国都证券 GUODU SECURITIES

策略研究

国都投资研究周报 2020.8.31-9.4

本周策略：

结构牛中期换挡，业绩驱动力释放

一、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，近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。

结构性牛市中途换挡期，指数进入震荡；近一月在“经济恢复放缓、流动性收敛”内部压力、及美国当局为捞取政治利益而时不时发难于中国的外部扰动因素，大盘指数进入区间反复震荡期，风格阶段性逆转，即此前的高估值、绩优高价股领跌调整，而中低估值、亏损低价股逆势上涨，也是对过去一年风格大幅偏向前者的适度修正。

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。

7 月规模以上工业企业利润同比+19.6%，较前值提升 8.1 个百分点，连续第 5 个月回升，并创近两年新高；其中制造业利润大升，汽车、电子、金属冶炼加工业增速提升明显。同时，受到单位成本费用下降、投资收益增加等驱动，7 月工业企业利润率同比继续提升至 14.1%。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

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3403.81	0.68
沪深 300	4844.27	2.66
深证成指	13851.32	2.77
中小板综	13021.17	1.10
创业板指	2757.84	4.76
恒生指数	25422.06	1.23
恒生中国企业指数	10182.83	-0.29
恒生沪深港通 AH 股溢价	140.62	2.28
标普 500	3508.01	3.26
纳斯达克指数	11695.63	3.39
MSCI 新兴市场	1121.60	2.72

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	42.93	1.61
纽约期金	1972.60	1.29
伦敦期铜	6674.00	2.84
伦敦期铝	1798.00	1.70
波罗的海干散货	1488.00	0.47

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。

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。

近 22 年 A 股共退市 122 家；按退市类型，连续亏损、违法违规、吸收合并、私有化、证券置换各 54、23、35、9、1 家；A 股近十年年均退市率仅 0.35%，远低于同期纳斯达克、纽交所的 5.1%、6.7%（年均退市公司数达 160、100 家附近）；近两年注册制试点下退市数量持续增加，年内已退市 13 家；若参照美股退市率经验数据，未来注册制 IPO 与退市常态化并行以实现优胜劣汰，预计 A 股退市公司将由此前的个位数上升至 100-200 家。

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。

近期证监会召开的系统年中工作会议，重点提出了资本市场几大工作主线，包括落实“六稳”“六保”中进一步体现资本市场担当作为、聚焦“建制度”主线、践行“不干预”理念、落实“零容忍”要求、把握好改革的时度效以平稳推进资本市场全面深化改革落地实施、推进资本市场高水平双向开放等；预示着我国资本市场制度改革红利有望持续释放。

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。

二、A 股业绩简要回顾与展望：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、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。**

一从业绩累计增速来看，20H1 全 A、扣除金融石油石化的 A 股、中小板、创业板、科创板的营收累计同比增速各为-2.9%、-1.6%、-1.0%、-0.5%、+1.7%，归母净利润累计同比增速分别为-18.2%、-15.2%、+7.1%、+12.8%、+27.4%；其中营收累计同比增速均较 20Q1 疫情暴发与集中防控期的-9%至-11%的同比降幅显著收窄，而归母净利润同比增速改善方面，全 A、科创板各环比提升 6、8 个百分点附近，而非金融两油 A 股、中小板、创业板环比大幅提升 27、24、39 个百分点，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。

二按单季度业绩变化来看，2Q20 全 A、扣除金融石油石化的 A 股、中小板、创业板、科创板的营收同比增速各为+2.7%、+6.8%、+5.9%、+8.5%、+4.8%，归母净利润同比增速分别为-13.1%、+7.1%、+24.9%、+41.3%、+28.3%；其中营收同比增速均较 1Q20 环比提升 11-19 个百分点不等，全 A、科创板的净利润同比增速各环比提升 11、9 个百分点，而非金融两油 A 股、中小板、创业板环比大幅提升 48、42、67 个百分点。

2、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 2.0%-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 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）。

20 第一、二季度名义 GDP 同比增速分别为-5.3%、+3.1%，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 净利润高达+50%附近。

3、**盈利能力：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，**中小创回升显著，2Q20 中小板（剔除金融，下同）、创业板的毛利率各为 23.5%、31.8%，环比、同比回升均在 1.0、2.0 个百分点附近，两者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，2Q20 全 A、剔除金融两油的全 A 的毛利率各为 18.6%、18.5%，环比提升 0.8、0.1 个百分点，同比仍均下滑 1 个百分点附近，但预计随着 PPI 趋势回升，预计主板毛利率回升趋势有望延续；科创板整体毛利率环比下滑 2.2 个百分点至 34.8%，或于样本数扩容后二季度新上市公司拉低所致。

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，中期或转为稳中缓升。今年上半年受疫情影响，上市公司的销售费用率普遍下降，2Q20 各板块的销售费率环比、同比降幅普遍在 0.3-0.7 个百分点不等；管理费率方面，2Q20 各板块环比下降明显，达 0.5-1.5 个百分点不等，但 2Q20 同比变化有升有降，其中非金融两油 A 股、中小板、创业板同比基本持平，全 A 上升 0.5 个百分点至 6.8%；财务费率方面，2Q20 各板块环比下降 0.3-0.4 个百分点（科创板环比上升 0.9 个百分点至-0.6%，系 IPO 募集资金使用进度利息收入下降所致），同比方面，创业板下降幅度达 0.3 个百分点而中小板上升 0.2 个百分点，其余板块基本持平。

综合来看，各板块的三项费率同比、环比普遍下降，其中环比降幅顺序为科创板>创业板>中小板>非金融两油 A 股>全部 A 股，环比降幅在 2.4-1.1 个百分点不等；同比变化方面，除全 A 上升 0.3 个百分点至 12.4%之外，其余板块同比下降 0.3-0.5 个百分点（科创板缺乏去年数据）。

得益于以上三项费率的压缩，2Q20 各板块的净利率改善幅度普遍高于毛利率，且同比、环比普遍回升（仅全 A 的净利率同比下降 1.4 个百分点），其中中小板、创业板、科创板板升幅居前。2Q20 全 A、扣除金融石油石化的 A 股、中小板、创业板、科创板的净利率分别为 8.5%、6.8%、8.5%、12.1%、15.4%，环比升幅依次达+0.3、+2.5、+3.2、+5.4、3.8 个百分点。

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、融资成本缓降下基本持稳）后，预计净利率主要取决于毛利率变化；结合以上方面，我们预计主板毛利率有望底部回升，中小创板毛利率稳中有升，但受三项费率整体缓升影响，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，已触底连升两季，预计回升。从近几年的单季度 ROE（扣非，下同）变化曲线变化来看，全 A、扣除金融石油石化的 A 股、中小板、创业板的 ROE 普遍自 2Q18 阶段高点趋势回落，并分别在 4Q18、4Q19 两度快速探底(主要受年末大幅计提商誉减值所致)，整体趋势下行六个季度后至 4Q19 真正探底。

自 1Q20 起，A 股主要板块的 ROE 环比连升两季，2Q20 全 A、扣除金融石油石化的 A 股、中小板、创业板、科创板的扣非 ROE 分别为 2.1%、2.2%、2.5%、2.4%、2.4%，环比各提升+0.3、+1.2、+1.4、+1.4、+1.4 个百分点，同比变化-0.6、-0.1、+0.5、+0.7 个百分点（科创板缺乏去年基数）。

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，如上分析，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提升而上行、资产负债率在宽信用政策缓升，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。

4、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）有望回暖，优质消费品与科技股业绩增长有望延续

1）当前业绩亮点板块：上半年国内外疫情蔓延扩散影响下，业绩亮点主要集中于必需消费品与部分科技板块，包括农林牧渔、**食品饮料、医药器械等，净利润同比增长均在两位数以上**；同时，电子、通信两大科技板块，及国防

军工、电气设备（光伏与工控龙头贡献为主）、券商的业绩也靓丽。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。

2）中期展望：部分顺周期及可选消费品有望回暖。上半年受疫情持续影响，顺周期（化工、建材、保险、银行）及可选消费板块业绩持续承压，中期展望，随着国内经济逐季恢复上行及线下消费**（家电家居、汽车、旅游、文化传媒等）**正常化，业绩已基本探底，预计有望逐季回暖。

三、中期风格展望：近期风格收敛，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，风格已由分化进入趋同阶段，与目前市场实际表现基本一致。**

四、近期市场研判：扰动压力释放殆尽，靴子落地信心渐升

1、扰动压力缓释殆尽一：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 3.0%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（前三周央行公开市场连续净投放，以缓冲近期资金紧平衡压力），降准降息仍有可能（具体兑现时点主要取决于国内经济下行压力），流动性合理充裕仍可期，对权益类资产提供较好的流动性支撑。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、公司业绩增速逐季好转驱动为主。

同时，近日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，或促使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，过去一个多月的美国总统候选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。此外，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，双方经贸磋商负责人最新通话表示，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、**靴子落地信心渐升。**压制近期市场参与反弹信心两大因素，主要为创业板注册制改革落地后首演将如何？及中报业绩收官与业绩预期如何？一注册制改革推广落地方面，参考注册制发行的首批科创板上市交易的首演及过去一年多的稳定表现，预计创业板注册制发行的首批 18 家公司资金分流十分有限、创业板股票涨跌幅倍增后的交易大概率平稳过渡适应。未来随着注册制全面推广实行，及新证券法下退市常态化实施，资本市场的优胜劣汰的投融资生态与资源配置制度逐步形成，有望逐步改善上市公司质量、吸引中长线资金、优化投资者结构等，促进我国资本市场行稳致远。

上周首批 18 家创业板注册制发行上市交易、所有创业板个股每日涨跌幅倍增，创业板交易额占比由均值线 17%附近显著跳升至历史新高 30%附近，预计本周起随着新股不设涨跌幅的五日窗口期结束，投机博弈资金或将退潮创业板，对主板、科创板的资金分流影响下降，预计本周起资金在主要板块间的交易占比或将重新回归合理均衡区间。

二业绩预期方面，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。

五、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+7.60%；农林牧渔（中信）涨跌幅+1.82%；沪深 300 涨跌幅+2.66%。

二、价格跟踪：

茅台一批价：2700 元左右，**部分区域至 2750 元；**

五粮液一批价：960-970 元。

三、食品饮料中报总结：

1、白酒：

1）超预期：泸州老窖、汾酒、酒鬼酒等，其中体现为单二季度收入正增长，利润增速双位数以上；

符合预期：茅台、五粮液、古井、顺鑫；

低预期：洋河、水井坊、口子窖等，单二季度仍旧下滑，并且幅度较大；

2）板块整体看 H1 收入+2%、利润+8%，**呈现特点：**

单二季度环比改善：体现为收入转正，或降幅缩窄；

利润端弹性更大：疫情导致费用投入降低，产品结构升级（高端表现更好）；

分化加剧：高端和低端更稳（茅五泸汾顺），维持正增长，而次高端和中档酒则表现较差，收入和利润双下滑。

3）投资观点：

随着中报落地，超预期标的短期进攻性或更强；对于低预期标的中报靴子落地，下半年随着市场对中秋和国庆旺季消费预期逐步提升，尤其是茅台批价持续走高 2750 元的高位，给诸多酒企下半年迎来较好的外部环境，量价操作动作更高，环比改善预期加大；估值角度看，随着中报落地，板块估值切换行情或提前到来，诸多酒企估值对应 21 年在 30x 以下，龙头茅台也在 40x 以下，中长期估值合理，考虑行业高壁垒性估值溢价有望长享。**短期推荐：老窖、古井、水井坊、顺鑫，**中长期持续重点看好高端酒的**茅五泸汾。**

2、大众品：

大众品：大众品中报普遍超预期，主要是大众品作为刚需消费品，部分产品消费端更是受益于疫情，叠加二季度渠道补库存，以及渠道费用投入降低，大众品普遍业绩超预期，如**伊利、千禾、天味、榨菜、中炬、三全、安井、安琪**等业绩均高增长显著超预期。

短期：我们认为大众品仍有中报业绩超预期行情，**尤其是本周才公告的伊利有望迎来业绩超预期和估值修复（大作品中估值具有优势）行情**，同时**涪陵榨菜、千禾味业等短期业绩行业或仍可维持；**中长期，部分大众品个股估值处于历史相对高位，或透支了部分业绩；中长期持有公司所处赛道优，中长期成长性足，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、推荐个股

重点推荐：茅台、泸州老窖、千禾味业、涪陵榨菜；

其他：**伊利、五粮液、汾酒、顺鑫、水井坊、海天等。**

五、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、家电板块营收 Q1 下降较大，Q2 环比好转

由于疫情影响，安装属性强的白电和大厨电 Q1 需求下滑较大，而小家电板块则由于宅家和方便线上购买，销量表现不错。Q2 时期，由于国内疫情已经受控，经济迅速恢复，安装活动恢复正常，因此行业在快速好转。因此 2020Q1 及 Q2 家电板块收入增速分别为-24%和-0.1%，销量环比好转，房地产竣工因素也在推动家电销量提升。

从行业整个需求影响大小排列看，厨电受影响最大，2020Q1、Q2 营收同比-34%和-2.2%。之后是黑电，2020Q1、Q2 营收分别同比-33%和-0.1%。白电次之，2020Q1、Q2 营收分别同比-28%和-0.5%，最后是小家电，2020Q1、Q2 营收同比-16%和+13%。小家电板块在 2 季度迅速恢复较高增长。小家电由于线上占比高，安装属性弱，地产对其影响小。且人们宅家做饭需求增长，需求结构性受益，整体上算是疫情受益股。

二、家电板块业绩下滑比营收更大

家电板块企业的业绩整体上受疫情影响也很大，不过各细分板块严重程度不一。2020Q1、Q2 整体业绩同比-49%、-8.9%。2020Q1 和 Q2 各板块净利润出现不同程度的下滑，原因在于收入下滑以及费用刚性。其中白电、黑电、厨电板块行业下滑严重。白电板块，由于空调行业受安装属性影响大，Q1\Q2 业绩同比-50.7%和-21.7%。厨电板块，Q1 下滑较严重，为-37.2%，Q2 好转，主要是疫情受控安装恢复和竣工精装修影响，仅同比下滑 1.1%。小家电由于疫情期间市场需求上升，行业整体利润受影响最小，Q1\Q2 同比-8.3%和+14.4%。而且主要的小家电公司苏泊尔、九阳股份、新宝股份、小熊电器更是实现业绩逆势增长。

三、未来展望与投资建议：

展望未来：家电作为可选消费，1 季度受疫情影响较大，2 季度营收和业绩环比好转。展望后半年，随着经济活动与竣工装修逐步恢复，需求将会逐季改善，板块基本面改善明确。同时，在疫情影响下，小家电新兴品类加速渗透。

投资策略：

（1）在市场流动性宽松背景下，具备稳定业绩、现金流良好的公司有望获得市场的配置。现阶段白电估值接近较低，可以缓慢布局白电龙头，主要标的有：美的集团、格力电器、海尔智家。

（2）在新消费升级背景下，具有新品类成长逻辑的小家电企业具备投资价值。主要标的是：新宝股份、九阳股份、苏泊尔、小熊电器。

（3）地产竣工恢复，与精装修相关需求有望加速释放。主要标的：老板电器。

医药生物（傅达理）

一、市场表现回顾

本周医药生物（SW）板块单周上涨 4%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 4 位，同期沪深 300 指数上涨 2.66%，中小板指数上涨 2.35%，创业板指数上涨 4.76%。细分子版块来看，所有细分板块全部上涨，化学制药上涨 3.41%，生物制品上涨 1.55%，医疗器械上涨 4.09%，医药商业上涨 2.90%，中药上涨 4.55%，医疗服务大涨 9.51%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是吉药控股（+24.62%）、东宝生物（+20.96%）、信邦制药（+18.75%）、昭衍新药(+15.35%)和山河药辅(+15.32%)；而跌幅最大的前五家公司分别是天智航-U(-27.96%)、键凯科技(-26.25%)、康希诺（-25.02%）、康泰医学（-23.05%）和维康药业（-14.60%）。

二、本周主要观点

医药生物 2020 年中报回顾，Q2 收入及利润端快速修复。截至 8 月 30 日，A 股医药上市公司已基本全部披露 2020 年中报，整体来看，2020H1 医药生物（SW）板块合计实现营业收入 8459.00 亿元，同比下降 2.29%，合计实现归母净利润 800.73 亿元，同比增长+10.62%。Q2 随着国内新冠疫情趋于稳定，终端医疗机构陆续恢复正常营业，带动医药生物板块收入及利润逐渐修复（Q1 医药生物板块营业收入及归母净利润增速分别为-17.97%、-7.73%），收入端增速显著回升，利润端增速已实现同比双位数增长。盈利能力来看，ROE 方面，2020H1 医药生物板块整体 ROE 为+6.22%，基本较去年同期（+6.20%）持平；整体毛利率为+34.64%，与去年同期（+34.60%）持平；净利率（+10.20%）同比提升显著，较去年同期增加 1.16 个百分点，我们判断主要是疫情期间相关市场营销费用及差旅费下降所致。

细分子版块表现不一，医疗器械板块表现突出。细分板块来看，化学制药板块 2020H1 实现营业收入 1955.60 亿元，同比下降 7.43%，实现归母净利润 234.16 亿元，同比增长 2.48%；中药板块实现营业收入 1450.27 亿元，同比下降 9.96%，实现归母净利润 136.67 亿元，同比下降 25.48%；生物制品板块实现营业收入 551.22 亿元，同比下降 2.76%，实现归母净利润 96.31 亿元，同比增长 14.25%；医药商业板块实现营业收入 3410.77 亿元，同比下降 2.33%，实现归母净利润 92.26 亿元，同比增长 2.58%；医疗服务板块实现营业收入 293.39 亿元，同比下降 2.37%，实现归母净利润 32.69 亿元，同比增长 17.65%；医疗器械板块实现收入 797.75 亿元，同比增长 38.86%，实现归母净利润 208.65 亿元，同比大幅增长 89.83%。医疗器械板块 2020H1 表现突出，主要因为新冠疫情爆发，抗疫相关医疗设备、新冠检测试剂等需求大幅提升，带动医疗器械行业业绩大幅增长。Q2 单季度来看，医药生物各细分子行业营收端增速均已回正，较 Q1 环比大幅改善；利润端除中药板块继续下滑外，其他细分板块利润增速同样均已恢复正增长，较 Q1 大幅改善。

三、行业动态跟踪

1、8 月 26 日国家医保局发布《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。

2、2019 年度中国医药工业百强榜发布，扬子江、广州医药、国药集团位列前三，恒瑞医药首次进入前十。

四、投资策略

2020 中报已于本周披露完毕，从中报可以看出，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、复星医药、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）医疗消费属性较强标的：智飞生物、康泰生物、沃森生物、长春高新、欧普康视、爱博医疗等。

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）

宏观数据看，2020 年 1-6 月份，社会消费品零售总额 17.23 万亿，同比下降 11.4%。1-6 月份，商品零售 15.76 万亿，同比下降 8.7%；餐饮收入 1.46 万亿，下降 32.8%。1-6 月份限额以上零售业单位中的超市零售额同比增长 3.8%，百货店、专业店和专卖店分别下降 23.6%、14.1%和 14.4%。 全国网上零售额 51501 亿元，同比增长 7.3%，比 1-5

月提高 2.8 个百分点。其中，实物商品网上零售额 43481 亿元，增长 14.3%，占社会消费品零售总额的比重为 25.2%；在实物商品网上零售额中，吃类和用类商品分别增长 38.8%和 17.3%，穿类商品下降 2.9%。

疫情导致上半年线下消费较为疲软，必选消费表现较优，可选消费乏力复苏弱于预期；同时疫情导致消费者消费习惯加速变迁，必选消费线上化和高端消费线上化并行，网购渗透率进一步提升。我们认为下半年，内需是经济拉动和解决就业重点，消费升级、回流逻辑不变，消费将呈现稳步增长，品牌结构、渠道结构的调整会比较显著。

截止 2020 年 8 月 30 日，中信商贸零售板块 111 家企业全部公布中报，其中收入同比增加 24 家，归母净利润同比增加 35 家，扣非后净利润同比增加 35 家。商贸零售板块中报营业收入合计 7650.17 亿元，同比下降 10.05%，归母净利润合计 138.18 亿元，同比下降 48.35%；细分板块看，贸易和专营连锁实现收入正增长，分别为 3.79%和 0.99%，一般零售、电商服务、专业市场经营收入同比下滑 27.53%、11.53%和 16.32%；一般零售/贸易 /专营连锁/电商服务/专业市场经营归母净利润同比分别下滑 52.54%/20.95%/55.75%/77.03%/42.56%。

重点细分板块分析：

2020 中报，百货板块收入 311.29 亿元，同比下滑 58.95%，归母净利润 9.11 亿元，同比下滑 84.67%。疫情导致百货门店消费场景缺失，损失严重，上半年消费回补不及预期，百货龙头王府井拿下免税牌照，市场对消费回流免税巨大空间预期强烈，推动王府井、百联股份等具有免税概念个股估值不断提升，业绩与估值存在一定背离。重庆百货在物美步步高完成混改参与后，经营效率改善明显，数字化运营能力显著提升，净利润同比实现 11.62%增长，后续随着磨合不断深入，有望带来经营效率持续提升。我们认为百货竞争力提升本质上仍应来自效率提升，并购、混改、自有品牌、数字化等本质上都是带来效率改善，增强客户黏性，免税等事件带来部分百货企业经营范围扩大和天花板打开，但最终仍是经营效率的竞争。

2020 中报，超市及便利店板块收入 1317.16 亿元，同比下滑 0.05%，归母净利润 31 亿元，同比增加 2.9%。疫情期间生鲜等必选消费刚需韧性较大，安全卫生环境给消费者更多信赖感，疫情也同样推动超市加快数字化转型和到家业务，疫情后龙头凭借供应链能力和服务能力实现消费者留存。永辉超市、红旗连锁和家家悦业绩表现优异，归母净利润同比增长 35.36%、10.24%和 26.99%。

2020 年中报，专业连锁板块收入 1431.49 亿元，同比增长 0.99%，归母净利润 22.62 亿元，同比下降 55.75%，其中珠宝首饰及钟表细分归母净利润下降 68.53%，损失最为严重。老凤祥受益于金价上行及渠道囤货，业绩表现较优，归母净利润同比增 0.24%。

周期股

房地产（王双、于伯菲）

本周房地产板块下跌 0.92%，沪深 300 上涨 2.66%，上综上涨 0.68%。板块跑输大盘指数。

本周房企基本披露完毕中报业绩，其中房企平均收入同比增长为 5.9%，净利润同比下滑 2.8%。毛利率方面为 27.56%，平均下滑 5.56 个百分点，销售净利率 12.2%，平均下滑 1.32 个百分点。资产负债率方面为 79.39%，同比下滑 0.84 个百分点。整体来看在疫情影响下，房企增长下滑至个位数，净利润增速同比下滑较为明显，仅有龙头房企依旧保持小幅增长。毛利率方面下滑较为严重，主要仍未结转低毛利率项目所导致。但是目前俩看，从 4 月开始销售逐渐反弹，已然持续 4 个月左右，单月同比增长水平高于去年，预计 Q3Q4 有望完成上半年推盘量。全年业绩来看，房企分化将持续加速，龙头房企依然保持强者恒强的地位。

展望 Q3Q4，根据以往经验约 60%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 0.91%，上证指数上涨 0.68%，行业指数跑赢大盘指数。其中涨幅居前的板块是其他橡胶制品、改性塑料、聚氨酯；跌幅较大的板块炭黑、石油贸易、氯碱。

二、行业观点：

MDI9 月份挂牌价上调：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,亨斯迈上调 1700 元/吨，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。近期海外美国遭遇飓风天气，科思创 8 月 25 日开始对 TDI、MDI、PC 装置停车应对。

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 8 月份价格上调：8 月，金红石型钛白粉市场主流报价为 12000-14000 元/吨，锐钛型钛白粉主流报价为 10000-11500 元/吨，氯化法钛白粉则为 15500-17000 元/吨。受钛精矿、硫酸等原料成本影响，钛白粉价格于 8 月初再次开启上调模式，本月共计 24 家硫酸法钛白粉厂商宣布近期价格上调；钛白粉下游需求仍未恢复到预期，部分厂家的调价并未得到有效落实。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 2.12-2.15 万元/吨，个别企业上调至 2.18 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

本周上证综指同比上涨0.68%%，收于3404点，创业板指同比上涨4.76%，沪深300同比上涨2.66%，机械设备同比上涨2.91%，跑赢沪深300指0.25pct。

二、机械板块中报：工程机械大幅反弹，光伏、半导体设备等继续走强

1、经济加速恢复，但细分板块继续分化。一季度受疫情影响，机械各细分板块均有不同程度下滑。二季度，随着国内已经缓解，经济逐步恢复。根据统计样本，2020H1机械板块实现收入增速3.62%，归母净利润增速8.52%。

具体看，周期板块中，工程机械、煤炭机械反弹明显，2020H1分别实现归母净利润增速28.81%、28.45%，而轨交设备则归母净利润则下滑26.29%。新兴成长板块中，锂电设备板块归母净利润下滑14.66%，向后看我们认为板块业绩将触底反弹；光伏、半导体半导体设备分别实现15.45%、24.86%的增长；机器人、激光器以及物流自动化设备板块则分别实现20.27%、9.97%、8.45%的增长。

（1）工程机械：基建托底经济，房地产投资保持韧性，板块强劲反弹

1）基建及房地产投资继续改善，挖机销售走强。1-7月全国房地产开发投资75325亿元，同比增长3.4%， 增速比1-6月份提高1.5个百分点；基础设施投资同比下降1.0%，降幅比1-6月份收窄1.7个百分点。从挖机销售数据看，2020年1-7月，共销售挖掘机189535台，同比增长26.7%。

2）毛利率或有下降，净利率均有所提升。上半年各龙头公司毛利率，除恒立液压外，总体趋于略有下降，但净利率除徐工机械、浙江鼎力外，均有明显提升，主要是由于受疫情影响，销售费用等期间费用有所下降，进而带来盈利能力提升。

3）向后看，我们继续看好工程机械板块。我们认为下半年基建投资将继续走强，支撑行业需求。目前整机厂估值仍较低，建议重点关注徐工机械、中联重科、三一重工等，此外推荐关注恒立液压、浙江鼎力等。

（2）光伏设备：龙头公司在手订单充沛，异质结、大硅片等技术产业化可期

1）净利率均有所下降，但净利润增速有所分化。从盈利能力看，各公司毛利率、净利率均有所下滑，光伏平价压力向上游传导，设备性价比提升导致毛利率下滑。从净利润增速看，迈为股份保持强劲增长，捷佳伟创增速同比有所下滑，而硅片环节晶盛机电业绩触底向上。

2）合同负债大增表明龙头公司在手订单仍较充沛。2020H1捷佳伟创公司合同负债26.07亿元，同比增加49.06%；迈为股份合同负债16.15亿元，同比增加43.68%；晶盛机电合同负债14.25亿元，同比增加87.65%。

3）平价时代来临，异质结、大硅片等产业化将带来设备增量需求。我们认为随着平价时代来临，市场需求将持续增长，而异质结、大硅片等新工艺、新技术将带来度电成本的进一步下降，技术更迭的同时设备订单也将大幅增长。我们继续看好迈为股份、晶盛机电、捷佳伟创板块板块优质标的。

（3）半导体设备：板块估值较高，但行业景气度同样较高

1）设备环节景气度仍较高。2020年6月北美半导体设备制造商出货额单月同比增速为14.40%，日本半导体设备制造商出货额单月同比增速为31.07%。全球半导体设备销售仍较强。

2）板块龙头个股保持强劲增长。从中报表现看，半导体设备公司盈利能力提升，净利润增速走强。我们认为随着半导体设备公司持续研发投入，产品竞争力提升，相关公司业绩将继续强劲增长。

3）板块估值仍较高，从中长期角度可重点配置。从市盈率角度看，目前国内半导体设备公司估值仍较高，相较于国际龙头公司，国内半导体设备公司仍处于快速成长期。全球半导体设备市场空间约600亿美金，中国大陆地区半导体设备销售也要达到约135亿元美金，未来进口替代空间较大，我们认为从中长期角度，板块仍具有较高配置价值。

三、军工板块：装备需求持续增长，继续看好整机厂、信息化、碳纤维等细分赛道

1、2020H1军工各细分板块业绩增长总体向好。2020H1军工板块营收增速-0.68%，归母净利润增速16.26%。我们沿产业链进行划分，重点分析航空、陆装以及航天等领域，且以航空为主。2020H1整机厂、分系统及零部件、信息化、原材料收入增速分别为-0.30%、3.77%、16.52%、19.88%；归母净利润增速分别为32.89%、15.92%、38.17%、3.56%，各细分板块均保持较强的业绩增长。

2、板块受疫情影响较小，优质公司增速强劲。我们上半年明确提出，军工为内需、刚需板块，受疫情影响较小，中报业绩也进一步印证了我们的判断。从业绩表现看，新材料、信息化等领域优质公司业绩弹性更大，分系统及零部件环节公司相对稳健，而整机厂由于交付节奏、产品结构、补贴等因素，利润表现出现明显分化，但整体看增长均较为强劲。

3、板块迎来估值需求，但业绩将持续向好。板块从6月下旬到8月上旬期间，迎来了一轮强劲的上涨，相关个股估值得到明显修复，部分个股估值存在合理偏高的现象。从行业看，习主席强调要加快机械化信息化智能化融合发展，全面加强练兵备战，确保实现国防和军队现代化目标任务。我们认为装备需求在未来一段时间有望持续提升，并带动相关公司业绩增长。从具体标的上，我们继续推荐中直股份、中航高科、光威复材、景嘉微等优质个股。

四、重点个股

工程机械：徐工机械、中联重科、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、金属价格下跌致行业盈利能力下滑，Q2趋于好转

在主要金属品种中，2020年初各类金属价格均出现不同程度下跌，在受疫情持续影响、全球央行相继进行宽松货币政策的宏观经济背景下，贵金属持续走强，而以实体经济需求为代表的工业金属价格年初普遍下跌，多数基本金属跌破了矿山的90分位成本线。二季度以来随着欧美疫情的缓解以及国内消费复苏状况良好，叠加库存在相对低位，大部分基本金属价格都出现了不同程度的反弹，部分已突破疫情前水平，有色金属行业的盈利状况和产品价格存在较强的相关性， 2020年年初的疫情使得全球有色金属消费受到了极大的抑制，促使商品价格大幅下跌，进而导致行业利润大幅下修。

2020H1行业营收同比平稳增长，贵金属及稀有金属表现较好。2020H1年行业实现营收9053.41亿元，同比增长12.67%。但是针对不同方向分化较大，其中黄金和稀有金属行业营收维持双位数增长，而工业金属和金属及非金属新材料增速较低。

2020H1行业归母净利润同比下滑32.85%，环比Q1趋于好转。2020H1有色金属行业实现归母净利润136.26亿元，同

比下降32.85%。受益于黄金价格大幅上涨，贵金属行业归母净利润增速继续提高，其他板块受到产品价格及下游需求下滑等因素导致行业整体归母净利润进一步下滑。其中2020Q1行业实现归母净利润49亿元，同比下降45.56%。Q2以来随着疫情影响的边际减弱及产品价格的反弹，行业的盈利状况出现好转。

二、新材料细分行业概况：子板块表现分化不一，军工材料和半导体靶材表现较好

另外针对2020年中报，我们同时选取了新材料7个细分方向的39家上市公司作为样本进行统计分析。由于子板块对应的下游方向不一，子板块表现分化较大。从盈利能利上看，军工新材料、半导体靶材两个细分方向2020H1均表现较好。

军工新材料：军工上游材料板块20H1归母净利润同比增长21.55%，基于国防现代化建设面临的迫切需求，军工领域需求相对独立，军费保持稳定增长，新一代主战装备列装也有望加速。而诸如高端钛材、高温合金、高品质复合材料、各类高强度金属及其合金等材料需求出现较快增长，其对新材料的需求主要来自两大方面，一是渗透率的提升、新研装备不断增加应用比例，二是新增的军品订单，上游景气度较高，成长性凸显。

半导体靶材：靶材板块几家公司20H1归母净利润均保持了较快增速，板块归母净利润同比增长57.49%，靶材是半导体、显示面板等的关键核心材料，2019年全球靶材市场预计在160亿美元左右，国内总需求占比超 30%，但可自主生产的市场规模不足2%，伴随高端制造业产业链持续向国内转移，靶材供应正逐渐从国外切换到国内，国产替代空间明显。

三、投资建议

1、**军工新材料**：基于国防现代化建设面临的迫切需求，军工领域需求相对独立，军费保持稳定增长，新一代主战装备列装也有望加速。而诸如高温合金、高品质复合材料、各类高强度金属及其合金等材料需求出现较快增长，随着渗透率的提高，新材料的增速要远高于军工行业的平均增速，上游景气度较高，成长性凸显，推荐西部超导、火炬电子、钢研高纳

2、**半导体材料**：在全球贸易摩擦和科技竞争大背景下，美国对华为的技术封锁事件，叠加中美关系紧张情绪再度升温，或将促使关键材料国产化进程加快，推荐菲利华、隆华科技、博威合金等材料类公司

3、**新能源金属**：全球新能源车政策不断加码，下半年或将是一个重要的时间拐点，随着新能源汽车市场等新兴和传统消费的恢复，将拉动钴锂等核心材料需求，看好后续钴价反弹和锂价筑底企稳，推荐赣锋锂业、华友钴业

4、**贵金属、铜板块等**：受益于流动性宽松+弱势美元+通胀预期+需求端的修复，看好黄金、白银以及铜等工业金属的趋势性上涨行情，推荐紫金矿业、赤峰黄金、盛达资源等。

四、风险提示

宏观经济形势不及预期、下游需求低于预期、国产替代不及预期、产品价格波动风险

成长股

汽车（王树宝）

一、收入，2020 上半年同比-14%。汽车板块 2020 年上半年合计实现营收 10897 亿元，同比-14%；其中乘用车、卡车、客车、零部件分别实现收入 5429、778、208、3285 亿元，同比分别-8%、+7%、-31%、-24%。卡车需求受基建带动表现强劲，收入好于其他细分。

二、毛利，2020 年上半年-23%。汽车板块 2020 年上半年合计实现毛利 1551 亿元，同比-23%；其中乘用车、卡车、客车、零部件分别实现毛利 689、96、28、606 亿元，同比分别-18%、+4%、-46%、-28%；卡车领域实现逆势增长。

三、净利润，2020 年上半年-38%。汽车板块 2020 年合计实现净利 344 亿元，同比-38%；其中乘用车、卡车、客车、零部件分别实现净利 191 亿元（-19%）、15.5 亿元（+10%）、亏损 1.6 亿元（-）、146 亿元（-47%）。

四、个股：龙头企业净利降幅 40-60%。（1）收入，乘用车领域上汽、比亚迪、长城、长安、广汽 2020 年上半年收入分为：2837、605、359、328、256 亿元，同比分别为-25%、-3%、-13%、+10%、-10%。

零部件领域潍柴动力、华域汽车、福耀玻璃、星宇股份、拓普集团、新泉股份、伯特利、旭升股份 2020 年上半年收入分别为：945、536、81、29、26、15、12、7 亿元，同比分别+4%、-24%、-21%、+6%、+5%、+8%、-11%、+32%。

（2）净利，乘用车领域上汽、比亚迪、长城、长安、广汽 2020 上半年净利分别为 109.9、23.8、11.5、26.0、23.4 亿元，同比分别为-40%、+45%、-26%、长安去年同期（亏损 26.5 亿元）、-53%。

零部件领域潍柴动力、华域汽车、福耀玻璃、星宇股份、拓普集团、新泉股份、伯特利、旭升股份 2020 年上半年净利分别为：57、17、9.6、3.9、2.2、0.97、1.9、1.4 亿元，同比分别-17%、-62%、-36%、+15%、+2.3%、+3.9%、-12.2%、+66%。

五、投资标的：重点推荐整车领域的长安汽车、长城汽车、比亚迪；零部件领域的华域汽车、伯特利、新泉股份、旭升股份。

六、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）

本周上证综指上涨 0.68%，创业板指数上涨 4.76%；申万通信指数上涨 0.31%，申万电子指数上涨 1.14%。

截至本周末，通信半年报基本披露完毕，2020 年上半年，通信板块整体共实现营业收入约 5202.24 亿元，同比下滑 4.23%，板块共实现归母净利润合计 198.47 亿元，同比下跌了 16.1%。在剔除了中国联通和中兴通讯后，通信板块整体实现营业收入为 3226.28 亿元,同比下滑 8.77%,板块整体实现归母净利润合计 146.46 亿元,同比下降 23.5%。2020 年一季度过后，国内新冠疫情逐步得到控制，2020 年二季度单季度通信板块整体实现营业收入约 2756.84 亿元，环比一季度增长 12.46%。但 2020 年二季度后疫情在全球化爆发，虽然全国范围快速复工复产，但海外疫情随即爆发。通信企业在产业链供应、人员流动及海外订单推进方面受疫情影响较大，导致 2020 年上半年通信板块整体营业收入及归母净利润同比均在下滑。5 月份后，中美关系风云变幻，515 和 817 两次窗口事件给通信产业链带来了不确定性。 上半年 5G 基建上游板块业绩相对稳健，5G 带来的业绩增量开始显现，其中光模块表现最亮眼，PCB、环形器&隔离器、连接器和 FPGA 等板块业绩各领风骚。同时，在阿里、腾讯分别宣布“2000 亿及 5000 亿投资计划”和“百万级服务器规模 IDC 建设”，拉动 IDC 板块业绩稳健提升，运营商无线网基建投资的外部性显现。

从毛利率看，2020 年上半年，通信板块的毛利率为 23.70%，较 2019 年上半年有微幅下降，主要由于疫情期间复工复产受阻,成本支出刚性导致。期间费用方面,通信板块 2020 年上半年的销售费用率较 2019 年上半年下降至 6.20%，管理费用整体下降趋势，2020 年终下降至 5.64%，主要体现通信公司规范化运营水平提升，而板块财务费用率攀升至了 0.82%，对板块整体业绩影响较少。

其中光器件板块是通信行业上半年表现最为突出的板块，在疫情背景下，线上经济爆发带来流量爆发，叠加中国 5G 落地，推动流量“闸门”的需求大增。2020 年上半年，光器件板块整体实现营业收入 140.75 亿元，同比增长 20.92%，增速较去年同期增加 24.85 个百分点，板块归母净利润合计 19.4 亿元，同比增长 29.32%，增速较去年同期增加 26.34 个百分点。

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，海外云计算资本开支下滑。

计算机（黄翔）

一、行情研判：

本周申万计算机指数上涨 2.26%，板块成交额 3227 亿元，沪深 300 指数上涨 2.66%。计算机行业及大盘近期处于震荡盘整阶段，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，风险偏好略有下行，而经济复苏尚未充分体现，估值较高的板块受到一定压制。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。

二、计算机行业 2020 年中报：环比改善明显，同比为业绩低点

1、计算机行业中报环比改善明显，同比企稳

（1）工信部数据显示软件行业业绩已迎来增长

1-7 月，我国软件业完成软件业务收入 42448 亿元，同比增长 8.6%，增速较去年同期回落 6.5 个百分点，较上半年提高 1.9 个百分点。1-7 月，全行业实现利润总额 5121 亿元，同比增长 5.4%，增速较上半年提高 4.1 个百分点，但较上年同期回落 4.4 个百分点。

（2）计算机行业中报环比改善，同比较低，主要因收入确认节奏影响

剔除掉 2018 年无业绩的新上市公司，我们统计了共 217 家计算机上市公司的业绩情况。

营收 Q2 改善明显：计算机行业 2020Q1 营收合计 1246.7 亿元，同比-13.6%；2020Q2 营收合计 1817.46 亿元，同比+13.6%；2020H1 营收 3064.15 亿元，同比+0.7%。

净利润 Q2 企稳，基本持平：计算机行业 2020Q1 归母净利润合计-11.55 亿元，去年同期为 81.42 亿元，同比-114.2%；2020Q2 归母净利润合计 122.25 亿元，同比+0.7%；2020H1 归母净利润合计 110.7 亿元，同比-45.4%。

利润表现弱于营收，主要因计算机行业 1）人员支出占比较大，疫情冲击导致营收下滑，但期间费用率较为刚性，2）以项目制为主，订单获取到确认收入需要时间，Q2 订单复苏，部分业绩体现在 H2。随着复工复产，后续利润逐季改善确定。

2、云、汽车 IT 增速较快，金融 IT、医疗 TI、信创网安后续将逐季改善

我们认为，计算机行业中报表现与我们此前中报前瞻的预期基本一致，云、汽车 IT 增速较快，金融 IT、医疗 TI 较为平稳，信创网安有所下滑。前期重点提示的浪潮信息、金山办公、德赛西威中报业绩均实现大幅增长。

1）云 IaaS、SaaS 不受疫情影响，持续维持高景气度

IaaS 受益云巨头资本开支增加和新基建，同比增速较快：服务器龙头浪潮信息、中科曙光，IDC 龙头宝信软件等 20Q2 业绩加速明显。其中浪潮信息净利润 2020Q2 增速相比 2020Q1 增速放缓，主要为基数效应，2019Q2 计入经常性损益的减值损失较少，以及研发费用率较低。

Iaas 业绩增速快，主要因 1）2018 年积累的产能和库存在 2019 年基本消化；2）5G、新基建拉动需求，以及云巨头资本开支上行。如 2019Q2-2020Q1，阿里巴巴资本开支同比增速分别为-43.04%、-20.72%、24.56%、36.51%，腾讯资本开支同比增速分别为-38.43%、11.01% 、269.61%、36.51%。2020Q2 阿里资本开支达大增 115%。

云计算是未来 10 年科技行业发展的主航道，预计 IaaS 本轮供需周期的高景气度将延续 3 年左右。

云 SaaS 高景气持续，Q2 云收入加速：金山办公、广联达、泛微网络实现营收和净利润的大幅增长，主要因 1）云 SaaS 模式客户粘性高，客户采购和使用以线上为主，疫情影响小，甚至使得企业线上办公意愿提升；2）云 SaaS 为订阅模式，前期沉淀预收账款，再逐月确认为收入，云收入增长具有安全垫。

金蝶网络、用友网络、石基信息营收和净利润下滑，主要因疫情影响传统业务发展。但云收入增长快，且 Q2 实际经营情况加速（疫情影响 Q1 云业务销售—以线下为主）。如用友网络 20H1 云业务收入 7.5 亿，同比+59.1%，相比 Q1 的 74.4%有所放缓，但合同负债大增，2019、20Q1、20Q2 分别为 12.68、11.68 、22.48 亿。

2）汽车 IT 受益智能网联渗透率提升和公司市占率提高， 实现快速增长

中科创达、德赛西威、华阳集团 2020H1 扣非归母净利润增速均增长 1 倍左右。在下游汽车产销量大幅回落的情况下，实现业绩大幅增长，主要受益于 1）公司竞争力较强，传统产品配套的车型增加；2）智能网联渗透率持续提升，自适应巡航、360 度全景影像、自动自主刹车等 ADAS 核心功能从 30 万以上车型向中低端渗透，公司新产品放量，带来营业收入同比增长，期间费用率降低对业绩贡献更大，主要是 1）积极推进精益经营、成本优化和研发效能提升，2）疫情期间人员数量和薪酬增速放缓。

3）金融 IT 和医疗 IT 较为平稳，后续受益下游支付能力强，叠加政策和技术推进，景气度将上行

金融 IT：证券 IT 和银行 IT 业绩表现弱于证券资讯，主要因业务以项目制为主，Q1 订单影响 Q2 业绩，而 Q2 订单需在下半年释放，展望下半年，受益下游支付能力强劲，且金融供给侧改革、银行 IT 分布式架构等政策、技术的拉动，逐季改善趋势明确。

证券资讯业绩表现较好：同花顺、东方财富受益于资本市场行情火爆，用户活跃度和付费转换能力大增，2020H1 扣非归母净利润分别同比增长 107.5%和 66.1%。

证券 IT 业绩稳定符合预期：2020H1，恒生电子营收增长 6.3%，扣非归母净利润增长 11.8%。主要因证券创业板注册制等金融创新频出，叠加下游支付能力提升，疫情结束后 Q2 增长有所加速。

银行 IT 龙头利润大增，主要受益费用率降低 ：2020H1，宇信科技和长亮科技利润大增，主要因费用率降低，如长亮科技股权激励费用同比下降 88.8%。

医疗 TI 业绩平稳：疫情影响下投入将加大，但新政策细则尚未落地，后续行业景气度将上行

卫宁健康、创业慧康：中报增速约 15%,略低于去年同期，但 Q2 已恢复正常，利润增速与收入基本一致，卫宁健康异常主要因股权激励成本增加，剔除后利润转正。

医疗 IT 景气度将上行：电子病历+医保控费等医改政策拉动医疗 IT 建设，后疫情时代医疗 IT 投入有望加大，互联网医疗、云原生等新模式将迎来落地。

4）信创、网安利润下滑，但营收 Q2 已开始复苏，且下半年景气度将较高

网络安全 Q2 营收略超预期：安恒信息、绿盟科技、深信服、奇安信收入增速较快，绿盟科技、深信服、奇安信 20Q2 收入增长约 20%，安恒信息 20H1 收入增速 20.%。启明星辰营收增速较慢，客户以政府、央企和特殊行业为主，北京疫情二次爆发影响较大。利润下滑主要因订单快速回复正常，但部分业绩需在 H2 体现，而费用较为刚性。

后续网络安全景气度将持续提高：新技术、新场景将拉动网络安全行业将持续成长。短期来看，等级保护 2.0 和 HW 行动等将提升客户采购意愿；《中华人民共和国数据安全法（草案）》已于今年 7 月初正式公布；信创将拉动网络安全市场的更新需求。

信创将迎来 3-5 年黄金发展期：2020 年是我国信创产业全面推广的起点，未来 3 到 5 年将迎来黄金发展期。近期，电信、金融等关键行业大客户发布国产服务器招投标公告，标志着信创已开始全面落地。

3、投资建议

（1）复盘上半年，从百花齐放到云 SaaS/汽车 IT 一马当先。

Q1 百花齐放：市场认为计算机受疫情影响小，资金加大计算机配置，各细分领域均录得较好收益，疫情受益概念股云计算 IaaS 和 SaaS、医疗 IT、证券资讯和 IT 涨幅最大。

Q2 呈分化态势，云 SaaS/汽车 IT 一马当先：

一是市场担忧政府和事业单位支付能力。且因政府对今年 GDP 增速不设目标，且提出要压缩一般性支出，非急需非刚性支出压减 50%以上，市场担忧信息化投入优先度较低，计算机下游客户预算难以保障，信创、网络安全、医疗 IT 等需政府拨款的细分领域涨幅较小（但我们认为客户支付能力不降反升），云计算、汽车 IT、金融 IT 等下游支付能力具有保障的细分领域涨幅较好。

二是市场给予供给确定性强的类消费公司的估值不断提高。以云 SaaS 为例，均为软件龙头转型 SaaS 业务，市占率高，SaaS 业务具有客户粘性强、产品竞争力提升等优势，相比传统软件业务不仅业绩透明度/可预见性提升，而且参考美股 SaaS 龙头，稳态后利润率和 ROE 提升。

（2）展望下半年，云和汽车 IT 景气度将延续，网络安全和医疗 IT 已迎来较好买点

我们看好计算机行业下半年的高景气度。我们认为政府将采取更加积极有为的财政政策，两新一重（新基建、新型城镇化建设、交通水利等重大工程）领域的支出将不降反增。且 2020 年有望成为技术大年。建议重点关注短期受益政策拉动，长期受益技术渗透，供需周期和创新周期景气叠加的 3 大行业：云计算、5G 应用、信创安全。此外医疗 IT 和金融 IT 景气度亦较高。

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。

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。

4、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。

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