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

2020.09.14

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

- 行业配置上周表现：行业配置（考虑择时）上周绝对收益上行0.01%，相对收益3%，组合持续保持低仓位防御状态

- 估值：沪深300估值回落至警戒值下方。上证整体仅处于60分位合理区间、上证50 IAPE突破75分位。创业板估值显著回落，但仍显著高于历史多数区间。行业估值分化严重，存在较强的再平衡动力。

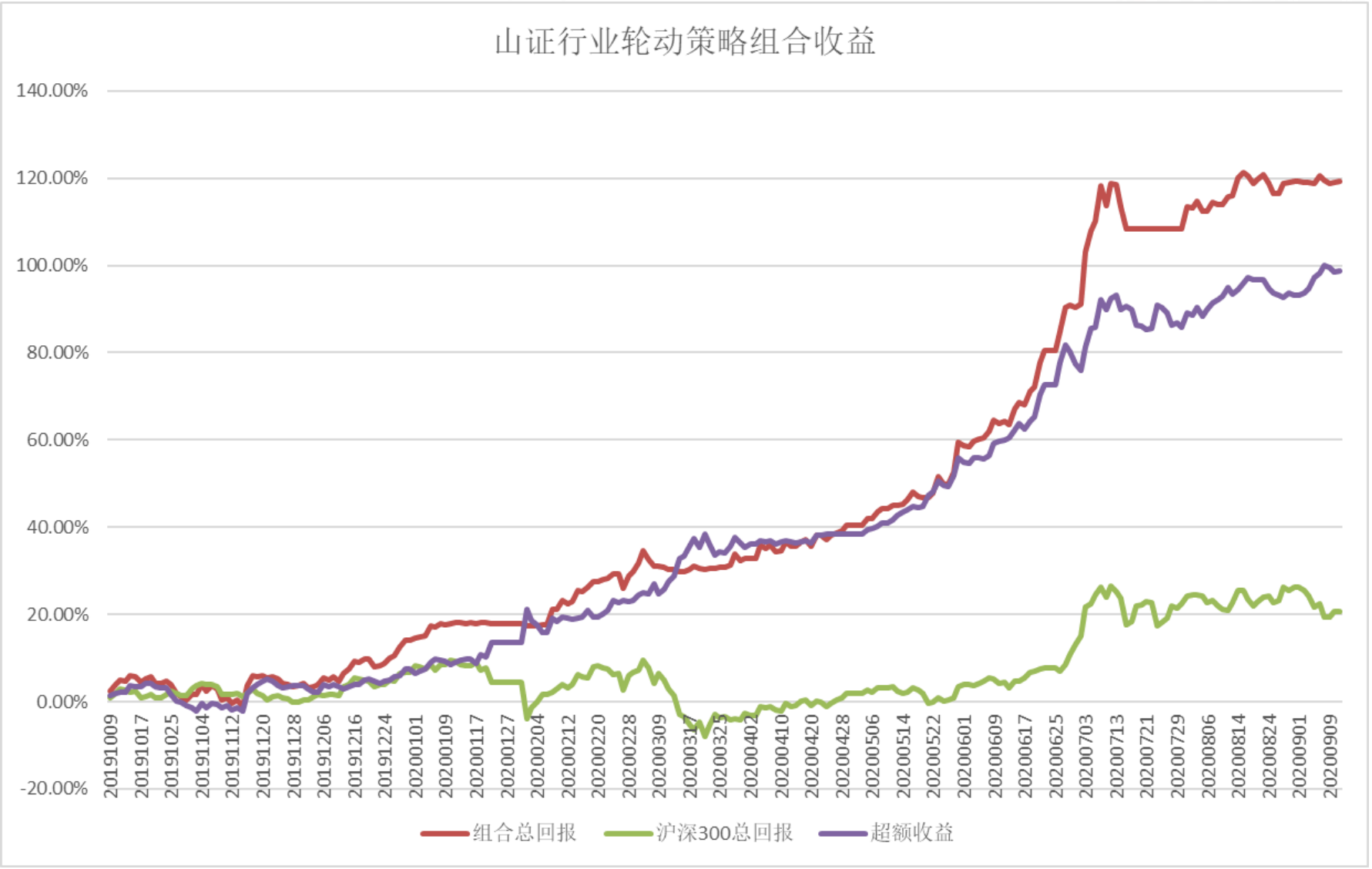
- 货币&利率：利率曲线稳定，基本面改善预期高于货币收紧预期

- 上游：
- 原油供需格局不达预期，短期震荡加大。煤炭中期供需格局修复明显。基本金属需求复苏。
- 中游：
- 钢铁处于增收不增利阶段。广东水泥开启涨价行情。化工品整体价格出现反弹。
- 继续看好航空恢复。工程机械高景气延续，估值性价比凸显。

- 下游：
- 地产销售开始回落。8月汽车销量超预期。8月家电销售中规中矩。高端白酒目前投资逻辑仍是直销渠道。
- 仿制药政策超预期。
- 存栏如期上行，猪价高点已过。关注猪后周期饲料板块。

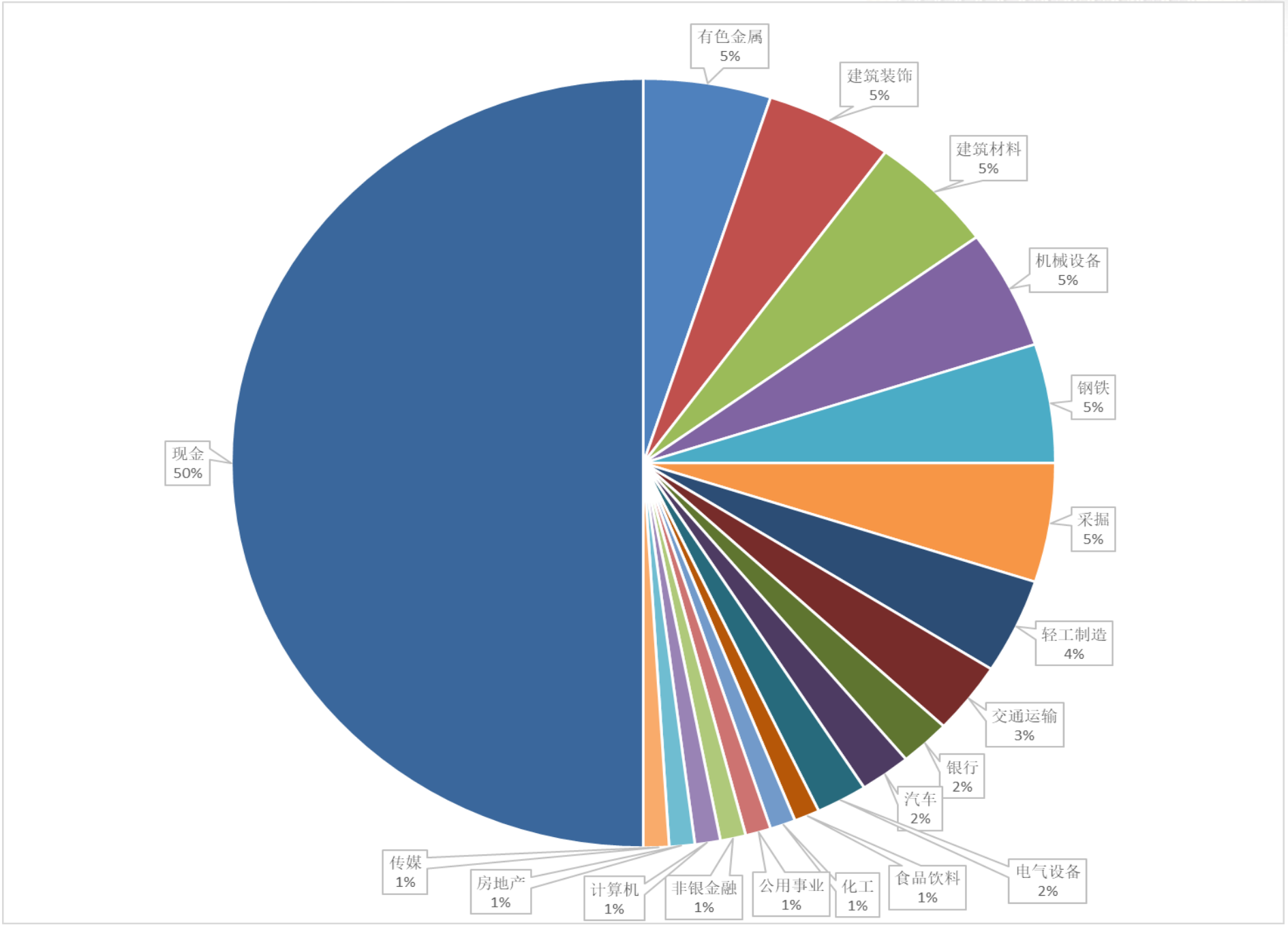
- TMT：
- 传媒：新款游戏密集上线，版权保护开始加强
- 电子：美国商务部华为禁令周内落地，关注替代品产业链。8月手机销量下滑，LCD价格继续上行。
- 计算机：全球云计算业绩大幅上升，看好映射机会。

- 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



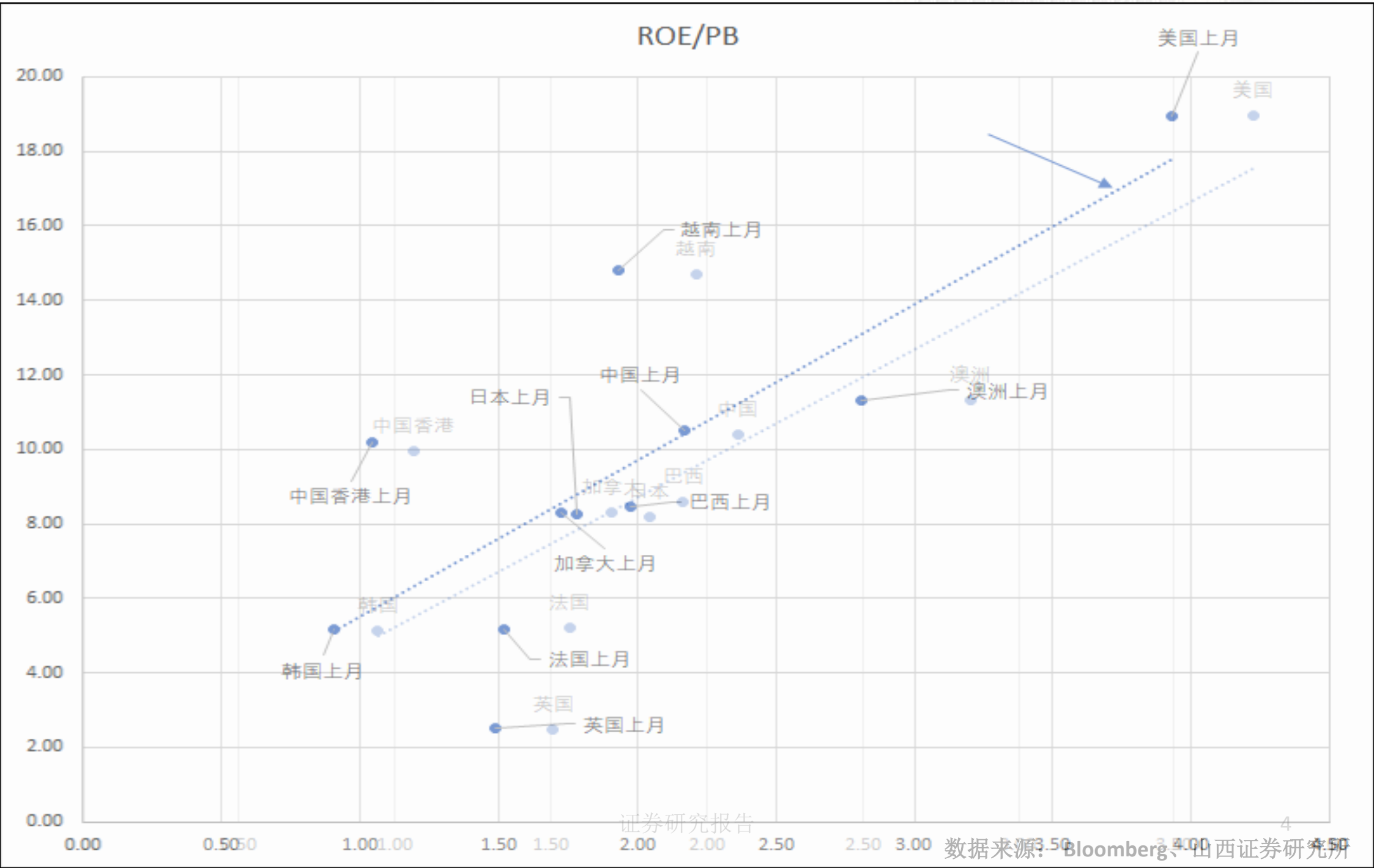
绝对回报:	119.39%
相对回报:	98.84%
本周回报:	0.16%
本月回报:	0.16%
本季回报:	15.25%
本年回报:	92.26%
年化收益率:	130.99%
Alpha:	116.82%
Beta:	0.64
Sharpe:	6.57
日胜率:	55.74%
周胜率:	76.00%
月胜率:	100.00%
最大回撤:	-6.55%
最大连续上涨天数:	6
最大连续下跌天数:	5

数据来源：Wind、山西证券研究所



数据来源：Wind、山西证券研究所

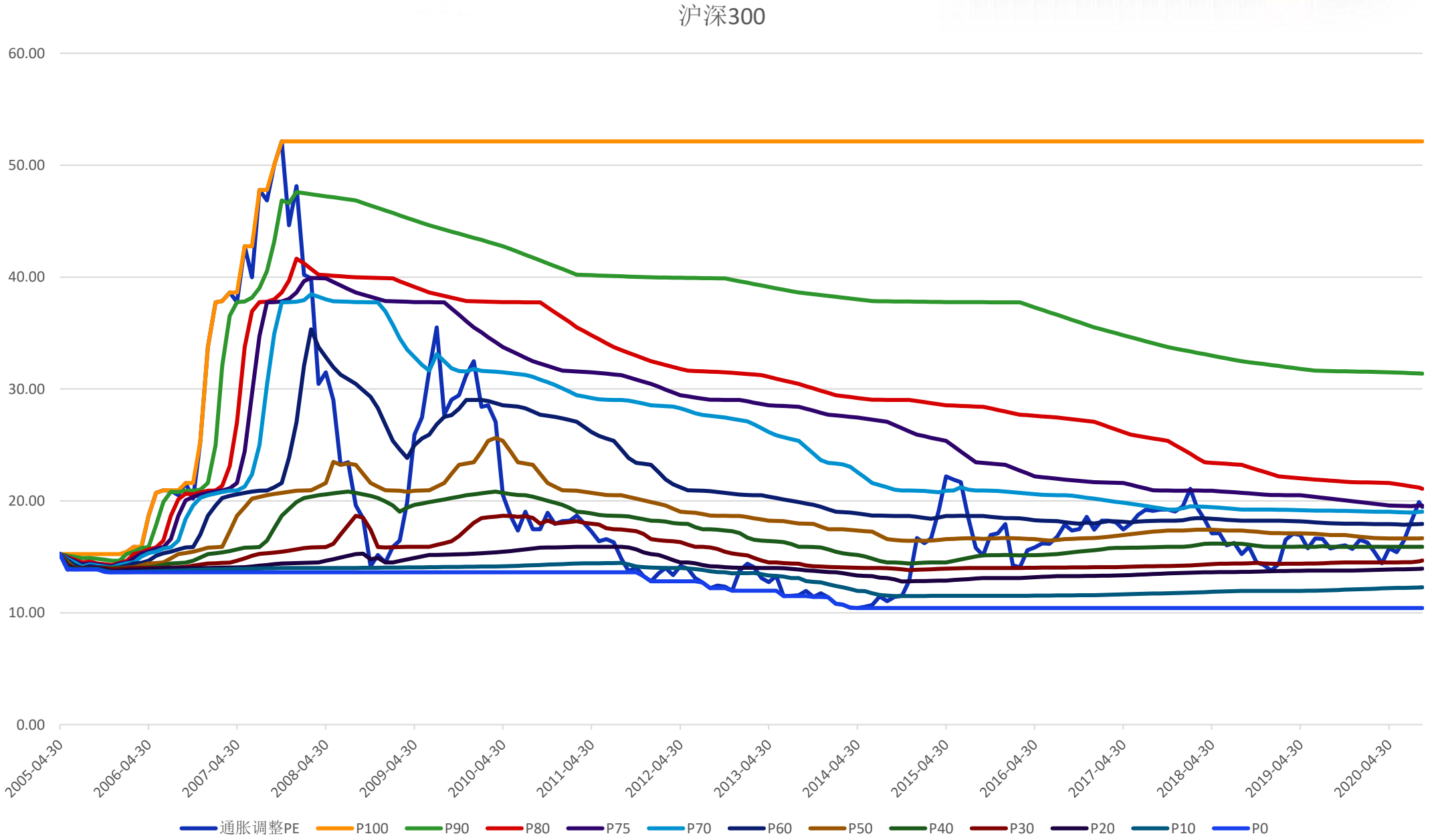
相较上月，全球市场估值与ROE预期背离严重



证券研究报告

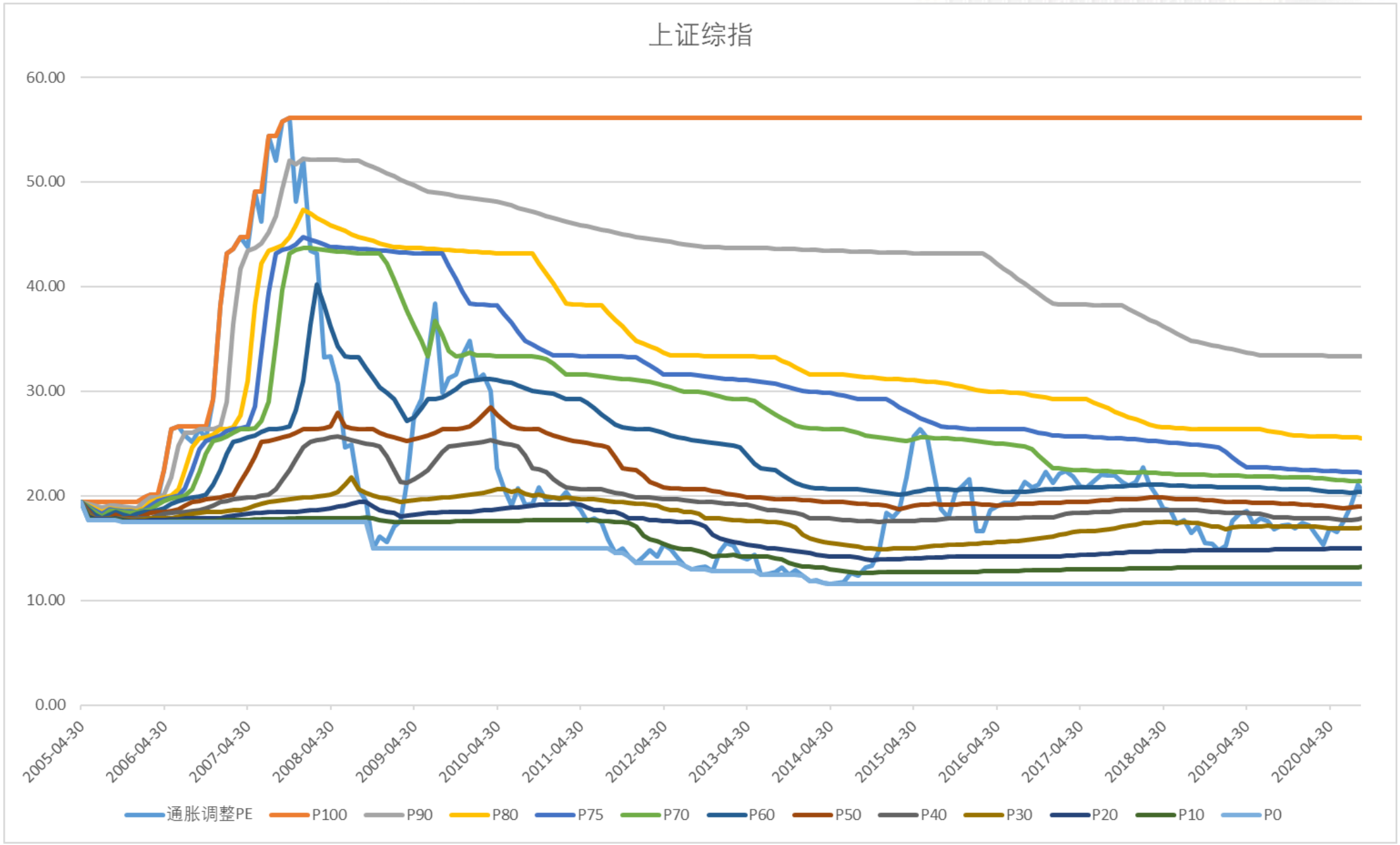
数据来源：Bloomberg、山西证券研究所

沪深300IAPE回落至75分位下方



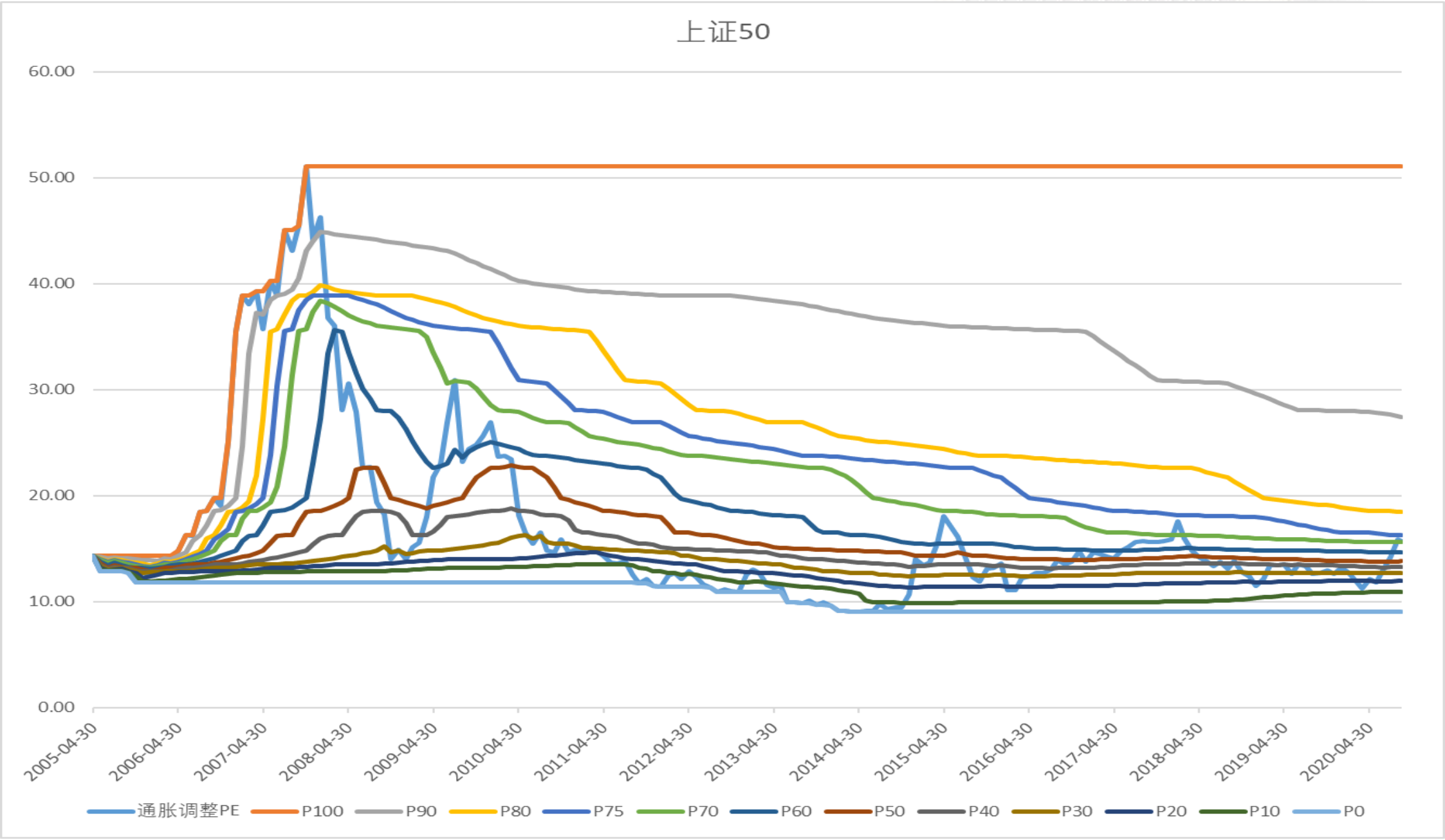
数据来源：Wind、山西证券研究所

上证IAPE回落至60分位



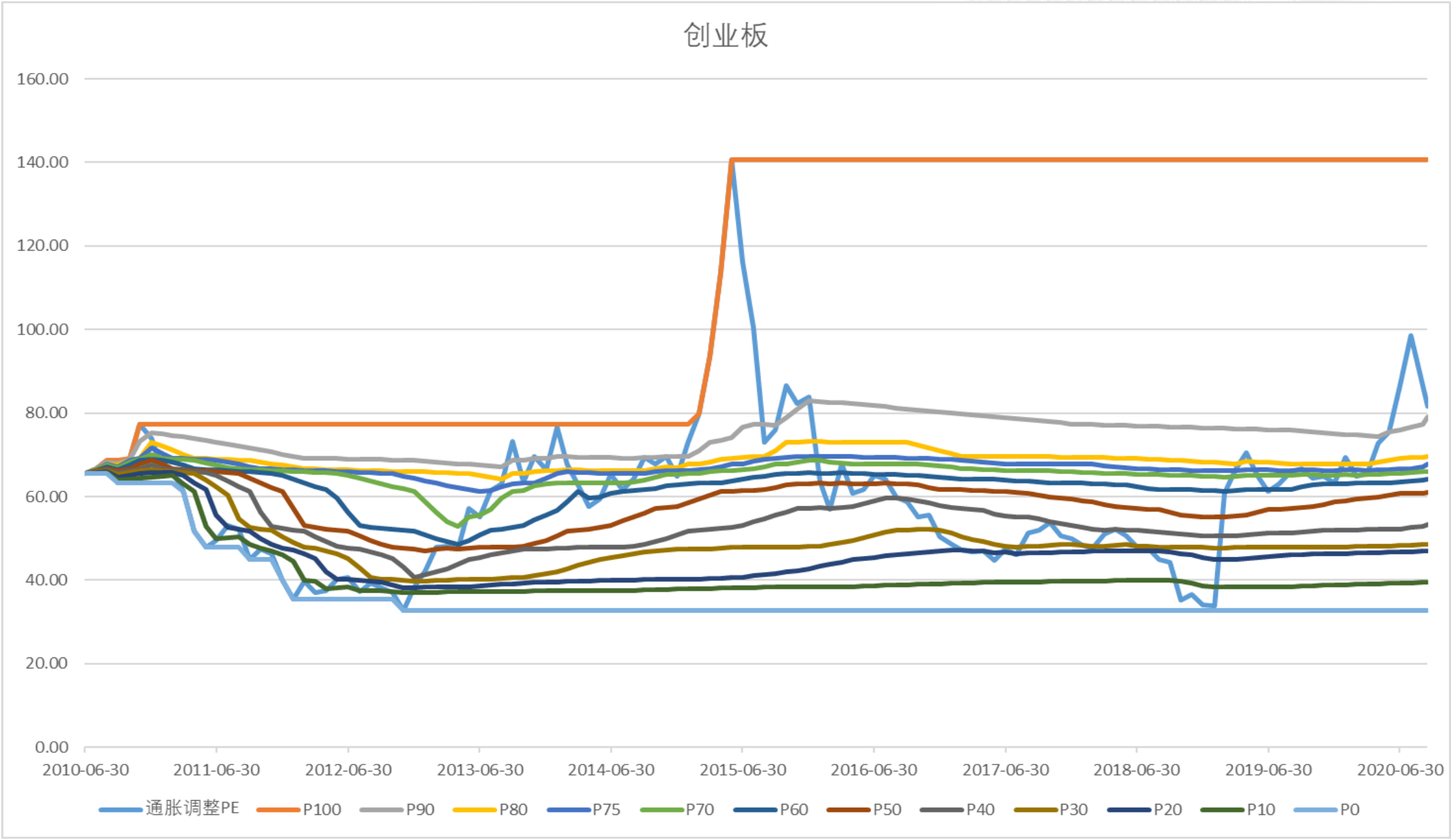
数据来源：Wind、山西证券研究所

上证50IAPE突破警戒区域



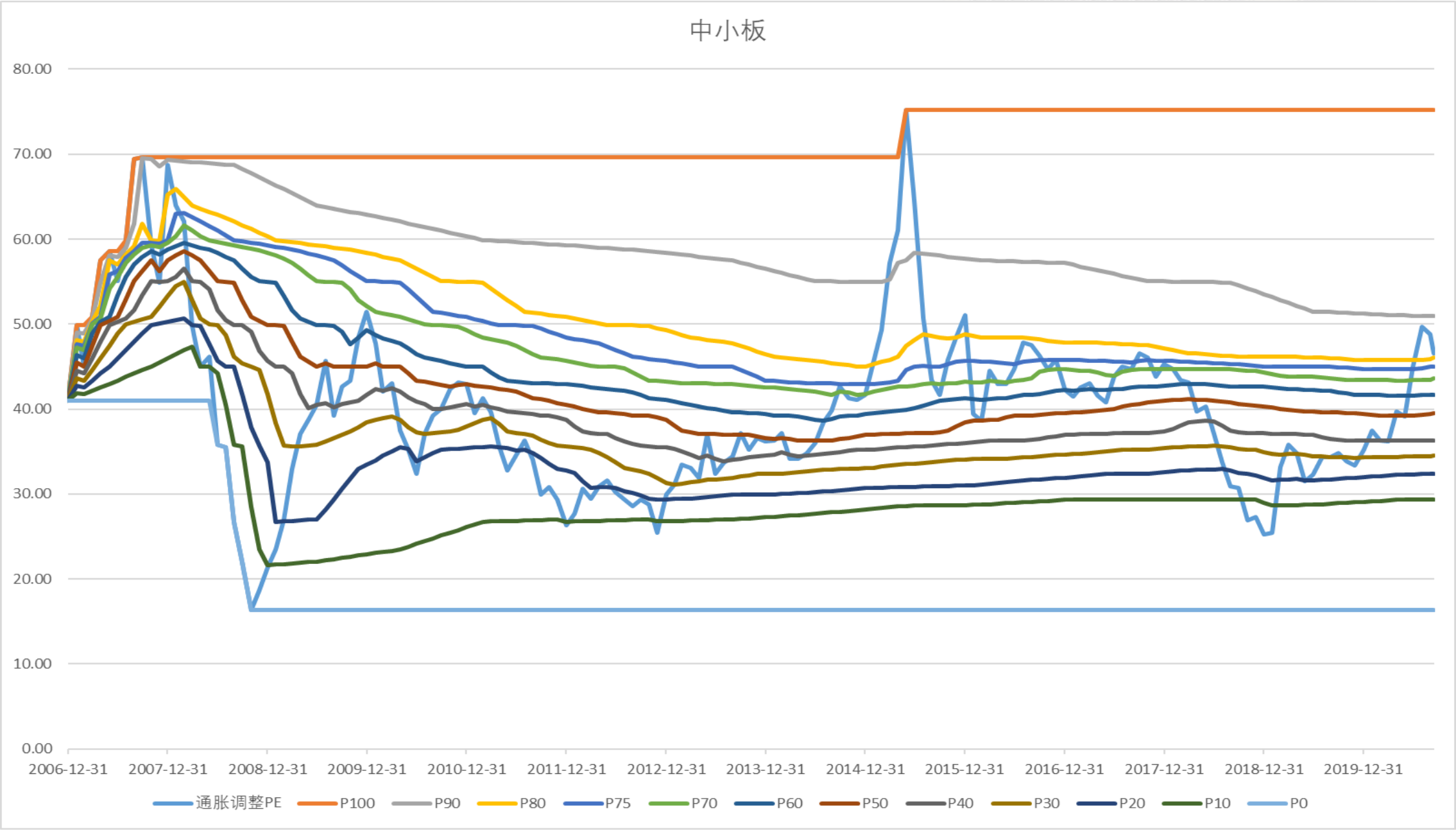
数据来源：Wind、山西证券研究所

创业板估值显著回落，但仍大幅高于警戒区间



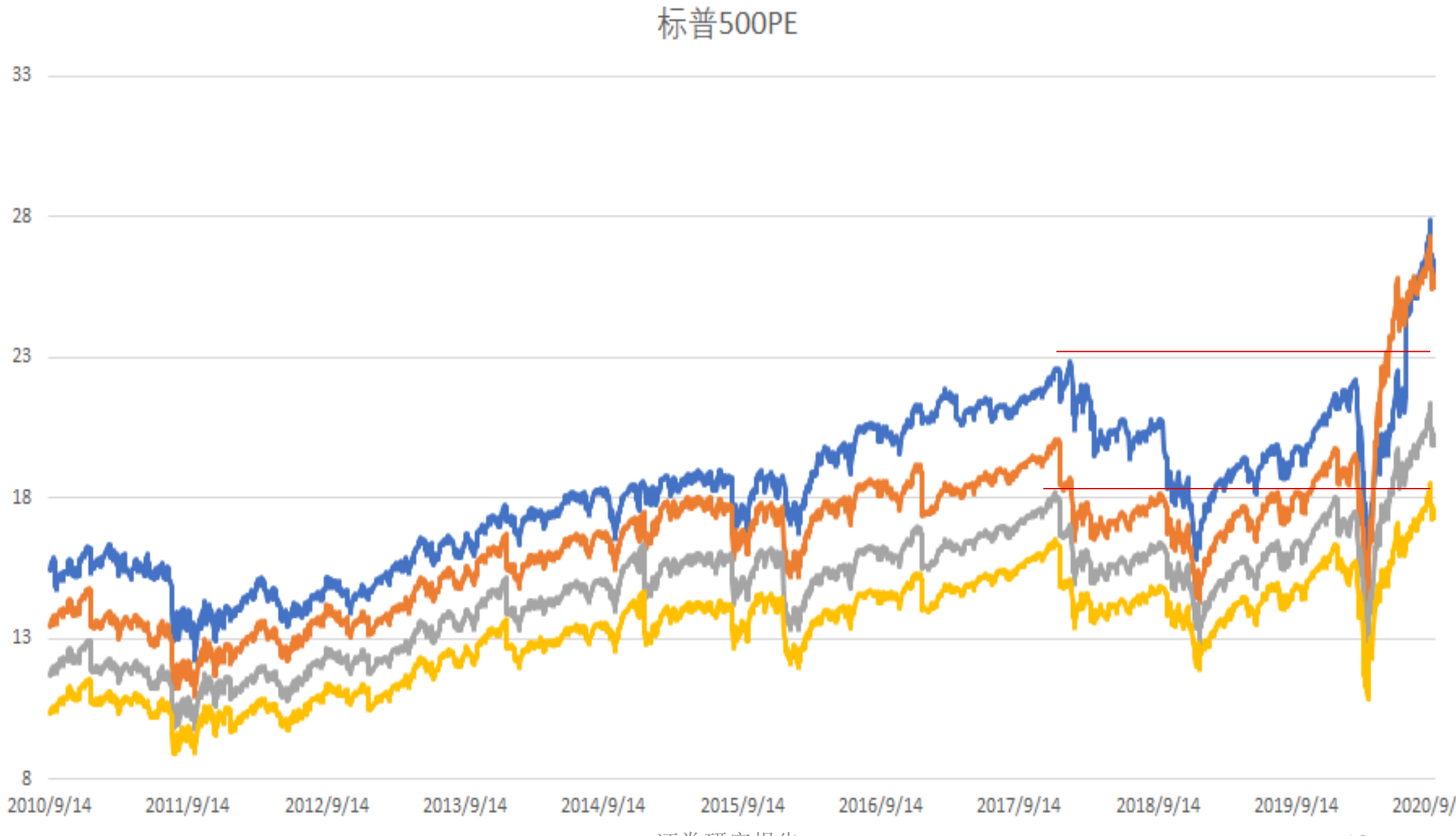
数据来源：Wind、山西证券研究所

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

美股市场估值开始回落



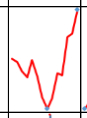
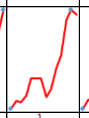
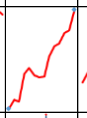
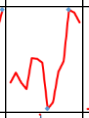
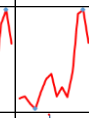
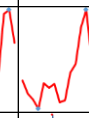
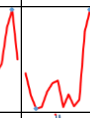
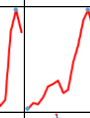
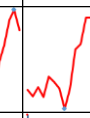
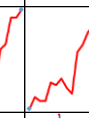
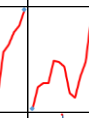
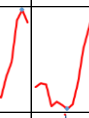
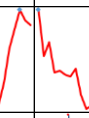
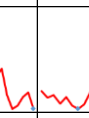
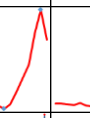
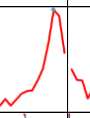
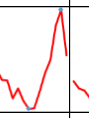
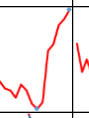
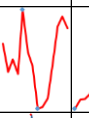
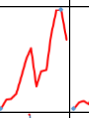
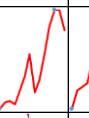
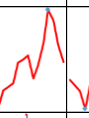
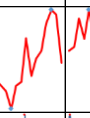
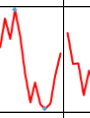
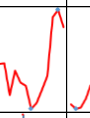
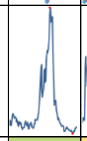
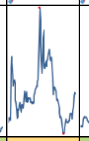
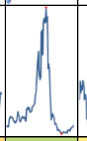
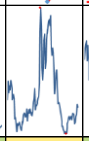
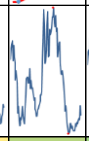
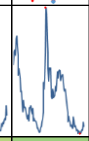
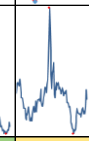
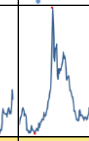
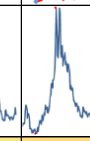
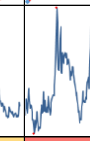
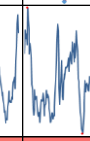
证券研究报告

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.

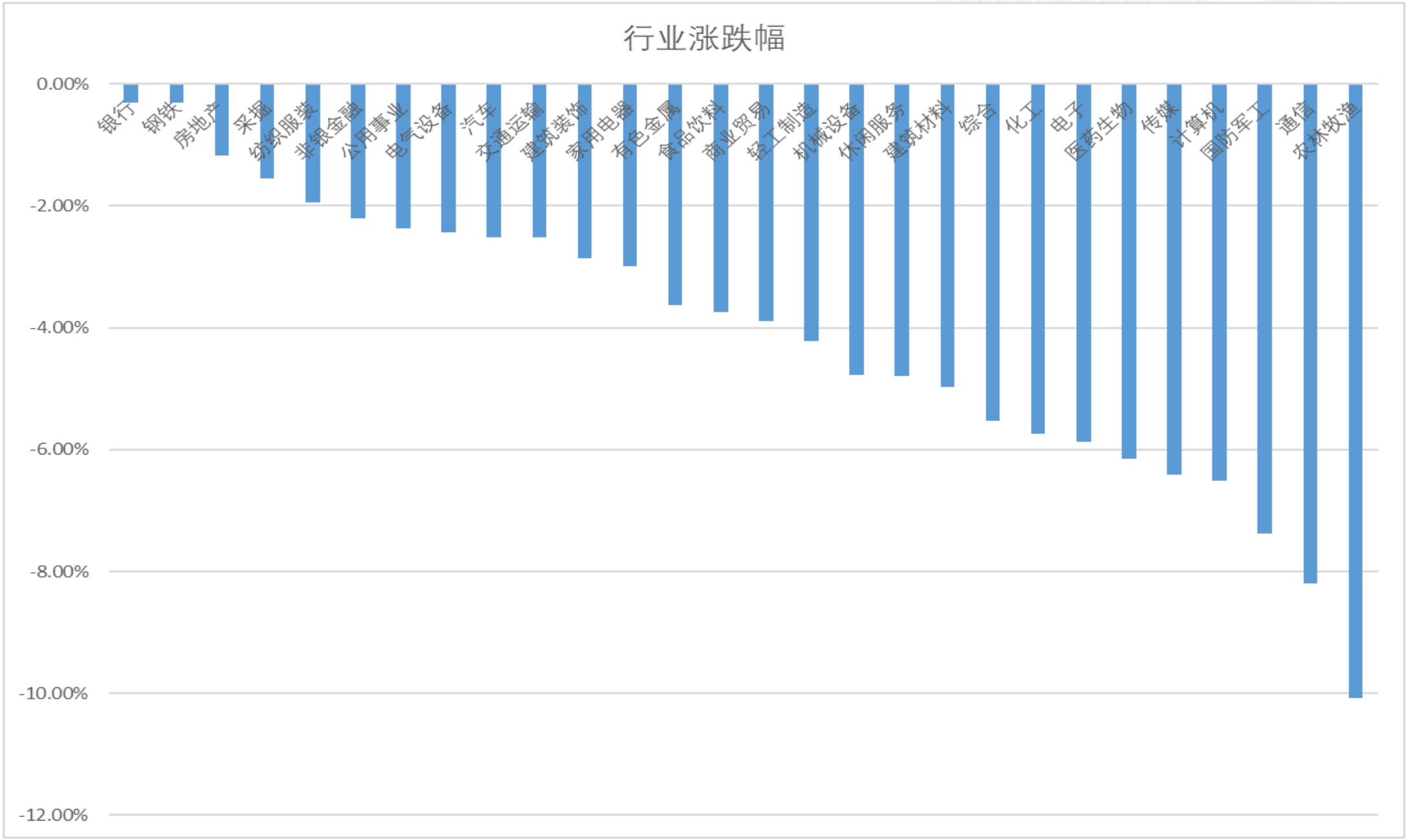
A股行业估值表

	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	15.1	29.9	14.7	43.7	15.4	10.3	39.4	29.2	71.6	27.6	22.7	35.7	27.8	25.6	18.6	45.5	153.4	49.5	20.8	23.9	9.6	52.8	76.3	41.9	40.6	6.5	18.6	40.2
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	153.4	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	18.6	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	30.0%	58.3%	28.3%	51.6%	27.5%	19.1%	54.1%	49.1%	58.3%	95.8%	97.5%	77.5%	27.5%	51.6%	0.0%	98.3%	100.0%	92.5%	37.5%	83.3%	12.5%	61.6%	89.1%	45.8%	39.1%	40.0%	55.0%	45.0%
PB	1.0	2.3	0.9	2.3	2.3	1.0	3.3	2.4	3.2	1.9	3.3	1.9	2.1	1.7	4.1	9.4	6.5	4.8	1.5	1.5	1.3	4.3	4.7	2.9	2.7	0.7	2.0	2.1
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	4.1%	40.8%	25.8%	25.0%	58.3%	5.0%	65.8%	50.0%	58.3%	30.0%	74.1%	27.5%	35.8%	19.1%	75.0%	99.1%	97.5%	83.3%	12.5%	41.6%	6.6%	86.6%	64.1%	22.5%	51.6%	1.6%	54.1%	23.3%



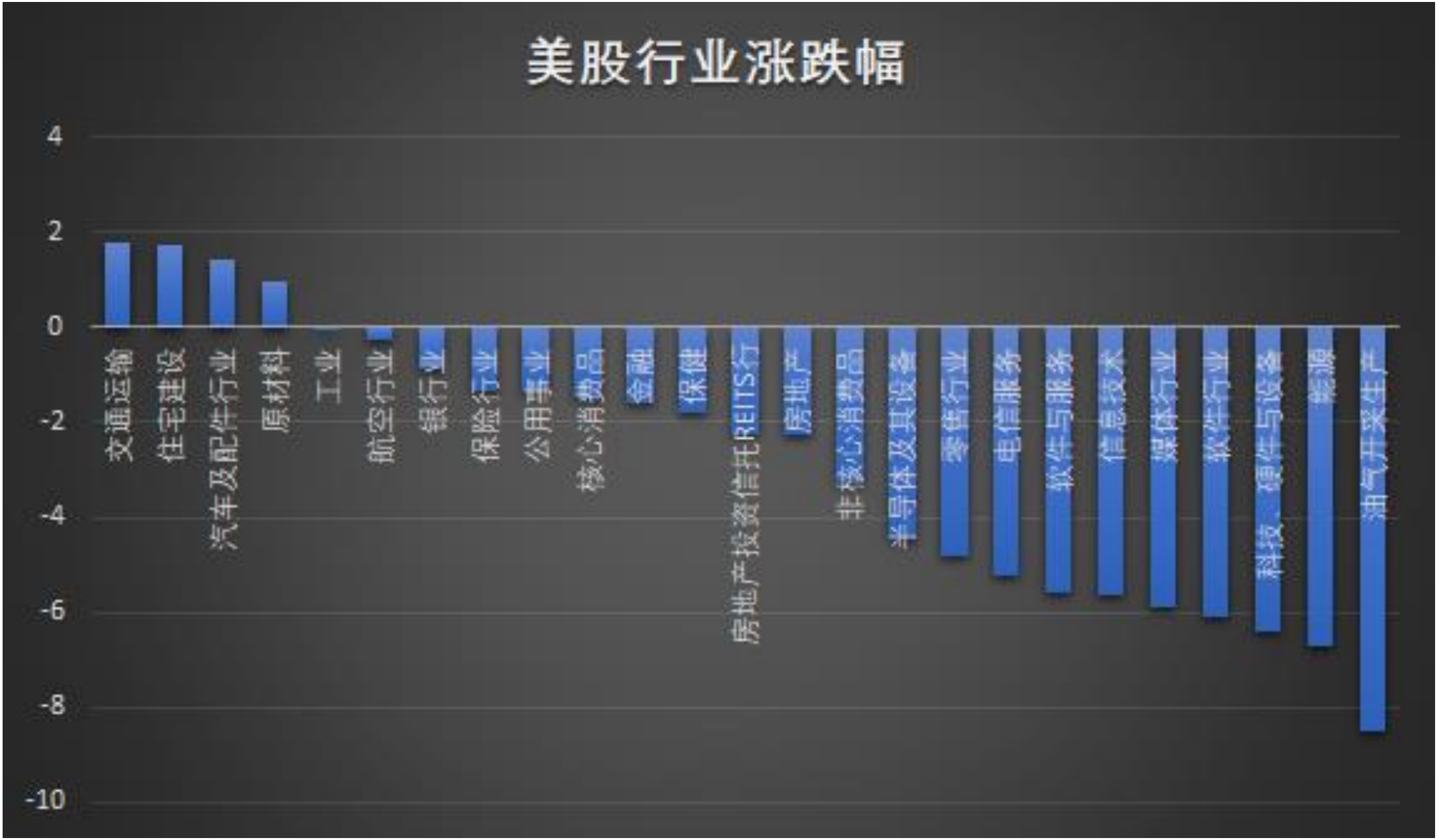
数据来源：Wind、山西证券研究所

申万行业上周全线下跌，顺周期板块防御性得到体现

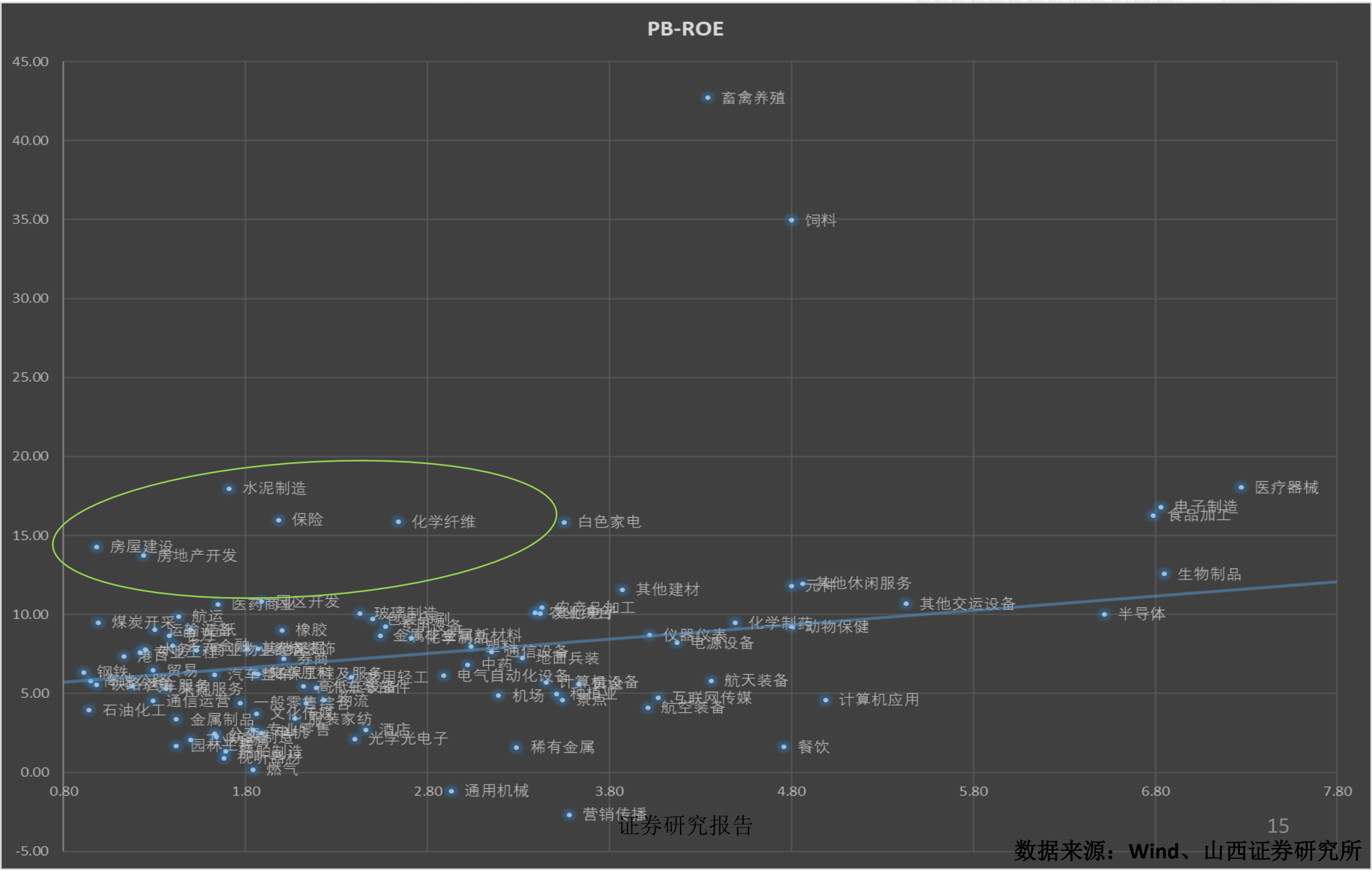


数据来源：Wind、山西证券研究所

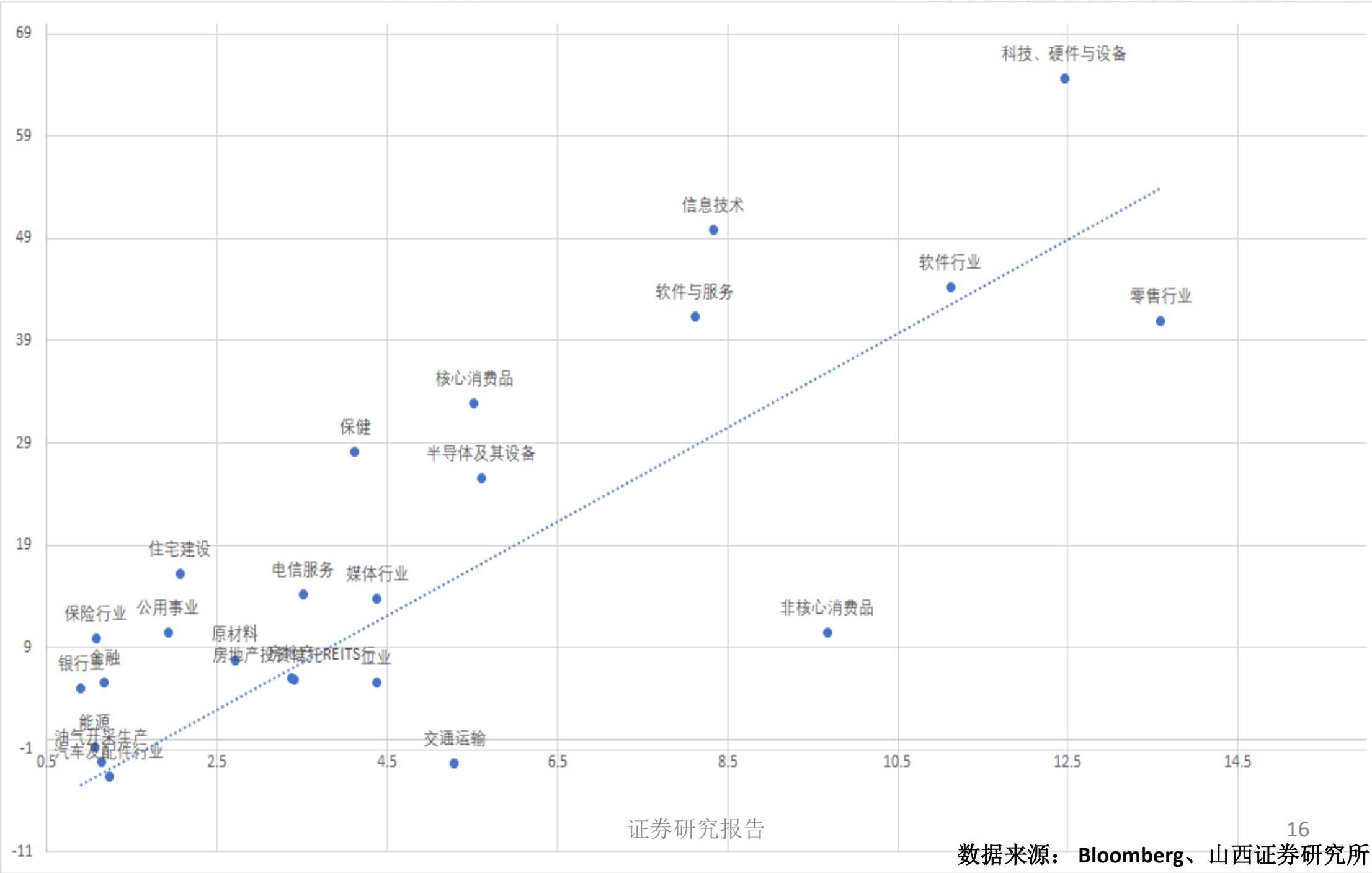
美股行业上周跌多涨少，顺周期板块发力明显



数据来源：Bloomberg、山西证券研究所



数据来源：Wind、山西证券研究所



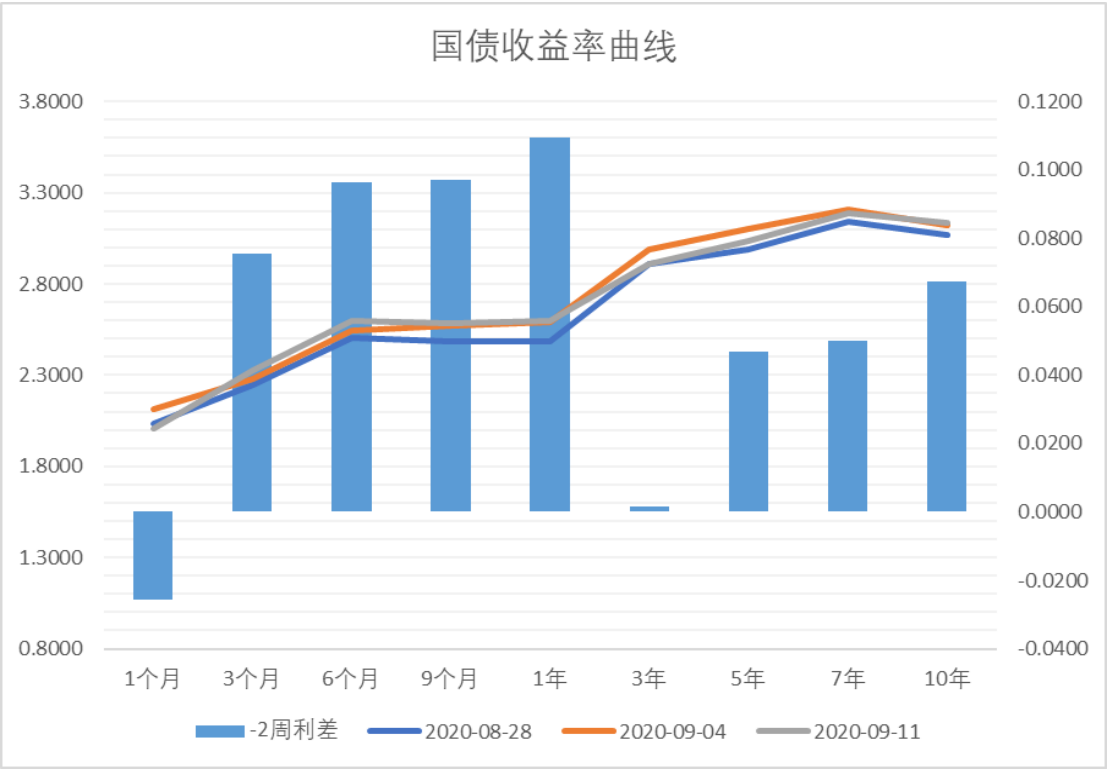
数据来源： Bloomberg、山西证券研究所

货币&流动性

- 数据截止至2020/9/11，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，A股风格暂时预计进入均衡状态。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。

- 央行上周公开市场净投放2300亿元，注入流动性维稳市场。

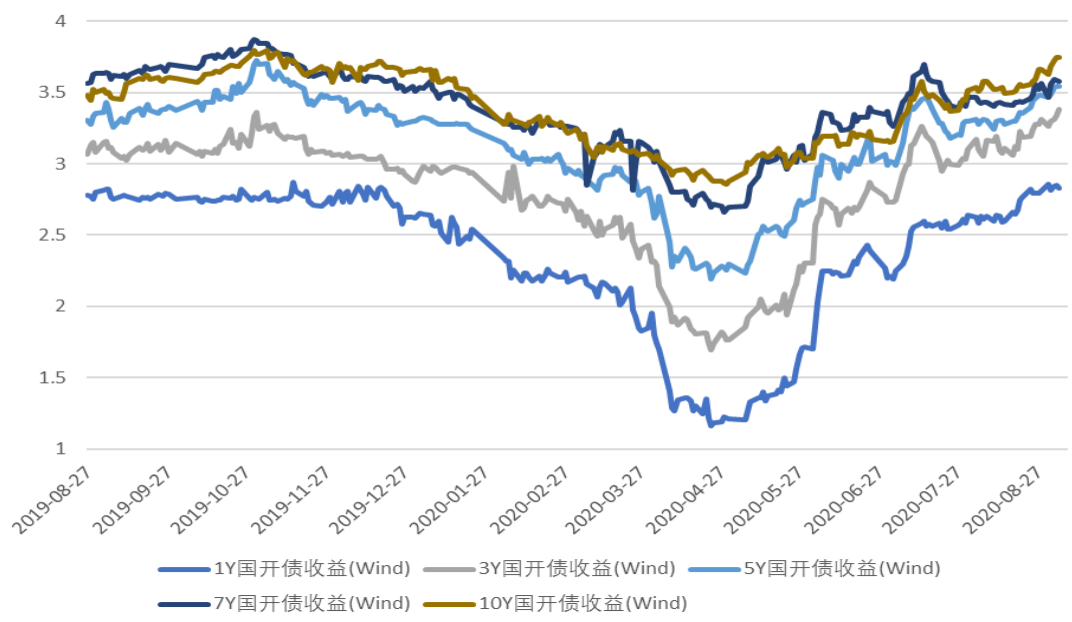
- 短期从期限利差来看仍未有趋势性做多机会。



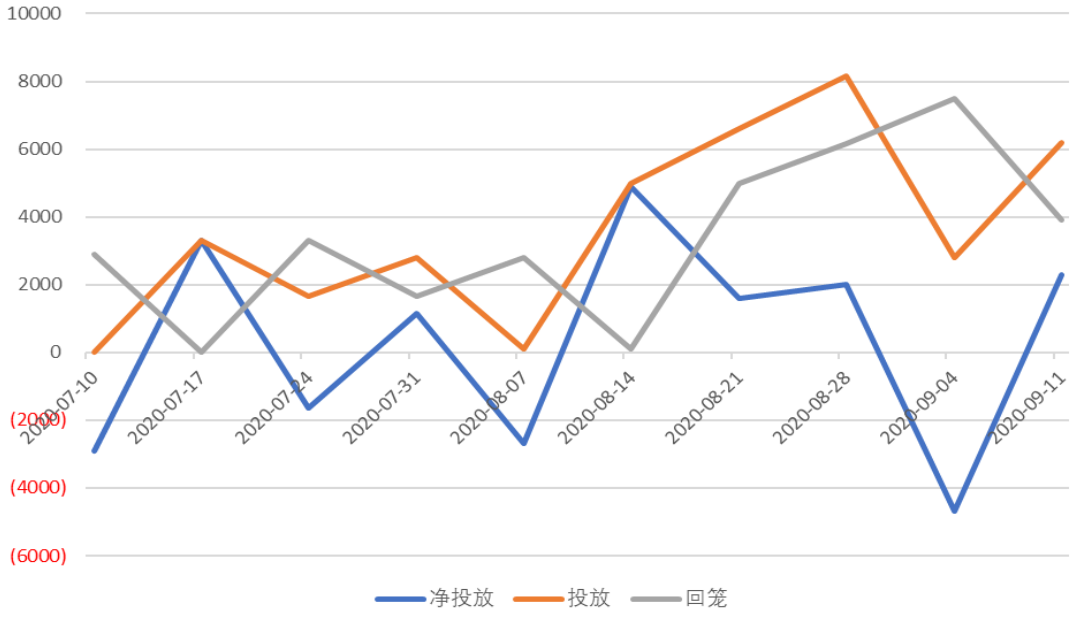


数据来源：Wind、山西证券研究所

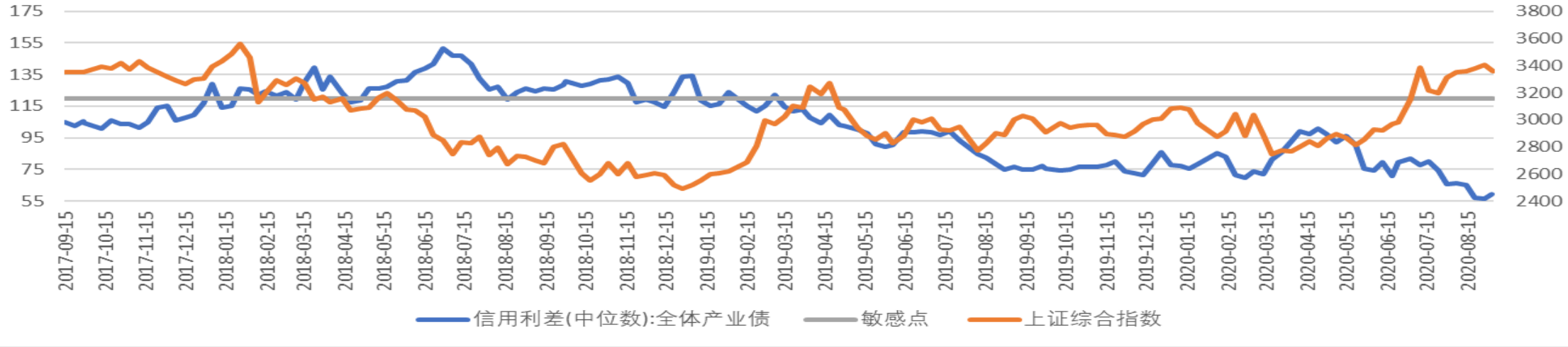
国开债



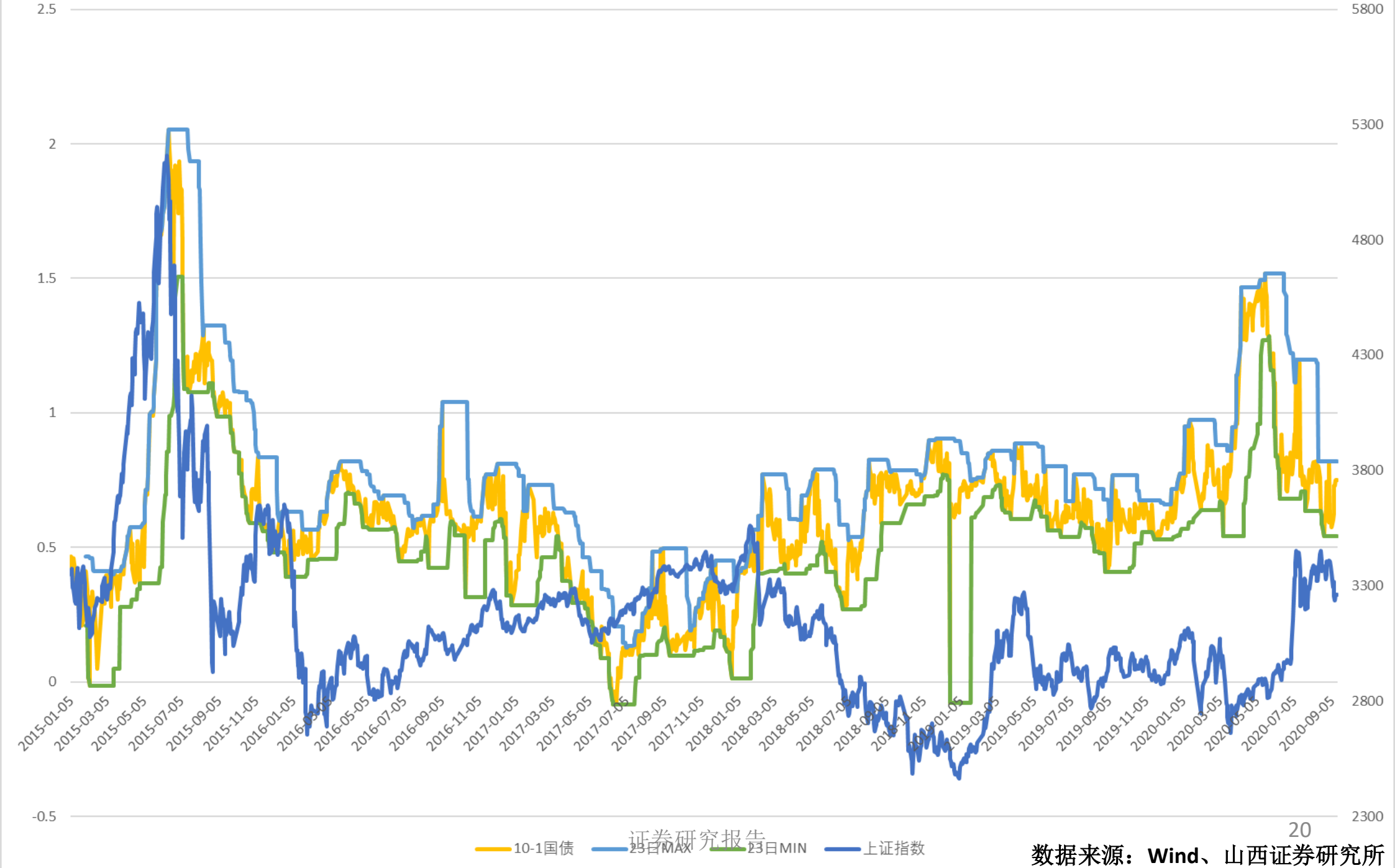
公开市场操作



信用利差&A股



数据来源：Wind、山西证券研究所



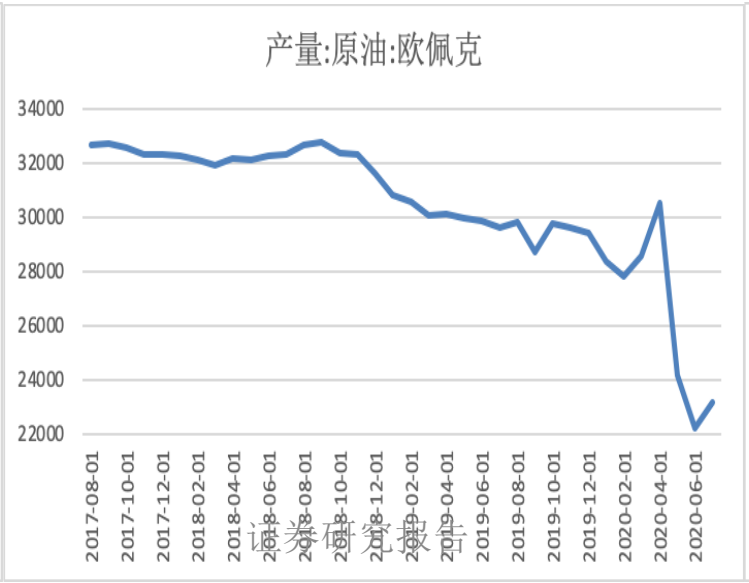
证券研究报告

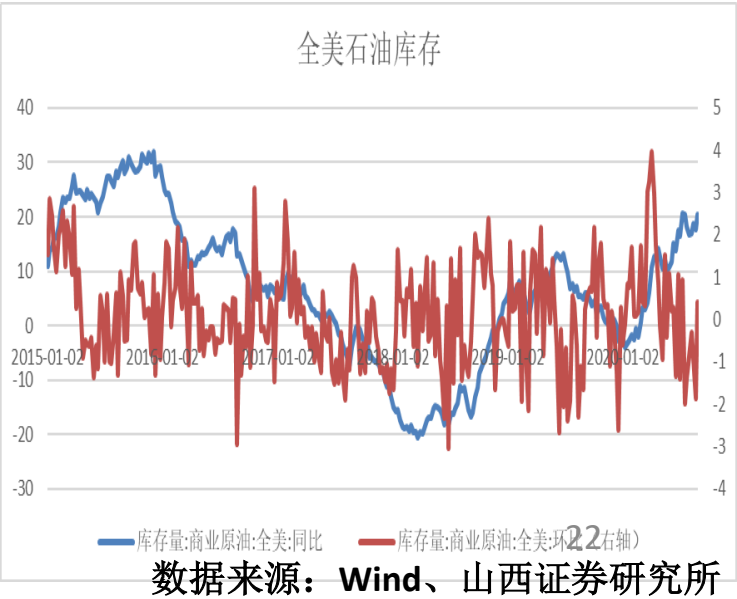
数据来源：Wind、山西证券研究所

上游行业高频数据

- 供给超预期：阿联酋 7 月的石油产量略高于商定的产量上限，且阿联酋承认 8 月也再次超过上限，媒体称其动摇了石油交易商的信心。实际上，此轮减产各国整体的减产态度均较为积极，整体的减产执行率也较为可观，即使伊拉克前期未能完成减产任务也积极表态会在后期进行弥补，但当前的原油市场较为敏感脆弱，且油价震荡长达四个月，因此在市场信心衰减时会进一步放大利空影响。而俄罗斯 8 月石油产量为 986 万桶/日，同比减少 12.8%，环比增加 49 万桶/日。市场对于八月期间 OPEC+减产的完成情况产生怀疑，但从目前库存去化的角度分析，供给的略微宽松平未打破油市的再平衡进程。
- 需求端不确定性较大，美油库存转升。8 月的油价走势依然受到全球经济恢复速度较慢的压制，尤其印度新冠肺炎疫情的发展， 使交易者开始担心未来印度的原油需求。随着气候的变冷，疫情是再次爆发还是疫苗先行推出， 新冠肺炎得到救治仍是目前的不确定性因素。库存方面，美国 9 月 4 日当周 EIA 原油库存增加 203.3 万桶，预期减少 300 万桶，前值减 少 936.2 万桶，正式结束了六连降。这或与当周炼厂开工率再度下降，需求减少有一定关系。 后期需要进一步观注库存的变动，来查看当前基本面是否有逻辑上的转变。
- 油市处于供给收缩，需求缓慢回暖的状态，但回暖过程中却面临着中美关系、疫情二次 爆发等不确定的影响。预计油价的波动或开始加大，震荡幅度拉宽。



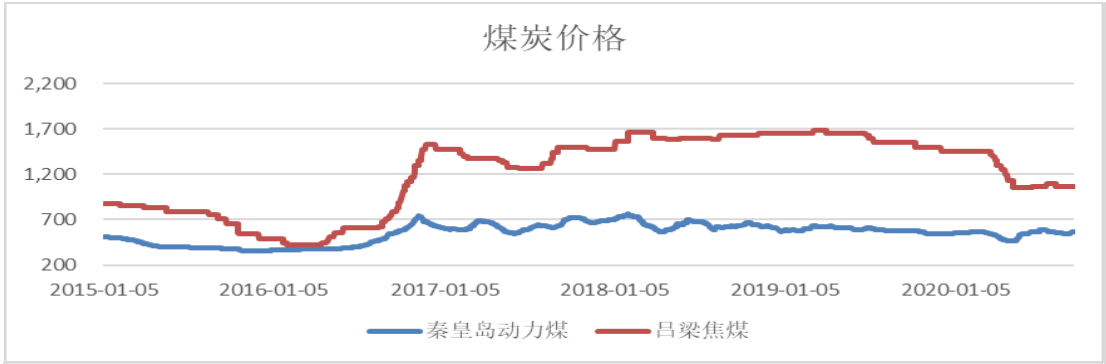


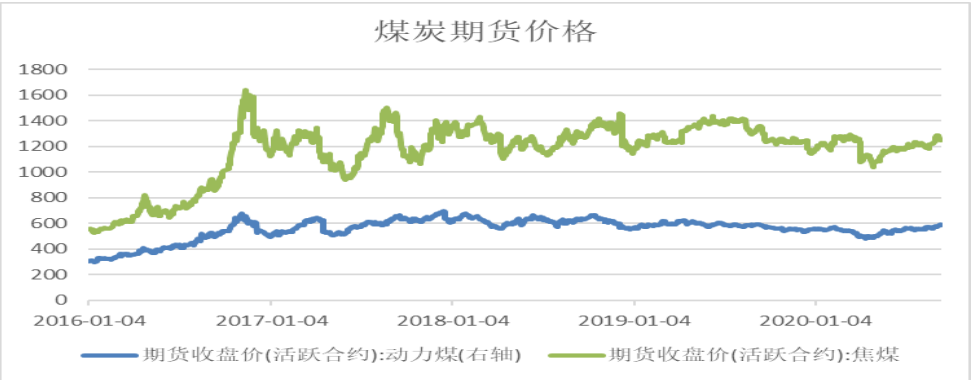


证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 本周产地煤价稳中有升，供暖用煤需求提升有望支撑坑口煤价。陕西榆林动力块煤（Q6000）坑口价435.0元/吨，周环比上涨5元/吨。月初煤管票额度宽松，但仍未多发。产地大矿主要保长协铁路发运，受制于倒挂压力和煤管票严控，贸易发运不足，但临近北方采暖季供暖用煤需求提升，支撑坑口煤价。
- 脱轨影响调入仍未消退，下游拉运积极性维持，港口煤炭继续去库。本周国内重要港口库存小幅减少，周内库存水平均值977.32万吨，较上周的1016.37万吨减少39.05万吨，周环比下降3.84%。
- 焦炭焦煤板块：焦炭方面，截至9月8日，山西晋中二级焦价格报1700元/吨，周环比上涨50元/吨，月环比上涨110元/吨。受焦化厂开工维持高位以及焦化利润居高不下等因素的影响，焦化厂采购积极性开始增加，焦煤需求好转，库存有所下降，部分地区价格有所好转，后市预计稳中向好。
- 我们认为，当前正处在煤炭经济新一轮周期上行的初期，基本面、政策面、公司面共振，现阶段配置煤炭板块正当时。供给方面，产地受煤管票、煤炭资源领域专项整治以及近期推进的安全环保检查的影响，整体供应将持续受到限制，进口煤管控措施未出现放松迹象。需求方面，当前经济复苏态势延续，8月以美元计价的中国出口同比增长9.5%（环比+2.3个pct），好于市场预期,结构上疫情相关物资出口继续回落，与疫情关联度较小的传统正常外需在持续较快恢复。





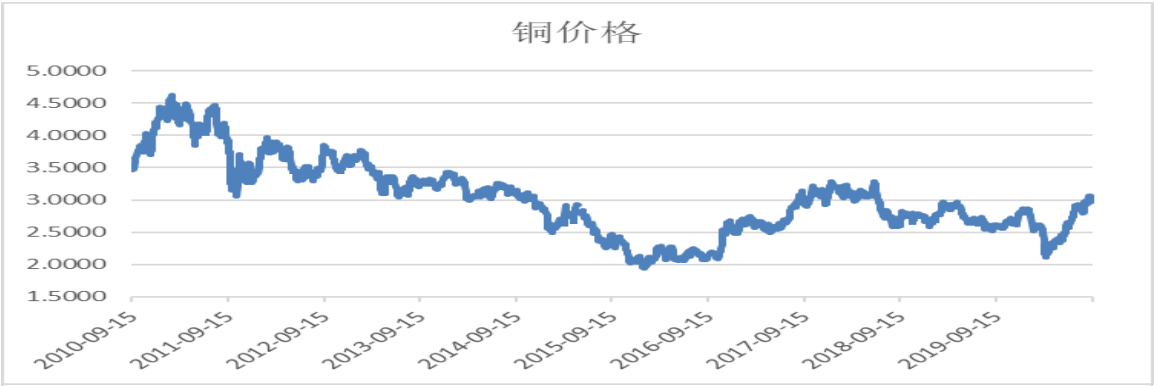


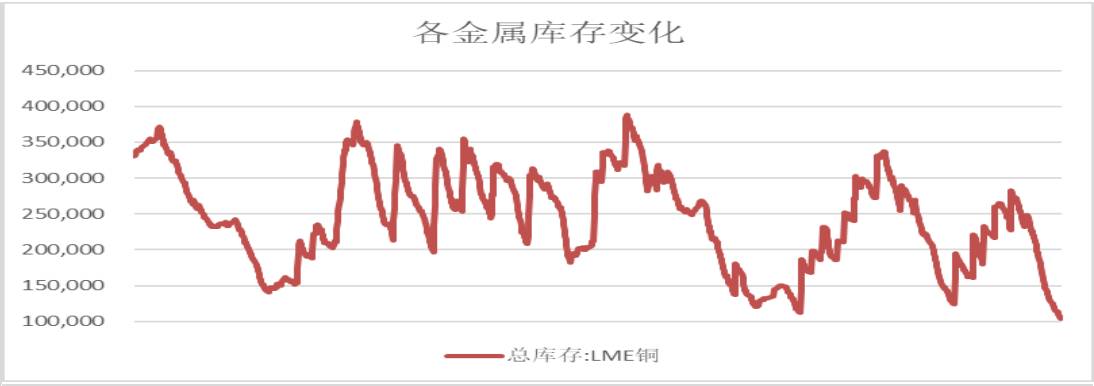


证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 金属行情方面，伦铜收盘价6715.00美元/吨（0.07%），上期所铜收盘价51680.00元/吨（0.54%）；伦铝收盘价1775.00美元/吨（-0.64%），上期所铝收盘价14235.00元/吨（-0.35%）；伦铅收盘价1891.50美元/吨（-4.08%），上期所铅收盘价15000.00元/吨（-3.38%）
- 小金属方面，四川电池级碳酸锂维持上周报价，为39000元/吨，青海工业碳酸锂小幅上涨1.52%至33500元/吨。镝铁报价周跌3.37%至172万元/吨。贵金属方面，COMEX金价周跌1.72%至1940.90美元/盎司。
- 宏观及市场方面，已公布的中国8月社会融资规模增量为3.58万亿元，大幅超于预期（2.66万亿元）。经济整体继续回暖，市场风险偏好有望提振。
- 行业方面，9月10日，铝锭十二地库存80.20万吨，较上周同期上升0.94万吨。虽然上期所铝价小幅回调，根据模型测算，吨铝盈利仍维持在1185元/吨，处于历史高位。
- 能源金属方面，一方面，8月新能源汽车产销分别为10.6、10.9万辆，同比分别增长17.7%和25.8%。本月新能源汽车产销刷新了8月历史记录。新能源汽车市场回暖明显；另一方面钴收储以及港口原料库存紧张均有望支撑价格走强。维持钴、锂中长期配置的投资建议。



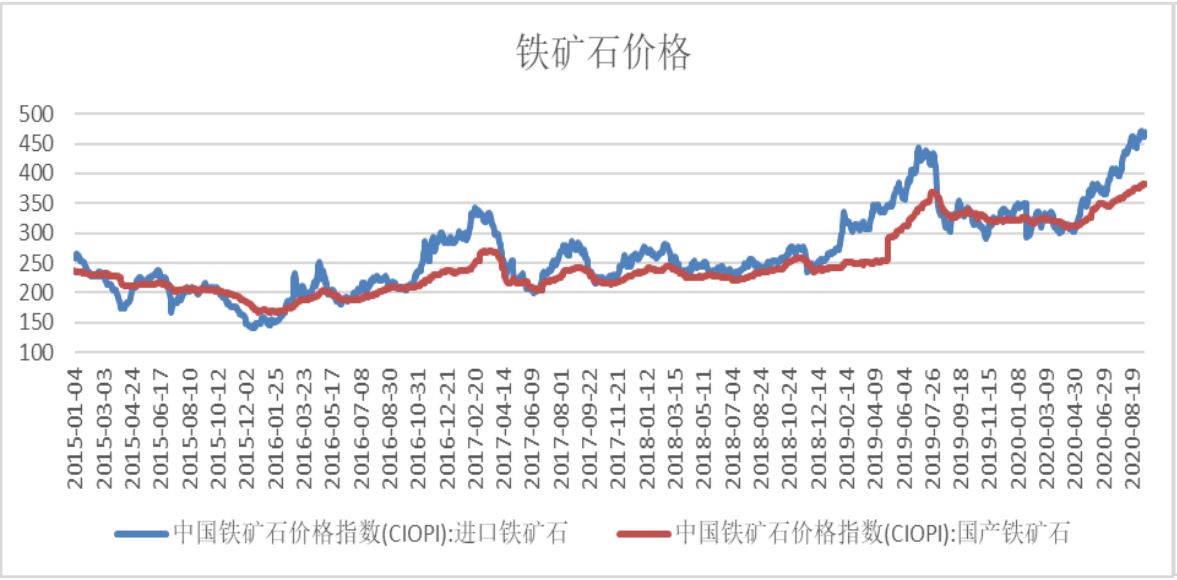


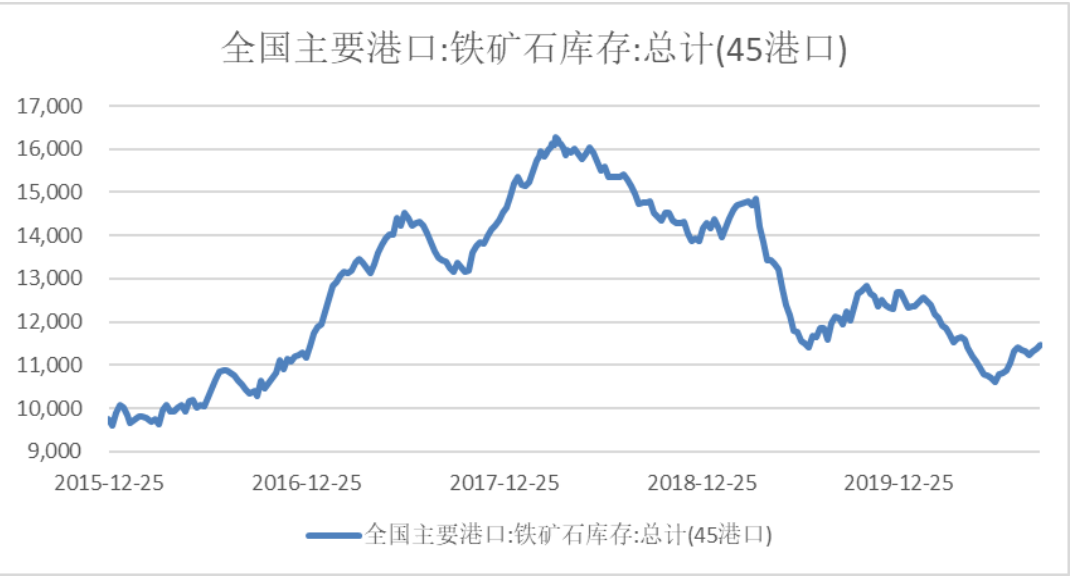




证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所





数据来源：Wind、山西证券研究所

中游行业高频数据

中游行业：钢铁处于增收不增利阶段

山西证券 SHANXI SECURITIES

- 钢价跌0.86%，矿价跌1.44%。本周Myspic综合指数下跌0.86%，长材价下跌0.56%，扁平材价下跌1.20%；铁矿石综合指数下跌1.44%，唐山铁矿价格环比上涨0.99%，PB粉矿下跌1.69%.u高炉产能利用率下跌0.21pct。本周同口径的高炉产能利用率环比减0.21个百分点至94.31%；电炉产能利用率为60.70%，环比增0.73个百分点；本周经销商钢材库存上涨0.16%。
- （1）钢铁行业继续增收不增利：上海螺纹跌0.27%、热卷跌2.91%、青岛港澳大利亚PB粉矿跌1.69%、上海冶金焦价格涨2.59%，模拟的钢铁加权毛利回落至146元/吨，是2017年以来非常低的水平；（2）全国高炉产能利用率连续第4周环比下滑至94.3%，仍是2015年以来的高位；（2）钢板料和福建料的价差本周为60元/吨，连续第24周不高于120元/吨。
- 板块观点：钢铁板块相对于上证指数的PB比值从两周前的0.55（历史最低点是2014年初的0.52）攀升至本周五的0.58，目前市场对风格切换的关注度在显著升温。倾向于认为，从流动性变化的角度（BCI中小企业融资环境指数在本月出现了高位环比下滑），钢铁板块的吸引力在提升，但是从景气趋势的角度，钢铁板块仍难有明显的投资机会。







数据来源：Wind、山西证券研究所

- 长三角熟料价格第三轮上调，广东水泥酝酿涨价。9月上旬，水泥需求温和提升，价格继续保持上行趋势。9月10日安徽沿江地区厂家继续通知上调熟料价格30元/吨，为水泥涨价提供坚实支撑，预计9月下旬将迎来新一轮的上涨。9月8日，粤东梅州主导企业塔牌熟料价格通知上涨15元/吨，加之前两轮累计上调35元/吨。主导企业熟料价格上调对中小粉磨站采购成本造成直接影响，有利于稳固当地中小粉磨站水泥价格。8月底，粤北、粤西及珠三角区域熟料价格报涨20元/吨。随着后期晴朗天气增多，广东水泥市场核心区域的熟料价格有望在9月中旬再次上涨，水泥价格也将打开上行通道。1）价格：根据数字水泥网，本周全国水泥均价426.50元，同比-1.2%，环比+0.4%。价格上涨地区为江苏、安徽、河南、湖北和广西等地，上涨幅度20-30元/吨，长三角沿江熟料价格第三轮上调30元/吨；下跌区域主要是云南文山，下调50元/吨。2）库存：本周全国水泥平均库存53.69%，同比-1.13pct，环比-0.88pct。80个城市中，2个城市库存增加，13个城市库存改善。3）出货：本周全国水泥平均出货86.96%，同比+4.84pct，环比+0.20pct。74个城市中，2个城市出货下降，变化幅度均为10pct；7个城市出货上升，变化幅度均为5pct。
- 本周国内浮法玻璃价格大稳小动，整体产销情况平平，局部区域走货放缓。国内浮法玻璃现货平均价93.95元/重量箱，较上周五环比上涨0.02%。华北价格稳中小幅上涨，整体产销平稳，沙河厂家库存降至292万重量箱；华东市场报价以稳为主，个别厂价格略有下调，但整体影响不大，市场走货略显一般，多数厂库存小增；华中市场稳价运行，产销情况一般，部分企业库存小增，下游随用随采为主；华南涨跌互现，出货减缓较明显，部分中低档玻璃厂家产销率偏低；上周成都厂家提涨后，西南川渝部分厂跟涨，出货相对平稳；西北个别厂价格涨幅明显，市场整体走货稍有放缓；东北地区交投淡稳，下游补货谨慎，企业稳价操作居多。





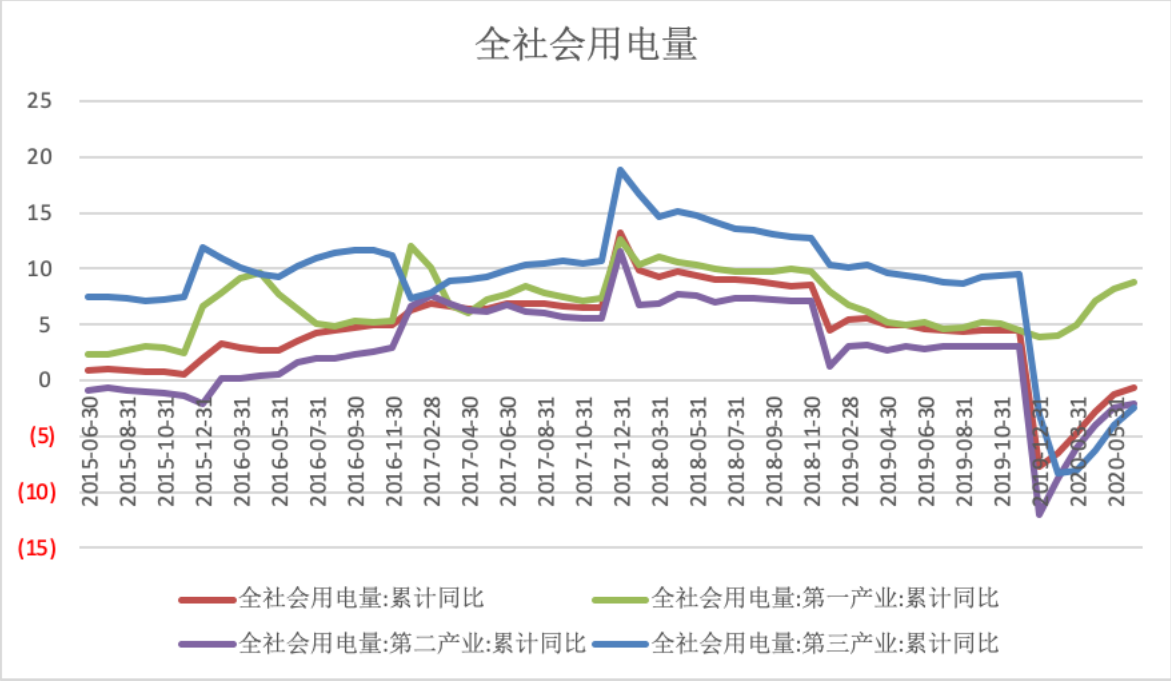
证券研究报告

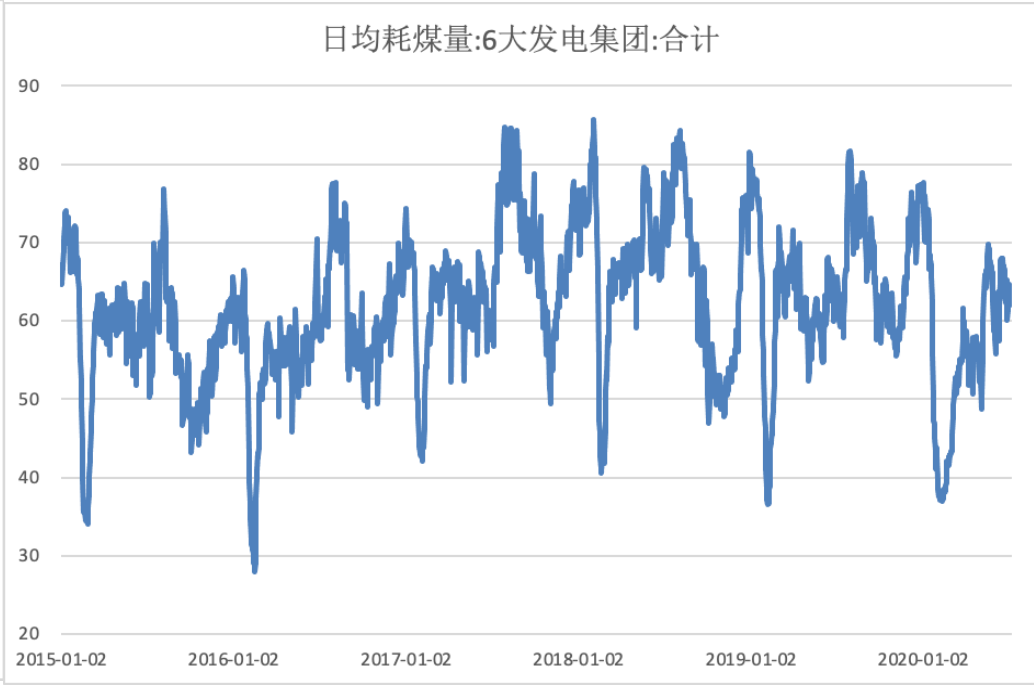
数据来源：Wind、山西证券研究所

- 生产生活秩序持续恢复，7月用电量增速2.3%：7月份，全国全社会用电量6824亿千瓦时，同比增长2.3%。1-7月份，全国全社会用电量40381亿千瓦时，同比下降0.7%，降幅持续收窄。

- 7月用电量增速在6月明显回暖（+6.3%）的基础上呈现持续修复的态势。7月用电量增速放缓的原因是第二产业增速受洪灾叠加高基数背景影响转负，同比下降0.7%，增速下降5个百分点，第一产业电量85亿千瓦时，同比增加11.6%，第三产业用笔增长5.3%，增幅略降1.7个百分点，居民用电增速取得13.8%的同比增长。

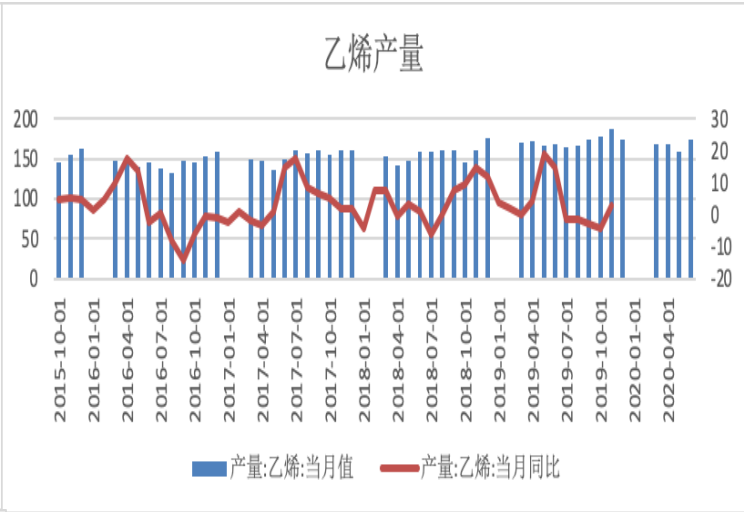
- 7月发电侧表现分化，水电增速稳定，火电增速由正转负：1-7月份，全国规模以上电厂发电量40451亿千瓦时，同比下降0.9%。七月份，水电1456亿千瓦时，同比增长6.1%；火电4431亿千瓦时，同比下降0.7%；风电发电量256亿千瓦时，同比增长23.2%；核电同比增长6.7%，回落6.9个百分点。

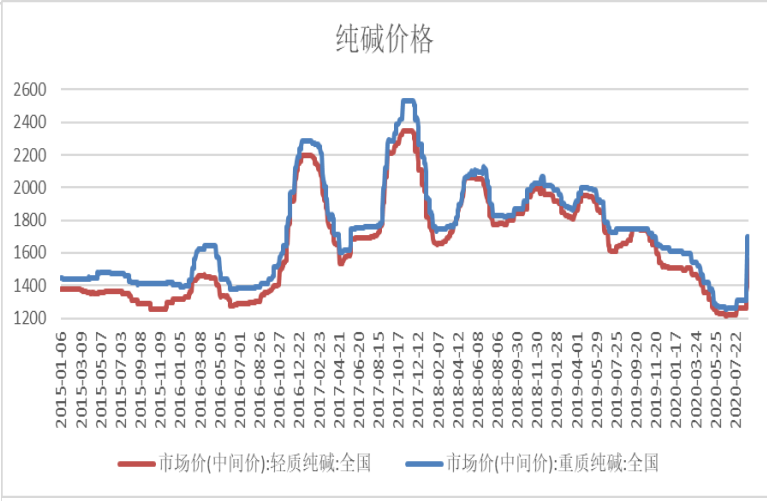




数据来源：Wind、山西证券研究所

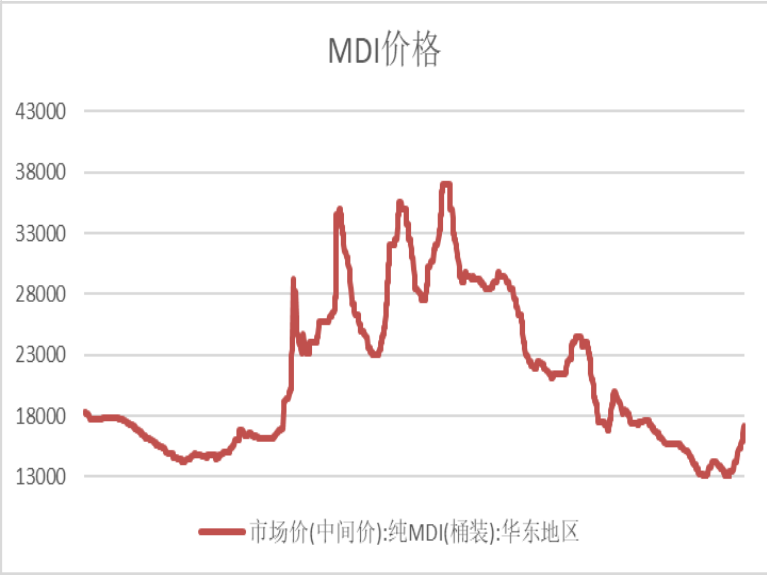






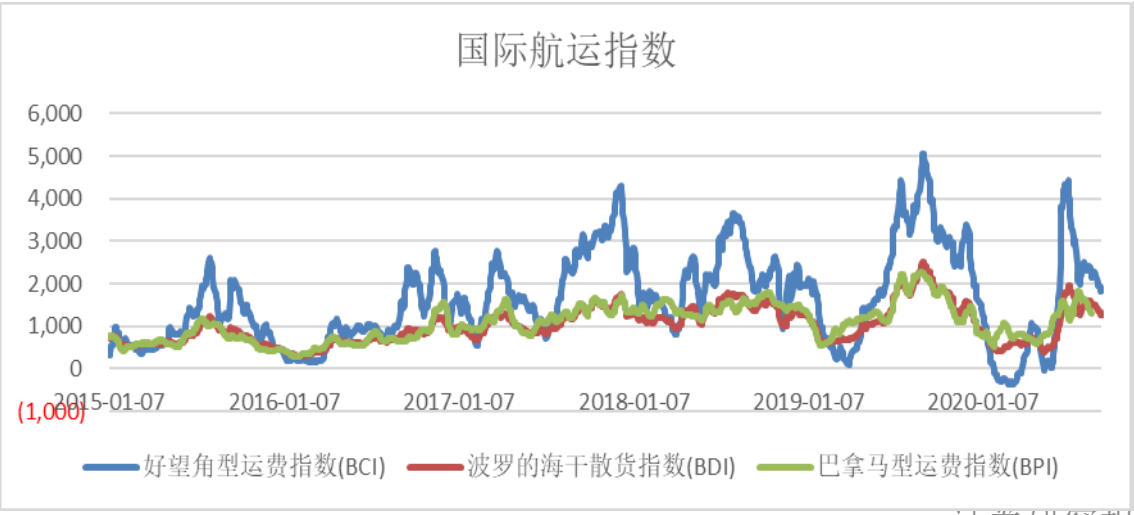


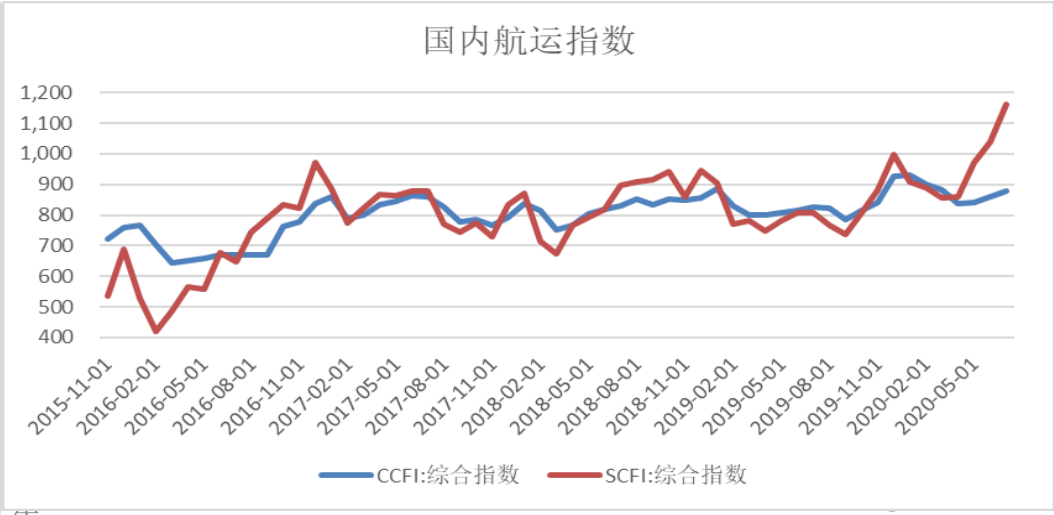




数据来源：Wind、山西证券研究所

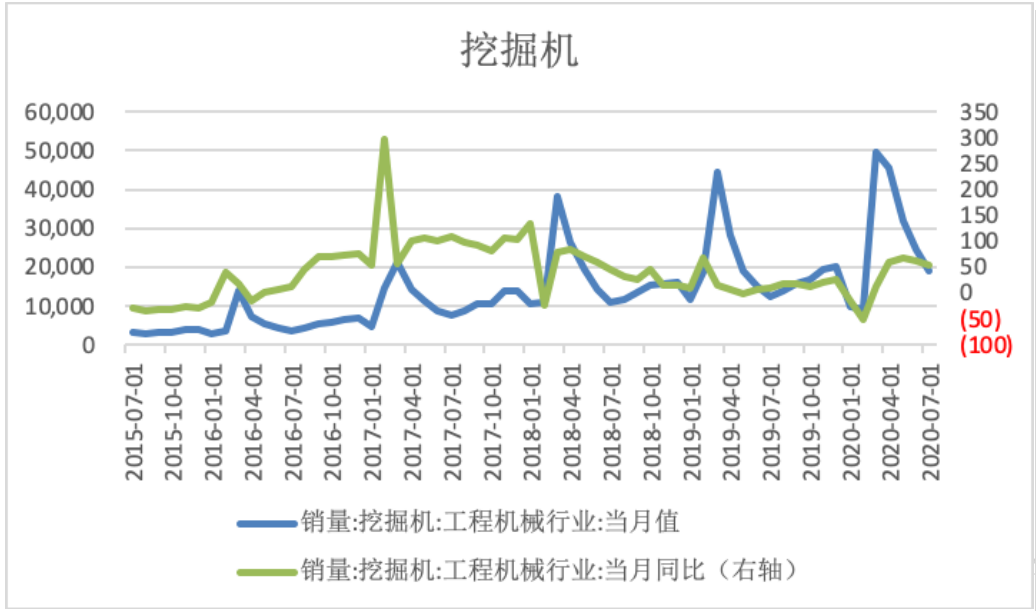
- 航空：1）同比看：9月三大航航班量同比降幅收窄至14%，春秋、吉祥分别实现8.7%、2.4%的增长，华夏航空受此前新疆疫情影响同比微降1.8%，目前处于恢复中。恢复率看：9月三大航航班量恢复至疫情前84%，吉祥95%，春秋与华夏实现增长，分别增长5%及1%。2）热门线：9月以来京沪线日均航班量超过疫情前11%，受到华南地区天气因素影响，沪广、沪深为疫情前的85%，京深为73%。3）航空公司：7月春秋客座率升至80%以上，其他上市航司升至70%以上；4）机场数据：经营数据逐月恢复，国内线占比高的机场恢复更快，8月白云机场国内航线起降架次实现了同比增长（8.83%），而国内航线旅客吞吐量降幅为7.3%，降幅收窄至个位数。
- a）我们预计Q1-4整体航空客运量增速分别为：-54%、-55%、-29%、-10%。全年客运量下降37%，其中国内下降31%，国际下降85%。b）我们认为航空公司管理能力愈发重要。c）我们认为最坏时光已过，更长维度看，航空业或将迎来供需错配推动的行业复苏强弹性：基于行业2020年预计或出现运力负增长，2021年飞机引进预计仍难规模恢复，连续两年低位运营后，一旦2021年某个阶段需求端出现修复至2019年水平之上（或来自于疫苗商业化，或来自于海外疫情有力控制，或来自于国内抑制需求爆发），则航空业将迎来供需错配情形，预计或推动行业出现复苏强弹性。

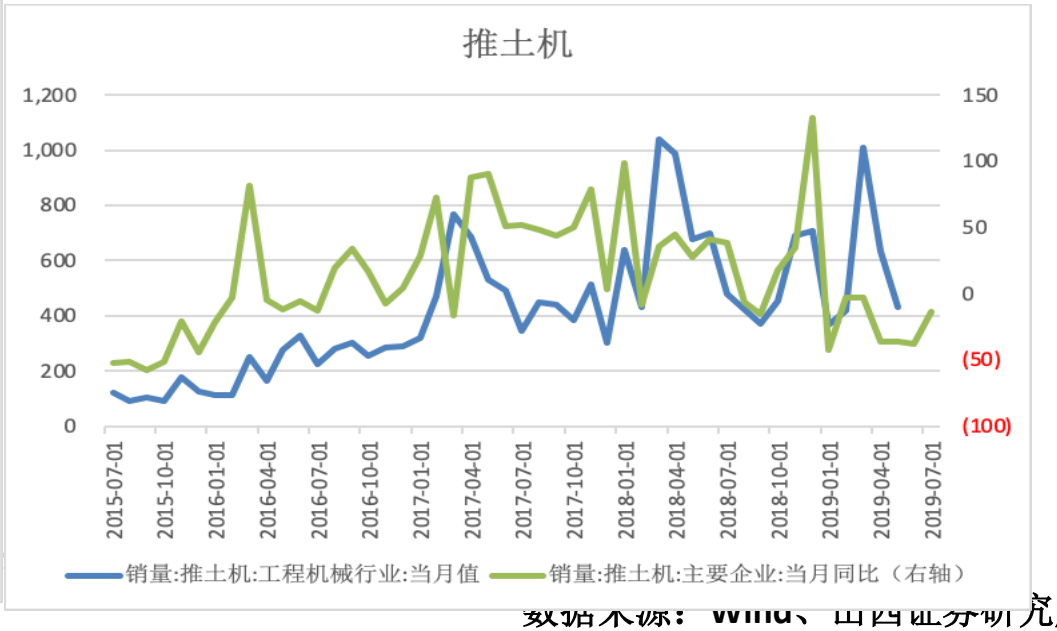




数据来源：Wind、山西证券研究所

- 机械板块估值优势明显，推荐细分景气行业。上周许多前期强势股出现回调，我们认为与资金风格偏好切换有关，机械有多个子行业在景气持续或上升过程中、前期涨幅不大，我们认为随着行业景气向业绩端传导，这部分标的将迎来补涨。
- （1）工程机械：今年二季度工程机械淡季不淡，8月挖机销售继续高增长，各地项目储备丰富。资金方面，8月7日，证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，REITs渐行渐近，将为拓宽基础设施项目的融资渠道、降低融资成本提供支持。我们判断下半年工程机械行业销售有望继续超预期，全年挖机销量有望超过30万台，同比增长25%以上。
- （2）工业自动化：我们近期调研发现制造业投资复苏迹象明显，汽车、3C相关自动化公司Q3起订单恢复，预计Q4将有更好表现；锂电、光伏等新能源行业持续景气，下半年有望超预期；更大范围的制造业投资同样在复苏，例如缝制机械、工控、注塑机等目前均处在订单饱满状态。
- （3）设备服务类：设备服务类行业下游空间巨大，企业成长性来自市占率扩张；华测检测下游食品、环境等，建设机械下游施工总包商，博实股份下游石油石化企业，需求端均在景气回升周期中，龙头公司更能凭借自身实力快速抢占市场。且从商业模式看，存量设备利用率提升会带来很强业绩弹性，看好这部分企业继续享受估值提升。

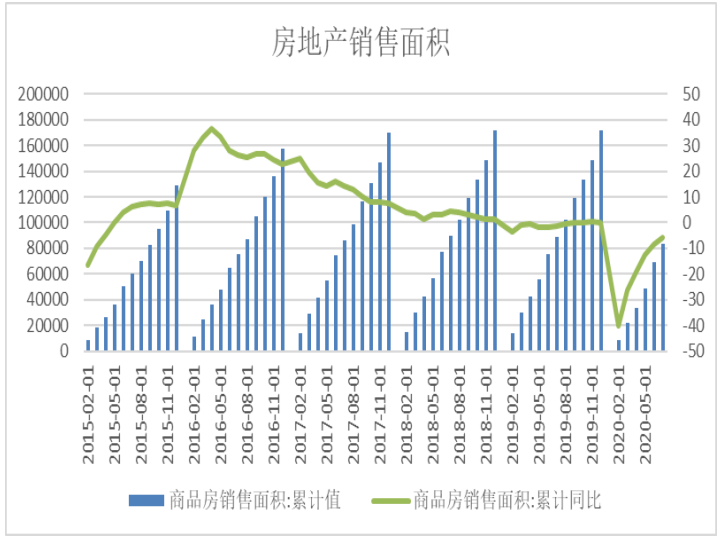


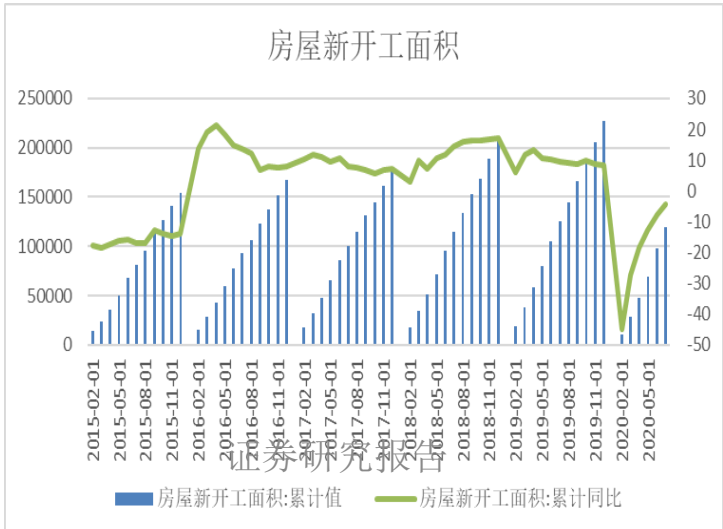


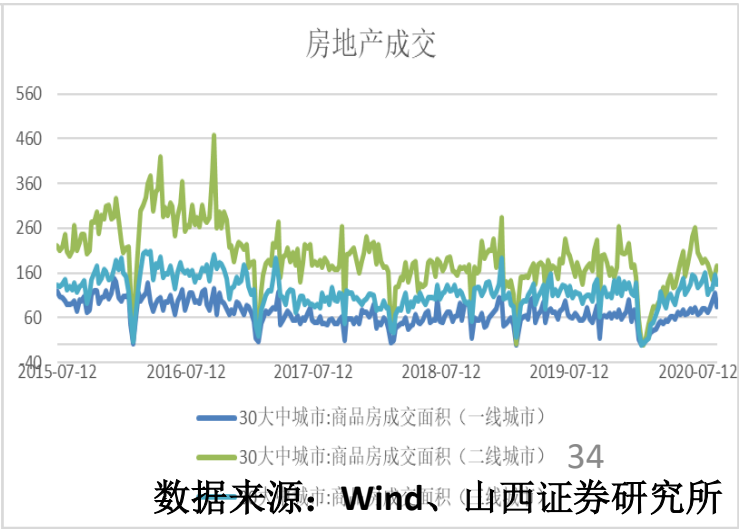
数据来源：Wind、山西证券研究所

下游行业高频数据

- 成交情况：52城新房成交面积同增20.7%。本周52个城市新房成交面积为800万平方米，环比上升5.5%，同比上涨20.7%。其中一、二、三线城市新房成交面积分别为120.42、309.7、369.87万平方米，环比值分别为+7.8%、-0.9%、+10.8%，单周同比分别上升37.9%、8.7%、27.4%。累计同比来看，本周一线城市中，广州（-13.2%）和上海（-13.0%）下降幅度较大，北京（-1.2%）和深圳（-3.2%）下降幅度相对较小，二三线城市中有25个城市实现同比正增长。
- 去化情况：15城去化周期环比下降5.6%，同比下降18%。一二三线城市去化周期分别为46、95.2和39.1周，环比分别为-9.6%、+1%和+3.3%。具体城市来看，广州（1%）、泉州（7%）、苏州（2%）共计3城去化月数环比为正，区域市场活跃度降低，总数较上周减少2城。去化周期低于12个月的城市为上海（5.5）、厦门（4.5）、南宁（6.5）与宁波（3），供应略显不足，房价存在上涨动力。近期去化周期低于12个月的追踪城市数逐步减少，市场活跃度减弱。另一方面，福州库存去化周期超过30个月，同时泉州的数值接近30个月，市场供过于求，房价可能面临回调压力。
- 政策追踪：无锡升级购房调控，东莞出台楼市限转让细则。百强房企8月单月同比增长30.7%，7成房企累计业绩超去年同期，实现同比增长；积极推货去化、降低负债率成为房企下半年主旋律。本周中央政策，央行提出健全市场化利率体系、住建部要求严格规范地产开发和中介市场秩序等。地方层面，深圳发布租赁市场专项资金管理办法，广州便利港澳居民在粤港澳大湾区内地购房，杭州公租房申请条件再放宽等。无锡升级购房调控，广州番禺更新高学历人才购房新政，东莞发文调整公积金贷款额度计算系数，西安、宁波、北京加强房市监管。







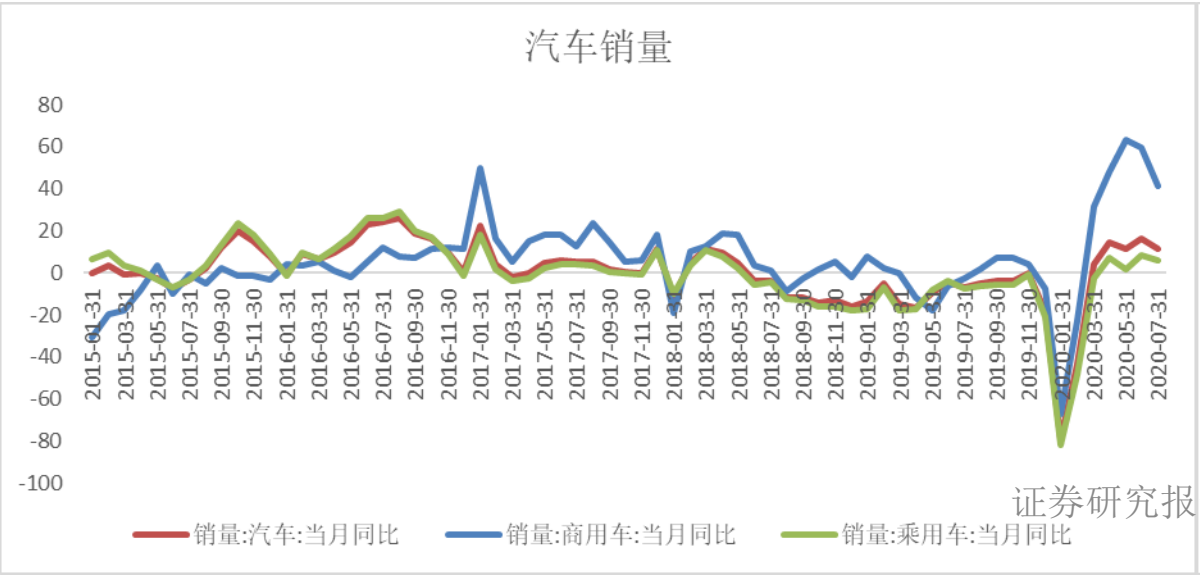
证券研究报告

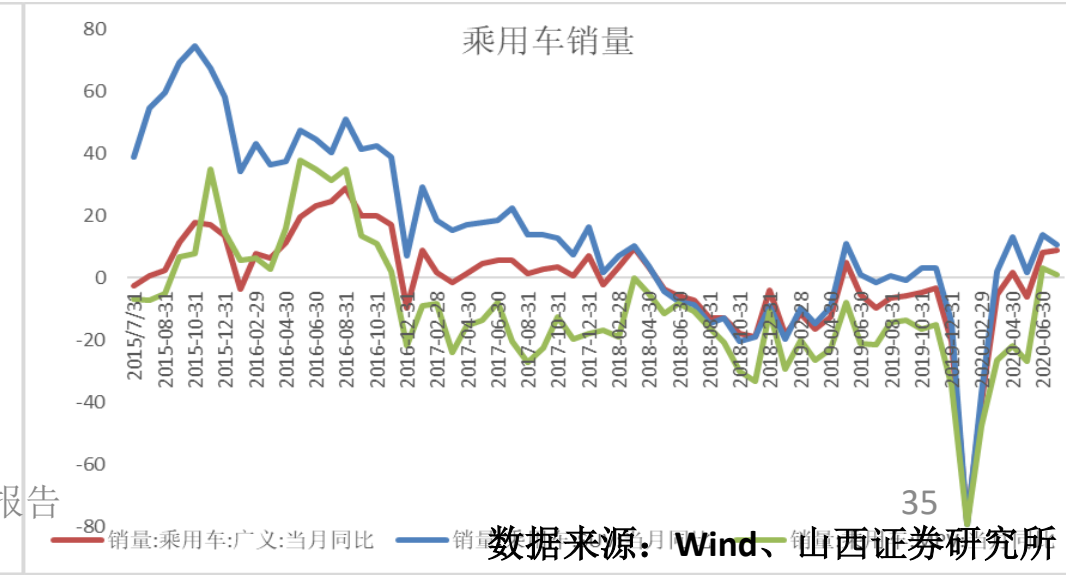
数据来源：Wind、山西证券研究所

下游行业：8月汽车销量超预期

- 8月乘用车销量同比增长6.0%，商用车同比增长41.6%。根据中汽协据，8月乘用车销售175.5万辆，同比增长6.0%，环比增长5.4%；商用车销售43.1万辆，同比增长41.6%，环比下降3.5%。其中客车销量共计3.5万辆，同比下降9.5%；卡车销售39.6万辆，同比增长49.0%，细分市场均实现高速增长，重卡销售13.0万辆，同比增长77.5%。乘用车销量实现自5月以来第四个月度正增长，主要是国内经济复苏，消费信心提振，成都车展新品投放刺激市场等利好因素推动。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、长安汽车等自主头部车企表现较好，相关车企及供应链有望受益。

- 8月新能源汽车销量同比增长25.8%，销量刷新月度记录。根据中汽协据，8月新能源汽车销售10.9万辆，同比增长25.8%，环比增长11.7%。新能源乘用车销售10.0万辆，同比增长23.1%，其中五菱宏光MiniEV、特斯拉Model3等销量领先；商用车销量0.9万辆，同比增长65.8%，其中宇通客车、比亚迪等新能源客车销量领先。新能源汽车销量继7月实现今年首次增长后，8月再度增长并刷新月度历史记录，主要是新能源汽车下乡活动开展、各地推出扶持政策拉动需求，以及去年同期补贴退坡基数较低。预计随着新能源下乡活动的推广，以及下半年经济持续复苏销售旺季到来，新能源汽车将继续保持快速增长势头。



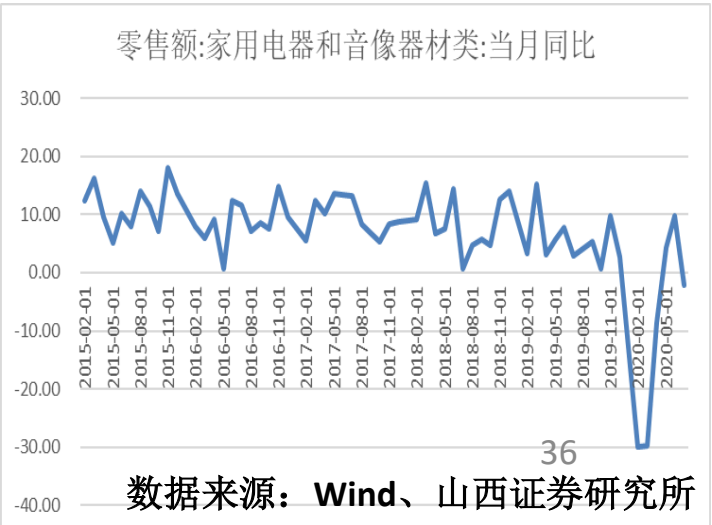


数据来源：Wind、山西证券研究所

- 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）。



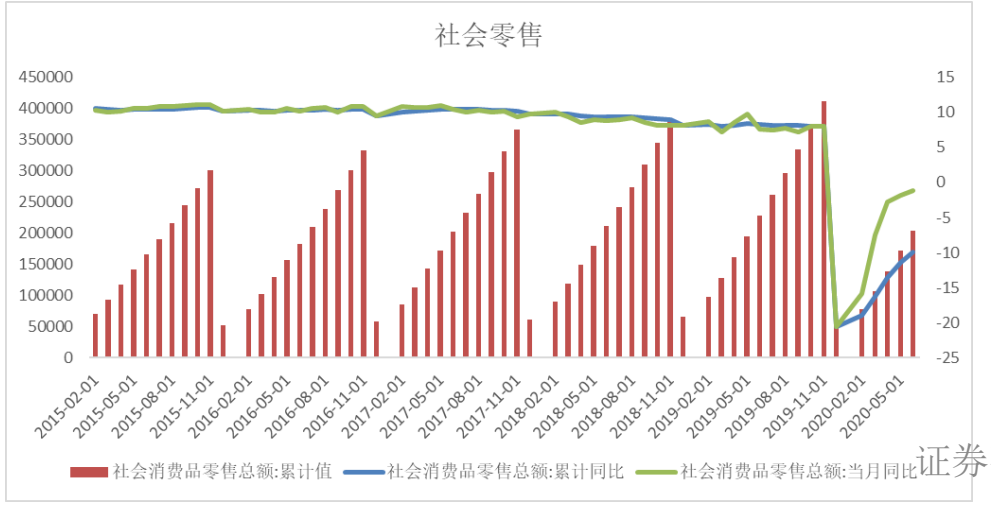


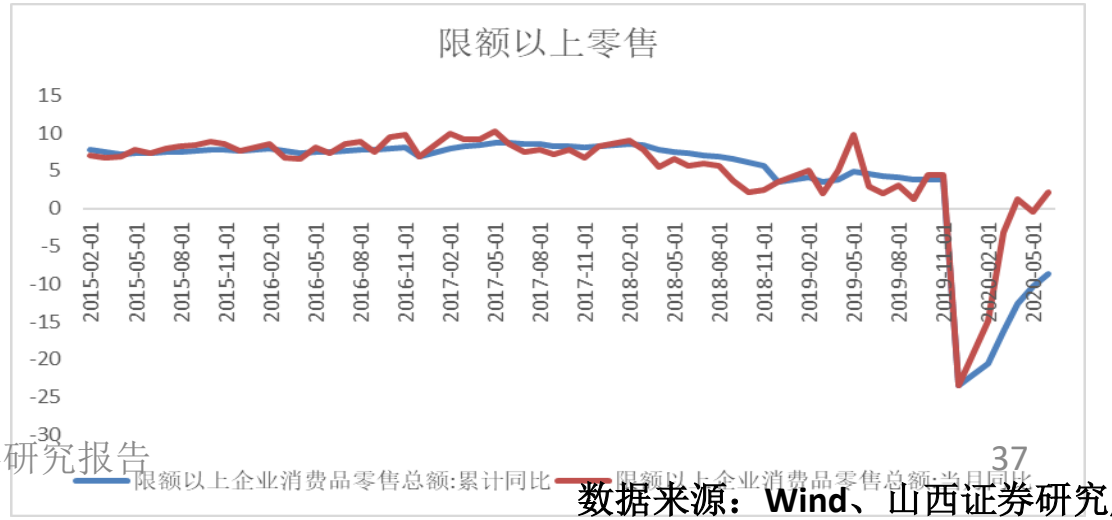


证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 7月社零总额同比下降2.63%，增速环比小幅改善：7月社零同比下降1.1%（剔除价格因素实际下降2.9%），降幅环比收窄0.7pct。其中限额以上零售额同比下降0.4%，增速环比下降1.7pct。扣除汽车后，6月社零同比下降1.0%，降幅环比收窄2.5pct。按区域分，6月城镇/乡村社零同比下降2.0%/1.2%，降幅环比收窄0.8/2.0pct。按消费类型分，6月社零餐饮收入/商品零售同比下降15.2%/0.2%，降幅环比收窄3.7/0.6pct。1-6月网上零售同比增长7.3%，其中实物商品网上零售同比增长14.3%，占社零总额比重25.2%。预计随着消费刺激政策不断释放，7月份社零增速有望同比回正，8月份或回升至低个位数水平。
- 必选消费整体增速仍然稳健：6月限额以上企业商品零售额同比增长0.4%，增速环比下降2.1pct，必选消费增速各有涨跌。粮油食品/中西药品/日用品/烟酒/文化办公用品/饮料等零售额6月同比增速为10.5%/9.7%/16.9%/13.3%/8.1%/19.2%，增速环比变化-0.9/2.4/-0.4/2.9/6.2/2.5pct。其中随着商业及社交活动继续恢复，烟酒、饮料、文化办公用品消费继续明显改善，而粮油食品消费同比增速高位回落。6月份全国居民消费价格同比上涨2.5%，环比提升0.1pct，其中6月食品类CPI同比上涨11.1%，环比提升0.5pct，整体食品类价格仍处于相对高位。
- 可选消费继续改善：可选消费类，服装鞋帽/通讯器材/化妆品/金银珠宝等零售额6月同比增速为-0.1%/18.8%/20.5%/-6.8%，增速环比变化0.5/7.4/7.6/-2.9pct，除金银珠宝外，可选消费继续回暖，化妆品单月增速再度提升，判断随着夏装上市，服装消费改善势头强劲。地产相关类，家电/建筑建材/家具类等零售额6月同比分别增长9.8%/2.2%/-1.4%，增速环比分别变化5.5/0.3/-4.4pct，其中家电恢复弹性较大。随着国内消费刺激政策逐渐释放、“618”大促带动，可选消费复苏态势得以延续。

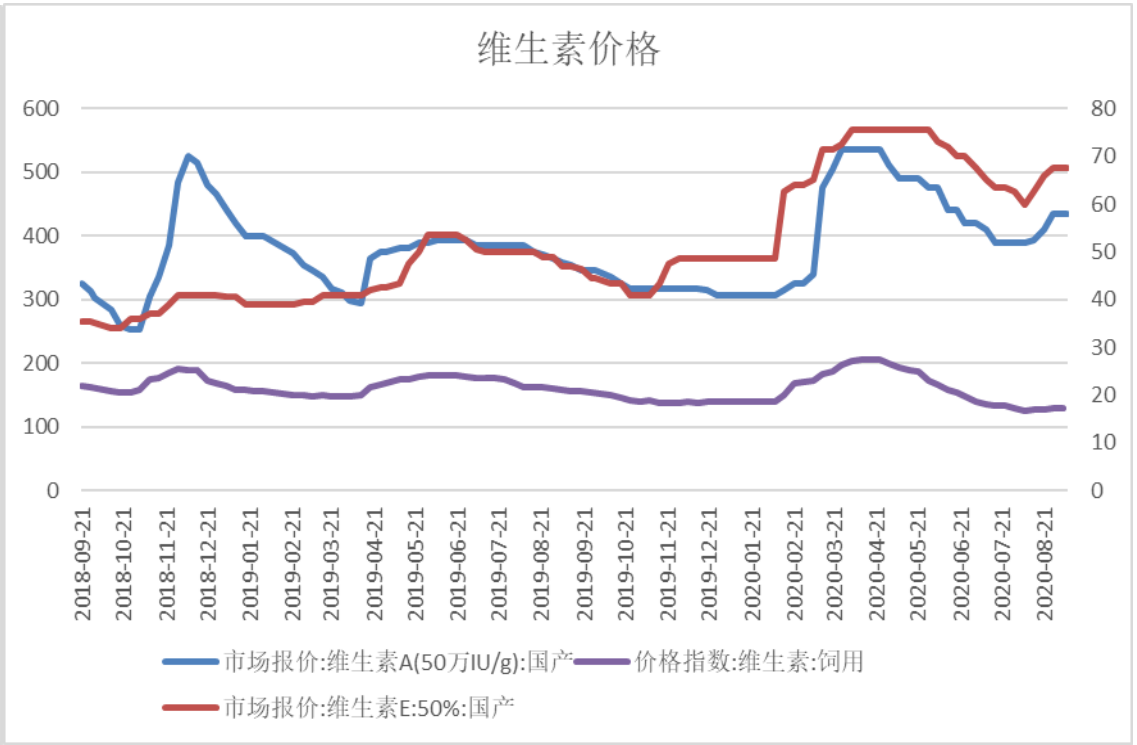




数据来源：Wind、山西证券研究所

- 国家药监局、国家知识产权局发布《药品专利纠纷早期解决机制实施办法（试行）（征求意见稿）》，其中一条尤其值得关注：对首个挑战专利成功且首个获批上市的化学仿制药品，给予市场独占期，国务院药品监督管理部门在该药品获批之日起12个月内不再批准同品种仿制药上市，市场独占期不超过被挑战药品的专利权期限。我们认为，本次《征求意见稿》中的12个月的市场独占期远超美国Hatch-Waxman法案的180天，若生效则有望为国内仿制药行业带来更大的激励作用，进一步鼓励国内企业积极研究专利、挑战专利、布局首仿药，促进进口替代和国产高端仿制药的发展。

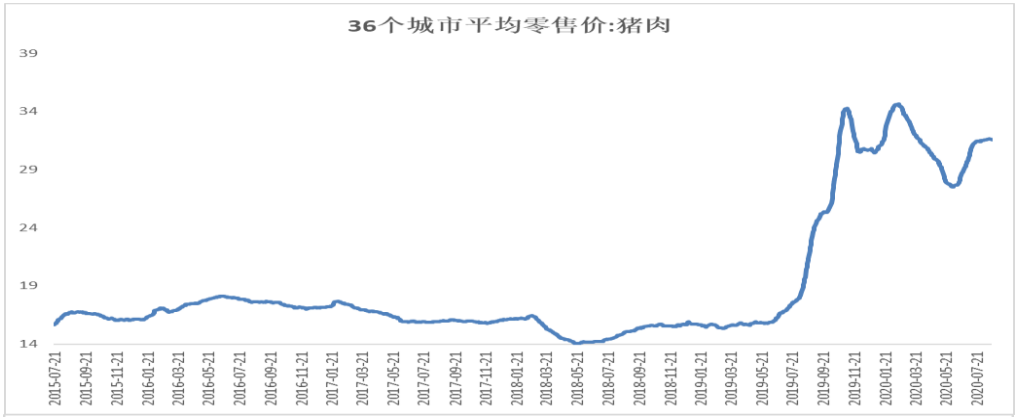




数据来源：Wind、山西证券研究所

下游行业：存栏如期上行，猪价高点已过

- 猪价本周持续下跌：据搜猪网消息，2020年9月11日全国22个省市瘦肉型猪出栏均价为36.69元/kg，周环比下跌0.33%。供应端，随着生猪生产逐渐恢复，能繁母猪及生猪存栏向好，生猪出栏量持续上升。此外，9月11日,华商储备商品管理中心有限公司再次组织实施了中央储备冻猪肉投放工作，出库投放竞价交易1万吨，这是年内第32批投放的中央储备冻猪肉，受此影响，屠宰企业压价意愿较强纷纷进行了收猪结算价的下调。需求端，现阶段下游肉类消费尚未出现显著好转，屠宰企业目前由于出货较慢收猪的积极性不高。因此，产能的不断恢复叠加储备冻肉的接连来袭，使得猪价大幅上涨的阻力较大，随着后续产能的进一步释放，生猪价格也将逐渐恢复至合理区间。
- 禽价本周小幅下降：据鸡病专业网，目前肉禽市场在国际疫情等因素的影响下，进口禽肉放缓，国内肉禽市场养殖持续恢复。目前毛鸡存栏总量略偏高，禽肉供应总体充足，屠宰企收购量稳定，毛鸡市场价格混乱。此外，猪肉价格持续高位运行推动禽肉替代性消费量替代依旧持高。我们预计，短期白羽肉毛鸡价格仍将维持稳中震荡运行且适度偏强的大趋势，但可能会存在短时间的阶段性回调风险。



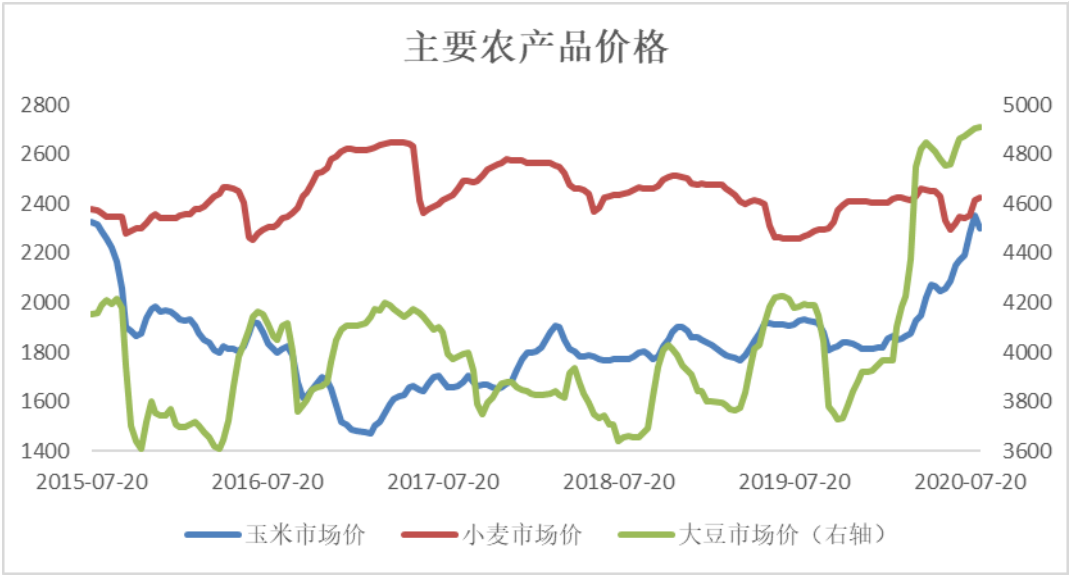


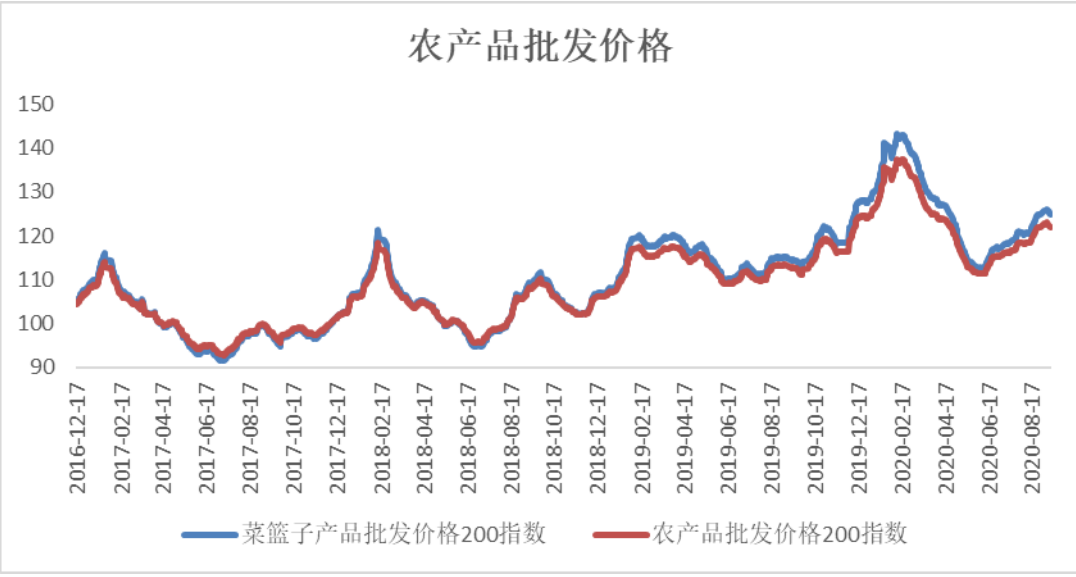




数据来源：Wind、山西证券研究所

- 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。

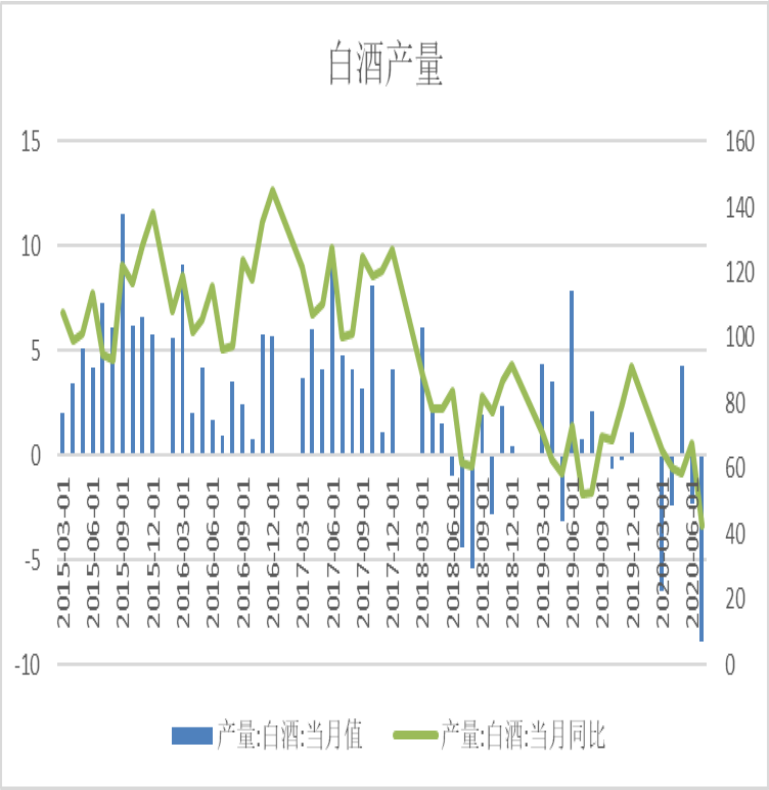


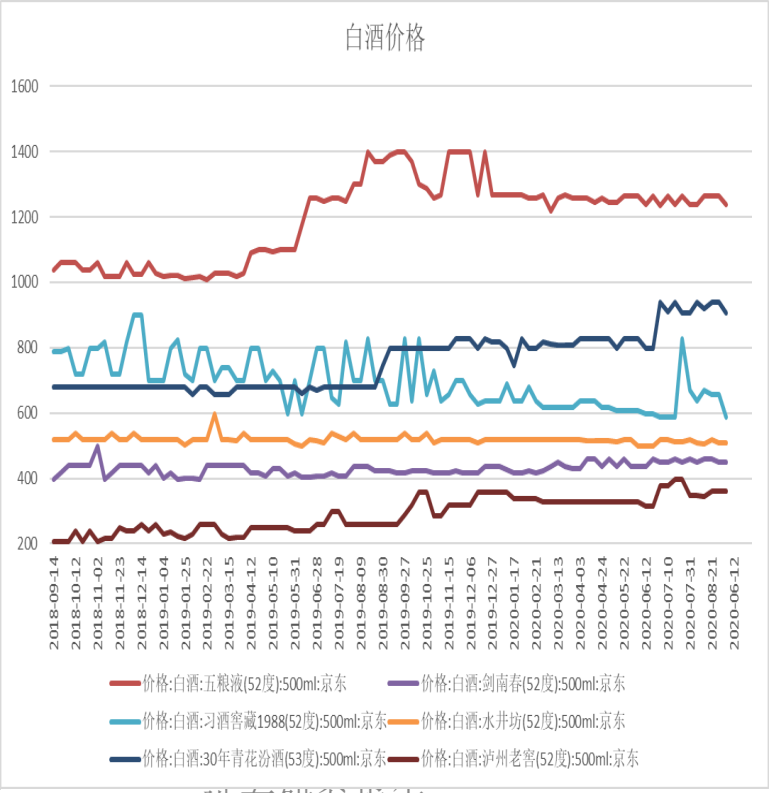


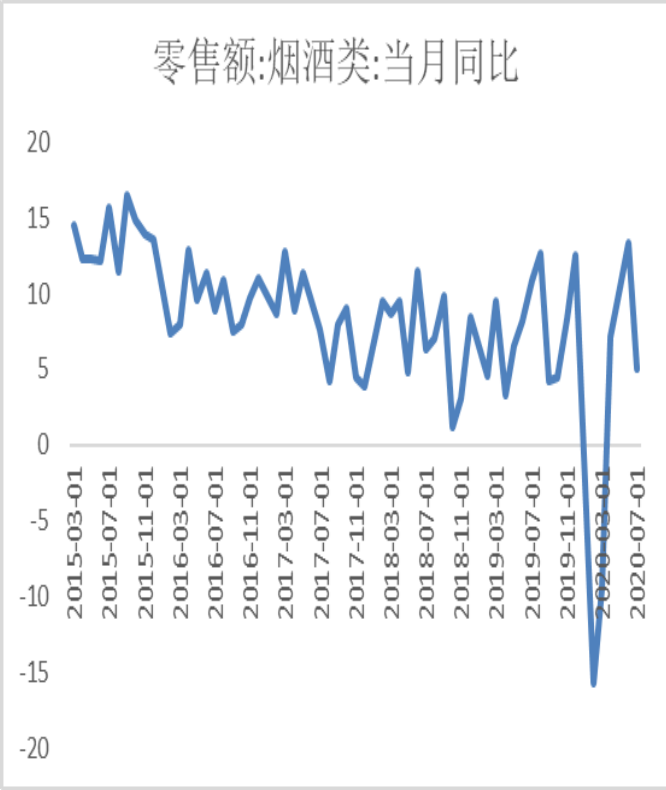
数据来源：Wind、山西证券研究所

下游行业：高端白酒目前投资逻辑仍是直销渠道

- 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。





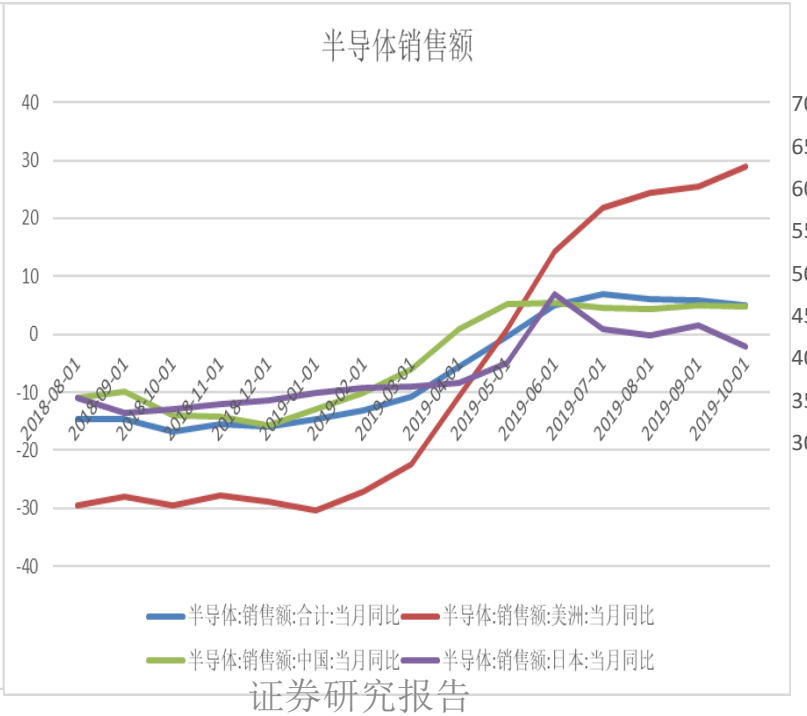


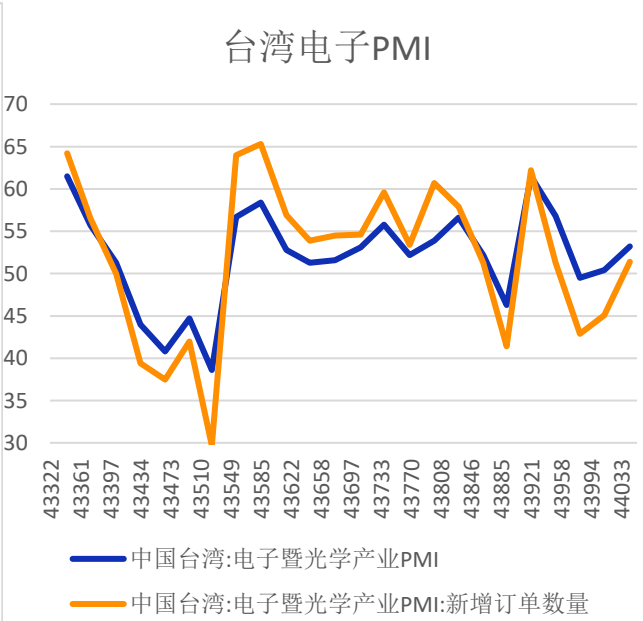
数据来源：Wind、山西证券研究所

TMT行业高频数据

- 美国商务部对华为的最新禁令将于9月15日正式生效，目前全球前三大DRAM厂都已表示将停止供货华为，三星显示和LG显示预计将停止向华为高端智能手机供应面板，华为禁令影响下，短期内全球内存厂、面板等零部件供应商或受冲击。9月16日，苹果将举办秋季新品发布会，可能发布包括iPhone12系列、AppleWatchSeries6、AirPodsStudio、iPadAir、AirTags等新品。UWB技术有望进一步推广，ABIResearch预测，支持UWB的智能手机出货量或从2019年的4200万多部（渗透率3%）增加到2025年的5.14亿部（渗透率32.5%）。消费电子三季度景气上升，此前受益在线办公、在线学习等需求增加，PC、平板、智能穿戴设备二季度出货量大幅增长。华为终端发展受阻，三季度加快订单采购，华为产业链三季度业绩有望增长；长期来看，华为市场份额收缩，苹果、小米有望成为替代性厂商，iPhone12系列即将发布，产业链厂商发展受益。

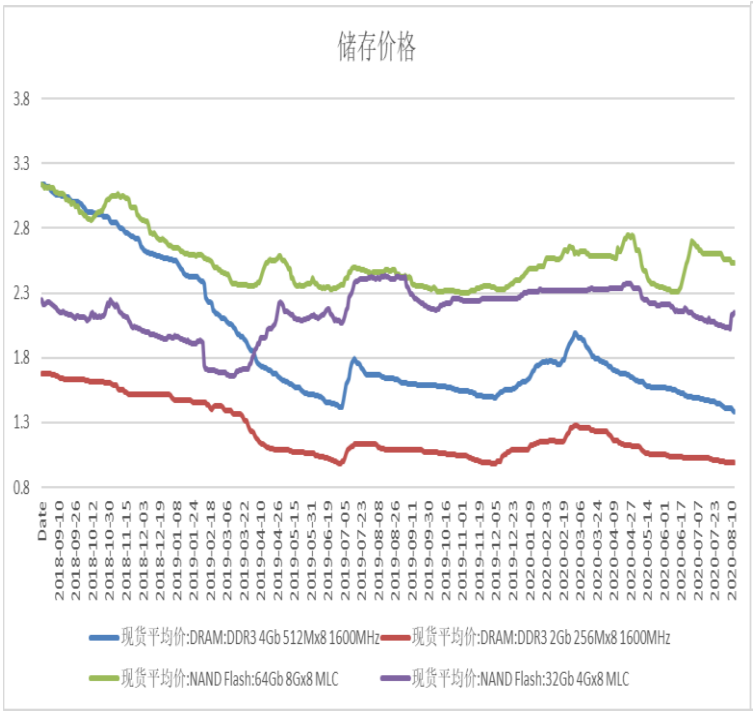


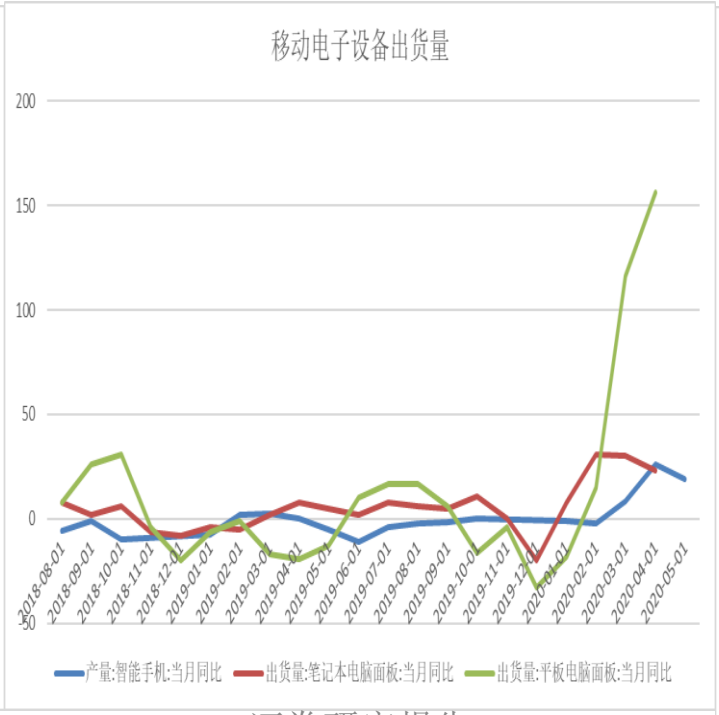


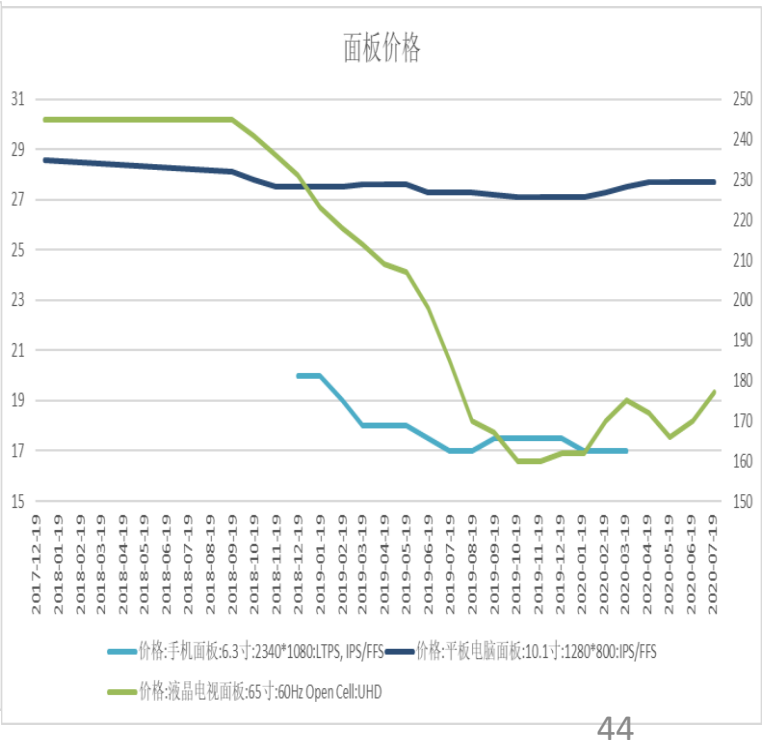


数据来源：Wind、山西证券研究所

- 8月国内手机销量再下滑，折叠屏引领智能手机创新方向：据信通院数据，延续此前下滑态势，8月国内手机出货量达2690.7万部（YoY-12.9%），其中5G手机出货1617万部，占比60.1%，1-8月国内手机出货合计2.02亿部（YoY-12.9%），上市机型合计301款（YoY-12.2%），由此可见，在疫情冲击终端消费需求，iPhone热销抢占市场份额的过程中，国内终端仍面临较为激励的竞争格局。从创新方向而言，在5G升级之外，三星、摩托罗拉、华为的折叠屏新机陆续曝光，苹果也于今年年初申请了折叠屏相关专利，认为基于柔性OLED实现终端显示尺寸的扩展已成为趋势性创新方向。
- 9月LCD价格继续大涨，本土面板厂商的盈利能力有望再创新高：据AVC数据，9月TV面板价格再度大涨，32寸环比上涨8.9%。对比16-17年面板景气周期，当时32寸面板价格由50美金涨至75美金，京东方创下单季25亿元归母净利润的峰值业绩。基于京东方前董事长王东升所提出的“王氏定律”，LCD产业若要达到1Q17时的高盈利水平，32寸价格大致需达到38-40美金，低于如今市价，因此认为，拥有高世代线优势的本土面板大厂的盈利水平有望再创新高。

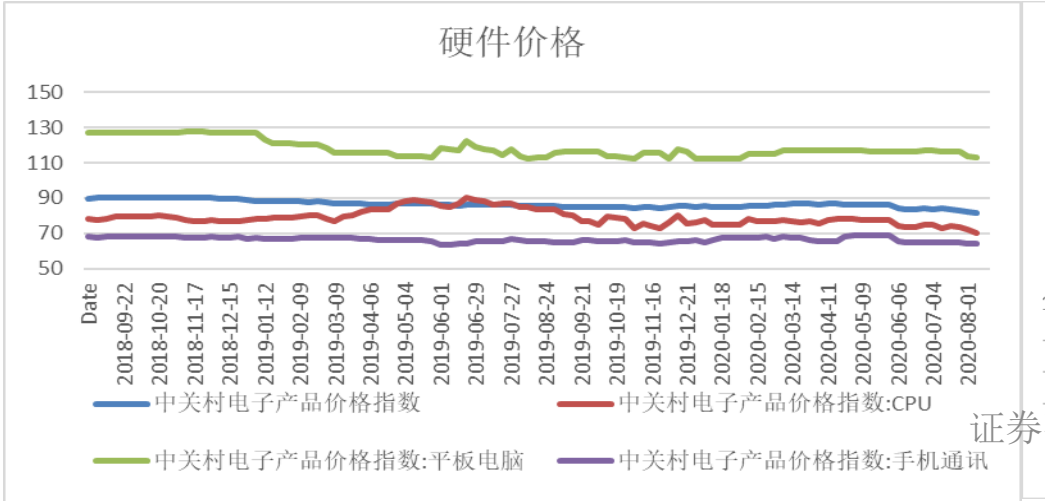


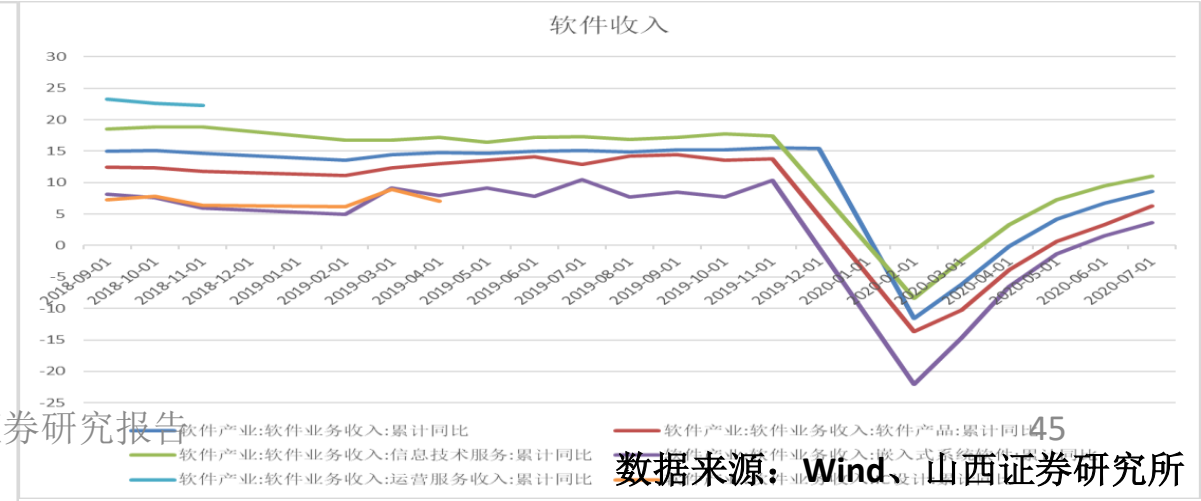




数据来源：Wind、山西证券研究所

- 疫情推动全球云计算加速渗透。由于美国企业普遍具有较好的信息化基础，同时经过过去十几年的发展，美国云计算产业已经具备较高的成熟度，其中包括云基础设施成熟程度，也包括企业对云应用的接受程度，因此美国云计算产业繁荣对全球来说都有着指导意义。云计算是上半年美股股价表现最好的板块之一，主要源于疫情之下远程办公需求增加，企业上云速度加快。二季度多个海外云计算公司业绩实现超预期高增，云视频公司Zoom上半年营收同比增长270%，其中Q2单季营收同比增长达到355%；云CRM公司Salesforce上半年营收同比增长30%，净利润同比增长464%；云基础设施服务商亚马逊上半年云计算业务AWS营业利润同比增长48%。
- BAT计划加大云计算资本支出，佐证下游高景气度。从国内情况来看，二季度国内互联网巨头阿里、腾讯、百度均宣布计划加大新基建领域资本开支，以数据中心、云操作系统等为代表的云计算是重点方向。2020年4月，阿里云宣布未来3年投入2000亿元，用于云操作系统、服务器、芯片、网络等重大核心技术研发攻坚和面向未来的数据中心建设；5月，腾讯宣布未来五年将投入5000亿，用于新基建建设，将在全国新建多个百万级服务器规模的大型数据中心；6月，百度宣布未来十年将继续加大在人工智能、芯片、云计算、数据中心等新基建领域的投入，预计到2030年百度智能云服务器台数超过500万台。认为，目前疫情催化云应用需求爆发，巨头云资本支出加大证明产业景气程度。
- 二季度国内云计算市场回暖，看好国内云计算产业爆发。中报反映A股云计算板块二季度明显回暖，整体法下云计算板块Q2单季收入增速达到44.3%（Q1为10.9%），中位数法下云计算板块Q2单季收入增速为17.2%（Q1为-2.46%）。由于A股纯正的企业级SaaS标的匮乏，板块业绩实际对云计算产业发展情况解释力度有限，但从上游云服务器出货情况来看（浪潮信息H1收入同比增长40.6%，Q2单季收入同比增长60.8%），结合疫情推动下美国云计算产业繁荣，认为国内云计算产业将爆发，建议关注云计算板块





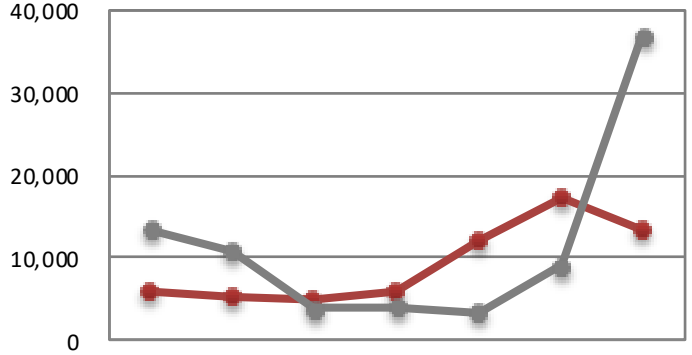
证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 7月高基数背景下游戏市场规模环比继续增长。根据伽马数据8月手游市场规模环比增长4.18%，此前7月的市场规模已达170.7亿元。流水榜前四的产品已连续保持5个月，分别为《王者荣耀》、《和平精英》、《三国志〃战略版》和《梦幻西游》。受益于《穿越火线》网剧播放量达到数十亿次，《穿越火线：枪战王者》自2018年后首次进入流水榜前五。认为虽然8月手游市场规模较7月下降3.7个百分点，增速放缓，但在7月高基数效应下，该增速已较为可观。维持2020Q4游戏板块业绩增速确定性所带来投资机会的判断。

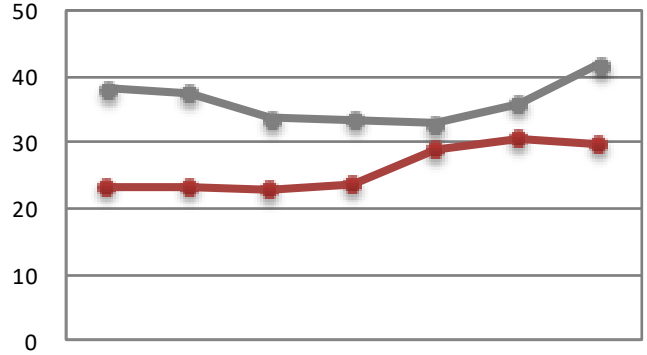
- 2020年9月9日，中国版权保护中心与华为消费者业务合作签约，构建DCI体系以建立起以国家信用与区块链技术信用共同强化的、可信赖可查验的权、责、利关联体系，为确权、查询、验证、交易、消费、维权等方面的应用扩展提供了更大可能。再此前，2020年3月25日，由人民网主办，视觉中国独家战略合作的“人民视觉网”正式上线；京东于6月上线版权素材中心给生态内商家提供正版图片；6月5日，阅文集团公告将联手行业伙伴坚决打击一切侵权盗版行为，并持续推进五大举措维护正版权益，以上举措可见官方及产业均在共同努力推动正版化进程。

大盘单日票房



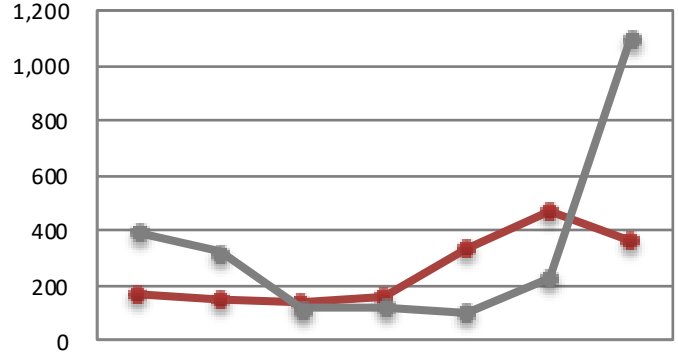
	9月7日	9月8日	9月9日	9月10日	9月11日	9月12日	9月13日
2020	6075	5404	5043	5773	12163	17322	13324
2019	13435	10804	3854	4002	3429	9077	37095

大盘单日放映场次



	9月7日	9月8日	9月9日	9月10日	9月11日	9月12日	9月13日
2020	23.4	23.2	23.0	23.5	29.0	30.7	29.9
2019	38.1	37.5	33.8	33.6	33.0	35.9	41.9

大盘单日观影人次



	9月7日	9月8日	9月9日	9月10日	9月11日	9月12日	9月13日
2020	164	147	137	156	331	467	358
2019	394	319	114	120	103	327	1096

证券研究报告

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