策略研究

国都投资研究周报 2020.9.28-10.2

本周策略：

调整压力进入尾声，阶段反弹蓄势待发

一、近期市场研判：压力释放进入尾声，阶段反弹蓄势待发

1、市场脉动：内外扰动压力持续释放，外向型高估值科技股领跌，内循环型消费与中游顺周期逆势上涨。七月中旬以来，A 股市场由此前连续三个半月的放量上涨，转入指数区间震荡回调阶段，持续时长已两个半月；扭转行情的内外压力主要包括：货币政策及流动性边际收敛、注册制改革扩容后新股发行提速下市场资金供需趋紧担忧（尤其是蚂蚁集团、吉利汽车、京东数科、恒大汽车等大体量融资规模）等内部压力，及美国大选进入白热化阶段中美摩擦频发、欧洲疫情秋冬季二次反弹、海外市场大幅震荡等外部压力。

以上内外扰动压力下，近两个半月内的震荡回调期，上证指数、深成指、沪深 300、万得全 A 各下跌 6.5%、9.4%、5.8%、7.4%；其中，高估值的次新股、科创 50、创业板指、中小板指各领跌 28%、21%、12%、10%，下跌压力主要源自流动性边际收敛下无风险利率显著反弹、注册制发行扩容提速；而估值合理偏低的上证 50、上证红利、中证 100、中证 500 期间回调幅度较小，均在 5.6%以内。此外，8 月中下旬起受创业板注册制改革日涨跌幅倍增刺激中小资金一度炒小炒差，期间低价股、亏损股抗跌各+0.7%、-4.3%，表现好于机构重仓的绩优股、高价股的-6.7%、-7.2%。

行业板块来看，近两个半月的指数震荡回调期，受近期美国政府对我国科技企业的围堵升级这一外部直接冲击的通信、计算机、电子三大外向型（关键技术或上游供应链依赖外部）科技板块集体领跌 21-15%；而期间行业景气或政策承压的农林牧渔、有色金属、房地产、券商，以及此前涨幅已乐观透支预期的商贸、传媒，跌幅普遍在 13-11%居第二梯队；而休闲服务、电气设备（光伏、工控为主）、军工、汽车、家电、化工等内循环为主的消费、中游顺周期板块逆势上涨 7%以内。

2、近期市场研判一：反弹催化剂蓄势待发

七月中旬起至今的两个半月内，A 股进入指数震荡回调、绩优高位股轮番快速下跌期，已对内外扰动压力进入尾声（当前两市成交额已缩量至前期峰值时的三成附近，过往每轮调整底部的历史数据初步印证）；近期展望，**指数重拾升势或待催化剂，近期正积蓄的**催化剂包括：

1）**经济基本面改善预期。**八月经济、社融数据超预期，尤其 8 月消费增速年内首次由负转正至+0.5%，汽车、家电、黄金珠宝、化妆品等可选消费及影视文化、餐饮旅游等服务消费的回补超预期；房地产投资韧性足且销量、资金到位改善下，后续房地产投资增速回落缓慢；制造业与民间投资显著回暖转正；同时，基建投资虽然短暂回落，但后续随着

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3219.42	-3.56
沪深 300	4570.02	-3.53
深证成指	12814.17	-3.25
中小板综	12023.34	-3.28
创业板指	2540.43	-2.14
恒生指数	23235.42	-4.99
恒生中国企业指数	9302.59	-5.11
恒生沪深港通 AH 股溢价	148.88	1.15
标普 500	3298.46	-0.63
纳斯达克指数	10913.56	1.11
MSCI 新兴市场	1059.10	-4.46

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	40.04	-2.27
纽约期金	1864.30	-4.74
伦敦期铜	6552.00	-4.35
伦敦期铝	1762.00	-1.87
波罗的海干散货	1667.00	28.63

研究员：肖世俊
电 话： 010-84183131
Email： xiaoshijun@guodu.com
执业证书编号： S0940510120011

联系人：王景
电 话： 010-84183383
Email： wangjingyj@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财政资金到位，预计基建投资增速稳中有升；此外，社融规模与增速超预期，表征货币活化的M1增速已连升七个月至18年3月以来新高8.0%，表明企业资产负债表逐步修复等，均预示经济恢复上行仍可持续。

2）上市公司业绩预期逐步向好。十月进入三季报披露窗口期，上市公司业绩超预期，或将是市场重拾升势的主要催化剂。根据20年中报业绩的数据来看，二季度业绩增速、盈利能力均较一季度显著改善，尤其是创业板、中小板的净利润同比增速上行明显。预计随着未来四个季度经济恢复上行，上市公司业绩增速与盈利能力有望持续提升或改善。结合三季度名义GDP增速较二季度进一步恢复上行、工业产销改善及消费回暖，以及工业企业利润自4月起连续改善且持续四个月保持正增长（近两月保持在近20%的高增长），同时盈利恢复已自下游传导至中上游产业链，预计上市公司三季报大概率继续向好改善(已发布三季报业绩预告的近六百家上市公司中，预喜占比近四成，较中报继续提升)。在三季报业绩整体超预期带动下，预计市场对全年业绩有望上修，或为指数震荡缓升、个股精彩轮动的提供主要驱动力。

3）**产业政策红利释放。**十月即将召开十九届五中全会，重点议题为十四五规划；考虑到高层已确立的国内大循环为主、国内国际双循环相互促进的发展战略布局，预计届时对我国内需、科技、金融等内循环作出系统性优化部署，尤其对自主可控科技供应链的瓶颈突破的支持政策可期。此外，**更好发挥发挥资本市场枢纽功能，落实我国创新驱动和科技强国战略下，**预计我国资本市场的深化改革与扩大开放将稳步推进落实，制度红利有望继续释放。

4）陆股通资金阶段性净流出压力渐入尾声，绩优消费与科技白马有望重新加仓。

作为投资A股聪明资金，陆股通动向往往作为市场情绪的风向标；7月14日起，陆股通北上资金由此前连续大额净流入，转为持续净流出共857亿元，而年初至7月13日陆股通累计净流入1835亿元。我们认为，过去两个半月陆股通持续净流出，主要系：一是前期A股快速上涨，陆股通重仓的绩优消费与科技白马股估值普遍进入历史高位区间所致；二是随着美国大选日临近不确定性上升、近期欧洲疫情的反弹下美元指数阶段反弹，全球资金转为避险流出新兴市场而选择落袋为安，上周陆股通持续净流出共247亿元。

近两个半月的陆股通持续净流出期间，部分绩优消费与科技白马股估值已快速回调，动态估值进入合理区间的个股，正吸引陆股通资金重新净流入与加大配置。同时，导致陆股通净流出的外部不确定因素正逐步落地，预计**陆股通资金阶段性净流出压力渐入尾声。值得一提的是，近日三大金融部委联合发文进一步降低QFII、RQFII投资准入门槛，稳步有序扩大投资范围，中长期将持续吸引境外资金加大配置中国股债商等资产。**

3、近期市场研判二：外围市场虽有震荡压力，但对A股的影响持续性与幅度有限。

9月初以来，美股、欧股先后引发了两轮快速下跌行情，触发震荡下跌的主要原因分别为科技巨头持续上涨后的高估值压力、近期欧洲多国新冠疫情的再次反弹。近期来看，一美国大选进入连续四场的密集候选人辩论，或使得市场对于最终结局预期反复波动；二美国两党对于新一轮财政救助方案始终未能达成共识，或使得美国消费、经济恢复动能衰减；三秋冬季欧洲疫情呈现快速反弹之势，若进一步蔓延恶化，或拖累全球经济修复态势。

以上欧美政治、经济、疫情不确定走势下，短期或使得欧美市场震荡压力反复释放，但对**A股的影响持续性与幅度有限，**若因非理性情绪释放较大调整压力，或是布局中期结构性牛市的入场契机。以上判断的逻辑依据主要在于：

1）中国与欧美疫情发展与防控进度、经济重启与恢复节奏不一致，宏观政策刺激力度各异，使得市场走势节奏明显错位。整体来看，由于我国疫情防控见效、经济重启与恢复领先美国，使得A股的方向性走势也基本领先美股1-2个月，**预计A股有望率先走出此次外围市场调整压力圈，受欧美市场震荡的影响时间非常有限。**

（1）第一轮明显错位期，A股、美股分别于1月中旬、2月中旬起步入阶段性调整，随后展开反弹时点分别为2月初、3月初；3月中旬至5月上旬均处于全球疫情蔓延扩散、量宽政策推动下的下大跌-快速反弹期；

（2）第二轮明显错位期，5月中旬至7月中旬，期间我国疫情防控取得战略性成果、而美国疫情处于加剧恶化期，同时我国经济持续快速恢复后货币政策边际收敛，美国经济急剧萎缩连续推出财政货币刺激方案；以上疫情防控、经济恢复及政策错位，使得两大市场走势呈现错位分化，A股短暂调整后进入持续一个月的快速上涨期，而美股反弹后进入震荡调整期；

（3）第三轮明显错位期，7 月中旬至今，期间 A 股在指数快速上涨后，而监管政策降温过热交易行为，同时货币政策持续收敛、经济恢复动能放缓等压制下，高估值高价股依次展开适度调整，大盘指数进入窄幅区间震荡；而在美国疫情缓和、经济与就业数据改善及科技巨头财报好于预期等共同推动下，美股转为持续上涨。

2）**年内上述中美两国的疫情发展与防控、经济基本面、宏观政策节奏错位，两大市场的相关性已大幅减弱**，近三个月内 A 股主要指数与标普 500 的相关系数已降至 0.1-0.4 区间，显著低于近三年的 0.4-0.5 区间。A 股与美股的相关性明显降低后，也预示**A 股受美股调整的压力有限**。

二、中期市场展望：结构性牛市换挡，下半场基本面接力

1、中期市场展望一：指数中途震荡，结构性牛市换挡。本轮牛市发轫于 18 年底，至 20 年 7 月中旬的一年半时间持续展开估值修复行情，以利率敏感型的科技成长股领涨；主要驱动逻辑包括：一宽松货币政策下的流动性充裕，无风险利率趋势下行；二以注册制发行试点为首的资本市场制度深化改革，及新证券法的落实实施，正改善 A 股资本市场投融资生态环境与结构质量，权益资产的配置吸引力上升，提升市场风险偏好。该一年半持续上涨后，科技+消费结构性估值泡沫显现，牛市第一阶段的估值修复行情演绎较为充分。

随着 5 月以来货币政策由宽货币宽信用转为稳货币宽信用、中期内逆周期政策逐步退出下，今年下半年起流动性驱动力边际收敛，明年甚至存在拐点性收紧压力。由此可判断，本轮结构性牛市第一阶段的驱动力，流动性充裕为主推动的估值修复动力已衰减。

结构性牛市中途换挡期，指数进入震荡；近两个半月在上述分析的内外扰动压力下，大盘指数进入区间反复震荡期，风格阶段性逆转，即此前的高估值、绩优高价股领跌调整，而中低估值、亏损低价股逆势上涨，估值合理偏低的传统蓝筹相对抗跌，也是对过去一年风格大幅偏向前者的适度修正。

根据近 25 年 A 股前四轮牛熊转换周期的运行规律，及牛市三阶段（估值修复—基本面上行与估值续升的戴维斯双击—估值全面泡沫化）的普遍节奏，预计目前 A 股正处于牛市的第一、二阶段换挡期。我们判断，近中期基本面恢复上行，有望驱动结构性牛市下半场，但指数上行斜率或放缓。

2、中期市场展望二：基本面上行有望接力。展望结构性牛市下半场，基本面上行有望接力驱动，主要逻辑包括：**一是经济正进入恢复上行小周期。**我国经济自 20Q2 起的一年半内，处于后疫情的恢复上行期，目前市场普遍预计年内第三、四季度 GDP 实际增速有望继续回升至 5-6%，明年一、二季度有望进一步回升至 10%附近，21 全年大幅反弹至 8%以上，为近十年内增速新高。

规模以上工业企业利润同比增速已连升五个月，且近四个月的单月利润增速保持正增长，近两月保持在 19%上方附近的两年高位；同时，工业企业主营业务利润率也同步五连升至 8 月的 5.79%，基本恢复至疫情前正常水平；从库存角度来看，工业企业产成品存货，在经历 4-7 月的持续下行的去库存后，8 月首次转升为补库存，企业主动补库存有望增添经济动能。行业来看，前 8 月累计利润同比正增长的行业主要包括：计算机通信电子设备制造业（+26.1%）、通用设备（+7.6%）、专用设备（+22.9%）、橡胶塑料（+19.5%）、医药（+7.4%）、纺织业（+1.6%）、汽车制造（+1.5%），而近几个月利润降幅持续收窄并接近转正的行业主要包括：酒饮料、建材、电气机械及器材、有色金属等。

二是上市公司业绩与盈利有望迎来显著回升期。随着经济逐季恢复上行，企业盈利有望逐步改善，上市公司业绩有望同步触底回升，ROE 有望探底回升。目前市场对万得全 A、万得全 A（剔除金融、两油）的净利润同比增速一致预期，由 20 年的 2%、6%附近显著提高至 21 年的 20%、30%附近，未来 1 年上市公司业绩增速有望显著回升。

3、中期市场展望三：资本市场改革持续落地，制度红利持续释放。资本市场制度改革加速推进：**一注册制试点有序推广，提升上市公司质量结构。**代表我国产业升级、核心技术及创新活力的公司正加快登陆 A 股市场，同时新证券法加大对违法违规的从严从重处罚、直接退市制度的扩大实行，A 股市场优胜劣汰机制正重塑形成，有望持续改善上市公司质量结构。

近 22 年 A 股共退市 122 家；按退市类型，连续亏损、违法违规、吸收合并、私有化、证券置换各 54、23、35、9、1 家；A 股近十年年均退市率仅 0.35%，远低于同期纳斯达克、纽交所的 5.1%、6.7%（年均退市公司数达 160、100 家附近）；近两年注册制试点下退市数量持续增加，年内已退市 13 家；若参照美股退市率经验数据，未来注册制 IPO 与退市常态化并行以实现优胜劣汰，预计 A 股退市公司将由此前的个位数上升至 100-200 家。

二监管层着力增强交易便利性、市场流动性和市场活跃度。近两年监管层已对并购重组、再融资、市场交易等监管政策的优化调整；上交所及时响应市场呼声，修订上证综指编制方案、发布科创板 50 指数，以合理反应我国经济产业转型升级、市场结构组成的变化。

三加大引导境外机构资金、银行理财、保险、信托等境内外中长线机构资金入市的政策红利正加快释放，居民财富加大权益类资产配置的趋势已成。

近期证监会召开的系统年中工作会议，重点提出了资本市场几大工作主线，包括落实“六稳”“六保”中进一步体现资本市场担当作为、聚焦“建制度”主线、践行“不干预”理念、落实“零容忍”要求、把握好改革的时度效以平稳推进资本市场全面深化改革落地实施、推进资本市场高水平双向开放等；预示着我国资本市场制度改革红利有望持续释放。

综合判断，过去几年资本市场系列制度改革，重点以双向开放加大引入境内外中长线机构资金，以试点注册制发行并从严落实退市制度加快上市公司的优胜劣汰，将重点改善提升资金与上市公司投融资两端主体的结构与质量；以上我国资本市场深化改革扩大开放的红利释放，将助力 A 股行稳致远。

三、基本面展望：后疫情下业绩恢复显著，中小创改善居前，且未来四个季度有望延续

1、宏观经济：中期恢复上行趋势延续。我国 GDP 同比增速已由 20Q1 的-6.8%恢复至 20Q2 的+3.2%；展望三、四季度，**预计经济恢复趋势有望延续，回升动能或主要为基建投资继续发力、制造业投资底部改善、消费信心与意愿回升下的可选消费回补；**当前市场一致预期 20Q3、Q4 单季度 GDP 同比+5.5%、+6.0%附近(20 年 GDP 预期同比+2.3%)。中周期来看，经济逐季恢复，且本轮经济上行周期，预计可持续至 2021 年二季度。

从 8 月主要数据来看，经济恢复态势继续改善与巩固，具体体现为：**一消费和投资继续好转，** 8 月消费同比增速年内首次有负转正至+0.5%，其中化妆品类、通信器材类、金银珠宝类等可选消费品同比增长两位数以上，汽车消费持续改善；固定资产投资同比降幅持续收窄至前 8 月的-0.3%，尤其值得注意的是，制造业、民间投资增速回暖明显。

二工业和服务业恢复加快，8 月规模以上工业增加值同比超预期回升至+5.6%，已回升至疫情前水平，41 个大类行业中实现增长的行业超过七成；前 8 月累计增速实现了年内的首次转正。同时，随着生产回升和居民消费回暖，相关生产性、生活性服务业均得到改善。8 月份服务业生产指数环比加快 0.5 个百分点至+4%。

展望未来，经济恢复动力分解来看：**一生产端，工业增速已基本恢复至疫情前正常区间，预计边际贡献动能减弱。**由于国内疫情防控得力，常态化防控与复工复产策略得当，工业生产供给端恢复较快，单月同比增速已于 4 月转正且连升五月至 8 月的+5.6%，已回升逼近至疫情前的 5-6%的正常增速区间、工业产能利用率也基本恢复至均线附近 75%，预计下半年进一步回升空间非常有限，对经济边际拉升动能减弱。

二投资端来看，基建投资发力与制造业投资底部改善，或为后续经济回升主要动力。固定资产投资累计增速已自前 2 月的低谷逐月显著回升至前 8 月的-0.3%，回升节奏与幅度好于预期；投资增速回升依次源自房地产投资恢复韧性足、基建投资增速快速上行、制造业投资显著回暖。展望四季度，**基建投资发力与制造业投资的继续回暖，或为经济回升主要动力。**

三消费端来看，可选消费回补仍可期。上半年受疫情零星复发、常态化防控及居民收入增速下降等压制，可选消费恢复较为缓慢，恢复节奏略低于市场预期。社会消费零售额同比降幅连续六月收窄，8 月首次实现年内转正，后续可选消费、服务消费的深度恢复或为主要增长空间。展望四季度，后疫情下就业逐步改善，企业盈利逐步恢复，城镇居民可支配收入有望改善，居民消费信心有望提升；同时，疫情常态化防控积累了成功策略与经验，线下消费场景进一步开放，预计以汽车、家装家具家电、餐饮旅游等为主的可选消费回补可期。

2、上市公司业绩增速展望：未来四个季度有望延续恢复上行，1Q21 或为阶段增速高点。统计历史 A 股各季度业绩累计增速变化曲线可知，全 A、扣除金融石油石化的 A 股营收、净利润增速基本与名义 GDP（包含量价因素）走势一致。短中期展望，实际 GDP 增速有望逐季恢复上行，初步预计 20 年第三、四季度的实际 GDP 同比增速将由第二季度的+3.2%进一步恢复至 5.5-6.0%区间，而 21 年第一、二季度的实际 GDP 同比增速有望上升至 8-10%区间（今年低基数效应）。

价格方面：一预计在猪肉高基数效应下，20 第三、四季度的 CPI 同比涨幅逐步回落至低位数 1%以内，21 年初小幅转负后二季度逐步回升至 2%-3%的温和区间；二 PPI 方面，随着我国经济恢复上行、国际大宗商品的震荡上行，预计 20 年第三季度 PPI 降幅继续趋于收窄、四季度有望转正，21 年第一、二季度有望继续小幅回升至 2-3%区间。综

合判断，预计未来 6-12 个月，GDP 平减指数整体趋于回升，本轮自 1Q17 起的趋势下行阶段有望结束（自 1Q17 的 4.7%趋势回落至 2Q20 的 0.7%，基本接近于 15Q1 至 16Q1 期间的近十年低谷）。

结合实际 GDP 增速恢复上行、GDP 平减指数趋势回升，预计未来四个季度名义 GDP 增速有望趋势回升至 6-10%区间。根据上市公司业绩增速与名义 GDP 的较强的正相关性可知，未来四个季度的 A 股上市公司业绩增速有望趋势回升，预计低基数效应下 1Q21 或为阶段高点，届时非金融两油的全 A 净利润同比增速高达+50%附近。

统计分析 A 股上市公司 20 年中报，营收、净利润累计、单季度同比增速改善明显，与后疫情二季度 GDP 增速由负转正、工业企业利润增速持续回升一致。其中，主板业绩受银行、石油石化拖累累计增速仍为负增长，但降幅显著收窄；而中小板、创业板、科创板的累计营收增速均已回升至零附近或小幅转正，中小创净利润增速均大幅转正，科创板净利润增速进一步上升至 30%附近。整体而言，**20 年中报业绩增速略好于预期，非金融两油的业绩显著恢复，中小创业绩改善居前**，营收累计同比降幅显著收窄，中小创的净利润累计同比增速由 20Q1 的双位数负增长转为 20H1 的两位数附近正增长。

分行业板块来看，当前必需消费品（农林牧渔、食品饮料、医药器械）、科技股（电子、通信）及国防军工、电气设备、券商较佳，中期展望，必需消费品优质中高端品牌个股，随着消费升级及市场份额的提升，业绩有望持续增长；同时电子、计算机、通信为首的科技股的优势个股，随 5G、人工智能、物联网等落地应用，中期业绩仍处于上升期。同时，**中期看顺周期（化工、建材、保险、银行）及可选消费品（家电家居、汽车、旅游、文化传媒等）**业绩已基本探底，预计有望逐季回暖。

3、**盈利能力展望：中小创悉数快速回升至疫情前水平之上，主板温和修复趋势有望延续。一毛利率方面，**中小创均显著回升至疫情前水平之上，并创 2016 年以来季度新高，主板温和修复；预计随着 PPI 趋势回升，预计主板毛利率回升趋势有望延续。**二净利率方面，得益于三项费率压缩，净利率改善幅度普遍高于毛利率；**展望未来，A 股三项费率或将触底略有反弹（管理费率持稳、后疫情下销售费率回升、财务费率在资产负债率略升而融资成本缓降下基本持稳）后，预计净利率升降主要取决于毛利率变化，预计净利率改善幅度放缓，呈现稳中缓升态势。

三净资产回报率 ROE 方面，自 2Q18 阶段高点趋势下行六个季度后，已于 4Q19 真正探底。而 1Q20 起 A 股主要板块的单季度 ROE 环比连升两季；从杜邦分析净资产收益率 ROE=销售净利率×总资产周转率×权益乘数解构来看，近两个季度的 ROE 回升，主要系净利率环比大幅提升贡献。中期展望，预计净利率由此前的快速回升转为缓升，而总资产周转率有望随营收增速的好转而止跌转升、资产负债率在宽信用政策下缓升，综合判断中期 ROE 有望继续改善，预计 21 年主板的 ROE 有望回升至 8.5%上方附近，中小板、创业板有望分别回升至 12%、10%附近上方。

四、中期风格展望：中期业绩相对景气的科技成长股仍趋势占优

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

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

后续重点防范：一是全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链等风险，对中周期内的科技成长板块业绩逻辑、业绩预期或产生扰动，期间或加大指数或个股波动风险。

二是**市场监管政策取向的降温信号**，若后续杠杆资金快速上升、中小散户直接蜂拥入市，产业资本减持力度显著放大、外延式并购重组过热等，或将促使监管政策取向阶段性调整，释放降温信号，以防范金融风险再度发生，届时或进一步促使科技板块交易热情降温。

2、市场风格分化与收敛趋同的历史规律与本轮推演

统计前几轮完整牛熊周期的市场表现来看，风格强弱分化主要取决于业绩相对景气的分化。业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看 1.5-2 年。自

2013 年初起至今的六年半内，市场风格发生了 3 次明显先分化、后趋同的走势。按 12 年底至 15 年 6 月的上一轮牛市三阶段（估值修复-戴维斯双击加速上涨-泡沫化赶顶）的风格分化与同步节奏及其时长的经验来看，成长、消费风格率先启动估值修复行情，且上涨约 1 年半时长后，金融、周期才启动补涨行情，随后四种风格进入同步牛市直至赶顶阶段。

第三波分化与收敛趋同推测：第三波分化大致于 20 年中结束，目前或进入同步震荡上行阶段。19 年 8 月至 20 年 4 月初，期间消费、成长风格指数上涨，而周期、金融风格指数震荡下跌，随后自 20 年 4 月起转为同步上涨。**按本次第五轮牛市的启动时点 19 年 1 月初计算，至 20 年 6 月末附近正好 1.5 年时长，风格已由分化进入收敛趋同阶段，与目前市场实际表现基本一致。**

五、配置建议：近期把握可选消费+中游周期回补机会，中期深挖科技+券商龙头。

一近中期而言，下半年经济恢复趋势明确、货币政策边际收敛趋势确立，估值扩张动能大概率衰竭，上涨动力回归至基本面上行逻辑，结构性机会或主要以顺周期的低估值蓝筹补涨，以家装家具家电、汽车、旅游影院等可选消费回补，及化工、建材、机械、电气设备等中游制造补库存为主；

二中长期深挖业绩超预期中期景气上行的科技龙头股；在国内大循环为主体、补短板煅长板以科技创新引领高质量发展的战略推进下，提高科技产业链供应链稳定性和竞争力，更加注重补短板和锻长板，预计以半导体芯片、5G+应用、新能源汽车、军工装备、创新医药为首的科技龙头有望进入中期景气上行期，可深挖优质科技成长股并逢低坚定配置；

三紧抓“两新一重”投资受益板块；中长期创新升级经济转型的战略目标下，新一代信息基础设施、融合基础设施（深度应用互联网、大数据、人工智能等为主）、创新基础设施（支撑科学研究、技术开发、产品研制的公益性基础设施）等三大类新基建，具体包括 **5G 通讯、半导体、数据中心与数字基建、工业互联网、公共医疗卫生（生物安全）、智慧城市、智慧交通、智能制造等新基建；及城市轻轨、环保、电网改造升级、城市旧改等传统基建。**

四，低估值的券商、银行、保险、地产等大金融板块中的头部公司，业绩相对稳健，股息率相对国债利率已具备配置价值，预计随着财政政策加码落地，国内稳经济政策发力、经济逐步企稳修复，以及资本市场制度深化改革的加快推进，低估值的大金融板块也有望迎来估值修复行情，尤其是在大力发展资本市场、着力打造旗舰型券商的政策红利下，中长期龙头券商可坚定持有。

风险提示：全球疫情秋季超预期复发，中美关系加剧紧张，海外市场大幅震荡等风险。

本周研究动态：

消费股

食品农业（白姣姣）

一、市场表现

周行情：食品饮料（中信）涨跌-3.47%；农林牧渔（中信）涨跌幅-3.37%；沪深 300 涨跌幅-3.53%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格 **33.28 元/公斤。**
2. **茅台一**批价：2750-2800 元，**略下行。**

三、食品饮料：

1. **白酒：**

1）茅台：批价略有波动，略有下行，核心原因是中纪委官网发文，警惕高端白酒涨价引发不正之风回潮，其次与公司加大直营等渠道投放也有一定关系；

2）五粮液：近期放量，批价维持在 960 元左右，价格坚挺。本周经典五粮液新品正式发布，售价预计在 2699 元左右，进一步巩固高端形象。

3）国窖：放量较大，批价 860 元左右。渠道反馈 9 月 10 日涨价通知前基本完成全年打款任务，今日公司停止又发货，预计终端销售超预期。

整体来看，**近期渠道反馈旺季动销高端较好，略超预期，次高端和中高档酒等持续回暖并分化。**

近期先后受大盘系统性影响，茅台集团发债事件，中纪委发文等影响，板块有回调但仍抗跌。我们仍持续推荐白酒，一方面板块价格坚挺，抗压测试效果较好；旺季消费或有望超预期；估值角度看 21 年诸多酒企估值在 30x 以下，低基数上绝对增速更高，中长期估值合理；预计板块估值切换行情或提前到来；中长期白酒消费具有粘性，高毛利率高净利率等铸就高壁垒不变；

标的方面，中长期持续重点看好高端酒的**茅五泸汾，**短期我们推荐估值有优势，边际变化较大的公司，如**老窖、今世缘、古井、水井坊、顺鑫等**。

2. 大众品：

大众品本周持续企稳，一方面是欧洲等疫情二次反复下，资金对大众品业绩确定性板块的青睐，同时本周百润股份三季报业绩预告超预期带动大众品业绩优势，另一部分部分赛道优的个股如三全、天味等短期回调后估值已经释放一部分风险，有反弹行情。

中长线资金，可逐步建仓中长期赛道优，成长性足，业绩具有确定性的标的，优选调味品和速冻食品龙头性企业，如天味、安井、三全、安琪、海天等。

四、养殖：中长期继续推荐养殖龙头企业

本周猪价回调到 33.28 元/kg，从前期 38 元的高点持续回调到目前 33 元，虽然绝对值仍高，但考虑近期临近旺季价格持续下行，有点低预期。同时，牧原解禁，新希望高管人事变动等交易层面影响，再叠加市场对高位股系统性调整，板块回撤后风险基本释放。建议关注板块优质个股的成长性及未来 2 年高盈利能力。

猪肉供需缺口仍大，短期内难以快速平衡，猪价虽高点已过，但绝对价格高位有支撑；其次优质公司出栏量快速提升 21 年大概率翻倍，成本优势大，量价齐升下 20-21 年业绩有保障；短期回调后风险已基本释放，同时新希望也开启 4-8 亿的回购，随着后期月度出栏量及业绩的逐步兑现，优质个股有望走出独立长牛行情，推荐**牧原、新希望**。

五、推荐个股

重点推荐：牧原、茅台、泸州老窖、今世缘、涪陵榨菜；

其他：**五粮液、汾酒、顺鑫、水井坊、海天、中炬高新、新希望等**。

六、风险提示

业绩不达预期；宏观经济下行；重大食品安全事故；疫病暴发超预期。

家电行业（王双、陆星挺）

一、行业表现

上证综指本周下跌 3.56%，沪深 300 下跌 3.53%。家电板块下跌 2.34%，跑赢大盘指数，主要原因在于：家电板块的权重股下跌较小，因此整个板块表现还行。

二、行业动态与展望

（1）清洁小家电市场潜力大

据 Euromonitor，2019 年全球清洁小家电（包括传统吸尘器、扫地机器人）销售额约为 231 亿美元，2016-2019 年销售额口径市场规模复合增长率达约 7%，北美、西欧等成熟市场保有量高，而中国、东南亚等地方渗透率低，仍有很大空间。

（2）2020 年 8 月冰箱产销数据

据产业在线统计，冰箱 8 月份产量 801 万台，+24%（1-8 月 5219 万，+1%）；销量 800 万台，+22%（1-8 月 5267 万，+1%）；内销 379 万台，+4%（1-8 月 2651 万，-7%）；外销 422 万台，+44%（1-8 月 2617 万，+11%）。

分公司，海尔内销 130 万台，+7%（1-8 月 891 万，-2%），外销 11 万台，+3%（1-8 月 58 万，-19%）；美的内销 58 万台，+19%（1-8 月 419 万，+12%），外销 73 万台，+39%（1-8 月 444 万，+18%）；美菱内销 28 万台，-2%（1-8 月 173 万，-10%），外销 35 万台，+104%（1-8 月 193 万，+37%）；奥马内销 4 万台，-20%（1-8 月 45 万，-36%），外销 80 万台，+36%（1-8 月 530 万，+3%）；海信内销 45 万台，+5%（1-8 月 287 万，-8%），外销 75 万台，+118%（1-8 月 411 万，+40%）。

（3）线上集成灶市场销量增长好

集成灶 1-8 月线上销量及销额分别达 37.7 万台及 23.7 亿元，同比上升 35%、22%，行业均价下降近 10%，维持 6000 元以上。8 月当月线上销量、销额同比上涨 13.2%及 0.4%，为 2 月疫情以来最低增速。线上均价呈现持续下滑，自 5 月后下跌趋势未改。8 月火星人、亿田及美大位居前三，品牌份额集中度达 42%

展望：纵观全球，清洁小家电是一个非常有潜力的市场。而中国的清洁小家电市场仍处在起步阶段。2020 年上半年，清洁小家电主要品类的销量增速均位居家电行业前列，且疫情对其起着推动作用，清洁消毒的产品功用深入人心。Shark 蒸汽拖把、添可洗地机等创新“爆款”产品的推出，很好地触及消费者痛点，点燃了市场地潜在需求。总的来说，清洁小家电增长有望持续。

三、行业的投资逻辑

1.疫情短期有影响，中期影响不大。整体上看，本次疫情会从基本面与情绪面对家电板块产生一定影响，板块可能呈现出先抑后扬形势。短期来看：由于线下人流变少、线上运输受限且部分产品涉及上门安装，因此家电在疫情期间销售会有影响。中期来看，家电是刚需型耐用消费品属性，精装与毛坯房全年交付量回暖的逻辑仍将继续支持家电需求复苏。

2.白电龙头市场份额稳定。短期总销量受疫情压制，中期看，白电龙头企业销量较为稳定，业绩确定性也较大。

四、重点个股

老板电器：

公司为国内厨电行业优质企业，烟/灶国销量稳居行业第一，与方太集团同为高端厨电龙头。公司在 1、2 线城市市占率份额高，品牌知名度好。公司同时利用名气品牌，下沉 3、4 线渠道，和老板品牌形成合力，加大公司产品的销售。公司也注重品类多元化，把洗碗机、蒸箱作为重点新品类发展。随着地产竣工面积和交易量回暖，公司的估值有可能得到恢复。1、2 线地产回暖有利于公司的业绩的增长，建议关注。

美的集团：

公司是全品类家电的典范企业，其多个家电产品在行业内名列前茅。公司管理层战略明确，高瞻远瞩，执行力强。公司在收购库卡后，在工业机器人领域具有强大竞争力。在 3 月初的战略发布会上，美的宣告其工业互联网平台已经建成，且服务了 50 多家大型企业。美的集团不仅是一家家电企业，也是一家工业互联网平台企业。预计公司 2020 年净利润为 230 亿，对应 PE 分别为 18 倍。

医药生物（傅达理）

一、市场表现回顾

本周医药生物(SW)板块单周上涨 0.51%,在 28 个申万一级行业中,表现排名第 1 位,同期沪深 300 指数下跌 3.53%,中小板指数下跌 3.05%，创业板指数下跌 2.14%。细分子板块来看，生物制品单周涨幅 4.10%，医疗器械单周涨幅 2.54%，医药商业单周涨幅 1.70%，医疗服务单周涨幅 0.43%，化学制药单周跌幅 1.42%，中药单周跌幅 3.30%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是澳特锐（+46.56%）、正川股份（+38.56%）、博晖创新（+32.30%）、拱东医疗（+31.79%）和康泰医学（+29.55%）；而跌幅最大的前五家公司分别是 ST 康美（-13.90%）、九典制药（-11.12%）、普利制药（-10.10%）、香雪制药（-10.10%）和亚太药业（-9.91%）。

二、本周主要观点

CSCO 闭幕，国产创新药及创新药产业链持续高景气。第 23 届中国临床肿瘤学会（CSCO）年会已于 9 月 26 日闭幕，本次 CSCO 年会上，国家药品监督管理局药品审评中心(CDE)相关负责人介绍了 2020 年中国肿瘤创新药的审评审批情况,截止 2020 年 9 月 10 日,已经有 17 款抗癌创新药在国内获批上市,包括 PD-1/L1 抑制剂、抗体偶联药物(ADC)、第三代 EGFR-TKI 等不同作用机制的创新疗法，以及 2 款生物类似药，涵盖肺癌、乳腺癌、头颈部鳞癌、黑色素瘤、肝癌、胃癌、套细胞淋巴瘤等多种癌症。值得一提的是，其中至少五款创新药为所获批适应症领域的首个，例如，国内广泛期小细胞肺癌患者迎来了首款免疫疗法；国内头颈部鳞癌患者迎来了首款获批的靶向药物等。国产肿瘤创新药方面，恒瑞医药卡瑞利珠单抗获批肺癌、肝癌、食管癌三大癌种；豪森药业甲磺酸阿美替尼获批肺癌；百济神州泽布替尼获批血液肿瘤。此外，在本次 CSCO 年会上，国内多家药企公布其重点品种的临床研究进展和关键数据，成果喜人,未来几年国产创新药企业将陆续迎来收获期。经过近些年的发展,目前国内创新药企正逐渐从“Me-too”、“Me-better”向“Best-in-class”过渡，而且随着国内药企继续沉淀积累，海外优秀创新药人才不断引进，未来国内药企创新药研发实力逐步升级，医药创新终将向“First-in-class”进阶。在此背景下，创新药及创新药产业链将持续高景气，我们长期坚定看好国内创新药及创新药产业链龙头公司的发展前景。

国产新冠疫苗年产能可达 6.1 亿剂。9 月 25 日，国务院新闻办公室举行吹风会，科技部、卫生健康委、药监局有关负责人和相关专家出席，介绍新冠疫苗工作进展情况。目前目前我国新冠疫苗已有 11 个进入临床研究阶段，其中 3 个灭活疫苗和 1 个腺病毒载体疫苗已进入Ⅲ期临床试验，其他重组蛋白疫苗、mRNA 疫苗和减毒流感病毒载体疫苗正在抓紧开展Ⅰ/Ⅱ期临床试验，4 个进入Ⅲ期临床试验的疫苗目前进展顺利，研究人员将采取特事特办的原则，推动我国新冠疫苗尽快上市。而根据目前我国最早接种疫苗的受试者血清监测结果显示，抗体依然维持较高水平，国产新冠疫苗可能会有比较长期的保护作用。科研攻关组疫苗研发专班工作组组长郑忠伟表示，按照估算，预计到今年底，我国疫苗年产能可达 6.1 亿剂，明年可达 10 亿剂以上。同时将人群分为三类：第一类是高风险人群，包括医疗和防疫人员、边境口岸工作人员、城市运行保障人员、大型农副产品和冷冻食品市场工作人员、其他公共场所工作人员等；第二类是高危人群，包括老年人、儿童、患有基础疾病的人等；第三类是普通人群。未来将按照高风险人群、高危人群、普通人群的顺序，安排接种。定价方面，将遵循其公共产品属性，必须要满足可及性和可担负性，一定是在大众可接受的范围内。本周疫苗板块反弹，我们认为新冠疫苗大概率有望在今年年底之前获批上市，但疫苗板块的表现或因为获批上市新冠疫苗技术路线的不同而产生分化，较难出现同 7 月整个板块大幅上涨的情况。目前时点随着国内外新冠疫苗 3 期临床数据披露的临近，我们仍然建议关注新冠疫苗研发进度靠前的头部疫苗企业：复星医药、康泰生物、沃森生物、康希诺、智飞生物。

三、行业动态跟踪

1、国务院发文大力推进互联网医疗、网络售药、处方外流。9 月 21 日，中国政府网官方发布国务院办公厅印发的《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》（简称《意见》）。该意见提到积极开展消费服务领域人工智能应用，丰富 5G 技术应用场景，加快研发可穿戴设备、移动智能终端、智能家居、超高清及高新视频终端、智能教学助手、智能学伴、医疗电子、医疗机器人等智能化产品，增强新型消费技术支撑。同时，积极发展互联网健康医疗服务，大力推进分时段预约诊疗、互联网诊疗、电子处方流转、药品网络销售等服务。

2、医保局制定医保药品中药饮片和医疗机构制剂统一编码规则和方法。9 月 25 日，为加快推进统一的医保信息业务编码标准，形成全国“通用语言”，根据《国家医疗保障局关于印发医疗保障标准化工作指导意见的通知》有关要求，国家医保局研究制定了医保药品中药饮片和医疗机构制剂统一编码规则和方法。

3、国家医保局明确建设全国统一的医保信息平台，实现部门间信息交换机制，数据共享协同。9 月 22 日，国家医保局对十三届全国人大三次会议第 7133 号建议的答复中明确，建设全国统一的医保信息平台，实现部门间信息交换机制，数据共享协同。按照国家医保局的计划，到 2021 年底，全国统一的医保信息平台将初步建成，信息实现互联互通，全国医疗保障业务经办系统一体化应用格局基本形成，将从根本上解决系统分散、标准不统一、信息孤岛等问题。

4、国家卫健委实地督察医疗整风。近日，国家卫健委综合监管局发布《关于开展 2020 年度医疗卫生行业综合监管督察征集问题线索的公告》表示，国家卫健委定于 9 月下旬会同相关部门组织开展医疗卫生行业综合监管督察，对北京、河北等 19 个省（区、市）和新疆生产建设兵团进行实地督察。

5、CDE 发布《药物临床试验数据监查委员会指导原则（试行）》通告。9 月 23 日，为指导申办者建立药物临床试验数据监查委员会，规范数据监查委员会的监查活动，促进受试者权益保护和临床试验可靠性，国家药监局药审中心组织制定了《药物临床试验数据监查委员会指导原则（试行）》。

四、投资策略

从 2020 中报可以看出，抗疫设备、新冠检测试剂等医疗器械细分方向中报表现亮眼，CXO 保持高景气，部分原料药标的实现快速增长，创新药、医疗服务等标的已从疫情影响中逐渐恢复，Q2 实现同比增长。展望三、四季度，我们认为新冠疫情仍然是主要关注点，全球疫情的拐点仍未出现，8 月以来海外每日新增确诊病例持续超过 20 万人，预计相关抗疫设备及检测试剂需求仍然将维持高景气，同时海内外新冠疫苗 3 期临床数据有望于 10 月披露，或对相关标的形成催化。国内方面来看，由于疫情相对稳定，医疗机构正常营业下，将带动相关手术耗材及药品恢复正增长，Q3、Q4 业绩实现同比增长可期。中长期角度来看，我们看好药品/器械创新升级、医疗器械国产替代、医疗消费升级带来的投资机会。基于以上，我们建议关注以下相关标的：

1）创新药产业链标的：恒瑞医药、药明康德、泰格医药、凯莱英、康龙化成等；

2）医疗器械标的：迈瑞医疗、乐普医疗、健帆生物、艾德生物、鱼跃医疗、万孚生物、安图生物、新产业、华大基因、凯普生物等；

3）医疗服务及药房标的：爱尔眼科、通策医疗、益丰药房、老百姓等；

4）医疗大消费标的：长春高新、欧普康视、爱博医疗等。

5）疫苗标的：复星医药、康泰生物、沃森生物、康希诺、智飞生物。

五、风险提示

疫情反复超预期风险；医药政策变动超预期风险。

商贸零售（韩保倩）

一、市场表现

商贸零售（中信）板块本周下滑 146.05 点，周跌幅 3.11%。板块本周上涨前五名分别是潮宏基（9.68%）、兰州民百（8.38%）、百大集团（6.90%）、ST 华鼎（5.50%）、供销大集（4.82%）。

8 月社零年内首次转正，疫情对消费板块影响逐渐清晰，线下龙头上半年增速或不及预期，但仍显示出数字化建设持续加快，超市等必选板块同店提升、行业集中度提升等正向变化。9 月开始进入金九银十，消费需求持续释放，中秋国庆双节并至将迎来消费的充足动能，消费增速或企稳向好。9 月线下实体积极开展“百城万企促销费”、淘宝开展 99 划算节，将进一步拉动消费回暖。我们认为部分必选品类增速有所回落但整体仍保持相对稳健，可选消费品改善显著。随着疫情进一步缓和金九银十两节到来，社会消费有望持续回暖，关注婚庆需求释放带来黄金珠宝板块和持续高景气的化妆品板块，推荐周大生、老凤祥、珀莱雅等。

二、行业动态

8 月快递行业运营数据公布。

顺丰控股 8 月公司速运物流业务收入为 111.57 亿元，同比增长 28.49%；完成业务量 6.52 亿票，同比增长 62.59%；快递服务单票收入为 17.11 元，同比下降 20.97%。

韵达股份 8 月公司快递业务收入 27.12 亿元，同比增长 1.69%；业务量 12.82 亿票，同比增长 53.9%；单票收入 2.12 元，同比下降 33.75%。

圆通速递 8 月公司快递产品收入 22.83 亿元，同比增长 9.48%；业务完成量 10.84 亿票，同比增长 41.39%；快递产品单票收入 2.11 元，同比下降 22.57%。

申通快递 8 月公司快递业务收入 16.61 亿元，同比下降 10.95%；业务量 7.88 亿票，同比增长 16.74%；单票收入 2.11 元，同比下降 23.55%。

业务量上，顺丰增速放缓，韵达增速领先，连续三个月回升，圆通增速环比提升，申通增速继续放缓；考虑到 8 月“818”电商购物节拉动，环比 7 月日均单量来看，韵达提升 45 万票/天，圆通提升 64 万票/天，申通提升 6 万票/天。

单票收入上，顺丰、韵达、圆通、申通单价同比降幅分别为 21.0%、33.8%、22.6%、23.6%，环比变化-4.3%、+5.5%、-2.3%、-0.5%，通达系中韵达单价同比降幅最高，但环比唯一正增长，一方面行业竞争仍较为激烈，另一方面公司竞争策略灵活，在件量高增长的情况下对价格进行调整，圆通、申通单价环比下降。

我们认为近期中通上市具有一定的利润诉求，从调研主产粮区情况看，龙头快递公司形成价格联盟，旺季提价有望提前到来，近期价格战有望缓和。龙头对于市占率诉求强烈，明年或持续价格战，资本介入拖累价格战进程，市场格局具有一定不确定性。

三、投资关注

1、申通快递（002468）：公司公告，阿里网络与德殷投资、德殷德润于 2020 年 9 月 21 日签署了《分立协议》。根据《分立协议》，公司股东德殷德润将分立为两个新设公司 1、2，同时，德殷德润将解散并注销。分立完成后，阿里网络拟行使购股权购买新设公司 1 的 41.4%的股权，并通过新设公司 1 间接持有申通快递 25%的股份，相当于增持申通快递 10.35%的股份。增持价格为 20

阿里网络为 Alibaba Group Holding Limited 通过相关持股主体 100%控股的公司，为阿里巴巴集团内企业。

阿里网络增持之后，陈德军、陈小英及一致行动人持有公司 35.84%股份，仍是申通快递的第一大股东和实际控制人。

根据申通快递与阿里网络签订的《购股权协议》，除了新设公司 1 之外，阿里网络还有权购买新设公司 2 和上海恭之润实业发展有限公司的股权，二者分别持有申通快递 4.9%和 16.1%的股权。若后续阿里网络继续行权，可能导致控制权变更。

申通快递此前中报在市场竞争加剧、成本上升等压力下表现较差，收入 92.6 亿元，同比下降 6.21%，归母净利润 0.71 亿元，同比下降 91.51%。此次阿里加持有望对申通科技赋能，提升公司信息化数字化智能化水平，协同菜鸟、阿里合作，带来业务创新。电商平台对快递网络日益重视，当前阿里（及其一致行动人）持有圆通 22.5%股份，为其第二大股东；持有中通 8.7%股份，投票权 2.6%，为其第二大股东；持有韵达 2%股份，为其第七大股东；持有百世 33%股份，为其第一大股东；尚未持有顺丰股份。我们认为上半年快递价格战仍然激烈，龙头件量增速出现分化，盈利能力承压，旺季即将来临单票价格有望企稳。

四、风险提示

疫情反复影响超预期，需求低于预期，新渠道新业态拓展不达预期等。

周期股

房地产（王双、于伯菲）

本周房地产板块下跌 6.35%，沪深 300 下跌 3.53%，上综下跌 3.56%。板块跑输大盘指数。

本周地产板块受到突如其来的恒大债务传闻，将这家巨型地产公司推上了风口浪尖，恒大声明相关传闻为不实信息，紧接着，25 公布了最新的运营数据，该公司已经累计实现销售 5049 亿元，同比增长 11.4%；销售回款 4521 亿元，同比增长 51.3%。公告另称，公司目前经营正常、财务稳健，全国拥有的 866 个在建项目，均正常开工建设。我们知道近期的住建部和中国人民银行在北京召开重点房企座谈会，研究进一步落实房地产长效机制。会议对房地产融资提出了量化的管理指标，要求房地产企业剔除预收款后的资产负债率大于 70%、净负债率大于 100%、现金短债比小于 1 倍不得融资。并将根据房企的“踩线”情况，分为“红、橙、黄、绿”四档，实施差异化债务规模管理。我们认为虽然恒大已经紧急辟谣，但资金链相对紧张是不争的事实，恒大当前面临了一些资金压力，同时深深房的重组耗费了较多时间，并且也增加了很多不确定性，外加今年疫情的冲击。恒大作为中国第一第二的房企，需要保持经营的稳健。我们预计当前情况将会引起政府重视，或加快重组推荐推进，或在资金方进行合理安排，同时我们看到恒大既有的降价促销等，依然是可以加快资金回笼的。

展望 Q3Q4，根据以往经验约 70%的货值会集中在下半年推售。而今年受疫情影响上半年开工进度滞后，下半年作为房企抢收业绩的关键期、供应量可能进一步加大。同时，受惠于相对宽松的货币政策环境，预计下半年房地产市场仍具韧性，成交有望保持在较高水平。房企有望积极把握当下难得的销售窗口期，加紧推货去化、加大营销力度、抢收业绩，以最大程度弥补上半年由疫情带来的负面影响。

房地产作为国家经济支柱之一，在本身经济下行压力较大及 2020 年经济开年受制的前提下，国家对房地产调控相关政策主基调不变，但是在维持稳定的基调下，部分城市有望进一步适度放宽，同时流动性保持宽松给房企带来喘息机会。

当前行业板块估值的平均在 6X 左右，当前处于明显低估状态考虑到目前板块 2020 年业绩确定性强，板块估值较低，股息率仍处于高位，此外政策弹性有望带动估值弹性修复。建议积极关注业绩稳健，有避风港属性的龙头类公司。我们继续看好地产龙头公司在 2020 年的估值修复行情，建议积极关注**招商蛇口，万科 A，招商积余。**

化工（王双）

一、行业走势

上周申万化工指数下跌 4.87%，上证指数下跌 3.56%，行业指数跑输大盘指数。化工板块全线下跌，其中跌幅居前板块是聚氨酯、纺织化学品和合成革；跌幅较小的板块其他纤维、民爆用品、石油加工。

二、行业观点：

10 月 MDI 挂牌价大幅上调：10 月份聚合 MDI 挂牌价上调 2600 元/吨，纯 MDI 挂牌价上调 1800 元/吨。供给端对金九银十价格信心满满，下游冰箱和软体家具需求快速增长。即将进入四季度 MDI 装置检修季，供给端控制出货量，体现了非常强的价格协同作用，预计后期 MDI 价格维持高位。

环氧丙烷再创新高：本周环氧丙烷价格创新高，其中滨化股份对外报价达到 18300-18700 元/吨，较上周上涨 2000 元/吨，今年 4 月份左右，由于需求低迷，环氧丙烷价格最低达到 6650 元/吨，近期已经上涨 1 万元/吨，而原材料丙烯价格环比上半年上涨 500 元/吨，因此环丙生产目前盈利大幅提升；

原料环丙延续涨势，聚醚成本面支撑较强，目前聚醚市场主流商谈价格为 20300-20900 元/吨;，环比上周上涨 500-1000 元/吨，产品库存偏低，需求来临后，供货端货源紧张，价格快速上行。

钛白粉价格年度第五次上调：目前金红石型钛白粉市场主流报价为 12000-14000 元/吨，锐钛型钛白粉主流报价为 10000-11500 元/吨，氯化法钛白粉目前报价为 15500-17000 元/吨。随着传统旺季的到来，加之海外需求不断恢复，钛白粉市场逐步恢复到较好状态。龙蟒佰利发函宣布价格上调 500 元/吨，目前已有 27 家钛白粉厂宣布价格上调，氯化法钛白粉亦有上调。目前整体开工率处于较高水平，部分厂家个别型号短缺，厂家库存低位。

可降解塑料快速发展：今年以来多省市在可降解塑料发展方面给出了时间表。截至 8 月 17 日，据各级政府网站，已有 24 个省、市、自治区出台塑料污染治理实施方案。上周，陕西省发改委、陕西省生态环境厅制定并印发《陕西省进一步加强塑料污染治理实施方案》；广东省发改委官网发布《关于进一步加强塑料污染治理的实施意见》，自 9 月 1 日起实施。文件内容均称将在年底前禁用不可降解塑料餐具。

2020 年 1 月 19 日，发改委、生态环境部发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》。到 2020 年底，我国将率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用，到 2022 年底，一次性塑料制品的消费量明显减少，替代产品得到推广。随着电商、快递、外卖等新兴业态快速上升，“塑料及包装制品”使用量快速攀升，2018 年国内外卖使用一次性塑料餐具约 176 万吨，农用地膜使用量超过 150 万吨，未来行业替代空间广阔，可降解塑料空间打开。

随着电商、快递、外卖等新兴业态快速上升，“塑料及包装制品”使用量快速攀升，2018 年国内外卖使用一次性塑料餐具约 176 万吨，农用地膜使用量超过 150 万吨，可降解塑料替代空间至少在 300 万吨以上。目前的产能不足以承接全部塑料替代，仅餐具和地膜，产能缺口 200 万吨以上。2018 年国内生物降解塑料产量达 65 万吨，同比增长 10.2%，其中完全生物降解塑料产量约 9.5 万吨，破坏性生物降解塑料产量约 55.5 万吨。

三、投资建议：

化工产品需求恢复，同时在成本的支撑下产品价格上涨，盈利进入上行通道。推荐受益油价上涨的**卫星石化、桐昆股份等。**

行业规范性提高，环保要求提高，安全生产要求提高，行业龙头的安全环保、创新管理的价值得以体现，化工行业的稳定生产将有明显的估值溢价。具有产业链一体化及园区一体化的龙头优势明显。**推荐万华化学、华鲁恒升。**

中上游大宗品进入周期下行通道后，对下游精细化工企业的利润改善也是有益的。未来化工行业的看点主要在于供需格局相对良好的精细化工，特别是供给壁垒较高子行业的一体化龙头，景气度依然能够持续。**推荐利安隆、苏博特、新宙邦。**

电子化学品是未来化工行业上需要补充最急迫的新材料产品。在推荐公司上，我们认为公司具备持续的技术创新能力应放在首位，其次是客户认可度，最后考虑估值。综合考虑，重点推荐**雅克科技、濮阳惠成。**

风险提示：需求不及预期，产品价格下滑。

机械（朱天辉）

一、市场表现

本周上证综指同比跌幅达3.56%%，收于3219点，创业板指同比跌幅2.14%，沪深300同比跌幅3.53%，机械设备同比下跌4.45%，跑输沪深300指数0.92pct。

二、机械行业动态及投资观点

1、工程机械：9月挖机销售有望继续走强，行业龙头仍具配置价值

1）8月挖机销售同比增加51%。据中国工程机械工业协会统计，2020年8月纳入统计的25家挖掘机制造企业共销售各类挖掘机20939台，同比增长51.3%；其中国内18076台，同比增长56.3%；出口2863台，同比增长25.7%。2020年1-8月，共销售挖掘机210474台，同比增长28.8%。预

2）9月挖机销售有望延续强劲。1-8月份，全国房地产开发投资88454亿元，同比增长4.6%， 增速比1-7月份提高1.2个百分点；1-8月基础设施投资同比下降0.3%，降幅比1-7月份收窄0.7个百分点。我们认为当前基建及房地产需求恢复，同时在人工替代、更新需求以及环保等多重因素支撑下，9月挖机销售有望继续走强。

3）继续推荐恒立液压、徐工机械等标的。

2、自动化设备：8月机器人产量同比增加32.5%，已经连续6个月保持强劲增长

1）8月机器人产量同比增加32.5%。3月以来，随着复工复产，机器人产销数据开始好转，已连续6个月实现两位数增长。1-8月，机器人产量累计13.7万台，同比增速达13.9%。

2）3C行业固定资产投资持续走高，对机器人拉动效应较强。1-8月，制造业投资下降8.1%，降幅收窄2.1个百分点；具体看，1-8月计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资增速11.7%，增速提升1.0pct；汽车制造业固定资产投资下滑19.3%，下滑收窄0.6pct；金属制品业固定资产投资下滑15.5%，下滑收窄0.1pct。

3）我们认为自动化设备行业景气有望持续向好，继续推荐拓斯达、埃斯顿、伊之密等标的。

3、个股【先导智能】：业绩拐点明确，锂电设备龙头有望重拾增长

1）汽车电动化进程加速，动力电池厂扩产明确。在补贴政策加持下，欧洲市场爆发式增长，1-7月欧洲新能源乘用车销量达同比增长75.9%，根据欧洲碳排放政策要求，预计增长可持续。而国内在低基数效应下，今年下半年开始，新能源汽车销售拐点向上。我们认为全球电动化进程非常明确，预计未来五年动力电池需求缺口达1000GW以上，锂电设备空间达2000亿。

2）公司为锂电设备龙头，业绩触底反弹。公司深度绑定宁德时代，同时供应LG、Northvolt等海外电池厂商。从业绩看，2020H1净利润下滑约42%，但新增订单同比增加83%，且呈现加速增长态势，我们认为公司业绩触底反弹，将迎来增长。

3）我们认为目前行业处于拐点位置，同时公司估值处于合理区间，继续给予“推荐”评级。

三、重点个股

工程机械：徐工机械、恒立液压等

自动化设备：拓斯达、埃斯顿

锂电设备：先导智能等

光伏设备：捷佳伟创、迈为股份、晶盛机电

半导体设备：北方华创、长川科技、至纯科技等

国防装备：中直股份、中航高科、光威复材、景嘉微等

风险提示：下游需求不足、行业竞争加剧、行业政策变化等

新材料（王双、时应超）

一、行业表现

本周上证综指下跌3.55%，申万有色指数下跌7.20%。价格方面，小金属钴下跌锂盐上涨，长江钴跌1.43%至27.6万元/吨，电池级碳酸锂价格上涨1.87%至4.08万元/吨，据SMM下游磷酸铁锂、锰酸锂需求向好，逐步传导至锂盐端出货情况提升，预计碳酸锂价格仍呈现稳重有升格局。贵金属方面，COMEX黄金下跌4.98%、COMEX白银下跌15.28%；基本金属方面，LME铜下跌3.82%、LME铝下跌1.70%。

二、行业动态与投资观点

1、新能源金属

据SMM，9、10 月整车厂排产计划大幅增加，带动国内头部电池企业开工率上涨，主要对三元电池需求增量明显，预计10月环比上涨25%-30%。

锂：碳酸锂价格稳中有升，有望阶段性小幅反弹。本周电池级碳酸锂价格上涨1.87%，据SMM，大中型锂盐厂普遍出货情况较为紧张，下游磷酸铁锂、锰酸锂需求向好，逐步传导至锂盐端出货情况提升，9、10月动力电池生产情况较好，随着下游需求逐步修复，预计锂盐价格仍呈现稳重有升格局。

钴：特斯拉电池日重申高镍战略方向，但短期并无法将钴完全取代，前期压制钴价的市场担忧情绪有望缓解并看好其中枢自当前低位逐渐抬升。

2、贵金属

本周贵金属价格全部下跌，受欧洲疫情二次爆发担忧加剧等因素影响，美元快速反弹，贵金属下跌。短期黄金或难有向上动力维持震荡，但此前美联储宣布将维持低利率直至2023年，且力求在较长时期内实现充分就业和通胀率达到2%，全球宽松货币政策短期不会改变叠加通胀预期趋势性修复的大逻辑并未被破坏，黄金价格将维持高位运行。

3、军工电子材料

美国对华为的技术封锁事件，叠加中美关系紧张情绪再度升温，或将促使关键材料国产化进程加快，同时基于国防现代化建设面临的迫切需求，军工领域需求相对独立，军费保持稳定增长，新一代主战装备列装也有望加速，诸如高温合金、高品质复合材料、各类高强度金属及其合金等材料需求出现较快增长。推荐西部超导（钛合金）、菲利华（半导体石英材料+军工石英纤维）、隆华科技（靶材+军工复合材料）、博威合金（高强高导铜合金材料）等材料类公司。

三、重点个股

赣锋锂业、西部超导、菲利华、楚江新材、博威合金、火炬电子

四、风险提示

宏观经济形势不及预期；下游需求低于预期；产品价格波动风险

电力设备新能源（王双、陆星挺）

一、行业表现

上证综指本周下跌 3.56%，沪深 300 下跌 3.53%。电新板块下跌 3.90%，跑输大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）动力电池产业链价格

本周部分锂电材料产业链价格趋势呈环比持平态势。方形铁锂动力电芯 0.53-0.55 元/wh 左右，方形三元动力电芯 0.65-0.70 元/wh 左右。方形铁锂电池 PACK 0.68 元/wh 左右，方形三元 PACK 0.83 元/Wh 左右。金属钴价格环比持平，报价 27.60 万/吨。碳酸锂价格环比持平，报价 4.00 万元/吨。氢氧化锂价格环比持平，报价 4.20 万元/吨。三元正极 523 价格环比持平，报价 11.95 元/吨；622 价格环比持平，报价 12.95 万元/吨；811 价格环比持平，报价 17.25 万元/吨。磷酸铁锂价格环比持平，报价 3.58 万元/吨。钴酸锂价格环比持平，报价 21.75 万/吨。负极（中端）价格环比持平，报价 3.75 万元/吨。电解液（三元）价格环比持平，报价 3.00 万元/吨。湿法隔膜（中端）价格环比持平，报价 1.30 元/平方米。

（2）安靠智电 2020 年前三季度业绩高增长

2020 年前三季度预计实现归母净利 9500 万元至 1.15 亿元，YoY 106.55% 至 150.04% ；2020Q3 预计实现归母净利 2941 万元至 4941 万元，YoY 210.84% 至 422.23%

（3）TCL 持有中环集团 100%股权，子公司中环股份完成混改

中环股份，控股股东中环集团已完成国企混改，本次变动后，TCL 科技持有中环集团 100% 股权，中环集团持有公司 25.3% 股权，公司实控人由天津市国资委变更为无实控人

展望：对于新能源车产业链，大部分主要的核心标的估值都比较高。比如恩捷股份、璞泰来等。不过仍有一些公司估值算是比较合理的，比如当升科技。当升科技在收购常州当升 31.3%股权后，承诺 2020-2022 年业绩为 417 万、7300 万、1.2 亿元。公司能够承诺业绩，表明订单趋势非常明确。本次收购本质上是大股东增持，即大股东用 4 亿的资金对上市公司股份进行增持。这反映了在常州当升产能即将释放，大股东看好公司前景。预计当升科技 2021 年业绩在 5.5 亿，估值为 30 倍左右，低于行业重点标的平均估值。

三、行业的投资逻辑

新能源汽车行业：

1.特斯拉近日发布 2019 年四季度财报并举办电话会议，公司释放了多重利好。公司在 2019 年 Q4 实现盈利，自由现金流继续改善，经营拐点趋势已现。同时，公司确认宁德时代成为其合作伙伴。公司的 Model Y 车型已于 1 月投产，预计 Q1 末交付，进度超预期。对于新能源车产业链来说，特斯拉的利好消息是板块的情绪的提振因素。虽然股票市值短期受疫情影响较为严重，基本面及情绪面均较为悲观，但新能源车行业作为渗透率低，成长前景大。且近期特斯拉的多种利好也在驱动行业向好发展，在行业内其他板块利空消息较多情况下，新能源车板块是值得重点关注的板块，短期可能有所回调、波动，是介入的好时机。在市场整体机会不大的情况下，有较好预期的板块将得到更多的关注。

2.短期催化因素多。中长期看，市场空间大，确定性高，且国内市场明年下半年新能源车销量有望同比好转。海外市场依靠美欧两地，未来几年都可能保持较快的增速。

3.现阶段，新能源车相关企业呈现结构性分化。从中国、美国、欧洲市场看，特斯拉等好车型卖的不错，而质量较

差的众泰新能源车等卖的较差。因此，整个板块的逻辑从“市场总需求”逻辑转向优秀的“供应链”逻辑 ，重点关注为优秀车企提供电池的企业（如 LG、宁德时代、三星 SDI 等），及行业内优质动力电池 LG 和宁德时代的供应链（如恩捷股份、璞泰来等）。

四、重点个股

恩捷股份：

恩捷股份是全球湿法隔膜龙头，产能规模全球第一。2019 年，公司隔膜业务在国内市占率达 53%以上，海外市场市占率 12%左右。预计 2020 年中国市场新能源车市场增长 10%左右，动力电池装机量增长 18%左右，且恩捷股份的市占率继续提升，公司的国内隔膜出货量增速在 22%以上。公司是海外动力电池巨头松下、LGC、三星的供应商。预计 2020 年，海外新能源车市场增长 38%以上，动力电池装机量增长 48%以上，且随着恩捷在 LGC、松下的产业地位提升，对 LGC、松下、三星的隔膜出货量比例提升，恩捷股份的海外隔膜出货量增长 60%以上。预计公司 2020 年业绩为 11.8 亿，对应估值 43 倍，给与推荐评级。

华测检测：

公司是国内检测行业民营龙头，预计在食品、环境、 汽车、贸易保障检测等优势业务持续稳健增长。公司管理持续优化，利润率水平持续提升，且大规模投入新建的实验室产能将持续爬坡，且积极布局航空材料、轨道交通检测等新方向，打造新的业绩增长点。 因此具有长期成长的持续性和短期业绩的确定性。预计公司 19、20 年业绩为 4.5、5.9 亿，对应 PE 估值 51、39 倍，继续推荐。

三一重工：

基本面逻辑：基建工程量保证，以及环保政策加严，使得行业在 2019-20 年受益于更新换代、工程需求；国内竞争格局持续优化，龙头增速高于行业；市占率继续提高；龙头十多年的海外布局进入收获期，创造业绩新增量；三一重工报表处于修复期，净利率逐渐提升，利润增速显著高于收入增速。预计公司 2019-2020 年归母净利润为 110、120 亿元，对应 PE 为 11.4、10.1 倍，维持“推荐”评级。

艾迪精密：

行业层面，工程机械景气有望持续。三一重工等整机厂近期工程机械产品供不应求。在整机需求景气的背景下，工程机械的零部件需求也保持景气状态。公司层面，受益于零部件的国产替代和公司产能提升。公司产品具有长期增长的空间。公司今明两年将会投放 2 万件破碎锤产能。公司已经投资了 8 万件液压马达产能，5 万件液压主泵产能，其项目产能将在这几年逐步实现，因此公司的液压件产量将迎来高增长时期。在行业回暖，国产替代提升的情况下，公司业绩有望在中短期内仍保持较好增长。预计公司 2020 年业绩在 4.9 亿左右，对应估值 35 倍。给与艾迪精密推荐评级。

成长股

汽车（王树宝）

一、行业表现回顾：上周汽车指数-6.44%，HS300 指数-3.53%；上汽、长安等个股表现较强；比亚迪、长城、潍柴、广汽华域等个股表现较弱。

二、行业动态及趋势展望

【吉利汽车登录科创板，促进汽车股估值提升】

根据上交所网站 9 月 18 日公布的信息显示，9 月 28 日召开的 2020 年第 83 次上市委员会审议会议，将审议吉利汽车控股有限公司的首发事项。2019 年吉利控股集团研发投入超过 207 亿，近十年来累计研发投入超过 1000 亿，此次募集资金 200 亿元，80 亿用于新车型产品研发，30 亿用于前瞻技术研发，30 亿用于产业并购，60 亿用于补充流动资金。

我们认为，传统造车企业登录科创板有助于其估值水平的提升，利好国内其他整车标的。展望后市，恒大、威马等有望继吉利之后登录科创板，恰逢汽车行业进入复苏期，我们判断汽车股的关注度将持续提升；相比新势力造车，传统车企体制成熟、车型级品牌定位的预期偏低导致其估值低于新势力，但差距不应太大。长城、长安、比亚迪等优质标的具备较大的估值提升空间，短期调整将是进一步增持的机会。

【北京车展开幕，电动车占比达 40%】

北京国际车展于 9 月 26 日开幕，共展示车辆 785 台，包括全球首发车 82 台，吸引了近乎全部国内外知名汽车品牌参展。

此次北京车展首发亮相的新能源车型占比达 40%，真正实现了与燃油车型分庭抗礼。

三、行业投资逻辑：

今年 1-2 月受疫情冲击，汽车股再次回落至估值底部，我们判断汽车销售将于 7 月起明显增长，板块虽然面临业绩不及预期的压力，涨幅较大的个股短期或有一定的回调，但板块中期将进入销量驱动的景气回升期，机会将大于风险，重点推荐：上汽、长城、长安、华域汽车、新泉股份、旭升股份、拓普集团等。

（1）自主品牌龙头在行业大转折之际率先复苏，销量与业绩出现明显改善，推荐重磅车型较多，成本控制较好的企业，首选长城汽车、长安汽车。

（2）合资品牌依然是国内车市的中坚力量，德系、日系、美国通用系盈利引领行业，推荐拥有大众合资、通用合资，以及自主品牌销量亦有增长的龙头车企，重点推荐估值较低的上汽集团、广汽集团。

（3）汽车零部件虽然受行业整体销量下滑影响，但基于行业参与者的成本支撑，龙头企业盈利下滑幅度好于预期，推荐综合零部件龙头华域汽车、玻璃龙头福耀玻璃，车灯龙头星宇股份，智能刹车龙头伯特利，规模小潜力较大的新泉股份。

（4）特斯拉产业链及新能源类个股，推荐拓普集团、旭升股份、比亚迪。

四、本周重点推荐个股：

长城汽车：公司是国内自主 SUV 龙头企业，定位中低端市场，目前来看哈弗系列的销售形势有见底回升之势；压制公司基本面进一步好转的主要是高端品牌 WEY 系列拓展不及预期，此外新能源领域表现相对落后；中报预告盈利好于预期，公司股价短期涨幅较大，随着新车型的放量，估值空间将进一步提升。

五、风险提示：（1）价格竞争加剧；（2）销量不及预期。

通信、电子（王树宝、苏国印）

本周上证综指下跌 3.55%，创业板指数下跌 2.14%；申万通信指数下跌 4.4%，申万电子指数下跌 4.47%。

近日工信部在 2020 线上中国国际智能产业博览会上表示，目前我国 5G 用户超过 1.1 亿，运营商已建成 5G 基站超过 50 万个、5G 终端连接数已突破 1 亿，2020 年底 5G 基站将超过 60 万个，覆盖全国地级以上城市。经工信部测算，到 2025 年，5G 可拉动中国的电信运营商网络投资 1.7 万亿元，垂直行业网络和设备投资 0.47 万亿元。同时，5G 商用还将带动 1.8 万亿元的移动数据流量消费、2 万亿元的信息服务消费和 4.5 万亿元的终端消费。我们认为，中国 5G 建设已经进入加速发展阶段，已陆续向下游行业应用拓展，利好从芯片、网络到应用的 5G 整体产业链。

电子方面，根据台湾电子时报 DIGITIMES 报道和分析，2020 年传统旺季效应将在三季度体现，由于客户新品发布延迟到 2020 年下半年，8 寸产能订单火爆需求紧张，预计 2020 年下半年 8 寸晶圆交期延长至 3-4 个月，价格将较上半年调涨 5-10%，四季度急单价格将调涨 10%，预计 2021 年 8 寸晶圆代工价格将会年增 10%左右。虽然多家供应商皆有产能扩充计划，但产能无法短期内大幅增加，2021 年供给缺口约达 2 成左右。联电表示，2021 年市场需求热络，晶圆代工价格将从过去客户主导，转变为卖方拿回发言权，整体 ASP 价格可能略微调涨。世界先进提出，已有客户陆续预订 2021 年产能，预期产能吃紧情况会延续到一整年，目前国内的晶圆厂中华虹和华润微等有丰富的 8 寸晶圆产能，或将受益本轮涨价行情。

个股方面，短期我们依然提示需关注中美摩擦等不确定因素带来的风险，但同时我们关注到电子和通信板块的龙头个股自高点回落的幅度均在 20-50%之间，调整较为充分，我们认为“十四五”规划将会短期可能的将大利好，建议可提升半导体，5G 相关个股的关注度，我们重点推荐 兆易创新，中芯国际，中兴通讯，中际旭创等。

风险提示：市场系统风险，中美贸易摩擦加剧，5G 建设低于预期，中美摩擦影响半导体国产化进程。

行业及公司重点新闻动态：

1、本周京东方 A 公告，拟以不低于挂牌价收购南京 G8.5 公司部分股权、以不低于评估价收购成都 G8.6 公司部分股权。交易标的包括：南京 G8.5 公司 80.831%股权和成都 G8.6 公司 51%股权。南京 G8.5 公司 80.831%股权的对应评估值为 55 亿元人民币，挂牌价为 55.9 亿元人民币。成都 G8.6 公司 51%股权对应评估值为 65.26 亿元人民币。收购之后，京东方将拥有 5 条 8.5 代线，1 条 8.6 代线、2 条 10.5 代线，稳坐国内产能第一。京东方表示，由于成都 G8.6 产线 2018 年量产，生产设备较新，VA 和氧化物等工艺稳定，能够对应 8K 超高清、高刷新率等高端产品，盈利能力较强且提升潜力较大；可经济切割 50、58、70 寸等差异化尺寸产品，有效完善京东方产品和产线体系；并能够与京东方成都、重庆、绵阳等现有产线高效联动，进一步强化集聚发展，对京东方未来发展具有巨大促进作用。结合之前 TCL 收购三星产线，我们认为当前日韩厂商都在陆续退出 LCD 产能，国内京东方和 TCL 两大面板龙头将进一步扩充在产能和技术上优势，以获得更大的市场份额和价格话语权。

2、德国总理默克尔坚决反对因为“来自中国”这一原因，而拒绝华为参与德国 5G 网络建设。据知情人士称，德国总理默克尔在面对美国及德国鹰派议员的施压下,拒绝在核心立场上妥协,她认为德国不能对华为发布针对性禁令。知情人士说，虽然草案中的规定可能会有所变化，但针对华为的禁令不太可能出现，否则会让安全要求变得过分复杂。另外据一份内部文件显示，德国电信预计若出现华为等中国供应商被禁止进入德国 5G 网络的极端情况，德国电信损失将高达 30 亿欧元。

计算机（黄翔）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌 4.67%，板块成交额 2133.8 亿元，沪深 300 指数下跌 3.53%。本周大盘与计算机行业下跌主要受节前避险情绪影响，但短期扰动不改长期趋势。

我们认为计算机行业逐步进入可配置阶段。

1、我们依然看好受益疫情复苏+数据智能技术浪潮，行业基本面将持续向上。

2、Q2 订单已复苏，Q3 订单更好，因业绩确认周期，中报业绩一般，预计 Q3 业绩将继续保持上行。

3、行业表观估值不低，但主要因疫情影响，如果看 2021 年 PE，经过近几个月调整，已处于可配置区间。

二、投资观点：

1、5G 应用：自动驾驶芯片和整车进展好

（1）自动驾驶芯片进展好

地平线发布 L2/L3 新品，预计明年出货量 50 万片：2020 年 9 月 26 日北京车展上，发布了新款 AI 芯片征程 3，16nm 制程，算力 5TOPS，功耗 2.5W。可支持智能座舱、L2/L3 级自动驾驶在内的多种应用。计划 2021 年发布单芯片算力 96/128 TOPS 的征程 5/5P 芯片，为 L4 级自动驾驶系统的量产做好硬件准备。征程 2 目前已经与 50 多个车企和供应商达成合作，签下前装定点项目超过 20 个，年内长安 UNI-T、奇瑞蚂蚁等 6 款新车将搭载征程芯片上市。征程 2 代芯片今年的出货量有望超过 10 万片，明年征程芯片的出货量将达到 50 万片。

英伟达 L4Orin 将部署在理想汽车：理想与英伟达、德赛西威签约战略合作协议。Orin 发布于 2019 年，计划于 2022 年正式投产；7nm 制程，算力 200TOPS ，功耗 45w。理想 X01 标配单片 Orin 可拥有 200TOPS 算力，可提供 Level 2+级别的高级辅助驾驶功能，升级到双片 Orin 后算力达到 400TOPS，可提供 Level 4 级别自动驾驶方案。X01 将配置 8 个摄像头+5 个毫米波雷达+12 个超声波雷达。

我们认为

1）自动驾驶芯片数家竞争，目前来看英伟达依托 GPU 多年积累，仍占据竞争优势（此前理想采用 Mobileye 的 EyeQ4 辅助驾驶芯片），特斯拉、地平线等 FPGA/ASIC 方案竞争力亦强。

2）德赛西威得到英伟达的高认可，小鹏之后，英伟达与德赛西威再与理想签约，英伟达 L3/L4 两代产品均选择德赛西威；德赛西威是 Orin 在全球的第一个 Tier1 合作伙伴。

3）德赛西威竞争力强，未来地平线等方案亦有望合作。L3 自动驾驶域控制器的 ASP 在 1W 左右，单价是德赛西威现有产品的 5-10 倍，预计 L4 自动驾驶域控制器更高，由于需投入大量研发费用，L3 渗透率尚低，短期难以带来盈利，但打开了更大的增长空间，随着规模效应释放，后续有望显著增厚公司业绩。

（2）自动驾驶整车进展较好

北京车展上，低等级自动驾驶快速普及，高等级自动驾驶逐步落地，包括

L2:搭载了 SuperCruise 的凯迪拉克 CT6,能够在城市快速道路同时开启车道保持和自适应巡航功能的吉利几何 C。来自东风日产的天籁、奇骏、逍客三款展车旁，都立着 ProPILOT 智能驾驶系统的标识牌。国内造车新势力蔚来、小鹏、威马早早就配上了 L2 级自动驾驶。

L3: 领克 ZERO Concept，计划量产时间明年，将在技术能力上实现 L3 级自动驾驶功能，并考虑将 APA（自动泊车辅助）和 AVP（全自动泊车）功能搭载到以后的车型上。长安 UNI-T、广汽 Aion V、天际 ME7、蔚来 EC6、几何 C 均支持 APA。高合 HiPhi X 在结构化道路上，如果车速超过 60km/h，就能够启动高速驾驶辅助功能，打开转向灯后，车辆根据转向灯方向择机主动换道超车，同时还支持交通拥堵辅助功能，此时驾驶员在松开双手双脚后，甚至不用一直看着道路，相当于 L3 自动驾驶。

L4: 最新一代奔驰 S 级旗舰轿车不仅支持 L3 级自动驾驶系统，还将开放 AVP 自动代客泊车系统。

（3）自动驾驶撞人致死案得到判决

9 月 16 日，全球第一起自动驾驶汽车撞人致死的案有了初步判决结果。美国亚利桑那州马里科帕县的检察官表示，坐在驾驶位的安全员 Rafaela Vasquez 被控过失杀人罪，但她所在的公司 Uber 在这起事件中不会面临刑事指控。

我们认为，界定安全员过失杀人，厘清了自动驾驶的责任，有望加速行业发展。

继续推荐德赛西威、中科创达、千方科技、道通科技、四维图新。

2、金融 IT：蚂蚁大会指引金融科技方向

9 月 24 日-26 日，蚂蚁集团主办的全球高级别 Fintech 大会“外滩大会”于上海世博园区隆重召开，本次大会旨在向全球分享我国 Fintech 的发展成果与经验。在外滩大会上，蚂蚁提出了 Fintech 的“云库链智”趋势，**云计算、分布式数据库、区块链、人工智能**正成为支撑新金融的核心技术。

蚂蚁集团发布了最新跨境交易平台 Trusple。该平台是基于区块链技术的全新国际贸易和金融服务平台。在 Trusple 平台，当买家和卖家产生一笔贸易订单后自动上链并开始流转，银行会基于订单约定的付款条件自动进行支付，避免了传统模式下卖家需督促买家去线下操作转账，同时也能防止屡有发生的恶意拖延付款时间现象。而买家也可以基于上链的真实订单获得账期等金融服务，大大提升了资金利用率和采购效率。当企业产生融资需求时，金融机构可以向 Trusple 平台提出验证请求，来确定企业的贸易真实性。

此外，蚂蚁在招股说明书中亦高度强调区块链技术，区块链的进度或将超我们预期。我们将在后续蚂蚁集团投价报告中详细分析。

建议关注：长亮科技、宇信科技、科蓝软件、恒生电子等。

3、重点覆盖

计算机：浪潮信息、中科曙光、易华录、**中国长城**、东华软件、创业慧康、卫宁健康、金山办公、广联达、用友网络、**启明星辰**、绿盟科技、深信服、**德赛西威**、千方科技、东方国信、恒生电子。

电子：海康威视、大华股份、**信维通信**、**领益智造**、**环旭电子**、鹏鼎控股、东山精密、顺络电子。

三、风险提示

贸易战和疫情全面爆发影响行业下游客户需求的风险；下游行业回暖不及预期的风险；科技创新可能带来短期业绩下降的风险；新业务拓展不达预期的风险；部分公司估值过高的风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上