料线 20H1 实现营收 4.5 亿元（+210.3%），规模成长带动盈利能力提升，实现 EBIT 1.3 亿元（+1,127.9%）。

风险提示：食品安全风险。行业竞争加剧风险。宏观经济波动风险。市

请务必阅读正文之后的免责声明部分

场扩张不确定性风险。

（证券分析师：汤军　证券分析师：杨默曦　研究助理：樊荣）

捷佳伟创（300724）：定增加速 HIT 布局，进军半导体清洗设备业务

事件：9 月 29 日晚公司发布定增预案，拟募资不超过 25.0 亿元，用于光伏电池设备扩产、半导体设备研发项目及补充流动资金。

投资要点

募资投向光伏电池设备扩产和半导体设备研发，打开成长空间。本次募集资金主要用于投资：（1）泛半导体装备产业化项目（10.0 亿元），将新增每年 20GWPerc+湿法设备、20GWHJT 湿法设备及单层载板式非晶半导体薄膜 CVD；（2）二合一透明导电膜设备产业化项目（3.3 亿元），将新增每年 50 套 HJT 电池镀膜设备；（3）先进半导体装备研发项目（6.5 亿元），致力于实现湿法清洗设备的规模化生产，并构建半导体湿法及气相沉积设备供给线；（4）补充流动资金（5.2 亿元）。

PECVD 为 HIT 电池生产中最关键设备，募资扩产有望实现后发追赶。HIT 电池技术将是下一代光伏电池确定的趋势，其中非晶硅沉积设备占 HIT 整线投资额的 50%，最为关键。非晶硅沉积设备中，PECVD 为主流，目前捷佳伟创 PECVD 设备有相关样机但未发货到客户处，具体技术离完全落地还有距离，进度仍落后于国内其他厂商。本次定增募投的泛半导体装备产业化项目，经产业化验证后，将形成单层载板式非晶半导体薄膜 CVD 设备生产基地，加快 PECVD 布局，有望实现后发追赶。

进军半导体清洗设备，赛道好空间大，容易率先实现国产化。目前清洗设备在半导体设备市场中价值量占比约 5%-6%，随着晶圆制程工艺的复杂化，清洗机占比整线的比例有望提高至 10%。同时由于清洗机的技术门槛相对较低，我们认为比较容易率先实现全面国产化。我们预计国产清洗机每年的市场空间在 40-70 亿元。我们认为，捷佳伟创的湿法设备在 PERC 电池时代为国内龙头，向与光伏电池片工艺相关的半导体产业链延伸，技术有积淀且未来成长空间广阔。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 5.5，6.7，7.4 亿，对应当前股价 PE 为 61、50、45 倍，我们看好公司光伏设备业务的发展，募投半导体清洗设备项目将进一步打开想象空间，维持“增持”评级。

风险提示：新品开发不及预期，下游工艺迭代不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn