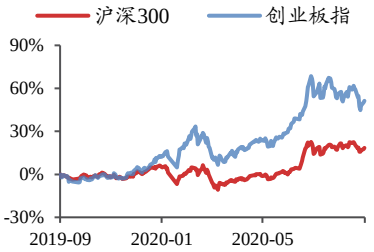
2020 年 09 月 16 日

开源晨会 0916

——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(%)
休闲服务	3.59
汽车	1.89
家用电器	1.82
国防军工	1.3
机械设备	1.29

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
公用事业	-0.54
采掘	-0.32
钢铁	-0.25
电子	-0.02
通信	0.05

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】机构重仓股的分化刚刚开始——投资策略专题-20200914

本轮基金重仓股估值修正的来源于贴现率上行和长期增长预期下调，公募基金负债端的波动让两种力量形成共振。站在当下，过去 8 个月流动性的正向循环即将面临考验：负债端波动的压力和认知的分化将导致专业投资者面临组合资产的重新审视。我们认为，公募重仓股的调整不是结束，而是分化的开始。

【宏观】制造业资本开支意愿明显回升——宏观经济点评-20200915

经济行为还将延续修复，三条逻辑链值得重点关注：(1)交付逻辑对地产投资的支持、财政加快支出对基建持续性的保障；(2)外需加快好转对外贸链相关行业的拉动；(3)疫情影响逐渐消退下，居民线下服务消费行为改善的进一步加快。

行业公司

【商业贸易】8 月社零同比+0.5%，增速首次转正，化妆品和黄金珠宝表现亮眼——行业点评报告-20200915

国家统计局发布 2020 年 8 月份社零数据。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，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；分地域看，城镇/乡村社零总额为 29273 亿元/ 4298 亿元，同比分别+0.5%/+0.7%；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%。整体看，8 月社会消费稳步复苏，投资主线建议关注增长相对亮眼的的化妆品和黄金珠宝板块。

研报摘要

总量研究

【策略】机构重仓股的分化刚刚开始——投资策略专题-20200914

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044

思考：公募重仓股的调整可能尚未结束

9 月 3 日至 9 月 9 日，公募重仓股出现较大幅度调整。9 月 10 日与 9 月 11 日重仓股的组合收益率有所回暖，但偏股型基金的整体收益低于前 100 重仓股组合，这意味着这两天公募收益率的回暖更多的是源于重仓股的反弹，但是抱团也出现了松动迹象（仓位或是结构调整）。这由此引发了我们的思考：公募基金重仓股的调整并未结束，整体悲观无必要，但是结构分化将成为最关键特征。

思考本轮估值修正的来源：贴现率上行 VS 增长预期的下调

从 DDM 出发，市场调整实际上是整体估值的下行压力，背后逻辑是：1）利率上行/不确定性上行，导致要求的回报率上升；2）下调长期增长的预期。当下分母端贴现率上行主要源于无风险利率的上行:一是国内无风险利率已经经历明显上行，估值压力已经显现；二是海外投资者对于全球流动性预期层面的拐点正在逐步形成，而部分北上偏好的“核心资产”的净买入与美国实际利率负相关，实际利率见底后有盈利兑现需求。另一方面，随着流动性收紧，市场也在重新审视新晋重仓股中“好赛道”长期增长预期的合理性。本轮基金重仓股调整期间，新晋重仓股的跌幅大于长期重仓股便是一个较好的印证。我们认为，对于研究已相对充分的消费类的白马品种而言，只要盈利预期兑现，估值调整压力将只是集中在第一层面，调整幅度将会有限，但一旦出现意外，犯错成本也将会很高。

公募基金负债端的波动成为下一阶段的“不安定因素”

北上投资者对公募的大部分重仓股也有较强的定价能力，而当下北上配置盘/交易盘在北上&公募共同重仓股上仍有较大浮盈，全球实际利率见底仍是北上资金卖出重仓股兑现利润的触发剂，我们测算北上资金对于北上/公募共同重仓股的定价能力会很大程度影响公募产品净值的波动。这对于整体公募基金而言，跑输 HS300 指数的比例可能增加，而历史上这一指标指示了公募基金的净申购的变化。同时考虑到截至 8 月末股票型基金指数和混合型基金指数的 3 个月滚动收益率分别为 27.41%和 21.88%，达到了我们测算的基金赎回的高概率区间。我们有理由相信，基金负债端出现不稳定的概率在增加，这对于专业机构投资者而言，当面对潜在的赎回风险时，组合内资产风险收益比的衡量变得尤为关键。

基金重仓股：调整未结束，分化刚开始

站在当下，过去 8 个月流动性的正向循环即将面临考验：负债端波动的压力和认知的分化将导致专业投资者面临组合资产的重新审视，我们认为大概率的情况是：以消费为代表的核心资产只要盈利继续兑现，估值的压力只源于无风险利率上行，调整幅度相对有限；新晋重仓股大多依赖于远期增长和疫情受益，其估值压力来源于流动性边际收紧以及对长期增长预期的修正，难言结束；部分长期稳定的底仓品种，甚至可能出现抱团和类现金配置的增持，这可能会出现在价值型品种中；周期成长股会因为经济的边际改善，下一阶段因为景气上行，逐步成为新的抱团的方向，但是风险收益比的考量同样重要，PB/ROE 仍是重要选股视角。我们认为，公募重仓股的调整不是结束，而是分化的开始。

风险提示：中美摩擦加剧；疫情超预期恶化；国内经济下行超预期；测算误差

【宏观】制造业资本开支意愿明显回升——宏观经济点评-20200915

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 张蓉蓉（分析师）证书编号：S0790520070006 | 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

重申观点：经济行为还将延续修复，三条逻辑链值得重点关注：(1)交付逻辑对地产投资的支持、财政加快支出对基建持续性的保障；(2)外需加快好转对外贸链相关行业的拉动；(3)疫情影响逐渐消退下，居民线下服务消费行为改善的进一步加快。

生产活动：建筑链相关制造业生产延续高位，外贸链部分行业产出增长加速

建筑链生产延续高位，外贸链生产改善。8 月，工业增加值同比 5.6%前值（4.8%）；大类行业中，采矿业、电热燃增速大幅抬升，制造业增速 6.0%、持平前值。细分制造业中，黑色、有色、非金属矿物等建筑活动相关行业、纺织等外贸链行业增长加快。主要产品中，挖掘机、铲土运输机械、手机、集成电路等产量继续高增。

服务业生产继续恢复，生活性服务业持续回暖。8 月，服务业产出同比增长 4.0%，较前值上升 0.5 个百分点；其中，信息技术服务、房地产业，交运仓储业生产指数同比分别增长 13.8%、9.4%、3.3%，较 7 月增长增长进一步加快。住宿、餐饮、文化体育娱乐等生活服务业，景气继续回暖，8 月的商务活动指数均高于 57.0%。

投资需求：地产投资高增、或将延续一段时间，部分设备制造业投资加快增长

8 月制造业投资大幅改善，以设备制造、部分原料生产改善最为明显。8 月，固定投资当月同比估算为 7.6%（7 月 6.1%）。主要分项中，制造业投资同比止跌回升、估算当月同比 5%，资本开支意愿明显改善；细分行业中，化学原料、通用和专用设备制造业投资普遍止跌回升，铁路船舶运输设备制造业投资增速大幅抬升至高达 21%；汽车制造、金属制造、电气机械器材制造业投资增速有所回落。

基建投资小幅回落；地产投资进一步改善，未来 1-2 个季度高景气有望延续。8 月，基建投资单月同比 7%、较前值进一步下滑 0.7 个百分点，主要受到交运仓储投资增速回落的拖累。地产投资增速，8 月进一步上升 1.5 个百分点至 12.1%，交付逻辑的支持继续体现。房企交付压力较大、交付节奏延后背景下，地产投资的高景气或还将延续一段时间，但 4 季度后或面临一定不确定性、需密切跟踪。

居民消费：消费重回增长区间，后地产链消费、线下服务消费等值得关注

居民消费重回增长区间，主要必需消费品、家电和通讯器材等可选消费增速抬升，餐饮消费跌幅进一步收窄。8 月，社零当月同比 0.5%，重回增长；商品消费当月同比 1.5%、较前值上升 1.3 个百分点，餐饮收入跌幅收窄 4 个百分点。其中，服装鞋帽和日用品等必需消费品，家电和通讯器材等可选消费增速抬升。伴随交付逻辑陆续体现，未来一段时间后地产消费值得关注；居民线下消费，也值得跟踪。

汽车消费延续高增，“政策外溢”效应下、高档和中低档汽车销量继续显著分化。8 月，限额以上汽车零售额增速 11.8%（前值 12.3%），维持在较高水平；维稳政策外溢效应下，不同类型汽车销量表现继续显著分化，例如高档 SUV 销量同比增长 67.7%，大幅高于中低档 7.5%的增速。短期内，政策溢出效应对汽车消费或仍有支撑；中期来看，伴随居民就业和收入改善，中低端汽车消费也值得关注。

风险提示：海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

行业公司

【商业贸易】8 月社零同比+0.5%，增速首次转正，化妆品和黄金珠宝表现亮眼——行业点评报告-20200915

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 李旭东（联系人）证书编号：S0790120010014

8 月社零同比增长 0.5%，增速首次转正，化妆品/黄金珠宝表现亮眼

国家统计局发布 2020 年 8 月份社会消费品零售总额（下简称“社零”）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，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；分地域看，城镇/乡村社零总额为 29273 亿元/ 4298 亿元，同比分别

+0.5%/+0.7%；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%。整体看，8 月社会消费稳步复苏，投资主线建议关注增长相对亮眼的化妆品和黄金珠宝板块。

分品类看，必选消费增速有分化，可选消费中化妆品及黄金珠宝表现亮眼

2020 年 8 月，CPI 同比+2.4%（食品类 CPI+11.2%），维持相对高位。8 月社零数据分品类来看：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。可选消费方面，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，8 月线上渠道增速有所回落，穿类用品增速回正

1-8 月全国实物商品网上零售额 58651 亿元（同比+15.8%）。根据我们测算，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，我们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。

消费旺季临近，建议关注黄金珠宝、化妆品及跨境电商板块

从 8 月社零数据来看，部分必选品类增速有所回落但整体仍保持相对稳健，超市龙头公司短长期逻辑仍然突出，重点推荐永辉超市和家家悦。整体看，8 月社零增速已转正，随着疫情进一步缓和及中秋国庆等假期临近，社会消费将迎来旺季。建议关注受益婚庆需求释放的黄金珠宝板块及持续高景气的化妆品板块，重点推荐周大生、老凤祥，受益标的珀莱雅、御家汇、华熙生物和青松股份等。此外建议关注政策和需求共振驱动下的跨境电商板块，重点推荐吉宏股份。

风险提示：疫情出现反复带来影响；企业经营成本费用提升。

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