日期：2020 年 09 月 07 日

红叶不惧秋色

——2020 年 A 股市场秋季策略展望

分析师： 屠骏
Tel： 021-53686136
E-mail： tujun@shzq.com
SAC 证书编号： S0870511070001

分析师： 刘骐豪
Tel： 021-53686132
E-mail： liuqihao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870512090002

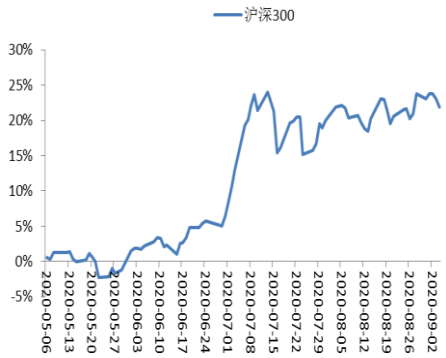
分析师： 陈健宓
Tel： 021-53686133
E-mail： chenjianmi@shzq.com
SAC 证书编号： S0870514080001

报告编号： 2020NDCL-2

相关报告：

首次报告日期：2012 年 10 月 10 日

最近 6 个月沪深 300 指数表现



■ 主要观点：

短期因素 1：“经济复苏斜率放缓+信用总量边际放缓”的国内宏观环境组合。疫后消费反弹集中在中高端消费，中低收入群体的消费恢复较慢，对经济形成主要拖累。政策面强调货币政策要更加灵活适度，适度的一个含义是总量上要适度，信贷的投放要和经济复苏的节奏相匹配，第二个是价格上要适度。后期利率下行空间已经有限，经济复苏与流动性充裕对市场最大的推动力已经过去。

同时大盘趋势运行的技术性压力将在四季度逐步显现，“秋色”将成为四季度大盘趋势的基调。

短期因素 2：大国博弈（美国总统大选）与新冠疫苗使用情况将成为影响市场风险偏好的主要因素。前者或成为市场的高频扰动因素。虽然疫苗推出预期对于延续经济复苏构成实质性推动，但在局部股价透支预期后，谨防市场短期将此反向理解为流动性收紧的信号。

根本决定四季度市场运行特征的是 A 股市场的长期变化因素——“熊长牛短”正在被改变。这种市场趋势特征的重大变化由下列因素共同导致：1、在宏观杠杆率高企约束下，未来我国的逆周期调节将更加科学、更加精准，“大水漫灌“难以再现；2、居民金融资产配置借助基金间接入市已经成为趋势，投资者结构机构化趋势进一步深化，动量策略逐步被淡化；3、以注册制为核心的一系列基础制度改革完成，以科技创新为经济发展的方向，必然凸显直接融资的地位，资本市场的地位将被空前提升。

四季度市场运行的基本框架将在上述短期压力因素与长期支撑因素的矛盾交织中完成。在结构上，估值扩张受益于外部流动性充裕（北向资金）的消费股，其确定性投资机会将进一步显现，如泛娱乐消费、新型消费业态、新型消费品（化妆品、宠物经济、小家电、品牌服饰和休闲食品）。其次，疫后需求预期改善的行业。电影院线、航空、旅游等。短期高频数据存在改善可能的顺周期行业，存在估值修复机会：如机械、建材、化工、家电、汽车。

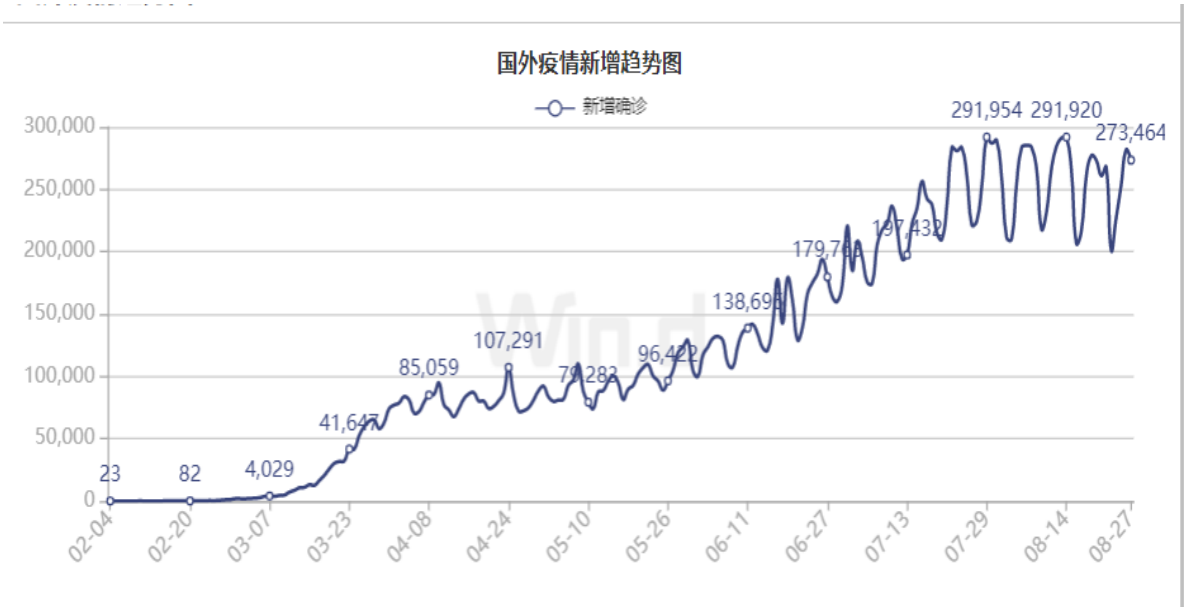
注册制改革持续推进有望带动风险偏好提升，叠加 A 股“熊长牛短”被改变，四季度滞涨个股的价值被市场自下而上的挖掘，或将蕴含主要的超额收益机会，红叶不惧秋色。

一、全球经济边际向好，中国经济表现更优

从全球疫情发展的角度看，国内的疫情已经得到了有效的控制，但国外疫情形势依然较为严峻。全球新增数量仍处于高位态势，7 月以来全球新增确诊病例保持在 20 万例以上。截至 8 月 27 日，国外累计确诊病例达 24,580,500 例。

随着对新冠病毒了解程度不断加深以及治疗方法不断优化，新冠病毒感染后的治愈率和死亡率呈现明显下行态势，国外新冠病毒治愈率由 3 月初的不到 10%持续上行至 8 月末的接近 70%，新冠病毒死亡率由 4 月末的超过 7%的高点下降至 8 月末的 3.5%左右的水平。疫苗加速研发，复工复产进度加快的背景下，全球主要经济体开始出现复苏的迹象。摩根大通全球制造业 PMI 指数 4 月创下 39.60 的低点后持续恢复，7 月再度站上 50 的荣枯分界线。受疫情影响更大的摩根大通全球服务业指数 4 月创下 23.7 的低点后，7 月同样回升至 50 上方。疫情重灾区美国和欧洲经济 4 月以来同样出现恢复迹象，美国以及欧元区制造业 PMI 指数 7 月读数分别为 54.8 和 51.2。从占经济比重较高以及受疫情影响较为严重的消费数据看，美国以及欧洲 6 月消费增速均开始转正。

图 1 国外疫情新增病例



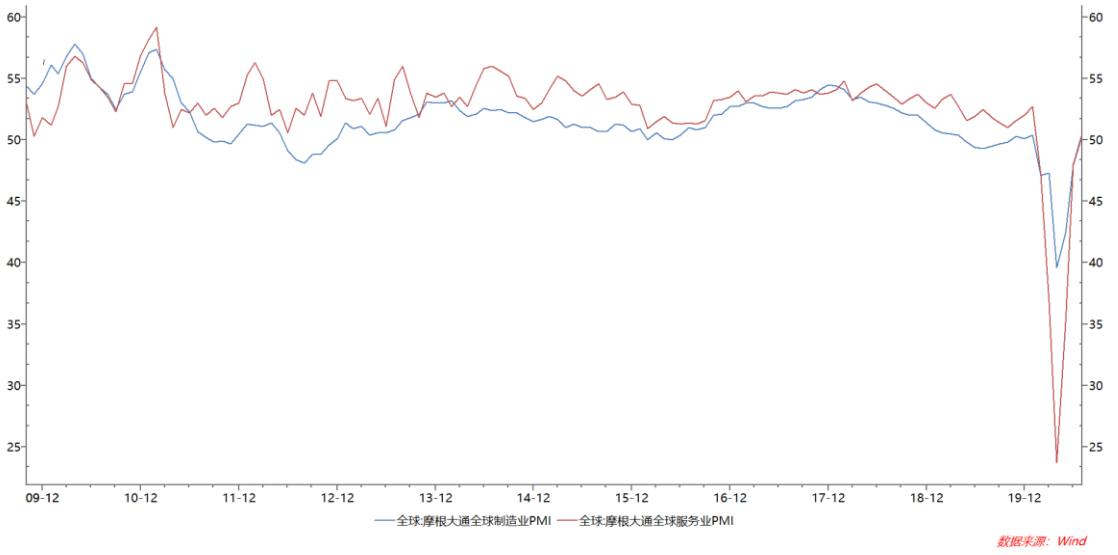
数据来源：Wind 资讯、 上海证券研究所

图 2 国外疫情累计确诊病例



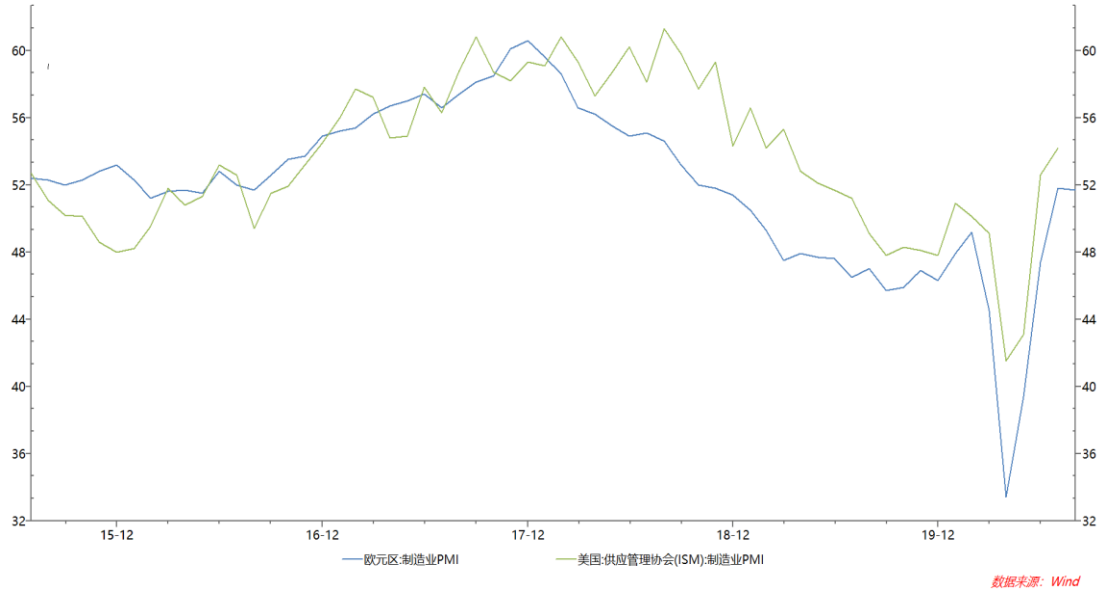
数据来源：Wind 资讯 、上海证券研究所

图 3 全球摩根大通制造业及服务业指数



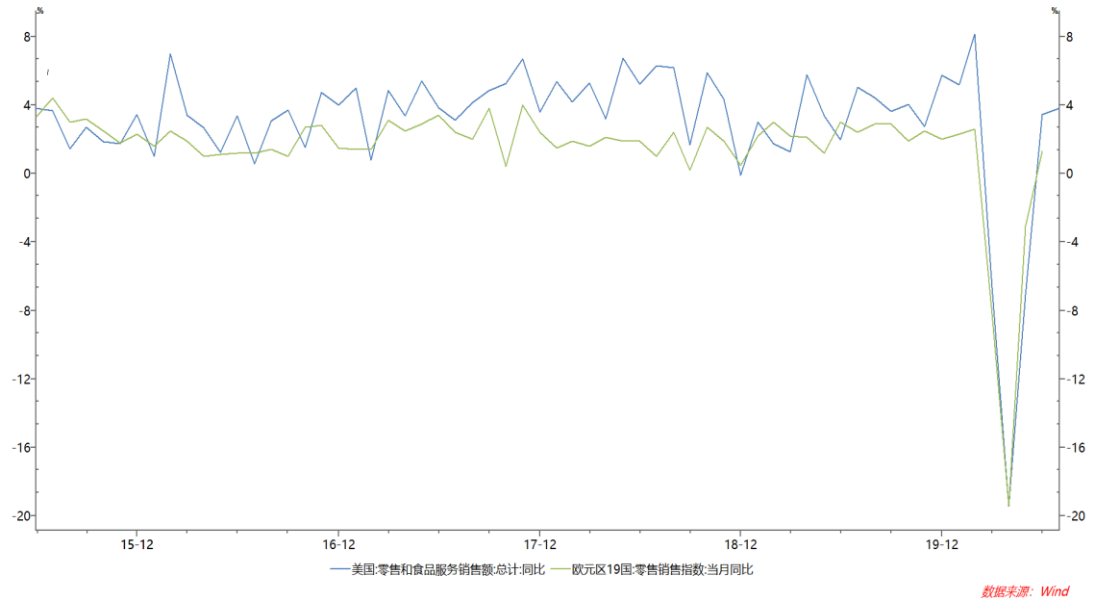
数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 4 美国以及欧元区制造业 PMI 指数



数据来源：Wind 资讯 、上海证券研究所

图 5 美国以及欧元区消费增速

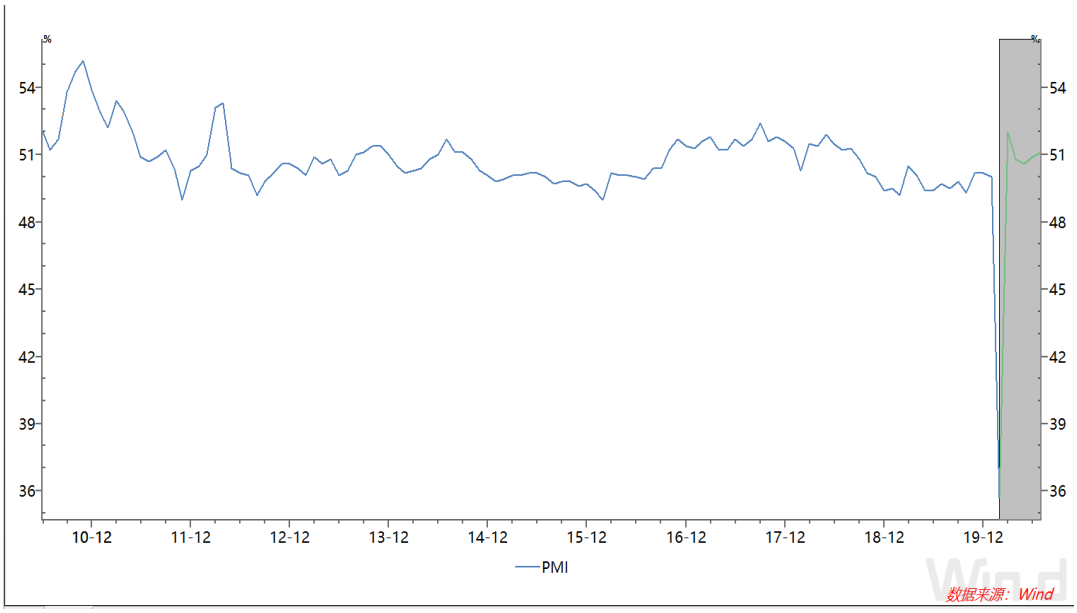


数据来源：Wind 资讯、 上海证券研究所

全球经济边际向好中国经济表现相对更优，二季度欧美经济大幅下滑的背景下，在系列精准政策支持以及科学有效的疫情防控举措下中国经济迅速恢复，二季度 GDP 增速 3.2%已经实现正增长。分项数据看，受疫情影响最严重的 2 月 PMI 读数创下 35.7 的低位后，3 月以来 PMI 读数持续位于 50 上方。生产端，工业增加值 2 月大幅下滑，4 月开始转正，7 月增速 4.8%已恢复至去年同期水平。需求端，投资增速由 2 月的累计同比-24.5%逐月恢复至 7 月的-1.6%，消费增速由 2 月的-20.5%逐月恢复至 7 月-1.1%。出口增速由 2 月的

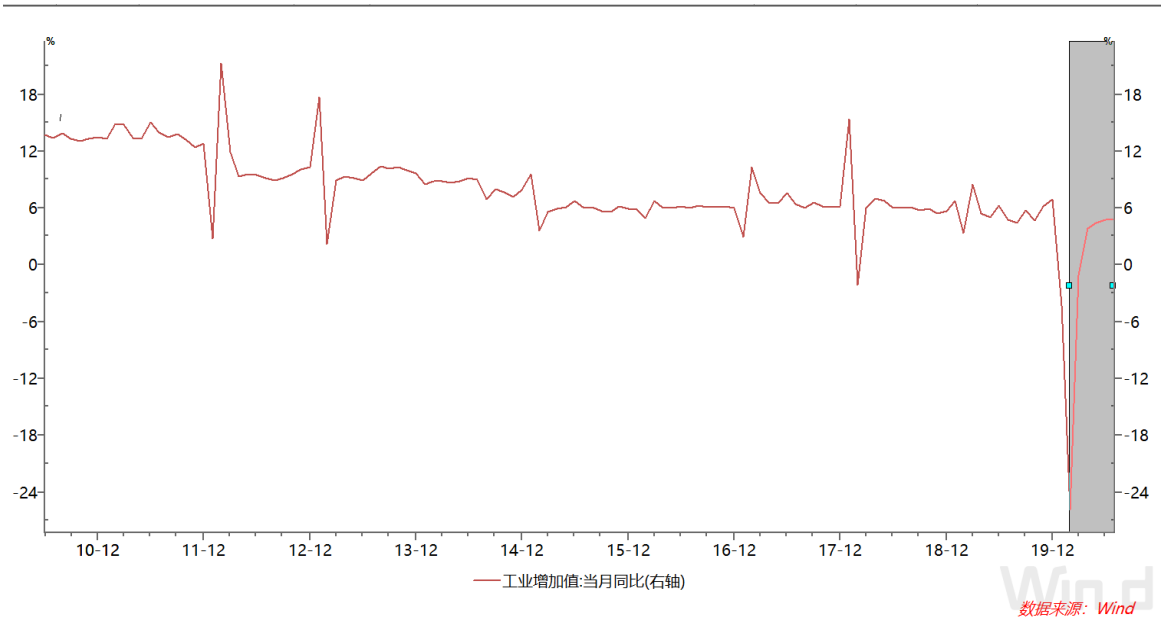
-17.1%恢复至 7 月的 7.2%，表现出了较强的韧性。 随着疫情影响的逐步降低，后期内外部需求回升将进一步刺激国内经济的持续好转。

图 6 中国 PMI 读数



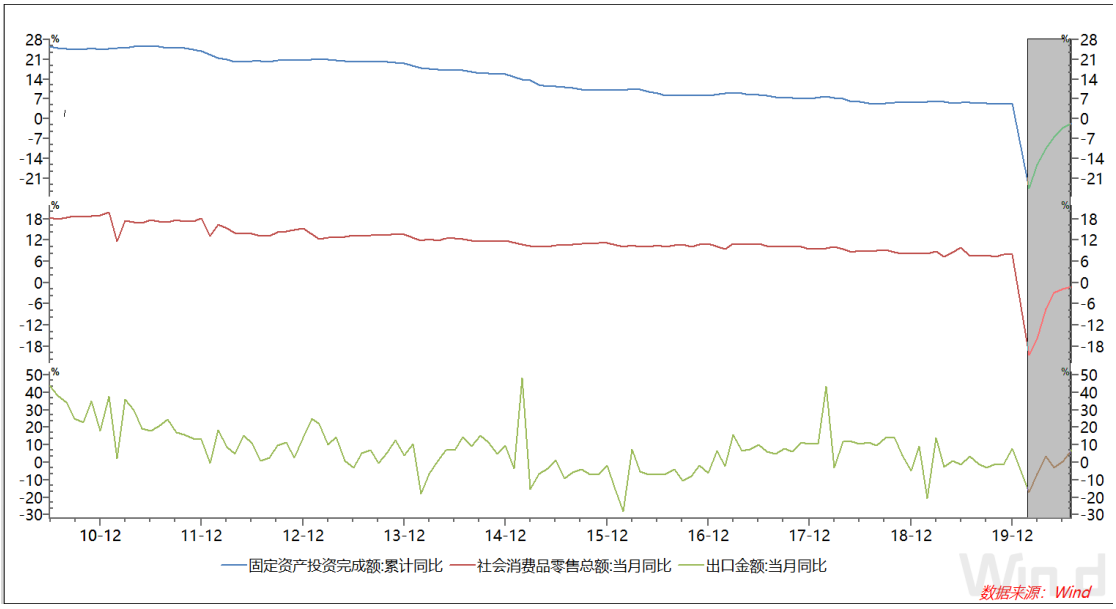
数据来源：Wind 资讯 、上海证券研究所

图 7 中国工业增加值增速



数据来源：Wind 资讯 、上海证券研究所

图 8 中国投资、消费、出口增速



数据来源：Wind 资讯、 上海证券研究所

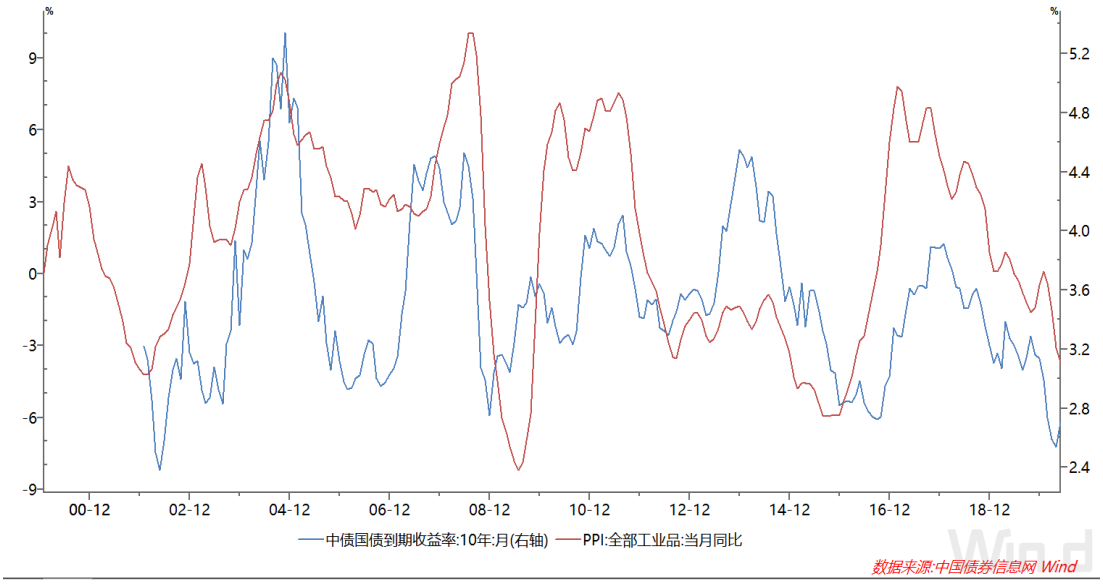
二、流动性总量依旧相对宽松，利率水平边际上行概率较大

结合流动性层面看，为了应对疫情在美联储无限量宽松的带动下包括中国央行在内的全球主要央行均实施了宽松的货币政策，全球市场流动性宽裕。美国联邦储备委员会 8 月 27 日宣布调整现有货币政策框架，将寻求实现 2%的平均通胀率长期目标。此前，美联储相关政策表述是致力于实现通胀率位于“对称性的 2%目标”附近。更新后的表述意味着即便今后失业率降低，美联储可能也不会像以前那样因担心物价上涨而提高基准利率。此举被市场解读为美联储将更长时间维持超低利率宽松货币政策。

从国内的角度看,7 月 10 日央行上半年金融数据发布会指出“货币政策更加灵活适度，现在更加强调适度这两个字。适度有两个含义，一个含义是总量上要适度，信贷的投放要和经济复苏的节奏相匹配。第二个是价格上要适度。一方面要引导融资成本进一步降低，向实体经济让利。同时也要认识到利率适当下行并不是利率越低越好，利率过低也是不利的，利率如果严重低于和潜在经济增长率相适应的水平，就会产生套利的问题，产生资源错配的问题，产生资金可能流向不应该流向领域的问题。所以利率适当下行但也不能过低。”7 月末政治局会议的定调是“财政政策要更加积极有为、注重实效；货币政策要更加灵活适度、精准导向”。8 月央行二季度货币政策执行报告将一季度的“加强货币政策逆周期调节”变为“完善跨周期设计和调节”。美联储调整货币政策框架叠加中国决策层对货币政策的表述消除了市场对短期流动性收紧的担忧。后期国内货

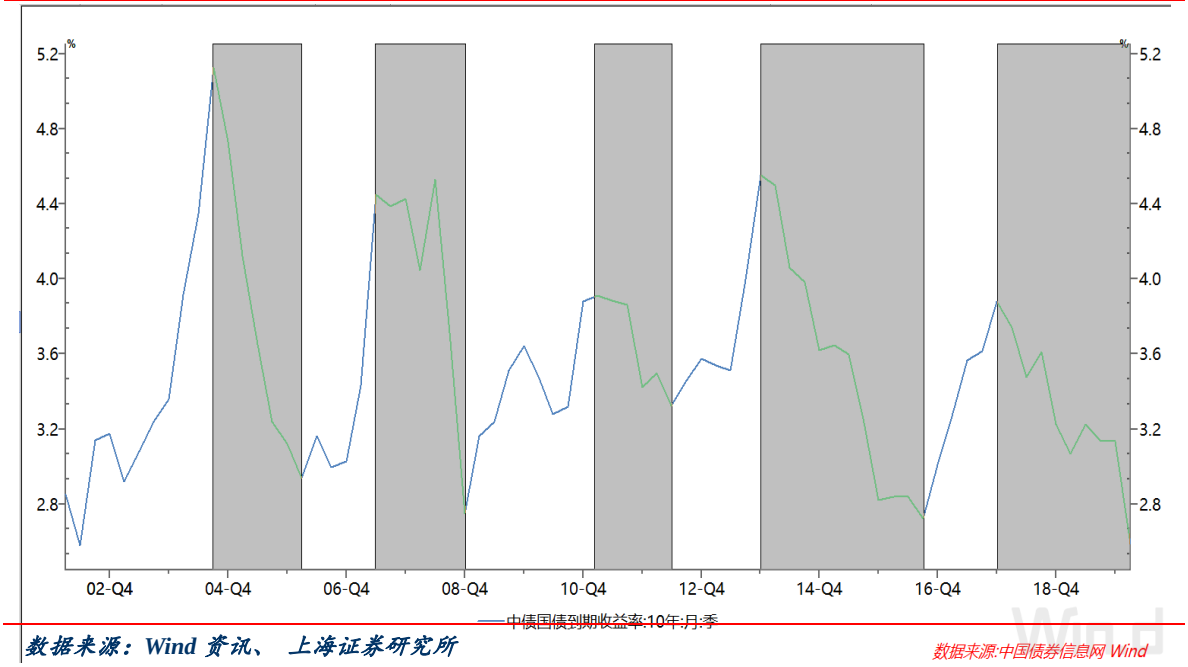
币政策或依旧处于相对宽松的格局中，保持总量的适度，更加注重结构性和效果直达。从利率水平看，10 年期国债收益率自 2018 年初开启下行周期以来已经历了 10 个季度，目前 10 年期国债收益率水平处于 2000 年以来的历史低位。随着国内经济回暖 PPI 回升，后期利率水平边际上行的概率较大。

图 9 经济回暖，PPI 回升带动利率水平上升



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 10　2000 年以来十年期国债收益率呈现周期变动，目前处于历史较低的水平



数据来源：Wind 资讯、 上海证券研究所

三、结构性机会

（一）低利率支持消费板块高估值

在全球低利率的大环境下，资金的机会成本大幅下降，要求的投资回报率目标也降低，A 股的消费核心资产仍然是低风险的底仓品种。外资把中国的消费股近似当作能够永续增长的公司，相对于高增长的 PEG 指标，外资更重视稳定的 DCF 指标，内资经常在消费和科技板块之间切换，外资更偏好消费股。国内经济继续复苏、人民币汇率和利率稳定的大背景下，外资流入的大趋势不会改变。

我们看好泛娱乐消费、新型消费业态、新型消费品，包括化妆品、宠物经济、小家电、品牌服饰和休闲食品等。

国产化妆品通过直播带货打开大量国内市场，树立品牌口碑和用户粘性、看好疫情之后国产化妆品品牌崛起。国内宠物经济扩张的长逻辑不改，城镇化推进、家庭少子化、宅的生活习惯、较好的受教育程度决定家庭养宠的比例进一步升高，宠物的家庭地位提高，宠物消费水平也提高。

从行业数据看，家电各板块第三季度销量增速继续上升，白电和厨电尤为明显。小家电如榨汁机、养生壶、面条机、Mini 烤箱天猫、京东等主流电商平台该品类的销售榜榜首。国外疫情持续，外销的小家电出口订单饱满。中长期持续看好新消费下的家电板块增长。

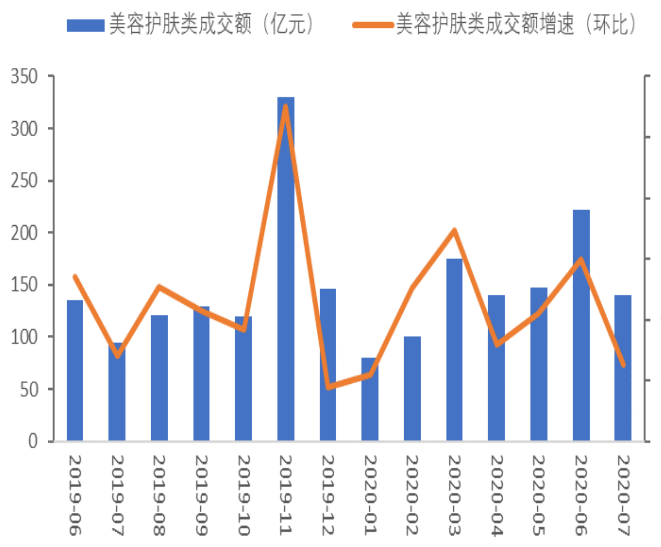
服饰行业优质品牌终端流水疫情后，率先复苏，Q3 行业整体恢复趋势持续，头部品牌继续领跑，预计到年底销售和存货周转恢复正常。2013-2018 年休闲食品的行业复合增速超 10%，龙头集中度进一步提高。从细分子行业来看，行业集中度较低的休闲卤制品、坚果炒货、烘焙糕点子行业 CR5 分别为 21.4%，17.2%，11.3%，未来行业集中度提升空间大。

以下是我们比较看好的四个细分行业：

1.化妆品

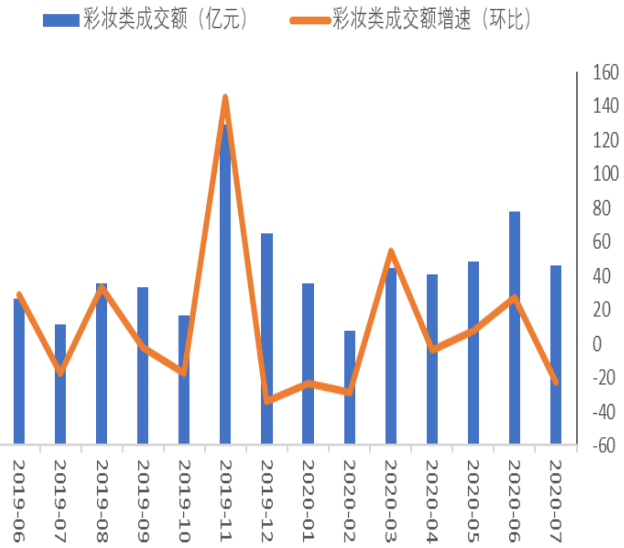
疫情期间，国产化妆品在淘宝、抖音等平台直播带货销售火爆，通过新的营销手段，国产化妆品掀起一轮进口替代风潮，由于化妆品具有强烈的用户粘性，疫情之后，随着社交活动恢复，美妆行业继续保持高景气。7 月淘系平台化妆品（含美容护肤类和彩妆类）成交额为 180.21 亿元，同比增加 37%，其中美容护肤类同比+33%；彩妆类同比+46%。上市公司主品牌中，润百颜、御泥坊、玉泽增速亮眼。预计四季度双十一大促销，国产化妆品销量将继续有亮眼表现。

图 11 淘系平台美容护肤类成交额及环比增速



数据来源：淘系平台、上海证券研究所

图 12 淘系平台彩妆类成交额及环比增速



数据来源：淘系平台、上海证券研究所

2.代糖和代糖饮料

近年来随着国内消费者健康意识增强，无糖饮料销量增幅非常明显， 2019 年的消费者调查数据显示，82%的中国消费者愿意在健康饮品上花费更多，高于 68%的全球水平。

在国内碳酸饮料市场上，无糖碳酸类饮料的销售份额由 2017 年 2.2%增加至 2019 年的 6.2%。在茶饮料市场上，2017、2018 年近无糖/低糖茶的市场份额分别为 2.4% 和 4.7%，2019 年则增加至 15.8%。

元气森林的主要甜味剂配方为赤藓糖醇和三氯蔗糖，今年 1-5 月元气森林的销量金达额 6.6 亿元，销售量为 19.4 亿瓶，5 月单月业绩已经超过 2018 年全年，并成为天猫 618 水饮品榜单第一。

低糖减糖饮料成为大趋势，其风行的关键技术瓶颈在于配料中口味和蔗糖接近，对人体安全的甜味剂组合。甜菊糖和赤藓糖醇混合在一起产生更甜的口感和更圆润、更像糖的甜味。赤藓糖醇只是白糖甜度的 60%-80%。三氯蔗糖是一种高效甜味剂，是白糖甜度的 300 倍，因此也会在代糖饮料中加入一点三氯蔗糖形成复合甜味剂饮料。

国内赤藓糖醇工业化生产起始于 2004 年，保龄宝公司是国内最早开始赤藓糖醇工业化的企业，它和三元生物占据了国内绝大多数市场份额。今年上半年，保龄宝的赤藓糖醇实现收入 2.09 亿元，同比增长 37.03%，占总收入的比重达到 20.54%。

在三氯蔗糖领域，金禾实业的产品收率水平领先行业，公司拥有三氯蔗糖产能 4000 吨/年，市占率约 20%，位居国内产能第一，

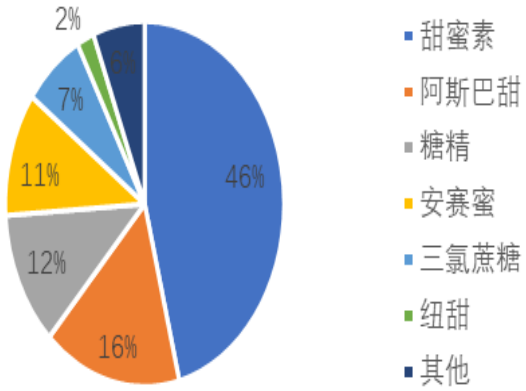
年底新增产能投产后，产能将居全球首位。

图 13 元気森林的配方中含赤藓糖醇和三氯蔗糖



数据来源：淘系平台、上海证券研究所

图 14 全球人工甜味剂产量占比



数据来源：中国产业信息网、上海证券研究所

表 1 甜味剂分类及优缺点（ADI 指每日最大允许摄入量）

分类	名称	安全性	甜味特性	副作用	甜度倍数	第几代甜味剂
天然甜味剂	蔗糖	安全		无	1	
	葡萄糖	安全		无	0.8	
	木糖醇	安全		糖醇摄入量过高，会引起腹泻。	1.2	
	赤藓糖醇	安全			0.65	
	甜菊糖	ADI:4mg/kg	明显苦涩味	无	200	
人工甜味剂	糖精	ADI:2.5mg/kg	浓重金属味，苦涩味	过量服用会中毒	500	第一代
	甜蜜素	ADI:7mg/kg	明显苦涩味	过量服危害肝脏及神经系统	50	第二代
	阿斯巴甜	ADI:40mg/kg	甜味纯正	可能具有致癌性及神经毒性	200	第三代
	安赛蜜	ADI:15mg/kg	高浓度明显苦味	暂无	200	第四代
	三氯蔗糖	ADI:15mg/kg	甜味纯正	暂无	650	第五代
	纽甜	ADI:15mg/kg	甜味纯正，高浓度下后甜长	暂无	6000	第六代

资料来源：观研天下咨询，上海证券研究所

3.肉制品

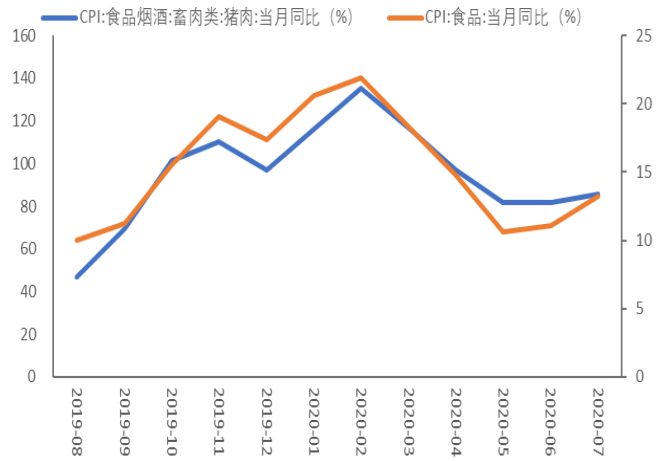
一年来 CPI 食品分项同比增速已连续 12 个月保持在 10%以上，半年来猪肉分项同比增速在 80%以上。与此同时，扣除食品和能源的核心 CPI 同比增速一路走低，总需求没有明显回升的情况下，食品类价格的高企是由于供给偏紧导致的。预计到今年年底之前，受新冠疫情影响，冷冻食品进口继续受限，猪肉价格都在高位运行。8 月 13 日，习近平总书记对制止餐饮浪费行为作出重要指示，要求大家节约食品、避免浪费。高层把粮食安全提高到前所未有的高度，也预示未来一段时间基本食品供给仍将偏紧。

肉制品是指用畜禽肉为主要原料，经添加调味料的肉的制品。虽然生猪价格上涨导致其他肉制品产生替代效应，但猪肉产品仍为肉制品的第一品类，2019 年全国肉制品产量或达 1770 万吨，猪肉制品产量占比仍然过半，近三年复合增速约为 3.4%。

2019 年，我国肉制品消费占肉类消费量的比例不足 20%，发达国家的肉制品占肉类消费比例普遍在 45%以上，部分国家达 60-70%。随着家庭烹饪减少以及消费习惯的改变，肉制品销量占肉类消费比重将继续提升。

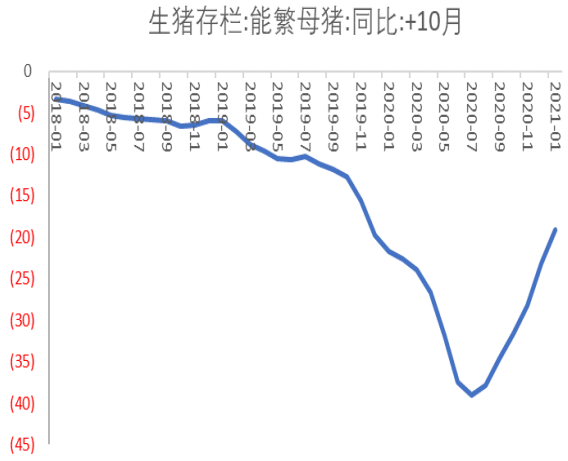
国内肉制品行业集中度 CR4 约 26%，是因为消费者对于产品的认知度与忠诚度更高。肉类深加工赋予肉制品更高价值，行业龙头整合生猪产业上下游的能力强，进一步提升利润率。

图 15 一年来 CPI 食品分项同比增速 10%以上



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 16 能繁母猪存量低位推断生猪供应偏紧



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

4.国产医疗器械

2020 年 7 月 23 日，国务院办公厅发布《深化医药卫生体制改革 2020 年下半年重点工作任务》指出，各省份要抓住药品耗材集

中采购、取消医用耗材加成等降低药品耗材费用的窗口期，及时进行调价评估，达到启动条件的要稳妥有序调整价格。从之前各省试点的情况来看，国家层面的高值医用耗材带量采购日益临近。

对于药品，通过一致性评价意味着药效相等，招标往往意味着药品降价；不同医生对医疗器械有不同的使用习惯。不少医生拥有多项医疗器械专利。这就意味着相同功能不同品牌的医疗器械差异化较大，品牌力强的企业具有定价能力，不容易被替代。从带量采购的耗材品种选择来看，不是所有耗材都适合带量采购，根据目前国内临床技术的成熟度，心脏介入、骨科、眼科、血液透析等耗材相对适合带量采购。此前各省带量采购的重点也是上述几项。目前上述器械的细分领域国产化率很低，市场集中度也很低，国产器械相对于进口器械具有价格优势，集采后可以以量补价，带量采购对于国产化率低的品种会带来增量。

创新药的研究靠研发新的化合物，需要突破式的创新，研发和临床耗费时间也较长，基本在 5-10 年。医疗器械的微创新源于实践，更新换代速度很快，一般 1-2 年就会有新规格型号更新换代。目前政策对于国产医疗器械的支持力度相当大，据 2020 年湖南省卫计委工作会议统计， 2019 年湖南省医疗器械审评审批周期较上年缩短 70%，2020 年 7 月，国务院办公厅发布《关于进一步优化营商环境更好服务市场主体的实施意见》，在保证医疗安全和质量前提下，加快创新型医疗器械审评审批并推进临床应用。

因此，对于具有丰富的创新医疗器械研发管线的企业，其在研产品估值将进一步得到提升。

医用耗材多为外科手术使用，由于疫情影响，大部分可择期手术在上半年受到影响，下半年医院专科手术量大于上半年，下半年医疗器械企业业绩也会明显加速。

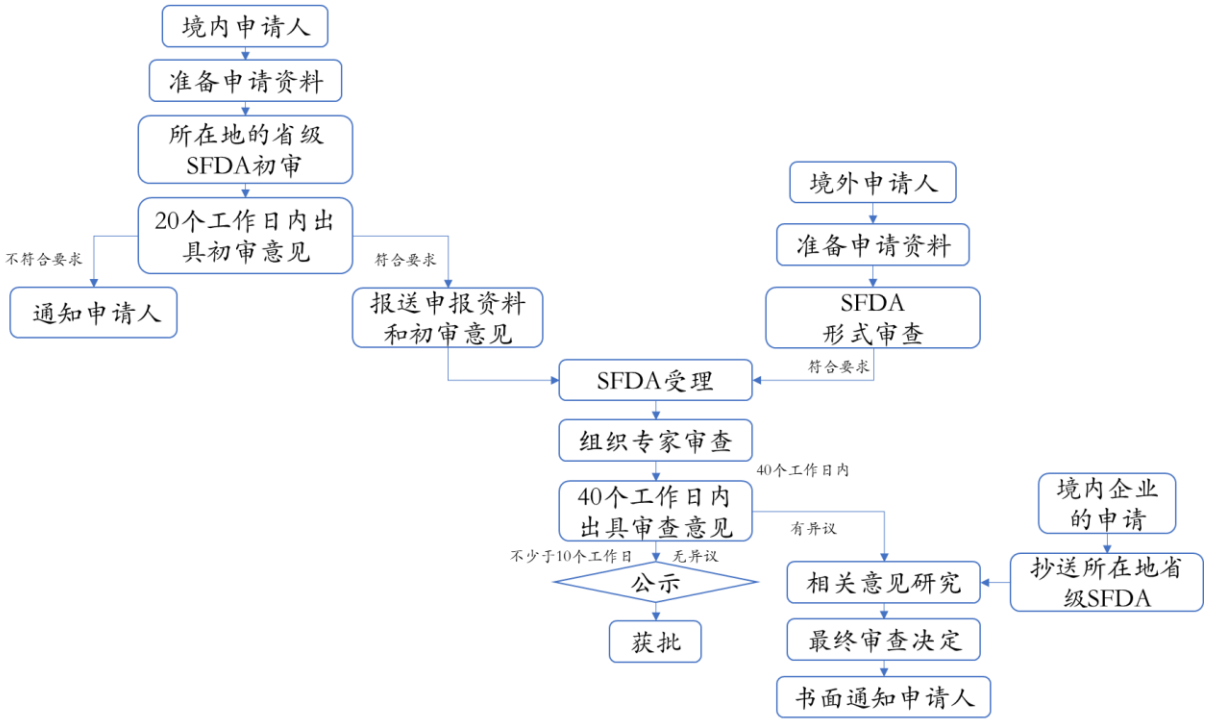
表 2 高值医用耗材与药品特点对比

项目		高值医用耗材	药品
产品属性	产品单值	较高	较低
	产品品类	品类多、规格多	品类少、规格少
	产品分类	分类繁杂、缺乏标准	分类规范、清晰
使用对象	使用科室	外科	内科
	使用难度	难，对医生依赖程度高	易
	适用患者	急重症	慢病
市场环境	竞争格局	充分竞争	不充分竞争
	技术革新	渐进式改进，更新快	阶跃式革新，更新慢
销售方式	经销模式	多为经销	多为直销
	销售规模及频次	小批量，高频次	大批量，低频次

	销售专业度	较强，需跟台及培训等专业服务	一般
采购难度	一致性评价	难	易
	带量采购	难	易

资料来源：上海证券研究所

图 17 创新医疗器械审评流程



资料来源：《创新医疗器械特别审查程序》、上海证券研究所

（二）经济复苏利好顺周期板块

四季度全球流动性继续充裕，资金要求回报率低，消费板块整体高估值情况下，顺周期低估值板块的估值也会得到相对抬升。其次，疫后需求预期改善的行业如电影院线、航空、旅游等。短期高频数据存在改善可能的顺周期行业，存在估值修复机会：如机械、有色、建材、化工、家电、汽车。

以下是我们比较看好的四个细分行业：

1.资本市场供给侧改革利好证券业

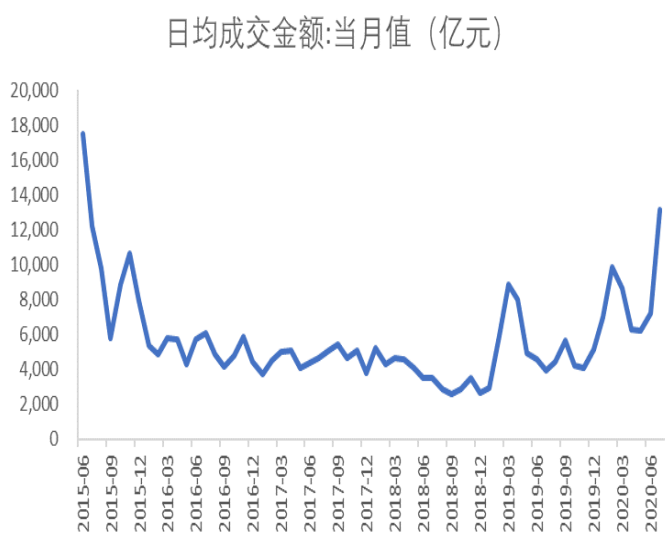
今年上半年券商合计实现营业收入 2290 亿元，同比增加 20.93%，合计实现归母净利润 731 亿元，同比增加 27.12%。ROE 从去年同期的 3.92%提升到 4.60%。五大业务齐头并进，经纪、投行、资管、信用、自营分别实现 22.45%、22.11%、21.67%、15.33%、

19.13%的净利润同比增速。经纪、投行、资管、信用、自营收入占比分别为 20.74%、8.31%、7.67%、11.00%、31.55%。投资能力成为券商业绩分化器，前五大券商自营和资管营业收入的行业集中度由去年同期的 41.16%、55.96%提高到 44.92%和 59.68%，强者恒强趋势明显。

8 月 24 日 18 家创业板公司注册制上市，证券公司收取的承销保荐费为 12.7 亿元，实施注册制后，IPO 数量大幅增加，利好投行业务板块。5 月 30 日，上交所提出科创板将适时推出做市商制度、研究引入单次 T+0 交易，保证市场的流动性，从而保证价格发现功能的正常实现，预计四季度沪深两市成交量继续维持高位，还有两融交易规则优化，基金投顾业务的全面开展等一系列新政策利好预期。

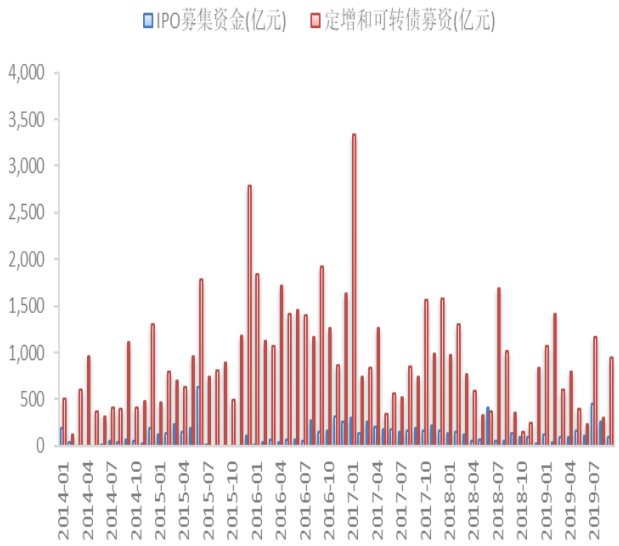
头部券商强者恒强，未来证券行业的并购是政策支持下的大势所趋。并购的三种路径：大券商并购小券商、银行并购券商、互联网金融巨头并购券商，并购概念也是推动券商相关个股上涨的主线。

图 18　A 股日均成交金额



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 19　A 股融资规模



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

2.弱势美元+经济复苏利好有色金属价格

8 月 27 日，美联储官网发布了关于货币政策框架调整的说明。通胀目标方面，新框架下引入了“平均通胀政策”，提出“寻求逐步实现平均 2%的通胀率”，同时将声明改为“在通胀率持续低于 2%的时期之后，适当的货币政策可能会在一段时间内使通胀水平高于 2%”，体现美联储对于通胀水平容忍程度提升和对结构性就业问题

的关注，美联储货币宽松的持续时间可能更长，意味着美元中期还将继续走弱。

铜是典型的顺周期资产。全球主要铜矿位于南美和非洲地区，作为以美元结算的大宗商品，铜价和美元指数呈现比较显著的反向关系。铜的消费与全球 GDP 增速基本一致。根据 Wood Mackenzie 数据，2019 年中国铜需求量 1193 万吨，占比 51%，欧美地区铜需求量 643 万吨，占比超过 27%，即中国、美国、欧洲地区铜消费约占全球的 78%，铜价与全球制造业 PMI 走势基本同步。

图 20 铜价和美元指数呈反向关系



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

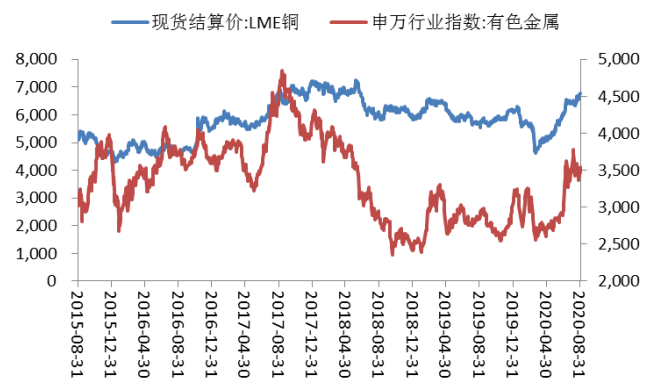
图 21 铜价和全球制造业 PMI 走势基本同步



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

从历史来看，作为有色金属板块中最重要的工业金属，铜的价格和整个有色金属板块走势高度相关。在经济复苏情形下，即 2015 年 12 月-2017 年 12 月全球制造业 PMI 向上阶段，有色金属板块的表现好于 A 股整体。在 2017 年 12 月-2020 年 4 月全球制造业 PMI 下行阶段，有色金属板块的表现弱于 A 股整体，2020 年 5 月全球制造业 PMI 开始新一轮复苏周期，有色金属板块重启超额收益阶段。

图 22 铜价和申万有色金属指数高度相关



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 23 全球经济景气时，有色金属指数表现好于 A 股整体

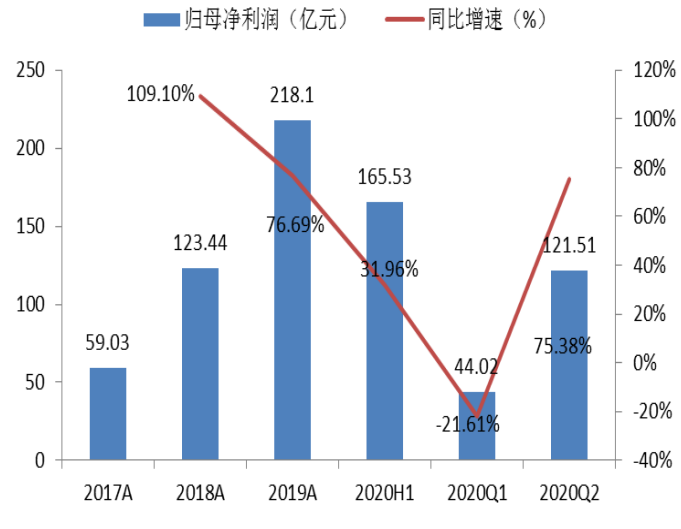


数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

3. “两新一重”建设利好工程机械板块

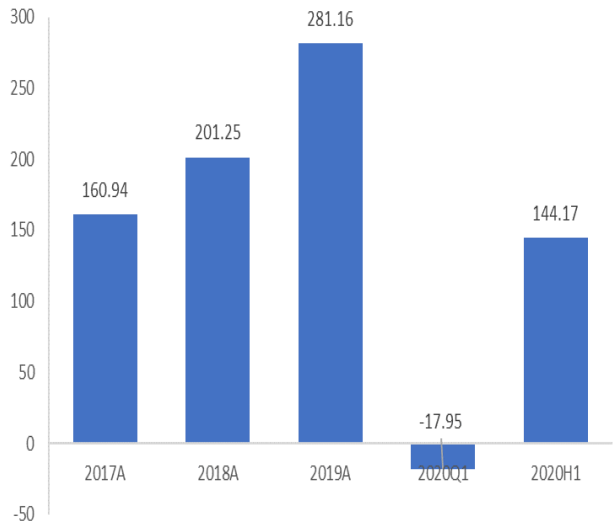
GDP 同比数据逐季提升，PPI 拐点已现，PMI 建筑业景气指数在 60%以上，上半年两会提出的 “国内大循环”中“两新一重”建设即新型基础设施建设，新型城镇化建设，交通、水利等重大工程建设下半年陆续落地。8 月重卡销量同比增长 75%，挖掘机销量同比增长 50%左右。工程机械行业景气度高，现金流充沛。

图 24 工程机械行业 2020H1 归母净利润规模与同比增速



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 25 工程机械行业 2020 H1 经营活动现金流净额（亿元）



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

4. 疫情后工业机器人产量高增

工业企业被动去库存完成以后，年底前将正式开启新一轮的补

库存周期。资本开支率先启动，制造业投资累计同比在二季度已经开始逐月反弹。疫情冲击下，部分制造企业加速机器换人的步伐。工业机器人销量和产量有望实现在设备更新换代和人工替代下的双重高速成长。2020 年 1-7 月份工业机器人累计产量为 11.6 万台，同比增长 10.4%。我们认为主要疫情催化下，无人化工厂加速渗透；7 月份，国内工业机器人产量同比增长 19.40%。

工业机器人行业是高速成长性行业。如果 2025 年中国能够达到日本和德国的工业机器人密度，即 325 个单位/每 1 万人。按此测算到 2025 年中国工业机器人保有量将达到 198 万台。假设工业机器人 8-10 年的使用寿命，则预计到 2025 年中国工业机器人的销量将达到 32.76 万台,2019 年-2025 年销量复合增长率为 14%。

目前整个工业机器人成本构成如下：减速器占 35%、伺服电机占 20%、控制系统占 15%、机械加工本体占 15%、其他占 15%。其中减速器的成本占比最高，对工业机器人的价格影响巨大。国内机器人性价比突出。以 6 轴机器人为例，目前全球机器人四大家族的机器人售价在 15 万-20 万/台，国内机器的售价一般在 10 万元左右，相对于四大家族，依然有 30%-50%的价差。而国内机器人企业能够提供更快速和便捷的服务，整体性价比明显。目前国产机器人占比超过 30%，国内汇川、埃斯顿、台达等工业机器人表现较好。

零部件快速国产化。目前国内在控制器和伺服电机已经具备国产化的能力，而目前最大的难点是在减速器方面，减速器价格对机器人整体成本影响巨大。目前整个谐波减速器国产化进度良好，苏州绿的在国内技术领先，仅次于日本的哈默纳科公司。而 RV 减速器目前国内布局较好的企业包括南通振康、秦川机床、力克精密、双环传动、中大力德等。其在机器人领域目前处于前期研发、终端客户验证的阶段、前期放量阶段。

图 26 中国工业机器人当月产量

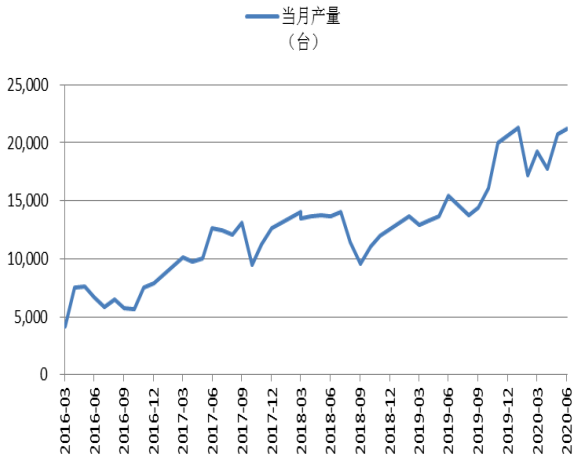
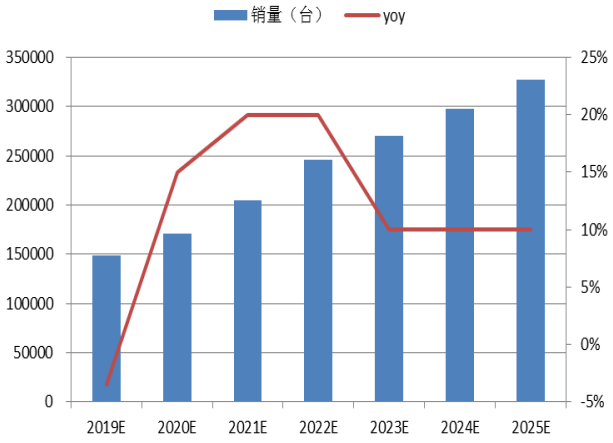


图 27 中国工业机器人市场预测



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所　　数据来源：CRIA、上海证券研究所

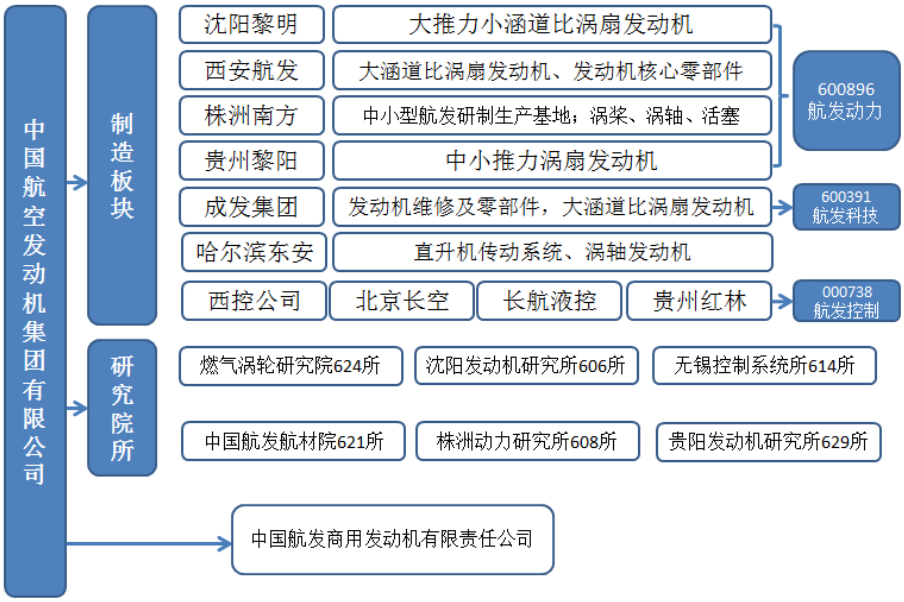
（三）大国博弈催化军工行情

美国大选临近，南海局势复杂，军工行业具有热点题材性机会，上半年业绩增速亮眼。虽然军工板块 2020H1 相较去年同期营业收入稍有回落，但归母净利润和 ROE 提升，财务费用率和销售费用率下降，企业经营质量提高。从产业链上下游来看，下游主机厂、中游分系统配套企业和上游军工材料企业的业绩普遍改善。其中我们比较看好的是航空发动机和碳纤维板块。

1.航空发动机

飞机产业链中，航空发动机的技术难度最高、资金投入最大、研制周期最长。能够独立研制先进航空发动机的国家只有美国、英国、法国、俄罗斯和中国。目前中国军用涡扇发动机涡扇 18 已经量产配备运-20 大型运输机，涡扇 20 正在研制中。在民用航空发动机领域，中国和国外差距巨大，目前没有中外合资航空发动机公司。C919 只能向国外采购 LEAP 发动机。今年上半年战斗机配套的军用发动机国产化进程持续推进，直升机及中型运输机需求旺盛，太行发动机及涡轴、涡桨类发动机需求保持快速增长，看好未来民用航空发动机的国产化技术突破。

图 28　中国航空发动机集团旗下主要研究和生产单位



数据来源：中国商飞、上海证券研究所

2.碳纤维

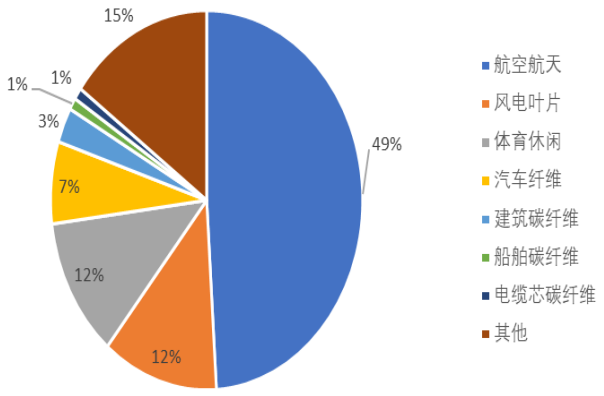
碳纤维材料像纺织纤维一样柔软可加工，却是一种强度比钢大，且耐腐蚀、耐高温、导电导热性好的新一代高性能材料，目前广泛应用于航空航天领域，其中连续碳纤维增强的树脂基复合材料在目前所有复合材料结构件中占比约为 70%-90%。

用碳纤维复合材料代替钢或铝，可减轻机身重量 20%到 40%。随着我国的新锐机型的军用民用机型列装量产，高性能碳纤维处于供不应求状态。未来我国航空航天碳纤维复材渗透率将逐步提升，细分行业增速将长时间高于航空航天主产业增速。

日本东丽于 2014 年已开发出 TORAYCA®T1100G 高拉伸强度和高弹性模量碳纤维，规模化生产具有低成本优势，而我国只有光威复材等少数碳纤维企业能千吨级产业化生产 T700 级碳纤维，T800 级碳纤维百吨级生产线建成并已能够实现工业化生产。

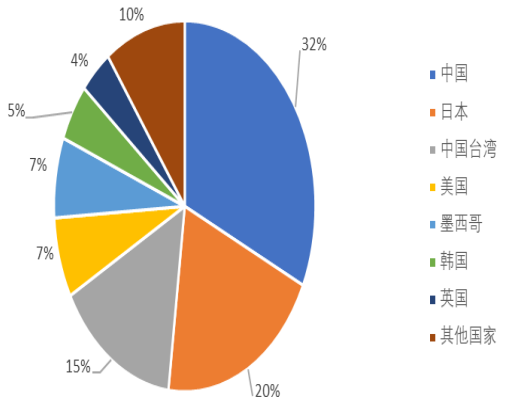
考虑到合格宇航级碳纤维产业目前的供给稀缺性，以及军品市场渠道的特殊性，军用碳纤维难以大幅降价;“量升价跌”带来的价格下降可能需要等到产业完成规模化、实现供需平衡后才会全面出现。

图 29 2019 全球碳纤维市场需求细分领域销量比例



数据来源：广州赛奥碳纤维技术有限公司、上海证券研究所

图 30 2019 全球碳纤维市场需求细分领域销量比例



数据来源：中国海关、上海证券研究所

四、主要观点

短期因素 1:“经济复苏斜率放缓+信用总量边际放缓”的国内宏观环境组合。疫后消费反弹集中在中高端消费，中低收入群体的消费恢复较慢，对经济形成主要拖累。政策面强调货币政策要更加灵活适度，适度的一个含义是总量上要适度，信贷的投放要和经济复苏的节奏相匹配，第二个是价格上要适度。后期利率下行空间已经有限，经

济复苏与流动性充裕对市场最大的推动力已经过去。

同时大盘趋势运行的技术性压力将在四季度逐步显现，“秋色”将成为四季度大盘趋势的基调。

短期因素 2：大国博弈（美国总统大选）与新冠疫苗使用情况将成为影响市场风险偏好的主要因素。前者或成为市场的高频扰动因素。虽然疫苗推出预期对于延续经济复苏构成实质性推动，但在局部股价透支预期后，谨防市场短期将此反向理解为流动性收紧的信号。

根本决定四季度市场运行特征的是 A 股市场的长期变化因素——“熊长牛短”正在被改变。这种市场趋势特征的重大变化由下列因素共同导致：1、在宏观杠杆率高企约束下，未来我国的逆周期调节将更加科学、更加精准，“大水漫灌“难以再现；2、居民金融资产配置借助基金间接入市已经成为趋势，投资者结构机构化趋势进一步深化，动量策略逐步被淡化；3、以注册制为核心的一系列基础制度改革完成，以科技创新为经济发展的方向，必然凸显直接融资的地位，资本市场的地位将被空前提升。

四季度市场运行的基本框架将在上述短期压力因素与长期支撑因素的矛盾交织中完成。在结构上，估值扩张受益于外部流动性充裕（北向资金）的消费股，其确定性投资机会将进一步显现，如泛娱乐消费、新型消费业态、新型消费品（化妆品、宠物经济、小家电、品牌服饰和休闲食品）。其次，疫后需求预期改善的行业。电影院线、航空、旅游等。短期高频数据存在改善可能的顺周期行业，存在估值修复机会：如机械、建材、化工、家电、汽车。

注册制改革持续推进有望带动风险偏好提升，叠加 A 股“熊长牛短”被改变，四季度滞涨个股的价值被市场自下而上的挖掘，或将蕴含主要的超额收益机会，红叶不惧秋色。

五、附表

表 3　A 股市场多指数盈利预测

	净利润同比增长率(%)			市盈率		
指数名称	20E	21E	两年复合	19A	20E	21E
上证综指	0.55	15.87	8.21	14.16	14.09	12.16
沪深 300	5.53	15.37	10.45	13.73	13.01	11.28
深证成指	35.88	21.12	28.50	35.90	26.42	21.82
中小板综	105.72	22.07	63.90	65.89	32.03	26.24

数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

表 4 沪深 300 指数分行业盈利预测

			净利润同比增长率(%)		净利润占沪深 300 比(%)		
行业名称	实际权重(%)	流通市值(亿元)	20E	21E	19A	20E	21E
电信	1.56	5,376.64	4.56	22.26	1.21	1.31	1.38
公用	7.01	24,169.55	15.28	25.33	1.47	1.75	1.90
医药	2.39	8,231.95	5.53	8.95	1.87	2.03	1.92
信息	8.55	29,462.23	38.34	29.12	1.75	2.50	2.79
材料	4.58	15,796.03	-56.95	51.75	6.74	2.99	3.93
能源	5.26	18,131.92	5.03	20.65	3.56	3.85	4.02
可选	8.34	28,722.45	-16.54	28.22	4.87	4.18	4.65
消费	16.64	57,336.08	48.80	14.53	3.83	5.88	5.83
工业	10.84	37,336.63	-24.03	36.09	9.92	7.76	9.16
金融	34.83	120,000.23	1.54	9.66	64.78	67.76	64.41

数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

表 5 最新基金行业资产配置情况（2020 年中报）

行业名称	市值(万元)	占净值比(%)	占股票投资市值比(%)	股票市场标准行业配置比例(%)	相对标准行业配置比例(%)	市值增长率(%)
农、林、牧、渔业	2,235,053.89	0.13	0.67	1.02	-0.36	-24.76
采矿业	4,139,518.72	0.25	1.23	4.30	-3.06	-10.52
制造业	201,336,155.71	12.14	59.92	50.47	9.45	33.45
电力、热力、燃气及水生产和供应业	2,344,550.85	0.14	0.70	2.85	-2.15	-11.53
建筑业	2,725,323.10	0.16	0.81	1.97	-1.16	-26.72
批发和零售业	5,321,509.21	0.32	1.58	2.52	-0.94	11.57
交通运输、仓储和邮政业	5,964,973.32	0.36	1.78	3.08	-1.31	20.42
住宿和餐饮业	361,795.30	0.02	0.11	0.11	0.00	15.95
信息传输、软件和信息技术服务业	27,711,425.81	1.67	8.25	5.77	2.48	22.86
金融业	30,861,907.33	1.86	9.18	19.78	-10.60	-1.26
房地产业	9,365,135.65	0.56	2.79	3.52	-0.73	-5.32
租赁和商务服务业	5,973,719.63	0.36	1.78	1.36	0.42	121.46
科学研究和技术服务业	5,887,224.01	0.35	1.75	0.80	0.95	83.62
水利、环境和公共设施管理业	984,121.00	0.06	0.29	0.52	-0.23	2.71
居民服务、修理和其他服务业	186.27	0.00	0.00	0.00	0.00	-41.92
教育	633,149.21	0.04	0.19	0.10	0.09	10.69
卫生和社会工作	6,189,591.87	0.37	1.84	0.73	1.11	57.66
文化、体育和娱乐业	4,531,977.30	0.27	1.35	0.89	0.46	20.04
综合	275,502.28	0.02	0.08	0.21	-0.13	22.53

数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

分析师声明

屠骏 刘骐豪 陈健宓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。