信义山证
汇通天下

山证策略·A股行业比较周报

山西证券
SHANXI SECURITIES

山西证券策略团队
分析师：
麻文宇 CFA，执业登记编码（S0760516070001）
梁迪柯 CFA，执业登记编码（S0760518070001）

山西证券研究所

2020.09.21

- 本周行业配置：
- 超配：煤炭、有色、建材、机械、化工、轻工
- 标配：大金融、传媒（营销）、电力、计算机、通信、公用、汽车、食品饮料、农业（饲料）、家电、原油
- 低配：电子、钢铁、医药、地产

- 行业配置上周表现：行业配置（考虑择时）上周绝对收益上行2.56%，相对收益0.19%，组合持续保持低仓位防御状态

- 估值：沪深300、上证50IAPE再度突破75分位，上证回升至70分位附近，创业板估值显著回落，但仍大幅高于警戒区间，当前A股在全球市场中性价比有所降低。A股内部估值存在较大差异，具备再平衡动力。

- 货币&利率：利率曲线延续稳定态势，期限、信用利差表明市场仍未有趋势性行情机会

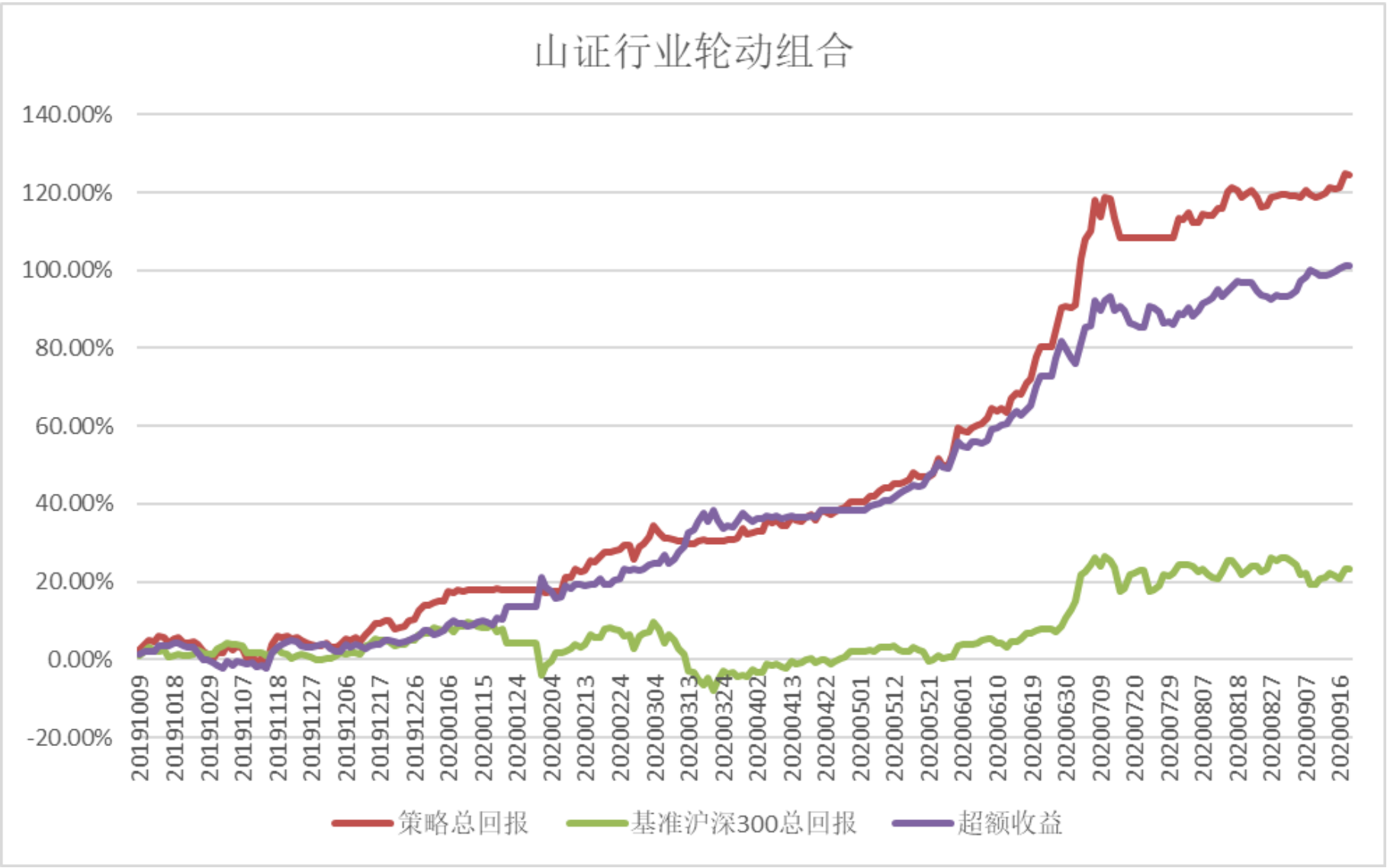
- 上游：
- 飓风压制美国原油产量，OPEC+减产动态需要继续关注。煤炭供给受限需求复苏格局延续。

- 中游：
- 钢铁需求修复低于预期。建材旺季成色十足。
- 工程机械高景气继续拉长。

- 下游：
- 房地产销售回落，房企偿债压力增加。9月乘用车销量预计增8%，新版路线图力挺混动。
- 8月社零增速转正，可选消费回暖明显。
- 存栏连续7个月增长，猪肉价格高点已过。关注猪后周期饲料板块。

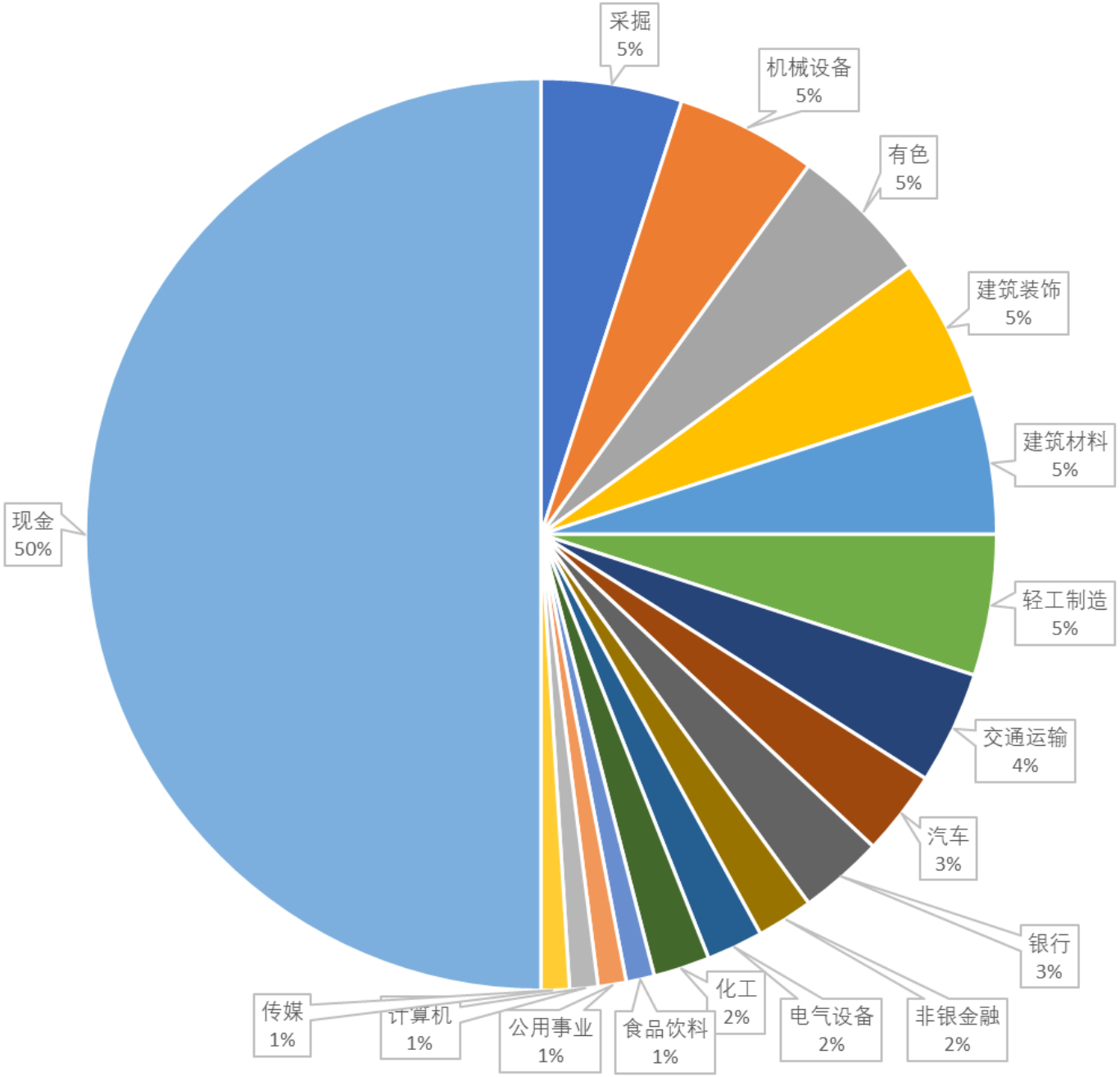
- TMT：
- 传媒：营销类企业进入拐点
- 电子：华为CPU供给端率先获取供应许可，苹果大会低于预期。
- 计算机：阿里“犀牛工厂”正式亮相，工业互联网建设有望加速。

- 风险提示：宏观经济不达预期风险、货币政策不达预期风险、监管政策超预期风险，行业景气度不达预期风险



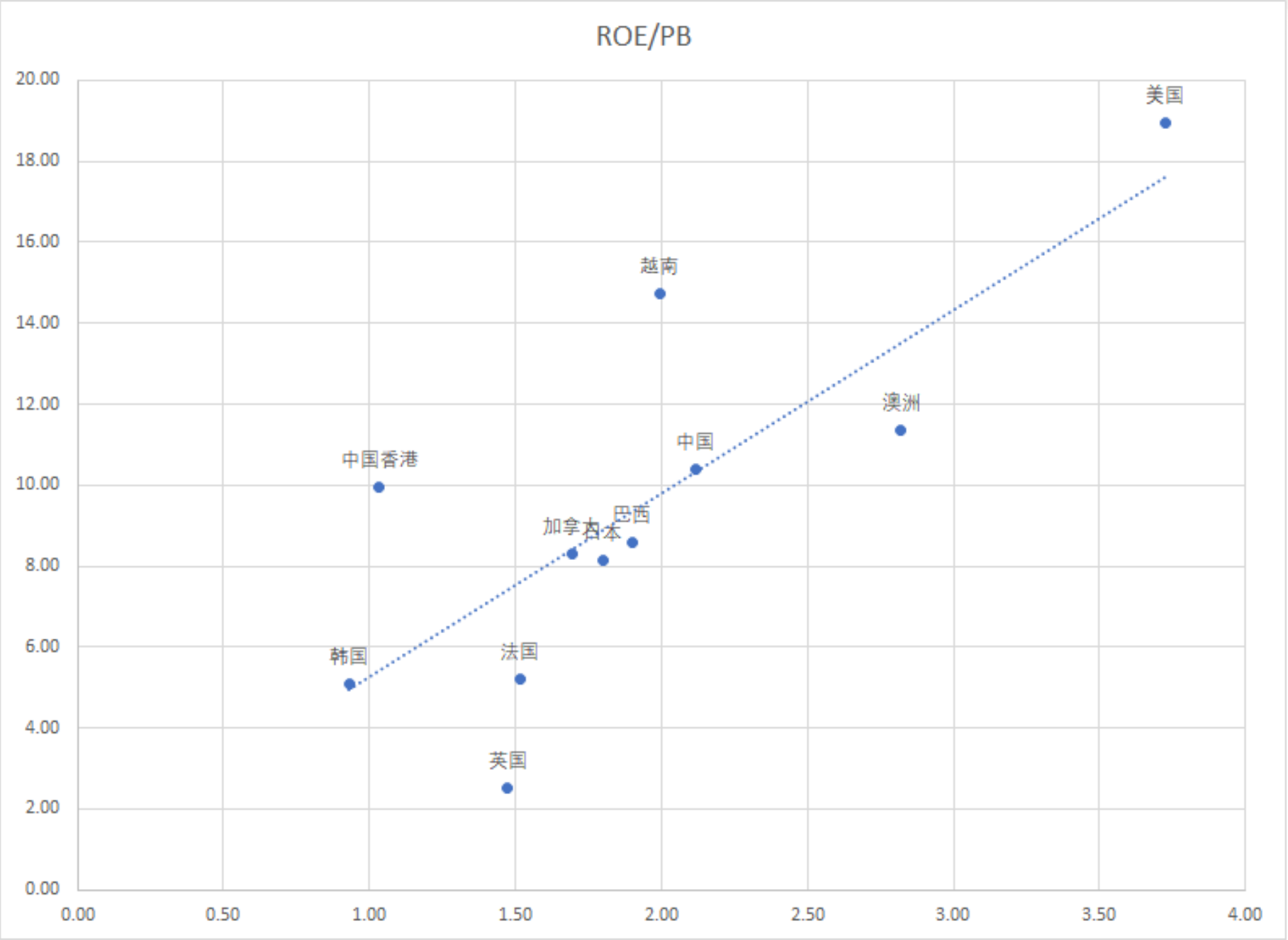
绝对回报:	124.45%
相对回报:	101.31%
本周回报:	-0.10%
本月回报:	2.46%
本季回报:	17.91%
本年回报:	96.69%
年化收益率:	132.61%
Alpha:	117.01%
Beta:	0.64
Sharpe:	6.70
日胜率:	55.42%
周胜率:	74.51%
月胜率:	100.00%
最大回撤:	-6.55%
最大连续上涨天数:	6
最大连续下跌天数:	5

数据来源：Wind、山西证券研究所



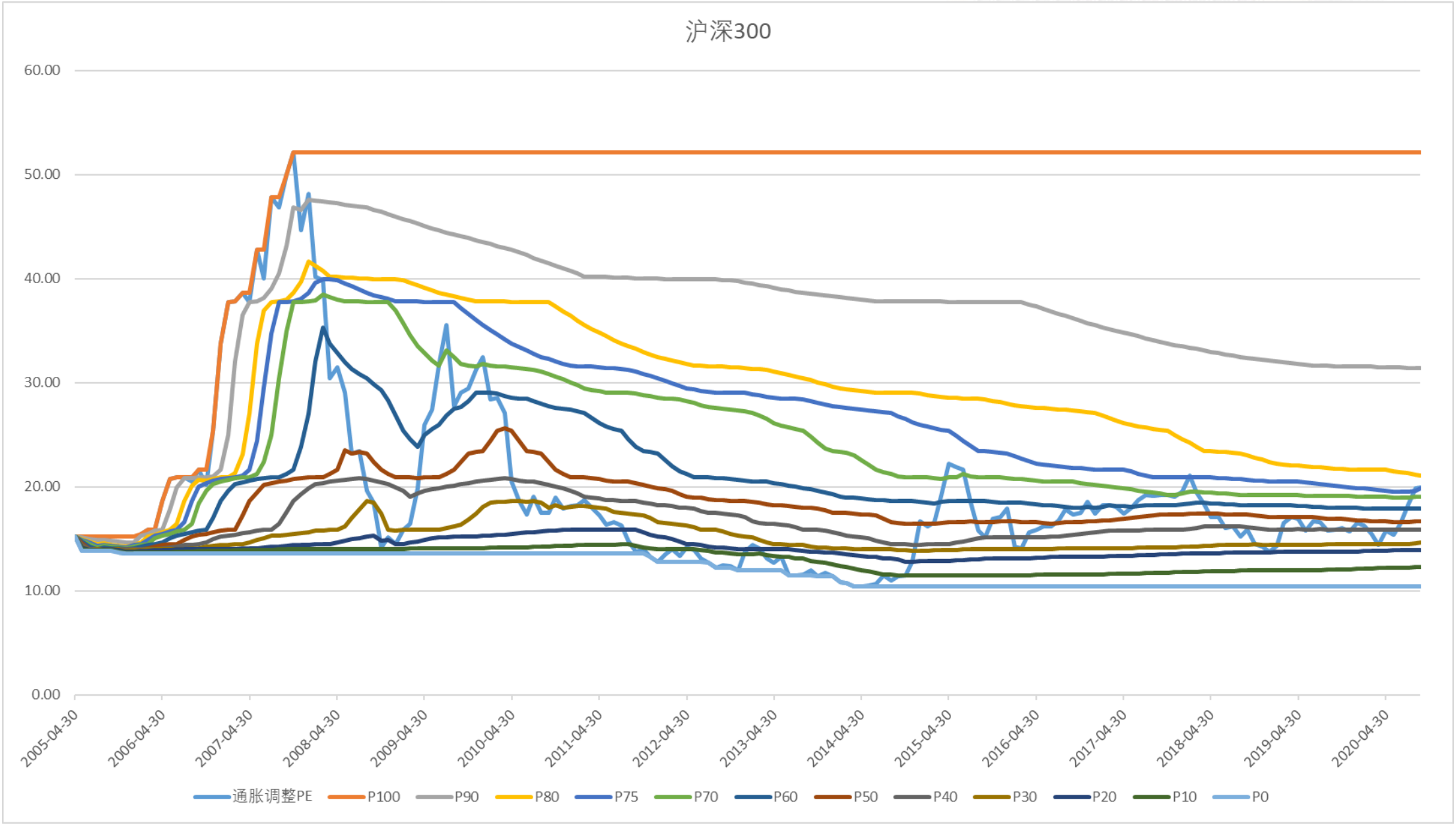
数据来源：Wind、山西证券研究所

A股在全球市场中性价比有所下降



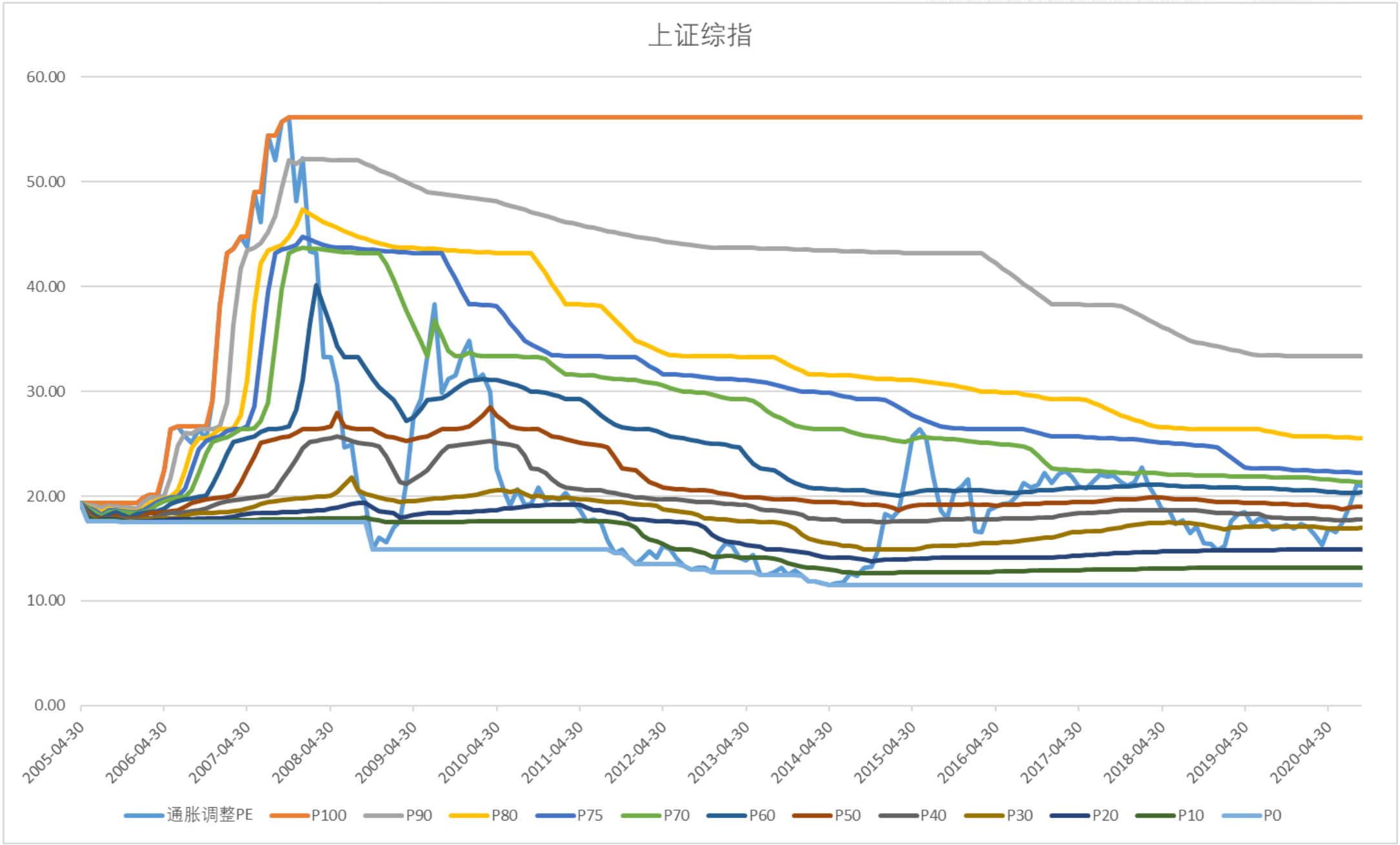
数据来源： Bloomberg、山西证券研究所

沪深300IAPE再度突破75分位



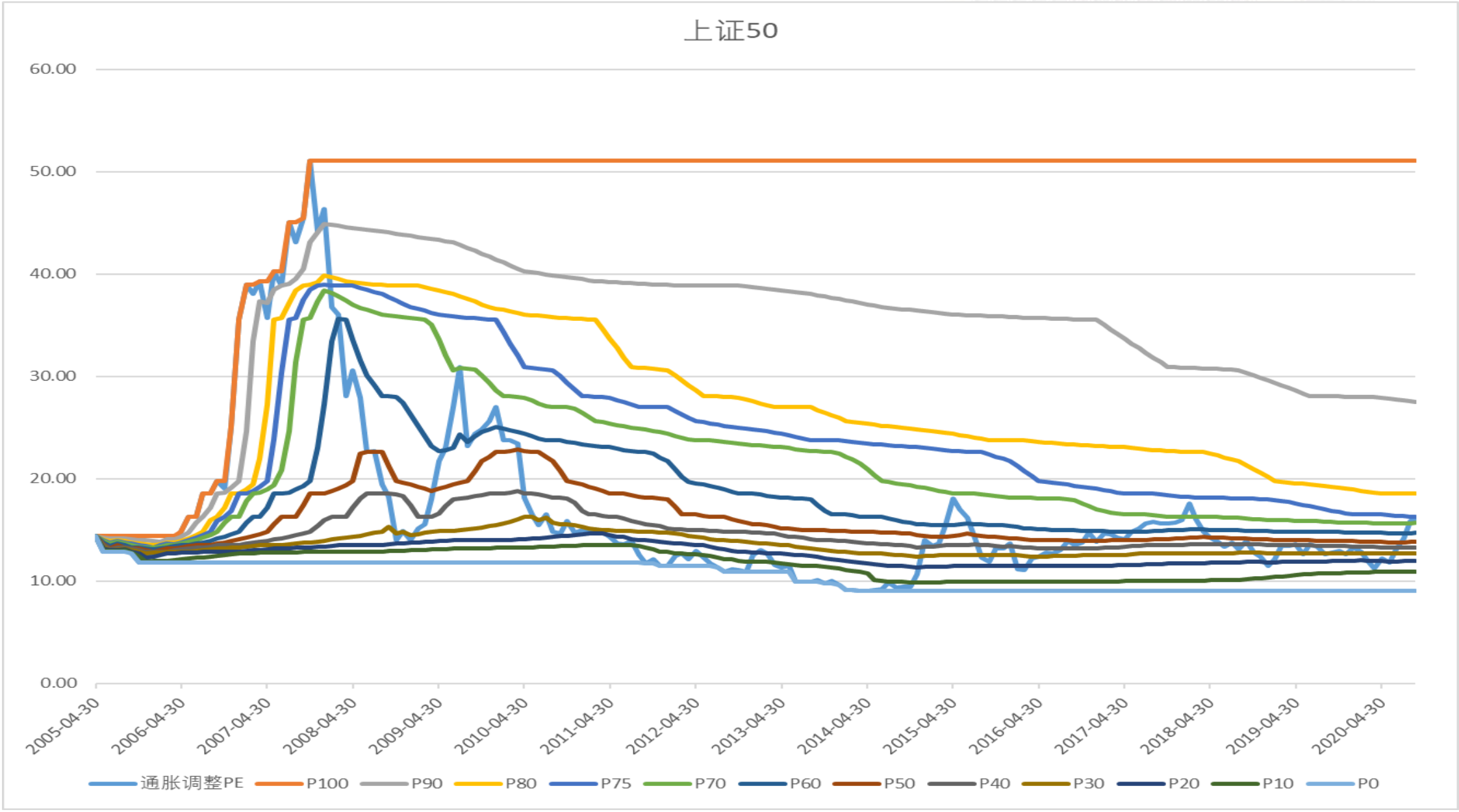
数据来源：Wind、山西证券研究所

上证IAPE回升至70分位附近



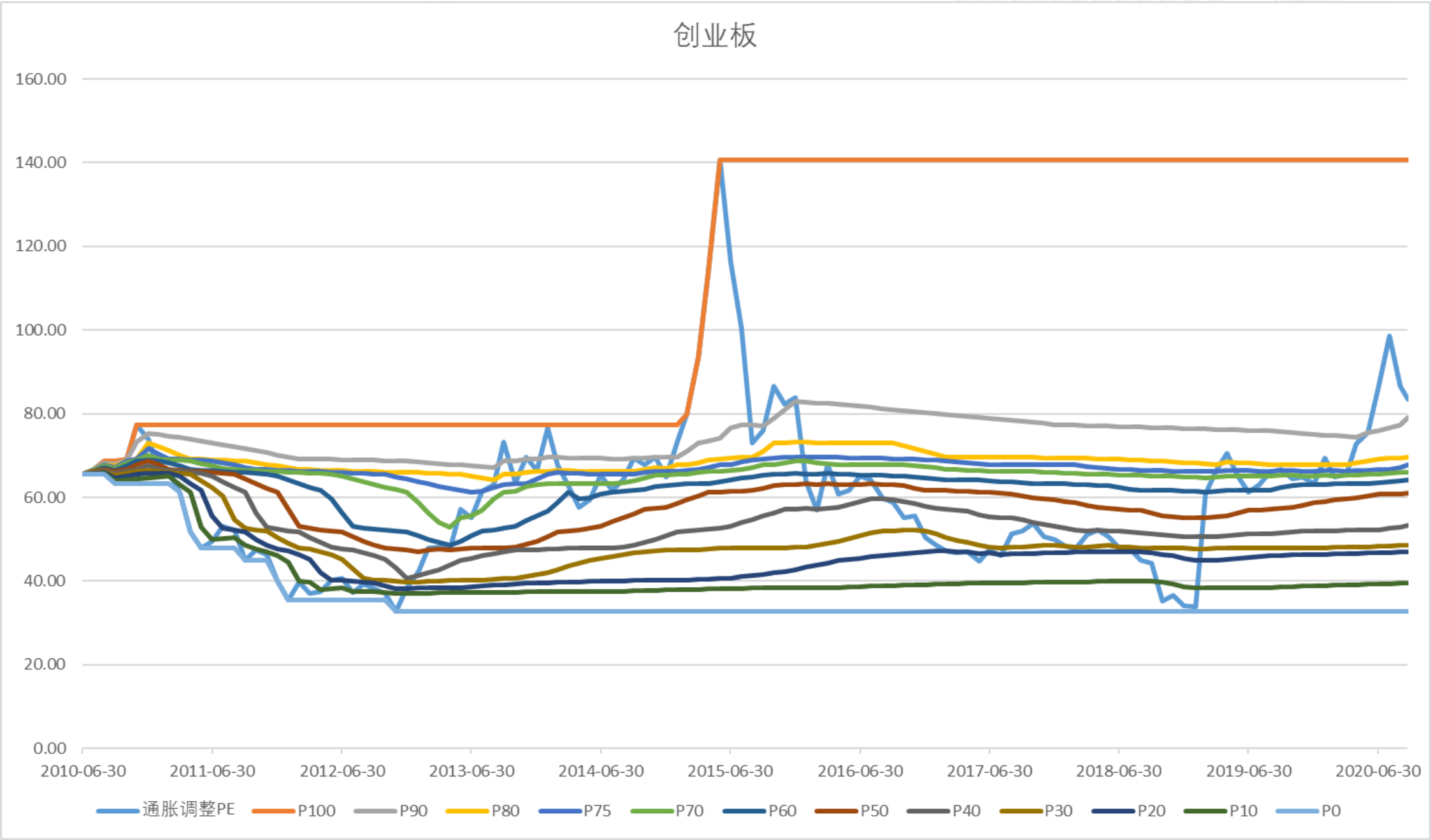
数据来源：Wind、山西证券研究所

上证50IAPE突破警戒区域直逼75分位



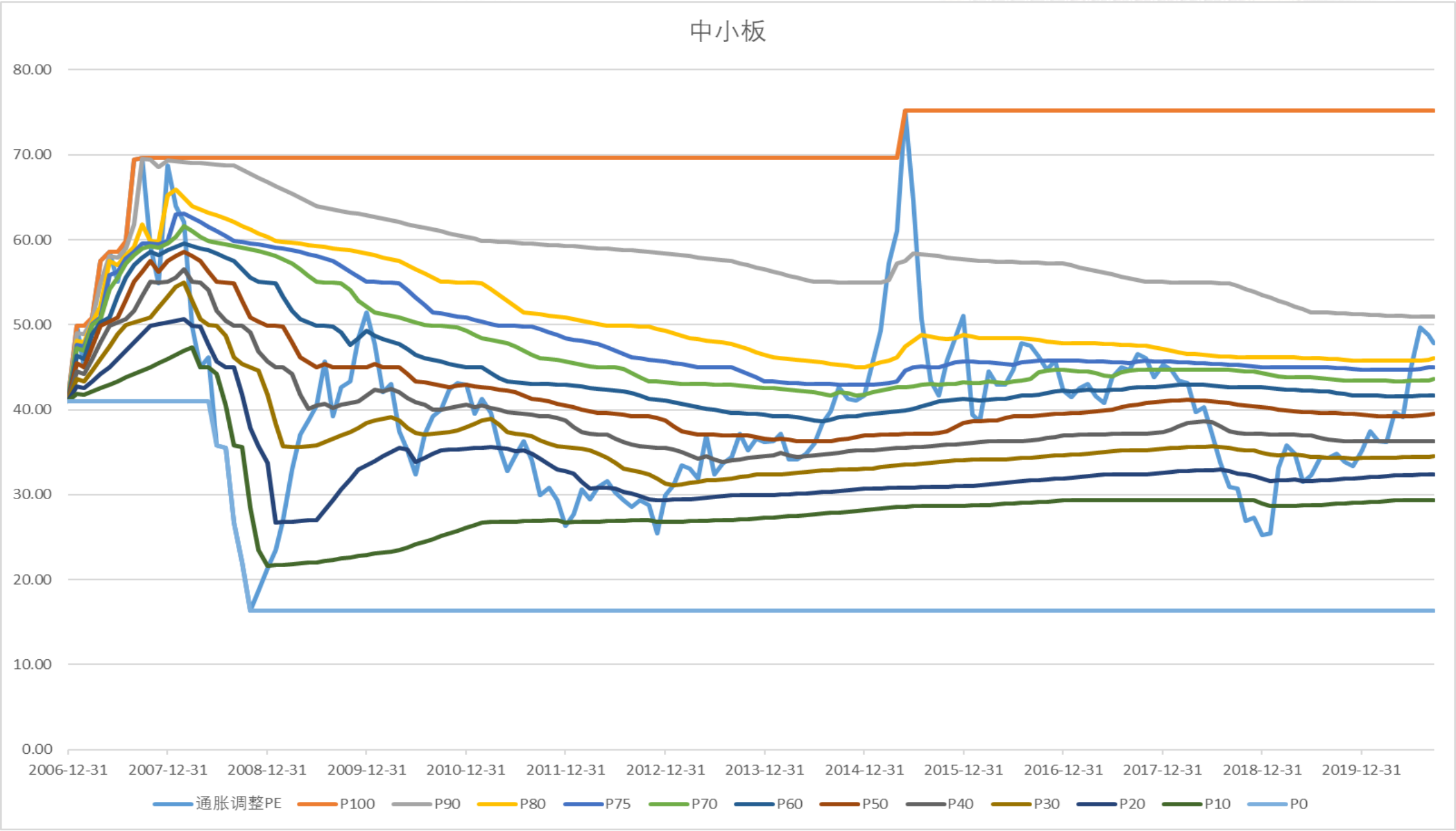
数据来源：Wind、山西证券研究所

创业板估值显著回落，但仍大幅高于警戒区间



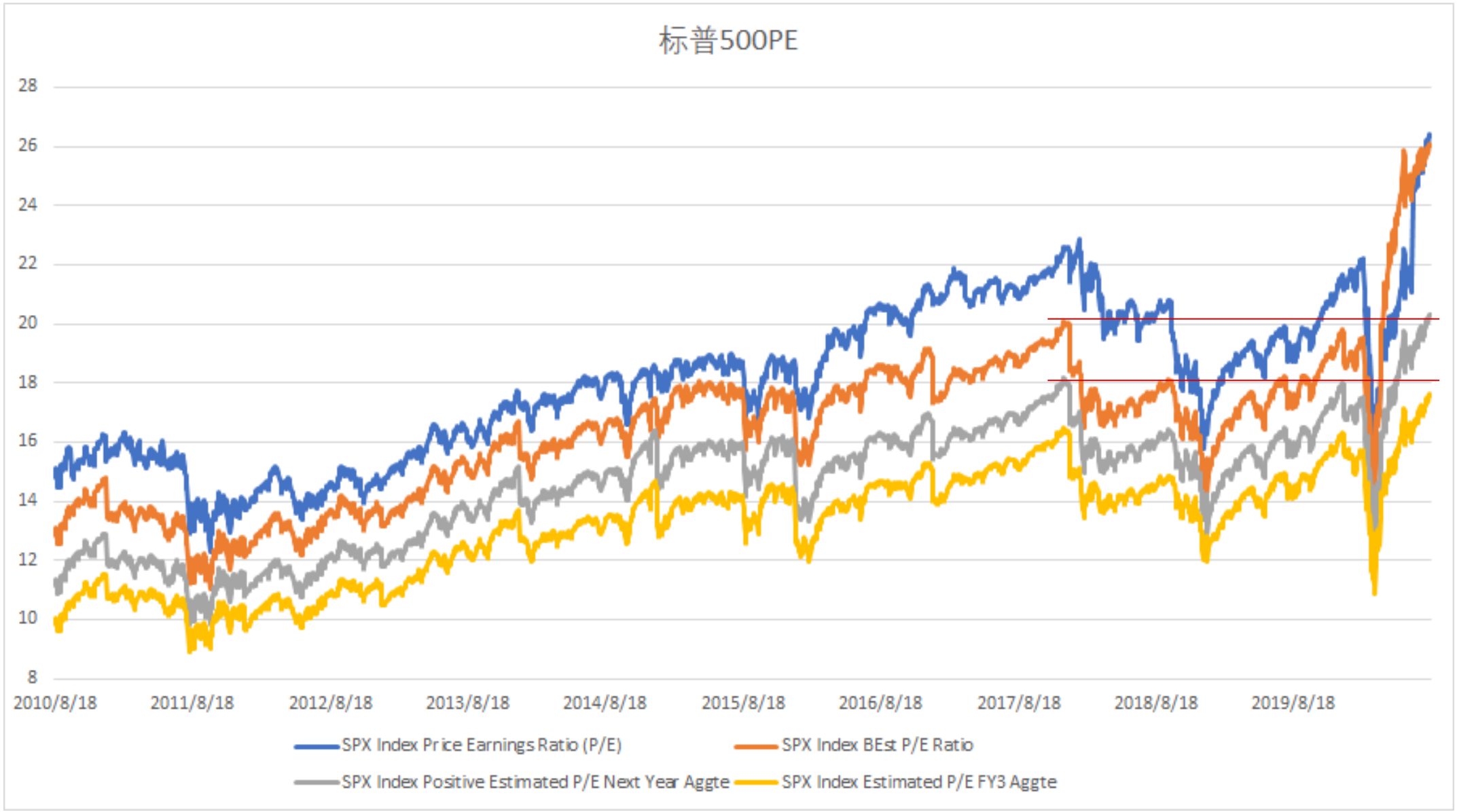
数据来源：Wind、山西证券研究所

中小板IAPE突破警戒值后开始回落



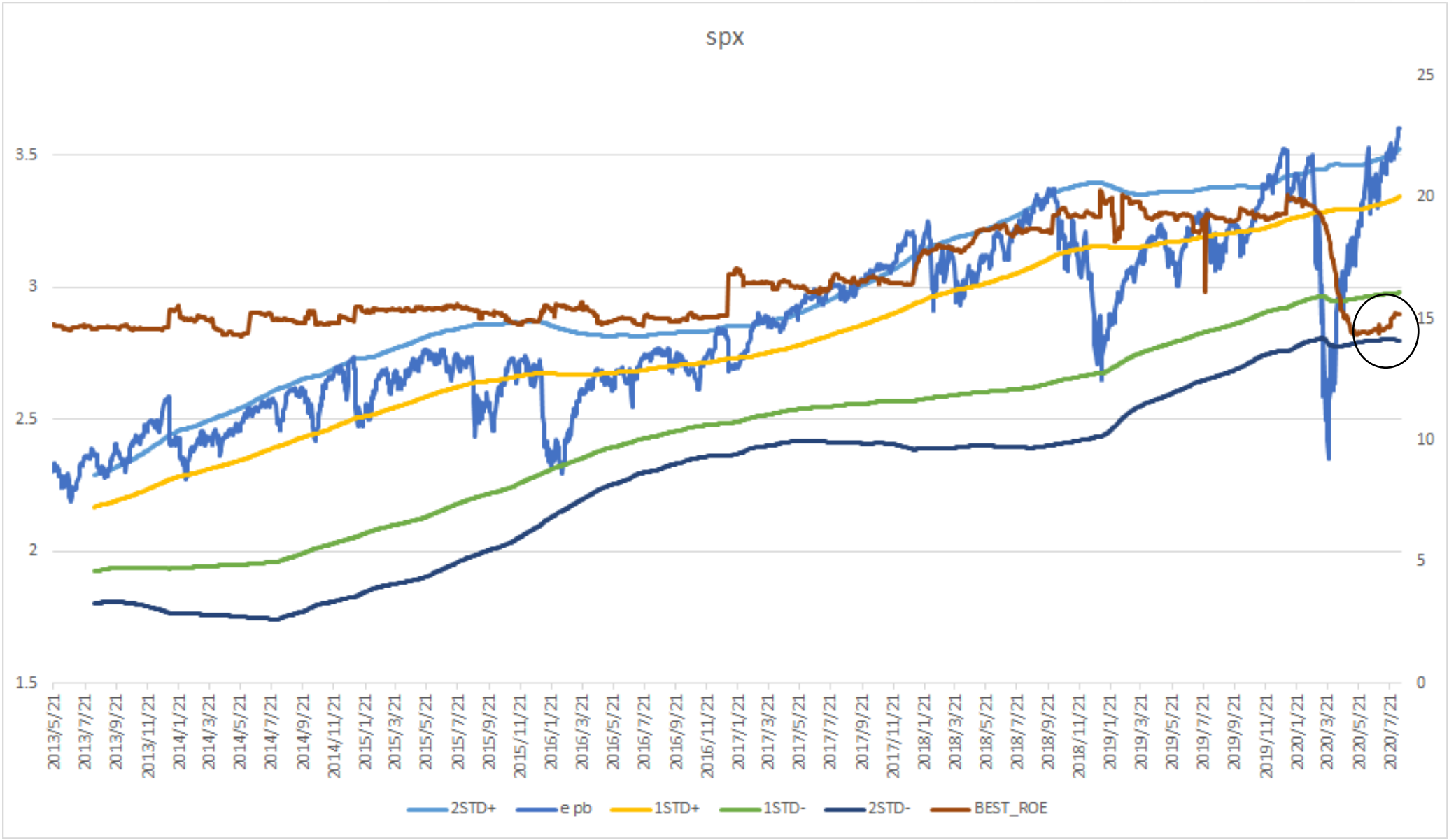
数据来源：Wind、山西证券研究所

美股市场估值显著较高，EPS预计2022年才能完成对美股估值修复



数据来源： Bloomberg、山西证券研究所

美股预期ROE稳定

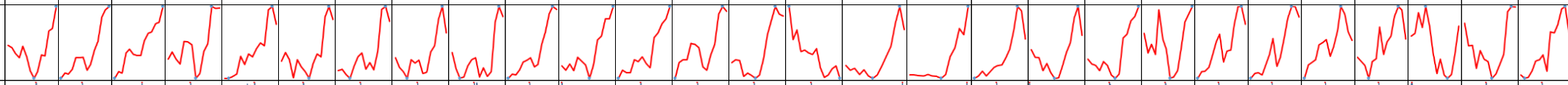
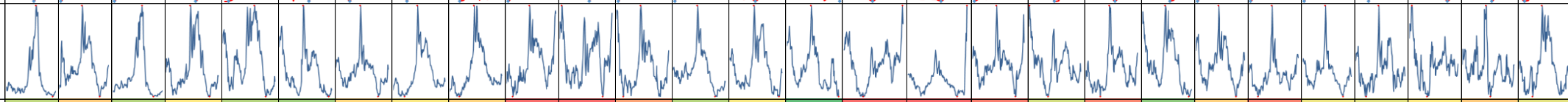
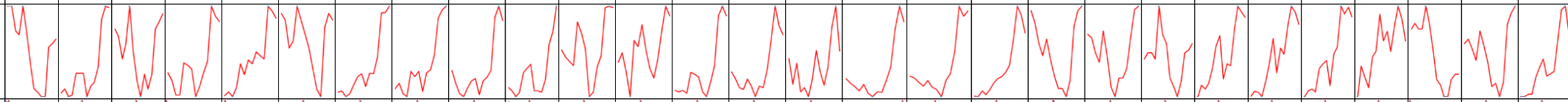
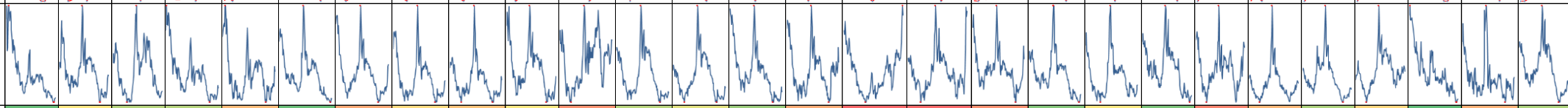


数据来源： Bloomberg、山西证券研究所

A股内部估值存在较大差异，具备再平衡动力

山西证券股份有限公司
SHANXI SECURITIES CO., LTD.

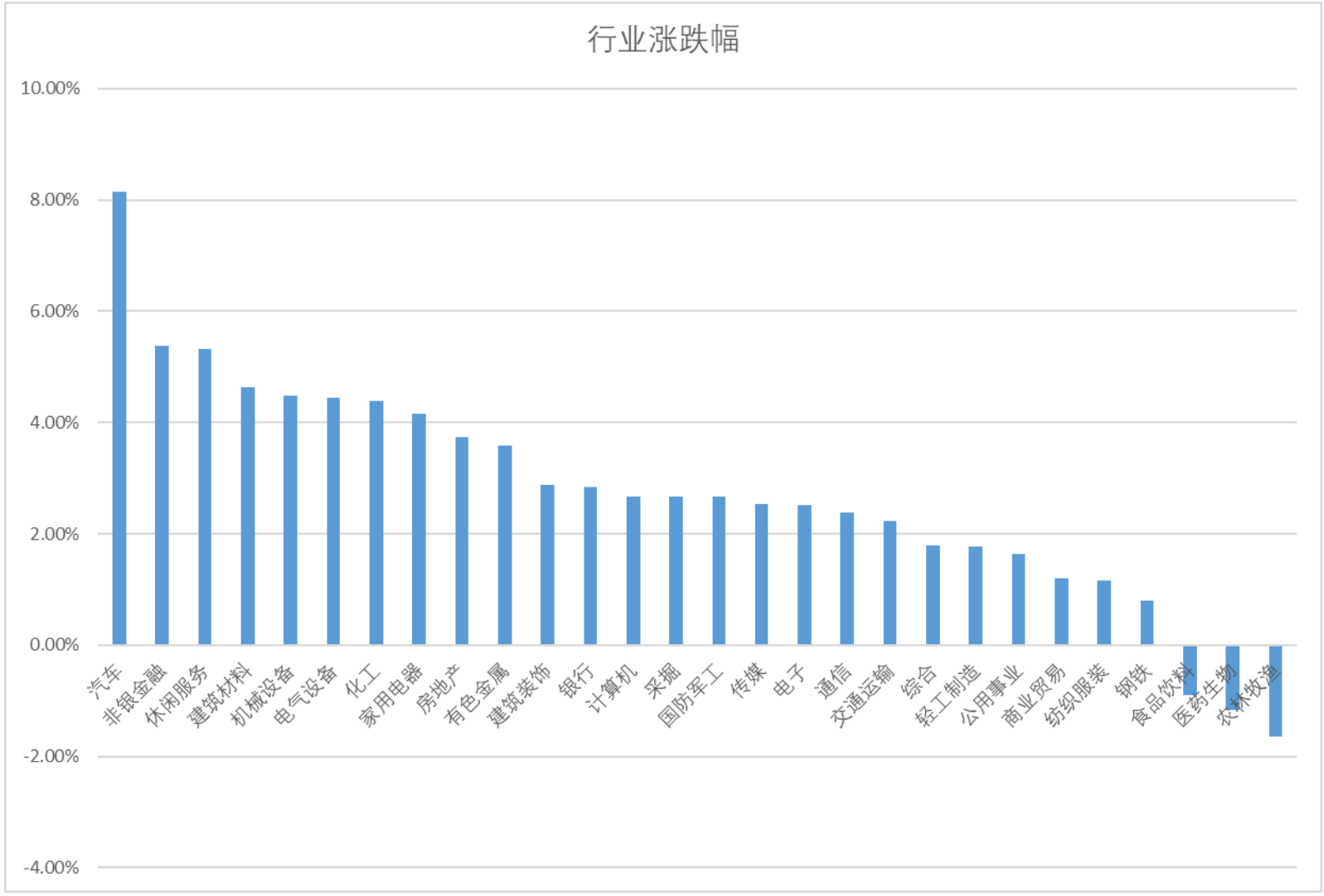
A股行业估值表

	采掘	化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	电气设备	机械设备	国防军工	汽车	家用电器	纺织服装	轻工制造	商业贸易	农林牧渔	食品饮料	休闲服务	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
PE	15.6	31.2	14.8	45.4	16.1	10.6	41.2	30.6	73.5	29.9	23.7	35.9	28.4	25.9	18.3	45.1	161.6	49.0	21.1	24.4	10.0	54.0	78.2	43.0	41.6	6.7	19.6	40.9
历史最高	85.7	66.0	142.9	122.4	44.4	31.2	87.3	115.3	223.4	31.6	24.9	52.8	97.6	60.0	102.3	52.3	161.6	65.8	39.2	37.6	28.4	100.1	143.6	125.7	85.2	10.4	36.1	101.9
历史最低	11.0	13.2	5.8	22.6	10.2	9.0	21.2	13.4	28.6	11.3	10.7	18.6	14.9	13.8	18.3	16.7	24.9	24.1	14.1	12.4	8.4	23.2	29.5	19.5	28.8	4.7	10.9	22.7
过去1年PE																												
过去10年PE范围																												
PE分位数	32.5%	64.1%	28.3%	54.1%	28.3%	21.6%	60.0%	52.5%	61.6%	98.3%	99.1%	79.1%	29.1%	51.6%	0.0%	98.3%	100.0%	92.5%	39.1%	89.1%	15.0%	63.3%	90.8%	48.3%	44.1%	53.3%	65.0%	45.0%
PB	1.1	2.4	0.9	2.4	2.4	1.0	3.4	2.6	3.3	2.1	3.5	1.9	2.1	1.7	4.0	9.4	6.8	4.8	1.5	1.5	1.3	4.4	4.8	3.0	2.8	0.7	2.1	2.2
历史最高	3.9	4.5	2.4	6.6	4.1	3.6	6.3	5.6	7.9	3.9	4.4	5.2	5.5	4.6	6.3	10.0	7.1	7.4	3.9	3.4	3.4	6.2	14.2	10.6	5.9	1.9	3.8	6.5
历史最低	0.9	1.6	0.7	1.7	1.5	0.9	1.6	1.7	1.9	1.4	1.8	1.5	1.5	1.3	2.4	3.1	2.5	2.6	1.3	1.1	1.1	2.1	2.4	1.7	1.3	0.7	1.5	1.2
过去1年PB																												
过去10年PB范围																												
PB分位数	5.8%	47.5%	27.5%	27.5%	65.0%	6.6%	72.5%	52.5%	61.6%	45.8%	81.6%	28.3%	39.1%	20.0%	71.6%	99.1%	98.3%	82.5%	14.1%	45.8%	11.6%	87.5%	66.6%	25.0%	54.1%	4.1%	69.1%	25.0%



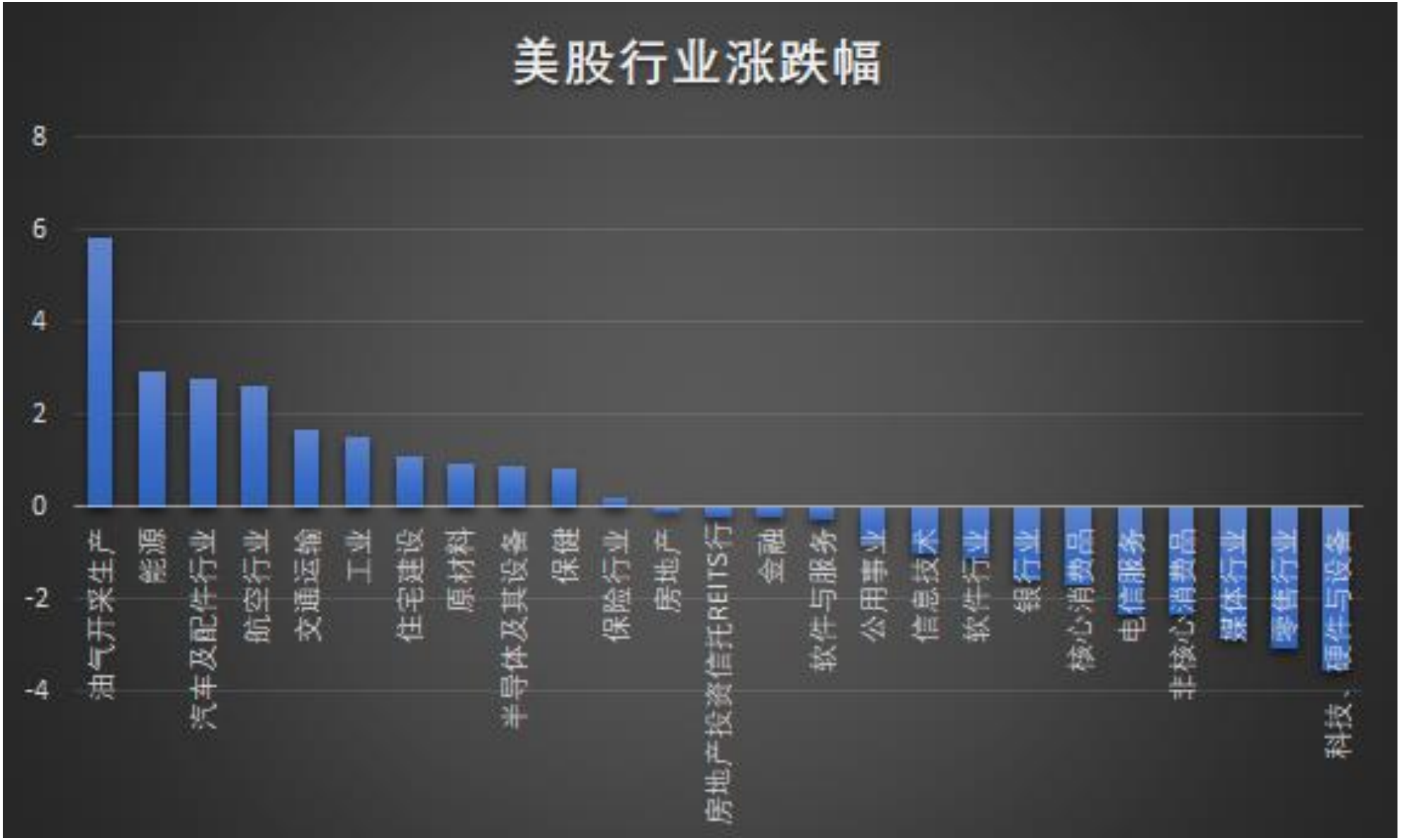
数据来源：Wind、山西证券研究所

申万行业上多数上行，顺周期行业领涨

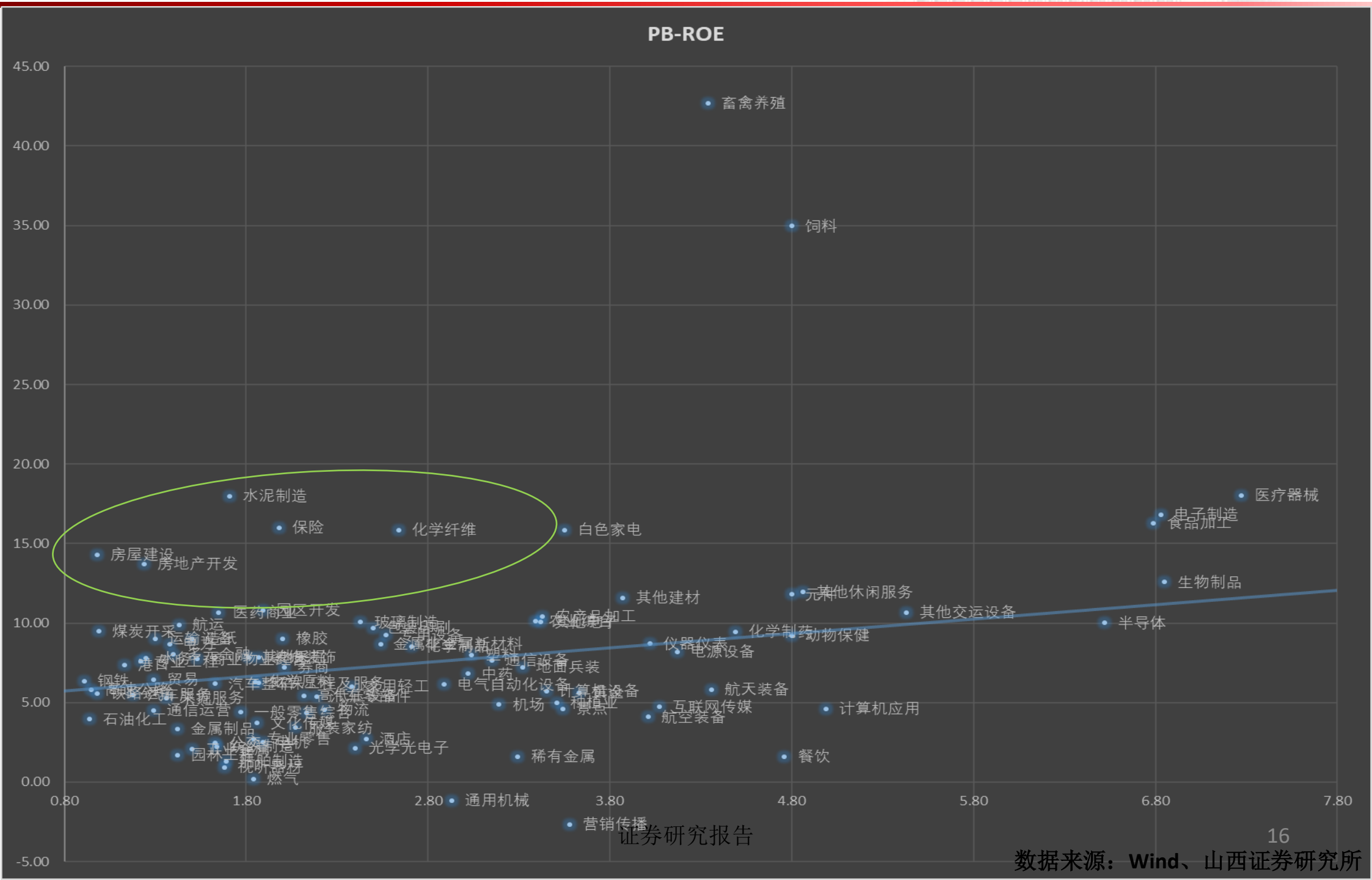


数据来源：Wind、山西证券研究所

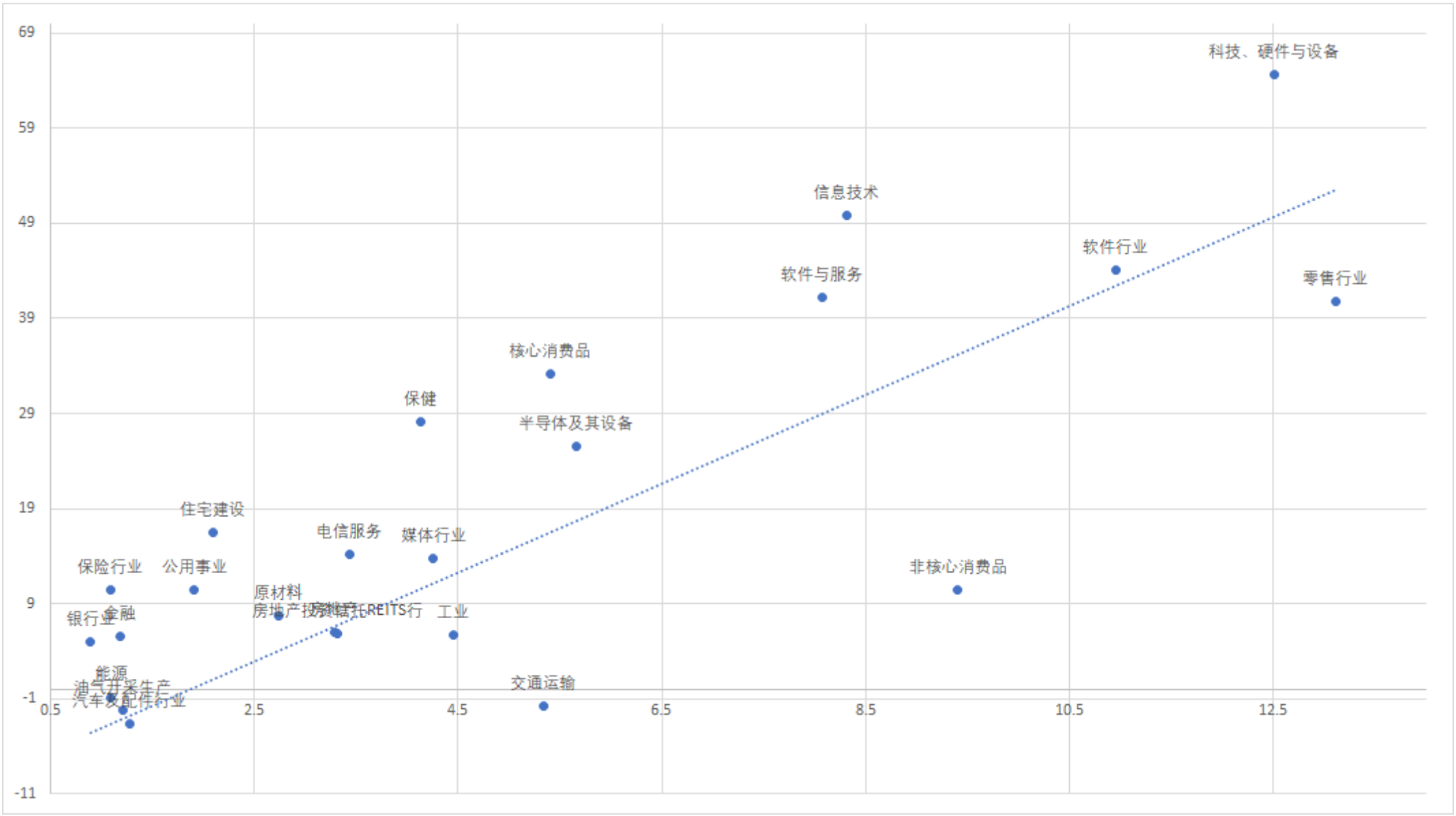
美股顺周期行业普遍强势，科技显著下挫



数据来源：Bloomberg、山西证券研究所



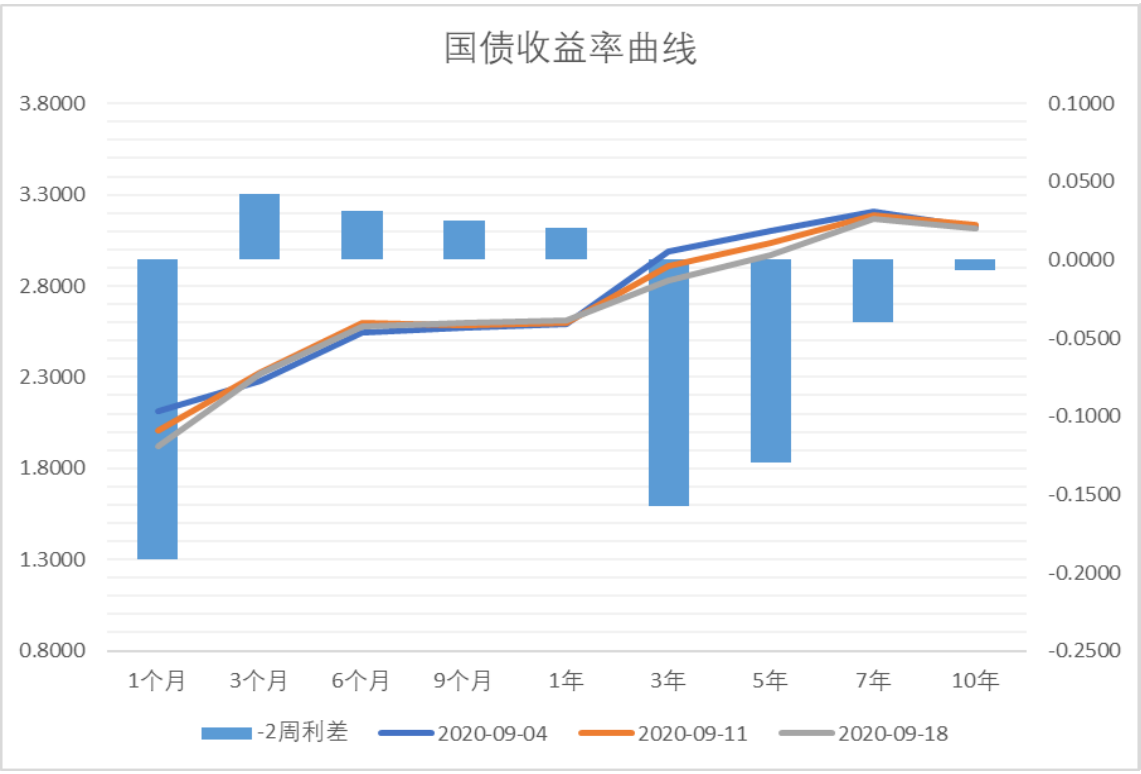
数据来源：Wind、山西证券研究所



数据来源： Bloomberg、山西证券研究所

货币&流动性

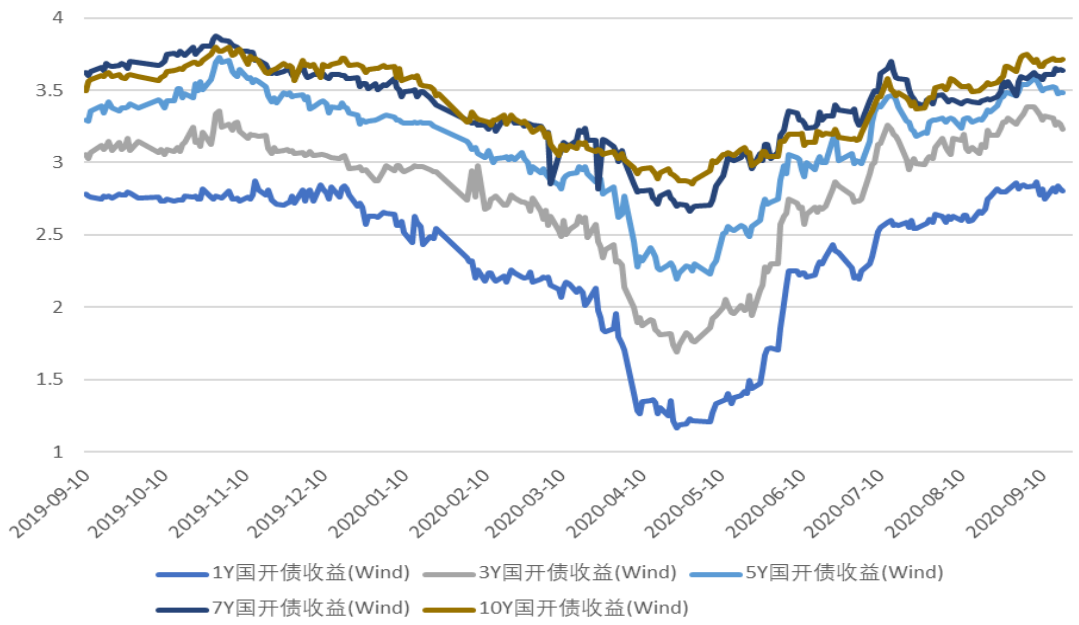
- 数据截止至2020/9/21，利率曲线整体稳定，短端利率有所回落，货币政策目前来看稳字当头。长短利差暂时企稳。货币政策整体对A股还是较为友好，短端利率开始企稳，全市场短期估值下杀的概率有所降低。在经济回暖速度超预期，货币政策稳健的背景下高估值板块继续估值提升行情预计告一段落，市场仍将回归基本面，锚定价值，短期预计市场风格有持续向价值偏向的可能性。
- 信用利差企稳反弹表明市场风险溢价上升。
- 央行上周公开市场净回笼1400亿元。
- 短期从期限利差来看仍未有趋势性做多机会。



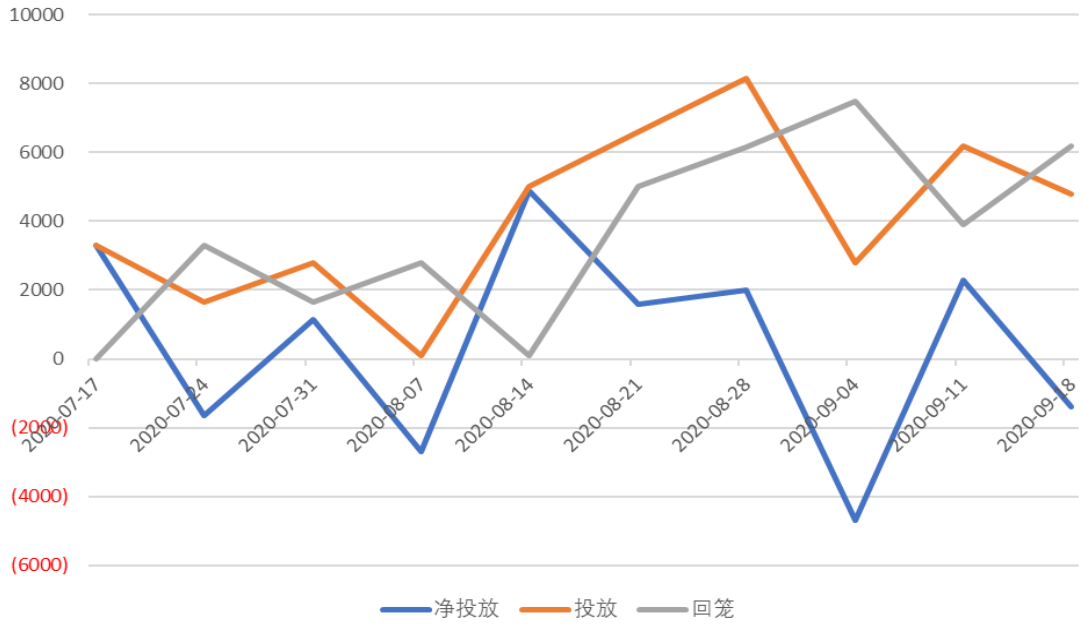


数据来源：Wind、山西证券研究所

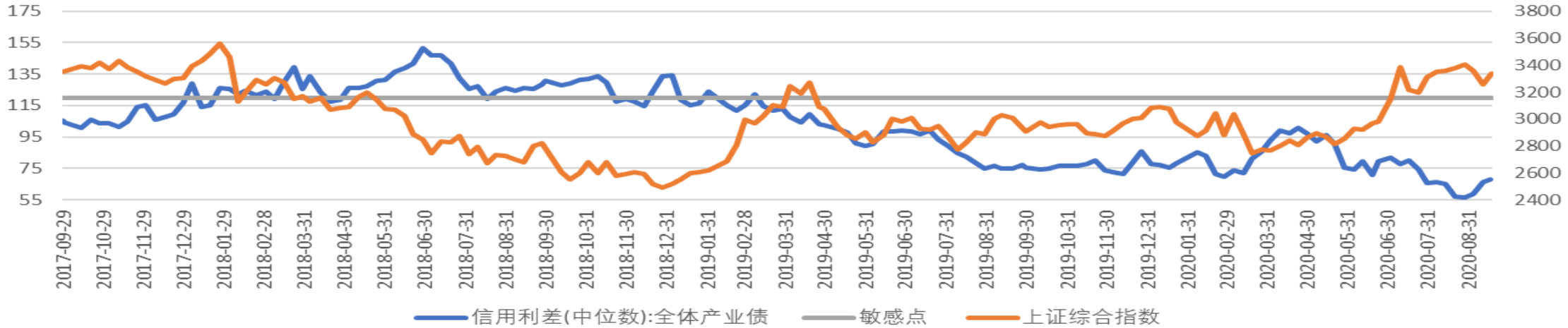
国开债



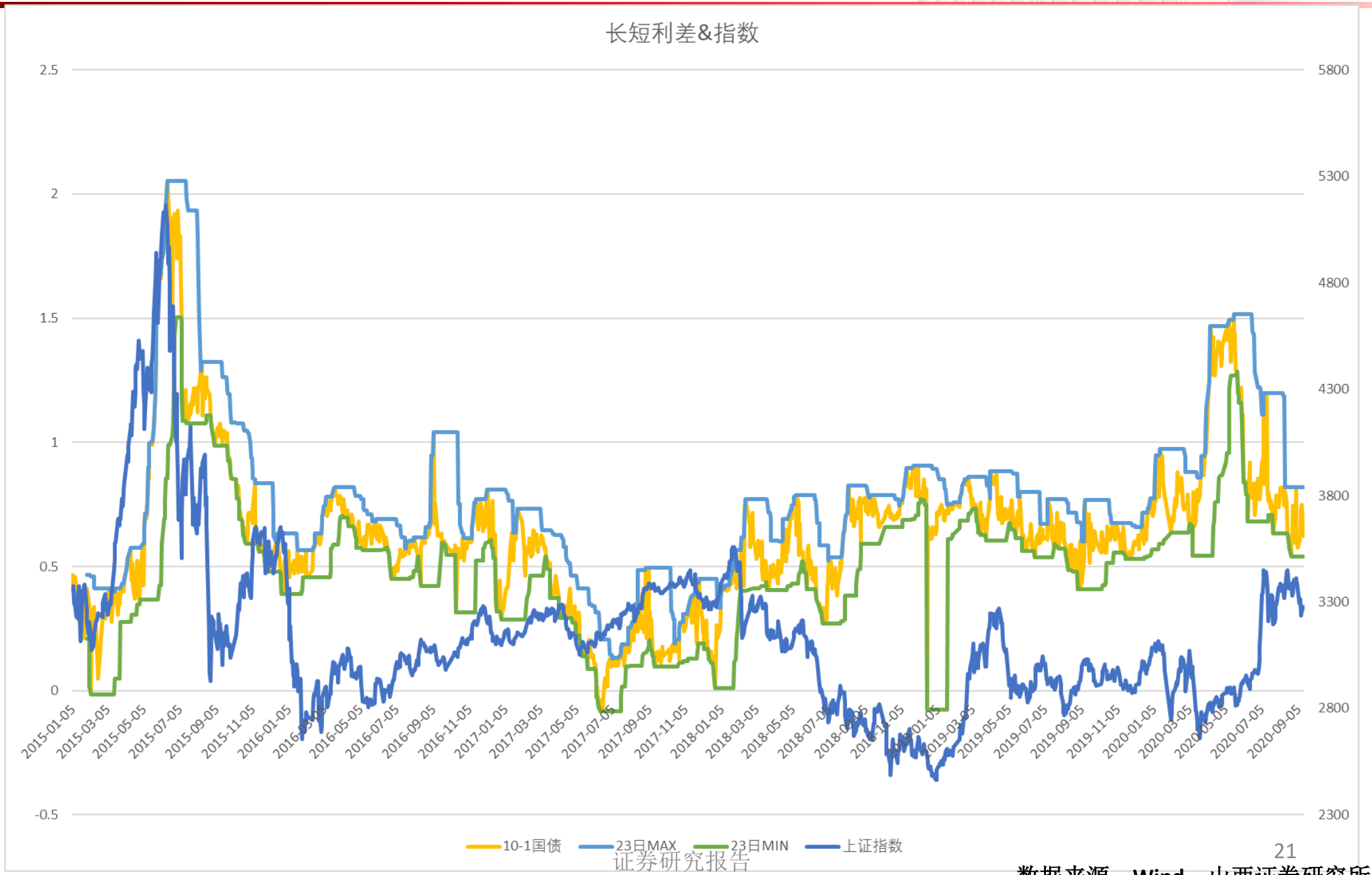
公开市场操作



信用利差&A股



数据来源：Wind、山西证券研究所



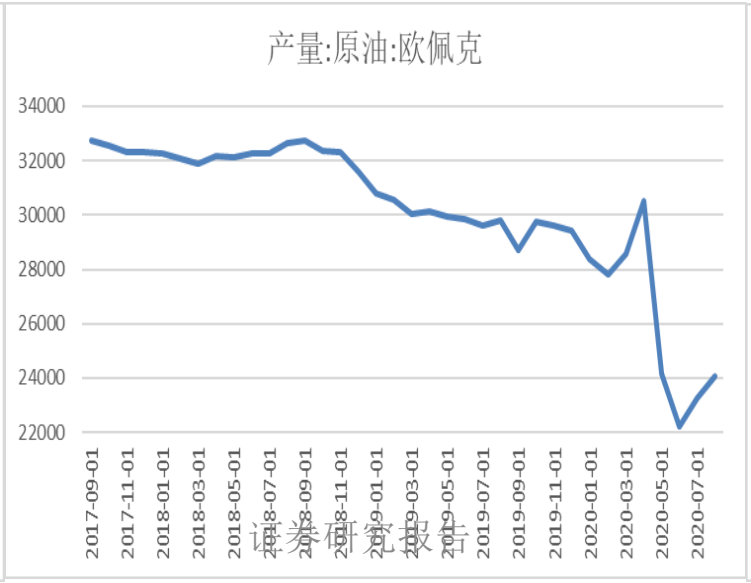
证券研究报告

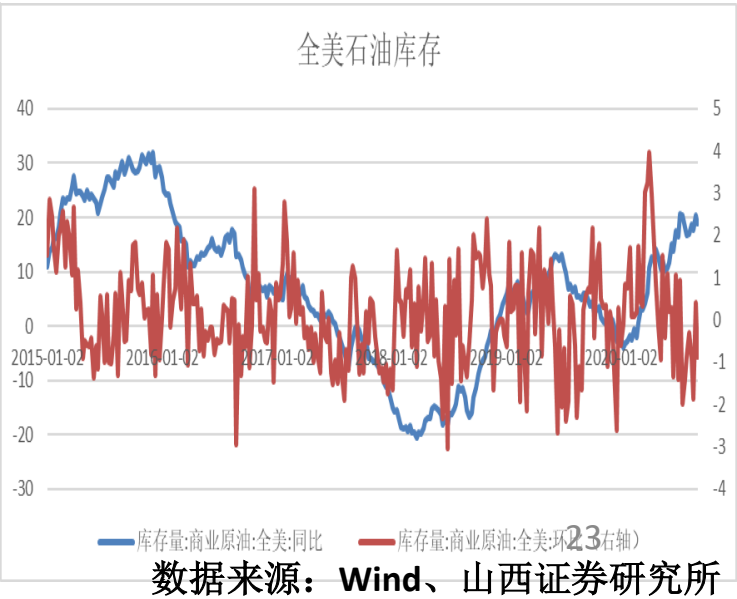
数据来源：Wind、山西证券研究所

上游行业高频数据

- 飓风再次来袭，产能关停推动油价大幅上涨：本周受飓风Sally登陆墨西哥湾、美国原油、汽油库存下降等因素影响，油价大幅收涨，布伦特和WTI原油期货价格分别收于43.30美元/桶和42.59美元/桶。
- 美国石油钻井机数量减少，原油库存减少438.9万桶：本周，美国石油活跃钻井数减少1座至179座，油气钻机总数增加2座至255座。美国原油库存量4.960亿桶，比前一周减少438.9万桶；美国汽油库存总量2.315亿桶，比前一周减少38.1万桶；馏分油库存量为1.793亿桶，比前一周增加346.1万桶。
- 8月OPEC产量上升，较上月增加76.2万桶/日至2404.5万桶/日8月OPEC产量上升，沙特产量为889.2万桶/日，较上月增加47.5万桶/日；伊朗产量为194.0万桶/日，较上月增加1.0万桶/日；委内瑞拉产量为34.0万桶/日，较上月增加0.1万桶/日；利比亚产量为10.6万桶/日，较上月减少0.2万桶/日。
- 本周受飓风Sally登陆墨西哥湾、美国原油、汽油库存下降等因素影响，原油市场回暖，油价大幅收涨。从供应端来看，IEA月报显示8月全球原油产量环比增长1100万桶/日至9170万桶/日。产量增加，OPEC+将减产规模放宽至770万桶/日是主要推手，但由于部分产国实施补偿性减产，8月份OPEC+实际减产规模维持在840万桶/日的水平；美国方面则由于飓风Laura的影响而导致8月份产量环比下降40万桶/日。需求端来看，疫情反弹致使IEA再次下调需求预期，全年原油需求较2019年整体将下降840万桶/日，较前值下修30万桶/日。库存方面，IEA月报显示7月份OECD原油库存恢复到创纪录的32.25亿桶，相较6月份增加1.35亿桶，叠加中国原油进口量减少，这使得浮式库存在9月份存在再度增加的可能性。此外，由于阿联酋7、8月份减产未达标，目前已上报10、11月份的补偿性减产计划，OPEC+减产动态值得继续关注。







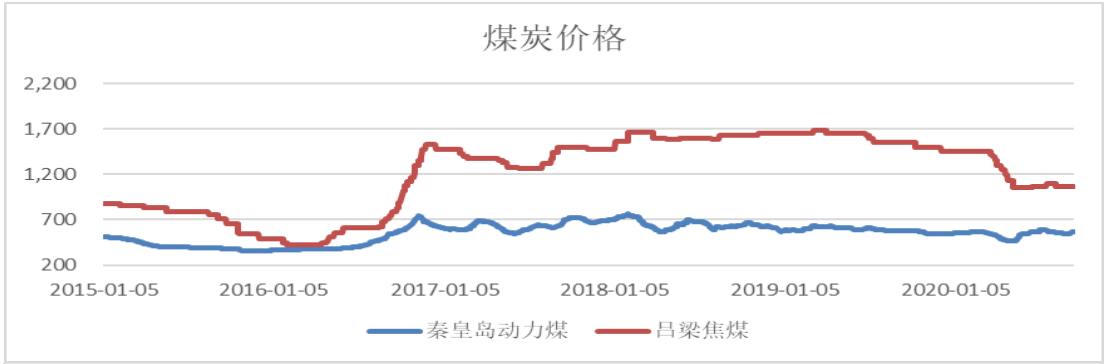
证券研究报告

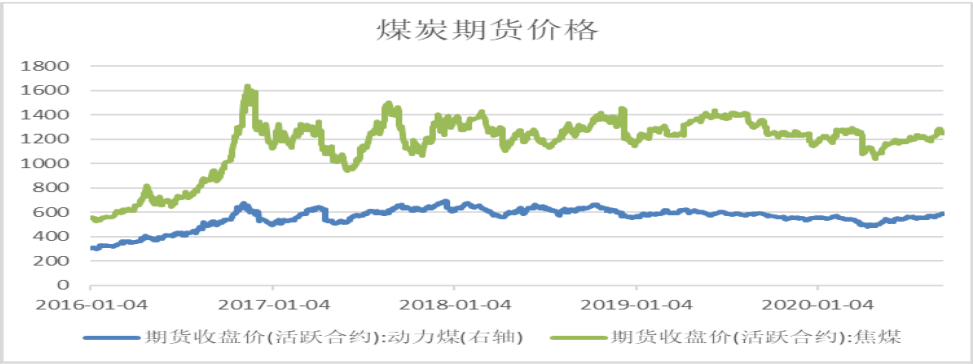
数据来源：Wind、山西证券研究所

- 本周产地煤价稳中有升，水泥化工用煤需求叠加冬储启动支撑坑口煤价。陕西榆林动力块煤坑口价 455.0 元/吨，周环比上涨 20 元/吨。港口煤价继续上行，后市有望坚挺。秦皇岛港动力末煤山西产平仓 价 586 元/吨，周环比上涨 15 元/吨。坑口港口煤价倒挂导致调入减少，同时下游拉运积极，港口库存回落，支撑价格走强。“金九银十”之际，国家煤监局要求对晋陕蒙鲁豫云贵川渝等 11个产煤省区开展安全大检查，限制供给。夏季过后民用电负荷下降，但水泥、化工等非电耗煤需求好转，同时冬季储煤启动，产地供需趋紧，煤价上行。

- 下游拉运积极，港口煤炭继续去库。本周国内重要港口（秦皇岛、曹妃甸、国投京唐港）库存小幅减少，周内库存水平均值 968.64 万吨，较上周的 978.60 万吨减少 9.96 万吨，周环比下降 1.02%。下游在“十一长假”和“大秦线秋检”前积极拉运补库，环渤海港口货船比降至 8.9 的年度低位，港口库存继续下降。

- 焦炭方面，截至 9 月 16 日，山西晋中二级焦价格报 1700 元/吨，周环比持平， 月环比上涨 80 元/吨。焦炭第三轮提涨基本落地。当前焦化行业去产能持续推进，国内钢材产量持续创历史高位，焦炭厂开工率居高不下，企业积极出货库存不高，港口库存持续去化。供需趋紧支撑焦炭价格偏强运行。







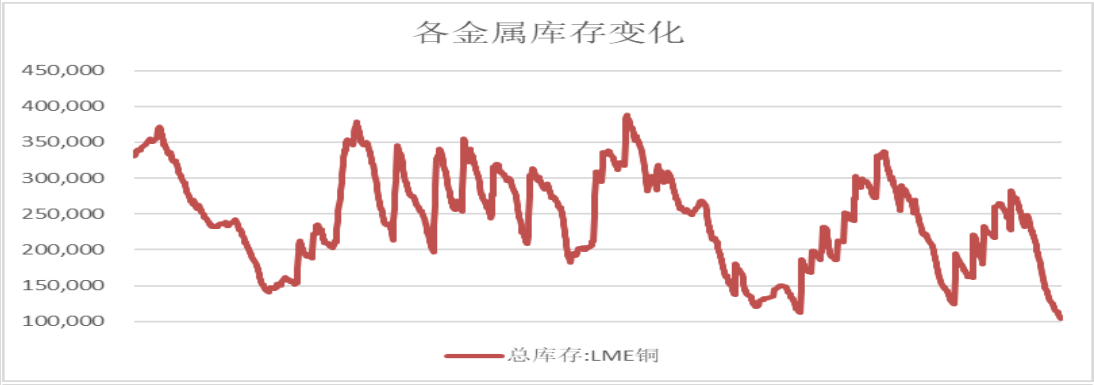


证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 基本金属：本周铜价先抑后扬，现货市场市场整体交投活跃度有所提高铝价以震荡走势为主，市场整体成交一般；再生铅利润临近盈亏平衡点，原生铅散单出货有所改善；锌价震荡上行，市场成交一般；现货锡价紧跟期货下跌，市场成交旺盛。
- 贵金属：本周市场消化了美联储不会扩大刺激的影响，转而关注美国及全球经济复苏前景、通胀预期和实际利率，贵金属价格再次获得支撑，将高位运行。
- 稀土：本周市场主流产品价格稳中偏弱震荡，镨钕阴跌；镝铽降中有稳低价货源有所减少。
- 小金属新材料：本周镁锭市场延续弱势盘整运行，市场总体呈现还是过于求；锰矿市场震荡回调，电解锰刚需采购，富锰渣市场平稳运行；钒合金市场延续低迷混乱局势，下游观望情绪较为浓郁。
- 锂钴：碳酸锂价格出现马太效应，大厂因出货情况趋紧，中小企业因存压力价格尚未变动；氢氧化锂三季度下游需求增量较多，其中高镍三元需求上行突出；受收储消息影响，电解钴少许高价成交，价格微涨。





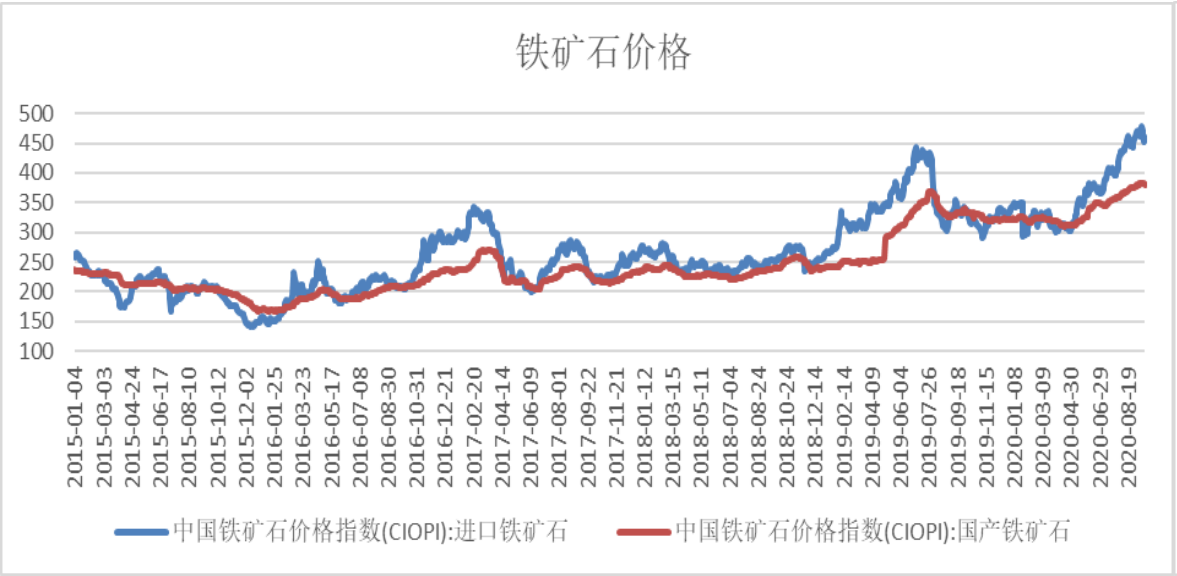




证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

上游行业：铁矿石有所回落





数据来源：Wind、山西证券研究所

中游行业高频数据

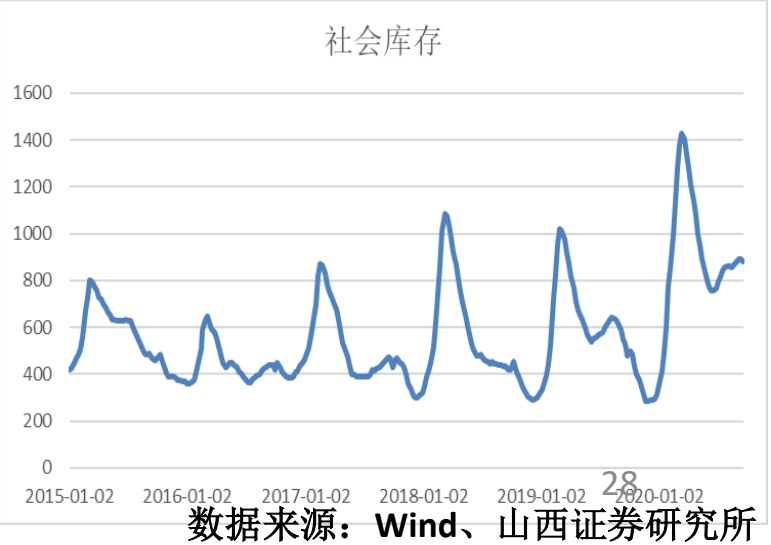
- 钢材社会库存为1568万吨，环比降0.4%；其中长材、板材社会库存环比分别降1.6%、增2.4%。本周全国237家钢贸商日均出货量21.8万吨，环比降1.3%；上海终端线螺走货量2.9万吨，环比降4.0%。钢厂高炉剔除淘汰后产能利用率85.0%，环比增0.1个百分点；螺纹钢产线开工率74.1%，环比持平。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利分别为218、288、351、261元/吨，环比分别-26.5%、-21.0%、-18.2%、-24.4%。

- 需求透支+进口压力，短期基本面疲软。步入旺季，钢铁需求表现低预期，现货成交量等指标环比仅走平，明显弱于往年（9月份需求上升），其原因有两点：1）需求的透支，二季度流动性充裕推动黑色期货大幅上涨，带动需求提前投资；2）进口压力，海外经济低迷导致钢材倒灌国内市场，每月进口量从往年100万吨左右的基础上翻倍，压制国内钢价。预计上述两个因素短期仍将存在，但随着钢价回调以及库存消化，后续仍有恢复的机会。

- 三、四季度业绩略低于预期，但同比增速提升的趋势不变。近期钢价钢铁利润表现低迷，测算五大品种平均毛利回落至400元/吨以下。预计三季度业绩环比增幅低于此前预期的20%左右，但同比仍缓慢抬升；四季度利润绝对值亦不乐观，但同比增速仍大概率环比提升。







数据来源：Wind、山西证券研究所

- 水泥：华东水泥开启第3轮上涨，旺季价格弹性十足。8月份水泥产量同比增长6.6%，需求稳定增长，华东水泥、熟料价格启动第三轮上涨，目前熟料船装价达到400元/吨，江浙沪部分地区价格超过去年同期，华东地区水泥库存降至5成以下，出货率接近100%，景气度持续回升；判断，地产投资依旧强劲，基建投资逐步恢复，旺季需求更旺，由于水泥需求刚性及不可库存的属性，价格对需求极为敏感，南方地区有望迎来涨价潮，从涨价幅度来看，有望复制去年受雨水影响较为严重的福建（8月中下旬开始累积上涨200元/吨），江西（8月底开始累积上涨150元/吨），南方地区水泥价格弹性十足，重视区域β修复行情。

- 玻璃：短期价格高位震荡，后续仍有上涨预期。测算8月份玻璃表观需求增速为16.1%，需求依旧强劲；但由于前期贸易商及加工成有一定备货，近期行业进入消化社会库存阶段，根据跟踪情况，目前贸易商与加工厂库存去化明显，保持较低水平，随着金九银十旺季到来，厂家有望重回涨价去库存通道，认为，5月份以来企业微观出货及行业库存持续下降，地产新开工持续向竣工传导支撑需求，虽然随着盈利快速恢复，前期有部分生产线新点火或复产，但由于也有生产线陆续进入冷修，同时旺季需求可以容忍部分供给增加，因此下半年新增产能冲击十分有限；而由于今年成本更低，多数玻璃厂低价纯碱库存达2-3个月（纯碱价格每下跌100元/吨，玻璃箱成本节约1元/重箱）；同时石油焦及煤炭等价格同比也大幅下滑，原燃料价格下行使的企业成本更低，龙头企业基本锁定下半年成本，随着价格上涨，企业盈利弹性巨大；同时龙头企业新业务进展顺利，有望迎来新的业绩增长点。

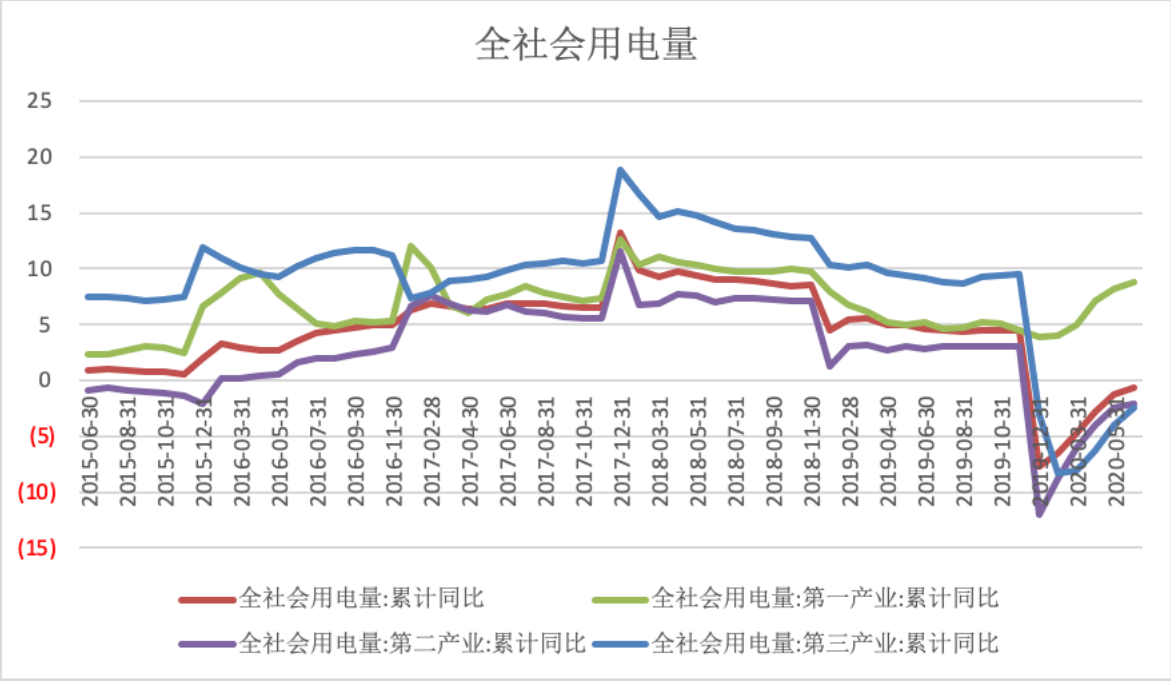


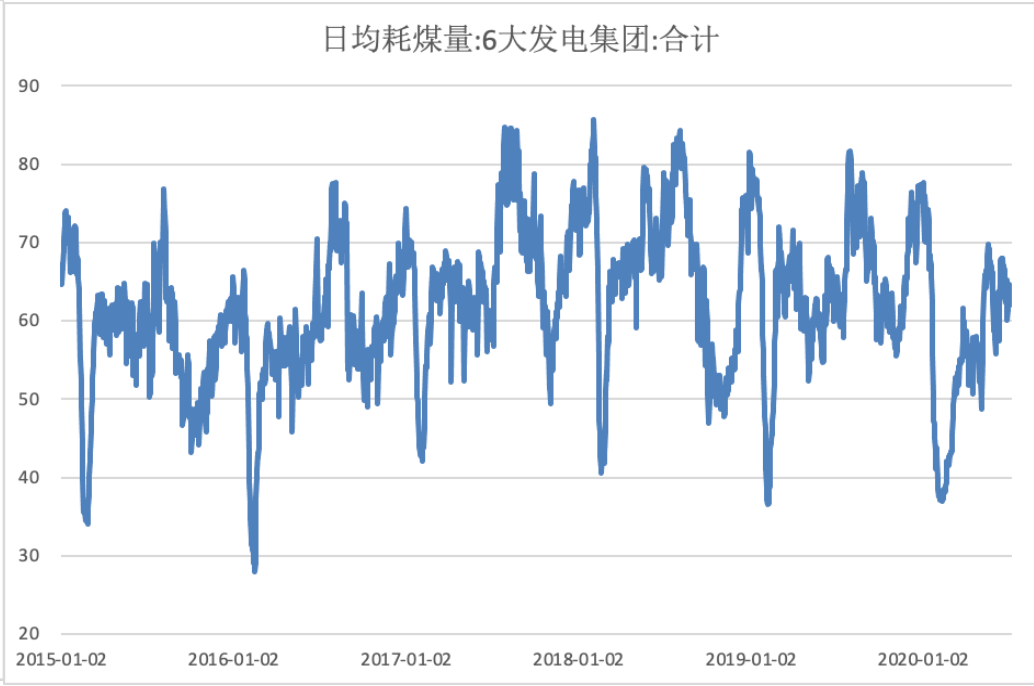


证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

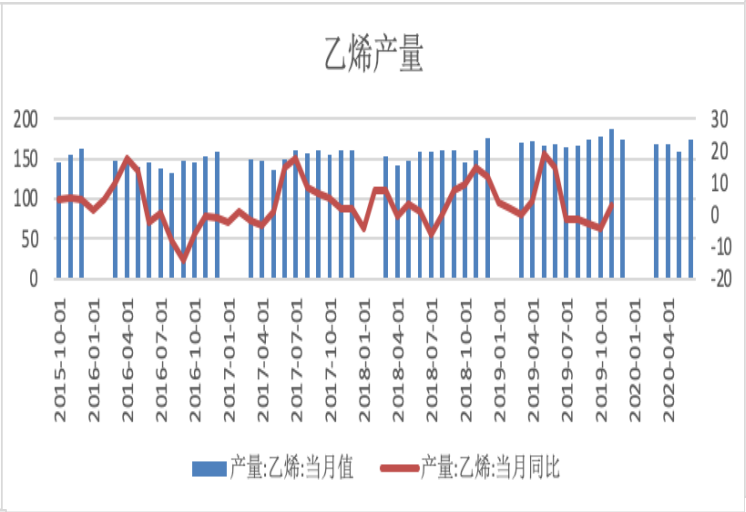
- 国家能源局发布的最新数据显示，1-8月，全社会用电量累计47676亿千瓦时，同比增长0.5%，今年首次实现正增长，表明经济向好态势持续发展。其中，8月份，全社会用电量7294亿千瓦时，同比增长7.7%。第一、二、三产业用电量分别同比增长12.1%、9.9%、7.5%。8月用电量数据相较7月继续好转，7月份，全社会用电量6824亿千瓦时，同比增长2.3%，1-7月，全社会用电量累计40381亿千瓦时，同比下降0.7%。1-8月年内用电量首次实现正增长，且8月份全社会用电量增速环比提升了5.4个百分点，分产业来看，第二产业8月用电量增速环比提升12个百分点，增幅可观。受益于8月洪灾好转，第二产业开工率回升，叠加今年全国多地8月气温均高于7月，8月用电景气度上升。第三产业用电量同比提升7.5%，增幅环比提升2.2个百分点，电影院复工等服务业持续修复保障第三产业用电。伴随着经济基本面不断好转，我国全社会用电量继续向好。

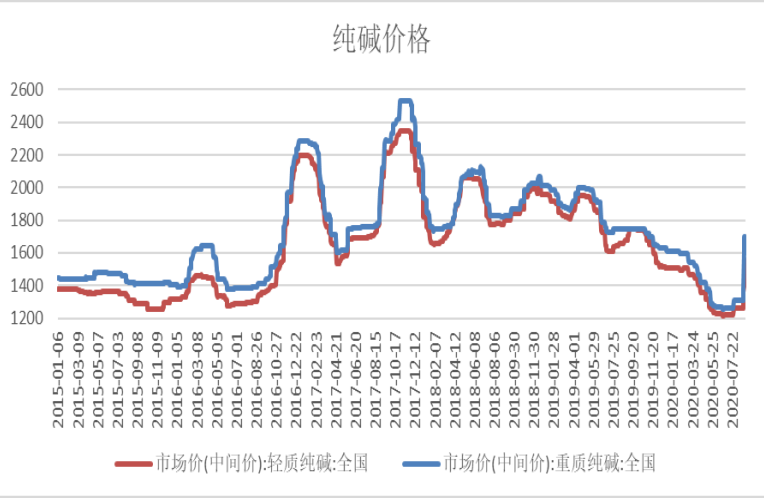




数据来源：Wind、山西证券研究所

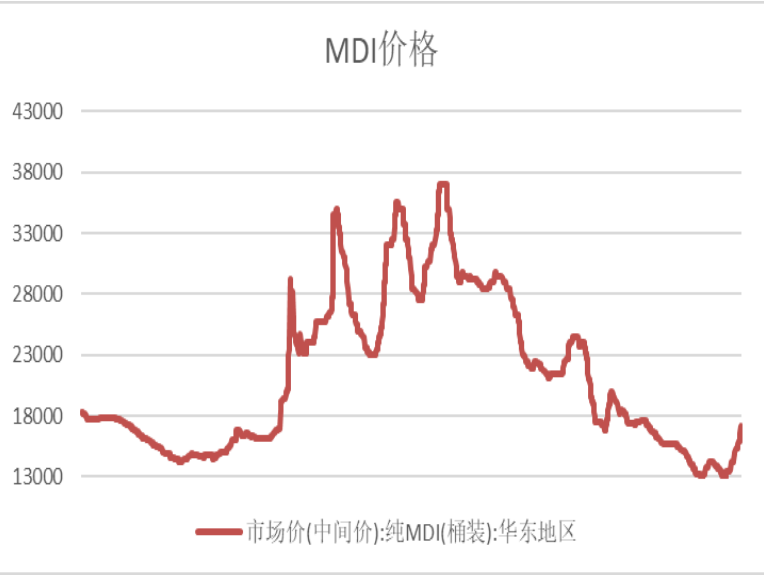








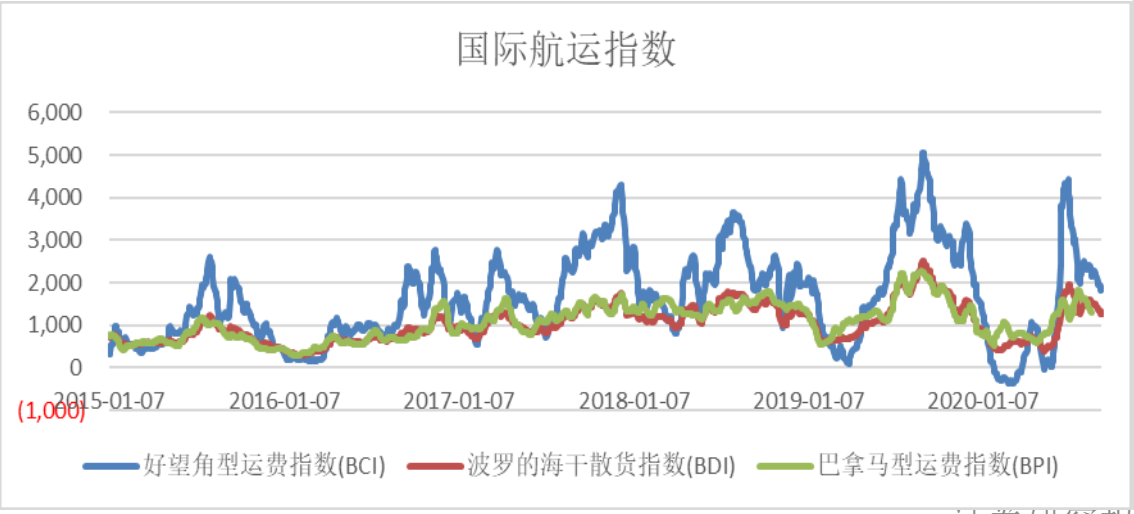


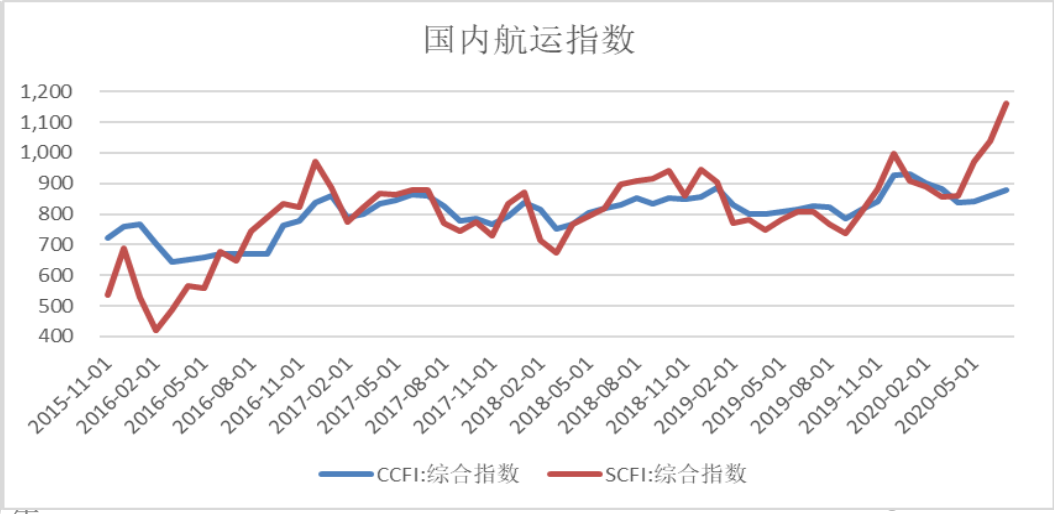


数据来源：Wind、山西证券研究所

- 航空：8月客运量4554万人次，同比下降25.6%，修复至去年同期75%，日均客流达到147万人，环比7月增长约16.5%。其中国内市场客运量已经修复至8成以上，并超过今年1月成为全年目前运输规模最高的月度。1-8月累计客运量2.32亿人次，同比下降47.5%。预计9月国内线将进一步修复，10月有同比持平甚至增长的可能，预计Q1-4整体航空客运量增速分别为：-54%、-55%、-27%、-9%。全年客运量下降36%，其中国内下降29%，国际下降86%。航班量继续恢复。9月1-14日三大航航班量同比下降仅11%左右，而春秋、吉祥分别实现9%及4%的增长，华夏微降3%。

- 9月15日，中国民航局举行新闻发布会，宣布放宽部分国内航线航班准入政策，主要包括两方面措施：1）放开49条核准航段每周最大航班量限制，航空公司在符合航空安全、通达性和运行品质要求的基础上，可以灵活自主的安排航线航班；2）放宽涉及“北上广”三大机场支线航线准入限制，2019年旅客吞吐量在100万-200万间的32个机场至北上广航线，将不受通航点数量的准入门槛限制。



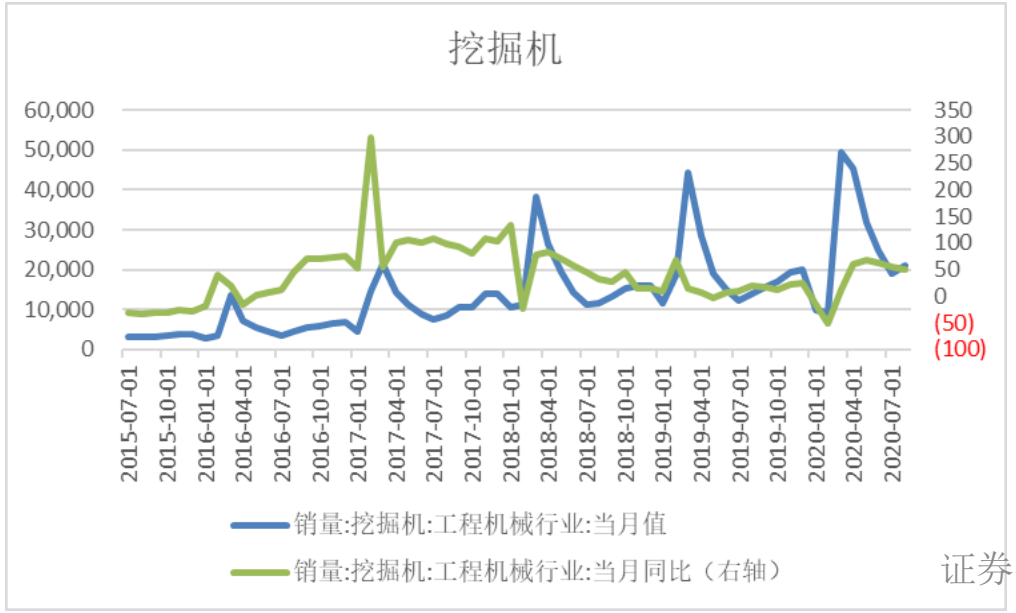


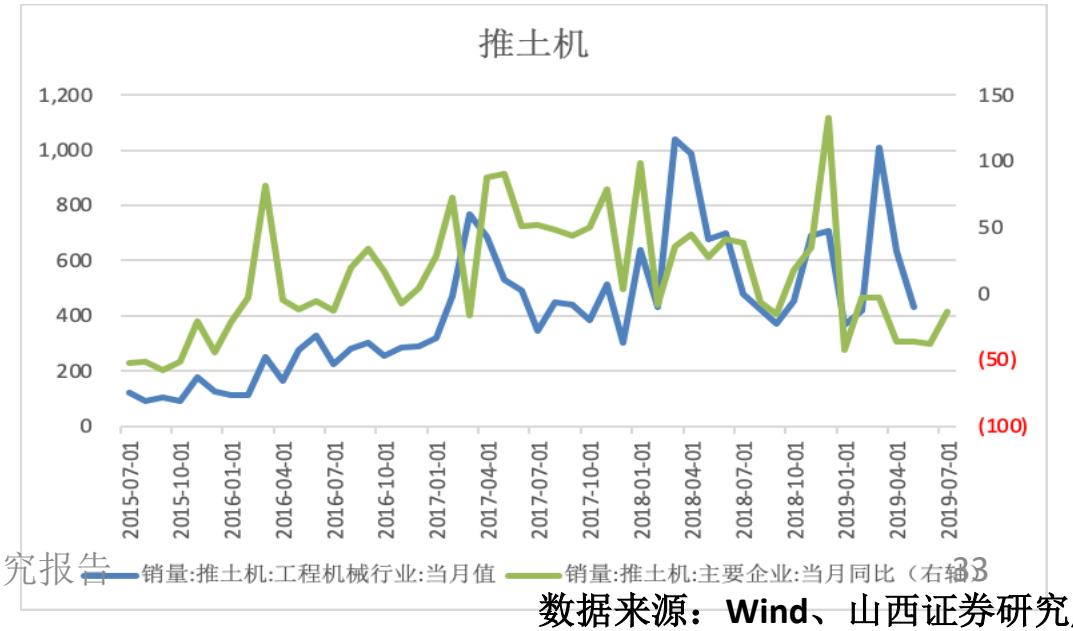
数据来源：Wind、山西证券研究所

- 8月挖机销量同比+51.3%再超预期，行业超弧长反应有望持续。2020年8月挖机销量20939台，同比+51.3%，延续销售强增长趋势。2020年1-8月合计销售210474台，同比+28.8%。其中国内190212台，同比+29.6%；出口20252台，同比+20.8%，小幅回升，在总销量中占比10.6%，同步回升。疫情影响导致挖机旺季后移，行业超弧长反应有望持续，挖机销量增速有望继续超预期。

- 龙头厂商继续引领行业增长。8月国产龙头挖机销量同比+71%，累计同比+31%，持续回升，单月市占率近30%；8月国产第二名挖机销量同比+56%，单月市占率15%；海外龙头挖机销量同比+20%，单月市占率11%。

- 预计Q3需求旺季延续，行业景气拉长。2020年以来各项投资增速触底回升，疫情后赶工刺激设备需求强劲，地产链条超预期增长，基建地产投资持续复苏，预计下半年项目开工需求将拉动行业高增长。9月份核心零部件厂商油缸排产同比+41%，环比正增长，Q3挖机行业仍有望保持较高增速，全年呈现“淡季不淡”格局。行业高景气度有望拉长。旧挖机更新需求持续、挖机对装载机替代效应提升、环保更新需求存续、地产基建投资不悲观背景下，我们预计国内挖机市场2020-2022年挖机增速24.5%/3.8%/0.2%，行业总体维持正增长且增速趋于平稳。





证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

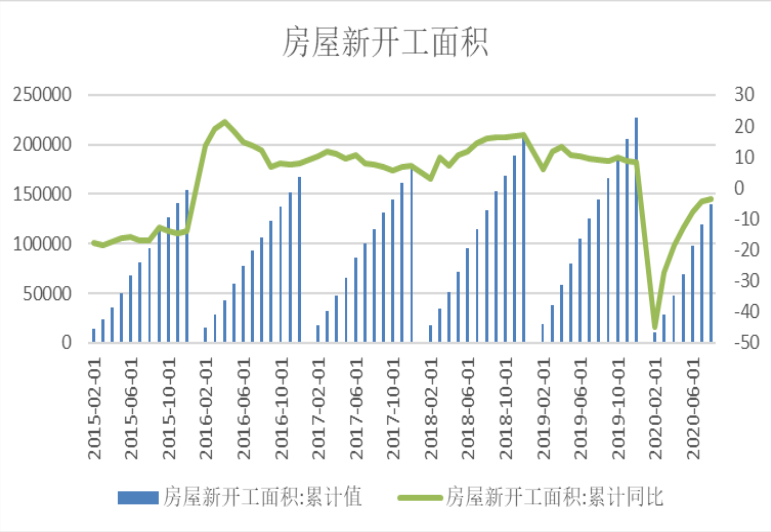
下游行业高频数据

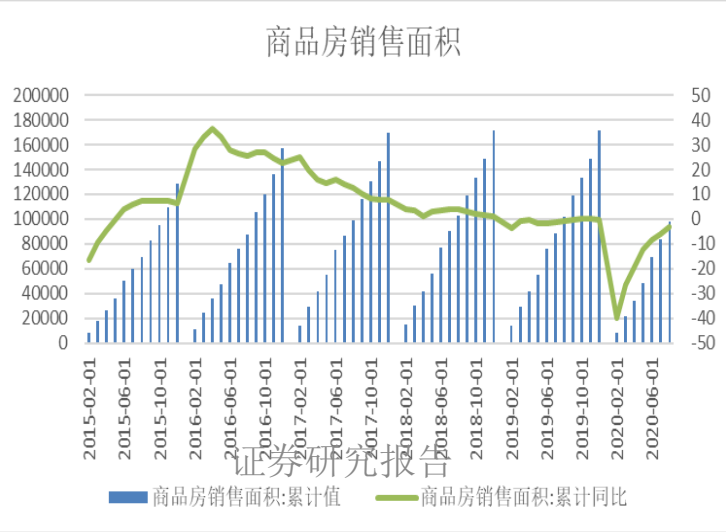
下游行业：房地产销售回落，房企偿债压力增加

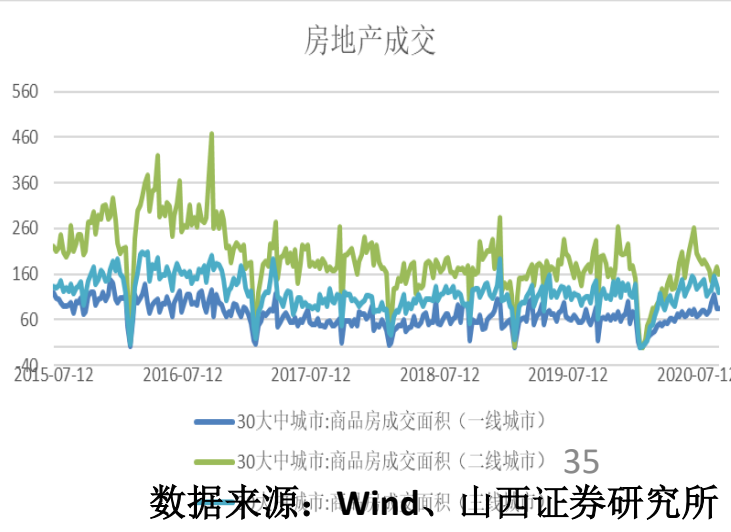
- 一手房：环比下降8.61%，同比上升7.44%，累计同比下降13.88%：本周跟踪36大城市一手房合计成交4.19万套，环比下降8.61%，同比上升7.44%，累计同比下降13.88%，较前一周增加0.39个百分点。其中一线、二线、三线城市环比增速分别14.74%、-16.47%、-7.2%；同比增速分别为67.26%、-4%、0.85%；累计同比增速分别为-9.01%、-11.87%、-20.12%，较上周分别增加1.29、0.15、0.31个百分点。一线城市中，北京、上海、广州、深圳环比增速分别为54.95%、7.97%、-8.21%、26.92%；累计同比分别为-7.87%、-14.59%、-4.82%、-2.88%，较上周分别变动1.4、1.01、1.29、1.87个百分点。

- 二手房：环比上升0.77%，同比上升27.04%，累计同比上升2.33%：本周跟踪的11个城市二手房成交合计1.3万套，环比上升0.77%，同比上升27.04%，累计同比上升2.33%，较上周增加1.35个百分点。其中一线、二线、三线城市环比增速分别5.41%、2.28%、-41.55%；同比增速分别为37.29%、21.18%、0.81%；累计同比增速分别为20.66%、-8.8%、-7.72%，较上周分别变动了2.89、0.66、-0.09个百分点。

- 库存：去化周期30.1周，环比下降10.84%：截止本次统计日，全国14大城市住宅可售套数合计55.91万套，去化周期30.1周，环比下降10.84%，其中一线、二线、三线城市环比增速分别-24.08%、0.16%、-0.76%。







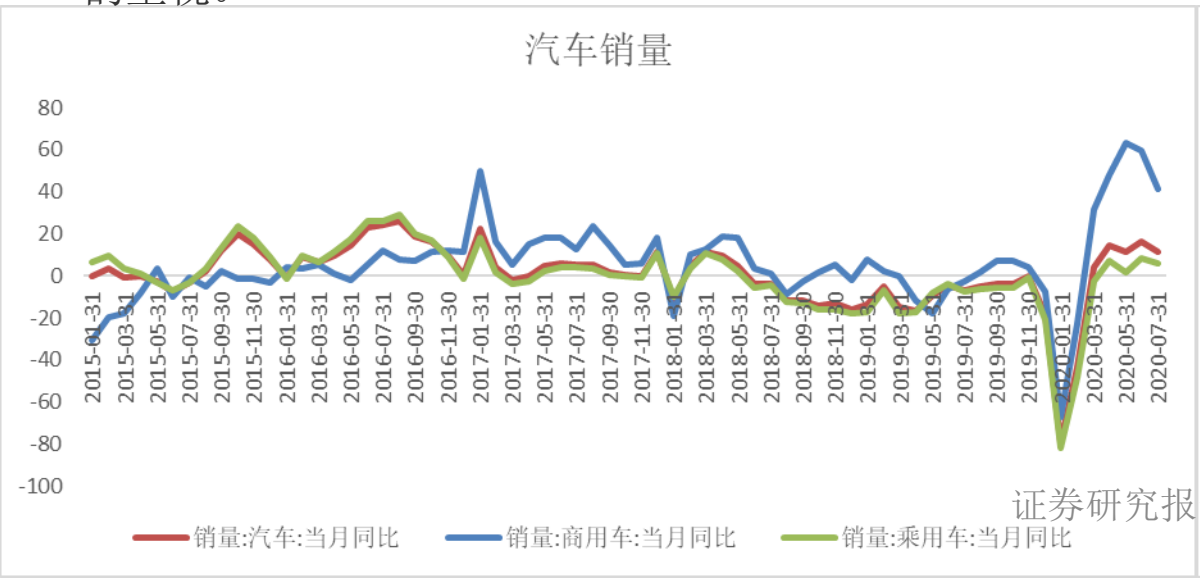
证券研究报告

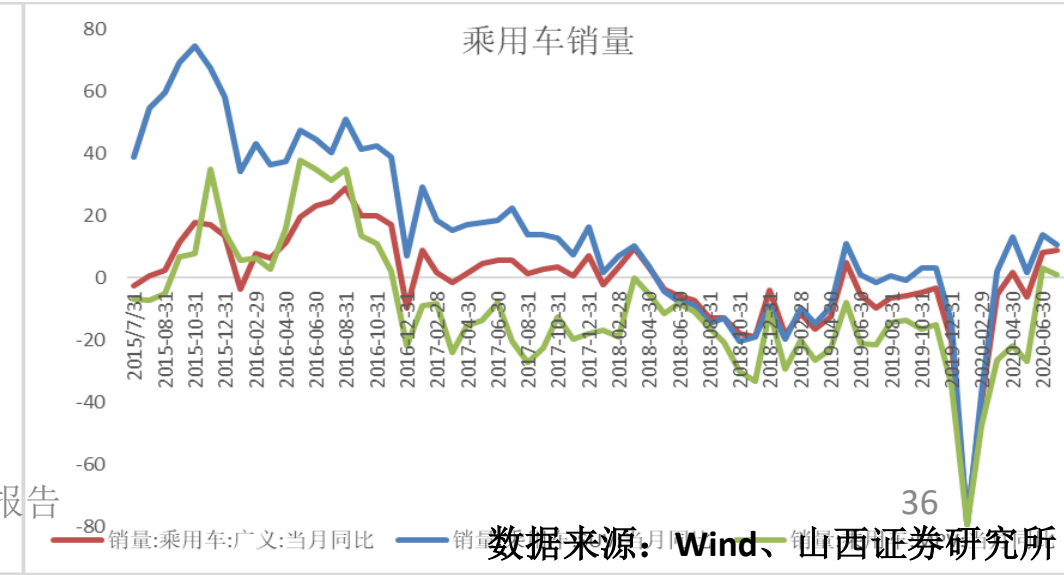
数据来源：Wind、山西证券研究所

下游行业：9月乘用车销量预计增8%，新版路线图力挺混动

- 9月第二周车市稳步复苏，乘联会预计9月销量增长8%。根据乘联会据，9月第二周的日均零售4.3万台，同比增长39%，第二周零售稳步复苏，增速较高主要是由于去年同期受中秋假期影响基数较低所致。8月第二周主力厂家批发销量达到日均4.8万台，同比增长18%。乘联会初步推算9月狭义乘用车零售市场约191.5万辆，同比增长约8%。另外根据终端监测结果，9月以来总体市场折扣率约为16%，较上月略有扩大。随着乘用车旺季到来，9月末北京车展新品投放，各地商用车利好政策延续，基建工程启动带动工程车需求回升，预计9月汽车销量持续向好。乘用车企销量表现较为分化，豪华车、丰田等主流合资品牌。

- 2.0版节能与新能源汽车技术路线图将力挺混动。据电车汇报道，在916日全球新能源汽车供应链创新大会上，国家新能源汽车创新工程项目专家组组长王秉刚透露，2.0版“节能与新能源汽车技术路线图”已经在8月份通过专家评审，很快就会正式对外发布。新版路线图最大的变化是重提全面“混动化”。专家组认为，混合动力是内燃机汽车最有效的节能技术，应积极推动传统汽车实现混动化，并指出2025年乘用车新车油耗要降到4.6L/100km，混动新车占传统能源乘用车的50%以上，新能源汽车占总销量的20%左右；2030年乘用车新车油耗降到3.2L/100km，混动新车占传统能源乘用车的75%以上，新能源汽车占总销量的30%以上；2035年乘用车新车油耗降到1.7L/100km，新车全部要为混动，新能源汽车要成为主流，占总销量的50%以上。随着新能源汽车补贴逐年退坡并退出，以及“双积分”政策鼓励低油耗节能汽车，预计混动技术路线将重新受到车企的重视。





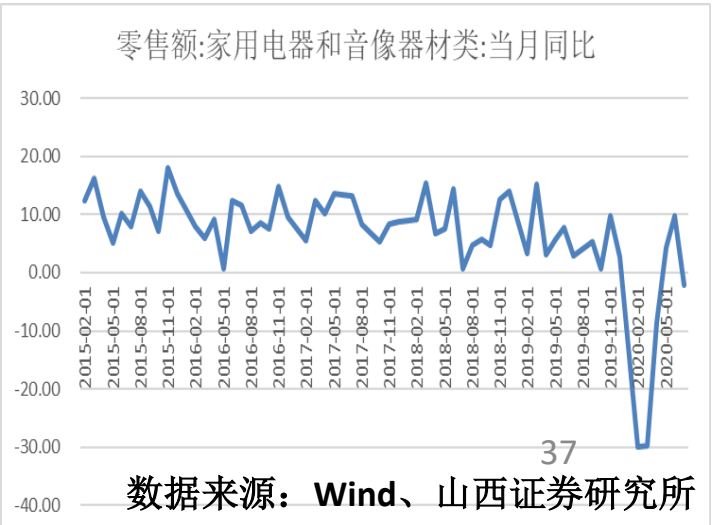
证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 8月全渠道奥维数据出炉，白电方面线上三大白电销额增速环比均有所上升，其中空调增幅最为显著，同比增速转负为正，环比+53.3%，冰箱和洗衣机环比小幅上升7.2%和2.9%。线下方面空调环比降幅显著收窄，环比+29.9%，冰箱和洗衣机环比分别小幅下降3.9%和9.0%。
- 厨电方面8月线上油烟机和和电热水器销额环比分别小幅上升1.3%和5.5%，燃气灶环比下降5.6%。线下油烟机和燃气灶销额增速连续三个月下滑，油烟机、燃气灶和电热水器8月销额环比分别下降4.1%、5.1%和5.6%。
- 清洁电器方面也是线上销额增速情况优于线下，其中扫地机器人品类实现连续4个月销额环比增速上升，8月同比增速超50%，环比上升17.6%；吸尘器和净水器品类环比也分别上升10.6%和0.5%。8月线下扫地机器人品类销额环比降幅显著收窄（+15.9%），吸尘器和净水器环比仍有小幅下降。
- 厨房小家电方面线上除了榨汁机销额增速环比小幅下降0.3%外，其余各品类环比均有不同程度的上升，其中破壁机同比和环比增速最大，分别为57.5%和27.8%。线下方面豆浆机和榨汁机环比降幅分别收窄3.7%和1.3%，其余品类环比为负值。
- 根据奥维周度数据显示，线上方面除油烟机销额同比-15.8%外其余品类销额同比连续三周为正值。但环比来看各品类环比情况有所不同。环比增速最大的三个品类分别为空调（+39.1pct）、净水器（+27.9pct）和冰箱（+14.5pct）；破壁机、油烟机和燃气灶环比增速分别下降47.7、47、33.3pct。线下方面大部分品类环比降幅增大，其中仅冷柜和破壁机品类环比+0.1和1pct。环比降幅最大的品类分别为洗碗机（-57.9pct）、空调（-33pct）和冰箱（-27.4pct）。







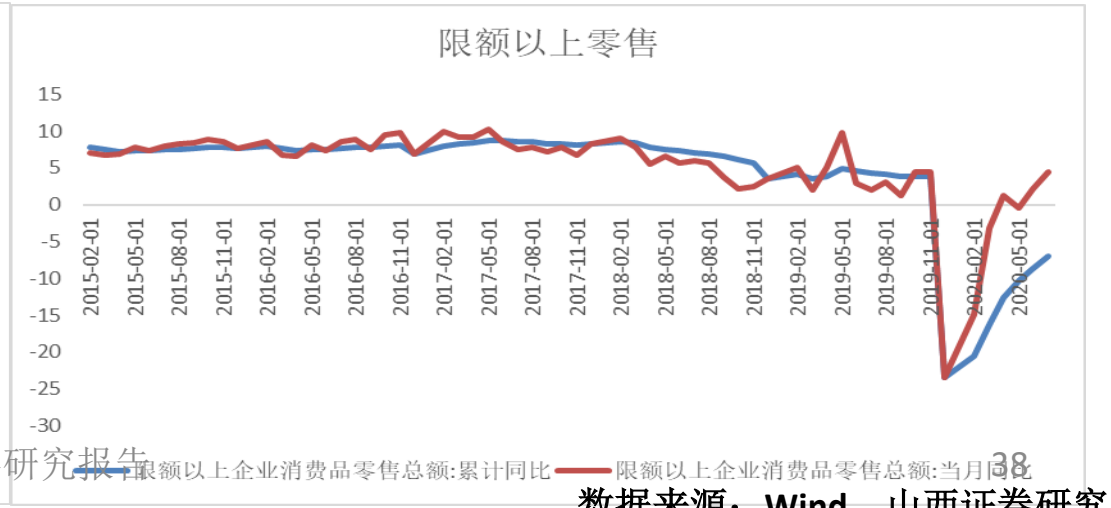
证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 8月份，社会消费品零售总额33571亿元，同比增长0.5%，增速年内首次由负转正。按消费类型分，餐饮收入3619亿元，同比下降7.0%；商品零售29951亿元，增长1.5%。1-8月份，社会消费品零售总额238029亿元，同比下降8.6%，降幅比1-7月份收窄1.3个百分点。8月份，按经营单位所在地分，城镇消费品零售额29273亿元，同比增长0.5%；乡村消费品零售额4298亿元，增长0.7%。分品类看，消费升级类商品销售较快增长。若剔除汽车品类，其他品类当月社零同比下降0.6%，降幅环比收窄。8月份，通讯器材类、化妆品类、金银珠宝类、汽车类商品分别增长25.1%、19.0%、15.3%、11.8%。

- 分渠道看，网上零售持续增加。1-8月份，全国网上零售额70326亿元，同比增长9.5%，比1-7月份加快0.5个百分点；其中，实物商品网上零售额增长15.8%，比1-7月份加快0.1个百分点，占社会消费品零售总额的比重为24.6%。



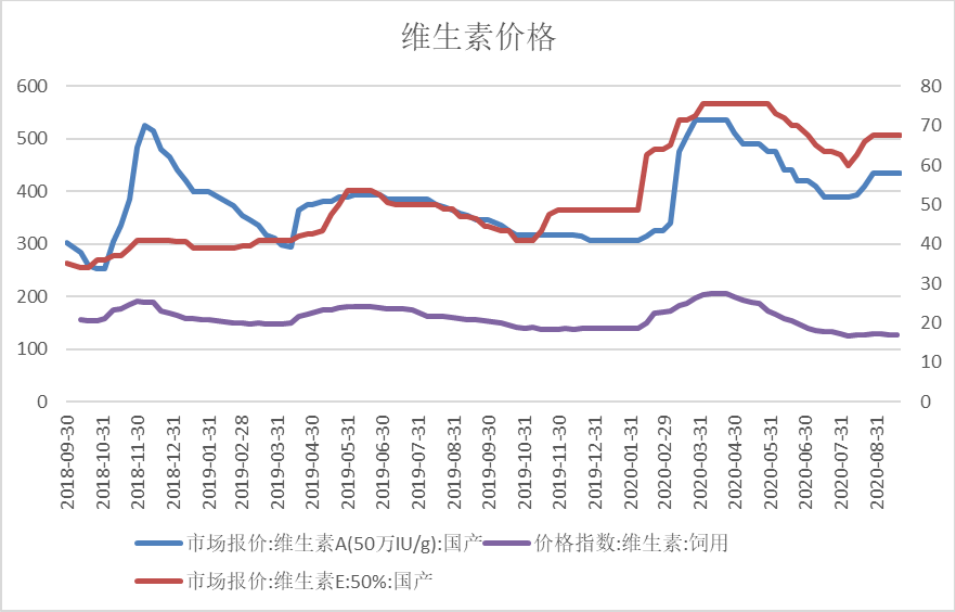


数据来源：Wind、山西证券研究所

- 9月16日，国家医保局发布《关于建立医药价格和招采信用评价制度的指导意见》。意见指出，国家医疗保障局建立医药价格和招采失信事项目录清单，实行动态调整，列入目录清单的失信事项主要包括在医药购销中给予回扣或其他不正当利益（以下简称“医药商业贿赂”）、涉税违法、实施垄断行为、不正当价格行为、扰乱集中采购秩序、恶意违反合同约定等有悖诚实信用的行为。省级集中采购机构根据医药企业信用评级，分别采取书面提醒告诫、依托集中采购平台向采购方提示风险信息、限制或中止相关药品或医用耗材挂网、限制或中止采购相关药品或医用耗材、披露失信信息等处置措施，失信行为涉及省份数量达到规定条件的，由国家医疗保障局医药价格和招标采购指导中心启动全国联合处置。涉事药品或医用耗材供给结构单一、供需形势紧张的，在保障供应的基础上采取分级处置措施。

- 2016年-2019年间全国百强制药企业中有超过半数被查实存在给予或间接给予回扣的行为，其中频率最高的企业三年涉案20多起，单起案件回扣金额超过2000万元。医药上市公司平均销售费用率超过30%。此政策的推出，彰显国家对医保控费的决心。

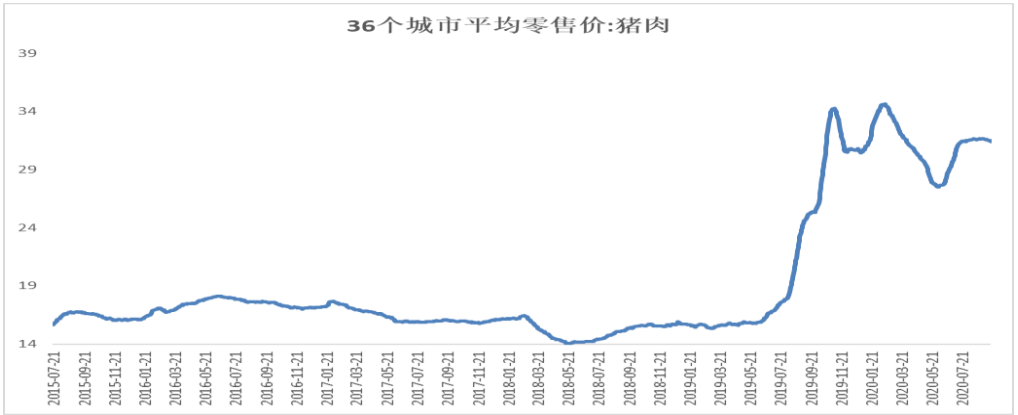




数据来源：Wind、山西证券研究所

下游行业：存栏连续7个月增长，猪肉价格高点已过

- 9月16日，据悉，8月份全国生猪存栏环比增长4.7%，连续7个月增长，同比增长31.3%;能繁母猪存栏环比增长3.5%，连续11个月增长，同比增长37.0%。通过两年多来的非洲猪瘟防控实践，广大养猪场(户)逐步摸索出了一整套行之有效的防控经验，越来越多的养猪场(户)开始复养、增养。在对十三届全国人大三次会议关于大力提高养猪业集约化水平的建议的回复中，农业农村部表示，将把生猪生产纳入国家安全战略，加大宏观统筹管理力度，加大对生猪集约化生产的金融支持，加强生猪市场调控保障能力，推动生猪大数据中心建设。



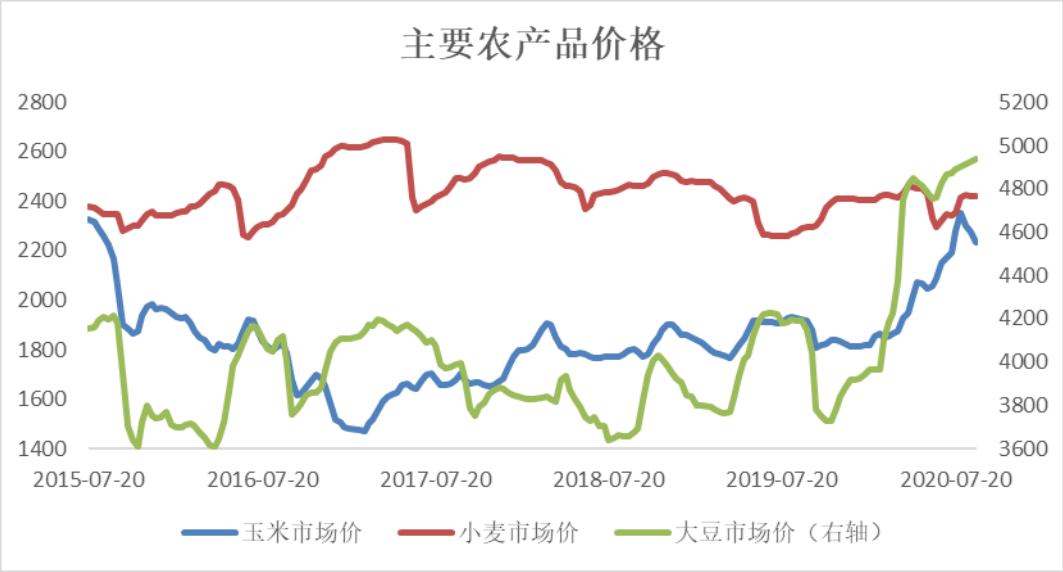


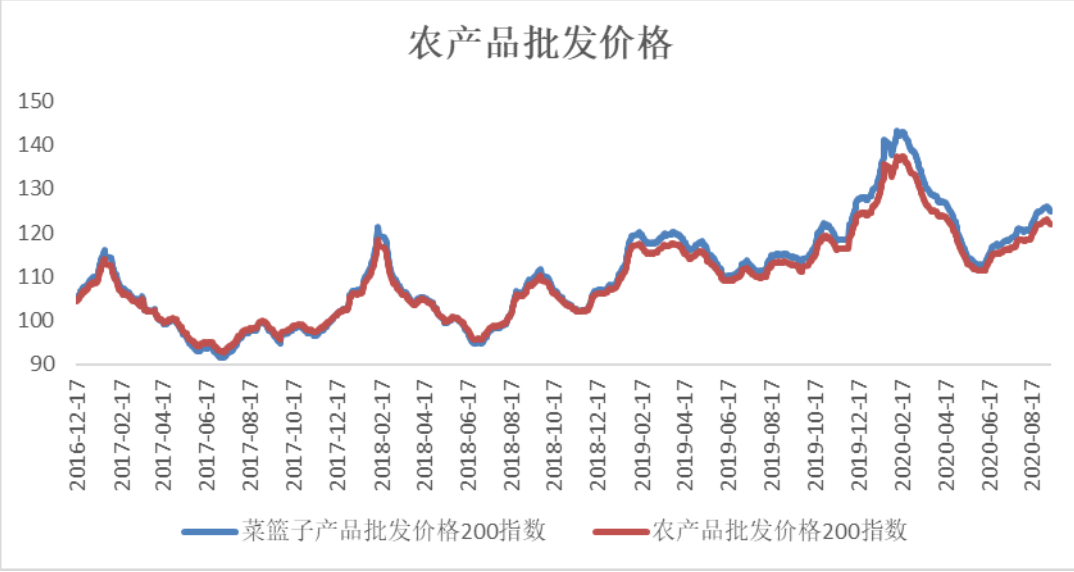




数据来源：Wind、山西证券研究所

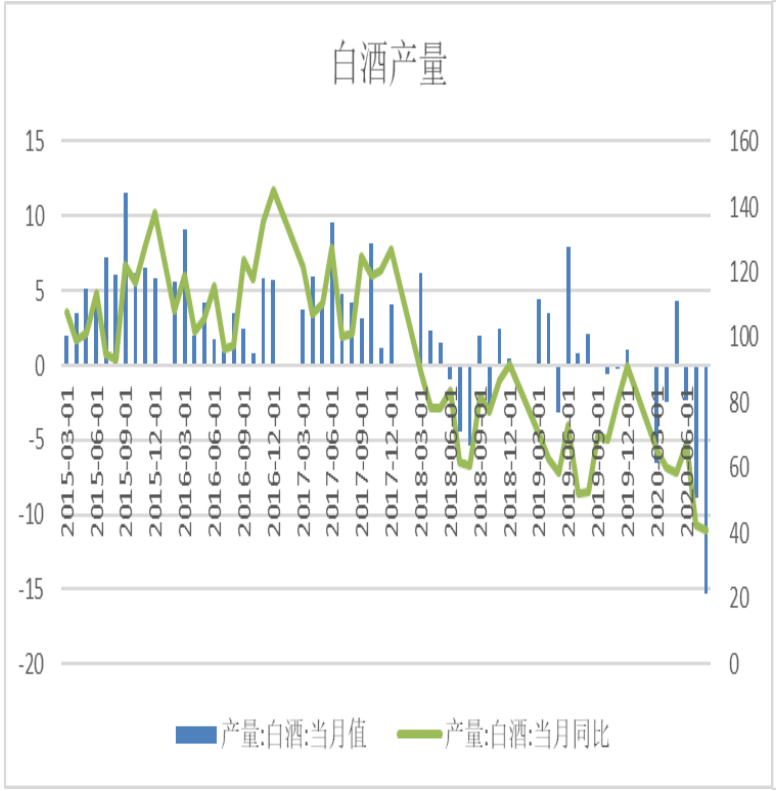
- 猪后周期板块：饲料疫苗需求有望恢复：2019年四季度生猪产能已经触底回升，因此预计2020年行业存栏开始恢复，将提振下游猪饲料需求。随着行业盈利的抬升，对非洲猪瘟的恐慌减弱，提前出栏减少，动物疫苗使用积极性有望大幅回升，同时随着存栏数据的改善下游疫苗的需求也将改善。此外，8月18日，据农业部消息，由中国农业科学院哈尔滨兽医研究所自主研发的非洲猪瘟疫苗进展顺利，在前期完成候选疫苗株实验室和中间试制阶段研究的基础上，目前已完成疫苗环境释放试验，即将进入扩大临床试验和生产性试验阶段。下一步，中国农科院将继续按照农业农村部工作部署，加快推进疫苗生产性试验研究，在黑龙江等地进一步扩大临床试验范围，力争早日完成相关试验，依照法定程序进入安全证书申报和疫苗注册流程。此外，农业农村部2020年8月25日，就严厉打击违法研制生产经营使用非洲猪瘟疫苗行为发布了具体通知。要求各省级畜牧兽医主管部门要组织对辖区内科研教学单位、企业等所有兽医实验室、兽用生物制品生产企业、养殖企业等单位开展全面检查，排查是否存在违法研制、生产、经营、使用非洲猪瘟疫苗等违法行为。未来，非洲猪瘟疫苗的成功研发有望对生猪产能恢复提供有力支持，猪苗需求有望增长，同时有望拓宽动物疫苗的市场空间，从而转换为上市公司业绩的增长。

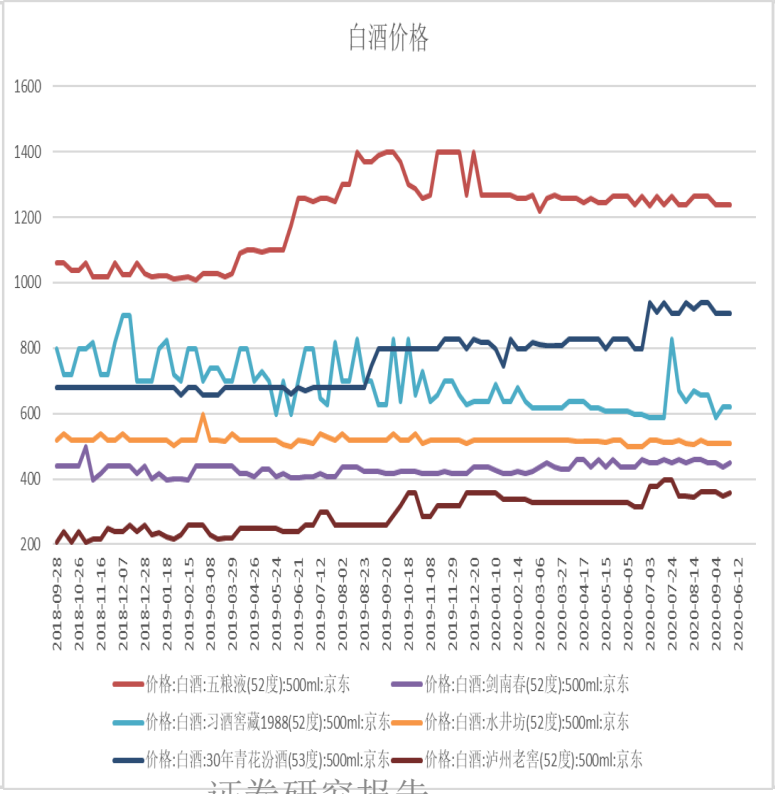


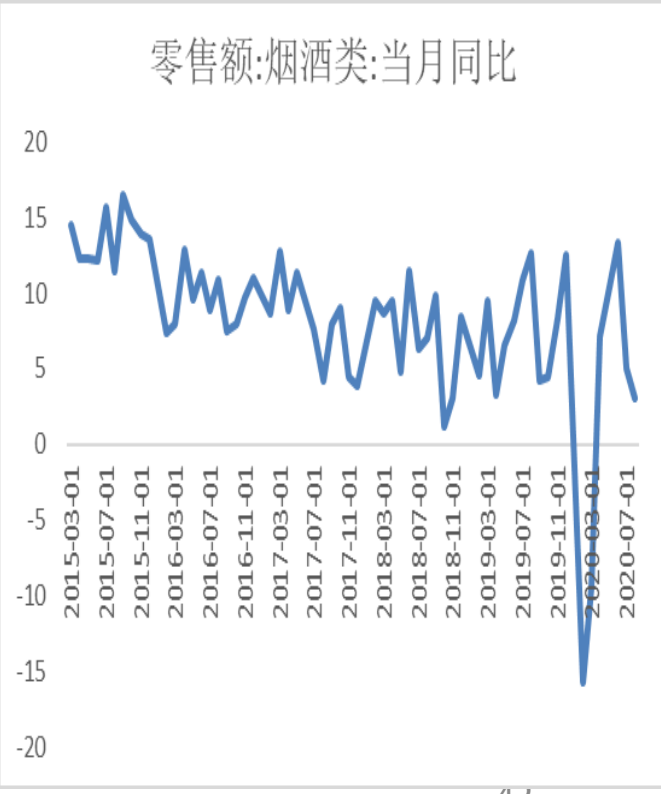


数据来源：Wind、山西证券研究所

- 高端酒企加强商超等直销渠道建设：白酒高端产能稀缺，企业渠道掌控力强，为直营渠道建设打开空间。受白酒产区和品牌因素影响，高端产能主要为以茅台、五粮液、国窖1573为主，三者2019年实际生产量约8.4万吨，仅占白酒全行业产能的约1%，高端产能依然稀缺。高端市场白酒公司产品定价权、渠道掌控力突出，这也给其改革渠道、加大直营比例并以此掌控市场、增厚利润奠定基础。
- 商超渠道拥有产品保真和价格标杆的功能。白酒传统的销售渠道主要有烟酒店、餐饮酒店、团购、商超、电商等，商超渠道在2013-2018年间增速达到12.0%，预计至2023年增长21.7%。
- 酒类线上交易快速发展，酒企直营电商渠道空间大。2013年酒类电商交易规模70亿元，2018年达到767亿元，2020年电商交易规模预计将突破1000亿元。2019年白酒电商渗透率8%，仍有很大提升空间。
- 高端酒企在直营商超、专卖店等渠道加大投放，有利于平抑终端价格。同时，酒企直供可以为高端酒企增厚利润空间。







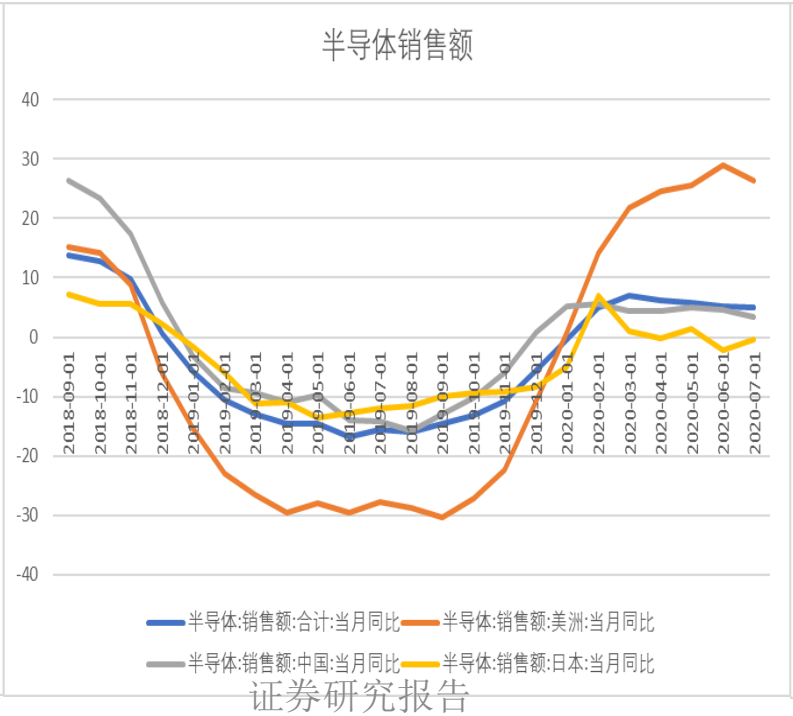
数据来源：Wind、山西证券研究所

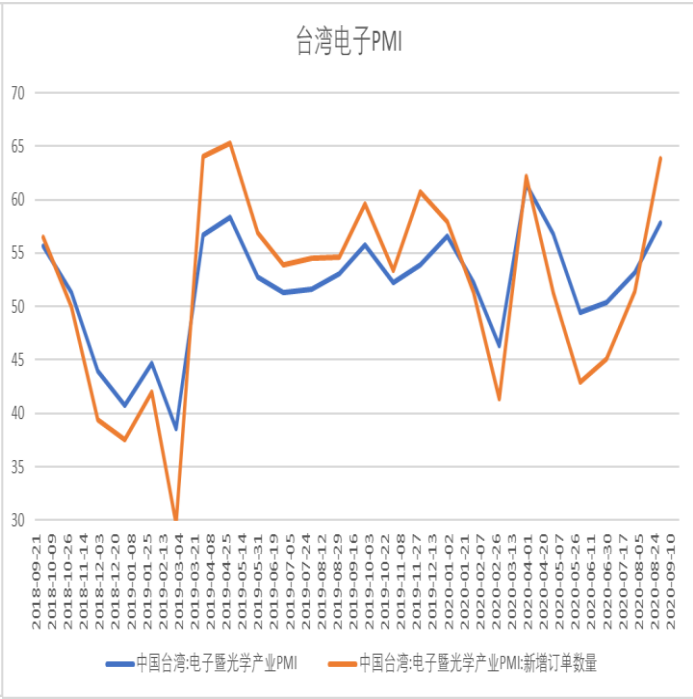
TMT行业高频数据

- 华为实体禁令生效后，许多公司已经开始向美商务部申请供给特许证，目前AMD已经率先表示当前已经获得许可，包括其竞争对手intel也已经获得了供应许可，这是一个很好的信号，因为包括三星、台积电、索尼等公司都已经向美提出申请，向好的预期已经可以展开。AMD和intel的CPU供应许可，首先保障了笔记本与PC端市场华为的正常供应，对国产供应链也打消了之前的不良担忧，叠加上原本市场预期今年疫情所带动的笔记本热销行情至今仍未有缓解的态势，台系供应链仁宝与广达的Q3与Q4订单仍保持着可环比Q2或者说更高的水准。我国本土笔记本产业链在市场订单超预期+华为当下最明确可持续出货板块双重叠加下，将成为Q4最为明确的成长板块。

- 华为事件影响下存储器价格或在四季度下行。此前华为遭受美国禁令，加快终端设备芯片采购，存储器芯片9月价格短暂回升，而四季度库存基数较高，叠加华为需求减少影响，DRAM与NANDFlash供应商如三星、SK海力士、铠侠等均面临价格下行带来的收入压力。

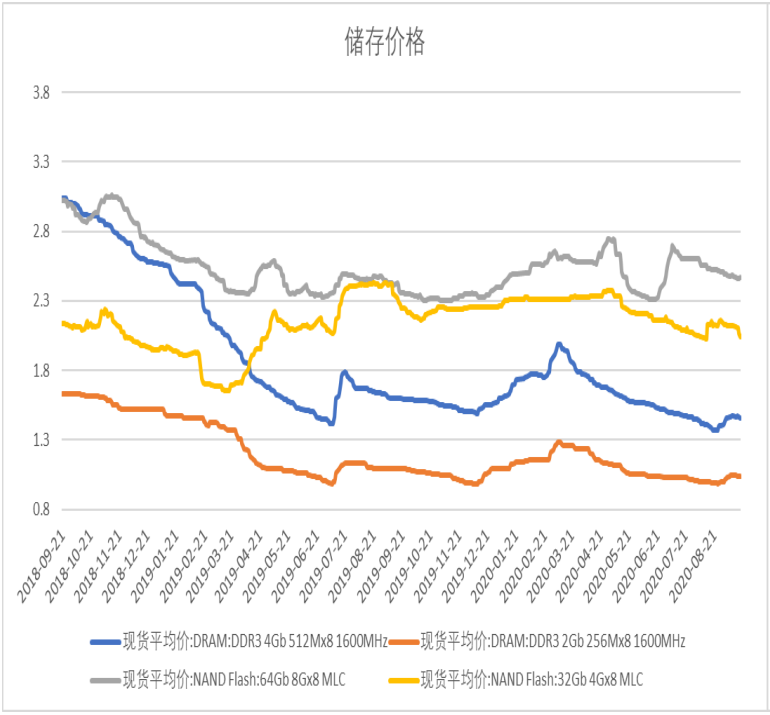


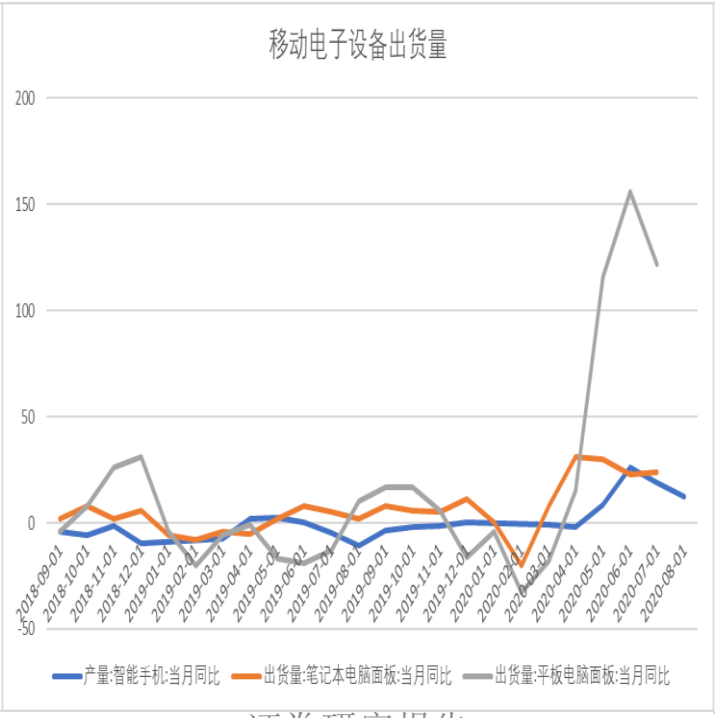


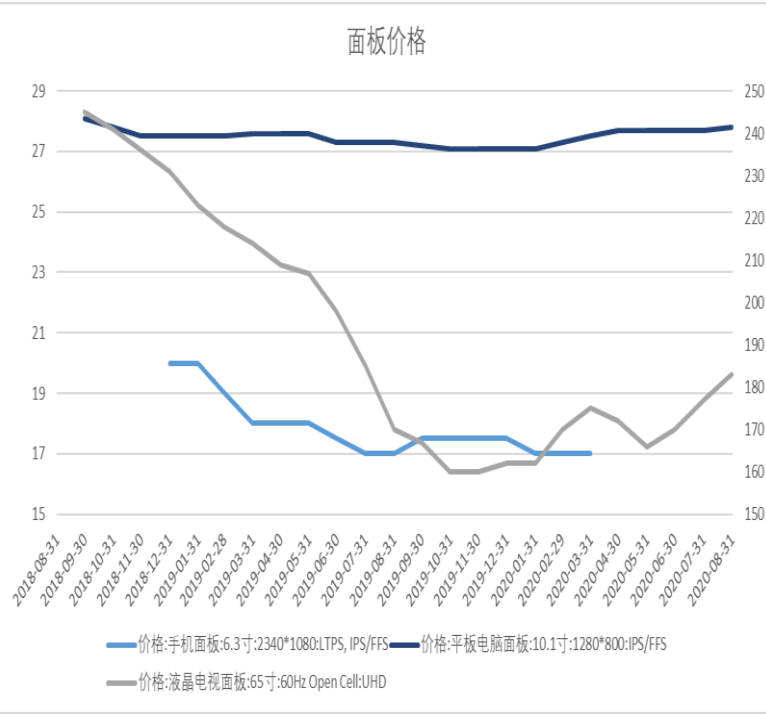


数据来源：Wind、山西证券研究所

- 苹果2020秋季发布会召开，发布两款智能手表与平板产品，智能生态稳步升级，升级款与平价款产品同步推出，高端与中端价位市场同时布局，智能设备销量有望进一步向好。而。iPhone12系列受疫情影响，出货时间相比往年递延一个月，预计在5G/光学/面板有所创新，预计采用高通5G芯片方案、升级TOF传感器、采用OLED全面屏。相关产业链标的有望在Q4起实现订单增长，今年四季度至明年业绩长期受益。

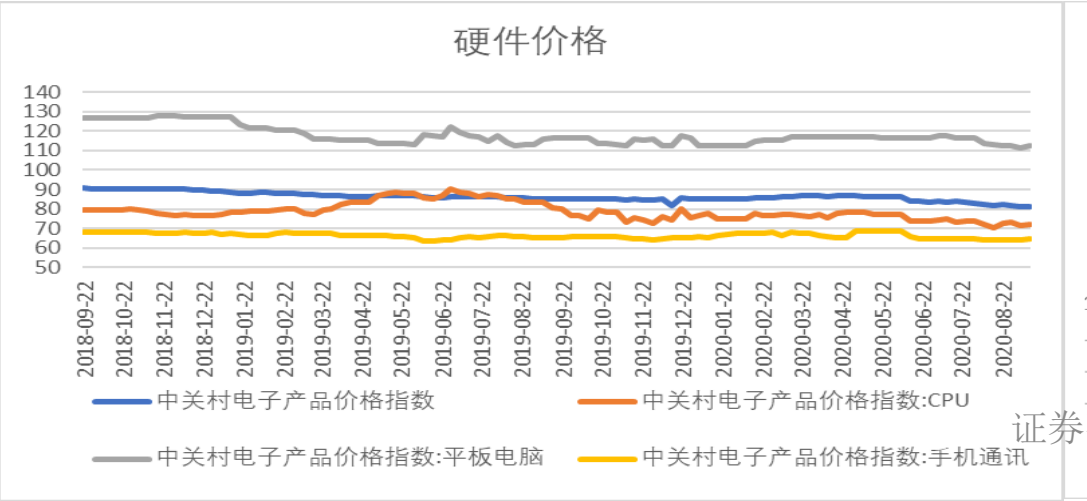


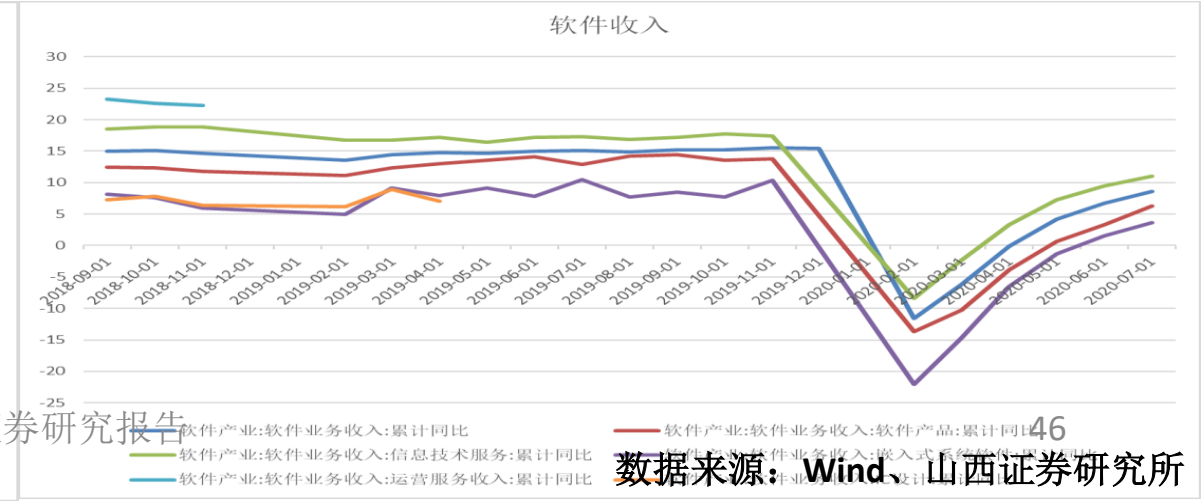




数据来源：Wind、山西证券研究所

- 2020年9月16日，阿里巴巴旗下的“犀牛工厂”正式亮相，其意图对传统服装供应链进行柔性化改造，利用数字化的链路与集群化的扩张，打造“新制造“工厂，帮助传统制造业厂商提升竞争力。
- 数字化的新智造工厂，专门服务中小企业：“犀牛工厂”利用数字化、可视化的管理模式和物联网+AI的技术，实现对服装生产线的柔性化改造，服务中小企业，降低供应链难度。“犀牛工厂”的智造在于将“人、货、场”的供应链环节进行拆分1）对于工人排期采用数字化、可视化监管；2）对货物采购类似中央厨房似的柔性供给；3）对工厂内的货物流转，采用AI+物联网技术，实现自动流转与悬挂。通过上述对工厂的改造，解决中小企业生产难题，实现按需定制、小量起订、快速出货，完善C2M全流程。
- 技术助力传统制造业，国产化产品迎来替代更换机遇期：数字化转型生产领域既受政府重视与政策支持，又符合行业发展规律。同时，国产智能制造系统和工业产品已发展近20年，国际环境波动为我国自主产品提供市场机遇。1）行业端：数字经济从消费往生产领域扩张，实现对实体经济的变革，符合发改委的观点，即“以智能制造为主攻方向，加快工业互联网创新发展，加快制造业生产方式和企业形态根本性变革”。各地政府对智能制造也相当重视，例如重庆提出力在2022年就智能制造关联产业产值突破400亿元；广东要求培育一批年主营业务收入超100亿元、1000亿元的工业企业等。认为后续各地政府对智能制造的政策扶持有望加大。2）产品端：当前我国自主研发的DCS、MES、PLC等系统虽已被部分大型企业采购，但行业主流市场还是被外资产品所占据。从国际环境、国内产品技术的提升和自研产品天然具备的优质服务力看，国产产品有望在工业3.0与4.0的衔接期中承担起替换、升级的作用，看好与智能制造相关的国产工业系统与工业软件的发展前景。
- 认为国内智能制造市场将受到政策、行业发展和企业自身需求的多因素驱动，行业有望迎来快速发展期。



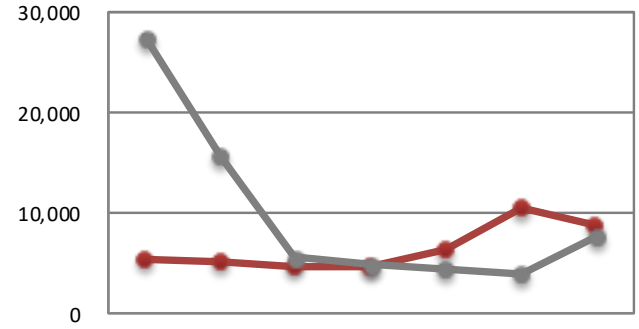


证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

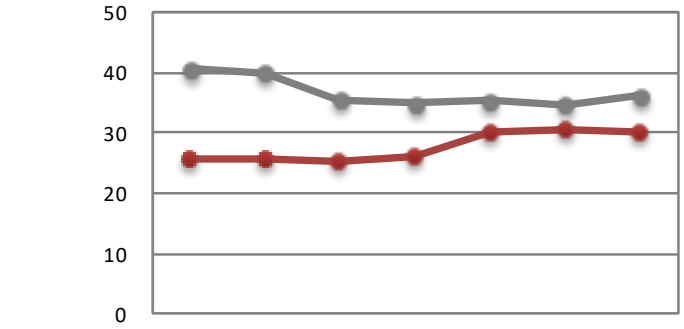
- 营销公司商业模式优化+下游媒体竞争格局重塑，营销板块ROE有望明显提升。1、短期营销行业利润率预期出现拐点，带动营销公司ROE明显提升。我们判断内外两大动因将逐步构建营销行业利润率拐点。1）内因（行业利润率触底判断依据）：行业内公司划清利润率底线，并优化商业模式，布局高毛利率的新型业务；2）外因（行业利润率拐点判断依据）：下游平台竞争激烈化。2、长期可验证行业集中度是否能出现明显提高。除媒体外，目前中间服务商竞争格局高度分散，事实证明国内营销行业无法参照WPP通过并购方式迅速提高集中度，即产业链横向拓展的方式在中国无法行通。我们认为未来营销公司商业模式突破有望通过产业链纵向拓展实现，即向上游拓展品牌/产品，向下游拓展媒体/平台，突破中间商业务范围，构建核心竞争壁垒，最终形成少数几家大型综合性营销集团，行业集中度将明显提升。2020年主要需验证短期逻辑，即ROE是否能够明显提升。我们认为传统代理型业务将成为营销公司优化商业模式的入口资源，营销公司最核心的资源禀赋即上游广告主资源：（1）营销公司从已有广告主手中获得更高附加值的业务，如品牌代运营、营销SaaS服务、MCN广告投放、直播带货等；（2）传统代理型业务将成为广告主替换服务商的转化成本，提高客户粘性。目前主流营销公司均已开始布局高毛利率的新型业务，商业模式开始优化。如华扬联众布局电商代运营/直播电商、省广集团探索MCN广告投放、蓝色光标布局营销SaaS服务、吉宏股份布局跨境电商/跨境直播电商、引力传媒发布超级MCN战略等。ROE越低的营销公司转型新业务提升ROE的概率及弹性越大，因此可战略性看多ROE较低的营销公司。

大盘单日票房



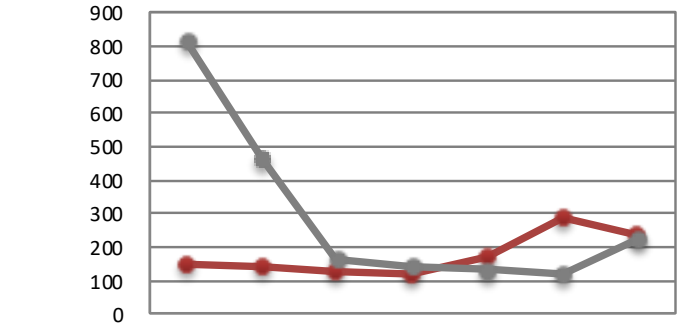
	9月14日	9月15日	9月16日	9月17日	9月18日	9月19日	9月20日
2020	5468	5150	4700	4561	6384	10558	8784
2019	27566	15731	5566	4801	4447	4000	7679

大盘单日放映场次



	9月14日	9月15日	9月16日	9月17日	9月18日	9月19日	9月20日
2020	25.8	25.6	25.3	26.1	30.3	30.7	30.2
2019	40.7	40.0	35.5	35.0	35.4	34.7	36.1

大盘单日观影人次



	9月14日	9月15日	9月16日	9月17日	9月18日	9月19日	9月20日
2020	146	137	126	122	172	286	237
2019	814	463	165	142	132	119	223

数据来源：Wind、山西证券研究所

风险提示

- 宏观经济不达预期风险
- 货币政策不达预期风险
- 监管政策超预期风险
- 行业景气度不达预期风险

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券策略团队

分析师：

麻文宇 CFA
SAC NO：S0760516070001
TEL:010-83496336
Email:mawenyu@sxzq.com

梁迪柯CFA
SAC NO：S0760518070001
TEL:010-83496302
Email:liangdike@sxzq.com