策略研究

# 国都投资研究周报 2020.9.7-9.11

## 本周策略：

### 震荡压力渐入尾声，重拾升势或待催化剂

**一、近期研判：震荡压力渐入尾声，重拾升势或待催化剂**

**1、内外扰动压力释放，外向型科技股回调而内循环型消费与制造逆势上涨。**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而领跌 19%；期间创业板指也一度回调近 10%，随后受注册制的落地吸引资金炒作低价小市值而使得跌幅收窄至 5.5%（更多反应小市值公司的创业板综仅微跌 0.3%）；而新修订的上证指数及估值合理的沪深 300、中证 100、上证 50、中证 500 回调幅度较小，均在 2.5%以内。

行业板块来看，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 11.5-7.4%，同时此前涨幅可观的商贸、非银金融也各显著回调 15.2%、8.5%；而军工、休闲服务、食品饮料、化工、建材、电气设备、轻工、机械、汽车、农业、家电等内循环为主的消费、中游制造板块逆势上涨 9.4-2.3%不等。

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。

**2、近期市场研判：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、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，且 7 月宽信用力度减弱、社融总量与 M2 增速均低于预期。

然而，**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（此前八月后三周央行公开市场连续净投放共 1 万亿元，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。当前无风险利率水平或易降难升，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

**上周市场**

| 指数名称 | 收盘 | 涨跌% |
|---|---|---|
| 上证综指 | 3355.37 | -1.42 |
| 沪深 300 | 4770.22 | -1.53 |
| 深证成指 | 13656.66 | -1.41 |
| 中小板综 | 12816.48 | -1.57 |
| 创业板指 | 2732.15 | -0.93 |
| 恒生指数 | 24695.45 | -2.86 |
| 恒生中国企业指数 | 9883.98 | -2.93 |
| 恒生沪深港通 AH 股溢价 | 141.81 | 0.85 |
| 标普 500 | 3426.96 | -2.31 |
| 纳斯达克指数 | 11313.13 | -3.27 |
| MSCI 新兴市场 | 1099.50 | -1.97 |

**全球大宗商品市场**

| 商品 | 收盘 | 涨跌% |
|---|---|---|
| 纽约原油 | 39.51 | -7.97 |
| 纽约期金 | 1940.90 | -1.61 |
| 伦敦期铜 | 6780.00 | 1.59 |
| 伦敦期铝 | 1792.00 | -0.33 |
| 波罗的海干散货 | 1362.00 | -8.47 |

**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。

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）扰动压力缓释殆尽二：外部扰动压力频发，但高峰期后影响弱化。**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。

以上外部压力阶段性持续升级释放后，高峰过后边际有望缓和，尤其是近期特朗普的民调支持率已反弹并接近拜登；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。

以上内外压力扰动因素释放殆尽，且随着后续边际改善或缓和，预计在**“经济弱恢复、政策缓退出、改革强落地”的宏观政策组合下，近期市场行情有望以股指震荡缓升、结构轮动为主。**

**3）扰动压力缓释殆尽三：创业板炒作对资金分流及风格扰动影响有望弱化。**此前压制近期市场参与反弹信心一大因素，主要为创业板注册制改革落地后首演将如何？8月24日首批18家创业板注册制发行上市交易已十个交易日，基本均呈现前三日放量拉升、后七日缩量持续下跌的态势；同时，创业板个股每日涨跌幅倍增的交易新规，也使得资金参与低价小市值创业板个股的投机炒作氛围抬头，短期资金分流影响显现，并扰动市场风格漂移。从资金分流来看，创业板交易额占比由均值线17%附近显著跳升至历史新高33%附近，而主板、科创板的资金交易占比下降至30%、3.0%附近。

随着创业板指注册制发行常态化进行，及新股上市交易的定价博弈过程大幅缩短，并在退市公司数提速且中长期内常态化压力下，预计参与创业板低价小市值个股的投机行为逐步降温，对其他板块的资金分流影响及风格漂移的扰动趋于弱化。

**4）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。

## 二、市场焦点：美股震荡对A股影响几何？

上周四美国三大股指大跌3-5%、上周五继续盘整大跌后V型收窄，其中以苹果、特斯拉为首的两大科技巨头连续几日大跌，拖累纳指领跌；但同时避险资产表现平稳，10Y美国国债利率小幅回落3bp至0.62%，黄金期价维持在近一个月低点1940附近窄幅盘整。

此次美股大跌，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，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。

1、**此次美股调整原因及其持续性？**近期美国疫情持续缓和（八月中旬以来趋势下降，日均新增确诊数已自此前一个半月的6.2万降至4.2万）、经济改善、货币政策预期稳定（美联储货币政策新框架为平均通胀目标值2%，阶段性通胀容忍度提升，低利率政策调整时点或大幅延后），宏观基本面、政策面来看，未有导致美股大幅下挫的利空因素；同时，目前大选民调数据波动，尚不至于成为动摇市场的导火索。

因此，隔夜美股大幅调整性质，主要为技术性而非基本面或主逻辑的变化，这一点从避险资产黄金、美债的平稳表现也得到印证；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。

基于此次美股调整原因判断，预计此次美股调整时长与幅度有限；参考今年6月中下旬反弹中途的调整状况，当时调整原因主要系美国疫情在复工期明显反弹，挫伤市场对于美国经济恢复预期，使得与经济相关度高的道指、标普500调整约半个月，幅度各在10%、6%附近，而与宏观经济相关度底的纳指仅调整两日幅度在4%。期间A股市场短暂横盘后，进入6月中旬至7月中旬的一个月加速上涨期。

2、**近中期影响美股走势的两大关键因素。**当然，近期美国财政刺激方案、大选走向两个不确定性因素，或对近中期美股市场走势构成主要不稳定因素。一美国两党就新一轮财政刺激方案迟迟未达成共识，最新消息显示可能会达成折中方案，以避免美国政府停摆；二美国下任总统大选走向，未来两个月将进入白热化阶段，当前民调支持率数据起伏较大，十月两位候选人的辩论赛、美国疫情发展及疫苗上市时间等，均进入关键窗口期，对两位候选人的支持率差异或具有决定性影响。若特朗普连任，则政策延续并承诺推出更多减税力度，利于美股平稳；反之若拜登上台，其加税的政策主张，或将导致美股调整压力加剧。

3、**年内中美疫情防控、经济恢复、政策实施等节奏差异，使得两大市场走势明显错位；而A股多次领先美股的走势，表明当前美股走势或是A股的跟随者。**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。

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。**

4、**两大市场相关性已大幅减弱，也预示A股受美股调整的压力有限。**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。**

## 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-2.14%；农林牧渔（中信）涨跌幅-2.38%；沪深 300 涨跌幅-1.53%。

**二、价格跟踪：**

1. **生猪：**生猪价格 **36.64 元/公斤**。

2. **茅台一**批价：2750 元左右，**周环比上行，部分区域至 2780 元。**

**三、食品饮料：**

1. **白酒：**

**1）近期白酒价格坚挺，有企业持续提价备战旺季。**如茅台批价持续上行，五粮液批价也稳健并有所上行至 960 元；**泸州老窖**西南大区下发通知，2020 年 9 月起，四川区域 52 度国窖 1573 经典装产品配额扣减 20%执行，9 月 10 日起 52 度国窖 1573 经典装产品终端开票价调整到 950 元/瓶；本周**洋河**下发了关于梦之蓝 M3 价格调整的通知，梦之蓝 M3 供货价提升 20 元/瓶，终端建议成交价分别不低于 420 元/瓶（低度）、500 元/瓶（高度）。

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：**

大众品本周回调较大，尤其是以海天为代表的调味品，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，透支了部分业绩，如我们 8 月底就开**始提示的预计短期仍有回调压力。**

中长期，部分大众品个股估值处于历史相对高位，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**

本周，牧原披露 8 月出栏量，生猪 163.4 万头，同比增长 129.8%，环比减少 10.0%；销售收入 59.1 亿元，同比增长 332.5%，环比减少 1.5%；猪销售均价 34.5 元/公斤，同比增长 70.1%，环比减少 2.2%，基本符合预期。

正邦科技 8 月销售生猪 107.12 万头，环比增长 17.47%，同比增长 232.93%；销售收入 38.7 亿元，环比增长 23.67%，同比增长 534.65%，略超预期。

中长期我们持续看好生猪养殖板块：猪肉供给紧缺，优质公司出栏量快速提升，量价齐升下 20-21 年业绩有保障，持续强烈推荐**牧原、新希望**：短期，猪价持续维持在 36 元左右的高位，本周持续反弹；中长期行业产能缓慢回升（南方雨水较多，非洲猪瘟再度爆发，影响产能恢复），龙头性的企业如牧原、新希望等企业凭借其资金、防控能力、低成本等优势可快速提升产能并释放出栏量，提升市占率，在价格高位背景下，可较长时间内维持高 ROE 回报率，在整体经济增速承压背景下，全球疫情反复的背景下，养殖龙头业绩确定性更强，有望走出独立长牛行情。

**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 1.42%，沪深 300 下跌 1.53%。家电板块下跌 1.77%，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）美的董事长减持 2000 万股股票

9 月 3 日晚间，美的集团美的董事长方洪波通过大宗交易减持股票，减持均价 68.12 元，数量高达 2000 万股，减持参考市值高达 13.62 亿元。减持资金的用途暂未披露。就方洪波减持股票一事，美的集团相关负责人，这次减持是“因方总个人资产配置需要”。这是方洪波接棒管理美的集团以来首次减持美的股票。

（2）格力集团与小米合作，出资 35 亿参与小米产业基金

白电巨头格力电器，其原大股东格力集团 9 月 3 日与小米集团等签署战略合作协议，将出资 35.45 亿元参与投资和管理由小米集团发起的小米产业基金，围绕集成电路、人工智能、工业互联网、核心装备、前沿科技等领域的小米生态链和优质供应商进行深度布局。

（3）方太推出净水器、空净器和新风系统等新产品

近日，在天猫电器城、京东商城等电商平台，出现了一家名为“方太生活电器”旗舰店，确认为方太集团的品牌直销门店。该门店仅有 4 款产品在线：包括一款售价 9580 元的大流量净水机，以及一款除甲醛的空气净化器，一款家用壁挂新风机、一款家用中央新风系统，售价从 6980 元到 8020 元不等，目前正处在新品上市的促销阶段。

**展望：**多家家电企业开始进军新领域。近期，格兰仕重磅发布医用级空气消毒机。方太进军生活电器，布局空净、新风、净水三大系列产品。这些企业进入新领域，一方面是原有市场增长遭遇瓶颈，再保持原有增速较难；另一方面，疫情的确对一些产品的需求造成了负面影响，同时也给消毒清洁类产品带来了机会。不过，家电企业的品类拓展是不可避免的，这是发展到了一定阶段的必然手段。在 2019 年，方太董事长茅忠群就表态，为了亿万家庭的幸福，方太一直在规划一些品类扩张。此次空净、新风、净水产品是公司品类多元化的探索。未来家电行业，需要注重多元化拓张的能力。

**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 2019-2020 年净利润为 232 亿、258 亿，对应 PE 分别为 16.3、14.6 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 1.97%,在 28 个申万一级行业中,表现排名第 22 位,同期沪深 300 指数下跌 1.53%,中小板指数下跌 2.00%,创业板指数下跌 0.93%。细分子板块来看,仅中药板块上涨(+1.24%),其他子板块均下跌,化学制药跌幅 1.30%，生物制品跌幅 4.07%，医疗器械跌幅 2.52%，医药商业跌幅 0.03%，医疗服务跌幅 3.23%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是吉药控股（+35.42%）、华仁药业（+27.86%）、葵花药业（+18.79%）、圣济堂（+17.36%）和嘉应制药（+17.06%）；而跌幅最大的前五家公司分别是昊海生科（-14.21%）、万泽股份（-14.15%）、美年健康（-13.22%）、苑东生物（-12.51%）和祥生医疗（-12.46%）。

### 二、本周主要观点

**部分个股迎来回调，疫苗板块调整或接近尾声。**自 8 月下旬以来，部分医疗服务龙头标的以及片仔癀、云南白药为代表的医疗大消费标的涨幅较大，部分个股股价屡创新高，我们认为主要因为相关标的普遍中报业绩靓丽，同时在强调“经济内循环”的背景下，相关标的未来业绩确定性较高，故受到市场热捧。但 9 月 3 日以来，整个消费品板块回调，涨幅较大的片仔癀、云南白药等标的随市场偏好调整而回调。短期来看，我们认为相关标的估值仍处高位，或仍有回调压力，但长期来看，相关标的投资逻辑没有发生变化，或在靠业绩增长消化高估值后，重回增长态势。本周五疫苗板块逆势上涨，我们认为经过 1 个月以来近 20%的回调，疫苗板块调整或接近尾声，有见底回升迹象。新冠疫苗研发进展方面，9 月 3 日辉瑞 CEO 表示，如果在最终阶段的临床试验中能够验证疫苗有效，最早 10 月就会向有关部门申请使用许可和审批，而国内康希诺公司表示，公司正在快速启动卫生事件疫苗的国际多中心的三期临床试验，有望在 3-6 个月后看到三期临床的初步结果。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，疫苗板块或重新获得市场关注，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。

### 三、行业动态跟踪

**1、中央全面深化改革委员会第十五次会议审议通过《关于进一步规范医疗行为促进合理医疗检查的指导意见》。**

**2、国产新冠灭活疫苗实物首次亮相服贸会。**9 月 5 日，2020 年中国国际服务贸易交易正式开馆，现场特别设置了公共卫生防疫专区，展示 2020 年国内新冠肺炎疫情防控在检测、救治、密切接触者管理以及物资调配等方面首次使用的防控用品、应用产品与技术。其中两款国产灭活新冠疫苗是当之无愧的明星展品，中国生物技术股份有限公司在本次展会中采取线上线下同步的形式，重点展示新冠病毒灭活疫苗等产品；科兴控股生物技术有限公司也带来了新冠病毒灭活疫苗克尔来福。据了解，这两款疫苗目前均已进入最后的Ⅲ期临床试验阶段。

**3、CDE 发布真实世界研究支持儿童药研发审评指导原则。**8 月 31 上午，国家药监局药审中心发布 2020 年第 22 号文——关于发布《真实世界研究支持儿童药物研发与审评的技术指导原则（试行）》（以下简称“指导原则”）通告。通告指出，考虑到我国儿童药物研发及药品注册中的实际需要，帮助企业更好地理解指导原则在儿童药物研发中的应用，在国家药品监督管理局的部署下，药审中心组织制定了指导原则，自发布之日起施行。

**4、国家医保局发布医保管理增效案例（第二批）。**8 月 31 日，国家医保局发布公告，对三省市医保管理工作予以点名表扬。包括上海“两病”门诊用药保障和辽宁价格和供应信息监测发布制度和北京朝阳区医保医师“积分制管理”等。

### 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。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54.73点，周跌幅1.12%。板块本周上涨前五名分别是东方银星（22.02%）、飞亚达（18.40%）、*ST新亿（12.02%）、友阿股份（9.66%）、*ST时万（9.49%）。

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

2020年08月淘系平台化妆品类（美容护肤+彩妆）成交额合计为199.81亿元，同比增长24.32%。其中美容护肤类成交额128.80亿元，同比增长23.97%，618后增速略有放缓；彩妆类成交额为77.01亿元，同比增长24.97%，彩妆品类疫情影响逐渐消除，增速爬坡。

国产品牌增速放缓，国际品牌维持高速增长。国际大牌增速稳定，其中兰蔻、SK-II同比增速达到165.20%/132.78%，环比提高146.41Pcts/122.43Pcts；传统国货普遍增速下滑，佰草集、自然堂增速环比改善；新锐品牌中，花西子、润百颜实现198.58%、285%的增长，表现突出。

珀莱雅8月天猫店铺销售持续下滑，同比下降42%，而7月同比下降34%，主要由于去年同期泡泡面膜基数较高，彩妆品牌彩棠增速较快，成交1804万元，同比增长2131%。丸美8月同比下降18%，两大线上新品钻光瓶与小红笔收入占比分别为12.5%与9.9%。佰草集同比下降26%，环比改善。御泥坊同比增长30%。华熙生物旗下润百颜成交额3481万元，同比+201%，新品377小灯管次抛精华月销4万+，单品占比超50%；夸迪成交额2759万元，同比+25678%，5D焕颜、5D战痘两大次抛单品合计销售占比超95%。

### 三、投资关注

**1、圆通速递(600233)：**公司公告称，控股股东上海圆通蛟龙投资、喻会蛟、张小娟与阿里网络签署《股份转让协议》，拟以17.406 元/股向阿里网络转让3.79亿股股份，占公司股份总数的12%，转让总价款为66亿元。交易完成后，蛟龙集团仍为公司控股股东，喻会蛟、张小娟夫妇仍为公司实际控制人，持股比例41.65%；阿里网络占圆通股份12%，加上阿里创投、菜鸟供应链等阿里集团企业，合计持有圆通7.11亿股，占公司总股数22.5%。

同时，圆通速递披露定增方案，拟募集资金不超过 45 亿元，扣除发行费用后将用于多功能网络枢纽中心建设项目、运能网络提升项目、信息系统及数据能力提升项目和补充流动资金。其中，多功能网络枢纽中心建设项目系本次定增的重头戏。该项目投资总额合计为 59.13 亿元，拟以募集资金投入 28 亿元，包括义乌、南京、石家庄、重庆、成都、昆明、潍坊、广州、杭州、淮安、海口、揭阳、南充、上饶、哈尔滨共 15 个多功能转运枢纽建设。该项目投建后将提升圆通转运中心自有率，提升网络的稳定性和灵活性，实现降本增效，为公司中长期发展奠定基础。

同时公司调整 2020 年绩效考核目标：2020 年度业务量增长率不低于 30%，或 2020 年度营收增长率不低于同行业上市公司的平均增长率，我们认为调整主要由于疫情以及行业竞争影响所致，目标更具合理性。

圆通 2005 年即接入淘宝平台，2015 年继百世之后接受阿里投资。我们认为阿里对于自身物流体系重新审视，加强对物流基础设施建设的把控力度，而圆通后续有望在跨境、数字化技术、末端配送等领域进一步与阿里合作，有望参与到菜鸟的海外跨境市场布局（海外仓、航空货运、国际网络等），更好地服务于阿里的跨境电商平台；另外在同城、快递末端配送等领域，圆通末端网点与菜鸟驿站、蜂鸟等平台亦存在整合可能。但是优于阿里对于通达系均有股权投资，各快递龙头实际控制人不变，今后竞争主要还是依靠各自的经营效率提升、将本增效，短期看对竞争格局并无影响。

**2、南极电商(002127)：**公司对 2019 年发布的股权激励方案进行补充说明，在保持 20/21 年利润分别增长 28%的情况下，明确了上述业绩指标不包括（1）公司根据市场环境的变化通过参股或控股的方式投资新消费领域的业务（品牌矩阵及新渠道的拓展）而形成的损益；以及（2）此次股权激励所产生的费用，预计 2020/2021 年费用分别为 3300 万/3400 万。

此次调整有望打消员工在发展新业务及加大市场费用投入上的顾虑，为公司后续持续发展夯实基础。目前股价相对徘徊的主要原因在于市场对 Q2 货币汇率下降的担忧，Q2 货币汇率为 3.68%，同比下降 0.8 个百分点，拆分后我们观察到主要是由于公司加大在拼多多等新平台布局力度，同时疫情期间公司选择和经销商共度难关短期让利，后续随着消费复苏公司货币化率有望恢复 4%以上，保持平稳。维持推荐。

## 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 1.53%，上综下跌 1.42%。板块跑赢大盘指数。

本周克尔瑞披露了房企 8 月销售情况，受疫情影响，今年房企整体销售节奏后移，下半年供货普遍加快，7、8 两月成交下滑幅度较小。TOP100 房企 8 月单月操盘销售金额较 7 月环比增长 4%；单月同比提升 30.7%；累计业绩增速自 7 月首次回正后继续增长至 6.2%。2020 年 8 月，TOP100 房企实现销售操盘金额 9761.7 亿元，较 7 月环比增长 4%。单月业绩同比自 4 月转正后也逐月回升，本月进一步提升至 30.7%。

从累计操盘销售来看，百强房企 1-8 月整体业绩同比增长 6.2%，累计业绩增速自 7 月首次回正后继续提升。其中，有近 7 成房企累计业绩超过去年同期，实现同比增长。同时 2020 年中期业绩报告发布已接近尾声，各大房企也相继提出了下半年的战略安排。上半年，在疫情影响下，房企销售普遍受到冲击，多数房企目标完成率并不十分乐观。今年整体销售节奏后移，下半年承担了更大的业绩压力。

从房企供货安排来看，下半年供货节奏普遍加快，供货量走高，上、下半年推货比例大致为 3:7，三四季度供应量会加速上升。下半年百强房企集中供货也将加剧市场竞争，房企相对保证去化率的实现。

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

上周申万化工指数上涨0.94%，上证指数下跌1.42%，行业指数跑赢大盘指数。其中涨幅居前的板块是合成革、纯碱、涂料油漆油墨制造；跌幅较大的板块磷肥、维纶、其他纤维。

### 二、行业观点：

**MDI供给端价格协同力加强：**万华PM200报价16100-16400元/吨附近,科思创44V20、巴斯夫M20S报价15600-16000元/吨附近。巴斯夫公布9月份挂牌价较上月上调2000元/吨;万华化学公布9月份挂牌价较上月上调1500元/吨。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。即将迎来传统的“金九银十”，供应商对后期价格相对乐观。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。

**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。

**钛白粉9月份价格上调：**龙蟒佰利宣布上调各型号钛白粉价格500元/吨（外贸100美元/吨），预计将带动行业新一轮提价。钛白粉自6月因出口下滑导致景气触底以来，7-9月间已是第三轮提价，Q3钛白粉处于上升通道。本轮涨价之后，龙蟒佰利硫酸法成交价达到14000、氯化法达到15000，价格逐渐回到历史中枢水平。目前公司库存不到8万吨、在手订单近12万吨，货源供应偏紧。进出口方面：7月份中国进口钛白粉总量为14602.714吨，环比上涨4.88%，同比下降3.06%；出口总量97517.18吨，环比上涨26.17%，同比上涨10.07%。金九银十销售旺季来临，预计钛白粉价格稳中向上。

**草甘膦供给受影响，价格有上涨预期：**草甘膦市场成交价格至2.28万元/吨，个别企业上调至2.45万元/吨-2.5万元/吨；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；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

本周上证综指同比下跌1.42%%，收于3355点，创业板指同比下跌0.93%，沪深300同比下跌1.53%，机械设备同比上涨0.62%，跑赢沪深300指2.15pct。

### 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）下半年新能源汽车销售预计显著改善，行业景气提升。**7月国内新能源汽车产、销同比增长由负转正，均实现两位数增长；同时，欧洲等海外市场也有将继续实现较好的增长。综合看，7月全球新能源乘用车销量为22.5万辆，同比增长63.5%。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、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。**

**3、航空制造：航空产业链具有较大中长期发展机会，其市场空间、技术难度可比肩半导体产业**

1）8月30日至9月1日，工信部部长肖亚庆在上海调研强调，加快创新步伐，把我国的大飞机、航空发动机和集成电路产业搞上去。努力实现重点领域和关键技术的重大突破。

**2）我们看好航空产业链中长期发展机会，其市场空间、技术难度可比肩半导体产业。**在军用航空领域，在目前地缘局势紧张,国家强调全面加强练兵备战的背景下,预计在未来一段时间需求将持续提升;民用航空市场需求更大，

未来20年预计总需求在一万亿美金规模，若进展顺利，C919有望2021年实现首架份交付。

3）具体标的方面，整机厂建议重点关注中航沈飞、中直股份、中航飞机等；分系统及零部件重点关注中航机电、中航电子、航发动力、中航光电、景嘉微等；原材料重点关注中航高科、光威复材等。

**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1.42%，申万有色指数下跌0.99%。价格方面，小金属钴价回调锂盐持平，长江现货钴小幅下跌至27.7万元/吨、四氧化三钴上涨1.40%，电钴价格小幅回调主要因前期受市场情绪等影响价格出现超涨，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黄金下跌1.73%、COMEX白银下跌1.79%；基本金属方面，LME铜上涨1.69%、LME铝下跌0.44%。

**二、行业动态与投资观点**

**1、新能源金属**

**钴：原料供给偏紧格局缓解，电钴价格小幅回调，上涨趋势不变** 。电钴价格小幅回调主要因前期受市场情绪等影响价格出现超涨，前驱体及正极价格仍小幅上涨。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。但国内冶炼厂钴原料库存仍处低位，供给偏紧叠加新能源汽车市场等新兴和3C、高温合金等传统消费的恢复，钴价上涨格局不变。

**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**

据美国劳工部，美国8月非农就业人口137.1万人，市场预期135 万人；8 月失业率数据由之前的 10.2%降至 8.4%，好于市场预期的9.8%。美国就业市场呈现继续修复态势。受非农及失业率数据表现较好影响，黄金短线承压。尽管就业数据缓慢恢复，但在平均通胀制的框架下，美联储仍明确表示几年内经济将仍需要低利率。黄金上行逻辑未被破坏，美元延续弱势、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**

随着南美主要铜生产国的出口供应逐渐回升，铜等工业金属短期面临供给恢复的压力，但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，看好铜价上涨。

### 三、重点个股

菲利华、楚江新材、隆华科技、博威合金、赣锋锂业、西部超导

### 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 1.42%，沪深 300 下跌 1.53%。电新板块上涨 0.17%，跑赢大盘指数。

### 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）市场担忧 811 电池的安全性

近期，市场传闻头部企业放弃 811 三元电池，根据鑫椤资讯统计来看，并不属实，该企业对高镍的生产安排仍然处于高位，且其中相当一部分比例供应至海外市场。

（3）德国、英国 8 越新能源车销量继续超预期

德国 8 月新能源车销量 33171 辆，同比+308%，环比-8%，1-8 月累计 162666 辆，同比+151%，电动化渗透率为 9%。英国 8 月新能源车销量 8511 辆，同比+110%。1-8 月累计 74587 辆，同比+112%，电动化渗透率为 8%。

**展望：**欧洲市场的新能源车销量表现一直很好。在政策、补贴和新车型驱动下，8 越销量继续表现超预期。按照此销量水平，欧洲市场全年新能源车销量有望达到 100 万辆，超出市场预期的 85 万左右。作为欧洲市场的核心标的 LGC 最为受益，而国内的璞泰来、恩捷股份也是 LGC 的产业链公司，受益也很大。

### 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+1.68%，HS300 指数-1.53%；长城、长安等个股表现较强；广汽、华域等个股表现较弱。

**二、行业动态及趋势展望**

【乘联会：初步统计 8 月销量增长 10%】

据乘联会统计，8 月第 1 至 4 周的日均零售分别是 2.98、3.9、4.49、8.86 万台，同比分别+3%、+9%、+23%、+7%；环比 7 月同期分别+8%、-2%、+14%、+7%。8 月的 1-3 周的零售达到日均 3.7 万台，同比去年 8 月增长 12%，这是很强的表现。最后一周同比+7%，也算平稳增长的表现。全月来看同比增长约 10%。

预计后期，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 1.42%，创业板指数下跌 0.93%；申万通信指数整周走平，申万电子指数上涨 0.69%。

本周半年报已经全部披露完毕，中芯国际发布了半年报，上半年实现营业收入 131.61 亿元，同比增长 29.4%；实现归母净利润 13.86 亿元，同比增长 329.8%；扣非后归母净利润 5.42 亿元，去年同期净亏损 5.96 亿元，同时上半年毛利率 23.5%，比去年同期提升明显，主要得益于先进制程投产后产能的爬坡，冲抵了部分折旧对利润造成的侵蚀，另外上半年公司晶圆的销售数量和平均售价都有所上升，销售晶圆的数量由上年同期 240 万片约当 8 英寸晶圆增加 19.7%至本报告期内 280 万片约当 8 英寸晶圆，平均售价由上年同期 4285 元增加至本报告期内 4631 元。产能利用率方面，目前公司的产能利用接近满载，二季度产能利用率达到 98.6%，环比提高 0.1 个百分点，同比增加 7.5 个百分点。从需求来看，在成熟工艺市场，去年以来电源管理、射频、低功耗、可穿戴、特殊存储器等方面的需求一直很强劲。公司二季度相关晶圆业务的收入环比增长 7%，同比增长 25%，带动消费电子类业务收入增长。从终端应用情况看，公司二季度消费电子类业务收入环比增长 8%，同比增长 41%。公司表示，先进工艺研发与业务进展顺利，先进工艺第一代技术量产顺利，与国内及国际客户继续开展新的试产项目。先进工艺第二代平台稳步推进，目前处于客户产品验证阶段。在成熟制程方面，产能利用率持续满载，摄像头、电源管理、指纹识别和特殊存储器等相关应用需求强劲。整体来看，中芯国际在去年先进制程突破之后，取得了长足的进步，客户导入较为顺利，有利于产能利用率和盈利能力的提升，未来随着半导体国产化进程的深入，公司将优先受益。

通信方面，我们仍然坚定看好数据中心和光模块两个细分板块的业绩确定性和成长性。从长期角度看，近期在数据中心板块连续发生的事件印证了我们认为对数据中心的看法，即在云计算及算力资源的背景下，未来数据中心将获得更重要的战略意义。随着移动网络的发展，未来将会有更多的数据迁移到网络上，而随着人类社会数据化、智能化的发展，算力将成为未来社会运行的最底层动力，所以我们看到从之前的阿里、腾讯到后来的数据港、奥飞以及这次的沙钢股份，都投入越来越多的资源进行以数据中心为代表的基础信息设施的投资中来，为的就是在未来更加深度的数据化社会中占据先机，我们从长期角度坚定的看好数据中心未来广阔的成长空间。从具体模式上看，数据港、奥飞数据这种和阿里腾讯这种深度绑定的代建代运营模式，有望获得更快的成长速度和更大的成长空间。同样光模块也将受益于数据中心资本开支的增加，并且光模块还将收到 5G 建设带来的前传以及中后传需求增长，两个利好都是中长期的提升因素，所以我们对光模块将保持较长景气周期持有信心，也坚定看好业绩弹性较高的新易盛以及光模块传统龙头中际旭创。

**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、中际旭创发布半年报，上半年公司实现营收 32.45 亿元，同比增长 59.43%；实现归母净利润 3.65 亿元，同比增长 76.13%，其中苏州旭创上半年实现净利润 4.03 亿元，公司业绩保持了快速的增长。作为全球光模块领军企业，公司生产规模优势明显，供货能力处于行业前列。此外，公司生产自动化程度高，生产管理能力强，收入端的增长能够摊薄设备投资端的成本，释放规模效应红利。上半年，公司费用端增速皆低于收入端增速，费用率改善显著。其中销售费用率下降 0.26 个百分点至 0.94%，管理费用率（含研发）下降 2.73 个百分点至 10.16%。此外，公司在手订单充沛，上半年加大存货准备，库存较年初增长 35.98%至 34.05 亿元，经营性现金流净额亦受此影响，上半年净流出 2.18 亿元。上半年，得益于北美和国内数据中心市场需求回暖、云计算厂商资本开支增长，北美重点客户开始批量部署 400G，公司 400G 产品需求开始快速上量，同时 100G 产品需求也保持平稳增长；另外国内 5G 网络建设的快速推进也带来了 5G 光模块需求的增长。上半年苏州旭创的 100G 和 400G 产品出货量同比提升，并且在数通行业继续保持市场份额领先，25G 前传、50G 中传和 200G 回传等 5G 产品也凭借良好的技术性能和交付能力等优势实现在出货量及市场份额的稳步增长。同时公司的 800G 数通产品也已经向客户送样测试，25G 前传 MWDM 彩光光模块和 200G 回传等 5G 产品已率先通过客户认证并量产出货，另外公司募集资金建设项目进展顺利，已在 400G 和 100G 等产品形成业内较大规模产能，为保障客户在高端光模块技

2、长电科技发布半年报，上半年公司实现营业收入 119.8 亿元，同比增长 30.9%，归母净利润 3.7 亿元，去年同期亏损 2.6 亿元，其中二季度单季度公司实现营业收入 62.7 亿元，同比增长 35.3%，归母净利润 2.3 亿元，去年同期亏损 2.1 亿元。毛利率上来看，上半年公司毛利率 15.9%，同比增加 5.4 个百分点。整体来看公司业绩符合预期，在半导体国产化趋势下，国内半导体封测需求强劲，同时公司通过调整产品结构和客户结构，改善公司管理和治理结构，产能利用率和毛利率同时提升。分生产基地来看，星科金朋经历过吸收重整后上半年收入同比增长 48.2%，长电韩国受益于手机端 SiP 订单增加营收同比增长 153.6%，滁州、宿迁以及长电本部均有小幅增长，仅长电先进上半年营收下滑 26.1%。随着产能利用率的提升，上半年毛利率同比增加 5.3 个百分点为 14.6%，自去年一季度开始毛利率逐季攀升。同时公司公告拟定增不超过总股本的 11.23%，募集资金总额不超过 50 亿元，用于年产 36 亿颗高密度 IC 及 Sip 封装项目、年产 100 亿块通信用高密度混合 IC 及模块封装项目。预计达产后可分别增加营收 18.38 亿及 16.35 亿，新增年均利润 3.98 亿元及 2.18 亿元。

## 计算机（黄翾）

**一、行情研判：**

本周申万计算机指数下跌 0.46%，板块成交额 3443.9 亿元，沪深 300 指数下跌 1.53%。本周计算机指数跑赢大盘，主要因数字货币概念股、低股价中小市值股涨幅较好，拉动行业指数。

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。

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、信创网安：看好网络安全的布局机会**

**（1）网络安全中报是业绩低点，且 Q2 营收已回暖**

网络安全行业上半年受疫情影响，业绩表现不佳。但可以看到，随着疫情缓解以及企业复工复产的加速推进，H1 营收相比 Q1 大幅好转，即 Q2 营收达大增，其中政府和央企、北京区域营收占比高的启明星辰收入较弱。净利润由于费用较为刚性，未出现同一好转趋势。

**（2）产业趋势和投资逻辑并未改变，行业景气度较高**

市场由于 Q2 订单未充分释放，担忧疫情影响政企客户的网络安全支付意愿和支付能力。但复盘近 10 年网络安全公司业绩，与宏观经济相关性脱钩，与政府投入决心相关性强。我们认为，这是因为网络安全投入占 IT 预算投入比重低，以及客户投入网络安全的最根本原因在于满足合规要求。

**从短期来看，**等保 2.0 和 HW 行动等将提升客户采购意愿，对于政府和大型央企国企，网络安全已变成一把手负责制，投入决心在加大。公开数据显示，Q3 网络安全订单已实现较快增长。此外，中美贸易摩擦带来网络安全需求提升。

**从长期来看，**新技术、新场景将拉动网络安全行业将持续成长。如云计算、AIOT 等领域网络安全增速达 50%。

**推荐：启明星辰、深信服、奇安信。**

**2、适当关注数字货币投资机会**

**（1）数字货币迎催化剂，推进确实在加速**

**据证券日报等多家媒体报道，近日中国建设银行在官方 APP 短暂测试上线数字货币个人钱包。**1）“数字人民币钱包”目前已经实现付款、收款、扫一扫、转款等功能，付款可通过二维码扫码、NFC“碰一碰”付款。2）数字人民币钱包分为 APP 钱包和硬件钱包。“数字人民币 APP 钱包”是指通过支持数字人民币钱包的智能应用提供的钱包服务。“硬件钱包是指”通过柜面或电子渠道开立的存储数字人民币的实体介质，是具有硬件安全单元介质的 DC/EP 载体。3）“数字人民币钱包”类型分为 4 类：一类钱包、二类钱包、三类钱包和四类钱包。后三者钱包余额、支付设有上限。目前，建行“数字人民币钱包”功能模块已经下线，无法打开。建行回应称在手机银行系统开展相关功能测试，并不意味着数字人民币正式落地发行。

**工行副行长张文武称正按照央行统一要求开展数字货币研究工作。**36 氪 8 月 31 日消息，工商银行于线上举行 2020 年度中期业绩发布会。在谈及工行参与法定数字货币的具体情况时，工商银行副行长张文武表示，工行正按照人民银行的统一要求，开展数字货币方面的研究工作。

**（2）建议适当关注相关投资机会**

此次建行短暂上线内测数字货币，显示数字货币进程在加快，后续正式落地是大概率事件。但具体推进时间、居民使用意愿、建设方式以及对相关公司业绩贡献程度，尚需进一步跟进。

**建议关注受益的相关公司：银行 IT 供应商，长亮科技、宇信科技等；支付终端供应商，拉卡拉、新大陆、新国都等。**

**3、重点覆盖**

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

**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 |