西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

A股2020年四季度投资策略

轻舟已过万重山

www.swsc.com.cn

西南证券研究发展中心
首席策略分析师 朱斌
2020年9月

核心观点

- 疫情：长期存在，反复冲击
- 经济：逐步回升，矛盾依旧
- 流动性：总体充裕，边际收紧
- 政策：聚焦双循环，关注十四五
- 公司业绩：否极泰来，震荡上行
- 投资策略：总体震荡，聚焦三大方向

目　录

疫情：长期存在，反复冲击

经济：逐步回升，矛盾依旧

流动性：总体充裕，边际收紧

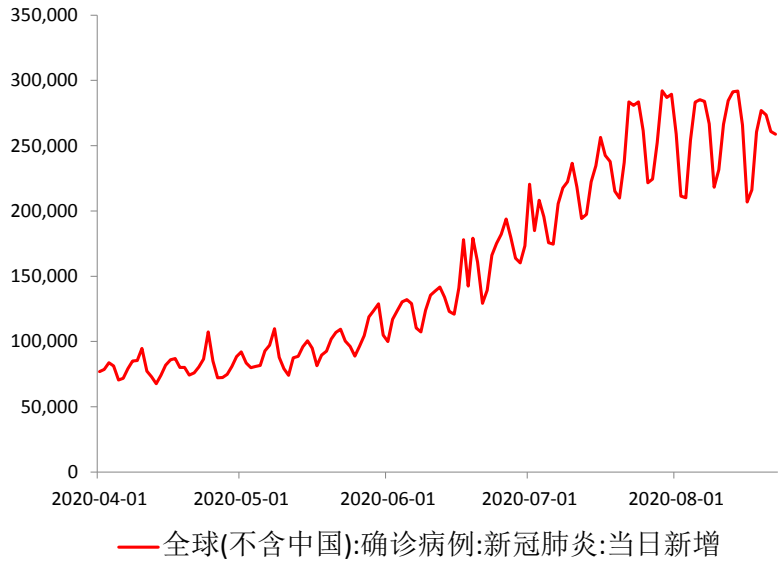
政策：聚焦双循环，关注十四五

公司业绩：否极泰来，震荡上行

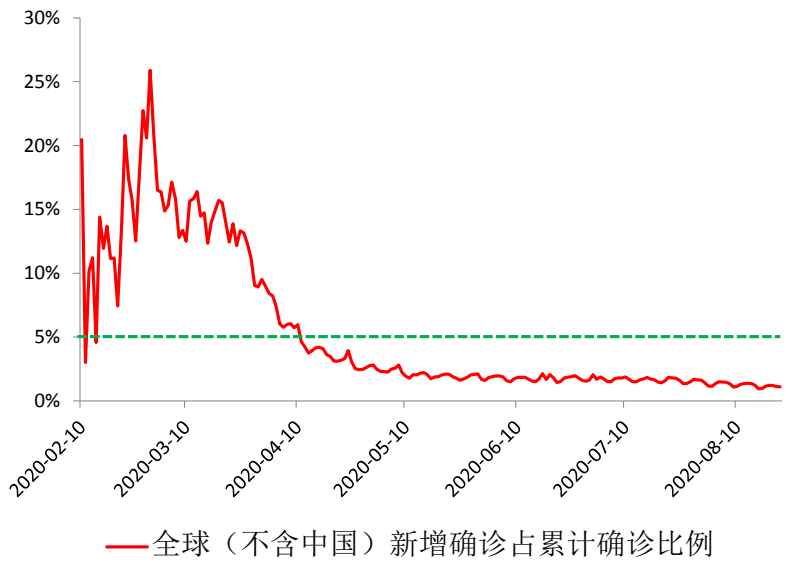
投资策略：总体震荡，聚焦三大方向

新冠疫情：长期存在，反复冲击

全球新冠每日新增人数仍在高位徘徊



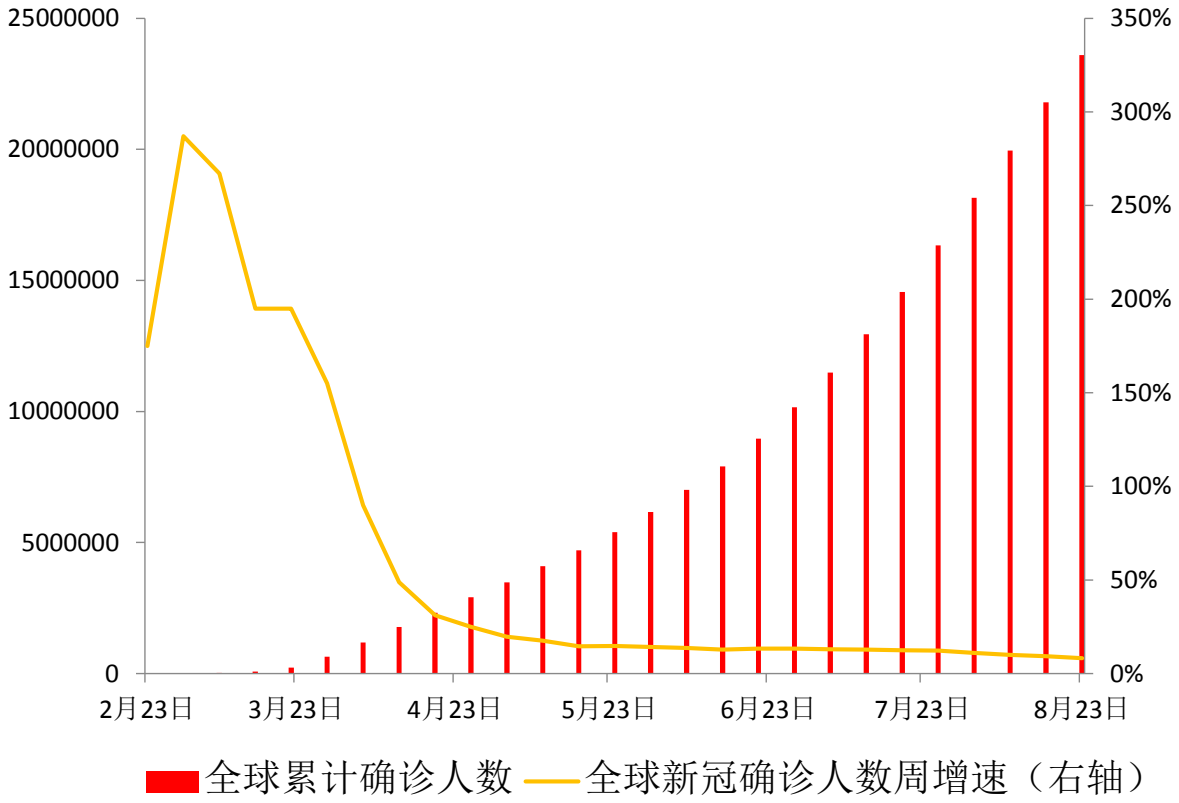
每日新增占累计确诊比重保持稳定



数据来源：Wind，西南证券整理

- 中国虽然已经基本控制住疫情，但全球每日新增人数仍在高位徘徊，当前每日新增确诊人数在**25万人**左右。同时，像**印度、巴西**等发展中大国确诊人数开始快速上升。像印度最近每日新增确诊已经接近**8万**人。

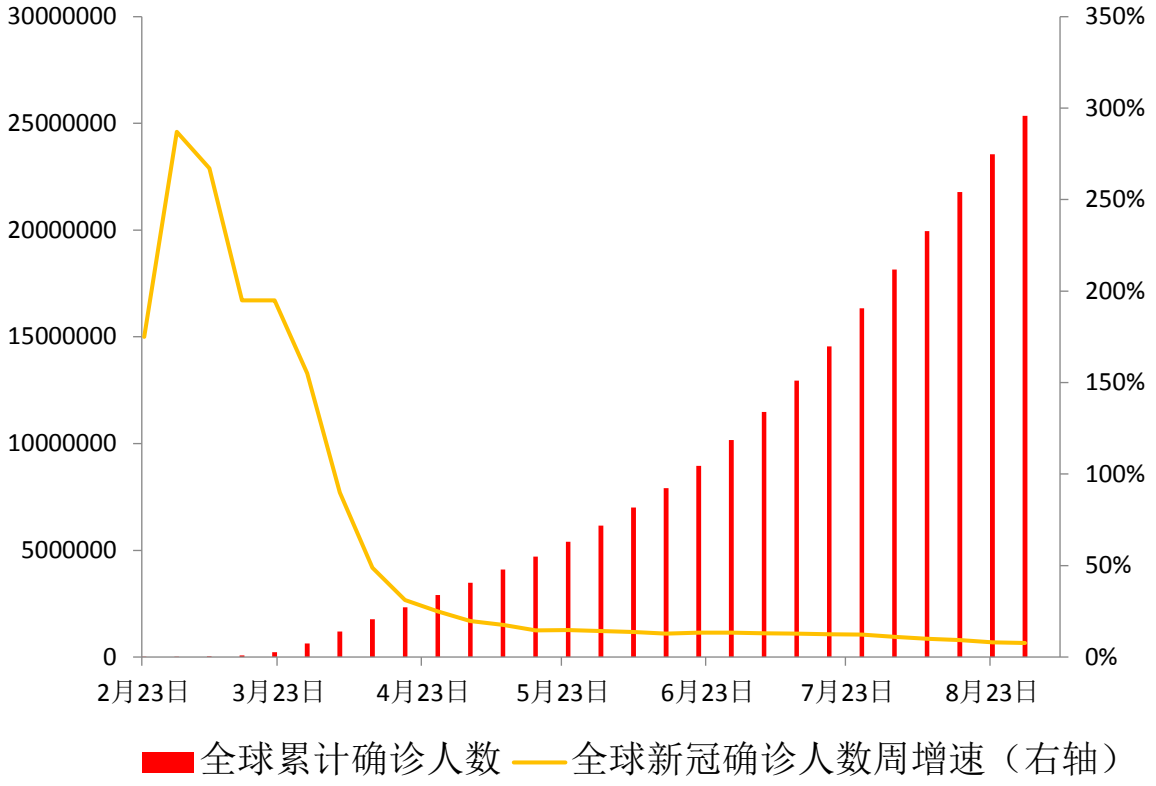
新冠疫情：长期存在，反复冲击



数据来源：Wind，西南证券整理

- **我们在5月份时预计：**截至5月13日，全球累计确诊新冠病例435万例，累计死亡29.4万人。总量仍在增长，周增速虽然有所下降，但依然保持在10%以上。按照当前的增速衰减趋势，全球最终新冠确诊人数有望超过**1000万**人。

新冠疫情：长期存在，反复冲击

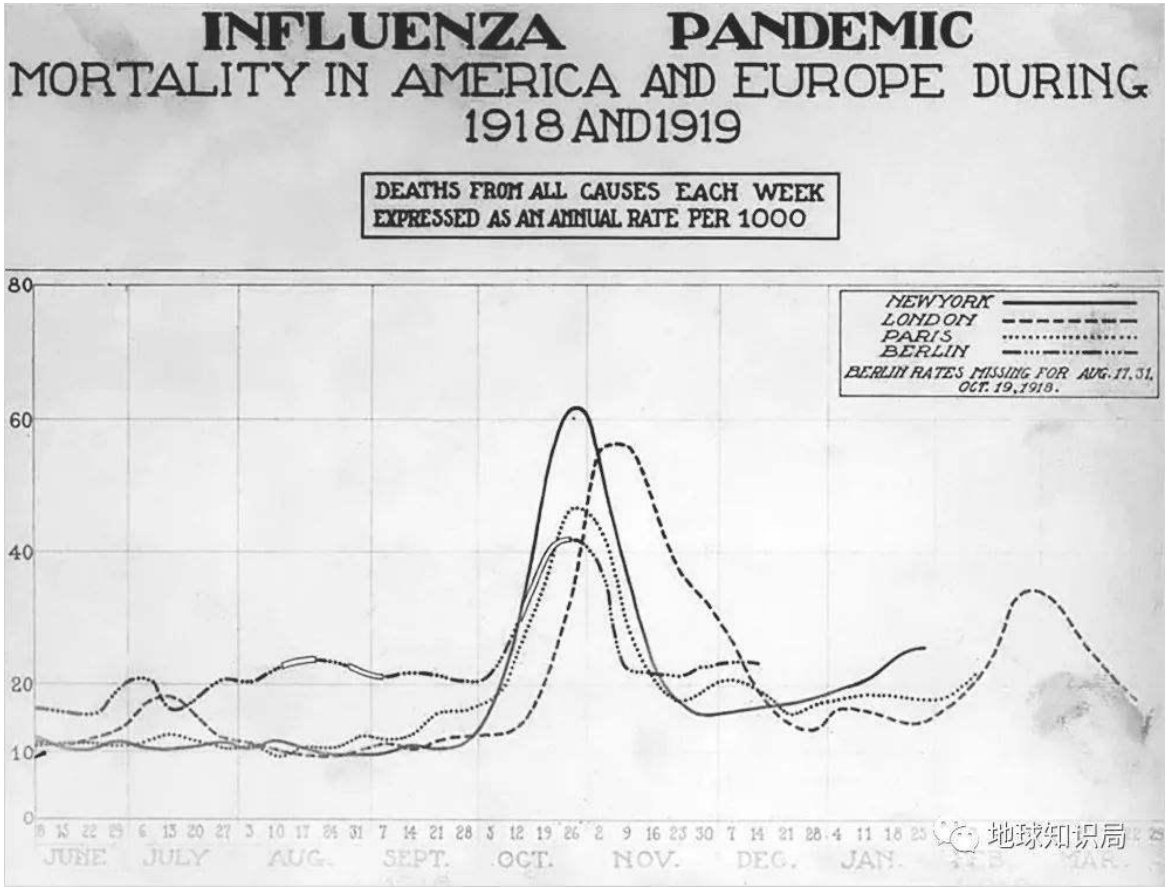


数据来源：Wind，西南证券整理

- **当前的状况：**截至9月5日，全球累计确诊新冠病例**2700万例**，累计死亡**87万人**。总量仍在增长，周增速虽然有所下降，但依然保持在8%左右。按照当前的增速衰减趋势，2020年底，全球新冠确诊人数就有望达到**4500万**人，2021年有望接近**7000万人。**

www.swsc.com.cn

新冠疫情：长期存在，反复冲击



数据来源：西南证券整理

- 上个世纪的西班牙流感，感染人数出现过两个峰值。此次的新冠**更加严峻**，第二个峰值**更高，更久**。预计最后将以**疫苗伴随群体免疫而与人类长期共存告终**。

目　录

疫情：长期存在，反复冲击

经济：逐步回升，矛盾依旧

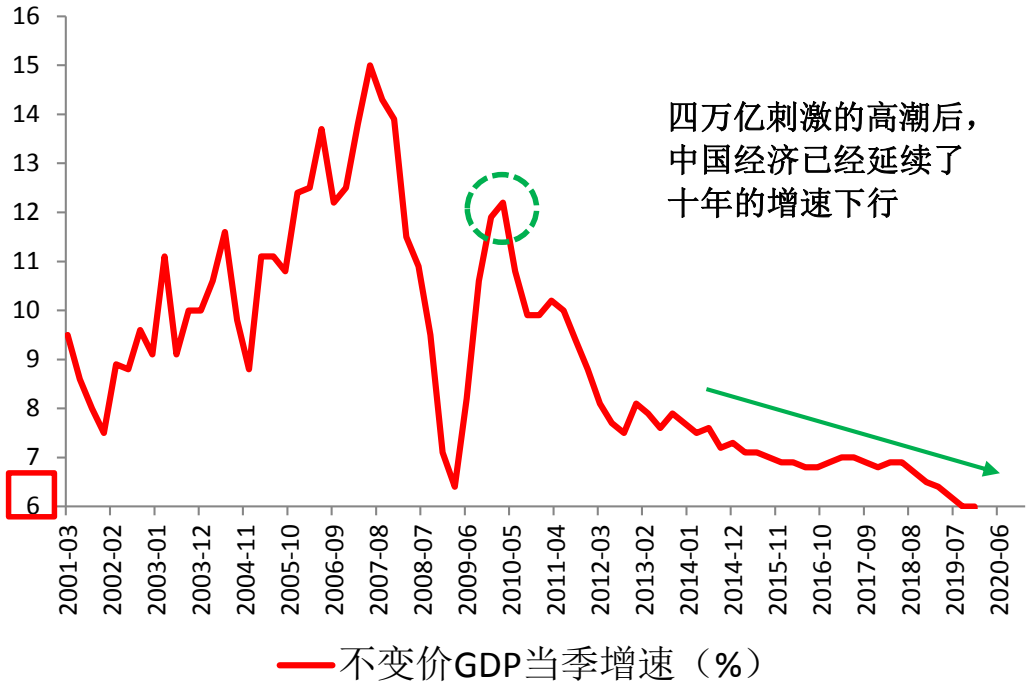
流动性：总体充裕，边际收紧

政策：聚焦双循环，关注十四五

公司业绩：否极泰来，震荡上行

投资策略：聚焦三大方向

疫情之前：长期处于“L”型的“丨”当中

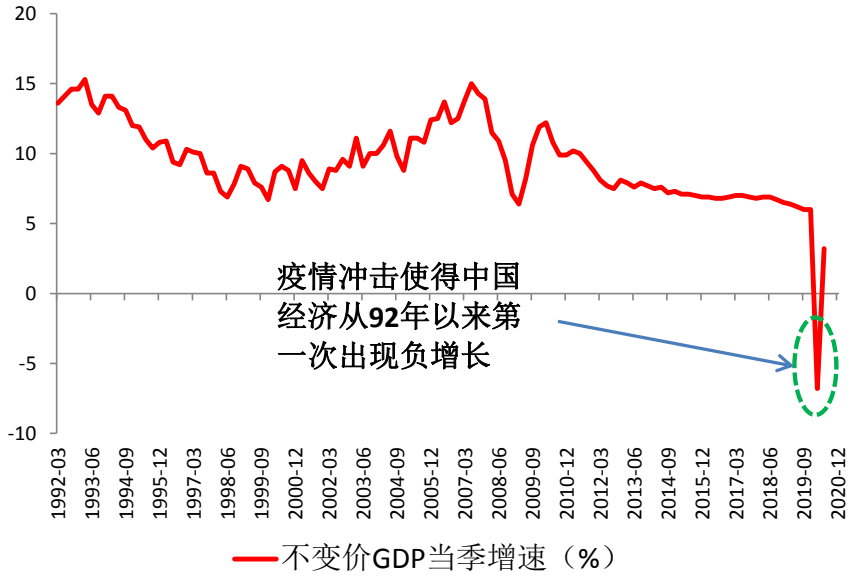


数据来源：Wind，西南证券整理

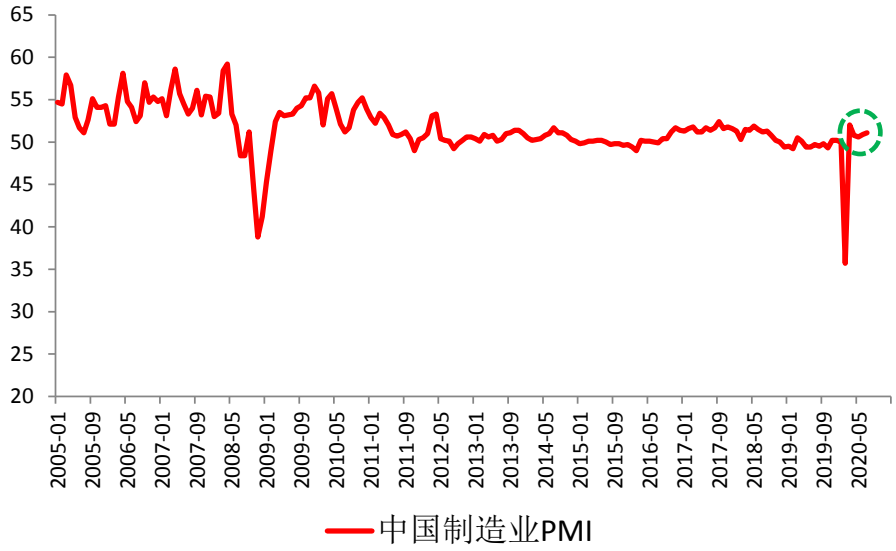
- **在新冠疫情以前，中国经济已经处于长达10年之久的经济增速下台阶中。**GDP增速从2010年二季度的12%，下降到了2019年四季度的6%。L型的一“丨”趋势延续。在新冠之前，为了“保6”尚且苦苦挣扎。

疫情之后：V型反转，之后平稳

一季度GDP的负增长形成“V”型底



领先指标PMI反弹已经放缓



数据来源：Wind，西南证券整理

- 受到疫情冲击，中国经济在1992年以来首次出现负增长。一季度-6.8%的增速基本创下了中国经济60年来的最低增速（上一次是三年自然灾害时期），二季度出现显著反弹。**预计三四季度增速将进一步上行。**

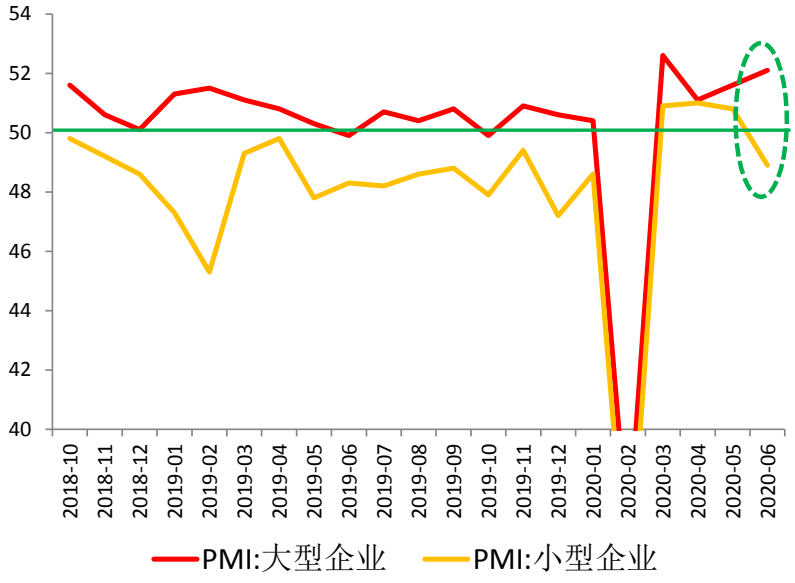
世界经济：增速展望（单位：%）

经济体	2019	2020	2021
全球	**2.9**	**-3**	**5.8**
发达经济体	**1.7**	**-6.1**	**4.5**
美国	**2.3**	**-5.9**	**4.7**
欧洲	1.2	-7.5	4.7
德国	0.6	-7	5.2
法国	1.3	-7.2	4.5
意大利	0.3	-9.1	4.8
西班牙	2	-8	4.3
日本	0.7	-5.2	3
英国	1.4	-6.5	4
加拿大	1.6	-6.2	4.2
新兴经济体	**3.7**	**-1**	**6.6**
中国	**6.1**	**1.2**	**9.2**
印度	4.2	1.9	7.4
俄罗斯	1.3	-5.5	3.5
巴西	1.1	-5.3	2.9
墨西哥	-0.1	-6.6	3

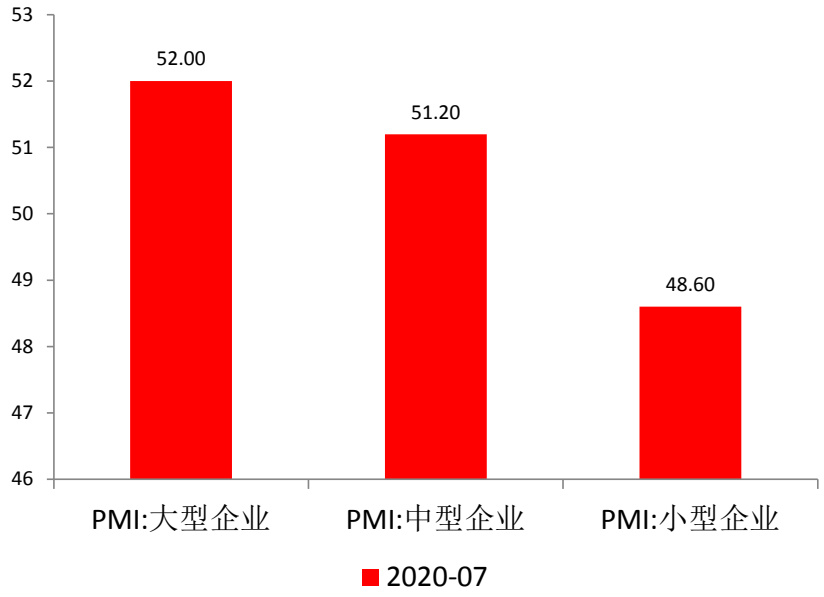
数据来源：World Economic Outlook，西南证券整理

先行指标：复苏当中的结构性分化

大型企业与小型企业景气度分化明显



大型企业复苏好于小型企业

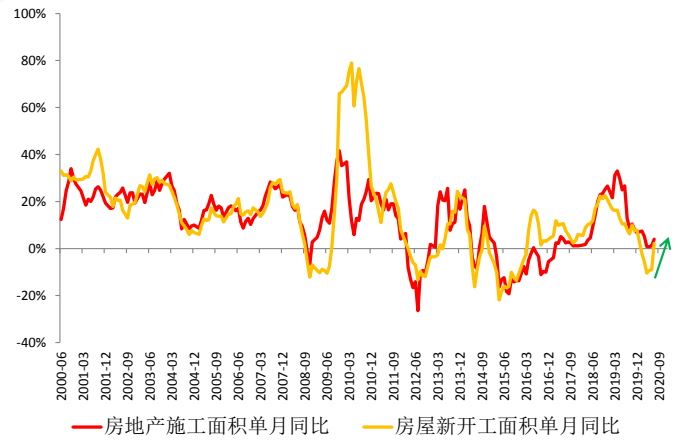


数据来源：Wind，西南证券整理

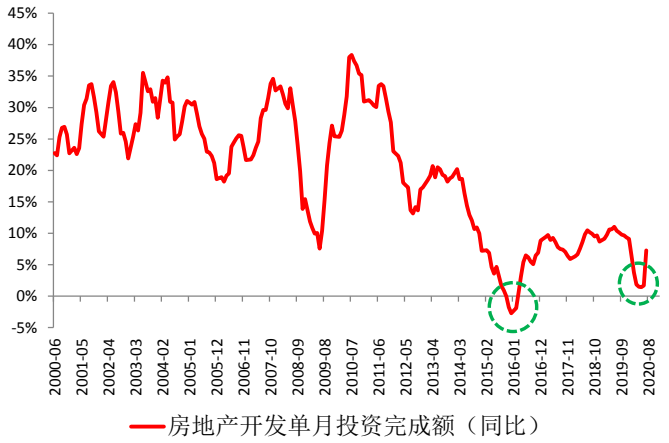
- 从当前经济领先指标来看，企业景气度与企业规模明显正相关，规模越大的企业，景气度越高，显示疫情的冲击强化了**马太效应**。

投资：结构有所分化，房地产基建强势反弹

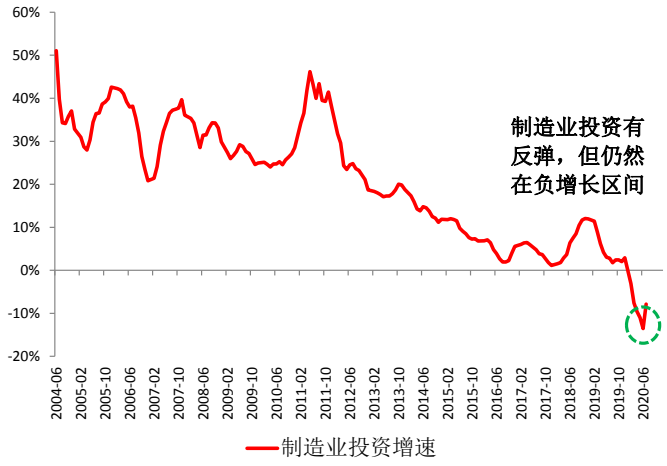
房地产施工、新开工下行一年后开始反弹



房地产开发投资亦出现反弹



制造业有反弹，但仍然在负增长区间



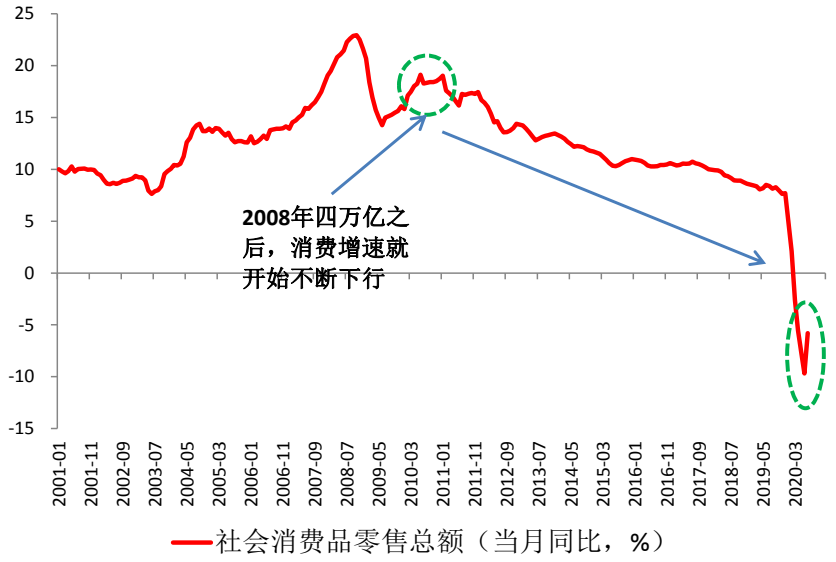
基建增速也出现迅猛反弹



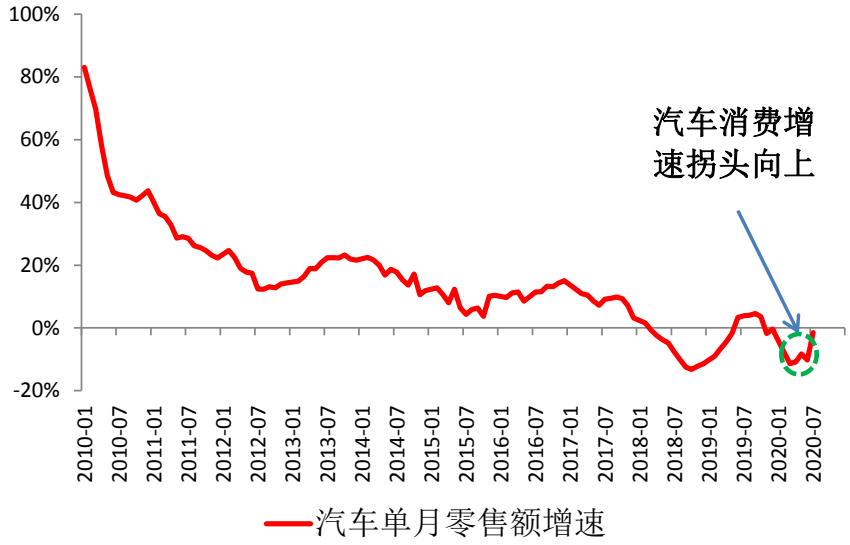
数据来源：Wind，西南证券整理

消费：大趋势向下，阶段性反弹

消费增速下行趋势明显



汽车消费重回负增长

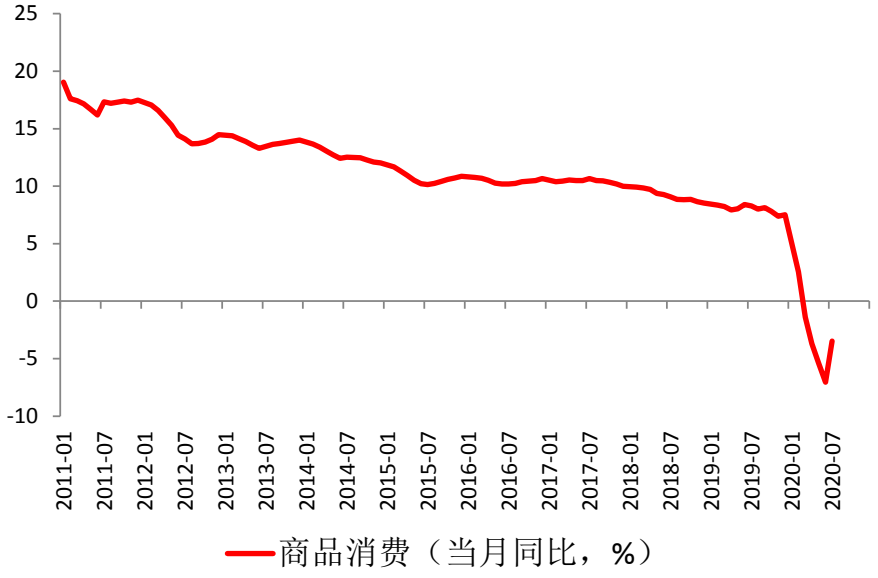


数据来源：Wind，西南证券整理

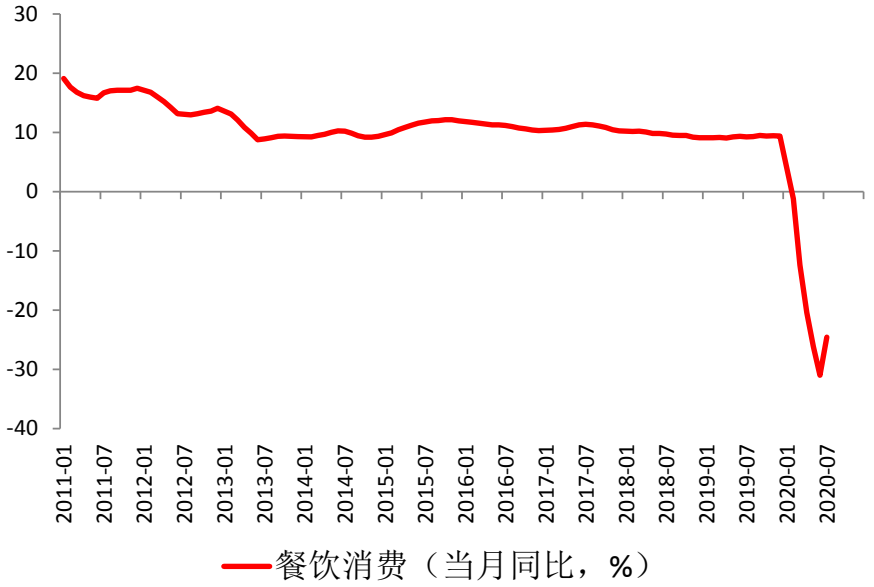
- 消费增速的总体趋势是下行的，但是结构上有一定亮点。社零消费虽然有所反弹，但是仍然在负增长区间内。汽车增速由于2019年低基数的原因，出现比较明显的反弹，但后面增速能否保持存在不确定性。

消费：大趋势向下，阶段性反弹

商品消费增速7月份开始有所反弹



餐饮消费也是类似

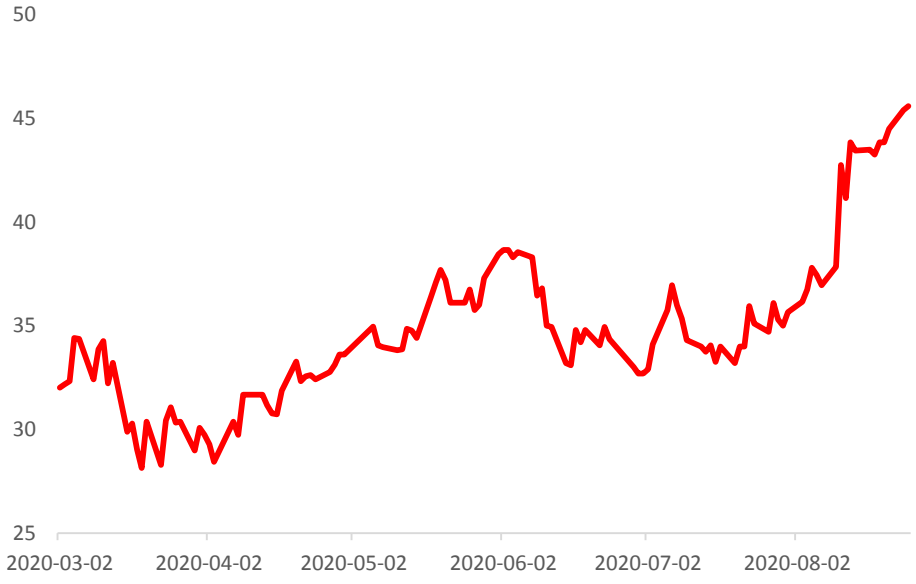


数据来源：Wind，西南证券整理

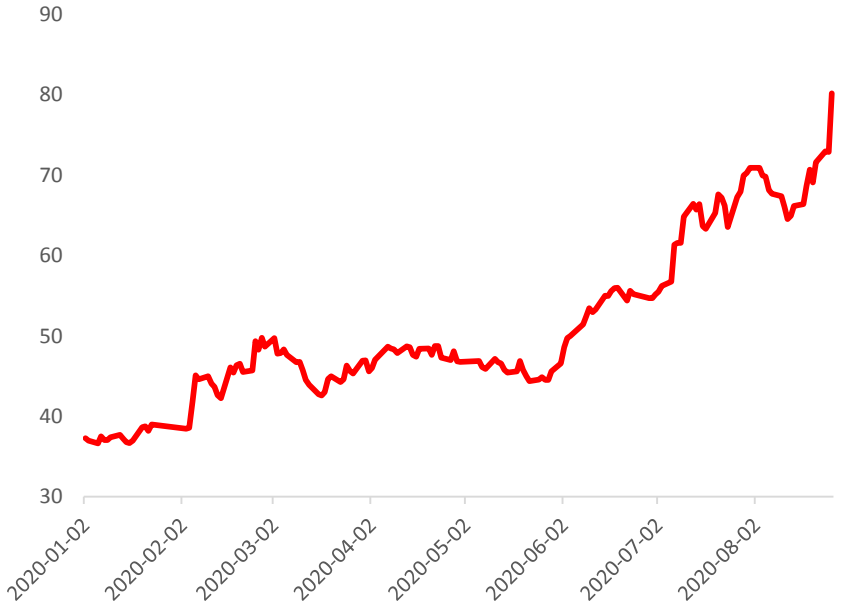
- 商品消费、餐饮消费在新冠疫情中都受到了严重的冲击，出现了大幅负增长，直到7月份才有所反弹。预计在未来仍然能够反弹到正增长区间，但是增速中枢下行是大概率。

消费：龙头企业借疫情创新高

海底捞（6862.HK）股价创新高



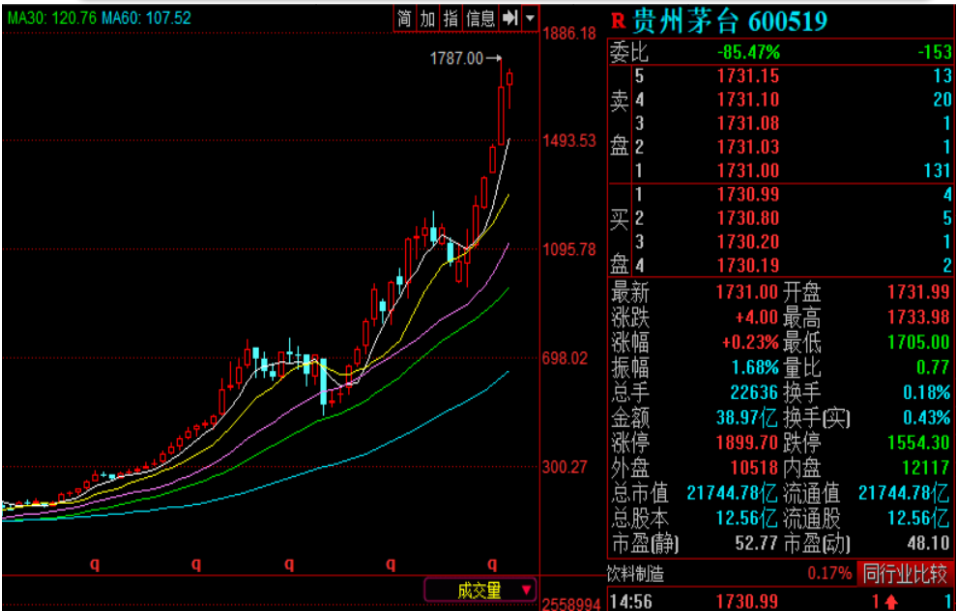
顺丰控股（002352.SZ）股价也创新高



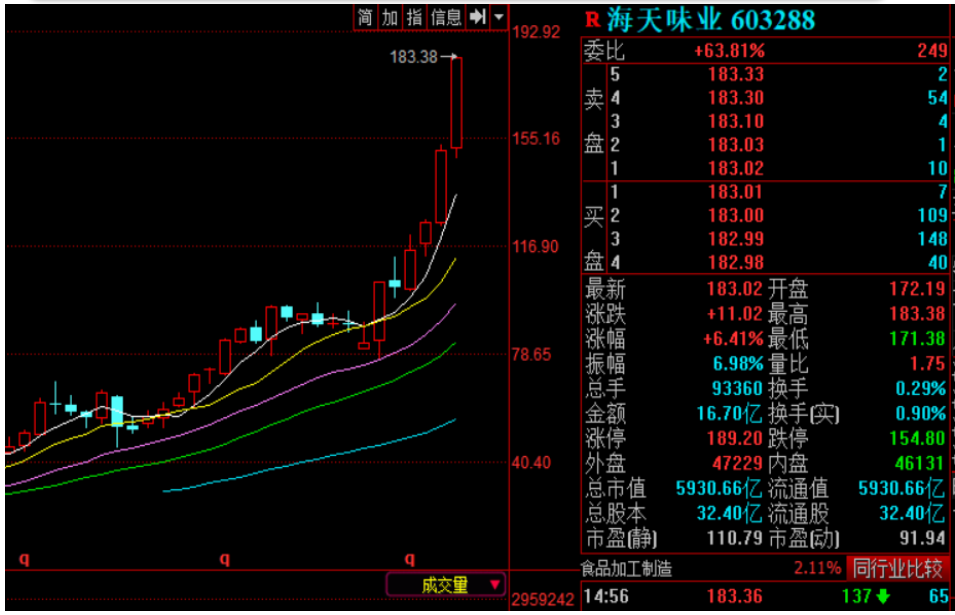
数据来源：Wind，西南证券整理

消费：茅台与酱油齐飞

贵州茅台（600519.SH）股价创新高



海天味业（603288.SH）股价也创新高

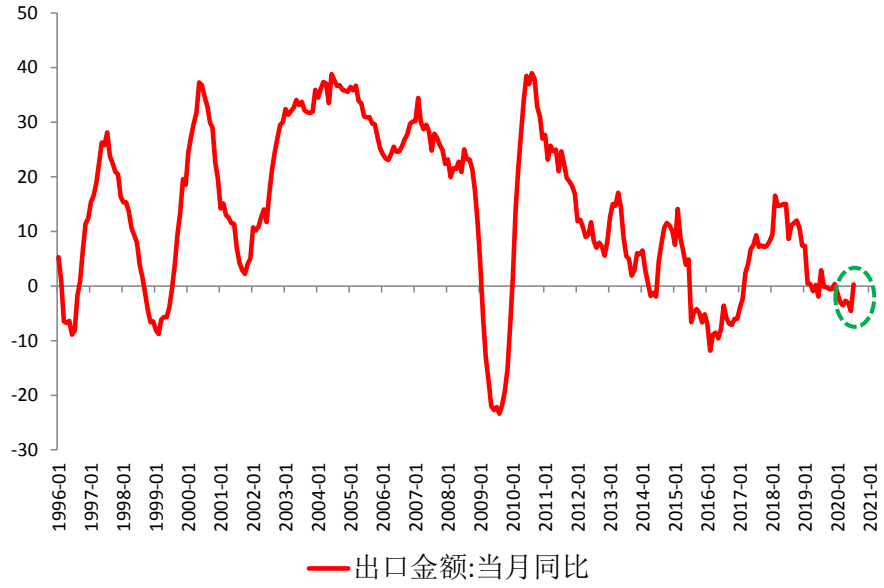


数据来源：Wind，西南证券整理

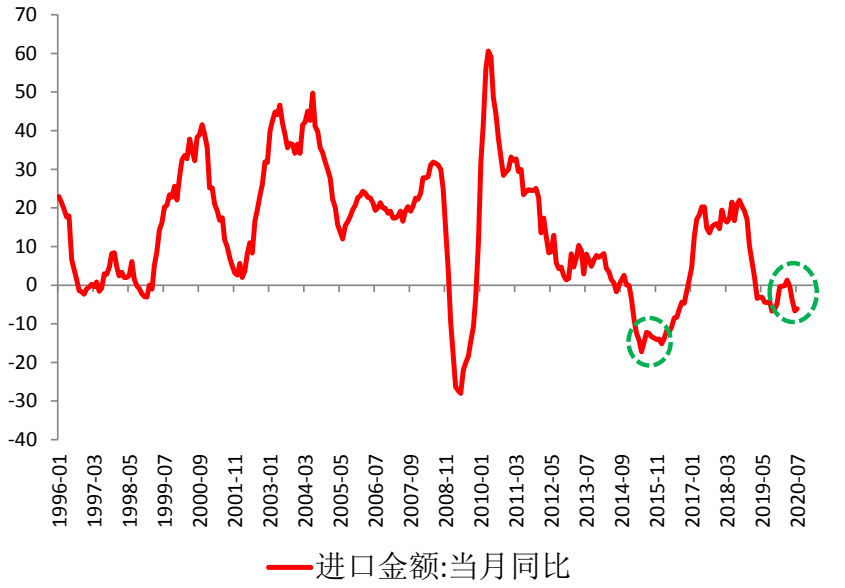
- 虽然总体趋势是下行的，但是龙头企业、占据行业领先地位的企业，股价却不断创出新高，完全不受疫情影响。代表优质餐饮的海底捞，代表优质商品物流的顺丰控股，代表社交餐饮奢侈品的茅台，调味剂龙头海天，股价都在疫情后创出了**新高**。

对外贸易：外需冲击小于预期，中美脱钩加速

出口增速出现小幅反弹



进口增速依然低迷

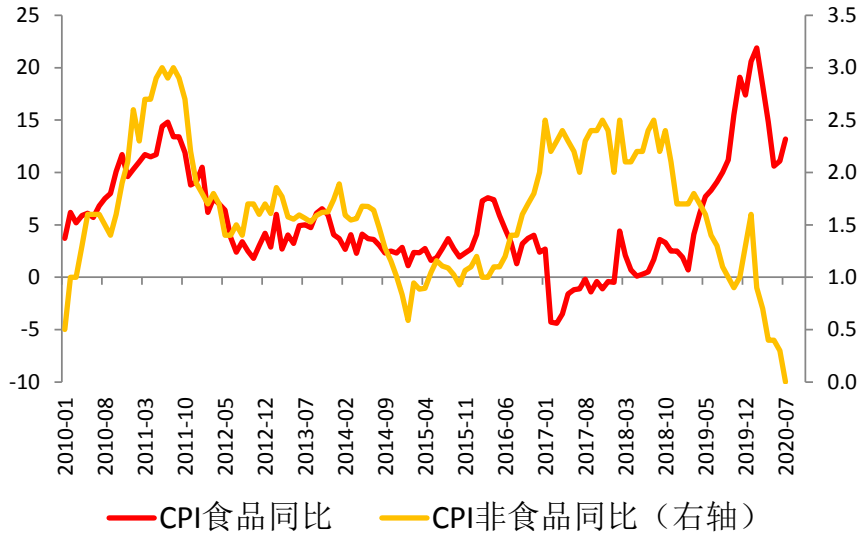


数据来源：Wind，西南证券整理

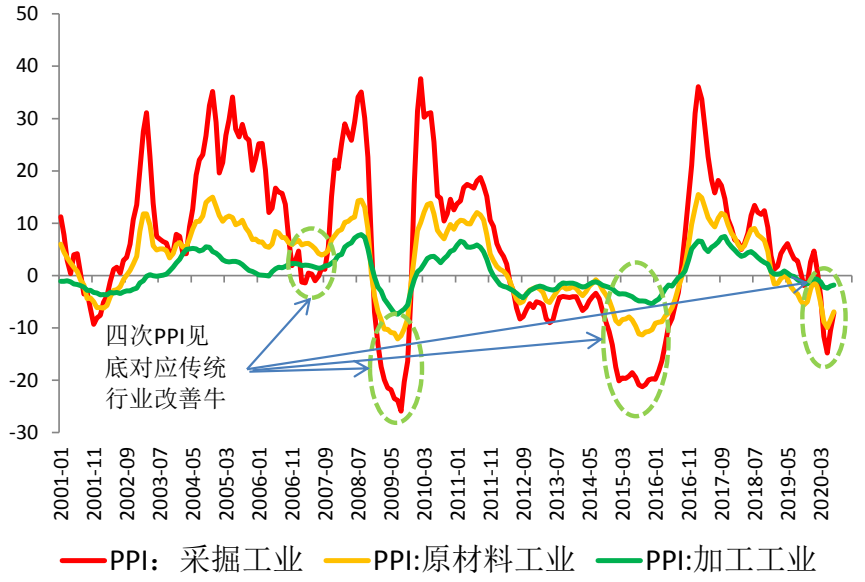
- 外贸进出口增速来看，7月份出口增速7.2%，预期2%，明显好于预期；但是7月份进口增速-1.4%，预期2%，明显低于预期。当前进口增速明显低于出口恢复情况，显示疫情冲击后的经济恢复较慢，内需尚不稳定。

价格：总体下行，结构上有反弹

食品与非食品价格走势分化明显



PPI开始小幅反弹

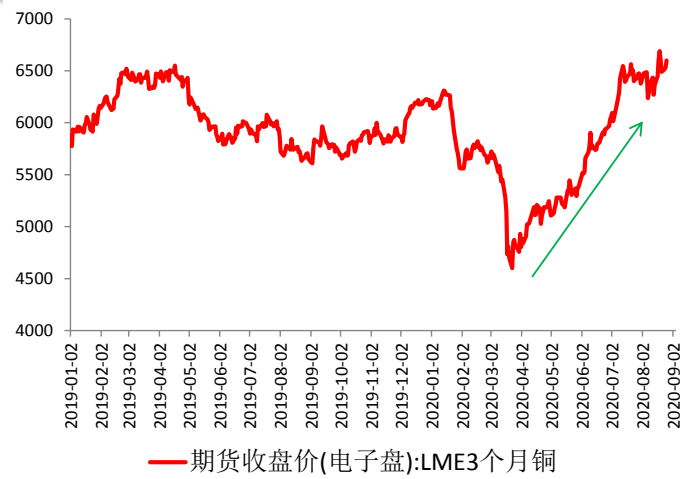


数据来源：Wind，西南证券整理

- 总体而言：生活用品中，制造业产品价格比食品价格疲软；工业用品中，上游采掘工业价格比下游加工工业价格更弱。

价格：大宗商品价格走势

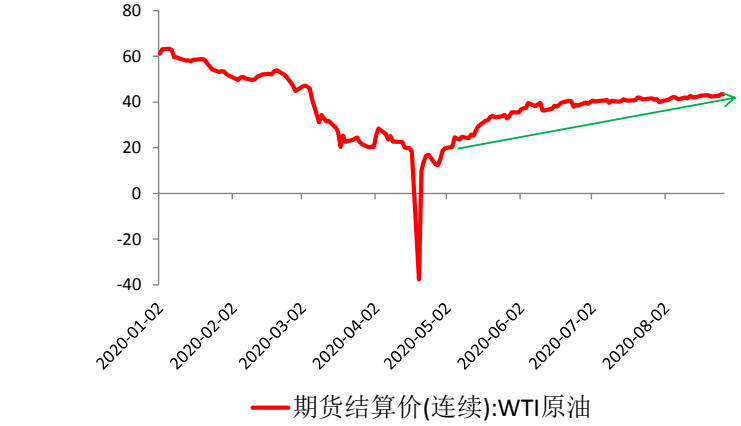
铜价出现明显反弹



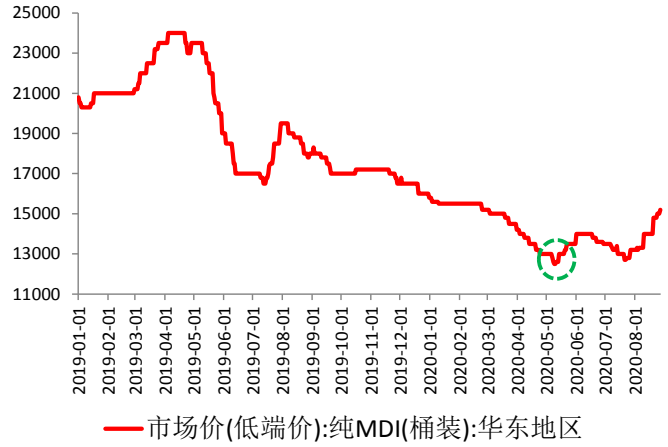
铝价反弹也十分明显



原油价格已经基本稳定在40美元以上



MDI价格也开始触底反弹

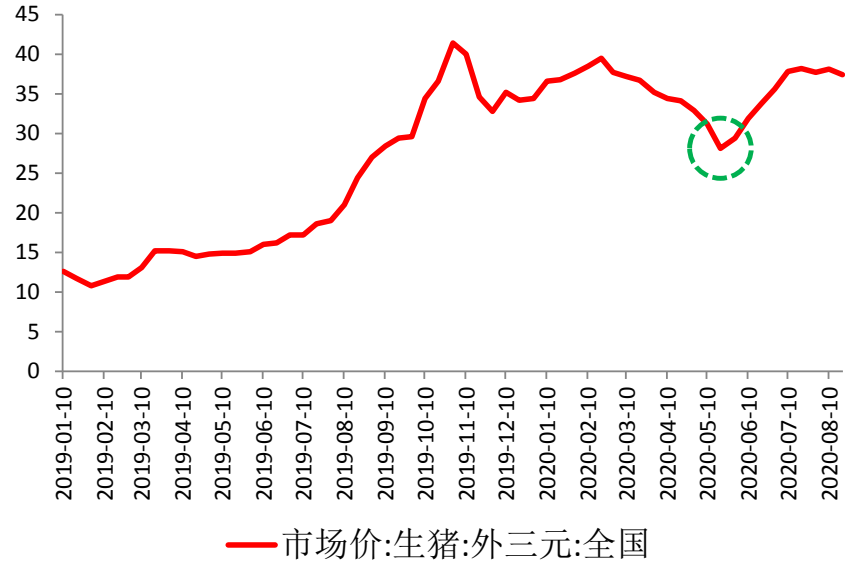


数据来源：Wind，西南证券整理

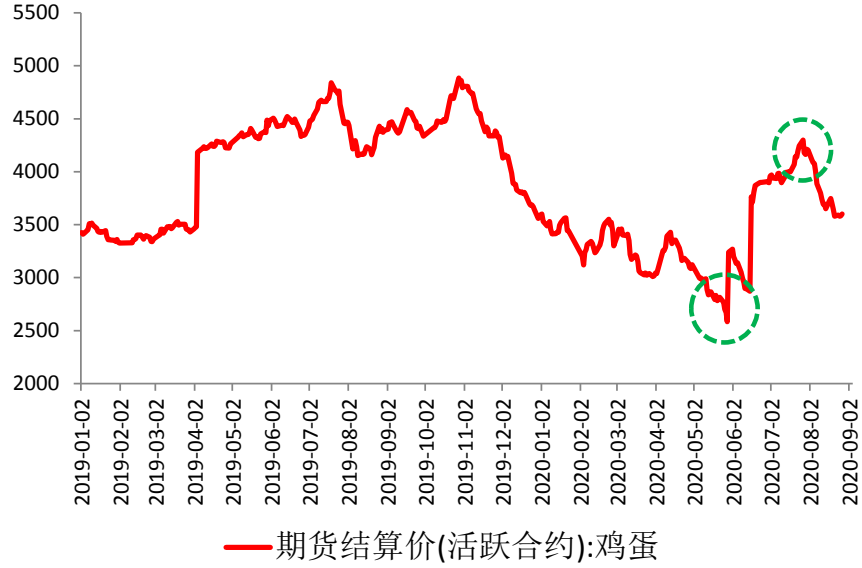
www.swsc.com.cn

价格：农产品价格走势

猪肉价格反弹后走势趋缓



鸡蛋价格有所回落

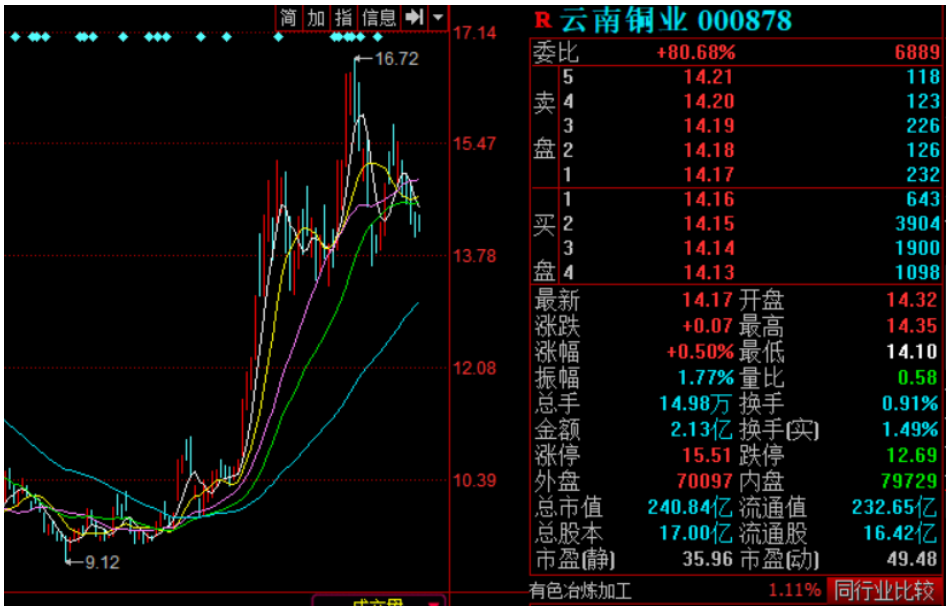


数据来源：Wind，西南证券整理

- 受到疫情的冲击，大部分商品价格都出现了短时大幅度下跌，之后明显反弹。但随着经济复苏态势延续，价格走势开始平缓。

价格：股价随商品价格上行

云南铜业（000878）股价反弹80%



中国铝业（601600）股价反弹30%



数据来源：Wind，西南证券整理

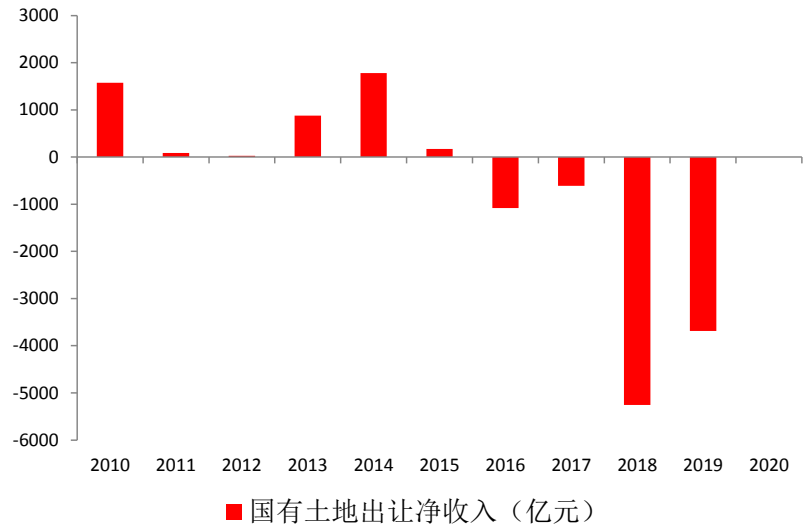
- 随着商品价格的反弹，相应公司股价也出现反弹。但由于预期未来复苏进度放缓，价格弹性下降，股价走势**较消费品公司弱很多。**

中国经济：长期问题犹存

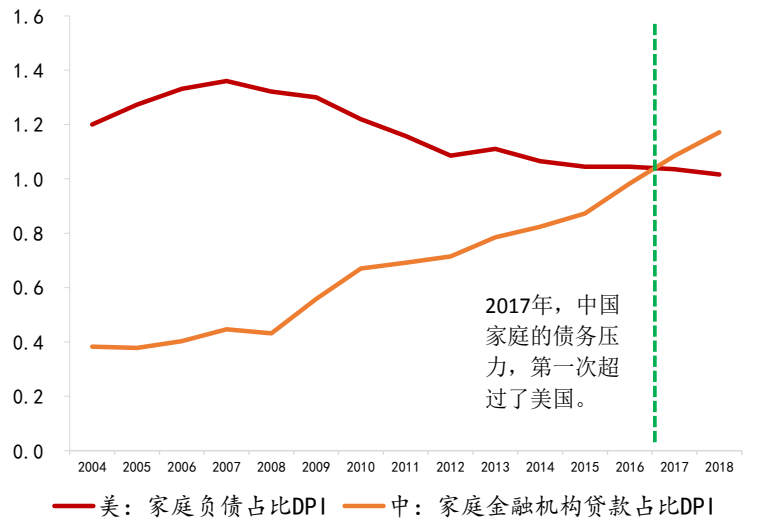
- 招商银行刚刚公布的年报有几段话：
- 本公司零售客户数**1.44亿**户（含借记卡和信用卡客户），较上年末增长14.8%；其中，金葵花及以上客户（指在本公司月日均总资产在50万元及以上的零售客户）**264.77万**户，较上年末增长12.1%。
- 管理零售客户总资产余额74939.55亿元，较上年末增长10.17%，其中管理金葵花及以上客户总资产余额60,852.25亿元，较上年末增长10.48%，占全行管理零售客户总资产余额的**81.2%**。
- 金葵花客户占客户总人数**1.8%**，资产规模占总规模的**81.2%**。
- 此外，本公司私人银行客户**81674户**，较上年末增长11.98%；管理的私人银行客户总资产**22310.52亿元**，较上年末增长9.40%；户均总资产2,731.66万元。私人银行客户指在本公司月日均全折人民币总资产在1,000万元及以上的零售客户。

中国经济：长期问题犹存，政策将保持定力

土地财政净收入大幅度转负



居民杠杆率持续提升

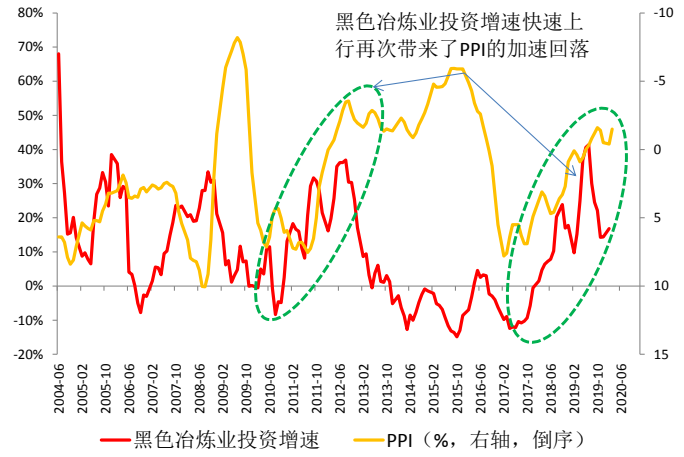


数据来源：Wind，西南证券整理

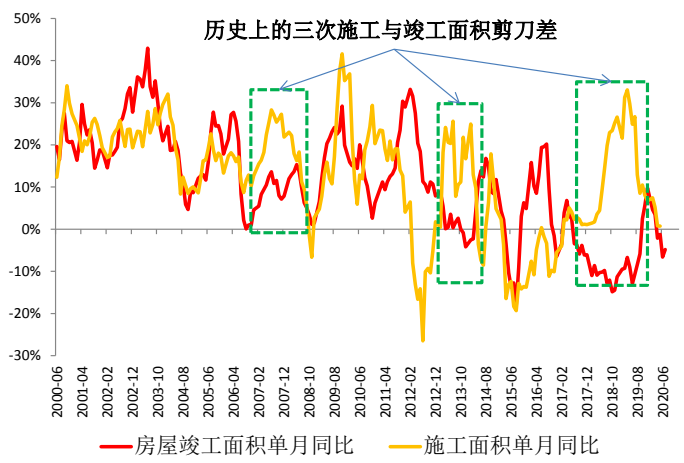
- “不把房地产作为短期刺激的手段”，政府坚决不会强刺激。有待经济自然出清，经济增速缓慢下行的趋势不会改变，预计十四五平均增速较十三五再降低1%-2%。
- 经济对于房地产的依赖，同时人口老龄化加速，加重社保资金的负担。经济增速放缓的背景下，全社会杠杆率不断创新高。

中国经济：长期问题犹存，政策将保持定力

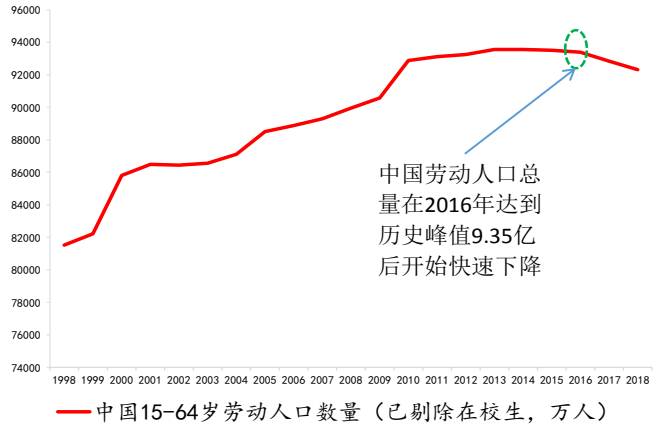
警惕黑色系产能过剩



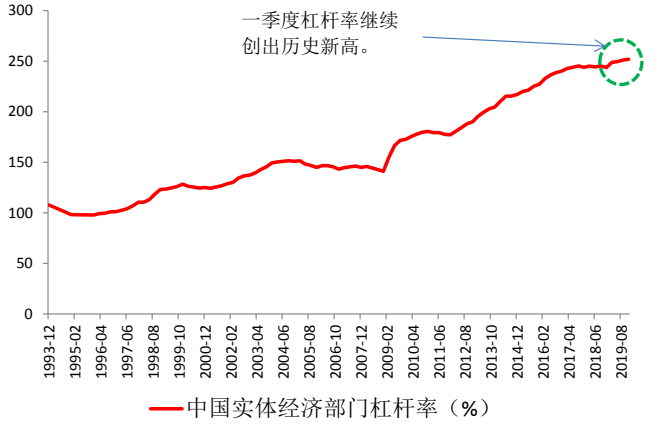
警惕房地产库存积压



劳动年龄人口负增长且不断加速



杠杆率水平不断提升



数据来源：Wind，西南证券整理

目　录

疫情：长期存在，反复冲击

经济：逐步回升，矛盾依旧

流动性：总体充裕，边际收紧

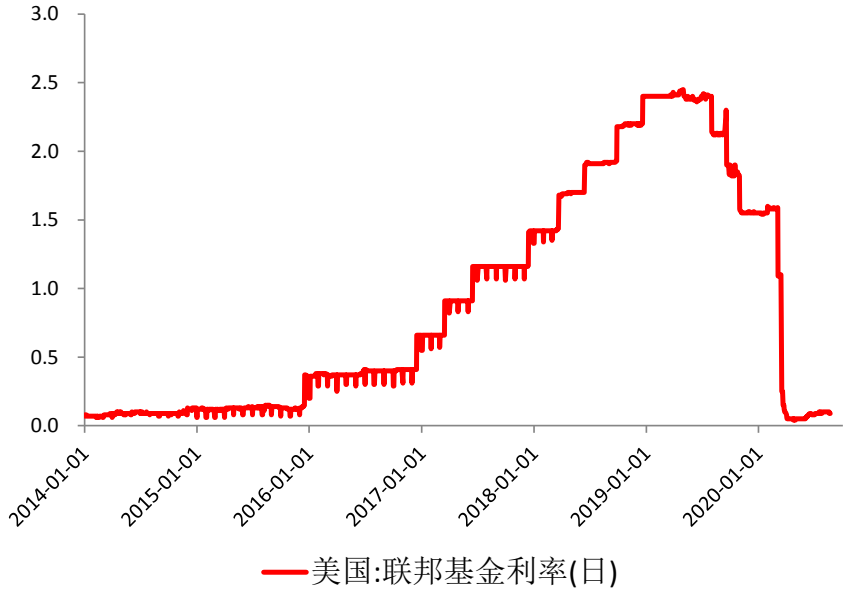
政策：聚焦双循环，关注十四五

公司业绩：否极泰来，震荡上行

投资策略：总体震荡，聚焦三大方向

货币政策：较长时期内维持中性宽松格局

美国联邦基准利率的走势



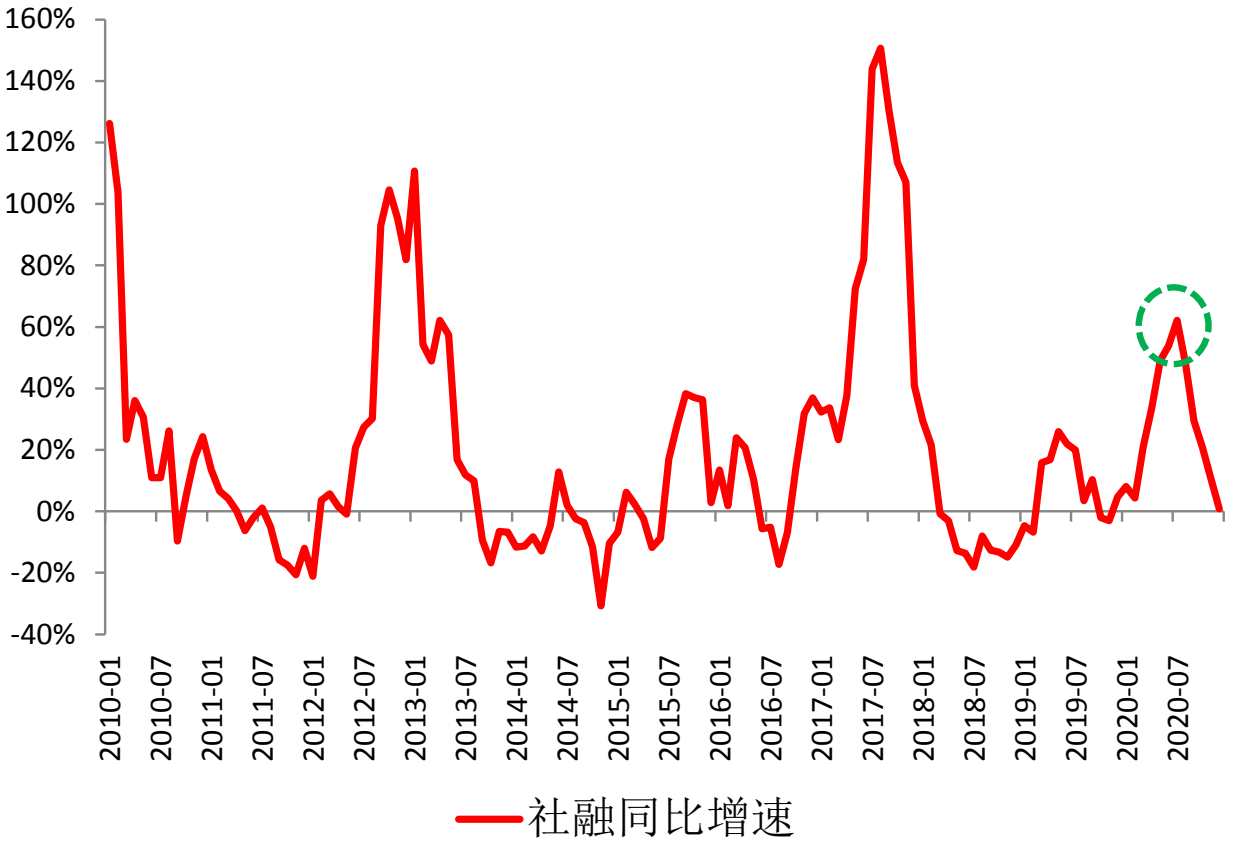
10年期国债收益率有所回升



数据来源：Wind，西南证券整理

- **在严峻的疫情面前，货币政策将保持较为宽松的常态。**2020年底之前，美联储基本没有加息的可能。与之相对的，中国10年期国债收益率也将维持在区间震荡，预计在2.8%-3.2%之间震荡。

信用状况：下半年社融增速将呈现回落状态

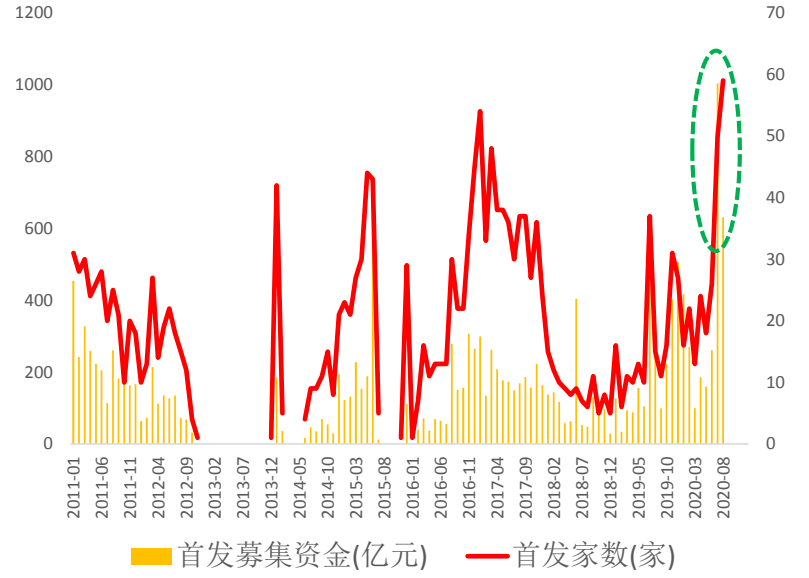


数据来源：Wind，西南证券整理

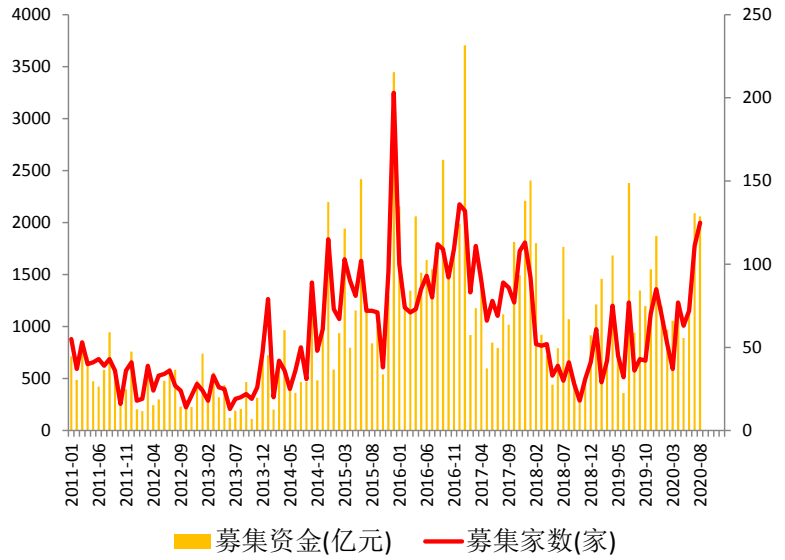
- **而从信用上看，7月份以后信用将呈现趋势性收紧态势。**截至2020年6月，新增社融规模达到了20万亿，而2019年全年新增社融规模仅有28.5万亿。若同比保持名义GDP增速，2020年全年社融在31万亿左右。则2020年下半年将仅有11万亿新增社融。

A股的股票供给：IPO已创历史新高

A股10年来IPO发行情况



A股10年来融资情况（包括IPO和定增）

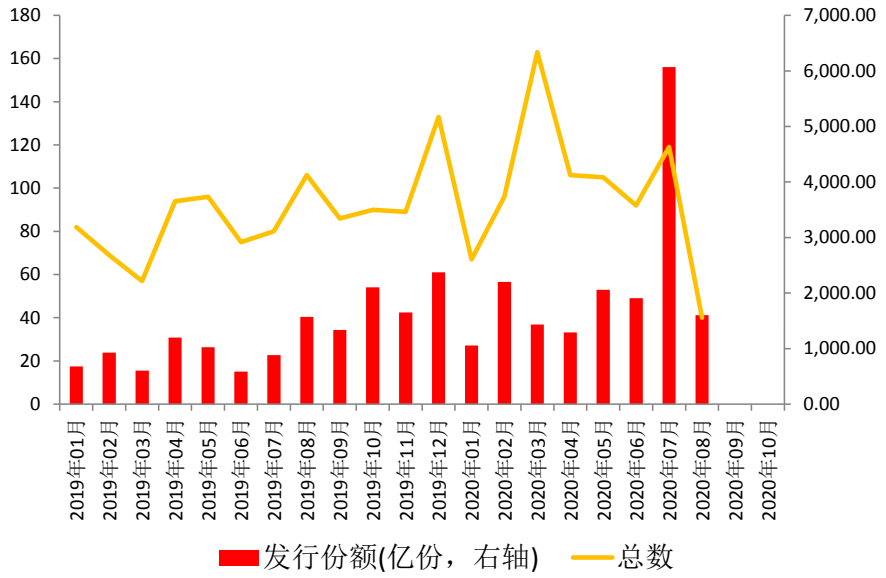


数据来源：Wind，西南证券整理

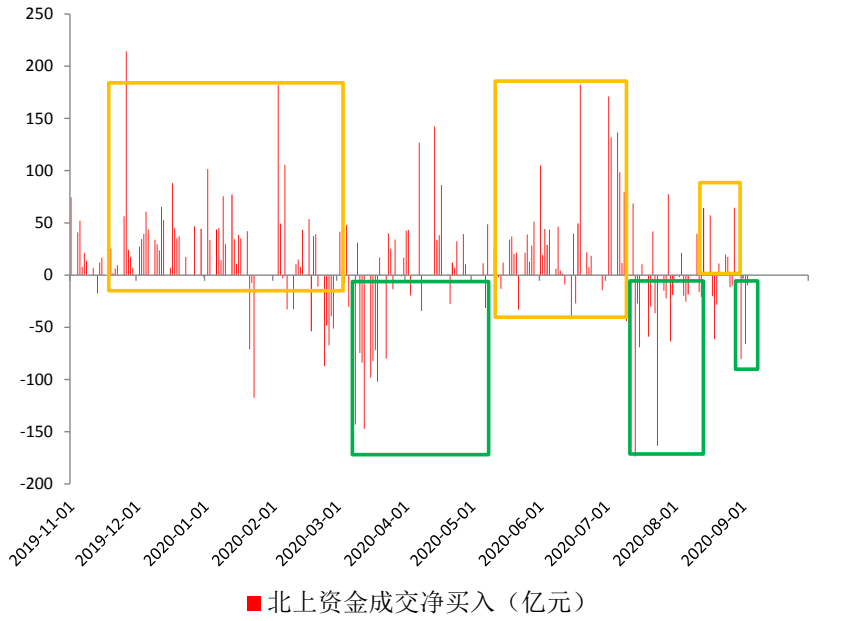
- 科创板、创业板相继开启注册制后，A股IPO速度明显加快。八月份的IPO数量已经创出**历史新高**。
- 从募集资金规模来看，当前募集资金规模也在快速增加，已经接近2015年时期的高峰。

A股的资金供给：增量资金仍在，趋势减弱

2019年以来新基金发行情况



北上资金净买入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

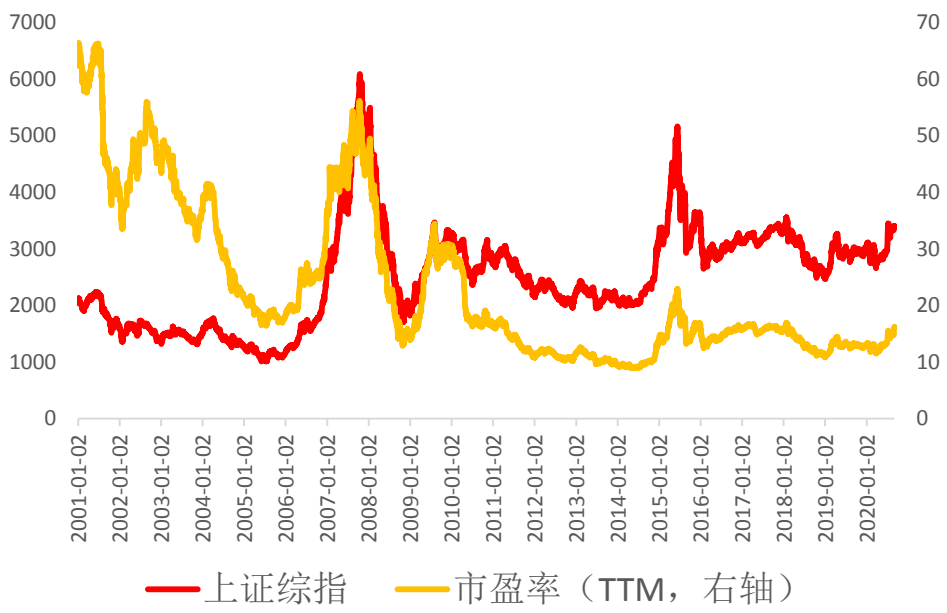
- 从A股的资金供给状况来看，**最宽裕的时期已经过去**。
- 从募集资金规模来看，当前募集资金规模也在快速增加，已经接近2015年时期的高峰。

当前A股估值：有一定泡沫

万得全A走势与其市盈率变化



上证综指走势与其市盈率变化



数据来源：Wind，西南证券整理

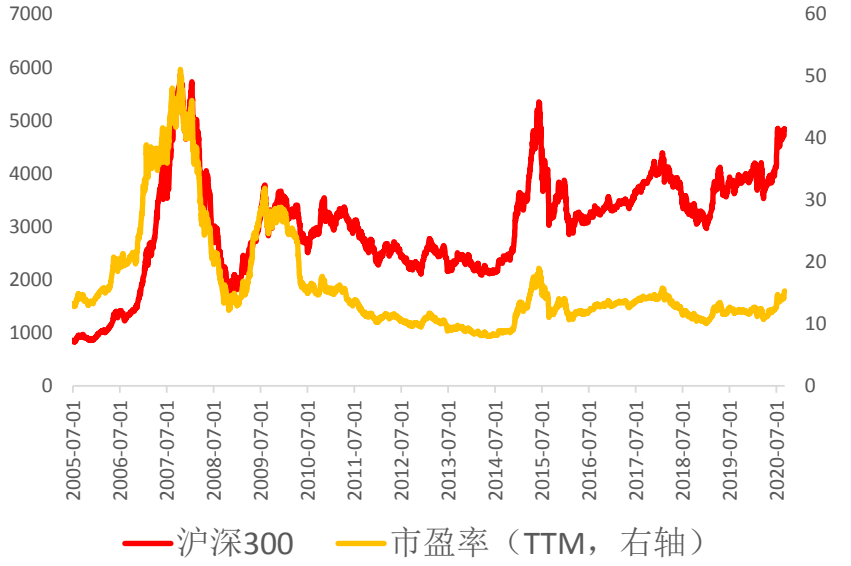
- 当前A股有一定泡沫，整体估值处于**最近十年来前25%分位**，但离泡沫化极值仍有较大差距。
- 上证指数等估值之所以处在低位，与其覆盖的公司与行业成长性下降有很大关系。

当前A股估值：有一定泡沫

上证50走势与其市盈率变化



沪深300走势与其市盈率变化



数据来源：Wind，西南证券整理

- **上证50、沪深300当前估值处于相对低位，属于过去十年50%的分位。**
- 上证指数等估值之所以处在低位，与其覆盖的公司与行业成长性下降有很大关系。

当前A股估值：有一定泡沫

中小板指走势与其市盈率变化



创业板指走势与其市盈率变化



数据来源：Wind，西南证券整理

- **中小板、创业板估值处于过去10年前15%的分位，但距离历史峰值仍有较大距离。**
- 中小创估值较主板高，与其覆盖的公司与行业的成长性较高有关。

目　录

疫情：长期存在，反复冲击

经济：逐步回升，矛盾依旧

流动性：总体充裕，边际收紧

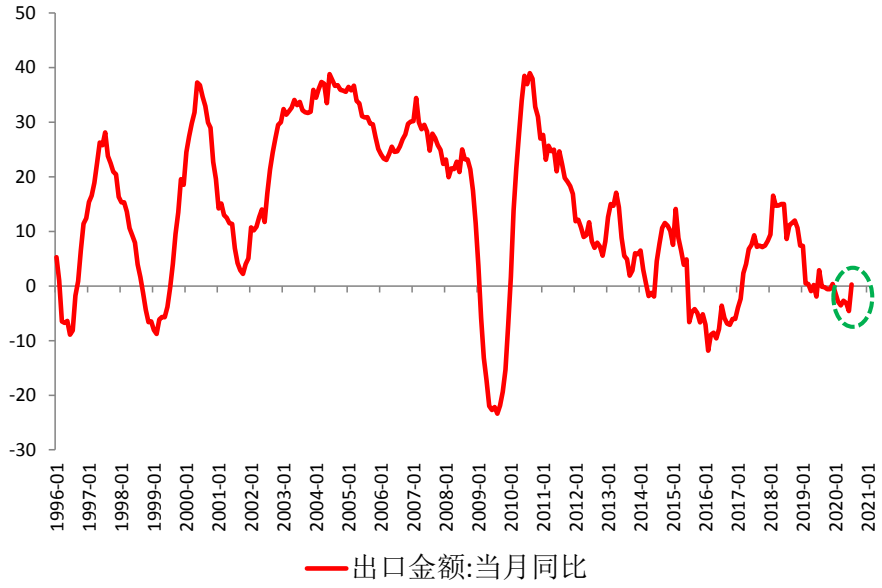
政策：聚焦双循环，关注十四五

公司业绩：否极泰来，震荡上行

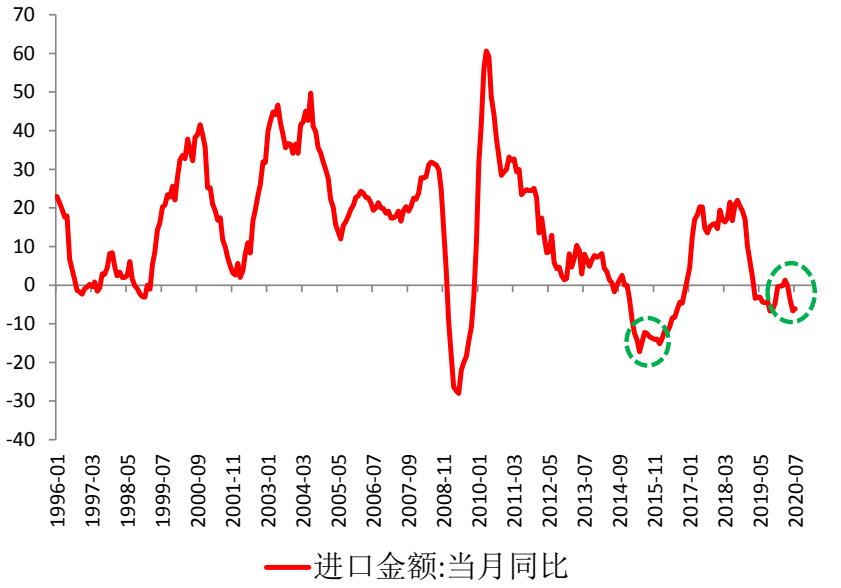
投资策略：总体震荡，聚焦三大方向

双循环：外需仍可依赖，表现好于内需

出口增速出现小幅反弹



进口增速依然低迷

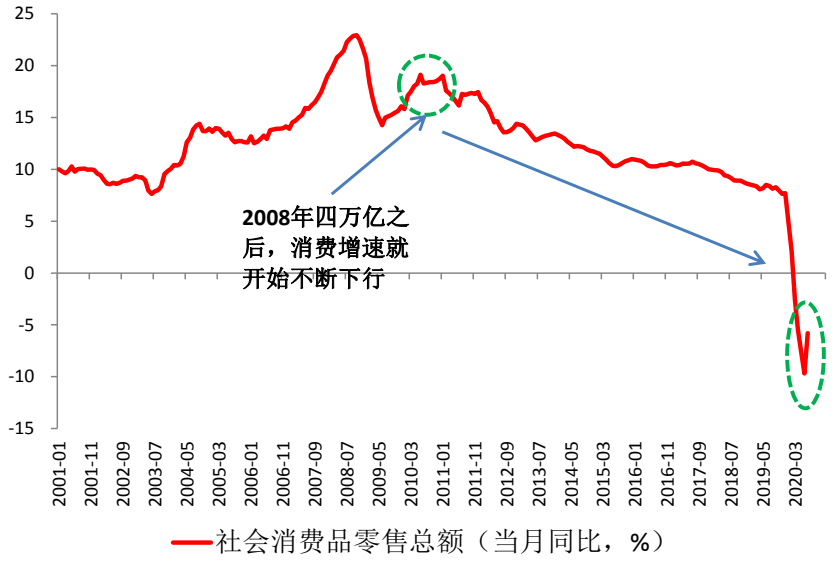


数据来源：Wind，西南证券整理

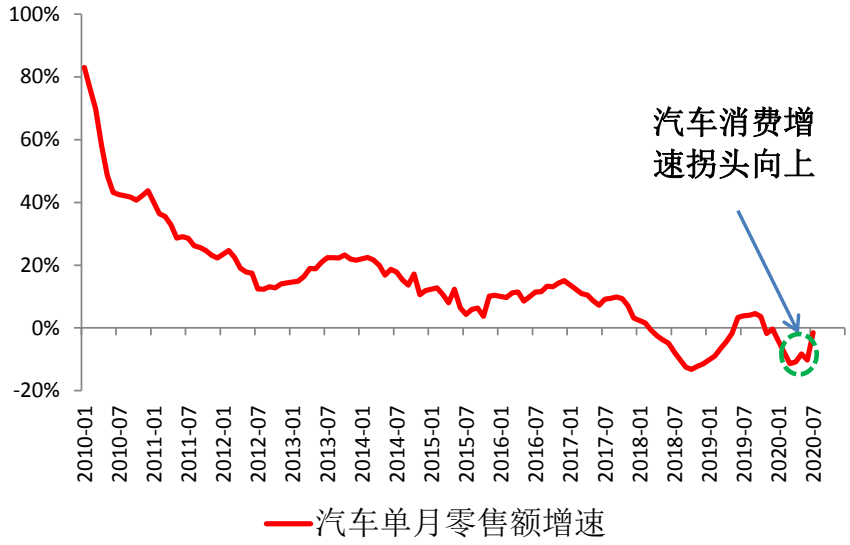
- 外贸进出口增速来看，7月份出口增速7.2%，预期2%，明显好于预期；7月份进口增速-1.4%，预期2%，明显低于预期。当前进口增速明显低于出口恢复情况，显示外需仍然是中国经济可依赖的重要部分。

内循环：消费的潜力在哪里

消费增速下行趋势明显



汽车消费重回负增长

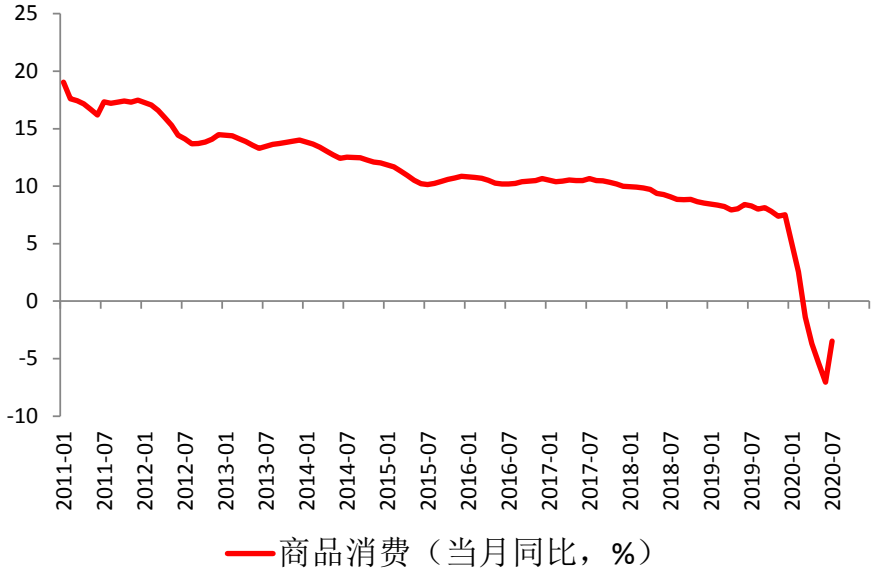


数据来源：Wind，西南证券整理

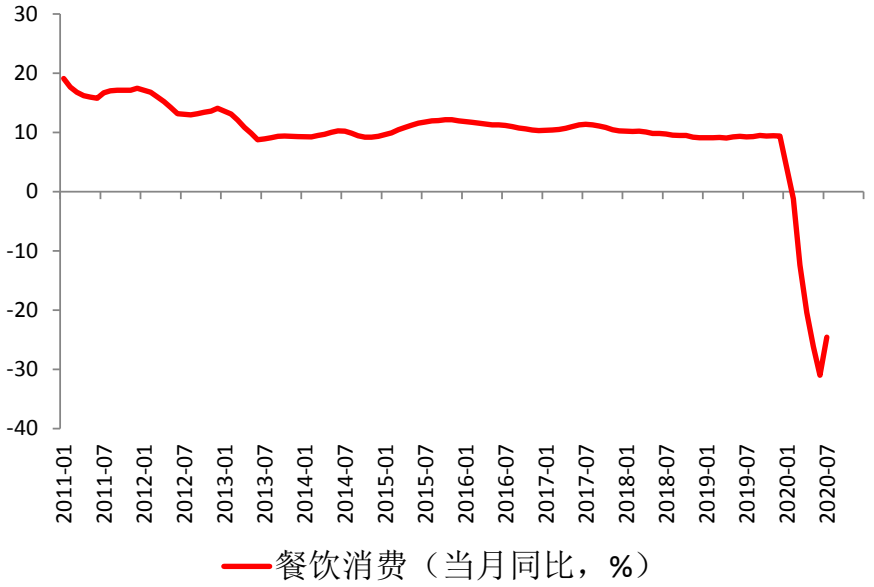
- 消费增速的总体趋势是下行的，但是结构上有一定亮点。社零消费虽然有所反弹，但是仍然在负增长区间内。汽车增速由于2019年低基数的原因，出现比较明显的反弹，但后面增速能否保持存在不确定性。

内循环：消费的潜力在哪里

商品消费增速7月份开始有所反弹



餐饮消费也是类似



数据来源：Wind，西南证券整理

- 商品消费、餐饮消费在新冠疫情中都受到了严重的冲击，出现了大幅负增长，直到7月份才有所反弹。预计在未来仍然能够反弹到正增长区间，但是增速中枢下行是大概率。

内循环：关键领域中国对美依存很深

- 美国商务部一纸文件的效力：
- 台积电：停止对华为供货。
- 中芯国际：将遵守国际商务规则，停止对华为供货。
- 联发科：难以再为华为供货。
- **“国内法高于国际法”的现实背后，是美国在高科技领域的事实垄断与关键把控。**

内循环：进口替代势在必行

- **几乎所有的高科技底层基础，全由美国掌握。**
- 这是美国政府文件能够规制各国企业的根源之一。

内循环：进口替代的空间有多大

	我国半导体上游对外依存度
半导体上游-设备	国产化情况
单晶炉	国产化率低于 20%
光刻机	国产化率低于 10%
刻蚀机	国产化率约为 10%
离子注入设备	国产化率低于 10%
CVD/PVD 设备	国产化率约为 10%-15%
氧化扩散设备	国产化率低于 10%
键合机	国产化率低于 10%
划片机	国产化率低于 20%
减薄机	国产化率低于 20%
检测设备	国产化率低于 20%

数据来源：Wind，西南证券整理

内循环：进口替代的空间有多大

	我国半导体上游对外依存度
半导体上游-材料	国产化情况
电子气体&MO 源	对外依存度 80%以上
CMP 抛光源	国产化率低于 10%
CMP 抛光垫	国产化率低于 5%
超纯试剂	国产化率 30%
溅射靶材	主要依赖进口
硅晶片	以 6 寸以下为主，少量 8 寸，12 寸依赖进口
光刻胶	以 LCD,PCB 为主，集成电路用光刻胶主要靠进口，对外依存度 80%以上

数据来源：Wind，西南证券整理

中国科技行业对美国的深度依赖：以半导体行业为例

- **更进一步，在半导体领域的更上游，光刻机上游，芯片设计上游，美国的软件公司全球市占率达到95%以上。**
- 这是美国政府文件能够规制各国企业的根源之一。

国内各大公司使用EDA软件大致情况

华为	DxDesigner (前端)	Mentor Graphics
	HAPS (验证)	Synopsys
	Allegro (PCB)	Cadence
中兴	Allegro (前端到后端)	Cadence
	ExpeditionPCB (布线)	Mentor Graphics
联想	Allegro	Cadence
联想	PADS	Mentor Graphics
朗科	PADS	Mentor Graphics
	Orcad	Cadence
神达电脑	Allegro	Cadence
英业达	Allegro	Cadence
威盛	Allegro	Cadence
天弘电子	ExpeditionPCB (WG)	Mentor Graphics
	Allegro	Cadence
宏碁	Allegro	Cadence
	BoardstationPCB(EN)	Mentor Graphics

华硕	Allegro	Cadence
创维	PADS	MentorGraphics
TCL	PADS	Mentor Graphics
迈瑞医疗	PADS	Mentor Graphics
清华同方	PADS	Mentor Graphics
长城	Allegro	Cadence
海尔	CR5000	ZUKEN
海信	CR5000	ZUKEN
新北洋	CR5000	ZUKEN
中海油服	AD	Altium
博士力士乐	AD	Altium
中芯国际	AD	Altium
南京南瑞	AD	Altium
南京三宝	AD	Altium
纬创资通	Allegro	Cadence
	BoardstationPCB(EN)	Mentor Graphics

中美博弈：做好硬脱钩的准备

某运营商采购设备清单

标包名称	产品名称	采购数量	占比
标包 1	计算型服务器（I 系列）	17829	31.66%
标包 2	大数据型服务器（I 系列）	13424	23.84%
标包 3	分布式存储服务器(I 系列)	5450	9.68%
标包 4	冷存储型服务器（I 系列）	3697	6.56%
标包 5	NFV 型服务器（I 系列）	1564	2.78%
标包 6	GPU 型服务器（I 系列）	2767	4.91%
标包 7	服务器（A 系列）	398	0.71%
标包 8	服务器（H 系列）	11185	19.86%

数据来源：某运营商，西南证券整理

十四五规划：总书记提的六大要求

- 以辩证思维看待新发展阶段的**新机遇新挑战**。
- 以畅通国民经济循环为主构建**新发展格局**。
- 以科技创新催生**新发展动能**。
- 以深化改革激发**新发展活力**。
- 以高水平对外开放打造**国际合作和竞争新优势**。
- 以共建共治共享拓展**社会发展新局面**。

目　录

疫情：长期存在，反复冲击

经济：逐步回升，矛盾依旧

流动性：总体充裕，边际收紧

政策：聚焦双循环，关注十四五

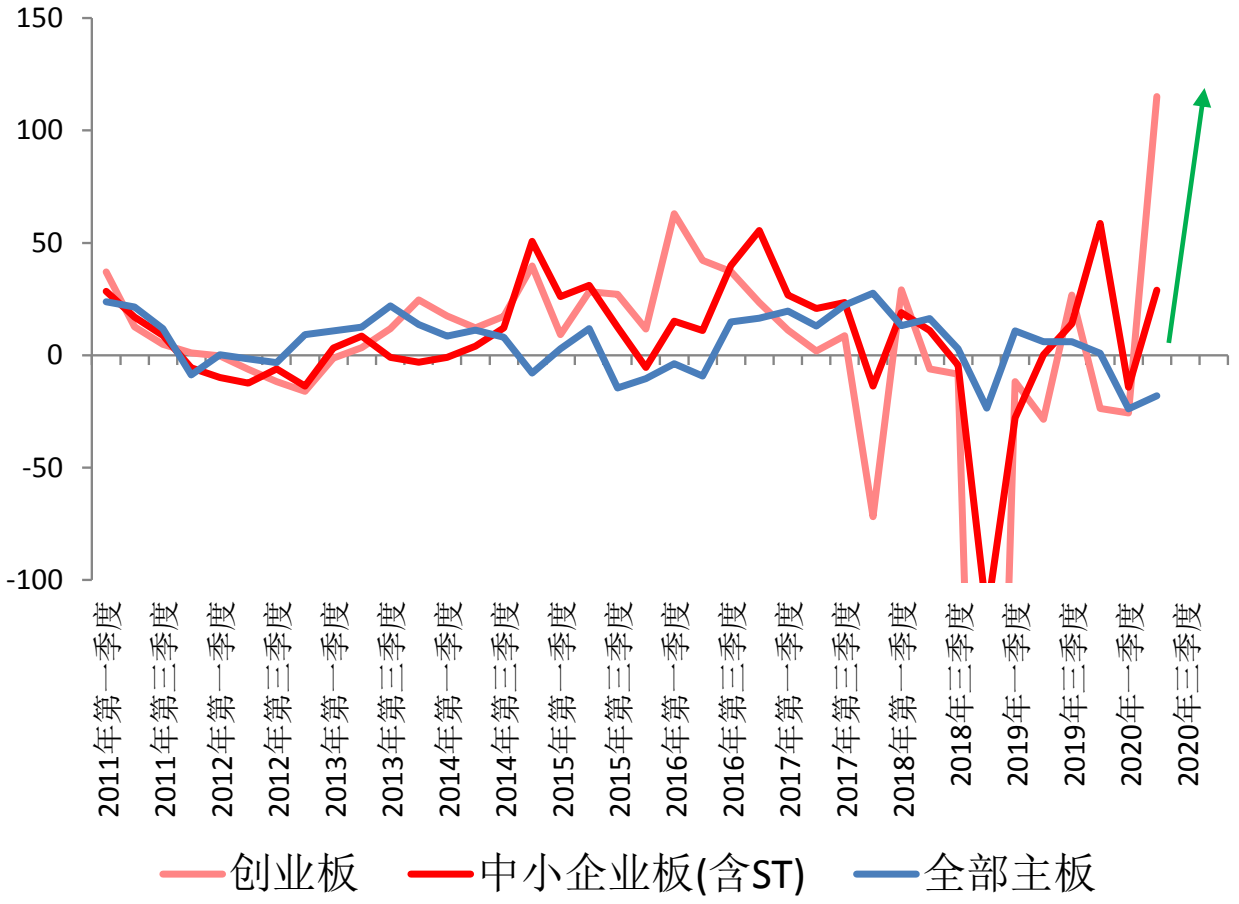
公司业绩：否极泰来，震荡上行

投资策略：总体震荡，聚焦三大方向

成长股的高估值与其高增速匹配

- 主板低估值，中小创高估值与其**利润增速密切相关**。
- **中小板**2020年上半年营收2.4万亿，同比略增2%，归母净利润1750亿元，同比增长**10%**。一季度归母净利润下降14.2%，**二季度**归母净利润增长**28.9%**。
- **创业板**2020年上半年营收6802亿元，同比持平，净利润636亿元，同比增长**40%**。一季度归母净利润下降25.6%，但**二季度**大幅增长**115%**。
- **科创板**2020年上半年营收1128亿元，同比增长5.8%，净利润124亿元，同比大幅度增长**42%**。
- 相比之下，**主板**2020年上半年营收20.3万亿，同比略微下滑2.2%，归母净利润1.6万亿，同比**下滑21%**。**二季度**单季度**下滑18%**。

各个板块之间利润增速对比（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

目　录

疫情：长期存在，反复冲击

经济：逐步回升，矛盾依旧

流动性：总体充裕，边际收紧

政策：聚焦双循环，关注十四五

公司业绩：否极泰来，震荡上行

投资策略：总体震荡，聚焦三大方向

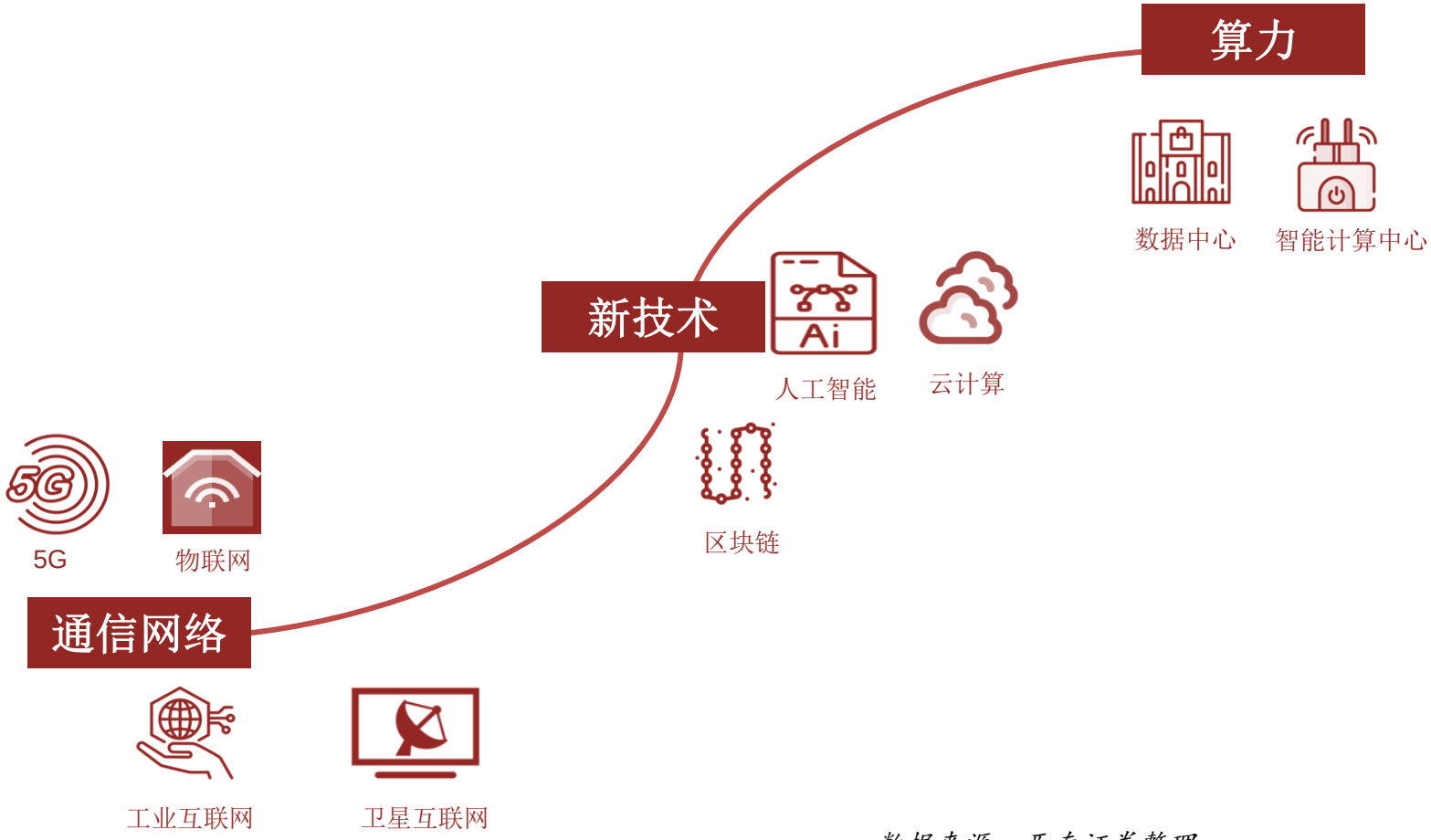
未来投资机会展望：三大方向

- 方向一：具备长期增长基础的稳健消费型行业，比如**白酒、医药。**
- 方向二：受益于“进口替代”大背景下科技、成长性行业，比如**半导体、芯片、电子元器件、新能源汽车产业链等。**
- 方向三：受益于经济复苏的复工复产行业，包括**影视院线、餐饮旅游等行业。**

方向二：进口替代大背景下的科技行业

- 一信息基础设施。主要是指基于新一代信息技术演化生成的基础设施，比如，以5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的通信网络基础设施，以人工智能、云计算、区块链等为代表的新技术基础设施，以数据中心、智能计算中心为代表的算力基础设施等。
- 二融合基础设施。主要是指深度应用互联网、大数据、人工智能等技术，支撑传统基础设施转型升级，进而形成的融合基础设施，比如，智能交通基础设施、智慧能源基础设施等。
- 三创新基础设施。主要是指支撑科学研究、技术开发、产品研制的具有公益属性的基础设施建设。

新基建：信息基础设施



数据来源：西南证券整理

新基建：融合基础设施+创新基础设施

传统基础设施升级转型



智能交通



智慧能源





科教



产业技术

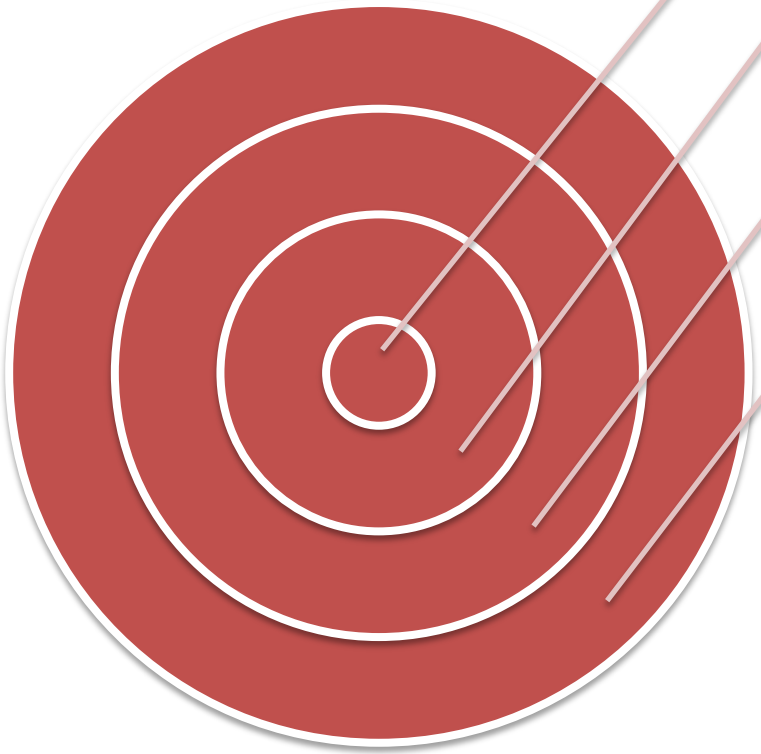


重大科技

支撑科研且具有公益属性

数据来源：西南证券整理

投资机会展望：5G



5G建设进程全面提速

设备端：

产业环境巨变

滤波器　光模块

数据端：

流量规模增长

IDC

应用端：

流量形态变化

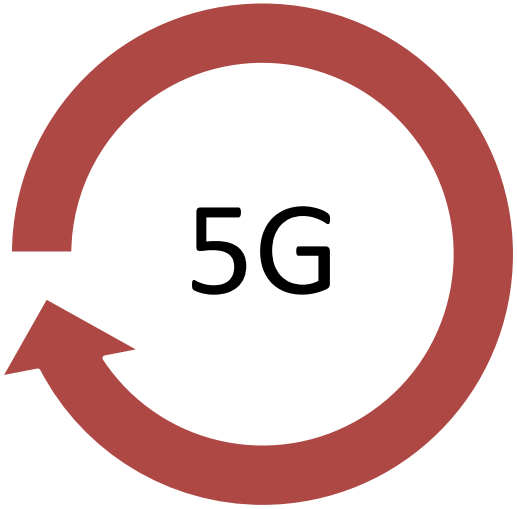
物联网　产业互联网

数据来源：西南证券整理

投资机会展望：云计算



疫情影响下在线娱乐和在线办公流量大增，带动对云计算的资源需求



5G建设应用提速，流量有望爆发，服务器市场重回高增长轨道



我国云计算市场规模仅为全球1/6，后发优势强劲，有较大发展空间。

数据来源：西南证券整理

云计算相关基础设施

股票代码	名称	股票评级	推荐逻辑
603019.SH	中科曙光	买入	1、海光芯片进入量产阶段； 2、自主可控百亿市场，X86芯片一枝独秀； 3、服务器芯片市场活跃，X86为王格局不改。
002912.SZ	中新赛克	买入	1、公司所处的网络可视化行业，受益于政府、运营商和企业对于安全需求的不断提升以及5G时代网络流量快速增长对网络可视化设备需求的不断增长，整个行业处于高景气状态； 2、公司作为网络可视化行业的龙头，凭借完善的产品布局、领先的研发实力以及居前的市场占有率将充分享受行业发展红利。
600588.SH	用友网络	持有	公司打造重磅云产品，云业务发展迅猛，生态融合战略打造公司中长期成长极。
300451.SZ	创业慧康	买入	1、政策助力开启新一轮医疗信息化景气周期； 2、作为医疗信息化领军企业，公司竞争优势明显。
600570.SH	恒生电子	持有	金融 IT 利好政策频出，券商 IT 建设新需求将持续放量。
300348.SZ	长亮科技	买入	1、公司是银行 IT 核心系统龙头，竞争优势明显； 2、理财新规、区块链与国产化催生行业新需求。
300253.SZ	卫宁健康	买入	1、凭借丰富的产品线以及全新推出的中台服务战略体系，公司在行业的龙头地位将进一步加强； 2、积极践行“4+1”互联网医疗战略打开成长空间。

方向三：受益于经济复苏带来的复工复产推进行业

- 相当多的行业在这次疫情中受到重大冲击，公司股价也随着业绩下滑出现大幅度下跌。随着复工推进，这些行业的业绩将逐步回升，特别是其中的龙头标的，股价会明显回归。
- 看好影视**传媒、院线、交运、社服**等方面的龙头企业。

建议关注标的：方向三

股票代码	名称	中信行业	今年以来涨跌幅（%）	当前PE
600009.SH	上海机场	交通运输	-3.2	74.8
0694.HK	北京首都机场股份	交通运输	-29.3	55.2
601888.SH	中国中免	消费者服务	136.2	179.2
6862.HK	海底捞	消费者服务	72.6	555.3
603103.SH	横店影视	传媒	20.4	-83.5
600640.SH	号百控股	传媒	-35.8	1,451.1
300251.SZ	光线传媒	传媒	43.2	57.2
300133.SZ	华策影视	传媒	21.8	-12.5
002739.SZ	万达电影	传媒	5.7	-5.8
300182.SZ	捷成股份	计算机	76.8	-6.4
603799.SH	华友钴业	有色金属	-2.4	100.5
300750.SZ	宁德时代	电力设备及新能源	75.4	98.8
002594.SZ	比亚迪	汽车	98.9	141.8

风险提示：地缘政治，有灰犀牛

- **未来的风险主要来自外部。**
- 外部的风险主要包括中美贸易战的再度激化、香港问题处理导致大国冲突，由此带来的资金流出、港口地位变化等。
- 但在应对上，一部分立足于内需的科技基建板块、消费板块以及困境反转板块依然会有不错机会。

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：朱斌
执业证号：S1250515070001
电话：021-68415861
邮箱：zhbin@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海
地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼
邮编：200120

北京
地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502
邮编：100045

重庆
地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼
邮编：400023

深圳
地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼
邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn