策略研究

国都投资研究周报 2020.9.21-9.25

本周策略：

压力缓和预期改善，阶段反弹可期

一、近期市场研判：压力缓和预期改善，阶段反弹可期

1、**内外扰动压力已消化殆尽，正进入预期改善阶段。**七月中旬起至今的两个月内，A 股进入指数震荡回调、绩优高位股轮番快速下跌期，已对内外扰动压力消化殆尽（具体分析详见上周策略周报），正进入预期改善阶段，为市场的阶段反弹提供条件。

内部压力方面：一货币政策及流动性边际收敛，近几周央行公开市场连续净投放，MLF 超量平价续作，释放稳货币稳流动性明确信号；二后疫情经济恢复动能在七月短暂有所放缓，八月工业、消费、制造业投资、社融等数据超预期，表明经济内生恢复动能改善且指引预期好转；三创业板注册制发行新股集中上市交易及其板块涨跌幅倍增下引发炒作低价小市值公司的短期资金分流影响，经过近一个月的市场风险反复教育后，近日炒小炒差氛围逐步退潮，创业板日交易资金占比已自历史高位回落，对绩优蓝筹股的资金分流影响下降。

外部压力方面：一美国大选进入白热化阶段外部扰动进入频发高峰，此前对我国半导体、互联网等科技巨头的禁令，相应板块的持续转弱回调，而近日随着 Tiktok 与美国两大企业的合作协议的安全解决方案已获得特朗普批准、美国笔记本电脑巨头 AMD 宣布已获得对华为供货许可证等，预示大选日临近期美国当局更需上述所谓的战果来赢得更多选票；而我国科技巨头出海预期的改善，。

二美联储货币宽松政策预期明确；此前美元流动性投放已被动收缩，加剧了估值偏高的科技股震荡回调压力。而上周公布的议息会议报告显示，美联储委员普遍下调明后年经济增速，并预计失业率改善进程较为缓慢、通胀回升预期空间有限，基于此委员们对当前美元超低利率政策普遍预计维持到 2023 年底，且承诺保持每月 1200 亿美元的购债规模。

2、反弹催化剂释放在即，有望驱动市场阶段反弹。

此前我们多次分析指出，内外扰动压力释放殆尽，重拾升势或待催化剂。近期释放的利好催化剂包括：

一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。

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3338.09	2.38
沪深 300	4737.09	2.37
深证成指	13245.09	2.33
中小板综	12430.74	2.19
创业板指	2596.08	2.34
恒生指数	24455.41	-0.20
恒生中国企业指数	9803.10	0.52
恒生沪深港通 AH 股溢价	147.19	2.65
标普 500	3319.47	-0.64
纳斯达克指数	10793.28	-0.56
MSCI 新兴市场	1108.53	1.53

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	40.97	1.99
纽约期金	1957.10	0.46
伦敦期铜	6850.00	2.01
伦敦期铝	1795.50	1.15
波罗的海干散货	1296.00	2.29

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。

二上市公司业绩预期逐步向好：近期三季报预告以及十月三季报披露超预期，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，以及工业企业的连续显著反弹，预计上市公司三季报大概率继续向好改善。在三季报业绩超预期带动下，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。

三产业政策支持力度超预期：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；其中打造旗舰型券商或是必要举措，支持券商合并、优势互补，这从国联、国金证券的吸收合并计划得到进一步印证。

二、中期市场展望：结构性牛市换挡，基本面上行有望接力

1、中期市场展望一：结构性牛市换挡。本轮牛市发轫于18年底，至今一年半主要驱动逻辑包括：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。以上两大逻辑驱动下，过去一年半持续展开估值修复行情，以利率敏感型的科技成长股领涨。而经过一年半的科技+消费的结构性牛市后，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，近期流动性驱动力边际收敛，中期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行情渐入尾声。

根据近三十年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为主的驱动逻辑下，中期内正积蓄酝酿结构性牛市的下半场。

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。工业企业利润同比增速已连升五个月，制造业利润大升，工业企业利润率同比持续提升。中期展望，经济温和恢复，PPI已触底回升，预计工业企业利润增速有望持续改善。

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。

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。

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、A 股业绩动态简析：非金融两油的业绩显著恢复，中小创业绩改善居前。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。

3、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。

4、**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。

5、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。

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。**

近期国内疫情防控整体持续向好、经济恢复上行趋势延续，中期以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的发展战略调整下；近中期投资主线重点聚焦后疫情下经济恢复趋势中的可选消费回补机会、中长期兼顾稳经济调结构的新基建投资发力机会，有望在指数震荡缓升中引领结构性行情。

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-0.79%；农林牧渔（中信）涨跌幅-2.34%；沪深 300 涨跌幅+2.37%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格 **34.61 元/公斤。**
2. **茅台一**批价：2850 元左右。

三、食品饮料：

1. **白酒：**

渠道整体反馈终端动销持续回暖；高端酒价格坚挺，茅台批价 2850 元以上，9 月的货逐步到位，五粮液和老窖旺季开始逐步放量，但价格并未向下，证明终端消费承接仍强，**尤其是老窖（河南和湖南渠道反馈）在高端酒中边际变化最大**；次高端和中档酒也在逐步回暖，但有一定分化，其中汾酒表现最优，持续双位数增长；低端酒则消费场景基本同期持平。

近期受大盘系统性影响，以及茅台集团发债事件影响，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，提振市场；旺季消费有望超预期；估值角度看 21 年诸多酒企估值在 30x 以下，龙头茅台也在 40x 以下，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、古**

井、水井坊、顺鑫等。

2. 大众品：

大众品本周有所企稳，部分赛道优的个股如三全、安琪、天味等有所反弹，如我们上周所预判的一样，前期中报超预期行情后，涨幅过高，获利盘较大，估值较高，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

近期受猪价高位回落，市场对猪价过度悲观，以及牧原解禁，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，导致板块回撤。但我们认为无需太过担忧，建议关注板块优质个股的成长性及未来 2 年高盈利能力。

我们认为猪肉供需缺口仍大，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、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

上证综指本周上涨 2.38%，沪深 300 上涨 2.37%。家电板块上涨 3.86%，跑赢大盘指数，主要原因在于：家电板块作为耐用消费股，受市场关注，涨幅较大。

二、行业动态与展望

（1）8 月份家电社零同比增长 4.3%

家用电器与音像器材类 8 月零售额单月增速环比上升 6.5pct。根据国家统计局数据，2020 年 8 月社会消费品零售总额单月同比上升 0.5%，家用电器和音像器材类限额以上社会消费品零售总额同比上升 4.3%。

（2）中怡康数据，8 月空调降幅环比减小，冰洗均价回落

根据 2020 年 8 月中怡康统计数据：销量端：空调、冰箱、洗衣机销售量分别为 YoY-7.1%（环比+27.0pct）、-16.21%（环比-1.3pct）、-16.5%（环比-4.4pct）。均价端：8 月空冰洗零售均价 YoY 分别为-8.7%、-10.2%、-11.0%，空冰洗均价均回落。美的、海尔空调表现较好，海尔洗衣机领先行业。根据 2020 年 8 月中怡康统计数据：空调：美的零售量 YoY+6.2%，零售额 YoY+1.4%，海尔零售量 YoY+9.3%，零售额 YoY+5.9%。冰箱：美的、海尔零售额分别同比下跌 6.0%、5.3%。洗衣机：海尔领先行业，单月零售量占当月总份额 39.5%，零售额占当月总份额 42.1%。

(3)中怡康数据，8 月厨电线下零售降幅显著

根据中怡康 2020 年 8 月的统计数据，厨电三大件的销售均不及于去年同期。油烟机、燃气灶、消毒柜零售量同比分别下滑 13.0%、17.8%、24.7%，油烟机、燃气灶、消毒柜零售额分别同比下滑 10.2%、14.7%、22.3%。根据累计数据，三大件零售量均下滑，其中消毒柜零售量下滑幅度最大，且零售额也下滑。油烟机、燃气灶在累计零售量分

别同比下滑 23.5%、24.1%的情况下，累计销售额同比仍分别有 23.4%、23.6%的增长。老板烟、灶、消零售量同比分别增长-13.0%、-18.8%、-24.6%。方太烟、灶、消零售量同比分别增长-10.3%、-14.1%、-7.8%。其余品牌除了华帝在消毒柜品类有所增长，零售量均有所下滑。

（4）产业在线数据，8 月空调产销均实现正增长，但同比增幅回落

空调行业：产量 1059.0 万台，YoY+3.3%（1-8 月 10121.5 万，YoY-9.1%）；销量 1055.9 万台，YoY+2.8%（1-8 月 10101.6 万，YoY-10.8%）；内销 735.3 万台，YoY+0.9%（1-8 月 5684.4 万，YoY-17.4%）；外销 320.6 万台，YoY+7.5%（1-8 月 4417.2 万，YoY-0.6%）。美的、海尔内外销表现较好。分公司：格力内销 330.0 万台，YoY+6.5%（1-8 月 1859.0 万，YoY-19.7%），外销 70.0 万台，YoY0.0%（1-8 月 835.0 万，YoY-15.9%）；美的内销 230.0 万台，YoY+10.6%（1-8 月 1840.0 万，YoY+3.1%），外销 100.0 万台，YoY+29.9%（1-8 月 1565.0 万，YoY+16.0%）；海尔内销 65.0 万台，YoY+6.6%（1-8 月 590.0 万，YoY-11.5%），外销 9.0 万台，YoY+20.0%（1-8 月 213.0 万，YoY+7.3%）；

展望：从 8 月份数据看到，部分家电销售数据已经回暖，空调、冰箱、洗衣机恢复正常水平。厨电则仍然受疫情影响。从不同渠道端看，线下受影响较大，而线上则较好增长。经过疫情，很多消费者接受了电商的教育，认可了线上渠道购物的行为。这意味者未来电商的渠道占比仍有望继续提升。

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)板块单周下跌 1.17%,在 28 个申万一级行业中,表现排名第 27 位,同期沪深 300 指数上涨 2.37%,中小板指数上涨 2.50%，创业板指数上涨 2.34%。细分子板块来看，医疗器械板块表现相对较好，单周上涨 0.22%，其他子板块均下跌，化学制药跌幅 1.21%，生物制品跌幅 1.91%，医药商业跌幅 0.65%，中药跌幅 1.71%，医疗服务跌幅 1.30%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是康泰医学（+27.94%）、拱东医疗（+21.00%）、东方生物（+20.80%）、硕世生物(+19.08%)和康华生物(+16.45%)；而跌幅最大的前五家公司分别是长春高新(-12.35%)、康希诺-U(-7.96%)、兴齐眼药（-6.90%）、片仔癀（-6.78%）和瀚宇药业（-6.76%）。

二、本周主要观点

医保目录调整工作启动。9 月 18 日，国家医保局官网公布了《2020 年国家医保药品目录调整通过形式审查的申报药品名单》，本次除 23 个需要调整支付价和适应症、功能主治等发生了变化的原先谈判品种外，有 728 个药品（合计 751 个，但不同申报条件下个别品种有重复）通过 2020 年国家医保药品目录调整形式审查。按照《2020 年国家医保药品目录调整工作方案》中明确的 7 种条件划分，依据条件 1（纳入《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第七版）》）通过形式审查的申报药品共计 12 个；依据条件 2（纳入《国家基本药物目录（2018 年版）》的药品）通过的药品共计 11 个；依据条件 3（纳入《临床急需境外新药名单（第一批）》《临床急需境外新药名单（第二批）》《第一批鼓励仿制药品目录》《首批鼓励研发申报儿童药品清单》或《第三批鼓励研发申报儿童药品清单》，且于 2020 年 8 月 17 日前经国家药监部门批准上市的药品）通过的药品共计 28 个；依据条件 4（第二批国家组织药品集中采购中选药品）通过的药品共计 3 个；依据条件 5（2015 年 1 月 1 日至 2020 年 8 月 17 日期间，经国家药监部门批准上市的新通用名药品）通过的药品共计 171 个，基本涵盖了近年上市的新药；依据条件 6（2015 年 1 月 1 日至 2020 年 8 月 17 日期间，根据临床试验结果向国家药监部门补充申请并获得批准，适应症、功能主治等发生重大变化的药品）共计 10 个；依据条件 7（2019 年 12 月 31 日前，进入 5 个（含）以上省级最新版基本医保药品目录的药品。其中，主要活性成分被列入《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》的除外）的药品达到 493 个，占到总数近三分之二，其中 30%左右的品种为中成药，根据医药魔方数据及分析，哈药股份、葵花药业、现代制药等公司满足条件 7 的品种数量最多，分别达到了 92 个、82 个和 78 个。如此多的药品能否从地方医保成功进入全国医保目录，最终还要取决于临床疗效与降价幅度。新药方面，我们注意到今年所有在国内上市 PD-1/PD-L1 药物均在名单中，竞争格局较去年更复杂；此外如武田的 ADC 药物维布妥昔单抗、诺和诺德的德谷门冬双胰岛素、礼来的 GLP-1 药物度拉糖肽等新药也在名单之列。根据医保局发布的医保目录调整工作方案，9-10 月进行专家审评，10-11 月进行谈判和竞价，谈判结果将于年底公布。整体来看，本次通过形式审查的申报药品名单涉及品种之多、涵盖范围之广，都超出了历年医保谈判的水平，后续我们将持续关注最终谈判结果。目前医保目录调整已进入常态化，创新药进入医保目录的时间有望进一步缩短，利好国内创新药企及创新药产业链相关公司。

冠脉支架集采启动，后续重点关注集采细则。9 月 14 日国家医保局会同有关部门在天津组织召开国家组织高值医用耗材集中采购和使用工作启动会，国家组织高值医用耗材联合采购办公室在天津成立，由天津市医药采购中心具体承担国家组织高值医用耗材联合采购办公室日常工作。冠脉支架是首批带量采购品种，9 月份将完成历史报量和未来的需求量的整体集采用量的统计工作，10 月份公布集采文件，11 月份确定最终结果，2021 年 1 月 1 日全面执行。2009-2019 年，我国冠心病介入治疗快速发展，每年的病例数从 23 万例发展到超过 100 万例，年增长速度 10%-20%。目前每台手术支架使用数量约 1.5 枚，与国外基本处在同一水平。由此推算，2019 年全国使用冠脉支架约 150 万枚，费用约 150 亿，据国家医保局介绍，全国医用耗材市场规模 3200 亿元，其中高值耗材 1500 亿，冠脉支架占到全国高值耗材总费用的十分之一，占比较高。因此 2019 年以来已有多个省市开展冠脉支架集采，市场对全国集采已有预期，且医疗器械相较于药品具有非标化及临床使用习惯差异等特性，我们认为不必对本次集采过于悲观。但本次冠脉支架集采在细则层面仍有一定的不确定性，如是否进行分组等，故目前市场对冠脉支架集采降价幅度预期仍有一定分歧，若降幅较大仍将对相关公司造成一定冲击。但整体来看，参考“4+7”药品集采结果，我们认为随着集采推进，有利于政策不确定性消除，待集采最终落地后，具有创新能力的公司的价值有望进一步凸显，我们仍然建议关注在研管线丰富、创新能力较强的龙头公司。

三、行业动态跟踪

1、最高人民法院、国家医保局签署合作备忘录，建立医药商业贿赂案件信息交流共享机制。近日，最高人民法院、国家医保局签署《关于开展医药领域商业贿赂案件信息交流共享的合作备忘录》。主要内容是建立医药领域商业贿赂案件定期通报制度，积极拓展医药领域商业贿赂案件司法成果在医药价格和招采领域运用，共同推动全系统各层级开展信息交流共享，持续深化治理医药领域商业贿赂协同合作。

2、国家医疗保障局印发《关于建立医药价格和招采信用评价制度的指导意见》。近期，国家医保局印发了《关于建立医药价格和招采信用评价制度的指导意见》（以下简称《意见》），要求各地于 2020 年底前建立并实施医药价格和招采信用评价制度。《意见》明确，医药价格和招采信用评价制度不同于传统上基于行政管理关系的信用监管，是基于药品和医用耗材集中采购的买卖合同关系，在医药企业出现给予回扣等违反公平合理、诚实信用定价行为时，由药品和医用耗材集中采购机构按照信用承诺采取措施，维护采购方和消费方的合法权益。《意见》提出，一是目录清单。将给予回扣等有悖诚实信用的行为纳入评价范围。二是企业承诺。要求参加药品和医用耗材集中采购的医药企业作出守信承诺。三是信息记录。采取企业报告与平台记录相结合的方式掌握医药企业失信信息。四是信用评级。依据法院判决或行政处罚认定的案件事实，确定失信等级，动态更新。五是分级处置。分级采取提醒告诫、提示风险、限制或中止投标挂网、公开披露失信信息等处置措施。六是信用修复。鼓励企业整改，采取切实措施主动修复信用。

3、国家医保局、财政部印发《关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》。《意见》明确了扩大长期护理保险制度试点的基本政策。一是明确参保对象和保障范围。从职工基本医疗保险参保人群起步，重点解决重度失能人员基本护理保障需求。有条件的地方可随试点深入，逐步扩大参保对象范围，调整保障范围。二是明确资金筹集政策。探索建立互助共济、责任共担的多渠道筹资机制，合理确定本统筹地区年度筹资总额。明确职工参保人群筹资以单位和个人缴费为主，单位和个人缴费原则上按比例分担。起步阶段，单位缴费可从其缴纳的职工基本医疗保险费中划出，允许个人账户为个人参加长期护理保险缴费。探索通过财政等渠道对特殊困难退休职工缴费给予资助。建立筹资动态调整机制。三是明确待遇支付政策。经医疗机构或康复机构规范诊疗、失能状态持续 6 个月以上，经申请通过评估认定的失能参保人员，可按规定享受待遇。基金支付水平总体上控制在 70%左右。提出做好与经济困难的高龄、失能老年人补贴以及重度残疾人护理补贴等政策的衔接。

4、紧密型县域医共体评价标准明确，基层用药重点监控升级。9 月 18 日，国家卫健委、国家医保局、国家中医药局发布《关于印发紧密型县域医疗卫生共同体建设评判标准和监测指标体系（试行）的通知》，明确了紧密型县域医共体建设的评判标准和监测指标。根据上述通知，医院医疗服务收入(剔除药品、耗材、检查和化验收入)占医疗收入的比例、基层医疗卫生机构医疗服务收入占医疗收入的比例，以及医保基金县域内支出率(不含药店)等都将受到重点监控。

5、工信部：推动增加对抗癌药等重点药物的研发和产业化投入。9 月 17 日，工信部披露对十三届全国人大三次会议第 3066 号建议的答复：推动增加对抗癌药等重点药物的研发和产业化投入，积极应用大数据、人工智能等新一代信息技术，加快新型高端治疗药物开发，填补重点产品国产化空白。

6、麻精药品管理再加强，七大要求协同共促。9 月 15 日，为加强医疗机构麻醉药品和第一类精神药品（以下简称麻精药品）管理，保证临床合理需求，严防流入非法渠道。国家卫生健康委办公厅印发了《国家卫生健康委办公厅关于加强医疗机构麻醉药品和第一类精神药品管理的通知》。立足于当前医疗机构麻精药品管理存在的主要问题，提出了七个方面具体要求：1）高度重视麻精药品管理工作；2）完善医疗机构麻精药品管理制度；3）强化麻精药品全流程各环节管理；4）规范麻精药品处方权限及使用操作管理；5）满足临床合理的麻精药品需求；6）提高麻精药品信息化管理水平；7）加强监督指导和责任追究。

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、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）板块本周上涨 60.65 点，周涨幅 1.31%。板块本周上涨前五名分别是百联股份（15.23%）、上海物贸（12.34%）、友好集团（10.98%）、值得买（8.88%）、北京城乡（7.50%）。

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

国家统计局发布 2020 年 8 月份社会消费品零售总额数据。2020 年 8 月，我国社零总额为 33571 亿元，同比增长 0.5%，2020 年以来增速首次转正，环比 7 月改善 1.6pct；其中限额以上零售额 12136 亿元，同比增长 4.4%。

分品类看，粮油食品等必选消费品类增速表现有一定分化。2020 年 8 月，CPI 同比+2.4%（食品类 CPI+11.2%），维持相对高位，粮油食品、饮料、烟酒、药品等必选消费品类增速有一定分化，8 月销售额同比分别 +4.2%/+12.9%/+3.1%/+6.2%，增速环比 7 月份分别-2.7/+2.2/-1.9/+0.9pct，饮料、药品环比正向改善。

可选消费中化妆品、黄金珠宝、汽车表现亮眼，服装、餐饮等品类增速也明显改善。8 月化妆品、服装类同比分别 +19.0%/+4.2%，增速环比 7 月分别+9.8/+6.7pct；受金价上涨及婚庆需求恢复带动，8 月金银珠宝同比+15.3%，增速大幅提升（7 月为+7.5%）。汽车类受 2019 年同期基数较低因素影响，8 月零售额同比+11.8%，保持较快增速；此外，通讯器材类表现亮眼，8 月同比+25.1%，环比 7 月+13.8pct。而在餐饮消费方面，8 月零售额同比下滑 7.0%，环比 7 月（-11.0%）降幅保持收窄趋势。

分渠道看，1-8 月实物商品网上零售总额同比+15.8%，占社零总额比重为 24.6%，测算得 8 月当月实物商品网上零售额 7633 亿元，同比+17.2%，增速较 6 月（+25.7%）和 7 月（+24.2%）的高水平有一定回落，预计主要受到线下消费回暖影响，但整体仍保持高景气。而从 1-8 月份累计数据来看，实物商品网上零售额占社零总额比重为 24.6%。在实物商品网上零售额中，吃、用、穿类商品分别增长 35.4%/18.3%/1.1%，其中穿类用品增速首次回正。

三、投资关注

1、重庆百货（600729）：重庆银保监局 9 月 11 日公告称，原则上同意马上消费金融公司首次公开发行 A 股股票，发行规模不超过 13.34 亿股。同时，本次发行所募集资金扣除发行费用后，应全部用于补充公司核心一级资本。后续经过中介机构辅导、递交招股说明书、证监会审核等，马上消费金融很可能成为国内第一家上市的持牌消费金融公司。

马上金融 2015 年 6 月成立，股东包括重庆百货、北京中关村科金技术有限公司、物美科技集团有限公司、重庆银行、阳光财产保险股份有限公司、小商品城，目前对应的持股比例依次是 31.06%、29.506%、17.264%、15.53%、4.99%、0.9%、0.75%。2019 年，在披露财务数据的消费金融公司中，马上消费金融总资产、营业收入均位居第三，仅次于捷信消费金融和招联消费金融；净利润排在招联消费金融、捷信消费金融、兴业消费金融，位居第四。同时，重庆银保监局 9 月 8 日公告，核准郭剑霓拟任马上消费金融总经理的任职资格。郭剑霓曾任捷信中国创始人之一兼 CFO，拥有超过 20 年经营管理经验，10 余年消费金融领域管理经验。至此，赵国庆不再担任总经理职务，现任马上消费金融董事长。

我们认为马上金融得益于重庆对上市公司的扶持政策，同时有赖于有关部门对其科技力量的认可，如能上市，将有效补充资金，优化公司治理和提升品牌知名度，同时也有助于拉动消费促进内需。有望为重庆百货贡献持续可观投资收益，提升金融板块估值。

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）

本周房地产板块上涨 3.73%，沪深 300 上涨 2.73%，上综上涨 2.38%。板块跑赢大盘指数。

本周统计局发布 8 月房地产数据，其中销售方面，1-8 月份，商品房销售额同比增长 1.6%，1-7 月份为下降 2.1%；商品房销售面积同比下降 3.3%，降幅比 1-7 月份收窄 2.5 个百分点。房企加速推盘，积累需求逐步释放，销售持续反弹，继续看好“金九银十”的销售行情。

开发增速方面，1-8 月份，全国房地产开发投资同比增长 4.6%，增速比 1-7 月份提高 1.2 个百分点。受销售持续反弹影响，房企加速回款，开工意愿强烈，加速去化完成全年目标。建安方面，1-8 月份，房屋新开工面积同比下降 3.6%，降幅收窄 0.9 个百分点；房屋竣工面积同比下降 10.8%，降幅收窄 0.1 个百分点。销售持续反弹，房企开工意愿强烈，数据持续收窄，竣工依然受数据滞后影响，预计将在 11 月开始大幅向上修正。

土地方面，1-8 月份，房地产开发企业土地购置面积同比下降 2.4%，降幅比 1-7 月份扩大 1.4 个百分点；土地成交价款增长 11.2%，增速回落 1.0 个百分点。土地成交逐步企稳，优质土地陆续入市，成交价款有望保持增长，全年相对稳定。资金方面，1-8 月份，房地产开发企业到位资金同比增长 3.0%，增速比 1-7 月份提高 2.2 个百分点。销售反弹持续，房企加速资金回款，预计后续到位资金持续增长。

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

上周申万化工指数上涨 4.39%，上证指数上涨 2.38%，行业指数跑赢大盘指数。其中涨幅居前的板块是合成革、涂料油漆油墨制造、其他化学原料；跌幅较大的板块粘胶、钾肥、复合肥。

二、行业观点：

聚醚产业链产品价格全线上涨：本周环氧丙烷价格创新高，其中滨化股份对外报价达到 16300-16700 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；目前聚醚市场主流商谈价格为 19200-20400 元/吨;万华 PM200 报盘 17500 元/吨附近，科思创 44V20、巴斯夫 M20S 报盘 16600-17000 元/吨附近，环比上周上涨 1000 元/吨；华东 TDI 含税国产货商谈 16300-16500 元/吨附近。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。

草甘膦供给受影响，价格有上涨预期：95%草甘膦原粉价格 2.45-2.5 万元/吨，高端报价 2.6 万元/吨，市场现货供应紧张。11 月发货的订单价格 2.4 万元/吨左右。四川五通桥区 8 月 18 日因为洪水影响草甘膦产能正常生产。四川地区受到影响的产能约占全国总产能 23%左右。从 2020 年 1-7 月市场供应量看，四川地区约占市场供应量 31%。2020 年 1-6 月累计出口 31.22 万吨，同比增加 17%。2020 年 1-7 月累计产量 32 万吨，同比下滑 3.3 万吨，下降幅度为 9%。四川地区草甘膦生产企业纷纷发布公告，和邦生物 8 月 19 日公告公司预计损失 3.5-4.5 亿元，预计停产时间不会超过三个月，预计 10 月上旬开工；四川福华，8 月 20 日发布《严正声明》公司现已进入全面的清理清扫工作阶段。预计后期草甘膦供给受影响，价格存在上调预期。

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

本周上证综指同比涨幅达2.38%%，收于3338点，创业板指同比涨幅2.34%，沪深300同比上涨2.37%，机械设备同比上涨4.47%，跑赢沪深300指数2.10pct。

二、机械行业动态及投资观点

1、个股【先导智能】宁德时代全额认购定增股份，夯实公司锂电设备龙头地位，继续重点推荐

1）公司拟募集资金不超过25亿元，宁德时代全额认购本次发行全部股份。公司撤回2020年4月27日定增方案，修改后定增股份由宁德时代全额认购。根据最新方案，本次募集资金不超过25亿元，发行价格为36.05元/股。募投项目包括高端智能装备华南总部制造基地项目、锂电智能制造数字化整体解决方案研发及产业化项目以及补充流动资金等。

2）宁德时代战略投资将进一步夯实公司设备龙头地位。宁德时代是全球领先的动力电池系统提供商，亦是公司下游的重要客户，双方通过本次战略投资，有助于加强锂电设备直接采购的产业链协同，加强技术升级和工艺迭代。公司同步公告设立德国子公司，在拓展海外市场，进行全球化战略方面二者也将有力协同，进一步巩固龙头地位。

3）公司业绩触底回升，继续给予推荐评级。从新增订单看，2020年1-3月公司新增订单金额同比增长57.83%，2020年1-6月新增订单金额同比增长83.19%，目前处于行业拐点位置，我们认为随着市场销量提升，下游锂电厂商扩产力度将显著提升，设备企业业绩有望触底反弹。继续给予推荐评级。

2、个股【捷佳伟创】高效HJT设备RPD获突破，光伏HJT产业化进程加速

1）根据公司微信公众号发布，公司具备自主知识产权的最新一代HJT关键量产设备RPD5500A已完成厂内装配调试，将发往客户现场投入生产高效、超高效HJT电池。根据披露，基于公司厂内样品测试数据，采用至少正面新型RPD镀膜的HJT技术装备和工艺方案，在同等条件下将比现有的常规HJT装备和工艺，高出至少0.6%的效率增益。结合新一代的靶材技术和工艺，可缓解乃至解决HJT电池的低温银浆消耗量大的最大痛点。此外公司还即将推出二合一设备PAR5500，正面采用新型RPD，背面采用PVD，完美整合为一台设备与一套自动化，占地面积减少一半，并大幅降低了设备成本。

2）公司新设备有望进一步加速HJT产业化进程。HJT为最有前景的下一代光伏电池片技术，而目前制约HJT产业化的瓶颈问题主要在于设备成本较高，导致项目投资回报率低于PERC技术。若公司开发的RPD设备能够显著提升效率，并大幅降低银奖消耗量，将显著提升电池片产线投资回报率，加速HJT产业化进程。

3）继续看好捷佳伟创等光伏设备厂商。一般而言，设备投资具备明显周期性，而光伏设备由于快速技术创新而不断颠覆原有工艺和设备，进而带来增量需求，用创新打破周期获得持续成长，继续给予推荐评级。

3、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。

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

本周上证综指上涨2.38%，申万有色指数上涨3.58%。价格方面，小金属钴价下跌锂盐持平，长江钴跌1.41%至28.0万元/吨，电池级碳酸锂价格持平，但锂厂出货顺利，需求显著提升，市场回暖明显；贵金属方面，COMEX黄金上涨

0.47%、COMEX白银上涨0.35%；基本金属方面，LME铜上涨1.65%、LME铝上涨1.15%。

二、行业动态与投资观点

1、新能源金属

大众规划到2025年在中国市场上投放150万辆纯电动汽车，预计带动电池需求量100GWh。随着主要传统汽车厂商加速新能源布局，锂钴等新能源电池材料需求将迎来新一轮增长机遇，同时关注近期特斯拉电池日亦对板块有所催化。

钴：收储预期有望支撑钴价。据SMM报道，钴收储已经开始实质性进展，包括报价、竞标等。一旦收储启动，或将直接刺激钴价继续上涨，叠加新能源汽车市场和3C、高温合金等传统消费的恢复，钴价中枢将逐步上移。但随着 8、9 月钴原料到港增加，国内供给紧张局面或略有缓解，钴价涨势或放缓。

锂：碳酸锂价格底部确认，有望阶段性小幅反弹。本周电池级碳酸锂价格继续持平，价格底部企稳，锂厂出货顺利，需求显著提升，市场回暖明显，下游企业持续补货，据SMM部分锂盐大厂已经处于满产状态，其产能或将供不应求，当前锂价已经触底企稳，后续碳酸锂价格有望上调。

2、贵金属

本周美联储宣布维持0%-0.25%的基准利率不变，FOMC声明称维持利率不变直到实现2%的长期通胀目标，点阵图显示预计将维持利率在当前水平直至2023年，美国货币政策将中长期维持宽松。但黄金价格并未有明显反应，主要因为目前市场认为美联储货币政策难有更多操作空间，同时美国经济持续好转，金价短期内或难有向上动力。但全球宽松货币政策短期不会改变叠加通胀预期上行，黄金板块的主逻辑依然不变，板块仍值得关注。

3、工业金属

本周工业金属价格整体上行，国内数据提振市场信心，数据显示8月房地产开发投资、工业增加值、社会消费品零售均现向好态势，基本金属的需求面有望继续回暖。供应方面，9月15日起智利继续延长“国家灾难状态”90天，铜精矿加工费现货近期报价在50美元之下，显示铜精矿供应仍处于较为紧绷的态势，给铜价以有力支持。同时受益于流动性宽松所带来的抗通胀需求和经济的边际复苏，铜价整体易涨难跌。目前海外复苏预期强化，随着消费旺季即将到来推动产业链需求释放，叠加库存在低位，看好旺季需求好转，铜价有望维持上行。

4、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

上证综指本周上涨 2.38%，沪深 300 上涨 2.37%。电新板块上涨 4.44%，跑赢大盘指数。

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）特斯拉可能推出“Biscuit Tin”大圆柱电芯

9 月 17 日，据 electrek，特斯拉可能推出的电芯尺寸可能是现有 21700 的 2 倍；该电芯名为“Biscuit Tin”大圆柱电芯。该电芯设计，与宁德时代 CTP、比亚迪刀片电池一样，其核心想法均是从结构上进行创新，通过采用大电芯方式，降低成本，提高集成效率，提升体积能量密度和重量能量密度。

（3）宁德时代与四川省政府签署战略合作协议

9 月 19 日，宁德时代与四川省人民政府在成都签署全面战略合作协议。宁德时代将在四川宜宾等地布局生产和研发基地，构建锂电全产业链体系。双方将积极推进“电动四川”工程，推进四川省能源绿色化、清洁化、智能化，努力打造世界级锂电产业集群。双方还将在下一代电池、新能源汽车、自动驾驶、先进储能、移动互联能源管理等领域全面开展合作，共同建设新能源产业综合基地。

展望：对于特斯拉电池日，特斯拉应该是在现在材料基础上进行改进，而非推出新的电池材料。特斯拉主要聚焦超长续航里程和长循环寿命，有可能围绕以下内容研发。1.优化电解液添加剂，稳定电池充放电中的电极材料结构，以增强电池循环寿命。目前特斯拉已经形成自有独特的电解液添加剂体系。2.大电池组的使用和设计，从电池组的设计上提升续航能力。3.硅碳负极材料的应用，硅碳负极材料具有极高的理论比容量,对新能源电动汽车的续航提升贡献较大。

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、重点公司

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+8.35%，HS300指数+2.37%；比亚迪、长城、福耀玻璃等个股表现较强；星宇股份、伯特利等个股表现较弱。

二、行业动态及趋势展望

【新能源汽车开始市场化放量，铁锂电池重获生机】

2020年8月新能源汽车产量10.5万台，同比增长48%；电池装机总电量约512万度，同比增长43%，1-8月的乘用车电池需求2765万度，同比下降29%，表现逐步改善。8月的三元电池占比达到69%，磷酸铁锂恢复至30%，尤其乘用车磷酸铁锂占比由2019年的5%提升至今年8月的11%。预计随着刀片电池的推广，磷酸铁锂电池有望重新获得厂家重用。

展望未来，电池技术路线仍有较大变数，如近期比亚迪的刀片电池、宁德时代的CTP电池、长城汽车的叠片电池、特斯拉无钴电池、干电池技术、硅纳米线技术等均可能对现有三元电池形成较大的颠覆。不过基于目前的需求，我们认为刀片电池或者CTP技术将有望在续航500km以下的中低级车上得到快速推广，且成本相对可以接受，因此中短期内磷酸铁锂电池将重获生机。

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、特锐德、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）

本周上证综指上涨 2.38%，创业板指数上涨 2.34%；申万通信指数上涨 2.38%，申万电子指数上涨 2.51%。 电子方面，本周的 9 月 16 日，国新办就中国科学院“率先行动”计划第一阶段实施进展有关情况举行发布会。中国科学院院长白春礼介绍中国科学院“率先行动”计划第一阶段实施进展有关情况，会上白春礼表示，中科院将聚焦关键的核心技术，瞄准基础材料、核心工艺、基础算法、重大装备等基础性、战略性的关键核心技术需求，在光刻机、橡胶轮胎、高端芯片等方面，我们争取要主动揭榜，发挥多学科的综合和建制化优势，集结精锐力量组织系统攻关，有效解决一批“卡脖子”问题。

项目部署方面，中科院自己设立了先导专项，分成三类，A 类先导专项面向国家重大需求，B 类先导专项主要面向世界科技前沿，C 类先导专项是跟企业合作，解决卡脖子问题。

通信方面，截至 2020 年 8 月底，我国 5G 用户数超过 1.1 亿，居全球首位。此外，截至 2020 年 7 月底，我国已累计开通 5G 基站超 46 万个。计划 2020 年底超过 60 万个基站，覆盖全国地级以上城市，同时 5G SA 网络预计将在 9 月商用。 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、9 月 17 日消息，在 2020 北京互联网大会上，北京市通信管理局党组书记、局长林乐虎表示，目前，北京地区已有 13600 多家互联网企业取得电信业务经营许可证，网站备案数量与接入数量均居全国前三位。截止到 8 月底，全市已累计开通 5G 基站 4.4 万个，预计年底将超过 5 万个，实现五环内和城市副中心室外连续覆盖，五环外重点区域、典型应用场景精准覆盖。

2、奥飞数据近日公告称，公司已收到中国证监会出具的《关于同意广东奥飞数据科技股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》，此次定向发行对象不超过 35 名特定投资者，发行价格为不低于发行期首日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%，发行数量不超过 2349.57 万股，拟募集资金 4.80 亿元。募集资金主要用于廊坊讯云数据中心二期项目，拟募投金额 3.44 亿元。

计算机（黄翔）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌 2.67%，板块成交额 2676.5 亿元，沪深 300 指数下跌 2.37%。

近 2 个月来,计算机行业及大盘处于震荡盘整阶段,主要因市场预期后续流动性难以继续宽松,但也不会明显收紧，后续经济复苏趋势确定，但迹象尚不明显。市场风险偏好略有下行，布局较为谨慎，依赖于风险偏好的计算机行业受影响较大。

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，当前众多行业个股和估值已到可布局区间，中报行情压制结束后，后续有望迎来较好行情。

即云、汽车 IT 等 5G 应用、信创、网络安全、医疗 IT、金融 IT 均有投资机会，建议布局结合市场和估值。当前时点更看好行业边际改善、订单快速增长的安防、网安和医疗 IT。

1）投资则建议结合对下半年大盘的理解。

若市场情绪不断提升，市场空间和供给确定性权重持续较高，估值权重较低，则信创、云 SaaS、汽车 IT、金融 IT 的涨幅有望领先。

若因流动性收紧，但经济复苏，市场风险偏好有所下行，则云 IaaS、网络安全、医疗 IT、安防有望录得较高涨幅。

2）考虑风险收益比，可参照估值情况，在各版块回调时逢低布局。

当前云 IaaS、网络安全、安防、医疗 IT 估值处于合理区间，建议重点布局。

二、投资观点：

1、信创：TikTok“云上加州”方案基本确定，有望提振市场对中国在贸易摩擦中的信心

（1）TikTok“云上加州”方案基本确定，无需关闭和技术转让

各方消息显示：TikTok**“云上加州”**的交易方案基本确定，不涉及技术转让。提案显示，TikTok 的总部会继续留在美国，甲骨文将成为 TikTok 在数据安全合规方面的合作伙伴，为美国用户提供云架构服务。双方的合作模式类似苹果在中国由云上贵州进行的数据安全合规合作，TikTok 的数据 100%存放在甲骨文的云数据中心。

包括：

美国总统特朗普。已经在概念上批准了甲骨文对 TikTok 的收购,距离他在 8 月威胁的实际禁令生效还有不到一天。

甲骨文首席执行官 Safra Catz。甲骨文将成为 TikTok Global 的股东，持有 12.5%的股份，并将成为 TikTok 的安全云技术提供商。甲骨文将在甲骨文云中快速部署、快速扩展和操作 TikTok 系统，为 TikTok 提供一个高度安全的环境，并确保 TikTok 的美国用户和全世界用户的数据隐私。

字节跳动。为了确保 1 亿美国人能够继续使用 TikTok，满足美国政府监管要求，加强 TikTok 美国业务，字节跳动、甲骨文、沃尔玛对 TikTok 的合作形成原则性共识。

（2）AMD 可继续为华为供货 ，多家厂商已提交继续供货的许可证申请

德银技术大会上，美国处理器巨头 AMD 公司高级副总裁、数据中心暨嵌入式部门业务总经理 Forrest Norrod 透露，公司已经获得对华为供货许可证,预计不会因为美国“华为禁令”而对 AMD 业务产生重大影响。Forrest Norrod 强调，会 100%致力于遵守美国法律，已经采取了适当的措施，以确保 AMD 管理好实体名单以及与客户或潜在客户的互动。

此前，包括美国英特尔、美光科技、韩国三星、SK 海力士、中国台湾台积电、联发科，以及中国大陆中芯国际等厂商均透露向美国商务部提交了对华为继续供货的许可证申请。

（3）有望提振市场对中国在贸易摩擦中的信心，关键环节国产化是大趋势

我们认为

1）信创和半导体等关键环节国产化，保障供给能力已是大趋势，不会因中美贸易摩擦进展改变。

2）TikTok 和 AMD 事件有望提振市场对中国在贸易摩擦中的信心，中国并非无还手之力。

3）2020 年是我国信创产业全面推广的起点，未来 3 到 5 年将迎来黄金发展期。近期，全国各地政府均开展信创招投标，标志着信创已开始全面落地，后续将迎来业绩兑现。

4）短期电子和计算机的华为供应链有望迎来情绪提振，但 AMD 的供货并不代表其他厂商必然可获得许可证，需认识到依然存较大不确定性。

推荐 ：中国长城，中科曙光。建议关注易华录、纳思达、东华软件。

更考虑质地，估值权重低——金山办公、中国软件、诚迈科技、中国长城

更考虑估值和预期差，质地亦可——中科曙光、易华录。

2、云计算：阿里云栖大会 2020 发布云电脑，指引云美好前景

（1）阿里发布云电脑云影，算力将从终端向后端转移

云影：只需将一张名片夹大小的 C-Key 上连接一块屏幕，就能进入专属云电脑桌面，访问各种应用和文件，还能随时在云端扩充算力，做现有电脑做不了的专业工作事情，例如动画渲染、制图设计、软件研发等对计算性能要求非常高的工作场景。无影的性能配置按需付费，同等性能下价格是传统 PC 的一半。已有一些企业和政府部门开始定制采购无影，阿里巴巴集团也将成为首批使用无影的企业之一，客服等部门会首先使用。

鲲鹏云手机：2020 年 3 月华为云发布鲲鹏云手机，根据 IT 之家援引华为官网，华为云鲲鹏云手机，是基于华为云鲲鹏裸金属服务器，虚拟出带有原生安卓操作系统，具有虚拟手机功能的云服务器。同时，作为一种新型应用，云手机对物理手机起到了非常好的延伸和拓展作用，可以用在如应用智能托管、云手游、众播互娱、移动办公等场景。

我们认为，在数据智能大时代，企业和个人用户对海量数据的全场景、大计算的需求在提升，终端算力将向云端转移，带动 IaaS 供应链需求提升。

（2）阿里发布数字原生操作系统，预计云时代 IT 产品中软件价值将超过硬件

阿里云进入 2.0 时代：阿里云 1.0 可以理解为较为狭义的“飞天”平台。阿里云 2.0 与 1.0 版本的显著不同在于数字原生操作系统的引入。如果说阿里云 1.0 主要是解决企业 IT 端的需求，阿里云 2.0 更为深入企业的业务流程，通过提供一个完整的智能化、数据化、移动化的平台，帮助企业实现效率上的提升。阿里云 1.0 版本更像给专业人士使用的命令行终端，其能够提供强大的功能，但是用户界面对于普通用户来说并不友好，而阿里云 2.0 版本更像是加载了图形化界面后的 Windows，能够大幅降低开发的门槛，从而普及到更多的组织中去。

我们认为，随着云计算认知度的提高，开发门槛的降低，不同用户，不同时期的不同需求，将不断得到完善。长期来看 SaaS 行业空间将远大于 IaaS。

继续推荐：浪潮信息、中科曙光。

建议关注：广联达、用友网络、石基信息、卫宁健康。

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**、鹏鼎控股、环旭电子、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