新时代证券-研究所晨报（20200921）

● 总量研究

策略研究：顺周期的上涨空间

最近一个季度，顺周期的关注度有所回升。我们认为，顺周期不只是为了配置，可能会迎来 2016-2017 年以来难得的再次进攻的时期。时间上，至少一个季度，长则两个季度，顺周期均会有不错的表现。空间上，利润回升比 2016-2017 年小，但估值抬升可能会比 2016-2017 年大很多。由此带来的顺周期的机会，是大部分投资者都值得参与的，特别是考核周期 1 年以内的投资者，均建议增配金融周期。

● 行业研究

消费电子行业点评：苹果发布季开幕，华为产业链韧性依旧

苹果发新品，制裁华为“禁令”正式生效。发布会两周后，iPad/Watch 产业链大概率启动上涨行情。美国制裁下华为产业链韧性依旧，苹果大年下安卓系仍有成长空间。

受益标的：立讯精密、蓝思科技、歌尔股份、领益智造、欧菲光、生益科技。

互联网保险和保险科技海外发展情况概览：科技塑造行业优化创新，多业态演进共生发展

随着保险行业深入发展、科技进步、监管制度的完善，近年来保险科技出现了较快发展，从传统保险的线上化销售、客户获取及体验改善、科技赋能运营管理、客户生态构建等方面对保险行业进行着新的塑造。

投资建议及评级：在标的选择方面，海外公司建议关注行业领先公司以及具有科技创新性的公司，国内公司建议关注具有规模和综合生态优势的大型公司及细分领域的倡导者。从传统保险行业来看，成长的方向依然比较明确，作为估值基础的内含价值预计也将稳健增长。十年期国债到期收益率企稳，压制保险板块估值的重要因素短期内相对弱化。维持行业“推荐”评级。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
非银金融	5.27%	电气设备	-0.12%
房地产	3.15%	钢铁	0.33%
建筑材料	2.71%	汽车	0.41%
采掘	2.62%	纺织服装	0.79%
国防军工	2.6%	家用电器	0.88%

相关报告

《互联网保险和保险科技海外发展情况概览》2020-09-19

《顺周期的上涨空间》2020-09-20

《苹果发布季开幕，华为产业链韧性依旧》2020-09-18

内容目录

1、总量研究 3
1.1、策略研究：顺周期的上涨空间 3
2、行业研究 4
2.1、消费电子行业点评：苹果发布季开幕，华为产业链韧性依旧 4
2.2、互联网保险和保险科技海外发展情况概览：科技塑造行业优化创新，多业态演进共生发展 4

1、 总量研究

1.1、 策略研究：顺周期的上涨空间

最近一个季度，顺周期的关注度有所回升，不过主流的预期认为周期是鸡肋，增配主要是为了控制风险。我们认为，顺周期不只是为了配置，可能会迎来2016-2017 年以来难得的再次进攻的时期。时间上，至少一个季度，长则两个季度，顺周期均会有不错的表现。空间上，利润回升比 2016-2017 年小，但估值抬升可能会比 2016-2017 年大很多。由此带来的顺周期的机会，是大部分投资者都值得参与的，特别是考核周期 1 年以内的投资者，均建议增配金融周期。如果顺周期上涨空间可观，那么指数往上的空间也是可观的，我们认为 7 月中旬以来的调整，9 月结束的概率很高，市场随时可以开启新的上涨。

（1）从业绩看往上的空间。短期投资者对周期股最大的困惑是，经济复苏的力度可能会很小。我们认为，从时间上，疫情后到现在经济回升只有半年的时间，按照周期理论，一次经济回升，持续时间至少 1 年，时间上远远没到。近期货币政策边际收紧对经济的影响应该是短暂的，历史上，经济的拐头都是货币实质紧缩带来的，而不是货币力度的二阶导带来的。2007 年、2010 年、2013 年、2017 年，都是货币实质性的大幅紧缩，从而带来了经济 2008、2011、2014、2018 年的实质性下行。同时，利润的波动远比经济总量（GDP 或工业增加值）的波动剧烈得多。2016-2019 年，GDP 的波动幅度其实都很小，但利润波动远大于 GDP，而利润才是影响股价的核心。

2010-2015 年，周期股 ROE 趋势持续下降，所以很难给周期股长期现金流有太多的预期，导致周期股估值中枢不断下降。如果 2020 年周期股的利润能够拐头进入上行周期，那么就意味着，从 2016-2021 年的数据来看，周期股 ROE 中枢已经稳定下来了，虽然其波动性相比消费股大，但是至少 5 年的 ROE 中枢是稳定的。这种变化意味着周期股长期现金流折现的确定性也在提高，估值体系存在小幅重构的可能性。

（2）从估值看往上的空间。周期股的绝对估值，最近一个季度持续抬升，但是现在依然不高。考虑到 2020 年已经有大量增量资金进来了，我们保守估计，可能会回到 2016-2017 年的估值水平。

（3）从交易层面看，顺周期的性价比也是不错的。从交易层面，未来一段时间顺周期有几点非常好的正面因素。第一，每年 Q4，是容易出现低估值板块估值切换行情的，由于投资者开始考虑 2021 年的配置，业绩展望还很模糊，所以估值的重要性会提升，这有利于金融和周期。第二，消费和成长在过去一个季度都出现了快速纯提估值的行情，可能存在着基本面的提前透支，相对来看，机构配置少的板块性价比提升，板块切换的难度大幅下降。第三，如果认可当下是牛市，那么牛市中板块风格是更容易变化的。震荡市可以 2 年风格不切换，但牛市中每一波指数抬升的时候，风格都会有些变化。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 行业研究

2.1、 消费电子行业点评：苹果发布季开幕，华为产业链韧性依旧

苹果发新品，制裁华为“禁令”正式生效。苹果公司于 9 月 16 日凌晨，发布新款 iPad 和 AppleWatch；与此同时，美国自 5.15 日起对华为的制裁“禁令”，正式生效。

发布会两周后，iPad/Watch 产业链大概率启动上涨行情。梳理 iPad/Watch 产业链核心标的在历次发布会 1 周、1 月、1 季度、半年内的行情走势，我们发现产业链整体大概率在第三周启动上涨行情，且 2018、2019 年发布会半年后相关标的涨势显著。

展望 H2 及 2021 年，AppleWatch 仍有望占据智能手表半壁江山，iPad 则持续受益于远程办公需求的爆发。此外，苹果在镜头、显示技术上的创新，给予国产厂商切入产业链的机会，我们看好产业链细分领域的国产龙头。

美国制裁下华为产业链韧性依旧。我们通过对华为核心供应商、华为营收贡献较大的 A 股公司进行梳理，挑选出 25 个标的组成华为产业链。通过对华为产业链走势的回顾，我们发现：美国制裁对相关标的并无显著且持续的影响，具体个股走势跟其所在行业整体走势相关性强。进一步分析，我们发现华为产业链消费电子相关标的大概率跑赢其所在行业。

展望 H2，美国“禁令”生效后华为手机出货量预期或下调。对上游产业链标的而言，其一方面可以通过拓展汽车、医疗电子领域的客户来增加营收来源，一方面其产能可向其他安卓手机厂商释放——我们预计 20H2 手机消费有望回暖，利好相关上游厂商。

苹果大年下安卓系仍有成长空间。我们看好 2020 年首款 5GiPhone 的出货量，同时乐观预期疫情缓解后，整体手机出货量的回暖。此外，华为受限情况下形成的结构性机会，部分供应商或受益于订单集中度提升。受益标的：立讯精密、蓝思科技、歌尔股份、领益智造、欧菲光、生益科技。。

风险提示：苹果新品销量不及预期，美国制裁加剧，疫情于冬季反复。

2.2、 互联网保险和保险科技海外发展情况概览：科技塑造行业优化创新，多业态演进共生发展

行业概况：随着保险行业深入发展、科技进步、监管制度的完善，近年来保险科技出现了较快发展，从传统保险的线上化销售、客户获取及体验改善、科技赋能运营管理、客户生态构建等方面对保险行业进行着新的塑造。2019 年保险科技获取各类投资金额约 65 亿美元、共完成 156 笔交易。互联网的渗透率保持提升，互联网及科技应用与传统保险行业相结合，产生新业态的同时，改进传统保险的客户体验，提升公司运营效率、改善经营成果。

产业结构：在互联网保险和保险科技的产业链条中，个人用户既是出发点也是落脚点。智能终端、互联网、物联网是产业链中的科技基础设施和载体，连接着客户、保险主体和实体产业。保险主体包括保险公司、保险中介和再保险公司。实体产业包括如养老服务、健康管理、汽车制造、出行服务等，将保险和科技应用实体化、场景化。

行业内公司：互联网保险经营包括直保和中介模式。互联网直保业务一方面是传统保险公司将互联网作为直销渠道，另一方面是基于互联网和科技的基因成立专门的互联网保险公司；互联网保险中介业务主要包括在线保险市场、比价平台、代理人培训平台等。保险科技的业态主要是提供数据、模型、解决方案、集成化的应用系统和管理平台、人工智能产品或服务等，并获取相应的回报。此外，结合科技应用还衍生出 P2P 保险和区块链联盟等业态。

行业估值：互联网保险行业公司的估值，需要明确公司的主要属性，是以保险为本质特征还是以互联网等科技为本质特征，从而使用相应的估值体系（保险使用 P/EV、PB 等方法）。针对利润水平较低或暂时处于亏损状态的公司，可以采用市售率(EV/Sales)或市销率(P/S)方法进行估值。在公司盈利兑现和快速增长阶段，可以使用 PEG 方法进行估值。

投资建议及评级：从互联网保险和保险科技的角度来看，海外公司在科学技术、经营创新等方面具有一定的先行优势；同时，国内公司依托庞大的用户群体、广泛的网络和移动终端覆盖、高效的物联网，也形成了互联网保险和科技赖以生存的规模效应和相对优势。在标的选择方面，海外公司建议关注行业领先公司以及具有科技创新性的公司，国内公司建议关注具有规模和综合生态优势的大型公司及细分领域的倡导者。

从传统保险行业来看，成长的方向依然比较明确，作为估值基础的内含价值预计也将稳健增长。十年期国债到期收益率企稳，压制保险板块估值的重要因素短期内相对弱化。维持行业“推荐”评级。

风险提示：从互联网产业及科技应用的角度来看，行业竞争较为充分，在轻资产的领域竞争壁垒较低，行业成熟公司会面对商业模式被颠覆的风险，科技公司会面临技术迭代被淘汰的风险；同时，还存在创新及研发失败、经营风险、政策风险等。从保险基础产业来看，可能会面对外部金融环境、国际关系等发生重大变化带来系统性风险传导；保险风险发生率发生重大变化带来的损失风险、巨灾风险、利率风险、行业政策风险等；受经济、公司决策，以及资本市场波动等影响带来的经营成果不达预期风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/