短期震荡加剧，优选低估值顺周期

报告日期： 2020-09-06

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：张冬冬
执业证书号：S0010520080001
邮箱：zhangdd@hazq.com

研究助理：方晨
执业证书号：S0010120040043
邮箱：fangchen@hazq.com

研究助理：夏怡
执业证书号：S0010120020018
邮箱：xiayi@hazq.com

相关报告

1.《保持耐心，择机布局》2020-07-24

2.《宽松基调不改，上行格局延续》2020-07-30

3.《噪音扩大加剧震荡，寻找结构性机会》2020-08-10

4.《调整在延续，后市犹可期》2020-08-17

5.《调整延续，保持耐心》2020-08-24

6.《择机布局》2020-09-01

主要观点：

短期震荡加剧，优选低估值顺周期

需求端表现强劲，消费复苏有望再提速。从 8 月 PMI 数据来看：①服务业景气度上升，消费需求加快释放；②需求端改善延续，出口有望再超预期。**流动性边际略紧，政策不变投放中性。**从投放节奏上来看，压力最大的时候已经过去。再从资金需求来看，边际紧平衡有所缓解。从近期政府发言和操作手法来看，公开操作预计维持适量净投放维持积极态度。**外部冲击加剧 A 股波动，优选低估值顺周期。**美股急跌引市场冲击，**短期内恐慌情绪的释放将加大 A 股市场的震荡幅度，盈利修复的可持续性奠定市场中长期上涨的基础。**从中报业绩来看，整体 A 股业绩复苏明显。分板块来看，中小创企业业绩增速好于主板；分行业来看，通信、计算机、机械设备和汽车盈利大幅回升。**对政策退出的不确定性和部分行业居高不下的估值，是市场震荡盘整的主要矛盾所在。**国内市场对于货币政策转向的担忧以及美国新一轮刺激政策迟迟难以推出，持续压制着市场投资情绪。从估值分位来看，食品饮料、医药生物及计算机高估值的抱团现象已经成为市场继续向上的掣肘因素。**市场情绪欠佳，十四五规划成新热点。**市场量能继续萎缩，投资者活跃程度降低。从市场表现来看，在低迷的市场环境中仍表现强劲，短期内相关十四五内容将持续受到催化。

顺周期、低估值机会仍可为，优选机械、化工、消费电子

7 月中旬以来，消费和周期类子行业持仓配置普遍提升。风格角度：截止 9 月 4 日，消费风格持仓占比继续维持高配；周期风格占比提升明显，但仍在历史低位水平。行业角度：消费和周期子行业普遍提升，食品饮料提升耀眼；此外，经济早周期和基建地产投资链条的品种如家电、汽车、化工、建材、机械设备等行业持仓占比提升较明显；银行、非银、房地产、计算机、商贸行业持仓下降幅度较大。**基本面显著改善、估值消化、催化剂频出，机械、化工、消费电子行业中报业绩高增亮眼，仍可作为。**机械设备继续维持高景气，估值经中报业绩消化后明显回落，后续基建投资持续发力；化工目前处于新一轮上行周期途中，近期化工品涨价潮此起彼伏；消费电子二季度利润高速增长且处在产业发展趋势大的上行周期中，此外传统九十月电子新品集中发布叠加十四五规划纳入提供催化。整体来看，机械、化工、消费电子在可作为期。

金秋旺季推动免税概念或再次爆发

今年免税概念并未因疫情降温，反而因为海南自贸港政策中离岛免税政策的放宽，以及全国各地免税政策的出台不断发酵。尤其是海南免税业，中国中免 7 月销售额约 25 亿，增速 240%；随着 9、10 月份旅游旺季和双节的推动，免税概念或将继续受到利好推动。同时，从全球近两年免税行业发展来看，随着包括离岛免税、室内免税等其他场景的开发，在疫情背景下，受益于旅游旺季，短期免税行业仍有爆发式增长空间。

风险提示

经济复苏不及预期；中美关系摩擦超预期；政策过早转向。

正文目录

1. 市场观点：短期震荡加剧，优选低估值顺周期 4

1.1 需求向好延续，消费复苏有望提速 5
1.2 流动性近期略偏紧，公开操作或积极延续 5
1.3 短期外部冲击加剧 A 股波动，优选低估值顺周期 6

2. 行业配置：基金持仓变化及首选行业景气追踪 7

2.1 七月中旬至今，行业持仓变化几何？ 7
2.2 本月首选行业表现回顾 9
2.3 首选行业景气追踪及更新 10
2.3.1 机械设备 10
2.3.2 化工 10
2.3.3 消费电子 11

3. 主题机会：金秋旺季推动免税概念或再次爆发 12

3.1 免税经营场景不断拓展 12
3.2 机场仍占免税大头，其他消费场景显著提升 13
3.3 重点关注标的 15

风险提示： 15

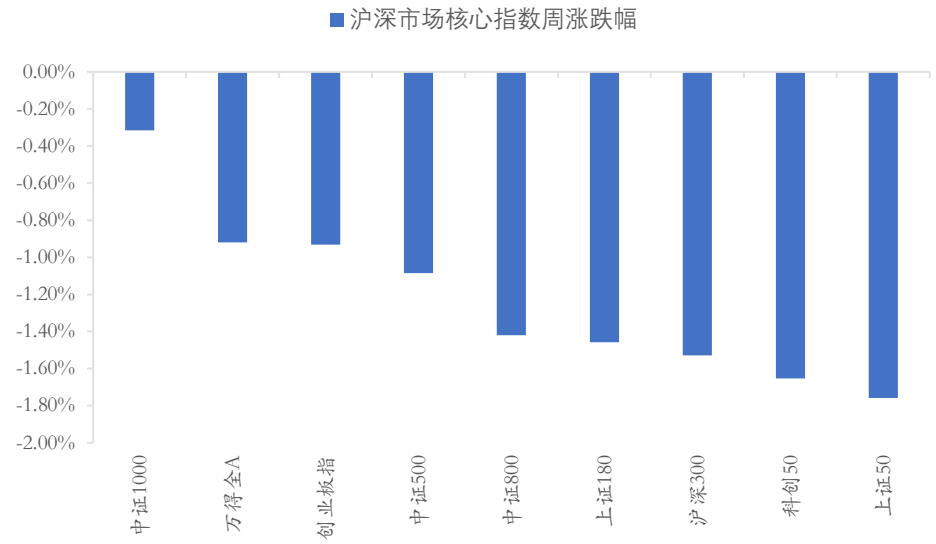
图表目录

图表 1 上证与科创 50 跌幅最大，中证 1000 跌幅较少 4
图表 2 汽车、化工、电子表现较好，建材、非银、农林牧渔表现较差 4
图表 3 需求端订单充足 5
图表 4 服务业景气度上升 5
图表 5 本月剩余到期量（不包括国库定存与央行票据） 6
图表 6 小型企业对货币政策的收敛斜率会造成一定的制约 6
图表 7 公募持仓较 Q2 变化预测及中报业绩改善情况 6
图表 8 十四五规划成新风向标 6
图表 9 7 月中旬至今，食品饮料带动消费板块持仓较明显上行 8
图表 10 7 月中旬至今，周期板块的持仓普遍上升 8
图表 11 7 月中旬至今，成长板块行业普遍减持 9
图表 12 7 月中旬至今，大金融板块及细分行业均遭遇较明显减持 9
图表 13 上周申万一级机械、化工、电子行业周涨跌幅表现显著优于市场 9
图表 14 机械、化工、电子估值经中报业绩消化后目前处于所有行业整体偏低位置 10
图表 15 首选行业及关注标的 12
图表 16 6 月至 8 月免税店指数上涨 35%、海南自贸港指数上涨 18% 12
图表 17 亚洲（除中国外）各国放宽免税政策不完全统计 13
图表 18 全球国际旅游入境和出境人次持续增长 14
图表 19 全球各大洲免税销售额：亚太地区销售额最高 14
图表 20 全球各销售渠道免税零售额：机场占比最高 14
图表 21 全球免税品类：香水及化妆品销售额最高 14
图表 22 海南及免税店板块建议关注标的 15

1. 市场观点：短期震荡加剧，优选低估值顺周期

上周 A 股市场横盘震荡至周五，受美股暴跌影响最后一个交易日低开回升。上证 50 与科创 50 跌幅最大，分别下跌 1.76%、1.65%；中证 1000 跌幅最小，微幅下探 0.31%。

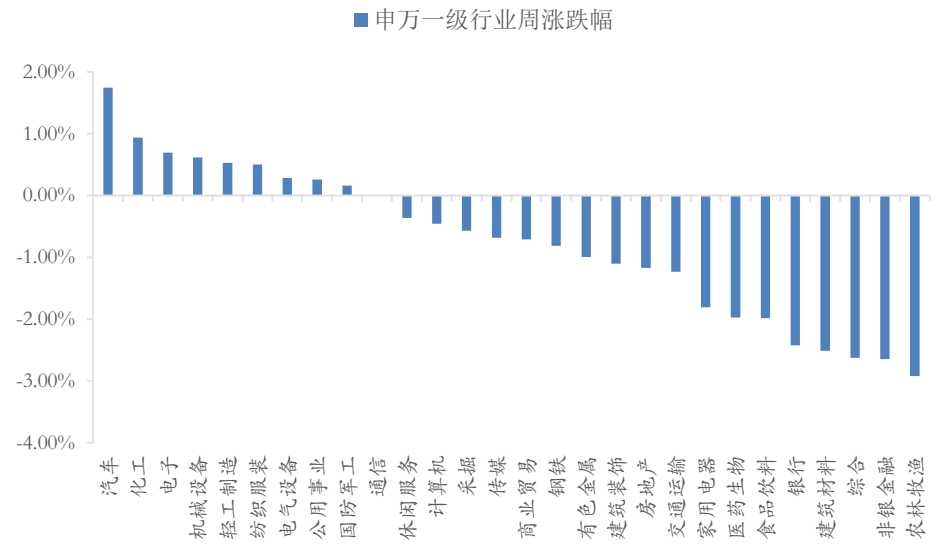
图表 1 上证与科创 50 跌幅最大，中证 1000 跌幅较少



资料来源：Wind，华安证券研究所

分行业来看，受业绩支撑影响，汽车、化工、机械及轻工等景气度较高的行业表现较好，分别上涨 1.74%、0.94%、0.62%和 0.53%。周五有消息称第三代半导体将纳入十四五规划，事件催化下电子行业逆市反弹，整周上涨 0.69%。

图表 2 汽车、化工、电子表现较好，建材、非银、农林牧渔表现较差

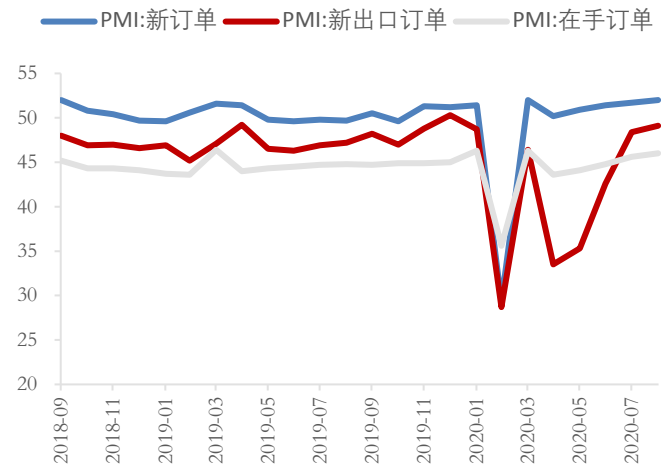


资料来源：Wind，华安证券研究所

1.1 需求向好延续，消费复苏有望提速

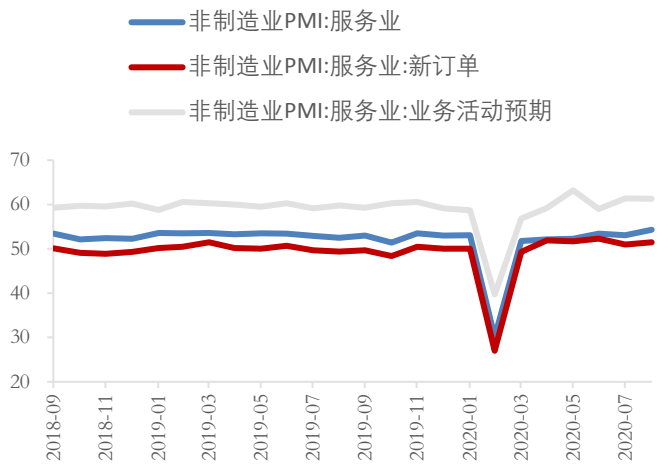
需求端表现强劲，消费复苏有望再提速。从 8 月 PMI 数据来看：①**服务业景气度上升，消费需求加快释放。**在生产端下滑拖累 PMI 环比下滑 0.1%的情况下，综合 PMI 仍创下年内新高主要是因为非制造业商业活动指数的走强，较上月提升 1 个百分点至 55.2%，非制造业服务业指数较 7 月提升 1.2 个百分点。分行业看，统计局表示住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业活跃度提高，商务活动指数继续上行，均高于 57%；在经济整体回暖的带动下，租赁及商务服务业商务活动指数自疫情以来首次升至临界点以上；②**需求端改善延续，出口有望再超预期。**制造业新订单、在手订单及新出口订单指数均连续四个月上涨，较 7 月分别上升 0.3、0.4 和 0.7 个百分点。随着海外疫情的逐步恢复，出口需求仍有向上空间；③**PPI 环比将继续上升，就业压力有所减轻。**出厂价格与主要原材料购进价格指数较上月分别提高百分之 1 和 0.2，8 月 PPI 同比将继续收窄。从业人员指数对比前值上行 0.1 个百分点，就业环境仍在改善。再从行业数据来看：①**影视消费需求激增**，猫眼专业版数据显示，电影《八佰》正式上映第 11 天，累计票房已突破二十亿，8 月电影票房达 33.92 亿元，观影人次超过 9500 万人；②**车市销量火热**，中汽协 8 月汽车消费指数为 76.6，较上月有所上升。8 月汽车行业销量预估完成 218 万辆，环比增长 3.2%，同比增长 11.3%；细分车型来看，乘用车同比增长 4.4%，商用车同比增长 37.5%。8 月重卡销量同比增长 75%，挖掘机销量同比增长 50%左右。

图表 3 需求端订单充足



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4 服务业景气度上升

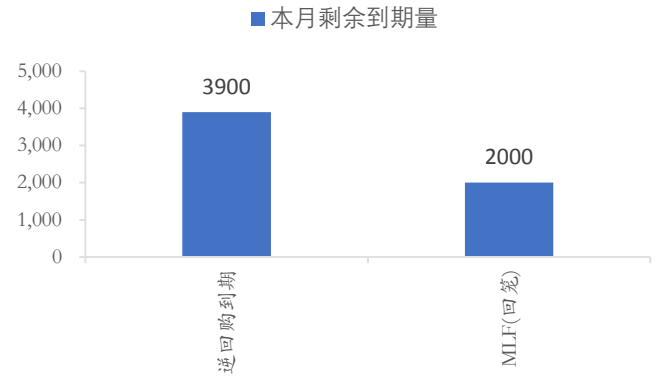


资料来源：Wind，华安证券研究所

1.2 流动性近期略偏紧，公开操作或积极延续

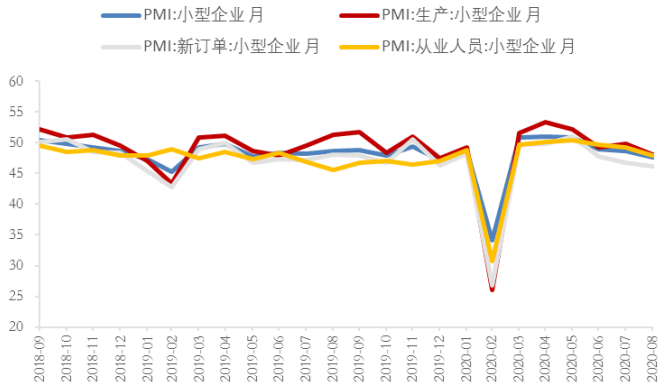
流动性边际仍紧，政策不变投放中性。本周共有 7500 亿元逆回购到期，净回笼 4700 亿元，而本月仅剩 5900 亿到期，**从投放节奏上来看，压力最大的时候已经过去。**再从资金需求来看，**新增政府债规模与逆回购到期量较上月都大幅减少，边际紧平衡有所缓解。**8 月政府债规模约 1.4 万亿，逆回购到期 2.05 万亿，而 9 月两项数据分别约为 0.8 万亿元和 1.02 万亿元，环比减少均在 40~50%之间。8 月逆回购净投放 5000 亿元，MLF 净投放 1500 亿元尽显对市场流动性的呵护，从近期政府发言和操作手法来看，**公开操作预计维持适量净投放维持积极态度，以及小微企业 PMI 数据仍在下降对货币政策的收敛斜率会造成一定的制约。**

图表 5 本月剩余到期量（不包括国库定存与央行票据）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6 小型企业对货币政策的收敛斜率会造成一定的制约



资料来源：Wind，华安证券研究所

1.3 短期外部冲击加剧 A 股波动，优选低估值顺周期

美股急跌引市场冲击，短期波动加剧。上周美股因杠杆风险集聚，刺激措施难产引发大跌：一是劳工部报告新增就业岗位好于市场预期，美国经济恢复速度超预期，市场对于后续进一步宽松政策的推出担忧加剧；二是散户蜂拥看涨期权，杠杆风险集中释放。9 月 3 日，美股在线交易软件 Robinhood 遭美国证券交易委员会（SEC）的调查，未能全面披露关于出售客户订单/指令给众多高频交易公司的情况。而近期大量美股散户通过此交易软件买入看涨期权，一致性过高的市场共识在调查下风险集中释放。**短期内恐慌情绪的释放将加大 A 股市场的震荡幅度，盈利修复的可持续性奠定市场中长期上涨的基础。**从中报业绩来看，整体 A 股业绩复苏明显，非金融石油石化板块更是 Q2 单季度净利润同比增速达到 9.1%。分板块来看，中小创企业业绩增速好于主板；分行业来看，通信、计算机、机械设备和汽车盈利大幅回升。**对政策退出的不确定性和部分行业居高不下的估值，是市场震荡盘整的主要矛盾所在。**国内市场对于货币政策转向的担忧以及美国新一轮刺激政策迟迟难以推出，持续压制着市场投资情绪。从估值分位来看，食品饮料、医药生物及计算机三个行业估值水平目前仍处于百分之 90 左右，据测算目前三者的公募持仓占比和仍有 40%左右，短期高估值的抱团现象已经成为市场继续向上的掣肘因素。**市场情绪欠佳，十四五规划成新热点。**市场量能继续萎缩，北上资金自三月中旬以来首次连续 5 日净流出，换手率及涨跌停比都有所减少，投资者活跃程度降低。从市场表现来看，上周五第三代半导体及航空货运发展都涉及到十四五规划，在低迷的市场环境中仍表现强劲，短期内相关十四五内容将持续受到催化。

图表 7 公募持仓较 Q2 变化预测及中报业绩改善情况

行业	持仓变化	截止9月1日	2020Q2	2010年来持仓走势
食品饮料	2.54%	16.22%	13.68%	
医药生物	-0.91%	17.32%	18.23%	
计算机	-1.30%	5.19%	6.49%	

申万行业	盈利能力变化	变化幅度	2020Q2 单季归母增速	2020Q1 单季归母增速	2019年以来盈利能力变化
汽车	改善	116.8%	36.0%	-80.8%	
计算机	改善	119.0%	0.0%	-119.0%	
通信	改善	67.9%	13.0%	-54.9%	
化工	改善	105.7%	-3.8%	-109.4%	
机械设备	改善	95.5%	50.2%	-45.3%	

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8 十四五规划成新风向标

时间	事件	影响
2020/9/3	消息称第三代半导体将纳入十四五规划，以期实现产业独立自主。	电子板块表现强劲
2020/9/4	发改委、民航局发文促进航空货运设施发展，十四五间打造专业性货运枢纽机场，整合国内航空公司全货机机队资源和市场资源。	机场、航空板块即时拉升

资料来源：Wind，华安证券研究所

2.行业配置：基金持仓变化及首选行业景气追踪

行业配置思路：市场风险偏好回升面临梗阻，维持盘整格局和结构性机会，更宜关注有景气上行支撑的顺周期、低估值行业。就目前和未来一段时间市场所面临的环境：经济基本面角度，尽管 7 月经济数据有所不及预期，但从高频数据和经济走势来看，经济复苏的态势仍是确定性向上的，目前处在二阶拐点的位置；货币政策和流动性角度，货币政策最宽松即流动性最充裕的时候已经过去，在 12 月份中央经济工作会议之前，货币政策将继续维持灵活适度，同时更加强调精准导向，央行对市场流动性的释放也以维持平稳为目的；市场风险偏好角度，近段时间以来中美关系小摩擦不断，对市场情绪的持续提升起到了脉冲式抑制的效果，11 月大选前美国两党有可能会不断打出“中国牌”，风险偏好回升仍然面临较强梗阻。综合来看，未来一段时间内，市场恐难以预期会出现系统性机会，整体仍将维持盘整格局和结构性行情。行业配置方面，关注三类线索：一是景气持续上行的顺周期、低估值板块，如机械设备、化工、交通运输、建筑材料等；二是受益房地产投资超预期恢复的后周期链条，如轻工制造、家用电器等；三是传统九、十月容易出现催化剂的行业，如国庆黄金周有望给影视、旅游、酒店等带来机会，同时也是苹果、华为等集中发布新品的时候，这也较容易给消费电子行业带来催化等。综合来看，行业配置方面首选机械、化工、消费电子。

2.1 七月中旬至今，行业持仓变化几何?

本轮市场行情的阶段性高点出现在 7 月 13 日的 3458.79，再随后，受 2 季度经济数据复苏强劲市场担忧货币政策收紧、休斯顿总领馆关闭事件下中美外交关系紧张以及中美关系脉冲式影响，行情几经婉转波折，目前仍未突破前期高点。在近 2 个月时间里，市场整体呈现高位震荡态势，风格演绎并不明显，那目前行业持仓情况如何，尤其是 7 月中旬高点后至今，行业持仓变化又如何?

消费和周期风格在近 2 个月时间里，持仓增持较多。从 7 月中旬至今的 2 个月时间里，消费风格持仓占比增加了 2.91 个百分点至目前的 42.18%，继续维持高配；周期风格持仓占比增加了 2.68 个百分点至目前的 16.11%，持仓较 2 季度末的历史新低后有较明显提升，但目前整体仍在历史低位水平；成长风格的配置占比略有下降，下滑了 1.8 个百分点至目前的 31.97%，与消费风格类似，继续维持高配占比；大金融板块的持仓占比继续较大幅度下滑，下降了 3.43 个百分点至目前的 8.38%，仍在不断刷新历史新低。

消费类行业持仓普遍提升，食品饮料行业尤为耀眼。8 个消费类一级子行业中，仅纺服和商贸行业的持仓占比有所下降，其余的尽皆提升，其中食品饮料行业的持仓占比进一步集中 2.04 个百分点至目前的 15.81%；家电、汽车等房地产产业链后周期和可选消费早周期品种持仓占比提升也较为明显，分别提升了 0.67、0.54 个百分点至目前的 3.25%、2.07%；商贸行业持仓占比下降较多，下降了 1.08 个百分点至目前的 0.52%。

周期类行业持仓比例亦普遍提升，基建、房地产投资链条提升较多。基建、房地产开发投资链条的周期子行业持仓占比提升较大，如化工、建材、机械设备的持仓占比分别增加了 1.06、0.72、0.52 个百分点，分别提升至目前的 3.92%、1.77%、3.01%；农林牧渔行业受结构性 CPI 上行、西南地区和南方地区两度汛情、粮食安全等提振影响，持仓也提升了 0.29 个百分点至目前的 1.92%；有色金属行业的持仓占比近 2 个月在下降，但仅下降了 0.22 个百分点。整体来看，周期风格和子行业的持仓占比稳中提升为主。

成长类行业持仓占比以下降为主。除了热点主题新能源、军工所代表的电气设备、国防军工行业的持仓占比有所提升外，其余 4 个成长子板块占比均有所下降，其中计算机、电子、通信行业的持仓占比下降幅度较大，分别下行了 1.21、0.76、0.61 个百分点至目前的 5.28%、14.32%、0.72%。

大金融类子行业持仓占比全面下滑。银行、房地产、非银金融行业的持仓占比分别下降了 0.6、1.42、1.41 个百分点至目前的 1.71%、1.86%、4.82%。银行、房地产的持仓不断在刷新历史低值，非银行业持仓也在历史低位。

图表 9 7 月中旬至今，食品饮料带动消费板块持仓较明显上行

风格/行业	2 季度末	截止 7 月 13 日	截止 9 月 4 日	7/13 至今变化
消费	41.31%	39.27%	42.18%	2.91%
食品饮料	13.68%	13.77%	15.81%	2.04%
家用电器	4.13%	2.57%	3.25%	0.67%
汽车	1.36%	1.53%	2.07%	0.54%
休闲服务	1.82%	1.97%	2.28%	0.31%
医药生物	18.23%	16.96%	17.24%	0.29%
轻工制造	0.78%	0.77%	0.94%	0.17%
纺织服装	0.15%	0.10%	0.07%	-0.03%
商业贸易	1.16%	1.60%	0.52%	-1.08%

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 10 7 月中旬至今，周期板块的持仓普遍上升

风格/行业	2 季度末	截止 7 月 13 日	截止 9 月 4 日	7/13 至今变化
周期	13.24%	13.43%	16.11%	2.68%
化工	2.87%	2.86%	3.92%	1.06%
建筑材料	1.10%	1.05%	1.77%	0.72%
机械设备	2.62%	2.49%	3.01%	0.52%
农林牧渔	1.68%	1.64%	1.92%	0.29%
公用事业	0.70%	0.47%	0.70%	0.24%
交通运输	1.64%	1.56%	1.67%	0.10%
建筑装饰	0.69%	1.02%	1.11%	0.08%
钢铁	0.20%	0.14%	0.10%	-0.04%
综合	0.41%	0.43%	0.38%	-0.05%
采掘	0.22%	0.28%	0.21%	-0.07%
有色金属	1.51%	1.91%	1.69%	-0.22%

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 11 7 月中旬至今，成长板块行业普遍减持

风格/行业	2 季度末	截止 7 月 13 日	截止 9 月 4 日	7/13 至今变化
成长	32.96%	33.76%	31.97%	-1.80%
电气设备	4.87%	5.11%	5.68%	0.57%
国防军工	0.65%	0.87%	1.27%	0.40%
传媒	4.87%	4.89%	4.70%	-0.19%
通信	1.41%	1.32%	0.72%	-0.61%
电子	14.67%	15.09%	14.32%	-0.76%
计算机	6.49%	6.50%	5.28%	-1.21%

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 12 7 月中旬至今，大金融板块及细分行业均遭遇较明显减持

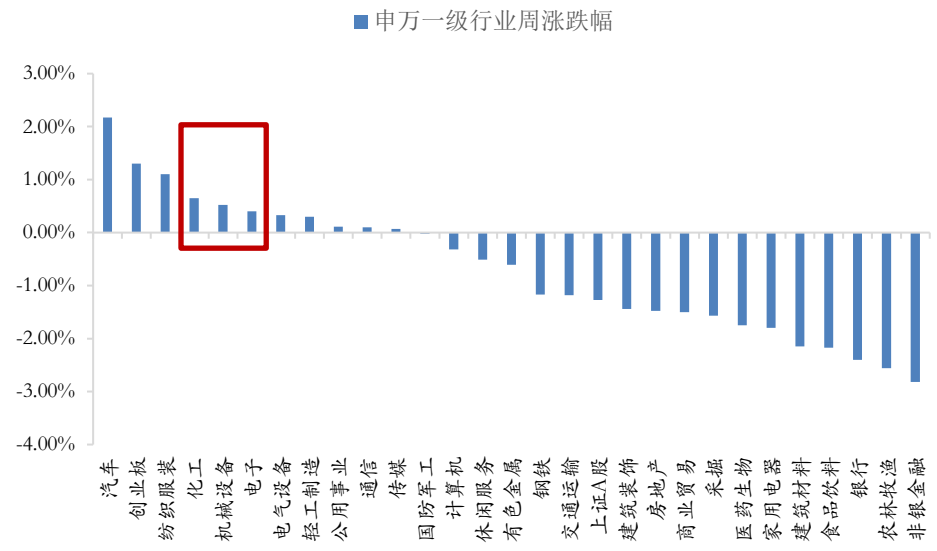
风格/行业	2 季度末	截止 7 月 13 日	截止 9 月 4 日	7/13 至今变化
大金融	12.08%	11.82%	8.38%	-3.43%
银行	4.31%	2.31%	1.71%	-0.60%
非银金融	4.71%	6.23%	4.82%	-1.41%
房地产	3.06%	3.28%	1.86%	-1.42%

资料来源：Wind，华安证券研究所

2.2 本月首选行业表现回顾

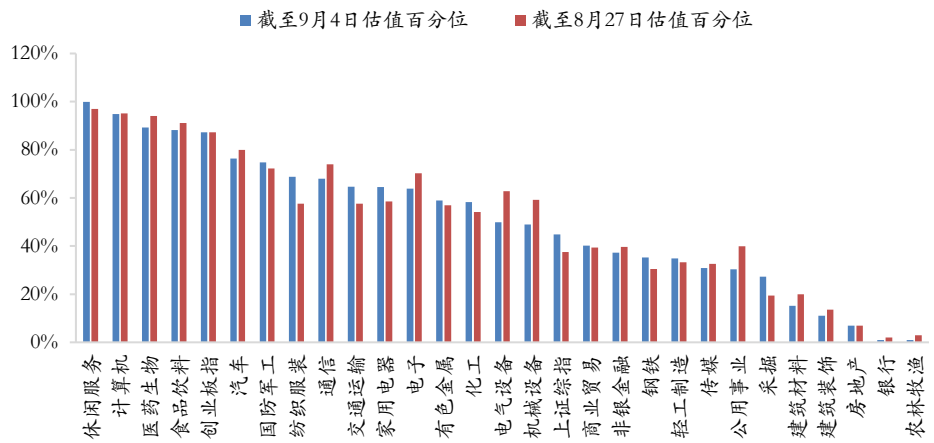
九月以来，市场整体维持震荡态势，机械、化工、电子行业表现占优。第一周申万一级机械设备、化工、电子周涨幅分别达到 0.52%、0.4%和 0.65%，表现显著优于上证综指。**从估值变化的角度来看，机械、化工、电子行业中报披露后，估值消化后更具性价比。**8 月 27 日中报业绩未披露完成时（上证点数 3355）估值百分位和 9 月 4 日（上证点数 3350）中报业绩披露完成后估值百分位对比，机械、化工、电子行业估值百分位整体呈现消化回落态势，目前均处于所有行业中的整体中游偏低位置。

图表 13 上周申万一级机械、化工、电子行业周涨跌幅表现显著优于市场



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 14 机械、化工、电子估值经中报业绩消化后目前处于所有行业整体偏低位置



资料来源：Wind，华安证券研究所

2.3 首选行业景气追踪及更新

2.3.1 机械设备

机械设备行业中报高增亮眼，8 月景气维持高位。截止 8 月 31 日，机械设备行业上市公司的中报披露完毕，在 4-7 月挖机销量增速持续高达 60%、68%、63%、55%高增长带动下，机械设备行业的盈利也出现高增，根据中报披露盈利统计，2020 年二季度机械行业单季归母净利润增速达 50.2%，较今年一季度增速数据大幅逆转；从行业龙头来看，三一重工中报披露公司净利润同比增长达 25.4%，远超一季度-33.4%的增速，恒力液压中报披露的净利润同比增速同样由一季度的 6.5%大幅提升至 47%。

此外，据 CME 工程机械网的调研显示，8 月挖机（含出口）销量有望达 2.08 万台，同比仍保持 50%高速增长，其中国内市场需求销量同比增速达 60%，8 月重卡销量也有望达同比 75%的高额增速，持续亮眼业绩为机械行业的盈利能力维持提供了支撑。

下半年来看，基建作为政策发力经济的重要抓手，仍是经济持续复苏的重要驱动力，机械行业景气仍有望继续维持。截止到 7 月底的固定资产投资累计同比增速仅为-1.6%，仍有较大提振空间，随着后续政府债的继续发行以及雨季结束后的集中开工建设，基建投资增速有望实现继续抬升，从而带动基建链条景气持续上行，机械行业将持续受益。

经过中报业绩消化，行业估值及百分位显著下行。截止 9 月 4 日，机械设备行业的整体 PETTM 估值为 30.5 倍，目前处于历史的 49%分位水平，较中报业绩披露前的 60%百分位估值已有大幅修复，更具安全边际。

关注标的：三一重工、浙江鼎力、恒立液压、汇川技术、建设机械、杰克股份、捷昌驱动、伊之密等。

2.3.2 化工

二季度盈利能力已有明显修复，化工行业景气仍在新一轮长期上行周期中。4 月上旬，化工行业的景气情况跌落至谷底，生意社化工商品指数一度跌破 600 点，刷新了历

史新低，后续随着疫情逐渐受控，经济步入复苏周期，化工行业的盈利能力也大幅改善。从中报业绩披露来看，今年二季度单季度化工行业净利润同比增速达-3.8%，已较一季度-109%的增速水平实现大幅修复，行业景气情况回升明显，正处在新一轮景气不断边际改善的上行长周期，目前行业景气修复仍处在前端位置。

九月以来部分化工品涨价明显。九月以来部分化工品市场掀起涨价热潮，上周（8.31-9.4）双氧水、丙酮、纯碱等价格均出现了因刚需上涨和库存下滑导致的价格上行，叠加化工品价格传统“金九银十”行情，短期内将起提振行情作用。另外值得注意的是，长期来看，一方面疫情在海外已经成为常态化影响因素，海外经济再受巨大冲击的概率较弱，仍然维持复苏的态势，另一方面国内经济在明年 1 季度之前同样都会维持复苏的格局，因此后续内外需共振情况下，有望带动原油价格温和上涨，这有利于为后续化工品的需求和价格提供支撑。

行业估值目前处在合理区间内。截至 9 月 4 日，化工行业的 PETTM 估值为 31.6 倍，处于自 2000 年以来估值的 58%分位上，较八月底略有提升仍保持在合理区间内，整体处在所有行业的中游位置。

关注标的：万华化学、恒力石化、中国巨石、华鲁恒升、三棵树、国瓷材料、扬农化工、金禾实业等。

2.3.3 消费电子

长期来看，5G 产业发展的长期上行趋势是确定的，二季度消费电子业绩已有大幅好转。5G 通信技术对经济和行业的影响将会是革新性的，也是全球经济体竞相角逐的科技高地，因此这将带来 5G 产业发展的长期趋势性机会。根据上一轮通信革命 4G 和移动互联网产业的发展历程和经验来看，5G 产业的发展目前正处在产业趋势十分靠前端的位置，因此产业的投资机会将是长期的，甚至成为未来 1-3 年的机会主线。短期来看，二季度电子行业盈利已有显著地改善，中报披露业绩中，今年二季度以来电子行业一改此前回落趋势实现大幅修复：Q2 单季度归母净利润实现同比增速 39.9%，大改一季度负增长颓势。

九月后进入智能手机厂商新品发行旺季，叠加半导体发展写入十四五规划，消费电子行情有望提振。产品方面，九月将有数家智能手机厂商扎堆发行新品，消费热情有望提升，按时间顺序来看：9 月 2 日，小米宣布将于 9 月 7 日举办新品发布会，正式推出 POCO X3 机型；9 月 5 日，华为新品 Mate40 机型海报曝光，新机或将于 10 月开售；此外，苹果新机也将于秋季完成公开发售，新品 iPhone12 售价将分为 iPhone12 （699-749 美元）、iPhone 12 Max(799-849 美元)、iPhone 12 Pro(1049-1099 美元)，垄断高中低三档价位。

政策方面，近期在南京举办的世界半导体大会上，国家新材料产业发展专家咨询委员会委员吴玲透露，第三代半导体已明确成为国家 2030 计划和“十四五”计划重要发展方向。产品和政策层面的双重驱动有望助力近期消费电子行情。

中报披露后电子行业估值已有大幅修正，更具安全边界。截止 9 月 4 日，电子行业 PETTM 估值为 56.4 倍，处于 2000 年以来的 63.8%的分位水平上，估值水平已较中报披露有较明显修正回落。此外，将电子行业估值百分位与同为成长科技板块的其他行业相比，计算机、国防军工分别处于 95%和 75%的历史估值高分位，电子估值百分位仍有相对优势。

关注标的：立讯精密、歌尔股份、闻泰科技、紫光国微、生益科技、长电科技、聚飞光电、沪电股份等。

图表 15 首选行业及关注标的

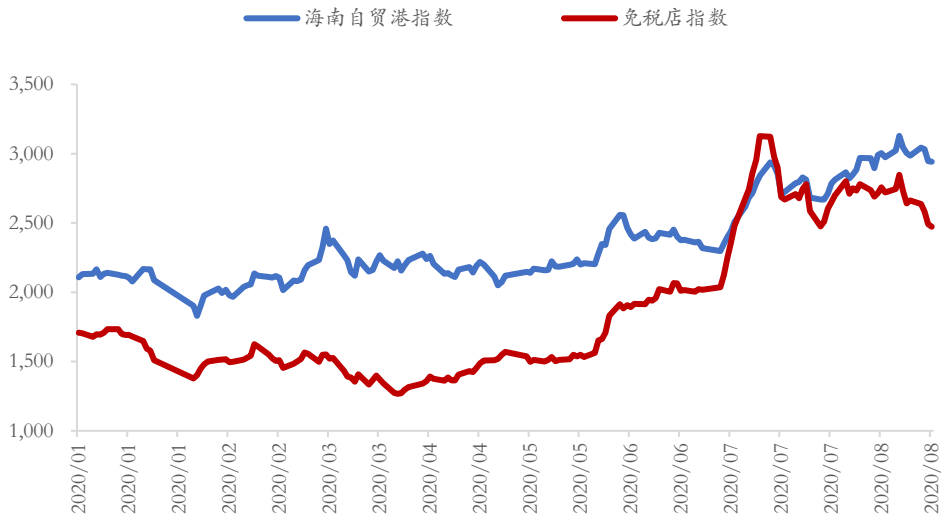
首选行业	关注标的
工程机械	三一重工、浙江鼎力、恒立液压、汇川技术、建设机械、杰克股份、捷昌驱动、伊之密等
化工	万华化学、恒力石化、中国巨石、华鲁恒升、三棵树、国瓷材料、扬农化工、金禾实业等
电子	立讯精密、歌尔股份、闻泰科技、紫光国微、生益科技、长电科技、聚飞光电、沪电股份等

资料来源：Wind，华安证券研究所。

3. 主题机会：金秋旺季推动免税概念或再次爆发

今年尽管受到疫情因素影响，出境旅游人次锐减；但是和出境旅游相关的免税概念并未因此降温，反而因为海南自贸港政策中离岛免税政策的放宽，以及全国各地免税政策的出台不断发酵。尤其是海南免税业，中国中免 7 月销售额约 25 亿，增速 240%；随着 9、10 月份旅游旺季和双节的推动，免税概念或将继续受到利好推动。

图表 16 6 月至 8 月免税店指数上涨 35%、海南自贸港指数上涨 18%



资料来源：Wind，华安证券研究所

3.1 免税经营场景不断拓展

免税概念起源最早来自于 1940 年代的爱尔兰香农机场。免税商店最早的创意来自于 20 世纪中期，也就是自第二次世界大战之后，全球再度开启国际旅游模式。而免税商店最初出现在的是爱尔兰的香农机场。当时，免税店最初的创意人注意到两个现象，一是旅客在机场短暂停留时通常都喜欢通过购物打发时间；其次则是第二次世界大战之后各国政府都亟需拓展收入来源。而通过免税，恰好能够刺激消费，达到一举多得的目的。这个想法在爱尔兰得到了批准并大获成功，开启了免税的时代。

机场免税概念自 1960 年代开始快速发展。1960 年代初，DFS 环球免税店的两位创始人率先在香港创办了免税商店并将其拓展至全球范围。同时，DFS 通过夏威夷开展以日本游客为主要目标客户的免税商店后，将免税概念带到了美国。之后，伴随全球旅行人次的大幅上涨，以及机场的不断修建，免税业务迎来了快速发展的阶段。

继离岛免税后，当前免税店的经营场景不断拓展。目前，免税店的经营场景早已经拓展至机场以外。经营场景除了机场免税之外，还包括航空免税，游轮免税，离岛免税，市内免税等各种场景。在今年 3 月国家发改委发布的《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》中，就提到完善室内免税店政策，包括 1）建设一批中国特色的室内免税店；2）鼓励有条件的城市对室内免税店的建设经营提供土地。

3.2 机场仍占免税大头，其他消费场景显著提升

全球化及世界经济的发展带动世界免税行业同步繁荣。全球免税行业的销售额呈现不断上升的趋势，我们认为离不开以下几点原因：1）过去几十年全球经济的高速发展；2）全球化进程下国际旅游人次不断攀升；3）免税作为一项重要收入来源，各国政府也积极推动。数据方面，从国际旅游人次来看，2018 年的国际旅游入境人次是 1995 年的近 3 倍，入境人数的增速也几乎同步。国际旅客人数的保障，也反映到全球免税的销售额增速上。其中，以 2018 年的数据为例，可以看到全球的免税销售额增速达到 13%。

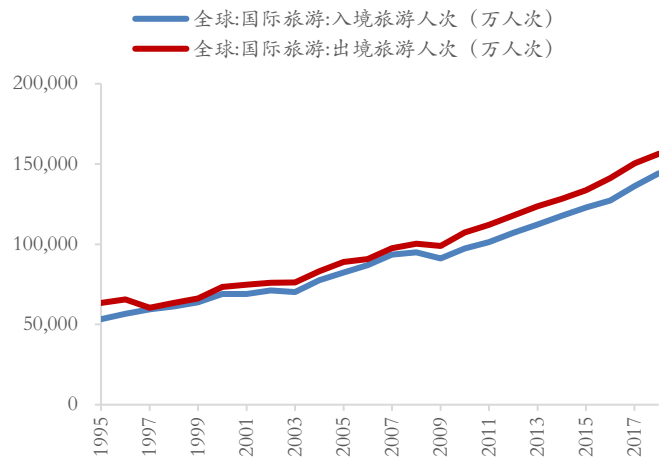
按地区看，近年亚洲地区销售额占比最高。在全球免税行业大发展的过程中，贡献占比最大的就是亚太地区，2018 年的增速达到 23%，高于全球平均增速，显示出强劲的消费能力和增长潜力。同时，根据 Generation Research 的数据显示，2018 年亚洲地区的免税销售额已经达到全球的近一半。从原因来看，一方面，自 2000 年以来，尤其以中国为代表的亚洲经济不断发展，也是亚洲地区免税销售额占比不断抬高的重要原因。另一方面，亚洲各国在政策上也不断放宽免税政策，以吸引全球旅客进行消费。以日本和韩国为例，除增设免税店外，2018 年日本采用新的免税标准，更易满足免税标准；韩国则在 2016 年放宽对中国游客的多次往返签证，同时在年龄限制、停留期限以及签证有效期上进行了放宽。

图表 17 亚洲（除中国外）各国放宽免税政策不完全统计

国家	政策
日本	2017 年：增设免税店。截止 2017 年 10 月，日本国内免税店数量 4.28 万家 2018 年：2020 年 4 月开始采用新的免税标准。从之前一般商品、消耗品分别满 5000 日元（按 2020 年 9 月 5 日汇率计算，约为人民币 322 元）才能免税，变为合计满 5000 日元可享受免税。
韩国	2016 年：增设免税店。首尔市向 4 家免税店发放经营许可 2016 年：放宽签证。对中国游客放宽多次往返签证，包括申请条件的年龄限制从 60 岁以上下降至 55 岁以上，最长停留期限从 30 天延长至 90 天，同时首次签发有效期十年的签证。

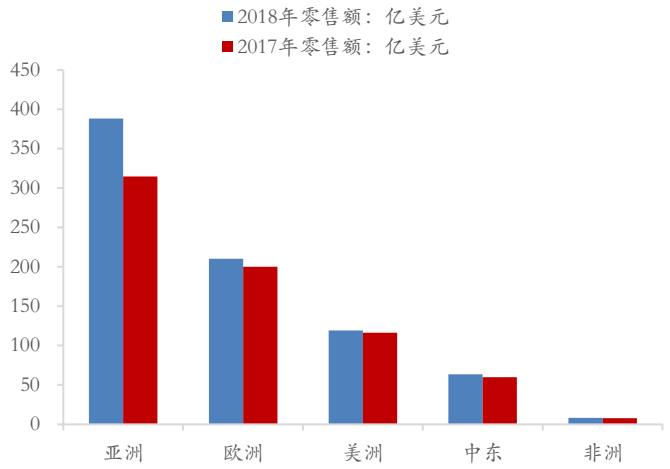
资料来源：华安证券研究所整理

图表 18 全球国际旅游入境和出境人次持续增长



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 19 全球各大洲免税销售额：亚太地区销售额最高

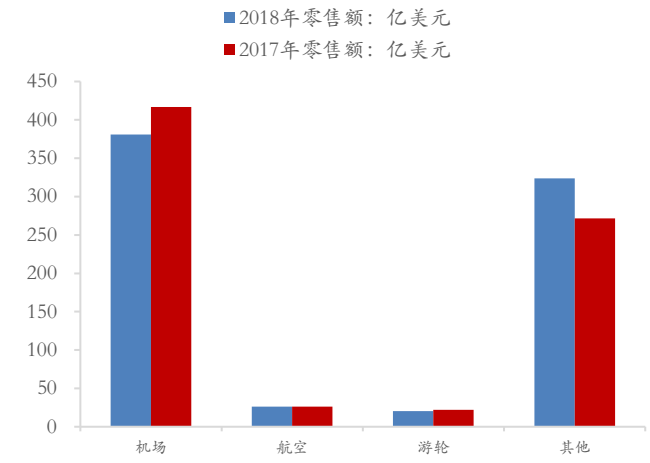


资料来源：Generation Research，Moodie Davitt Report，华安证券研究所

消费场景中，机场仍然是免税零售额的大头，但占比略有下降。从消费场景来看，免税店从最初的爱尔兰机场开遍了全球，同时场景不断丰富。但是，从数据来看，当前全球机场仍然是免税行业最重要的消费场景。同样根据 Generation Research 的数据显示，2018 年全球机场的销售额占比在 50%以上，达到 381 亿美元。不过，我们同时也注意到，随着离岛免税和室内免税等其他场景的开发，2018 年机场免税销售额的占比和绝对值较 2017 年均有下降，其他消费场景则显著提升。

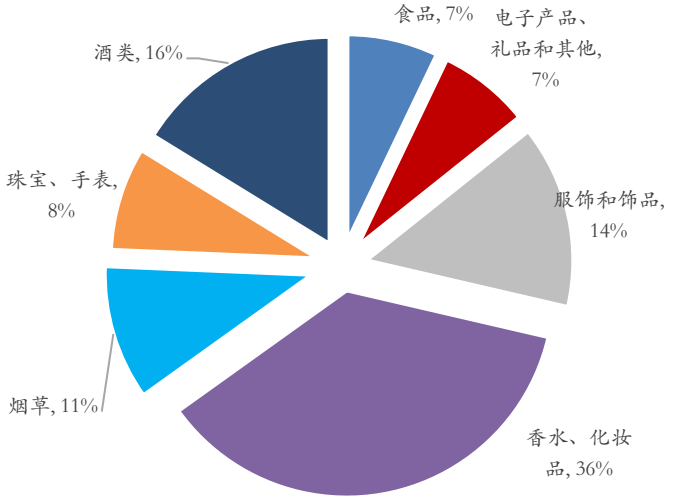
消费品类中，香水及化妆品的免税销售额占比近 4 成。从全球 2018 年各品类的免税销售额来看，销售额从高到低依次为香水及化妆品、酒类、服饰和饰品、烟草。可以看到，香水和化妆品的占比最高达到 36%，同时也是主要推动免税零售额增长的品类。我们认为原因或是在于化妆品和香水、酒类等的进口税率较高，同时总价上相比珠宝和腕表更低。

图表 20 全球各销售渠道免税零售额：机场占比最高



资料来源：Generation Research，Moodie Davitt Report，华安证券研究所

图表 21 全球免税品类：香水及化妆品销售额最高



资料来源：Generation Research，Moodie Davitt Report，华安证券研究所

3.3 重点关注标的

免税店及海南板块中重点关注机场、消费、免税等休闲相关标的，标的关注中国中免、王府井、百联股份、海汽集团。

中国中免：月涨幅 5.7%。行业龙头，主要从事旅行社业务和免税业务。2020 年中报显示，在大力促销下，海南离岛免税营业收入同比增长。

王府井：月涨幅-3.3%。全国性连锁零售企业，2017 年进行重大资产重组。在政策和牌照壁垒较高的免税行业获得免税牌照。

百联股份：月涨幅 4.9%。百联集团下的核心企业，已申请免税牌照。

海汽集团：月涨幅-10%。全国交通百强企业，今年 5 月股权注入后海汽集团并入海旅旅投，是集团下唯一上市公司。

图表 22 海南及免税店板块建议关注标的

标的	月涨幅	市值（亿元）	PE_TTM
中国中免 601888.SH	5.7%	4,292	188
王府井 600859.SH	-3.3%	385	144
百联股份 600827.SH	4.9%	294	48
海汽集团 603069.SH	-10%	101	-139

资料来源：Wind，华安证券研究所

风险提示：

经济复苏不及预期；中美关系摩擦超预期；政策过早转向。

华安证券 HUAAN RESEARCH

重要声明

分析师声明

本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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。