策略研究

国都投资研究周报 2020.9.14-9.18

本周策略：

稳政策稳预期稳市场，重拾升势或待催化剂

一、近期市场研判：明确市场化监管政策，利于稳预期稳市场

1、**明确市场化法治化监管政策，利于稳定市场预期。**受近日部分官媒评论造成较大的市场心理波动，证监会及时公告了关于证券市场信息披露媒体条件的规定、具备证券市场信息披露条件的媒体名单等两份文件；同时证监会主席易会满在人民日报撰文称，**进一步把握监管定位，按市场规律办事，相信市场、依靠市场，着力提升市场透明度和效率，确保政策的连续性和稳定性，让市场有明确预期。**

以上两大及时明确有力信号表明，按市场化、法治化原则改革与监管市场将贯彻落实，聚焦“建制度”主线、践行“不干预”理念、落实“零容忍”要求；**明确市场化法治化监管政策，表明监管机构不会受市场波动而重返行政式调控，利于稳定市场预期，利于各种资金参与 A 股的交易积极性或配置信心。**同时，预计监管层将把握好改革的时度效以平稳推进资本市场全面深化改革落地实施、推进资本市场高水平双向开放等。

2、**炒小炒差退潮降温，回血效应下绩优白马止跌趋稳**

1）炒小炒差吸血效应，绩优白马股快速释放回调压力。8/24 创业板每日涨跌幅倍增、分批二十余家创业板注册制发行上市交易初期，吸引游资、中小散户集中博弈炒作创业板内的绩差低价股，创业板对两市交易资金的吸血效应超预期，创业板交易额占 A 股交易总额的比例，由均值线 17%附近显著攀升至历史新高 39%（成交额高达 4000 亿元）。

以上创业板显著的吸血效应，加剧了近期绩优白马股的杀估值压力；8 月 31 日至 9 月 10 日的九个交易日内，申万绩优股、高价股指数均大跌 7-8%，按行业来看，农林牧渔、医药生物、食品饮料等三大绩优消费板块领跌，依次大跌 13%、10%、7%；而同期低价股逆势上涨了 0.5%。

2）炒小炒差快速退潮降温，绩优白马股止跌反弹。预计随着注册制发行、退市常态化，绩差低价股短期炒作过后正快速退潮降温，上周三、四创业板综连续两日大跌 4%以上；投机博弈资金或将逐步退潮，上周后两个交易日创业板交易资金占比快速连续回落至 32%附近，创业板对主板、中小板、科创板的资金分流影响下降。**预计绩差低价股炒作降温退潮，近期杀估值后的绩优白马股有望迎来修复反弹。**

3）中期内资金在主要板块间的交易占比或将重新回归合理均衡区间，参考五年均值、自由流通市值占比及资本市场制度改革导向，沪深 300、创业板、中小板、科创 50 的日交易额占比各在 30%、25%、25%、5%中枢位附近或较为合理。

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3260.35	-2.83
沪深 300	4627.28	-3.00
深证成指	12942.95	-5.23
中小板综	12163.89	-5.09
创业板指	2536.62	-7.16
恒生指数	24503.31	-0.78
恒生中国企业指数	9752.50	-1.33
恒生沪深港通 AH 股溢价	143.39	1.11
标普 500	3340.97	-2.51
纳斯达克指数	10853.54	-4.06
MSCI 新兴市场	1091.79	-0.70

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	37.39	-5.37
纽约期金	1948.10	0.37
伦敦期铜	6715.00	-0.96
伦敦期铝	1775.00	-0.95
波罗的海干散货	1267.00	-6.98

研究员：肖世俊
电 话： 010-84183131
Email： xiaoshijun@guodu.com
执业证书编号： S0940510120011

联系人：王景
电 话： 010-84183383
Email： wangjingyj@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

3、市场脉动：内外扰动压力释放，外向型科技股领跌而内循环型消费与顺周期逆势上涨。七月中旬以来，A 股市场由此前连续三个半月的放量上涨，转入指数区间震荡回调阶段。其中高估值的次新股、科创 50 受创业板注册制发行改革及交易新规落地之际的资金分流显著影响，而各大跌 30%、24%；同时，创业板交易新规初期吸引资金炒作低价小市值绩差股过后，上周受强硬评论影响显著领跌 7%以上。近两个月累计回调 12%；而估值合理的上证红利、中证 100、上证 50、中证 500、沪深 300、三个月内回调幅度较小，均在 5%以内。

行业板块来看，近两个月内，受近期美国政府对我国科技企业的围堵升级这一外部直接冲击的通信、计算机、电子三大外向型（关键技术或上游供应链依赖外部）科技板块集体领跌 19-13%，同时此前涨幅可观的商贸、券商也各显著回调 18%、14%；而食品饮料、休闲服务、电气设备（光伏、工控为主）、军工、化工、建材、汽车、轻工内循环为主的消费、中游顺周期板块逆势上涨 3%以内。

近两个月的市场震荡回调，主要系内外扰动压力释放所致：一内部压力方面，包括针对此前配资行为的监管及时降温市场过热信号、货币政策及流动性边际收敛、后疫情经济恢复动能有所放缓等宏观政策边际变化，及创业板注册制发行新股集中上市交易及其板块涨跌幅倍增下引发炒作低价小市值公司的短期资金分流影响等；二外部压力方面，包括美国大选进入白热化阶段外部扰动进入频发高峰、美联储无限量的流动性投放已被动收缩等，短期加剧局部估值偏高的科技股震荡回调压力。

二、近中期几大市场焦点：扰动压力释放殆尽，重拾升势或待催化剂

1、扰动压力释放殆尽一：货币政策与流动性边际收敛，但流动性合理充裕仍可期。5 月中旬起货币政策由此前疫情严重期的总量宽松转为精准滴灌，货币投放转为量缩价稳，宽货币转为稳货币，MLF 与 LPR 报价连续四个月按兵不动，资金利率自底部明显反弹，无风险利率十年期国债利率已上行至疫情前水平之上 3.1%附近。同时，7 月起宽信用力度减弱、M2 增速连续两月放缓且低于预期；虽然 8 月社融增量与增速超预期，但主要系地方政府债放量推升所致，且根据 20 年社融、信贷新增总量各 30、20 万亿元附近的目标推算，预计四季度末社融增速也将触顶回落。

然而，近期经济恢复动能边际减弱，**经济弱恢复下宽松政策缓慢退出，**预计货币政策难以拐点性收紧（近几周央行公开市场已转为净投放，以缓冲近期资金紧平衡压力），降准降息仍有可能（具体兑现时点主要取决于国内经济下行压力），流动性合理充裕仍可期，对权益类资产提供较好的流动性支撑。考虑到当前无风险利率已反弹至疫情前水平，后续或易降难升，市场整体估值合理位置下继续下修空间非常有限；当然，考虑到流动性充裕不及上半年，估值提升动力也将偏弱，市场上涨将主要由经济基本面恢复上行、公司业绩增速逐季好转驱动为主。

同时，近期美联储主席的杰克逊霍尔年会讲话，标志着美联储货币政策框架的重大转向，即将此前 2%的通胀预期目标由上限调整为平均值，预示未来美联储将当前零利率上调的通胀空间较大或美元下次加息时点显著延后；美元流动性充裕，中期或继续吸引境外资本加大对我国相对低估的债券、股票等资产的配置。

2、扰动压力释放殆尽二：外部扰动压力频发，但高峰期后影响正弱化，近期防范美国大选风险。随着 11 月初的美国大选临近，美国总统候选人双方进入造势拉票白热化窗口期；美国当局再次针对我国数家科技巨头升级出台禁令，同时在贸易、政治、金融等方面混淆视听，成为前期华为产业链为首的科技股调整的主要导火索。然而，过去三年市场多次适应该外部扰动压力并持续较为充分预期后，该外部压力的影响逐步钝化。

随着 9 月 15 日本周二美方当局对我国华为禁令、TIKTOK 业务出售大限的落地，标志着外部压力阶段性高峰已过，此前持续升级释放后边际有望缓和；此外，中美经贸第一阶段协议作为特朗普对农业州选民吹嘘的重要成果，预计美方当局仍希望执行落。近期双方磋商负责人通话表示，同意创造条件和氛围，继续推动中美第一阶段经贸协议落实。

后续重点关注未来一个半月内美国大选走势的两大潜在风险：一是若特朗普支持率再度显著落后，则特朗普或对外展现更为强硬姿态，进而加剧与我国的各种摩擦，以博取部分选民的支持，阶段性外部压力反复升级，或扰动 A 股反复震荡；二是若最终拜登赢得下任美国总统，受拜登主张加税、对华尔街的鹰派立场，届时美股或存在高位系统性调整风险，拖累全球风险偏好降温。

3、扰动压力释放殆尽三：美股高位震荡压力释放，但对 A 股的影响持续性与幅度有限。

1）**美股高位震荡压力释放。**首先，需要明确一点的是，近期美股大幅震荡调整，主要为技术性而非基本面或主逻辑的变化；本轮美股反弹长达近半年、幅度高达 60-70%，估值均已升至近十年历史新高，尤其近期以特斯拉、苹

果为首的科技巨头屡创市值新高后，需要释放阶段性回调压力。而近期美国疫情持续缓和、经济改善、货币政策预期稳定。

2）**美股震荡调整，对 A 股影响几何？**从美股此次调整原因及其持续性、近期中美市场走势节奏差异与相关性减弱、两大市场估值位置差异及其中期业绩预期等评估研判，预计此次美国大跌对 A 股的实际影响有限，持续时间有限；若因非理性情绪释放较大调整压力，或是布局中期结构性牛市的入场契机。

今年以来，由于中美两国疫情发展与防控进度、经济重启与恢复节奏不一致，宏观政策刺激力度各异，使得中美两大市场节奏明显错位；整体来看，由于我国疫情防控见效、经济重启与恢复领先美国，使得 A 股的方向性走势也基本领先美股 1-2 个月：

（1）第一轮明显错位期，A 股、美股分别于 1 月中旬、2 月中旬起步入阶段性调整，随后展开反弹时点分别为 2 月初、3 月初；3 月中旬至 5 月上旬均处于全球疫情蔓延扩散、量宽政策推动下的下大跌-快速反弹期；

（2）第二轮明显错位期，5 月中旬至 7 月中旬，期间我国疫情防控取得战略性成果、而美国疫情处于加剧恶化期，同时我国经济持续快速恢复后货币政策边际收敛，美国经济急剧萎缩连续推出财政货币刺激方案；以上疫情防控、经济恢复及政策错位，使得两大市场走势呈现错位分化，A 股短暂调整后进入持续一个月的快速上涨期，而美股反弹后进入震荡调整期；

（3）第三轮明显错位期，7 月中旬至今，期间 A 股在指数快速上涨后，而监管政策降温过热交易行为，同时货币政策持续收敛、经济恢复动能放缓等压制下，高估值高价股依次展开适度调整，大盘指数进入窄幅区间震荡；而在美国疫情缓和、经济与就业数据改善及科技巨头财报好于预期等共同推动下，美股转为持续上涨。

3）**A 股走势领先美股且两者相关性减弱。**综合判断，由于我国在疫情防控、经济恢复、政策实施等节奏领先美国，年内三轮方向性走势都是 A 股领先美股，**表明当前美股走势或是 A 股的跟随者；或者说此次美股调整仅是跟随此前一个半月内 A 股的震荡盘整，预计 A 股有望率先走出此次美股调整压力圈，受美股震荡的影响时间非常有限。**

同时，由于年内上述中美两国的疫情发展与防控、经济基本面、宏观政策节奏错位，两大市场的相关性已大幅减弱，近三个月内 A 股主要指数与标普 500 的相关系数已降至 0.1-0.4 区间，显著低于近三年的 0.4-0.5 区间。A 股与美股的相关性明显降低后，也预示 **A 股受美股调整的压力有限**。

4、扰动压力释放殆尽四：陆股通资金阶段性净流出压力高峰已过，绩优消费与科技白马正重新加仓

7 月中旬起，陆股通北上资金由此前连续大额净流入，转为持续净流出，两个月内累计净流出约 750 亿元。作为投资 A 股聪明资金，陆股通动向往往作为市场情绪的风向标；同时，截止 20 年 6 月末，境外资金投资 A 股总量已达 2.5 万亿元，占 A 股流通市值比例已达 4.8%，已成为 A 股投资者重要部分。

我们认为，过去两月陆股通持续净流出，主要系前期 A 股快速上涨，陆股通重仓的绩优消费与科技白马股估值普遍进入历史高位区间所致；而随着近期绩优消费与科技白马股估值的快速回调，动态估值进入合理区间的个股，正吸引陆股通资金重新净流入与加大配置；预计**陆股通资金阶段性净流出压力高峰已过。**

结合历史数据分析，**陆股通资金流向呈现两大规律：一与 AH 溢价指数呈负相关性，即溢价率低区间净流入高区间净流出；二与人民币汇率走势一般呈负相关性，即人民币升值期净流入贬值期净流出。**

1）陆股通资金流向与 AH 溢价指数呈负相关性

（1）历史数据表明，陆股通资金流向与 AH 溢价指数一般呈现负相关性，即 AH 溢价指数低位区间时，陆股通显著持续净流入，反之溢价指数高位区间时，陆股通净流入显著缩减甚至转为持续净流出；

（2）陆港通开通以来的六年内 AH 溢价指数均值 127%，在均值线上方区间或 AH 溢价 30%以上，包括 15 年 7 月至 16 年 6 月、17 年 10 月至 18 年月，期间陆股通阶段性净流出明显；

（3）20 年 7 月中旬至今，随着 AH 溢价率显著攀升至历史高点 40%上方附近，陆股通转为持续净流出近 750 亿元；期间虽然人民币汇率显著升值，但受 AH 溢价率位于历史高位区间，陆股通净流出压力持续。

2）陆股通资金流与人民币汇率走势一般呈负相关性

（1）历史数据表明，一般在人民币汇率阶段拐点性变化前中期，陆股通北上资金流向相应发生方向性调整；即一般在人民币止贬转升前中期，陆股通资金转为持续净流入；反之在汇率由升转贬期，陆股通资金转为净流出。

（2）汇率升值阶段：17 年 2 月初至 9 月中旬，人民币汇率由贬转升自 6.90 持续升值至 6.50 附近，期间陆股通趋势净流入共约 1600 亿元；18 年 10 月底至 19 年 3 月中旬，人民币汇率由贬转升自 7.0 持续升值至 6.70 附近，期间陆股通趋势净流入近 2000 亿元；

（3）汇率贬值阶段：15 年 11 月至 16 年 12 月期间人民币汇率持续自 6.4 附近贬值至 6.9 附近；18 年 4 月至 12 月人民币汇率自 6.3 附近持续贬值至 6.9 附近，19 年 3 月至 10 月人民币汇率自 6.7 贬值至 7.1 附近；以上人民币汇率贬值期，陆股通阶段性显著净流出，期间累计净流入锐降。

5、重拾升势或待催化剂

以上对 A 股市场的内外扰动压力因素，已在近两个月持续震荡盘整中释放殆尽，目前已进入阶段尾声。近期来看，市场重拾升势或待明确催化剂，近期预期可能的催化剂包括：一经济金融数据超预期，指向基本面预期乐观，如 8 月消费增速由负转正，尤其是汽车、家电家装等可选消费及影视文化、餐饮旅游等服务消费的回补超预期，社融规模与增速超预期等；二产业政策支持力度超预期，重点包括十四五规划对我国科技产业瓶颈的中长期支持政策，如半导体产业；三行业重大利好事件，包括 9 月中旬美国对我国科技巨头禁令的新动向是否缓和，国内外科技龙头的新品发布等。

四**上市公司业绩预期逐步向好，且近期三季报预告或超预期，或将是市场重拾升势的主要催化剂**。根据披露完毕的中报业绩的数据来看，二季度业绩增速、盈利能力均较一季度显著改善，尤其是创业板、中小板的净利润同比增速上行明显。预计随着未来四个季度经济恢复上行，上市公司业绩增速与盈利能力有望持续提升或改善。综合判断，在中报业绩超预期带动下，预计市场对业绩前景的预期有望上修（近期市场对沪深 300、剔除金融两油的万得全 A 的业绩一致预期正逐步小幅上调），基本面预期上修或为指数震荡缓升、个股精彩轮动的主要驱动力。

三、中期市场展望：结构性牛市换挡，基本面上行有望接力

1、中期市场展望一：结构性牛市换挡。本轮牛市发轫于 18 年底，至今一年半主要驱动逻辑包括：一宽松货币政策下的流动性充裕，无风险利率趋势下行；二以注册制发行试点为首的资本市场制度深化改革，及新证券法的落实实施，正改善 A 股资本市场投融资生态环境与结构质量，权益资产的配置吸引力上升，提升市场风险偏好。以上两大逻辑驱动下，过去一年半持续展开估值修复行情，以利率敏感型的科技成长股领涨。而经过一年半的科技+消费的结构性牛市后，结构性估值泡沫显现，牛市第一阶段的估值修复行情演绎较为充分。

随着 5 月以来货币政策由宽货币宽信用转为稳货币宽信用、中期内逆周期政策逐步退出下，近期流动性驱动力边际收敛，中期甚至存在拐点性收紧压力。由此可判断，本轮结构性牛市第一阶段的驱动力，流动性充裕为主推动的估值修复行情或渐入尾声。

根据近三十年 A 股前四轮牛熊转换周期的运行规律，及牛市三阶段（估值修复—基本面上行与估值续升的戴维斯双击—估值全面泡沫化）的普遍节奏，预计目前 A 股正处于牛市的第一、二阶段换挡期。我们判断，近中期基本面恢复上行为主的驱动逻辑下，中期内正积蓄酝酿结构性牛市的下半场。

2、中期市场展望二：基本面上行有望接力。展望结构性牛市下半场，基本面上行有望接力驱动，主要逻辑包括：**一是经济正进入恢复上行小周期。**我国经济自 20Q2 起的一年半内，处于后疫情的恢复上行期，目前市场普遍预计年内第三、四季度 GDP 实际增速有望继续回升至 5-6%，明年一、二季度有望进一步回升至 10%附近，21 全年大幅反弹至 8%以上，为近十年内增速新高。工业企业利润同比增速已连升五个月，制造业利润大升，工业企业利润率同比持续提升。中期展望，经济温和恢复，PPI 已触底回升，预计工业企业利润增速有望持续改善。

二是上市公司业绩与盈利有望迎来显著回升期。随着经济逐季恢复上行，企业盈利有望逐步改善，上市公司业绩有望同步触底回升，ROE 有望探底回升。目前市场对万得全 A、万得全 A（剔除金融、两油）的净利润同比增速一致预期，由 20 年的 2%、6%附近显著提高至 21 年的 20%、30%附近，未来 1 年上市公司业绩增速有望显著回升。

3、中期市场展望三：资本市场改革持续落地，制度红利持续释放。

资本市场制度改革加速推进：**一注册制试点有序推广，提升上市公司质量结构。**代表我国产业升级、核心技术及创新活力的公司正加快登陆 A 股市场，同时新证券法加大对违法违规的从严从重处罚、直接退市制度的扩大实行，A 股市场优胜劣汰机制正重塑形成，有望持续改善上市公司质量结构。

二监管层着力增强交易便利性、市场流动性和市场活跃度。近两年监管层已对并购重组、再融资、市场交易等监管政策的优化调整；上交所及时响应市场呼声，修订上证综指编制方案、发布科创板 50 指数，以合理反应我国经济产业转型升级、市场结构组成的变化。

三加大引导境外机构资金、银行理财、保险、信托等境内外中长线机构资金入市的政策红利正加快释放，居民财富加大权益类资产配置的趋势已成。

综合判断，过去几年资本市场系列制度改革，重点以双向开放加大引入境内外中长线机构资金，以试点注册制发行并从严落实退市制度加快上市公司的优胜劣汰，将重点改善提升资金与上市公司投融资两端主体的结构与质量；以上我国资本市场深化改革扩大开放的红利释放，将助力 A 股行稳致远。

四、基本面展望：后疫情下业绩恢复显著，中小创改善居前，且未来四个季度有望延续

1、宏观经济：中期恢复上行趋势延续。我国 GDP 同比增速已由 20Q1 的-6.8%恢复至 20Q2 的+3.2%；展望三、四季度，**预计经济恢复趋势有望延续，回升动能或主要为基建投资继续发力、制造业投资底部改善、消费信心与意愿回升下的可选消费回补；**当前市场一致预期 20Q3、Q4 单季度 GDP 同比+5.5%、+6.0%附近(20 年 GDP 预期同比+2.3%)。中周期来看，经济逐季恢复，且本轮经济上行周期，预计可持续至 2021 年二季度。

一生产端来看，工业增速已基本恢复至疫情前正常区间。由于国内疫情防控得力，常态化防控与复工复产策略得当，工业生产供给端恢复较快，单月同比增速已于 4 月转正且连升三月至 6 月的+4.8%，已回升逼近至疫情前的 5-6%的正常增速区间、工业产能利用率也基本恢复至均线附近 75%，预计下半年进一步回升空间非常有限，对经济边际拉升动能减弱；7 月工业增速环比持稳在+4.8%，初步印证该判断。

二投资端来看，基建投资发力与制造业投资底部改善，或为下半年经济回升主要动力。固定资产投资累计增速已自前 2 月的低谷逐月显著回升至前 7 月的-1.6%，回升节奏与幅度好于预期；投资增速回升主要源自基建投资增速快速上行、房地产投资恢复韧性足。展望下半年，**基建投资发力与制造业投资底部改善，或为下半年经济回升主要动力。**

三消费端来看，可选消费回补仍可期。上半年受疫情零星复发、常态化防控及居民收入增速下降等压制，可选消费恢复较为缓慢，恢复节奏略低于市场预期。社会消费零售额同比降幅连续五月收窄，但 7 月增速不及预期仍为负增长-1.1%，主要系家装家具家电等地产系消费悉数小幅转负所致，同时石油消费连续四个月同比-14%附近。展望下半年，后疫情下就业逐步改善，企业盈利逐步恢复，城镇居民可支配收入有望改善，居民消费信心有望提升；同时，疫情常态化防控积累了成功策略与经验，线下消费场景进一步开放，预计以汽车、家装家具家电、餐饮旅游等为主的可选消费回补可期。

2、A 股业绩动态简析：非金融两油的业绩显著恢复，中小创业绩改善居前。统计分析 A 股上市公司 20 年中报，营收、净利润累计、单季度同比增速改善明显，与后疫情二季度 GDP 增速由负转正、工业企业利润增速持续回升一致。其中，主板业绩受银行、石油石化拖累累计增速仍为负增长，但降幅显著收窄；而中小板、创业板、科创板的累计营收增速均已回升至零附近或小幅转正，中小创净利润增速均大幅转正，科创板净利润增速进一步上升至 30%附近。整体而言，**20 年中报业绩增速略好于预期，非金融两油的业绩显著恢复，中小创业绩改善居前**，营收累计同比降幅显著收窄，中小创的净利润累计同比增速由 20Q1 的双位数负增长转为 20H1 的两位数附近正增长。

3、**业绩增速展望：未来四个季度有望延续恢复上行，1Q21 或为阶段增速高点。**统计历史 A 股各季度业绩累计增速变化曲线可知，全 A、扣除金融石油石化的 A 股营收、净利润增速基本与名义 GDP（包含量价因素）走势一致。短中期展望，实际 GDP 增速有望逐季恢复上行，初步预计 20 年第三、四季度的实际 GDP 同比增速将由第二季度的+3.2%进一步恢复至 5.5-6.0%区间，而 21 年第一、二季度的实际 GDP 同比增速有望上升至 8-10%区间(今年低基数效应)。

价格方面：一预计在猪肉高基数效应下，20 第三、四季度的 CPI 同比涨幅逐步回落至低位数 1%以内，21 年初小幅转负后二季度逐步回升至 2%-3%的温和区间；二 PPI 方面，随着我国经济恢复上行、国际大宗商品的震荡上行，预计 20 年第三季度 PPI 降幅继续趋于收窄、四季度有望转正，21 年第一、二季度有望继续小幅回升至 2-3%区间。综合判断，预计未来 6-12 个月，GDP 平减指数整体趋于回升，本轮自 1Q17 起的趋势下行阶段有望结束（自 1Q17 的 4.7%趋势回落至 2Q20 的 0.7%，基本接近于 15Q1 至 16Q1 期间的近十年低谷）。

结合实际 GDP 增速恢复上行、GDP 平减指数趋势回升，预计未来四个季度名义 GDP 增速有望趋势回升至 6-10%区间。根据上市公司业绩增速与名义 GDP 的较强的正相关性可知，未来四个季度的 A 股上市公司业绩增速有望趋势回升，预计低基数效应下 1Q21 或为阶段高点，届时非金融两油的全 A 净利润同比增速高达+50%附近。

4、**盈利能力展望：中小创悉数快速回升至疫情前水平之上，主板温和修复趋势有望延续。一毛利率方面，**中小创均显著回升至疫情前水平之上，并创 2016 年以来季度新高，主板温和修复；预计随着 PPI 趋势回升，预计主板毛利率回升趋势有望延续。**二净利率方面，得益于三项费率压缩，净利率改善幅度普遍高于毛利率；**展望未来，A 股三项费率或将触底略有反弹（管理费率持稳、后疫情下销售费率回升、财务费率在资产负债率略升而融资成本缓降下基本持稳）后，预计净利率升降主要取决于毛利率变化，预计净利率改善幅度放缓，呈现稳中缓升态势。

三净资产回报率 ROE 方面，自 2Q18 阶段高点趋势下行六个季度后，已于 4Q19 真正探底。而 1Q20 起 A 股主要板块的单季度 ROE 环比连升两季；从杜邦分析净资产收益率 ROE=销售净利率×总资产周转率×权益乘数解构来看，近两个季度的 ROE 回升，主要系净利率环比大幅提升贡献。中期展望，预计净利率由此前的快速回升转为缓升，而总资产周转率有望随营收增速的好转而止跌转升、资产负债率在宽信用政策下缓升，综合判断中期 ROE 有望继续改善，预计 21 年主板的 ROE 有望回升至 8.5%上方附近，中小板、创业板有望分别回升至 12%、10%附近上方。

5、分行业板块来看，当前必需消费品（农林牧渔、食品饮料、医药器械）、科技股（电子、通信）及国防军工、电气设备、券商较佳，中期展望，必需消费品优质中高端品牌个股，随着消费升级及市场份额的提升，业绩有望持续增长；同时电子、计算机、通信为首的科技股的优势个股，随 5G、人工智能、物联网等落地应用，中期业绩仍处于上升期。同时，**中期看顺周期（化工、建材、保险、银行）及可选消费品（家电家居、汽车、旅游、文化传媒等）**业绩已基本探底，预计有望逐季回暖。

五、中期风格展望：中期业绩相对景气的科技成长股仍趋势占优

1、风格强弱分化主要取决于业绩相对景气的分化。业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看 1.5-2 年；后续重点防范全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链、市场监管等风险。近一年中小创大幅上涨之后，市场对中小盘成长风格的持续性担忧上升。结合历次风格切换规律来看，**我们认为，在业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格相对强弱一般难以切换或逆转，且本轮风格切换时长仅 1 年，较一轮完整的业绩相对景气、风格趋势分化的 2.5-3 年的周期仍有 1.5-2 年时长。**

从这一轮 5G、数据中心、人工智能引领的科技创新产业景气及新基建-科技硬件-软件-应用内容的商业景气传导来看，TMT、电动汽车为首的科技成长行业的业绩景气正处于上行中期，远未见顶。根据市场一致预期来看，未来 3 年创业板、沪深 300 的净利润同比增速在 20-30%、10%附近，创业板业绩相对景气仍显著高于沪深 300。

后续重点防范：一是全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链等风险，对中周期内的科技成长板块业绩逻辑、业绩预期或产生扰动，期间或加大指数或个股波动风险。

二是**市场监管政策取向的降温信号**，若后续杠杆资金快速上升、中小散户直接蜂拥入市，产业资本减持力度显著放大、外延式并购重组过热等，或将促使监管政策取向阶段性调整，释放降温信号，以防范金融风险再度发生，届时或进一步促使科技板块交易热情降温。

2、市场风格分化与收敛趋同的历史规律与本轮推演

统计前几轮完整牛熊周期的市场表现来看，风格强弱分化主要取决于业绩相对景气的分化。业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看 1.5-2 年。自 2013 年初起至今的六年半内，市场风格发生了 3 次明显先分化、后趋同的走势。按 12 年底至 15 年 6 月的上一轮牛市三阶段（估值修复-戴维斯双击加速上涨-泡沫化赶顶）的风格分化与同步节奏及其时长的经验来看，成长、消费风格率先启动估值修复行情，且上涨约 1 年半时长后，金融、周期才启动补涨行情，随后四种风格进入同步牛市直至赶顶阶段。

第三波分化与收敛趋同推测：第三波分化大致于 20 年中结束，目前或进入同步震荡上行阶段。19 年 8 月至 20 年 4 月初，期间消费、成长风格指数上涨，而周期、金融风格指数震荡下跌，随后自 20 年 4 月起转为同步上涨。**按本**

次第五轮牛市的启动时点 19 年 1 月初计算，至 20 年 6 月末附近正好 1.5 年时长，风格已由分化进入收敛趋同阶段，与目前市场实际表现基本一致。

六、**配置建议：近期把握可选消费+中游周期回补机会，中期深挖科技+券商龙头。**

近期国内疫情防控整体持续向好、经济恢复上行趋势延续，中期以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的发展战略调整下；近中期投资主线重点聚焦后疫情下经济恢复趋势中的可选消费回补机会、近中长期兼顾稳经济调结构的新基建投资发力机会，有望在指数震荡缓升中引领结构性行情。

一近中期而言，下半年经济恢复趋势明确、货币政策边际收敛趋势确立，估值扩张动能大概率衰竭，上涨动力回归至基本面上行逻辑，结构性机会或主要以顺周期的低估值蓝筹补涨，以家装家具家电、汽车、旅游影院等可选消费回补，及化工、建材、机械、电气设备等中游制造补库存为主；

二中长期深挖业绩超预期中期景气上行的科技龙头股；在国内大循环为主体、补短板煅长板以科技创新引领高质量发展的战略推进下，提高科技产业链供应链稳定性和竞争力，更加注重补短板和锻长板，预计以半导体芯片、5G+应用、新能源汽车、军工装备、创新医药为首的科技龙头有望进入中期景气上行期，可深挖优质科技成长股并逢低坚定配置；

三紧抓“两新一重”投资受益板块；中长期创新升级经济转型的战略目标下，新一代信息基础设施、融合基础设施（深度应用互联网、大数据、人工智能等为主）、创新基础设施（支撑科学研究、技术开发、产品研制的公益性基础设施）等三大类新基建，具体包括**5G 通讯、半导体、数据中心与数字基建、工业互联网、公共医疗卫生（生物安全）、智慧城市、智慧交通、智能制造等新基建；及城市轻轨、环保、电网改造升级、城市旧改等传统基建。**

四，**低估值的券商、银行、保险、地产等大金融板块中的头部公司，业绩相对稳健，股息率相对国债利率已具备配置价值，预计随着财政政策加码落地，国内稳经济政策发力、经济逐步企稳修复，以及资本市场制度深化改革的加快推进，低估值的大金融板块也有望迎来估值修复行情，尤其是在大力发展资本市场、着力打造旗舰型券商的政策红利下，中长期龙头券商可坚定持有。**

风险提示：全球疫情秋季超预期复发，中美关系加剧紧张，海外市场大幅震荡等风险。

本周研究动态：

消费股

食品农业（白姣姣）

一、市场表现

周行情：食品饮料（中信）涨跌-3.75%；农林牧渔（中信）涨跌幅-10.13%；沪深 300 涨跌幅-3.00%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格 **35.34 元/公斤**，周环比下行 1.3 **元/公斤。**
2. **茅台一**批价：2850 元左右。

三、食品饮料：

1. **白酒：**

1）旺季行情有望开启。渠道整体反馈终端动销持续回暖；高端酒价格坚挺，茅台批价 2800 元以上，近期 8 月底和 9 月的货逐步到位，五粮液和老窖旺季开始逐步放量，但价格并未向下，证明终端消费承接仍强；次高端和中档酒也在逐步回暖，但有一定分化，其中汾酒表现最优，持续双位数增长；低端酒则消费场景基本同期持平，故消费平稳。

持续推荐白酒，一方面板块价格坚挺，提振市场；在经历一个季度的库存消化后，旺季来临板块环比改善预期加大；

对应 21 年诸多酒企估值在 30x 以下，龙头茅台也在 40x 以下，中长期估值合理，板块估值切换行情或提前到来；中长期白酒消费具有粘性，高毛利率高净利率等铸就高壁垒不变；

标的方面，中长期持续重点看好高端酒的**茅五泸汾，**短期我们推荐低估值标的，尤其是板块中报超预期标的较少，中报靴子落地后下半年环比改善将更为显著，有望迎来估值修复行情的个股如**老窖、古井、水井坊、顺鑫等**。

2. 大众品：

大众品近两周回调较大，我们认为主要是短期中报超预期行情后，涨幅过高，获利盘较大，估值较高，叠加大盘系统性风险导致的回调。短期回调后估值释放一部分风险，短期交易层面或可博弈超跌反弹。

中长期，部分大众品个股估值处于历史相对高位，我们认为目前回调幅度或尚未到位，可待回调后逐步建仓中长期赛道优，成长性足，业绩具有确定性的标的，优选调味品和速冻食品龙头性企业。

四、养殖：中长期继续推荐养殖龙头企业

近期市场担忧猪价将大幅回调，再叠加市场对高位股系统性调整，导致板块回撤。但我们认为无需太过担忧，建议关注板块优质个股的成长性及未来 2 年高盈利能力。

一方面猪肉供需缺口仍大，短期内难以快速平衡，猪价虽高点已过，但绝对值高位有支撑；其次优质公司出栏量快速提升（如牧原本周公告 100 亿可转债项目，仍用于猪产能建设），成本优势大，量价齐升下 20-21 年业绩有保障，有望走出独立长牛行情。持续推荐**牧原、新希望。**

五、推荐个股

重点推荐：牧原、茅台、泸州老窖、涪陵榨菜；

其他：**五粮液、汾酒、顺鑫、水井坊、海天、中炬高新、新希望等**。

六、风险提示

业绩不达预期；宏观经济下行；重大食品安全事故；疫病暴发超预期。

家电行业（王双、陆星挺）

一、行业表现

上证综指本周下跌 2.83%，沪深 300 下跌 3.00%。家电板块下跌 3.21%，跑输大盘指数，主要原因在于：家电板块作为消费股，受市场影响，跌幅较大。

二、行业动态与展望

（1）苏泊尔和拼多多合作推出“厨电嗨购日”活动

9 月 13 日消息，拼多多旗下“多多电器”将与苏泊尔联合推出“厨电嗨购日”活动。在拼多多“百亿补贴”的加持下，苏泊尔电磁炉、绞肉机等厨房小电器价格降至百元以内。

（2）海尔发布全球首个场景品牌“三翼鸟”

本周海尔重磅发布了全球首个场景品牌——三翼鸟。区别于传统的产品品牌，三翼鸟可以为用户提供涵盖阳台、厨房、客厅、浴室、卧室等智慧家庭全场景定制化解决方案。

(3)美的新能效空调销量市场占比提升至 7 成

据奥维云网所监测的数据显示，从 7 月 1 日至 9 月 6 日，新能效空调产品的整体零售量达到了 157.4 万套，其中，美的空调的占比就高达 67.5%，几近七成市场份额。

展望：苏泊尔和拼多多的合作，即“厨电嗨购日”促销，是拼多多平台围绕消费市场“金九银十”开展的系列活动之一，后继公司不断调整补贴力度和范围。苏泊尔此次合作，表明在竞争激烈背景下，苏泊尔将更加重视线上很多渠道。此前苏泊尔在线上直播和社交电商方面，已经有所落后于其他小家电企业。此次活动将有助苏泊尔洞察最新消费趋势，对行业发展起到积极作用。

三、行业的投资逻辑

1.疫情短期有影响，中期影响不大。整体上看，本次疫情会从基本面与情绪面对家电板块产生一定影响，板块可能呈现出先抑后扬形势。短期来看：由于线下人流变少、线上运输受限且部分产品涉及上门安装，因此家电在疫情期间销售会有影响。中期来看，家电是刚需型耐用消费品属性，精装与毛坯房全年交付量回暖的逻辑仍将继续支持家电需求复苏。

2.白电龙头市场份额稳定。短期总销量受疫情压制，中期看，白电龙头企业销量较为稳定，业绩确定性也较大。

四、重点个股

老板电器：

公司为国内厨电行业优质企业，烟/灶国销量稳居行业第一，与方太集团同为高端厨电龙头。公司在1、2线城市市占率份额高，品牌知名度好。公司同时利用名气品牌，下沉3、4线渠道，和老板品牌形成合力，加大公司产品的销售。公司也注重品类多元化，把洗碗机、蒸箱作为重点新品类发展。随着地产竣工面积和交易量回暖，公司的估值有可能得到恢复。1、2线地产回暖有利于公司的业绩的增长，建议关注。

美的集团：

公司是全品类家电的典范企业，其多个家电产品在行业内名列前茅。公司管理层战略明确，高瞻远瞩，执行力强。公司在收购库卡后，在工业机器人领域具有强大竞争力。在3月初的战略发布会上，美的宣告其工业互联网平台已经建成，且服务了50多家大型企业。美的集团不仅是一家家电企业，也是一家工业互联网平台企业。预计公司2020年净利润为230亿，对应PE分别为18倍。

医药生物（傅达理）

一、市场表现回顾

本周医药生物(SW)板块单周下跌6.15%,在28个申万一级行业中,表现排名第23位,同期沪深300指数下跌3.00%,中小板指数下跌5.19%，创业板指数下跌7.16%。细分子板块来看，所有子板块均下跌，化学制药跌幅5.48%，生物制品跌幅8.13%，医疗器械跌幅7.64%，医药商业跌幅4.54%，中药跌幅2.83%，医疗服务跌幅6.61%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是ST康美（+27.61%）、信邦制药（+20.32%）、康希诺-U（+11.02%）、双鹭药业（+7.72%）和济民制药（+7.31%）；而跌幅最大的前五家公司分别是苑东生物（-21.57%）、吉药控股（-21.53%）、东方生物（-18.80%）、美诺华（-18.65%）和博雅生物（-17.46%）。

二、本周主要观点

板块延续调整，估值逐渐回归。本周医药生物板块延续调整，跑输沪深300指数3.15个百分点。8月以来医药生物板块调整明显，相对A股的估值溢价率明显回落，板块市盈率也持续下行，估值水平逐渐向历史均值回归。截至9月11日，医药生物（SW）市盈率（TTM）为49.54x，环比上周下降3.27x，高于近五年医药生物平均市盈率（TTM，38.44x），但较7月末板块市盈率峰值已明显回归。目前医药生物板块估值虽然仍然较高，但考虑进入9月迎来估值切换，医药核心资产如恒瑞医药、迈瑞医疗、长春高新等标的对应2021年估值仍然处于合理区间，仍然具备配置价值。长期来看，我国处于GDP增速下行阶段，但医药产业需求刚性，正处于追赶国际领先水平的早期发展阶段，将逐步实现国产替代，长期来看空间广阔，有望持续保持快速增长。同时在政策推动和行业发展进入新阶段的共同作用下，医药行业分化加剧，龙头公司优势将更加明显，医药各细分行业龙头公司高估值水平有望持续。

本周疫苗板块受AZ新冠疫苗三期临床暂停影响出现较大幅度调整，但本周末AZ已宣布重启，疫苗板块有望迎来反弹。9月8日据外媒报道，因一名正在英国参加临床试验的人员出现不明原因疾病，阿斯利康（AZ）已暂停其新冠疫苗第三阶段临床试验，受此消息影响，9月9日A股疫苗板块大幅回调，如康泰生物跌幅16.57%，智飞生物跌

幅 11.91%。但本周末据澎湃新闻消息，9 月 8 日宣布中断的由牛津大学疫苗团队与阿斯利康公司合作研发的新冠病毒疫苗临床试验已重新恢复。阿斯利康表示，英国药品卫生监督管理局(MHRA)已经确认了该疫苗的安全性，但是不便透露更多信息。随着 AZ 重启新冠疫苗三期临床试验，我们认为 A 股疫苗板块下周有望迎来反弹。整体来看，我们认为新冠疫苗大概率有望在今年年底之前获批上市，但疫苗板块的表现或因为获批上市新冠疫苗技术路线的不同而产生分化，较难出现同 7 月整个板块大幅上涨的情况。目前时点随着国内外新冠疫苗 3 期临床数据披露的临近，我们仍然建议关注新冠疫苗研发进度靠前的头部疫苗企业：复星医药、康泰生物、沃森生物、康希诺、智飞生物。

全国高值耗材集采渐行渐近，不必过于悲观。9 月 10 日晚，中共中央政治局常委、国务院副总理韩正主持召开药品和高值医用耗材集中带量采购工作座谈会，听取医院、企业、专家代表和地方医保局负责同志意见，研究部署药品和高值医用耗材集中带量采购工作。韩正表示，集中带量采购改革取得明显成效，在增进民生福祉、推动“三医联动”改革、促进医药行业健康发展等方面发挥了重要作用。韩正强调，要抓紧巩固完善制度成果，形成更加规范的制度体系，推动国家组织药品集采工作常态化制度化开展。要加快扩大集采范围，着力破解医用耗材标准不一、分类不清等问题，扎实做好心脏支架集中带量采购工作。要加强中选产品全生命周期质量监管，对质量问题实行“零容忍”，依法依规查处。要按规定采购并使用中选药品、耗材，防止出现招而不采、采而不用。要完善和落实改革配套政策，充分调动医疗机构、医务人员、生产企业和患者等各方面的积极性。整体来看，全国高值耗材集采渐行渐近，心脏支架集中带量采购相关政策有望于近期出台，7 月初国家医保局曾发布《国家组织冠脉支架集中带量采购方案（征求意见稿)》，意见建议反馈汇总时间为 7 月 10 日，截至目前已超过 2 个月，最终方案相或较征求意见稿出现不同，但我们认为不必对高值耗材集采过于悲观，去年以来已有多地开展冠脉支架集采，市场对全国集采已有预期，同时基于高值耗材非标化及临床使用习惯差异，整体风险相较于药品集采或较小。

三、行业动态跟踪

1、国家医保局发布《医疗保障行政执法事项指导目录》。9 月 7 日，国家医保局发布《医疗保障行政执法事项指导目录》，要求对药品、医用耗材价格进行监测和成本调查。《指导目录》要求对药品上市许可持有人、药品和医用耗材生产企业、药品经营企业和医疗机构向医药价格主管部门提供其药品、医用耗材的实际购销价格和购销数量等资料。此外，《指导目录》显示，还将对公立医疗机构药品和高值医用耗材集中采购行为合规性的监督检查。

2、中国医学装备协会对外发布《关于发布第六批优秀国产医疗设备产品目录结果的公告》。此次遴选品目包括心肺复苏机、SPECT、医用制氧机、超声光散射乳腺诊断系统、数字胃肠 X 线机、低温冷冻消融设备、康复设备、口腔 CT、主动脉心脏瓣膜、主动脉支架、眼底照相机、质谱仪、荧光定量扩增分析仪、全自动血型分析仪、超声骨刀、心电图机、清洗消毒设备、数字减影血管造影机、医用直线加速器、γ-射线立体定向治疗系统、高强度聚焦超声肿瘤治疗系统、冠脉支架、化学发光免疫分析仪、全自动酶免仪，共计 24 个品目。

3、国家卫生健康委办公厅印发《探索抑郁症防治特色服务工作方案》。9 月 11 日，为贯彻落实《健康中国行动（2019-2030 年)》心理健康促进行动有关要求，加大抑郁症防治工作力度，鼓励社会心理服务体系建设试点地区探索开展抑郁症防治特色服务，国家卫生健康委办公厅印发了《探索抑郁症防治特色服务工作方案》。《方案》提出了工作目标，即到 2022 年，在试点地区公众对抑郁症防治知识的知晓率达 80%，学生对防治知识知晓率达 85%。明确了六项重点任务。一是加强防治知识宣教。二是开展筛查评估。三是提高早期诊断和规范治疗能力。四是加大重点人群干预力度。五是强化心理热线服务。六是及时开展心理干预。

4、国产新冠灭活疫苗已紧急接种数十万人，目前零感染。国药集团中国生物负责人就新冠灭活疫苗紧急使用和海外 III 期临床研究情况接受媒体采访时透露，国药中国生物研制的两款新冠灭活疫苗紧急使用，已经接种了数十万人次，无一例明显不良反应，无一人感染；其中打完疫苗之后去海外高风险国家和地区的数万人，截至目前实现了零感染。

四、投资策略

从 2020 中报可以看出，抗疫设备、新冠检测试剂等医疗器械细分方向中报表现亮眼，CXO 保持高景气，部分原料药标的实现快速增长，创新药、医疗服务等标的已从疫情影响中逐渐恢复，Q2 实现同比增长。展望三、四季度，我们认为新冠疫情仍然是主要关注点，全球疫情的拐点仍未出现，8 月以来海外每日新增确诊病例持续超过 20 万人，预计相关抗疫设备及检测试剂需求仍然将维持高景气，同时新冠疫苗 3 期临床数据有望于 10 月披露，或对相关标的形成催化。国内方面来看，由于疫情相对稳定，医疗机构正常营业下，将带动相关手术耗材及药品恢复正增长，Q3、Q4 业绩实现同比增长可期。中长期角度来看，我们看好药品/器械创新升级、医疗器械国产替代、医疗消费升级带来的投资机会。基于以上，我们建议关注以下相关标的：

1）创新药产业链标的：恒瑞医药、药明康德、泰格医药、凯莱英、康龙化成等；

2）医疗器械标的：迈瑞医疗、乐普医疗、健帆生物、艾德生物、鱼跃医疗、万孚生物、安图生物、华大基因、凯普生物等；

3）医疗服务及药房标的：爱尔眼科、通策医疗、益丰药房、老百姓等；

4）医疗大消费标的：长春高新、欧普康视、爱博医疗等。

5）疫苗标的：复星医药、康泰生物、沃森生物、康希诺、智飞生物。

五、风险提示

疫情反复超预期风险；医药政策变动超预期风险。

商贸零售（韩保倩）

一、市场表现

商贸零售（中信）板块本周下跌 210.46 点，周跌幅 4.34%。板块本周上涨前五名分别是银座股份（8.51%）、汉商集团（6.31%）、上海物贸（5.67%）、潮宏基（4.56%）、ST 厦华（4.41%）。

随着中报数据全部披露，疫情对消费板块影响逐渐清晰，线下龙头上半年增速或不及预期，但仍显示出数字化建设持续加快，超市等必选板块同店提升、行业集中度提升等正向变化。9 月开始进入金九银十，消费需求持续释放，中秋国庆双节并至将迎来消费的充足动能，消费增速或企稳向好。9 月线下实体积极开展“百城万企促销费”、淘宝开展 99 划算节，将进一步拉动消费回暖。关注必选消费赛道持续优化，可选消费线上持续发力以及线下复苏。

二、行业动态

中国物流与采购联合会发布上月快递物流指数。数据显示，中国 8 月份快递物流指数为 107.6%，比上月回升 0.4 个百分点。从制造业商务快件来看，8 月份快件指数小幅趋缓，为 110.9%，比上月回落 0.8 个百分点，但总体仍高位运行，反映制造业市场回升势头稳定。分行业看，制造业 21 大类中有 19 大类商务快件指数高于 100%。服务业商务活跃度在 8 月有所回升，快件指数为 106.6%，比上月回升 0.7 个百分点。分行业看，服务业 14 个大类行业商务快件均指数高于 100%。

8 月份从业人员指数为 102.2%，比上月回升 0.4 个百分点。8 月人员指数较上月虽有回升，但整体相对于二季度回落近 10 个百分点，目前从业人员供需偏紧，就业人员不足、人力成本上涨是企业普遍反映问题。企业经营便利度方面，8 月份便利度指数为 66.9%，比上月回落 0.6 个百分点，从数据上看企业经营便利度指数连续回落，但降幅缩窄。

我们认为随着疫情得到控制，商业态势好转，商务快件指数、农村快件指数、跨境快件指数均有不同程度回升，回升幅度在 0.1 至 2.8 个百分点之间。但经营便利度指数的连续回落、人员指数持续低位运行等问题矛盾需着重关注。

三、投资关注

1、王府井(600859)：9 月 7 日，国务院已原则同意《深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案》。《方案》提出，支持王府井步行街在营造国际化消费环境和优质营商环境、打造国际化消费区域等方面先行先试。优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，落实免税店相关政策。王府井回复一切以公司公告为准。

此次方案中明晚将王府井步行街先行试点方向与优化市内免税店布局相关内容一同提及，如市内免税店可以开设在王府井步行街，导流效应巨大，形成与王府井商业街相互导流。王府井集团在中报中提及已投资设立免税品经营公司，积极准备，组件团队，洽谈供应链体系，在全国范围内积极推进离岛免税、口岸免税和室内免税，集团将免税作为“十四五”重要增长点。我们认为王府井后续免税经营如何，与相关政府对其经营方向如何明确息息相关，市内免税经营效率与购买资格范围、品牌丰富程度等相关，王府井在品牌资源方面具有一定优势，有望在王府井步行街及环球影响周边开设市内免税，实现经营天花板打开。

2、周大生(002867)：北极光投资继续减持，北极光目前持股占比 4.7883%,持股 3499.35 万股，为公司第三大股东，公告将通过大宗交易或竞价方式减持 2192.45 万股，占公司总股本 3%。

其中拟通过证券交易所集中竞价方式减持的自本减持计划公告之日起 15 个交易日之后的 3 个月内进行，且任意连续 90 个自然日内通过交易所集中竞价方式减持股份的总数，不超过公司股份总数的 1%；拟通过大宗交易方式减持的自本减持计划公告之日起 3 个交易日之后的 3 个月内进行，且任意连续 90 个自然日内减持股份总数不超过公司股份总数的 2%。若减持期间公司有送股、资本公积金转增股本等股份变动事项，减持股份数量进行相应调整。

北极光在周大生 2017 年年报中占比达到 23.9278%，为公司第二大股东，2018 年 5 月 4 日开始不断减持，2020 年 4 月减持后降为第三大股东。北极光作为投资公司，减持主要出于自身资金需求，随着减持不断推进，减持压力不断下降。

四、风险提示

疫情反复影响超预期，需求低于预期，新渠道新业态拓展不达预期等。

周期股

房地产（王双、于伯菲）

本周房地产板块下跌 1.17%，沪深 300 下跌 3%，上综下 2.83%。板块跑赢大盘指数。

本周随着“金九银十”正式拉开序幕，恒大正式推出“全线 7 折”及一系列让利组合拳。随着三道红线”的出台，让许多大牌房企压力俱增，包括央企在内负债水平都屡屡“踩线”。由此看来，恒大本次降价促销的主要目的也是为了快速回款降低负债。从销售数据来看，恒大前 8 个月录得 4506 亿销售额，如果 9-10 月完成 2000 亿的目标，这意味着恒大将提前两个月完成 6500 亿的年度目标。更为重要的是销售背后的回款。若按恒大上半年 89.4%的回款率算，“金九银十”期间其将回款约达到 1800 亿，将极大地促进降负债，推动各项指标符合监管层要求。我们认为恒大率先降价或将带动整个市场加速出货，预计将有部分房企跟进实施促销计划。

同时近期随着房价连续上涨多地调控也陆续出台，本周沈阳发布房地产新政提到，严格差别化信贷税收政策，保持房地产市场平稳健康发展。之前，东莞、杭州也进一步细化房地产调控政策。目前至少已有超过 10 个城市发布了楼市调控新政，预计后续热点城市或房价上涨幅度较高的城市调控还会跟进，以促进房地产市场健康发展，最终确保市场稳定，稳定才能谈发展。

展望 Q3Q4，根据以往经验约 70%的货值会集中在下半年推售。而今年受疫情影响上半年开工进度滞后，下半年作为房企抢收业绩的关键期、供应量可能进一步加大。同时，受惠于相对宽松的货币政策环境，预计下半年房地产市场仍具韧性，成交有望保持在较高水平。房企有望积极把握当下难得的销售窗口期，加紧推货去化、加大营销力度、抢收业绩，以最大程度弥补上半年由疫情带来的负面影响。

房地产作为国家经济支柱之一，在本身经济下行压力较大及 2020 年经济开年受制的前提下，国家对房地产调控相关政策主基调不变，但是在维持稳定的基调下，部分城市有望进一步适度放宽，同时流动性保持宽松给房企带来喘息机会。

当前行业板块估值的平均在 6X 左右，当前处于明显低估状态考虑到目前板块 2020 年业绩确定性强，板块估值较低，股息率仍处于高位，此外政策弹性有望带动估值弹性修复。

建议积极关注业绩稳健，有避风港属性的龙头类公司。我们继续看好地产龙头公司在 2020 年的估值修复行情，建议积极关注**招商蛇口，万科 A，招商积余。**

化工（王双）

一、行业走势

上周申万化工指数下跌 5.74%，上证指数下跌 2.83%，行业指数跑输大盘指数。其中涨幅居前的板块是玻纤、复合肥、粘胶；跌幅较大的板块日用化学产品、磷化工及磷酸盐、石油贸易。

二、行业观点：

MDI 上周价格再次强势上涨：万华 PM200 报价 17500-17600 元/吨，科思创 44V20、巴斯夫 M20S 报价 16600-16800 元/吨，环比上周上涨 1000 元/吨左右。厂家库存偏低，海外需求稳步提升，全球聚氨酯原料大幅上涨，各种利好不断发酵。传统的"金九银十"来临，供应商对价格相对乐观。MDI 企业经过前期集中检修，目前库存压力减小；国外市场经济复苏，陶氏宣布北美地区 MDI 产品价格上涨，MDI 出口逐渐增加。

钛白粉价格年度第五次上调：目前金红石型钛白粉市场主流报价为 12000-14000 元/吨，锐钛型钛白粉主流报价为 10000-11500 元/吨，氯化法钛白粉目前报价为 15500-17000 元/吨。随着传统旺季的到来，加之海外需求不断恢复，钛白粉市场逐步恢复到较好状态。龙蟒佰利发函宣布价格上调 500 元/吨，目前已有 27 家钛白粉厂宣布价格上调，氯化法钛白粉亦有上调。目前整体开工率处于较高水平，部分厂家个别型号短缺，厂家库存低位。

可降解塑料快速发展：今年以来多省市在可降解塑料发展方面给出了时间表。截至 8 月 17 日，据各级政府网站，已有 24 个省、市、自治区出台塑料污染治理实施方案。上周，陕西省发改委、陕西省生态环境厅制定并印发《陕西省进一步加强塑料污染治理实施方案》；广东省发改委官网发布《关于进一步加强塑料污染治理的实施意见》，自 9 月 1 日起实施。文件内容均称将在年底前禁用不可降解塑料餐具。

2020 年 1 月 19 日，发改委、生态环境部发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》。到 2020 年底，我国将率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用，到 2022 年底，一次性塑料制品的消费量明显减少，替代产品得到推广。随着电商、快递、外卖等新兴业态快速上升，"塑料及包装制品"使用量快速攀升，2018 年国内外卖使用一次性塑料餐具约 176 万吨，农用地膜使用量超过 150 万吨，未来行业替代空间广阔，可降解塑料空间打开。

随着电商、快递、外卖等新兴业态快速上升，"塑料及包装制品"使用量快速攀升，2018 年国内外卖使用一次性塑料餐具约 176 万吨，农用地膜使用量超过 150 万吨，可降解塑料替代空间至少在 300 万吨以上。目前的产能不足以承接全部塑料替代，仅餐具和地膜，产能缺口 200 万吨以上。2018 年国内生物降解塑料产量达 65 万吨，同比增长 10.2%，其中完全生物降解塑料产量约 9.5 万吨，破坏性生物降解塑料产量约 55.5 万吨。

草甘膦供给受影响，价格有上涨预期：95%草甘膦原粉价格 2.45-2.5 万元/吨，高端报价 2.6 万元/吨，市场现货供应紧张。11 月发货的订单价格 2.4 万元/吨左右。四川五通桥区 8 月 18 日因为洪水影响草甘膦产能正常生产。四川地区受到影响的产能约占全国总产能 23%左右。从 2020 年 1-7 月市场供应量看，四川地区约占市场供应量 31%。2020 年 1-6 月累计出口 31.22 万吨，同比增加 17%。2020 年 1-7 月累计产量 32 万吨，同比下滑 3.3 万吨，下降幅度为 9%。四川地区草甘膦生产企业纷纷发布公告，和邦生物 8 月 19 日公告公司预计损失 3.5-4.5 亿元，预计停产时间不会超过三个月，预计 10 月上旬开工；四川福华，8 月 20 日发布《严正声明》公司现已进入全面的清理清扫工作阶段。预计后期草甘膦供给受影响，价格存在上调预期。

三、投资建议：

化工产品需求恢复，同时在成本的支撑下产品价格上涨，盈利进入上行通道。推荐受益油价上涨的**卫星石化、桐昆股份等。**

行业规范性提高，环保要求提高，安全生产要求提高，行业龙头的安全环保、创新管理的价值得以体现，化工行业的稳定生产将有明显的估值溢价。具有产业链一体化及园区一体化的龙头优势明显。**推荐万华化学、华鲁恒升。**

中上游大宗品进入周期下行通道后，对下游精细化工企业的利润改善也是有益的。未来化工行业的看点主要在于供需格局相对良好的精细化工，特别是供给壁垒较高子行业的一体化龙头，景气度依然能够持续。**推荐利安隆、苏博特、新宙邦。**

电子化学品是未来化工行业上需要补充最急迫的新材料产品。在推荐公司上，我们认为公司具备持续的技术创新能力应放在首位，其次是客户认可度，最后考虑估值。综合考虑，重点推荐**雅克科技、濮阳惠成。**

风险提示：需求不及预期，产品价格下滑。

机械（朱天辉）

一、市场表现

本周上证综指同比跌幅达2.83%%，收于3260点，创业板指同比大跌7.16%，沪深300同比下跌3.00%，机械设备同比下跌4.78%，跑输沪深300指数1.78pct。

二、机械行业动态及投资观点

1、锂电设备：新能源汽车销售拐点明确，继续推荐锂电设备先导智能等

1）8月新能源汽车销售强劲，终端需求有望持续向好。中汽协公布最新产销数据。8月新能源汽车产销分别为10.6万辆和10.9万辆，环比增长6%和11.7%，同比增长17.7%和25.8%；8月我国动力电池装车量5.1GWh，同比上升48.3%，环比上升2.2%。同时，欧洲等海外市场也有将继续实现较好的增长。我们认为全球新能源汽车行业景气拐点明确，销售有望持续提升。

2）板块公司业绩有望触底反弹。以先到智能为例，2020H1公司实现营收18.64亿元，同比增加0.15%，归属于上市公司股东的净利润2.28亿元，同比下降41.93%。但从新增订单看，2020年1-3月公司新增订单金额同比增长57.83%，2020年1-6月新增订单金额同比增长83.19%，我们认为随着市场销量提升，下游锂电厂商扩产力度将显著提升，设备企业业绩有望触底反弹。

3）先导智能为为锂电设备龙头，重点推荐。公司对锂电设备进行全产业链布局，目前整线交付能力及单机核心设备技术超越日韩，达到国际领先水平。公司已绑定CATL、LG、Northvolt、SDI、SKI、AESC、比亚迪、中航锂电、蜂巢等头部电池厂商。我们认为目前行业处于拐点位置，同时公司估值处于合理区间，给予“推荐”评级。

2、工程机械：8月挖机销售增速达51%，继续保持强劲增长

1）基建及房地产投资继续改善。1-7月全国房地产开发投资75325亿元，同比增长3.4%， 增速比1-6月份提高1.5个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降1.0%，降幅比1-6月份收窄1.7个百分点。我们认为基建及房地产投资持续改善支撑工程机械销售走强。

2）8月挖机销售增速高达51%，继续保持强劲增长。2020年8月纳入统计的25家挖掘机制造企业共销售各类挖掘机20939台，同比增长51.3%；其中国内18076台，同比增长56.3%；出口2863台，同比增长25.7%。2020年1-8月，共销售挖掘机210474台，同比增长28.8%；其中国内190222台，同比增长29.7%；出口20252台，同比增长20.8%。

3）向后看，我们继续看好工程机械板块下半年表现，继续推荐低估值挖机整机厂徐工机械以及液压件龙头公司恒立液压等标的。

3、自动化设备：7月机器人产量同比增加19.4%，行业继续景气向上

1）7月机器人产量同比增加19.4%。3月以来，随着复工复产，机器人产销数据开始好转，已连续5个月实现两位数增长。1-7月，机器人产量累计11.60万台，同比增速达10.4%。

2）3C行业固定资产投资持续走高，对机器人拉动效应较强。1-7月，制造业投资下降10.2%，降幅收窄1.5pct；具体看，1-7月计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资增速10.7%，增速提升1.3pct；汽车制造业固定资产投资下滑19.9%，下滑收窄1.0pct；金属制品业固定资产投资下滑15.5%，下滑收窄1.0pct。

3）我们认为自动化设备行业景气有望持续向好，继续推荐拓斯达、埃斯顿、伊之密等标的。

三、重点个股

工程机械：徐工机械、恒立液压等

自动化设备：拓斯达、埃斯顿

锂电设备：先导智能等

光伏设备：捷佳伟创、迈为股份、晶盛机电

半导体设备：北方华创、长川科技、至纯科技等

国防装备：中直股份、中航高科、光威复材、景嘉微等

风险提示：下游需求不足、行业竞争加剧、行业政策变化等

新材料（王双、时应超）

一、行业表现

本周上证综指下跌2.83%，申万有色指数下跌3.63%。价格方面，小金属钴价上涨锂盐持平，长江现货钴上涨2.53%至28.4万元/吨，收储预期再起，有望支撑钴价，钴价中枢将逐步上移，电池级碳酸锂价格持平，据SMM部分锂盐大厂已经处于满产状态，其产能或将供不应求，电池级碳酸锂价格后续有望小幅上涨；贵金属方面，COMEX黄金上涨0.71%、COMEX白银上涨0.80%；基本金属方面，LME铜上涨0.07%、LME铝下跌0.64%。

二、行业动态与投资观点

1、新能源金属

钴：收储预期再起，有望支撑钴价上行。据 SMM，国内冶炼企业于 9 月 9 日收到通知，9 月 10 日前往国储局领招标书，据反馈将于下周后半周进行投标；市场传闻国储局拟收储 2000 吨电解钴，具体收储量及价格或于下周确定。受此消息影响，本周周电钴现货价格出现较大幅度上涨。一旦收储启动，或将直接刺激钴价继续上涨，叠加新能源汽车市场和3C、高温合金等传统消费的恢复，钴价中枢将逐步上移。但随着 8、9 月钴原料到港增加，国内供给紧张局面或略有缓解，钴价涨势或放缓。

锂：碳酸锂价格底部确认，有望阶段性小幅反弹。本周电池级碳酸锂价格继续持平，价格底部企稳，同时旺季订单好转，下游企业持续补货，据SMM部分锂盐大厂已经处于满产状态，其产能或将供不应求，后续碳酸锂价格有望小幅上调。但目前锂供需格局尚未出现明显改善，叠加库存仍较大，价格上涨空间相对有限。

2、贵金属

本周贵金属价格多数上涨。9月10日，欧洲中央银行宣布继续维持欧元区三大关键利率水平不变，欧洲央行称，将利率维持在当前或更低的水平，直到通胀目标接近。同时美国新版本新冠肺炎疫情经济刺激法案本周未能通过，金价短期震荡。往后看经济复苏初期货币政策宽松导向不变叠加通胀预期上行，实际利率维持低位贵金属仍在上涨通道。

3、工业金属

近期南美主要铜生产国的出口供应逐渐回升，但南美铜矿供给或将持续受到疫情和劳工谈判的扰动，下半年铜精矿供应维持偏紧格局。从TC来看，截至9月初，国内TC价格已经跌至48美元/吨，侧面验证市场对于下半年铜精矿供应的担忧。同时受益于流动性宽松所带来的抗通胀需求和经济的边际复苏，铜价整体易涨难跌。目前海外复苏预期强化，随着消费旺季即将到来推动产业链需求释放，叠加库存在低位，LME铜库存已经降至15年低位，看好旺季需求好转，铜价有望维持上行。

4、军工电子材料

美国对华为的技术封锁事件，叠加中美关系紧张情绪再度升温，或将促使关键材料国产化进程加快，同时基于国防现代化建设面临的迫切需求，军工领域需求相对独立，军费保持稳定增长，新一代主战装备列装也有望加速，诸如高温合金、高品质复合材料、各类高强度金属及其合金等材料需求出现较快增长。推荐博威合金（高强高导铜合金材料）、西部超导（钛合金）、菲利华（半导体石英材料+军工石英纤维）、隆华科技（靶材+军工复合材料）等材料类公司。

三、重点个股

博威合金、西部超导、菲利华、赣锋锂业、紫金矿业、华友钴业

四、风险提示

宏观经济形势不及预期；下游需求低于预期；产品价格波动风险

电力设备新能源（王双、陆星挺）

一、行业表现

上证综指本周下跌 2.83%，沪深 300 下跌 3.00%。。电新板块下跌 2.90%，跑输大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）动力电池产业链价格

本周部分锂电材料产业链价格趋势呈环比持平态势。方形铁锂动力电芯 0.53-0.55 元/wh 左右，方形三元动力电芯 0.65-0.70 元/wh 左右。方形铁锂电池 PACK 0.68 元/wh 左右，方形三元 PACK 0.83 元/Wh 左右。金属钴价格环比持平，报价 27.60 万/吨。碳酸锂价格环比持平，报价 4.00 万元/吨。氢氧化锂价格环比持平，报价 4.20 万元/吨。三元正极 523 价格环比持平，报价 11.95 元/吨；622 价格环比持平，报价 12.95 万元/吨；811 价格环比持平，报价 17.25 万元/吨。磷酸铁锂价格环比持平，报价 3.58 万元/吨。钴酸锂价格环比持平，报价 21.75 万/吨。负极（中端）价格环比持平，报价 3.75 万元/吨。电解液（三元）价格环比持平，报价 3.00 万元/吨。湿法隔膜（中端）价格环比持平，报价 1.30 元/平方米。

（2）欧洲主要 8 国新能源车销量 8.6 万辆

8 月欧洲主要 8 国销量 8.6 万，同比超 190%，环比-15%；环比下滑，预计原因是 8 月欧洲开始恶化影响；8 国累计销量预计约 53 万，同比+100%，展望全年，预计销量有望达 100 万辆。

（3）孚能科技

今年 8 月，孚能科技主要为广汽乘用车、北京汽车、南京金龙配套软包三元电池，其中配套广汽乘用车的传祺 Aion V 电池装机量占其当月总装机量的 69.3%。凭借软包电池装机量环比大增，孚能科技 8 月位列第 7 名。

（4）当升科技收购常州子公司剩余股权

公司拟向控股股东矿冶集团发行股份，购买常州当升 31.25%少数股权。交易完成后，常州当升将成为全资子公司。本次发行价格以公告日前 120 日交易均价的 80%定价，为 24.30 元/股，锁定期 3 年。常州当升主要产品为新型高镍正极，包括 NCM811、NCA 等，产品品质获得海外客户高度认可。常州基地规划产能 10 万吨，一期部分产能已经完成产线安装，预计常州基地三季度将有 1 万吨产能释放，四季度再新增 1 万吨。

展望：据财联社，特斯拉计划将上海工厂生产的汽车运往亚洲和欧洲的其他市场。此消息对于特斯拉和中国都是一个好消息。目前出口至欧洲与亚洲的汽车均由 Fremont 工厂生产。6-8 月份由于停工、疫情等因素，特斯拉在欧洲销量较低主要是产能不够 。由于中国生产的车型具有良好的性价比，随着中国产能供应欧洲市场，将确保特斯拉需求持续旺盛，同时短期有助于补足美国产能的不足，也有利于提高中国特斯拉产业链公司的业绩。

三、行业的投资逻辑

新能源汽车行业：

1.特斯拉近日发布 2019 年四季度财报并举办电话会议，公司释放了多重利好。公司在 2019 年 Q4 实现盈利，自由现金流继续改善，经营拐点趋势已现。同时，公司确认宁德时代成为其合作伙伴。公司的 Model Y 车型已于 1 月投产，预计 Q1 末交付，进度超预期。对于新能源车产业链来说，特斯拉的利好消息是板块的情绪的提振因素。虽然股票市值短期受疫情影响较为严重，基本面及情绪面均较为悲观，但新能源车行业作为渗透率低，成长前景大。且近期特斯拉的多种利好也在驱动行业向好发展，在行业内其他板块利空消息较多情况下，新能源车板块是值得重点关注的板块，短期可能有所回调、波动，是介入的好时机。在市场整体机会不大的情况下，有较好预期的板块将得到更多的关注。

2.短期催化因素多。中长期看，市场空间大，确定性高，且国内市场明年下半年新能源车销量有望同比好转。海外

市场依靠美欧两地，未来几年都可能保持较快的增速。

3.现阶段，新能源车相关企业呈现结构性分化。从中国、美国、欧洲市场看，特斯拉等好车型卖的不错，而质量较差的众泰新能源车等卖的较差。因此，整个板块的逻辑从“市场总需求”逻辑转向优秀的“供应链”逻辑 ，重点关注为优秀车企提供电池的企业（如 LG、宁德时代、三星 SDI 等），及行业内优质动力电池 LG 和宁德时代的供应链（如恩捷股份、璞泰来等）。

四、重点个股

恩捷股份：

恩捷股份是全球湿法隔膜龙头，产能规模全球第一。2019 年，公司隔膜业务在国内市占率达 53%以上，海外市场市占率 12%左右。预计 2020 年中国市场新能源车市场增长 10%左右，动力电池装机量增长 18%左右，且恩捷股份的市占率继续提升，公司的国内隔膜出货量增速在 22%以上。公司是海外动力电池巨头松下、LGC、三星的供应商。预计 2020 年，海外新能源车市场增长 38%以上，动力电池装机量增长 48%以上，且随着恩捷在 LGC、松下的产业地位提升，对 LGC、松下、三星的隔膜出货量比例提升，恩捷股份的海外隔膜出货量增长 60%以上。预计公司 2020 年业绩为 11.8 亿，对应估值 43 倍，给与推荐评级。

华测检测：

公司是国内检测行业民营龙头，预计在食品、环境、 汽车、贸易保障检测等优势业务持续稳健增长。公司管理持续优化，利润率水平持续提升，且大规模投入新建的实验室产能将持续爬坡，且积极布局航空材料、轨道交通检测等新方向，打造新的业绩增长点。 因此具有长期成长的持续性和短期业绩的确定性。预计公司 19、20 年业绩为 4.5、5.9 亿，对应 PE 估值 51、39 倍，继续推荐。

三一重工：

基本面逻辑：基建工程量保证，以及环保政策加严，使得行业在 2019-20 年受益于更新换代、工程需求；国内竞争格局持续优化，龙头增速高于行业；市占率继续提高；龙头十多年的海外布局进入收获期，创造业绩新增量；三一重工报表处于修复期，净利率逐渐提升，利润增速显著高于收入增速。预计公司 2019-2020 年归母净利润为 110、120 亿元，对应 PE 为 11.4、10.1 倍，维持“推荐”评级。

艾迪精密：

行业层面，工程机械景气有望持续。三一重工等整机厂近期工程机械产品供不应求。在整机需求景气的背景下，工程机械的零部件需求也保持景气状态。公司层面，受益于零部件的国产替代和公司产能提升。公司产品具有长期增长的空间。公司今明两年将会投放 2 万件破碎锤产能。公司已经投资了 8 万件液压马达产能，5 万件液压主泵产能，其项目产能将在这几年逐步实现，因此公司的液压件产量将迎来高增长时期。在行业回暖，国产替代提升的情况下，公司业绩有望在中短期内仍保持较好增长。预计公司 2020 年业绩在 4.9 亿左右，对应估值 35 倍。给与艾迪精密推荐评级。

成长股

汽车（王树宝）

一、行业表现回顾：上周汽车指数-2.25%，HS300 指数-3.0%；长城、长安等个股表现较强；广汽、上汽等个股表现较弱。

二、行业动态及趋势展望

【8 月持续复苏，长安、长城销量领涨】

①汽车整体：8 月销量 218.6 万辆，增长 11.6%；1-8 月累计销量 1455.1 万辆，下降 9.7%；② 乘用车：8 月销量 175.5 万辆，增长 6.0%；1-8 月累计销量 1128.8 万辆，下降 15.4%；③ 商用车：8 月销量 43.1 万辆，增长 41.6%；1-8 月累计销量 326.3 万辆，增长 17.3%；④ 新能源汽车：8 月销量 10.9 万辆，增长 25.8%；1-8 月累计销量 59.6 万辆，下降 26.4%；⑤ 中国品牌乘用车：8 月销量 65.5 万辆，增长 6.3%；1-8 月累计销量 408.9 万辆，下降 21.3%。

行业持续复苏，自主乘用车品牌分化较大，其中长安、长城销量增速分别为+36%、+27%，后期随着北京车展等营销活动的推动，9 月车市将表现更好，汽车股在经过近期中报利空压制后，将在销量带动下开启中长期的恢复性上涨。

三、行业投资逻辑：

今年 1-2 月受疫情冲击，汽车股再次回落至估值底部，我们判断汽车销售将于 7 月起明显增长，板块虽然面临业绩不及预期的压力，涨幅较大的个股短期或有一定的回调，但板块中期将进入销量驱动的景气回升期，机会将大于风险，重点推荐：上汽、长城、长安、华域汽车、新泉股份、旭升股份、拓普集团等。

（1）自主品牌龙头在行业大转折之际率先复苏，销量与业绩出现明显改善，推荐重磅车型较多，成本控制较好的企业，首选长城汽车、长安汽车。

（2）合资品牌依然是国内车市的中坚力量，德系、日系、美国通用系盈利引领行业，推荐拥有大众合资、通用合资，以及自主品牌销量亦有增长的龙头车企，重点推荐估值较低的上汽集团、广汽集团。

（3）汽车零部件虽然受行业整体销量下滑影响，但基于行业参与者的成本支撑，龙头企业盈利下滑幅度好于预期，推荐综合零部件龙头华域汽车、玻璃龙头福耀玻璃，车灯龙头星宇股份，智能刹车龙头伯特利，规模小潜力较大的新泉股份。

（4）特斯拉产业链及新能源类个股，推荐拓普集团、旭升股份、特锐德、比亚迪。

四、本周重点推荐个股：

长城汽车：公司是国内自主 SUV 龙头企业，定位中低端市场，目前来看哈弗系列的销售形势有见底回升之势；压制公司基本面进一步好转的主要是高端品牌 WEY 系列拓展不及预期，此外新能源领域表现相对落后；中报预告盈利好于预期，公司股价短期涨幅较大，随着新车型的放量，估值空间将进一步提升。

五、风险提示：（1）价格竞争加剧；（2）销量不及预期。

通信、电子（王树宝、苏国印）

本周上证综指下跌 2.83%，创业板指数下跌 7.16%；申万通信指数大跌 8.19，申万电子指数下跌 5.87%。

根据 Dell'Oro Group 最新数据，2020 上半年整体电信设备市场同比增长 4%。从市场份额来看，设备商收入排名在 2019 年至 2020H1 期间整体保持稳定。其中，华为和中兴份额位列第一（31%）和第四（14%），受益于中国 5G 的大规模部署，其份额分别比 2019 年提升了 3 个 pct 和 2 个 pct。从单季度来看，整体电信设备市场在 2020Q1 同比下滑 4%后于 Q2 恢复增长。根据 Dell’ Oro 预测，2020Q2 的乐观趋势将延续至下半年，从而推动整体电信设备市场在 2020 年增长 5%。

同时在刚刚举行的 2020 年中国国际服务贸易交易会上，工信部举办了“5G 新兴服务贸易发展论坛”，信息通信发展司司长闻库在论坛上表示，近年来，我国全力推动 5G 新技术新应用新业态发展，取得积极成效。其中，5G 网络建设不断加快，全国已建成 5G 基站超过 48 万个；5G 终端连接数不断增长，目前 5G 网上终端连接数已超过 1 个亿；5G 应用不断丰富，覆盖工业、医疗、媒体、交通等多个领域。我们继续看好光通信板块作为 5G 网络设备上游产业链核心环节，业绩增速快、确定性高，继续重点推荐中际旭创和新易盛。

电子方面，近期受中美摩擦升级，国际局势多变影响，消费电子和半导体板块均有明显回调，尤其由于中芯国际被美国加入实体清单后对市场情绪影响较大，我们认为短期电子板块受外界干扰因素较大，且可能利空多于利好，建议短期可回避。

风险提示：市场系统风险，中美贸易摩擦加剧，5G 建设低于预期，中美摩擦影响半导体国产化进程。

行业及公司重点新闻动态：

1、根据北京市通信管理局9月9日的数据，截至今年8月底，北京全市累计开通5G基站4.4万个，预计2020年底将超过5万个，实现五环内和城市副中心室外连续覆盖，五环外重点区域、典型应用场景精准覆盖。目前，北京市的5G用户数达到506万户；三家运营企业累计与有关垂直行业合作项目超过1000个，在全国处于领先地位。此外，截至目前，北京市各基础电信企业已全面完成5G独立组网核心网建设、优化和整体部署工作。核心网侧网元已具备基站接入能力，已建成的4.4万个5G基站全部接入了独立组网核心网，实现了5G独立组网全覆盖。

2、顺德区人民政府与百度(中国)有限公司签署项目投资合作协议，协议约定百度将在顺德区建设人工智能云计算产业基地，分别在顺德高新区和顺德区均安镇畅兴工业园三期各选址100亩地块投资建设两个云计算中心，总投资100亿元，服务器装机规模达20万台。本项目将采用百度第四代领先的IDC基础架构，拥有超大型神经网络、超大规模高性能计算集群，以及万亿级搜索数据、百亿级定位数据、百亿的图像和视频数据。项目建成后，数据中心主要用于承载百度公司搜索、地图、人工智能、云计算、大数据、无人汽车驾驶、互联网产业发展等自身20余款用户量过亿的产品和超百万企业客户的高性能计算平台，成为百度扩大大湾区布局和业务发展的重要支撑。

计算机（黄翱）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌6.52%，板块成交额3712.6亿元，沪深300指数下跌3.00%。本周计算机指数跑输大盘，主要因低价中小市值股票受监管加强影响大跌。

近1个月来,计算机行业及大盘处于震荡盘整阶段,主要因市场预期后续流动性难以继续宽松,但也不会明显收紧,后续经济复苏趋势确定，但迹象尚不明显。市场风险偏好略有下行，布局较为谨慎，依赖于风险偏好的计算机行业受影响较大。

我们依然看好受益疫情复苏+数据智能技术浪潮，行业基本面将持续向上，中报行情压制结束后，后续有望迎来较好布局时机。

即云、汽车IT等5G应用、信创、网络安全、医疗TI、金融IT均有投资机会，建议布局结合市场和估值。当前时点更看好行业边际改善、订单快速增长的安防、网安和医疗IT。

1）投资则建议结合对下半年大盘的理解。

若市场情绪不断提升，市场空间和供给确定性权重持续较高，估值权重较低，则信创、云SaaS、汽车IT、金融IT的涨幅有望领先。

若因流动性收紧，但经济复苏，市场风险偏好有所下行，则云IaaS、网络安全、医疗IT、安防有望录得较高涨幅。

2）考虑风险收益比，可参照估值情况，在各版块回调时逢低布局。

当前云IaaS、网络安全、安防、医疗IT估值处于合理区间，建议重点布局。

二、投资观点：

1、云计算：上游服务器市场集中度提升，浪潮信息市占率提高

（1）IDC发布服务器市场报告

根据IDC全球服务器市场季度追踪报告显示，2020年第二季度全球服务器市场的厂商收入同比增长19.8%至240亿美元，出货量同比增长18.4%，达到近320万台。

从地区来看，该季度亚太区表现良好，增长31.%。中国的表现优于其他地区，同比增长39.8%，其次是日本，为24.9%，其他地区(不包括日本和中国的亚太地区)为13.4%。美国同比增长25.0%，加拿大下滑11.2%。拉丁美洲增长15.6%，欧洲、中东和非洲(EMEA)同比下滑5.8%。

从供应商来看，HPE/新华三的市场份额为14.9%，戴尔是13.9%。浪潮/浪潮商用机器以10.5%的市场份额和惊人的77%同比增幅位居第三。联想和IBM并列第四，份额分别为6.1%和6.0%。ODM Direct厂商占服务器总收入的28.8%，为69亿美元，同比增长63.4%。

（2）浪潮信息市占率持续提升，验证我们此前观点

根据第三方公开资料，浪潮信息的市占率进一步提升，从 2015 年的 15%提升至 2020 年的约 40%。2019 至 2020 年市占率提升近 10 个百分点。

我们认为公司市占率提升主要受益于：

1）公司实施成本领先战略，竞争力强；2）公司重点领域为云计算和互联网，19 年末以来景气度企稳回升，服务器需求增速快于整体行业；3）竞争对手华为和中科曙光受制于美实体清单。

我们预计受益于公司规模优势的持续释放，绑定云巨头的战略，以及公司下游云计算 IaaS 行业未来 5 年市场规模复合增速有望达 50%左右。公司后续市占率将持续提升，全球市占率有望从第 3 上升至第 1，中国市占率有望超 50%。供需格局的持续优化有利于提高公司利润率水平。

（3）市场对基本面存在一定误解，后续景气度无需过于担忧

公司近期股价调整幅度较大，部分为交易层面因素，部分受芯片厂商业绩指引下滑影响，市场担忧云计算景气周期趋于结束。如信骅科技 8 月收入同比下滑 11%（过去 6 个月均同比增长 50%左右），英特尔指引 Q4 需求或下滑。

但我们认为：

1）芯片厂业绩指引下滑主要因前期备货较多，需消化库存。信骅科技 5-7 月收入同比增速 85%、92%、50%，而全球服务器 Q2 出货量增速 18.4%。

2）云计算景气周期将持续 10 年，短期库存波动不改中长期趋势。

3）浪潮信息主要供应国内市场，国内与全球景气周期并不趋同，J 景气度更高于国外。阿里腾讯华为移动等云巨头数千亿资本开支刚开始释放。如阿里云在中报中指出 3 大超大型云数据中心通电，需新增百万台服务器。

（4）下游云计算需求端强劲，云计算空间巨大

腾讯研究院联合腾讯云发布了《数字中国指数报告（2020）》。据该报告，2019 年数字中国指数继续保持高速增长，其中，以珠三角为代表的 11 大城市群是推动我国数字化进程的中坚力量。此外，全国用云量也实现了 118%的增长，尤其传统行业增速明显，增速排名前十的行业中，传统行业占据 8 席，如广电、文旅和汽车增速均超过 400%。

继续推荐：浪潮信息、中科曙光。

2、5G 应用：智能网联汽车落地加速，后续催化剂依然众多

（1）车路协同示范区纷纷落地

北京将建设全球首个高级别自动驾驶示范区：9 月 11 日消息，北京经济技术开发区管委会常务副主任、北京市高级别自动驾驶示范区建设工作专班负责人孔磊表示，北京将建设全球首个高级别自动驾驶示范区。孔磊表示，北京市拟在前期领先的工作基础上，瞄准 L4 级以上高级别自动驾驶车辆规模化运行，统筹“车、路、云、网、图”等各类优质要素资源，规划建设高级别自动驾驶示范区，实现 L4 级自动驾驶出租车、智能网联公交车、自主代客泊车等高级别应用场景。

国家智能网联汽车（武汉）测试示范区将进一步扩容：新增二期 78 公里开放测试路段，将包括市政道路、四环线等，涵盖环形路口、交叉路口、桥梁、下穿通道、收费站等多种道路场景。目前，设计方案已通过专家评审。根据规划，武汉开发区将采用“5G+北斗”车路协同网络，在道路沿线开通自动驾驶公交示范运营线路，并布设物流末端无人派送、无人清扫、智慧停车等示范应用场景，推动自动驾驶与智慧城市融合发展。同时，组建 Robotaxi 自动驾驶车队，探索自动驾驶商业运营。与二期测试道路同步，武汉开发区还将建设 1300 亩全功能、全气候、全场景的封闭测试场，并联合全球顶尖自动驾驶仿真测试企业，打造具备华中地区道路特征的场景数据库，及详细测评体系的仿真测试平台，形成“开放+封闭+仿真”三位一体的自动驾驶测试体系。

（2）智能网联汽车落地加速

百度在京开放自动驾驶出租车 Apollo Go ：百度 Apollo 宣布在北京正式开放自动驾驶出租车服务 Apollo Go，北京用户可以在百度地图及 Apollo 官网上预约体验 Robotaxi。北京此次开放的自动驾驶载人测试区域总长度约 700 公里，覆盖亦庄、海淀、顺义的生活圈和商业圈等近百个站点，全国开放区域最广、测试里程最长。

11 代奔驰 S500L 发布，智能网联是重要亮点：L3DrivePilot 自动驾驶系统，允许驾驶员拥堵或交通密度较高的高速公路上，最高时速不超过 60 公里/小时，将驾驶任务交给汽车从而解放双手、双脚以及双眼，系统会提前 10 秒来请求驾驶员接管车辆。未来法律逐步放宽限制后，S 级也将通过 OTA 的方式，让 Drive Pilot 可以在更高的速度范围内工作，并且拥有新的功能。L4Intelligent Parking Pilot 自动驾驶系统，在特定的停车场里可以实现 AVP 自动代客泊车功能。车辆交互，奔驰 S 级尾部安装了麦克风，如果“听到”身后有救护车等特殊车辆通行，能自行到隔壁车道给救护车让路。

继续推荐：德赛西威、千方科技、中科创达、道通科技、四维图新。

3、重点覆盖

计算机：浪潮信息、中科曙光、易华录、**中国长城**、东华软件、创业慧康、卫宁健康、金山办公、广联达、用友网络、**启明星辰**、绿盟科技、深信服、**德赛西威**、千方科技、东方国信、恒生电子。

电子：海康威视、大华股份、**信维通信**、**领益智造**、鹏鼎控股、顺络电子、环旭电子。

三、风险提示

贸易战和疫情全面爆发影响行业下游客户需求的风险；下游行业回暖不及预期的风险；科技创新可能带来短期业绩下降的风险；新业务拓展不达预期的风险；部分公司估值过高的风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上