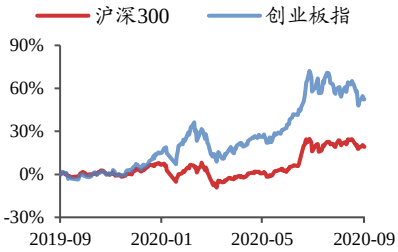
2020 年 09 月 18 日

开源晨会 0918

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
汽车	3.48
电气设备	1.36
钢铁	0.97
机械设备	0.97
电子	0.75

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
食品饮料	-2.24
休闲服务	-1.95
农林牧渔	-1.83
医药生物	-1.37
有色金属	-1.14

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

观点精粹

总量视角

【策略】结构之光：宏微观预期的裂口——投资策略专题-20200917

上市公司营收预测隐含了对经济增长的预期，我们利用研究员对上市公司营收的一致预期，两种方法推导反向 GDP：（1）通过全部 A 股营收推导名义 GDP；（2）通过上市公司各行业营收推导行业增加值，再汇总成为名义 GDP。我们将上述结果与宏观预期 GDP 增速进行对比，发现微观与宏观不吻合，自下而上的视角对经济增长更悲观。原因探究：市场预期疫情对各行业是一次性冲击，因此短期、长期的分化不同。若宏观预期为真，市场存在结构性低估机会，相关行业未来有望完成定价，我们从营收增速与营收占比两个维度出发，结合分析师覆盖率，找到可能存在结构性低估的行业为交通运输，家用电器，建筑材料，钢铁，采掘和公用事业。

行业公司

【通信】全球首创车联网试点落地，车路协同融合更进一步——行业点评报告-20200917

北京市正在规划建设全球首个高级别自动驾驶示范区，统筹“车、路、云、网、图”等各类优质要素资源，以支持 L4 级及以上高级别自动驾驶车辆规模化运行，L4 级自动驾驶出租车、高速公路无人物流、智能网联公交车、自主代客泊车等高级别应用场景将有望率先落地。除此之外，近期车联网产业推动进展事件较多，5G 汽车协会（5GAA）为大规模部署 C-V2X 汽车通信技术提供了一个预测路线图，预计在未来将有三个 C-V2X 落地阶段。我们认为，5G 正在加速车联网落地进程，车联网有望多点开花，带来行业应用另一个爆款。车联网主要包括车端、路端涉及产业链较多，市场规模较大，车联网的大力发展将进一步促进 5G 应用的繁荣，带来更大的市场价值

【非银金融】顺周期延续，看好龙头崛起——非银金融行业 2020 年秋季投资策略-20200917

政策和经济双重顺周期，看好券商板块龙头标的；资产和负债两端改善可期，看好保险戴维斯双击。

研报摘要

总量研究

【策略】结构之光：宏微观预期的裂口——投资策略专题-20200917

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 王汎炜（联系人）证书编号：S0790120040033

微观层面：上市公司营收预测隐含了对经济增长的预期

从历史数据看，上市公司营收增速与 GDP 增速走势基本一致，相关系数高达 0.91；同时，名义 GDP 可以由各个行业的增加值加总得到，而行业增加值与上市公司行业总营收具备较高相关性。上述关联成为策略分析员预测全部上市公司营收的依据。我们反其道行之，利用研究员对上市公司营收的一致预期，两种方法推导反向 GDP:（1）通过全部 A 股营收推导名义 GDP;（2）通过上市公司各行业营收推导行业增加值，再汇总成为名义 GDP。我们将上述结果与宏观预期 GDP 增速进行对比，判断宏观/行业分析师对经济的预期是否有差异。

微观与宏观不吻合，自下而上的视角对经济增长更悲观。

自下而上的两种方法推导出 GDP 增速均低于宏观一致预期。第一种方法（以全部 A 股营收推导名义 GDP），悲观/乐观/中性假设下，未来三年名义 GDP 增速分别为{-1.4%，7.7%，4.9%}、{1.8%，9.9%，2.7%}、{0%，8.2%，4.3%}，而宏观分析师对未来三年的实际 GDP 一致预期增速为{2.25%，8.8%，5.8%}，考虑到名义 GDP 与实际 GDP 之间还存在通货膨胀率（8 月 CPI 为 2.4%），以 A 股营收推导的 GDP 增速明显低于宏观分析师预测。第二个方法下（先推导行业增加值，再汇总成为名义 GDP），我们得到未来三年名义 GDP 同比增长 4.1%，8.3%，5.4%，结果比第一种方法更乐观，但相较宏观分析师的预期仍存在低估。

原因探究：市场预期疫情对各行业是一次性冲击，因此短期、长期的分化不同

观察连续三年的行业增加值增速，2020 年受损较多的行业在此后两年都将出现可观反弹，而受益较多的行业在此后两年均出现不同程度下跌，我们认为这反应了市场认为疫情的冲击不影响长期逻辑，因此预期增加值会逐渐回到原本的增长轨道。就短期而言，仅有农林牧渔业，制造业，建筑业与房地产业行业增加值 2020 年同比增速较 2019 年上升，其余行业出现了增速大幅减缓或负增长，其中住宿和餐饮业，信息传输、计算机服务和软件业，交通运输、仓储及邮政业，租赁和商业服务业降幅较大。长期而言，市场预期住宿和餐饮业、农林牧渔业、制造业占 GDP 比重将趋势性下滑，建筑业，房地产业，批发和零售业，租赁和商务服务业，信息传输、计算机服务和软件业则趋势性上升。

若宏观预期为真，市场存在结构性低估机会，相关行业未来有望完成定价

我们发现微观与宏观对 GDP 的同比增速预期出现了不小的裂口，那么可能出现两种情形：一种是宏观预测的 GDP 同比增速被高估，则未来存在经济修复不及预期、市场估值中枢下修的可能；而另一种情形是行业分析师对经济的隐含预期过于悲观，部分行业的增长可能是被低估了，而随着行业景气不断上行，市场也将有望逐渐对其完成定价。我们从营收增速与营收占比两个维度出发，结合分析师覆盖率，找到可能存在结构性低估的行业为交通运输，家用电器，建筑材料，钢铁，采掘和公用事业。

风险提示：经济修复不及预期，测算误差

行业公司

【通信】全球首创车联网试点落地，车路协同融合更进一步——行业点评报告-20200917

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

北京将建全球首个高级别自动驾驶示范区，车联网加速落地迎来新机遇

北京市正在规划建设全球首个高级别自动驾驶示范区，统筹“车、路、云、网、图”等各类优质要素资源，以支持 L4 级及以上高级别自动驾驶车辆规模化运行，L4 级自动驾驶出租车、高速公路无人物流、智能网联公交车、自主代客泊车等高级别应用场景将有望率先落地。除此之外，近期车联网产业推动进展事件较多，5G 汽车协会（5GAA）为大规模部署 C-V2X 汽车通信技术提供了一个预测路线图，预计在未来将有三个 C-V2X 落地阶段。我们认为，5G 正在加速车联网落地进程，车联网有望多点开花，带来行业应用另一个爆款。车联网主要包括车端、路端涉及产业链较多，市场规模较大，车联网的大力发展将进一步促进 5G 应用的繁荣，带来更大的市场价值。

单车智能向车路协同融合演进，车联网生态逐渐清晰

目前自动驾驶汽车已实现小批量示范运营，多运行于特定路线、简单场景等，仅靠多传感器的单车智能解决方案，仍然存在外界环境感知的准确度等局限。北京的高级别自动驾驶示范区需要部署高可靠、低时延的通信网络设施、可持续发展的路侧感知基础设施、符合国家政策的高精度地图管理服务平台和底层技术联通的交通基础设施，建设边缘云、区域云与中心云等逻辑统一、物理分散的三级架构云控基础平台。车路协同感知，利用路侧感知设备弥补单车智能的局限性；车路协同决策，利用信息直传、车车通讯等弥补单车智能决策的局限性；边缘计算、云平台计算，减小对车载芯片的性能要求。车联网将向单车智能-关键路径协同驾驶-全路段车路协同推进。

投资建议：相关龙头企业先发优势明显，业绩有望迎来爆发

当前，自动驾驶产业发展还存在诸多痛点，单车智能由于成本和技术瓶颈短期内无法实际应用，需要车路云网协同发展，通过车网深度融合，发挥路侧感知能力和网络对高级别自动驾驶车辆的强力支撑，有效降低车端成本。资源协调整合是 V2X 玩家的关键素质，V2X 的执行现阶段，仍然是巨头间的游戏，优先布局车联网赛道龙头企业优势明显，推荐标的：车载模组厂商-广和通（300638.SZ）、车载模组厂商-移远通信（603236.SH），受益标的：高速 ETC 龙头厂商-金溢科技（002869.SZ）、高精度地图龙头厂商-四维图新（002405.SZ）、智慧交通与智慧安防产业龙头-千方科技（002373.SZ）、前装 T-BOX 龙头厂商-慧翰股份（A20037.SH）。

催化剂：国家政策不断推动车联网落地；车联网 L3-L5 不断试点落地。

风险提示：5G 建设进度不及预期；车联网进程存在不确定性，相关技术标准尚未完全确定；全球贸易摩擦加剧的风险。

【非银金融】顺周期延续，看好龙头崛起——非银金融行业 2020 年秋季投资策略-20200917

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

证券行业：

回顾：3 季度明显跑赢，中报超预期。权益市场风险偏好提升驱动估值修复，券商中报业绩超预期，传统和创新业务全面发力。

展望：ROE 有望持续上行，成长属性显现。资本市场深改不断推进，中长期资金有望持续入场，券商财富管理、投行资本化、机构业务持续发力。

投资观点：政策和经济双重顺周期，两主线择股。经济复苏延续叠加资本市场深改推进，证券行业处于政策和经济双重顺周期，创新业务增长超预期带来行业 ROE 持续上行，成长性明显提升，维持行业“看好”评级。推荐差异化优势明显的国金证券和东方财富；受益标的：综合优势突出的头部券商华泰证券和中信证券。

风险提示：海外扰动，造成券商海外业务及股票质押业务风险加大；资本市场深改进程不及预期。

保险行业：

回顾：疫情影响业绩下滑，跑输指数。受疫情影响，保险行业上半年展业遇到阻力，净利润同比下滑较大，板

块跑输市场

展望：负债端迎来复苏，资产端有望持续改善。负债端疫情好转，人力下滑见底，产能有望提升；资产端长端利率逐步恢复，权益市场存在机遇。

投资观点：资产和负债两端改善可期，看好保险戴维斯双击。保险行业目前估值处于历史中枢下方，资产和负债均有望持续改善。受益标的：中国人寿、新华保险、中国平安

风险提示：疫情出现反复，保险展业难度加大；长端利率超预期下行，利差损风险加大。

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn