策略研究/研究周报
2020 年 8 月 24 日

国都证券 GUODU SECURITIES

策略研究

国都投资研究周报 2020.8.24-8.28

本周策略：

扰动压力缓释殆尽，靴子落地信心或渐升

一、市场焦点：扰动压力缓释殆尽，靴子落地信心或渐升

1、**内外扰动压力释放，科技回落而内循环制造与消费上涨。**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、创业板指领跌，各回调 16%、9%，而新修订的上证指数及估值合理的沪深 300、上证 50 回调较小均在 3%以内。行业板块来看，受最近美国科技围堵升级这一外部直接冲击的计算机、电子、通信三大科技板块领跌 9-12%，而军工、建材、化工、轻工、农业、家电、公用事业、建筑、食品饮料等内循环为主的中游制造、必需消费板块逆势上涨 11.8-1.5%不等。

近一个半月的市场震荡回调，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，及疫情影响下的中报业绩验证、科创板解禁高峰期的估值下修压力，创业板首批注册制发行新股集中上市交易及其板块涨跌幅倍增下的投资行为适应的不确定性等；二外部压力方面，包括美国大选进入白热化阶段期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。

2、**扰动压力缓释殆尽，靴子落地信心渐升。**以上内外扰动压力高峰窗口期已过，且近一个半月内已持续缓释殆尽，同时随着即日创业板改革注册制发行后及交易新规的落地、未来一周的中报收官，市场此前担忧的不确定性因素靴子落地，且预计市场交易平稳适应过渡及上市公司业绩预期好转，有望重新逐步提升市场信心。中期在**“经济弱恢复、政策缓退出、改革强落地”的宏观政策组合下，市场行情有望以股指震荡缓升、结构轮动为主。**

1）**扰动压力缓释殆尽。**此前两大主要内外扰动压力因素，经过持续缓释后基本殆尽。

一内部扰动压力方面，主要为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，宏观方面，全球疫情持续未见好转且秋冬季存在二次反弹，同时全球贸易环境收紧，使得外需出口形势压力较大，经济恢复前景及其持续性存在不确定性；同时微观方面，“六稳六保”任务下的中小微企业市场主体的融资难融资贵问题仍需持续推进化解。

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3380.68	0.61
沪深 300	4718.84	0.30
深证成指	13478.00	-0.08
中小板综	12879.46	0.56
创业板指	2632.45	-1.36
恒生指数	25113.84	-0.27
恒生中国企业指数	10212.21	-0.53
恒生沪深港通 AH 股溢价	137.48	0.98
标普 500	3397.16	0.72
纳斯达克指数	11311.80	2.65
MSCI 新兴市场	1091.85	-0.12

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	42.25	0.05
纽约期金	1947.40	-0.32
伦敦期铜	6490.00	1.96
伦敦期铝	1768.00	1.55
波罗的海干散货	1481.00	-7.15

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。

以上宏观任务与微观目标下，预计货币政策难以拐点性收紧；按照七月底中央政治局会议提出的货币政策总要求：即更加灵活适度、精准导向，要保持**货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降**，并确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。综合判断，**经济弱恢复下宽松政策缓慢退出，**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（上周央行提前放量续作 MLF 实现公开市场净投放逾四千亿元），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。

二外部扰动压力方面，主要为美国大选白热化窗口期，外部扰动压力频发，但高峰期后影响弱化。本届特朗普政府上台以来，过去三年频繁针对我国挑起摩擦与制造事端，尤其在贸易关税、科技围堵、金融脱钩等方面逐步加码升级，旨在制造障碍减缓我国综合实力快速上升尤其在科技创新与高端制造等领域的赶超步伐。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，近日双方负责人对第一阶段贸易协议执行均表达了肯定与视频会谈评估意愿。

2）**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？

第一只靴子方面，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（科创板每日涨跌幅超过±10%平均占比仅在 4%附近）。并且，在注册制发行与交易相继在科创板、创业板落地实行后，按当前两大板块公司数量各 160、828 家，总市值各 3.1、9.1 万亿元来看，合计占 A 股公司数量、总市值的比例分别为 25.1%、11.2%。

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；而**制度生态、市场生态、市场环境的构建与形成，中长期将**打造规范、透明、开放、有活力、有韧性资本市场，有望提升资本市场的投融资配置效率、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。

第二只靴子方面，根据已发布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，未来一周上市公司中报密集收官后，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、近中期市场展望：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，在经历七月中下旬较为显著的震荡调整及后续一段时间的反复轮动与尝试后，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。

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、结构性牛市的宏观政策支持：经济弱恢复政策缓退出。受疫情防控常态化线下可选消费恢复较慢，这从近几个月国内消费增速持续不及预期得到印证；同时近三个月的全球疫情蔓延扩散超预期，而随着秋冬季的临近，疫情存在全面反弹风险，或将拖累全球经济全面重启进度，外需恢复或存在二次衰竭风险，使得经济整体呈现弱恢复态势。七月底中央政治局会议对于外围形势的不稳定不确定性的判断，也预示逆周期政策退出或缓慢，宽货币转至稳货币，但宽信用扩财政政策有望延续。

近期公布的资管新规过渡期延期至 2021 年底，也进一步印证以上判断，表明监管层在当前国内外环境复杂严峻形势下，**综合考虑了疫情冲击、宏观环境、市场影响、实体经济融资等因素，政策的调整以统筹稳增长与防风险平衡为主。**

4、结构性牛市的制度红利驱动：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。

近日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。

三、中期宏观政策展望：基本面恢复缓升，逆周期政策退出缓慢

1、基本面展望：中期有望恢复缓升

1）**经济进入后疫情恢复期。**3 月中下旬随着疫情防控常态化部署，全国复工复产、复商复市有序推进，经济供需两端逐步改善，3-6 月工业、投资、消费等主要经济增速逐月改善，经济已由一季度疫情暴发与大力防控期的显著下滑进入后疫情期的常态化防控下的经济恢复期，从季度或月度几大主要经济指标来看，均验证经济活力恢复。

此前公布的 7 月出口贸易增速好于预期，7 月中采制造业 PMI 超预期进一步反弹至四月以来新高 51.1，其中新订单、新出口订单、产成品库存、原材料库存指数等悉数环比明显反弹，生产指数环比小幅反弹，表明当前供需及企业经营预期均处于改善阶段。

2）**中期经济恢复上行趋势延续。**展望下半年，**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+5.6%、

+6.0%（20 年 GDP 预期同比+2.1%）。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。

7 月汽车、金银珠宝、服装的消费增速同比、环比均大幅好转，限额以上餐饮收入当月同比降幅已连续四个月收窄至 7 月的个位数-8.2%；预示着国内疫情防控持久见效后，线下消费信心正逐步恢复。

3）**上市公司业绩增速与盈利能力有望逐季回暖。**

从已发布 20H1 业绩预告的上市公司业绩分布来看，业绩预喜:预警比已由 Q1 的 3:7 显著改善至 H1 的 4.5:5.5 附近，与二季度复工复产后宏观经济触底恢复、二季度规模以上工业企业利润增速由负转正一致。

后续重点在于各行业的业绩恢复程度的差异；随着市场对经济逐季恢复上行的预期上升，而在预期证伪前，阶段性市场机会或集中于估值相对偏低，业绩恢复弹性大的顺周期优质个股，包括可选消费、中游周期板块、大金融。

全年来看，一致业绩预期显著下调后，继续下修空间有限。疫情冲击下，市场对沪深 300 的 2020 年业绩增速一致预期增速，已从 1 月底的 11.2%一度下调至-2.9%，调降幅度达 14.1 个百分点；而最近月度经济数据超预期后，已上调转正为+0.2%。但考虑到海外疫情防控周期偏长、年内全球经济衰退，下半年外需恢复偏弱，预计后续业绩预期仍有下调空间，但继续下修空间有限，预示后续业绩基本面预期负向差概率较小，且对股价或市场的影响已明显弱化。若 20 年我国名义 GDP 增速中性预测值由之前的 3-5%上调，预计 20 年非金融全 A 的净利润增速有望从此前的-10%预测值上调至 0%附近，当前市场一致预期值+1.7%下修空间非常有限；当前非金融两油全 A 的净利润同比增速一致预期为+6.1%。

2、政策展望：逆周期政策缓慢退出，流动性充裕仍可期

随着近几月国内经济持续恢复上行，此前市场持续担忧政策退出或转向风险，尤其降准降息已连续数月落空，进一步强化了该政策预期的不确定性担忧；而近日公布的 7 月社融总量、M2 增速均不及预期，初步印证了货币信用政策由此前疫情高峰期的双宽松微调至后疫情的稳健适度。7 月货币社融数据不及预期、货币政策与流动性边际收敛，为近期市场调整的主要内因之一。

然而，**考虑到以上货币政策与流动性边际收敛预期或担忧已自 5 月中旬起已持续发酵，近日公布的数据仅是滞后性确认而已，因而数据落地后大概率预示市场压力也释放殆尽。**此外，七月底中央政治局会议对经济形势研判与政策定调，政策基本明朗，整体为政策力度边际收敛，更注重落地见效，但外围不稳定性不确定性的复杂严峻形势、国内问题更多体现为中长期，提出要以持久战的角度加以认识；因而宽松政策退出料缓慢。

1）**首先，高层对后疫情下的二季度经济恢复较为合意，预示近期逆周期政策边际收敛。**会议强调，今年上半年面对新冠肺炎疫情严重冲击，加大宏观政策应对力度，经济稳步恢复，复工复产逐月好转，二季度经济增长明显好于预期，经济结构持续优化，产业数字化、智能化转型明显加快。相较于欧美二季度经济双位数以上的大幅下滑并创上世纪 40 年代以来最差增速，国内经济恢复可谓一枝独秀。**中央对当前经济恢复增速的合意认可，意味着近期加码刺激经济稳增长的逆周期政策边际收敛，这一点自 5 月起货币政策量价操作持续按兵不动已得到印证。**

2）但同时，高层研判形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，以科技创新、跨周期宏观调控实现长期均衡发展。并指出我国遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局;建立疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制,坚持结构调整的战略方向,更多依靠科技创新，完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡；**提高产业链供应链稳定性和竞争力，更加注重补短板和锻长板；整体性推进我国社会经济发展实现规模、速度、质量、结构、效益、安全相统一。**

更多依靠科技创新，而非简单重复过去依靠资金、土地、资源等要素驱动经济增长，才能摆脱加杠杆、低效益发展模式，转变为高质量高效益的新发展模式。同时，跨周期宏观调节，也意味着未来宏观政策将更多兼顾中长期问题的解决，着力于深化改革扩大开放与结构性瓶颈，破除体制障碍激发市场主体活力为主，进而最终实现稳增长、调结构、防风险的统筹均衡解决，也预示逆周期宏观政策适度灵活、改革开放持续深化扩大，包括会议提出的**优化营商环境、实施好国有企业改革三年行动方案、推进资本市场基础制度建设等**；而非仅仅着重于短期的逆周期总量对冲，强刺激容易引发后遗症与风险。

3）政策展望：下半年侧重确保宏观政策落地见效。总体来看，面对不稳定不确定的外部复杂严峻形势，中央淡化明确 GDP 增速底线，以扩大内需为战略基点，重点落实六稳六保，推动高质量发展；对于下半年宏观政策的定调主要为确保宏观政策落地见效，同时注重宏观经济政策的加强协调配合，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策形成集成效应。

（1）**积极财政政策仍有较大落实空间。**财政政策要更加积极有为、注重实效；要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。下半年重在落实更加积极有为的财政政策，发挥在“两新一重”投资中的引领作用；会议提出**要加快新型基础设施建设，深入推进重大区域发展战略，加快国家重大战略项目实施步伐；要以新型城镇化带动投资和消费需求，推动城市群、都市圈一体化发展体制机制创新。**

（2）**货币政策近期已收敛，但下半年或仍有双降需要。**七月底中央政治局会议提出，货币政策要更加灵活适度、精准导向，做好两个确保：一要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

下阶段，央行货币政策执行重点包括：**一增强针对性和时效性，**即根据疫情防控和经济金融形势，把握货币政策操作的力度、节奏和重点，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策支持实体经济尤其是中小微企业的“直达性”。

二是**推动综合融资成本明显下降**，推动贷款市场报价利率改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，推动综合融资成本明显下降，为经济发展和稳企业保就业提供有利条件；值得注意的是，央行首提引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行。

三**深化金融供给侧结构性改革**，推动金融、科技和产业形成良性循环和三角互动协调好本外币政策，处理好内外经济平衡，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

5 月起货币政策逐步由宽货币宽信用转为稳货币宽信用。从央行年内的货币政策操作变化轨迹来看，已**由疫情期间流动性纾困的宽货币政策，转向后疫情下的稳货币宽信用政策，**政策重心已由疫情爆发期对中小企业、中低收入群体的现金流应急支持，转为后疫情期对中小企业信贷、确保资金创新直达实体经济。5 月以来货币政策与流动性投放边际放缓，**由宽货币宽信用转为稳货币宽信用，此前的降准降息预期持续延后，政策利率及 LPR 利率已连续四月按兵不动。**

但经济弱恢复下宽松政策缓慢退出，流动性充裕仍可期。然而，预计下半年政策退出缓慢，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），流动性充裕仍可期，对权益类资产提供较好的流动性支撑，虽然边际驱动力或弱于上半年；以上研判主要基于：**一是经济弱恢复压力**，下半年国内经济恢复斜率或弱于二季度；**二是金融让利实体企业 1.5 万亿元的总目标下，**预计下半年仍存在降准降息可能；**三是降准降息环境趋好。**下半年 CPI 有望趋势回落至温和水平，通胀压力趋势回落；同时，美联储无限量货币宽松及美元零利率政策下，美元或趋势转弱，人民币汇率贬值压力减轻；以上内外环境下，下半年国内双降仍有空间。

四、风格展望：近期由分化转为趋同，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

1）**累计收益方面：消费>金融>成长>周期，**自 2005 年至今的 15 年半时间，消费（医药生物/食品饮料/农林牧渔/商贸/休闲服务/家电）、金融、成长、周期四大风格指数各累计上涨 13.0、7.8、7.4、3.8 倍，年化收益率分别为 18.0%、13.8%、14.2%、9.0%；

2）**历次顶峰对比：消费已创新高、成长与周期仍大幅折价。**跟踪风格指数有完整历史数据的 15 年半内，市场指数分别在 08 年 1 月、15 年 6 月构成顶峰，且间隔七年半内，消费、金融、成长、周期指数的后一次较前一次的顶峰值高 150%、24%、46%、229%；距最近一次市场顶峰 5 年 2 个月，目前消费、金融、成长、周期指数较 15 年 6 月的上轮牛市顶峰值，各累计+9.0%、-12.2%、-35.7%、-45.7%，可见仅消费板块已历史创新高、而成长、周期板块较上轮牛市峰值仍大幅折价四成左右。

3）估值折价率及业绩预期：周期与金融折价率高，综合考虑未来三年业绩预期与静态估值水平比值，非金融板块的整体估值较高。当前估值较 15 年 6 月峰值的折价率方面，周期>金融>消费>成长，依次折价 52.1%、30.9%、22.2%、12.8%；而 2020-22 年未来三年的归母净利润业绩增速预期方面，成长>消费>周期>金融，CAGR 依次为 40.9%、18.6%、13.9%、8.0%，基于未来三年业绩复合增速与 PE(19)比值 PEG，分别为 2.35、2.36、1.73、1.06；

4）风格轮动/分化节奏：有完整历史数据起，2004-12 年底的八年时间内，四种风格指数的走势与趋向基本同步，仅是涨跌波动的弹性大小差异，期间弹性排序为：金融>周期>消费>成长；而自 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。

（1）第一波分化至趋同的演绎：12 年底至 14 年 6 月底，期间消费、成长上行，而金融、周期仍震荡下跌，而后在 14 年 7 月至 16 年 1 月的一轮快速上涨、急剧下跌的全面牛熊转换波峰期，市场风格指数进入同步涨跌；分化、同步持续时长均为 18 个月左右即 1.5 年时长附近；

（2）第二波分化至趋同的演绎：16 年 2 月至 18 年 1 月底，期间消费、金融上涨，而周期、成长震荡下跌，随后自 18 年 2 月至 19 年 8 月进入四种风格同步震荡下跌期；期间分化、同步持续时长各为 24、18 个月左右即 1.5-2 年时长左右；

（3）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 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；

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。

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+3.36%；农林牧渔（中信）涨跌幅+0.07%；沪深 300 涨跌幅+0.30%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格 **37.56 元/公斤，**周环比上行约 0.7 元/kg。
2. **茅台一**批价：2700 元左右，**周环比上行，部分区域至 2750 元。**

三、食品饮料：持续推荐白酒+调味品

1）白酒：

本周白酒板块跑赢大盘，我们认为主要是市场对中秋和国庆旺季消费预期逐步提升，核心原因：茅台批价持续走高至 2700 元，部分区域破 2750 元的高位，提振市场；茅台价格的提升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，尤其是在经历一个季度的库存消化后，环比改善预期加大；近期板块高位震荡，估值消化后，如对应 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；

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**。中长期持续重点看好高端酒的**茅五泸汾。**

2）大众品：

大众品：本周诸多大作品披露中报超预期，如我们预判，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业绩超预期。如本周榨菜、中炬、三全、安井等业绩均高增长超预期。

短期：我们认为大众品有中报业绩超预期行情，如**涪陵榨菜、千禾味业、安琪酵母、安井、中炬**等；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，中长期可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、养殖：中长期继续推荐养殖龙头企业

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 37 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（预计增长幅度 50-70%），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、千禾味业、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

上证综指本周上涨 0.61%，沪深 300 上涨 0.30%。家电板块下跌 1.81%，跑输大盘指数，主要原因在于：家电板块涨跌幅一般，而上证指数则是周期板块表现较好。

二、行业动态与展望

（1）7 月空调内销增长，美的与海尔表现亮眼

根据产业在线数据，7 月空调销量 1440 万台，YoY+15.2%，内销 965 万台，YoY+11.1%，外销 475 万台，YoY+24.5%。其中，美的内销 320 万台，YoY+25.5%，外销 161 万台，YoY+23.8%；格力内销 315 万台，YoY+2.3%，外销 82 万台，YoY+2.5%；海尔内销 108 万台，YoY+39.4%，外销 11 万台，YoY+22.2%；奥克斯内销 55 万台，YoY-38.9%，外销 38 万台，YoY+35.7%。

（2）惠而浦：格兰仕筹划部分要约收购，公司临时停牌

公司于 2020 年 8 月 21 日收到广东格兰仕家用电器制造有限公司书面告知函，基于对公司未来发展前景的信心及对公司投资价值的认同，正在筹划部分要约收购事项，本次要约收购不以终止公司的上市地位为目的，可能导致上市公司控制权发生变更。经公司申请，本公司股票自 2020 年 8 月 24 日早盘起停牌，停牌不超过两个交易日，最晚于 2020 年 8 月 26 日起复牌。

（3）吸尘器 7 月份销量继续增长

根据奥维云网（AVC）线上推总数据显示，2020 年 7 月份，吸尘器线上市场零售额规模 9.4 亿元，同比增长 29.7%，零售量 132.5 万台，同比增长 19.8%。分产品类型看，扫地机器人份额创下今年以来新高，达到 48.7%；从产品价格表现来看，线上整体均价上涨，其中扫地机器人和车载式均价较同期上涨显著，1500+价格段份额增长显著；从机型表现来看，TOP10 机型以今年新品居多，其中扫地机器人更是有 8 款产品入榜。

（4）飞科电器 2020H1 业绩同比略微下滑

2020H1 公司实现营业收入 14.9 亿元，YoY-13.8%，实现归母净利 2.9 亿元，YoY-15%。2020Q2 单季度实现营收 7.8 亿元，YoY-11.9%；实现归母净利 1.6 亿元，YoY -9.4%。

展望：根据奥维云网（AVC）推总数据， 2020 年 7 月小家电（电饭煲、电磁炉、电压力锅、豆浆机、料理机、榨汁机、电水壶）线上市场零售额为 16.2 亿元，同比下降 11.6%。在创意小家电和长尾小家电仍然景气时，传统小家电品牌短期下滑，主要是传统品牌渗透率高，在没有新技术和新产品出现的情况下，人们更新需求不强。针对料理机和破壁机，整体行业还在增长，不过竞争较强，产品均价同比均下降，其中破壁机降幅较大。传统厨房小家电短期较低迷。

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)板块单周上涨 0.02%,在 28 个申万一级行业中,表现排名第 18 位,同期沪深 300 指数上涨 0.30%，中小板指数上涨 0.36%，创业板指数下跌 1.36%。细分子版块来看，不同板块之间表现分化，化学制药上涨 1.96%，生物制品下跌 3.15%，医疗器械下跌 1.86%，医药商业上涨 4.28%，中药上涨 0.67%，医疗服务上涨 1.24%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是仟源医药（+20.21%）、健民集团（+17.95%）、普洛药业（+16.38%）、万泽股份(+16.09%)和国药股份(+16.00%)；而跌幅最大的前五家公司分别是博济医药(-29.89%)、南新制药(-26.25%)、硕世生物（-15.15%）、昊海生科（-14.74%）和贝瑞基因（-14.02%）。

二、本周主要观点

2020 年国家医保药品目录调整工作方案正式发布。相较于此前的征求意见稿，正式稿在可以纳入 2020 年药品目录拟新增药品范围方面做出了几点调整：1）针对纳入临床急需境外新药名单、鼓励仿制药品目录或鼓励研发申报儿童药品清单，国家药监部门批准上市的药品截止时间由 2019 年 12 月 31 日前改为 2020 年 8 月 17 日前；2）征求稿中针对“经国家药监部门按新药注册申请程序批准上市的药品（包括新活性成分、新剂型）”的表述变更为“经国家药监部门批准上市的新通用名药品”，且时间由 2015 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日期间改为 2015 年 1 月 1 日至 2020 年 8 月 17 日期间；3）针对根据临床试验结果向国家药监部门补充申请并获得批准，适应症、功能主治等发生重大变化的药品，时间方面由 2015 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日期间改为 2015 年 1 月 1 日至 2020 年 8 月 17 日期间。我们认为此次国家医保药品目录调整工作方案正式版较之前征求意见稿主要是在药品上市截止时间上

作出调整，由之前截止 2019 年 12 月 31 日调整为正式稿发布的 2020 年 8 月 17 日，这样的调整更有利于 2020 年以来新获批上市或适应症等发生正大变化的创新药。从 2019 年医保目录调整结果来看，多个产品进入医保目录后销量大幅提升，以信达生物的信迪利单抗注射液为例，2020 上半年信迪利单抗实现收入 9 个亿，实现快速放量。本次调整后，创新药产品进入国家医保目录的时间有望大大缩短，利好国内创新药企及创新药产业链相关公司，尤其是具有大品种、目前尚未进入医保以及 2020 年以来有新品种或新适应症获批的创新药企。

第三批药品带量采购结果出炉。根据联合采购办公室公示的第三批全国药品集中采购拟中选结果，此次集采共有 189 家企业参加，产生拟中选企业 125 家，拟中选产品 191 个，55 个品种药品拟中标，1 个品种（拉米夫定）流标。根据我们的不完全统计，本次 191 个拟中选产品平均降幅（较最高有效申报价）为 72.25%，最高降幅 98.72%。带量采购规模从 226 亿元的报量基准采购量，降为 31 亿元，竞争较为激烈，但市场已有预期。**原研外资参与程度降低，“光脚”品种中标利好相关药企。**本次集采的 56 个品种中，涉及多个原研市场占比较高的外资药企，辉瑞、默沙东、阿斯利康、诺华、百时美施贵宝均有多个原研品种被纳入。但结果来看，相较第二批集采部分外资药企大幅降价，本次外资原研药企大多放弃竞争，甚至其报价直接高于有效申报价格，仅辉瑞等 4 家入场中标。这为部分国内“光脚”（有过评药品但没有销售或市场占有率非常低）品种的药企带来快速抢占市场的机会，成功中标后为这些企业带来更多的增量。根据我们的不完全统计，A 股上市公司中，恒瑞医药中标 4 个品种（丢标的非布司他收入占比非常小，影响有限）；科伦药业中标 4 个品种，阿莫西林、西酞普兰中标降幅较小，此前市占率均较低，托法替布和达帕西汀此前样本医院均无份额，属于“光脚”品种；华海药业 3 个中标品种基本均为“光脚”品种，信立泰 3 个品种中标，匹伐他汀和替格瑞洛几乎“光脚”。**集采冲击逐渐减弱，长期看好原料药制剂一体化药企和创新药企及创新药产业链公司。**本次集采大部分品种市场规模较小，对相应公司冲击有限，再加上经历过 2 轮全国集采，市场对于集采降价已有预期，而从当天的市场表现来看，没有出现如之前未中标集采后“闪崩”的现象，我们认为集采对市场的冲击逐渐减弱。第三批集采启动后，未来带量采购常态化已成定局，且将涉及更多的药品市场，行业竞争将会趋向成本控制的竞争，拥有原料药产能、成本控制能力强的企业更具有竞争优势，我们持续看好国内原料药制剂一体化龙头公司，以及具有较高研发或生产壁垒的仿制药企业。此外，仿制药集采常态化，也为创新药放量提供了支付空间，向创新药企转型是国内药企未来发展的重要方向，而近期医保目录调整正式方案发布，在 8 月 17 日前获批的创新药均有机会进行医保谈判，在政策方面带来利好。我们继续看好国内优质创新药企及创新药产业链相关龙头公司。

三、行业动态跟踪

1、执业药师可实施差异化配备，严打“挂证”。8 月 17 日，国家药监局发布《关于规范药品零售企业配备使用执业药师的通知（征求意见稿）》，针对当前部分地区执业药师不够用、配备难的实际情况，允许各省药品监督管理部门在不降低现有执业药师整体配备比例前提下，可制定实施差异化配备使用执业药师的政策，并设置过渡期。

2、药企失信“特别严重”或暂停药品挂网、投标资格。8 月 19 日，国家医保局对《医药价格和招采信用评价的操作规范（征求意见稿）》和《医药价格和招采信用评级的裁量基准（征求意见稿）》公开征求意见，评价范围包括：医药企业定价、营销、投标、履约过程中实施法律法规禁止、有悖诚信和公平竞争的行为牟取不正当利益，如医药商业贿赂、实施垄断行为、价格和涉税违法、违反合同约定、扰乱集中采购秩序等。

3、上海开始进行医用耗材（人工晶体类）集中采购。8 月 21 日上海市医药集中招标采购事务管理所为上海市医保定点医疗机构实施人工晶体类医用耗材及相关服务的集中采购。采购周期为 1 年，到期后综合考虑市场竞争格局变化及产品更新迭代等情况可延长 1 年。

4、国药集团中国生物新冠灭活疫苗在秘鲁、摩洛哥、阿根廷获得国际临床（Ⅲ期）试验批件。

四、投资策略

目前处于中报披露季，从目前披露的公司情况来看，受益疫情的相关公司业绩表现亮眼，而受疫情负面影响的公司，Q2 业绩大都也出现边际恢复。整体来看，相较于其他行业，医药生物板块业绩增长确定性仍然较强，同时国内新疆、广东等地疫情仍然反复，持续对相关疫情受益标的形成催化。**建议关注：**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）

一、市场表现

商贸零售（中信）板块本周下跌 81.18 点，周跌幅 1.57%。板块本周上涨前五名分别是*ST 金钰（18.55%）、华致酒行（16.88%）、*ST 新亿（12.06%）、*ST 金洲（12.00%）、南极电商（7.08%）。

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。投资思路一是线下方面，必选消费比较稳健，下半年仍将维持较好的成长性，生鲜赛道仍然优质，消费者价格敏感减低，消费空间扩大；必选方面，关注低估值低预期百货超预期修复，以及关注珠宝企业受益于金价提升逻辑，以及轻奢珠宝线上渗透加快。二是线上方面，网上零售仍是消费拉动重要引擎，疫情进一步提升网购渗透率。化妆品、服饰等品类电商渗透率较高，有望加速恢复。

二、行业动态

7 月快递业务数据点评

全国：业务量 69.4 亿件，同比增长 32.2%，环比增速放缓 4.6 个百分点，需求高景气，持续 4 个月需求同比增长 30%以上，为行业判断未来五年业务量翻番提供支撑。消费习惯和网购渗透率提升推动行业景气度具有较好额持续性。三季度预期需求保持平稳，四季度将在电商大促双十一双十二刺激下增速提振。

龙头经营数据：申通、韵达、圆通、顺丰 7 月快递业务量分别为 7.86、12.68、10.64、6.36 亿件，同比增长 23.58%、44.25%、38%和 72.36%；申通、韵达、圆通、顺丰 7 月业务收入 16.67、25.5、22.98、1113.67 亿元，同比-6.98%、-14.83%、-9.46%、-7.77%；申通、韵达、圆通、顺丰 7 月单票收入 2.12、2.01、2.16、17.87 元，同比 2.49%、-14.70%、-0.10%和-0.09%。

7 月数据显示顺丰在时效件、电商特惠专配和其他业务高速增长推动下，业务量增速大幅超出还有，7 月市占 9.2%，单票收入下滑有所收窄。韵达经营策略相对激进，公司公告解释单票收入再次下降原因在于包裹轻量化和针对部分区域的合理策略，市占率提升至 18.3%创新高。圆通相对谨慎，单票跌幅收窄，业务量仍保持快速增长。申通在龙头中相对落后，业务量增速弱于行业，单价环比上升。

我们认为网购渗透率提升、下沉市场不断发力推动行业维持高景气，规模稳定增长，行业加速整合，龙头快递公司具备长期投资价值，同时从二季度市占率来看，龙头之间分化加快，中通、韵达、圆通、申通市占差距有所扩大，未来将关注行业集中度进一步提升和龙头分化趋势，推荐顺丰、圆通、韵达。

三、投资关注

1、爱婴室（603214.SH）：2020 年上半年收入 10.96 亿元，同比下滑 7.07%，归母净利润 0.44 亿元，同比下滑 29.18%。2020 年上半年新开门店 8 家，闭店 18 家，直营门店数为 287 家，下半年已签约待开业有 19 家。

数字化建设加快，收入结构持续改善。母婴销售以线下为主渠道，上半年疫情推动加大供应链、物流方面的能力提升，加快数字化转型。公司持续提升 APP、微商城等小程序，强化社交营销，电子商务平台销售持续提升，上半年电子商务平台销售 5948.97 万元，收入占比 5.43%，同比增长 87.91%。公司上半年收购蛙酷文化 20%股权，该公司专注母婴 MCN，持股后将强化公司社交营销、短视频营销能力，加快引流。

奶粉毛利持续提升，自有品牌驱动盈利能力增长。自有品牌销售 8449.15 万元，销售占比 8.28%。公司上半年收购上海稚宜乐 100%股权，掌握日本皇室玩具国内总代理权，进一步丰富公司自有品牌矩阵，提升盈利能力。2020 年中报公司毛利率 30.15%，同比增加 1.28 个百分点，线上线下毛利率同步提升，细分品类中奶粉、用品类毛利率提升明显。

公司产品结构不断优化，加大引入畅销商品，丰富自有产品品类，我们认为公司经营思路清晰，自营模式及自有产品占比不断提升，保障公司高质量发展；疫情将带来小型母婴门店退出市场，以及经营效率不高的中大型竞争者退出，为公司带来市场空间提升。后续我们将关注公司全渠道建设成效，以及深圳、重庆门店带来收入边际的改善。我们预计 2020-2022 年公司实现归母净利润 1.63 亿元、2.28 亿元和 3.07 亿元，同比增长 5.67%、39.89%和 34.44%，EPS 分别为 1.60 元、2.23 元和 3.00 元。

2、红旗连锁（002697.SZ）：2020 年中报公司实现营收 45.2 亿元，同比增长 18.0%；归母净利润 2.6 亿元，同比增长 10.2%；扣非归母净利 2.4 亿元，同增 7.1%。其中 Q2 实现营收 21.7 亿，同增 12.1%；归母净利 1.2 亿元，同比下降 25.2%，主要来自于销售费用增加和新网银行投资收益减少。2020 年上班净新增门店 19 家，展店速度减缓，截止 6 月 30 日拥有门店 3189 家。

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）

本周房地产板块下单 0.7%，沪深 300 上上涨 0.3%，上综上涨 0.61%。板块跑输大盘指数。

本周住房城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制，其中坚持稳字当头，稳中求进，着力稳地价、稳房价、稳预期，加强对房地产市场融资状况的全面监测，按照“因城施策”原则，强化对房地产金融的逆周期宏观审慎管理，监测居民债务收入比和房地产贷款的集中度。另一方，会议推出“重点房地产企业资金监测和融资管理规则机制，此次监管的规则针对的是重点房企，我们认为与“三道红线”关联紧密，后续有望实施好房地产金融审慎管理制度，增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。

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 1.24%，上证指数上涨 0.61%，行业指数跑赢大盘指数。其中涨幅居前的板块是日用化学品、纺织化学品、其它塑料制品；跌幅较大的板块钾肥、其他纤维、民爆用品。

二、行业观点：

MDI 海外需求逐渐恢复：本周万华 PM200 报价 14200-14500 元/吨，纯 MDI 报价 14000-14500 元/吨，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。

需求拉动纯碱价格上涨：8 月 21 日（周五），百川盈孚中国纯碱现货价格指数（BSA）轻质纯碱为 1298，重质纯碱为 1374。纯碱总产能为 3307 万吨；其中涉及 25 家联碱工厂，产能共计 1601 万吨；12 家氨 碱工厂，产能共

计 1546 万吨；以及 2 家天然碱工厂，产能共计 160 万吨纯碱运行产能共计 2530 万 吨，开工率 76.5%；平板玻璃产线恢复生产增多，且光伏玻璃新线需求释放，加大重碱刚需稳中拉涨；另外日用 玻璃、焦亚硫酸、泡花碱、两钠、冶金、印染、水处理等多行业应用需求刚需尚存。在纯碱现货供应过剩矛盾局部缓解，价格底部反弹。

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0.61%%，收于3381点，创业板指同比下跌1.36%，沪深300同比微涨0.30%，机械设备同比上涨0.41%，跑赢沪深300指0.10pct。

二、机械行业动态及投资观点

1、航空装备：板块中报业绩亮眼，预计下半年继续保持强劲增长

1）上半年航空产业链中报业绩均较亮眼。从近期公告数据看，2020H1中直股份、中航光电、光威复材、北摩高科等公司归母净利润增速分别23.82%、15.71%、13.42%、80.40%，均保持较为强劲的增长。

2）装备需求持续提升，预计下半年板块增长继续强劲。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，从微观看，根据中直股份中报，公司存货及合同负债均处于高位，同时上调日常关联交易上限，预计板块下半年表现继续向好。

3）从具体标的上，我们继续推荐中直股份、中航高科、光威复材等优质个股。

2、个股【先导智能】2020H1净利润下滑约42%，新增订单金额同比增长83%

1）2020H1净利润下滑约42%。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%。2020H1公司毛利率40.25%，同比下滑2.86ptc，净利率12.24%，同比下滑8.86pct。

2）2020H1新增订单同比增加83%，业绩增长将重回快车道。截至2020Q1公司在手订单合计54.42亿元；新增订单方面，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%，公司新接订单金额创历年新高，且呈现加速增长态势。2020H1公司存货26.46亿元，合同负债10.92亿元，环比均显著改善，与公司

订单数据相互印证，表明公司业绩将触底回升。

3）公司为锂电设备龙头，估值合理，继续推荐。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。我们认为目前行业需求改善在即，而公司估值处于相对合理水平，给予推荐评级。

3、工程机械：基建及房地产投资继续改善，工程机械销售强劲

1）基建及房地产投资继续改善。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（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降1.0%，降幅比1-6月份收窄1.7个百分点。我们认为基建及房地产投资持续改善支撑工程机械销售走强。

2）7月挖机销售同比增加54.8%。据中国工程机械工业协会统计，2020年7月纳入统计的25家挖掘机制造企业共销售各类挖掘机19110台，同比增长54.8%；其中国内16253台，同比增长59.5%；出口2857台，同比增长32.5%。2020年1-7月，共销售挖掘机189535台，同比增长26.7%。

3）向后看，我们继续看好工程机械板块下半年表现，继续推荐低估值挖机整机厂徐工机械以及液压件龙头公司恒立液压。

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

本周上证综指上涨0.61%，申万有色指数上涨1.05%，板块延续超额收益。价格方面，小金属钴价上涨锂盐持平，长江现货钴上涨1.77%、钴酸锂上涨3.83%，其余钴商品价格不同程度上涨；贵金属方面，COMEX黄金下跌0.12%、COMEX白银上涨3.05%；基本金属方面，LME铜上涨1.94%、LME铝上涨1.26%。

二、行业动态与投资观点

1、新能源金属

【国内或对钴进行收储规模约2000吨】 据报道因自身经济发展和战略需求国内拟收储约2000吨钴作为国家储备，其中2019年电钴全球产量为3.4万吨，国内产量0.94万吨，占国内产量的1/5，短期对钴价预期会有催化，其中电解钴8月20日单日涨幅达4.7%。

钴：钴需求旺季将至叠加收储消息提振市场情绪，继续看好钴价上涨。钴价自7月以来持续回暖，供给端方面，原料受非洲疫情影响而处于偏紧态势，在刚果金矿山分布集中、医疗水平落后的背景之下 ，疫情扩散会对矿山生产和原料运输的效率造成一定冲击。原料端的不确定性导致上游挺价意愿较强，折价系数由65折回升至75折也验证了原料趋紧的局面。此外嘉能可发布2020Q2生产公告，其上半年钴产量1.4万吨，同比减少33%，维持减产计划，全年指引2.8±0.2万吨，行业供给端格局持续优化。另外一方面，6、7月以来国内动力电池排产数据明显改善，同时海外需求逐步回暖，需求端边际向上，中游环节低库存为价格继续上涨提供了有利条件。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，看好下半年钴价反弹和板块配置价值。

锂：碳酸锂价格底部确认，预计将继续保持稳定。目前锂供需格局尚未出现明显改善，进口持续高增长叠加需求较弱导致国内库存较高，电碳价格稳定。当前价格已经跌至成本曲线60%分位附近，中期来看，锂价格基本见底，但供过于求仍明显，大幅上涨概率较低。

2、贵金属

本周黄金价格小幅下跌，COMEX黄金下跌0.12%，美联储会议纪要未有更进一步宽松的计划，会议纪要显示美联储认为经济不确定性依然很高，严重依赖疫情走向，但市场预期的前瞻性指引并未提出；YCC推出可能性降低，但依然可能考虑。黄金上行逻辑未被破坏，短期调整不改趋势，中期来看美元延续弱势、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。而随着主要经济体复工复产的推进，白银的工业需求占总需求接近60%，电子、光伏领域需求有望明显增长，白银价格弹性更大，有进一步上涨空间。

3、半导体材料

【菲利华2020H1归母净利润同比下降8.79%，半导体领域快速增长】公司2020H1实现营业收入3.48亿元，同比下降7.13%；归母净利润0.86亿元，同比下降8.79%；扣非归母净利润0.79亿元，同比下降11.45%。

1）公司Q1受疫情影响较大，Q2业绩稳步复苏。Q1公司生产经营受疫情影响较大，主要是有效生产经营时间的缩短造成了营收和利润下滑，Q1归母净利润同比下降42.02。Q2公司全面复工后，生产经营保持良好态势，特别是半导体领域，订单量和出货量同比大幅增加，Q2公司营收同比增长20.07%，归母净利润同比增长5.04%，研发费用同比增长33%致净利率略有下滑

2）上半年石英玻璃材料营收2.37亿元，同比增长17%。其中半导体营收同比增加24%，航空航天领域产品实现稳定增长。石英玻璃制品收入1.1亿元，同比下降25.4%，主要是光通信领域下游需求及价格均有所下滑所致

3）公司在半导体和军工领域定增项目布局有望逐步落地，打开公司新的成长空间。公司石英纤维复材项目预计2020年三季度末基础建设将全面完工，进入设备安装调试阶段。新增的120吨合成石英产能项目预计今年四季度建成达产，未来随着新项目的投入落地，公司在半导体、航空航天等领域的供应品类将更加丰富，供应能力不断加强，公司成长空间有望进一步打开。预计公司20-21年归母净利润分别为2.45、3.32亿，考虑公司在半导体产业以及军工领域的核心竞争力，发展确定性较高，维持推荐

三、重点个股

菲利华、华友钴业、博威合金、云海金属、赣锋锂业

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

上证综指本周上涨 0.61%，沪深 300 上涨 0.30%。电新板块下跌 1.61%，跑输大盘指数。

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）新能源汽车：7 月产销同比上涨 18.8%和 13.8%

新能源车 7 月产销为 10.0 万辆和 9.3 万辆，同比上涨 18.8%和 13.8%。产量环比下降 2.0%，销量环比下降 10.0%。

(3)大众 MEB 平台电动车即将上市

根据大众财报交流，欧洲地区的 ID.3 车型将在 9 月中开始批量交付，预计今年交付量达到 6 万辆左右。ID.4 则是 9 月底全球首发。在中国市场，ID.4 车型预计 10 月份批量生产。

展望：新能源车的销量驱动力之一是爆款车。而今年最有看点的是大众的 MEB 平台电动车。这些车型预计在今年 8-10 月之间相继交付以及批量生产。今年和明年整体销量将迎来大幅增长。看好大众 MEB 产业链投资机会，主要标的是宁德时代、璞泰来、恩捷股份。

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+0.21%，HS300 指数+0.30%；华域、长安、星宇等个股表现较强；比亚迪、长城、广汽、等个股表现较弱。

二、行业动态及趋势展望

【大众、丰田、本田霸榜 7 月销量，自主品牌长安、吉利表现较好】

2020 年 7 月大众、丰田、本田分别实现销售 21.4、15.2、15.1 万台，位居国内汽车销售榜前三名。日产、吉利、别克、长安、奥迪、宝马、奔驰位于 5-10 万台级别。

（1）轿车方面，轩逸、朗逸、卡罗拉分别销售 4.4、3.6、3.2 万台，位居前三；思域、速腾、宝来、雅阁销量位于 2-3 万台级别；雷凌、逸动、凯美瑞、英朗、帝豪、A6、宝马 5 系、桑塔纳销售位于 1.5-2 万台级别。国产轿车仅长安、吉利晋级 1.5-2 万台级别。

（2）SUV 方面，H6、CS75、CR-V 分别销售 2.4、2.1、2.0 万台，位居前三；RAV4、途观 L、博越、XR-V、RX5、昂科威销量位于 1.5-2 万台级别。哈弗 H6 的霸主地位逐渐下降，长安地位有所提升，日系合资品牌步步紧追。自主品牌表现较好的长城、长安、吉利、荣威。

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）

本周上证综指上涨 0.61%，创业板指数下跌 1.36%；申万通信指数上涨 0.84%，申万电子指数下跌 1.37%。

电子板块方面，本周歌尔股份公布半年业绩，从歌尔以及之前告公业绩的蓝思科技可以看到，苹果产业链公司的业绩表现要好于以安卓为主要客户的供应链企业，受美国禁令的影响，华为在接下来的海外及国内市场都可能出现份额下滑，这将有利于苹果获得更高的市场份额，也有利于苹果产业链公司获得持续的业绩增长。

通信板块方面,在本周五时,市场有担心华为的基站供货可能会在近期出现问题,但周末经产业链调研及外媒报道,华为目前基站端 7nm 芯片、零部件备货充足，有望支撑数年经营发展，市场担心或与短期运营商交付节奏有关。考虑到四季度运营商完成全年目标，及 2021 年海外及国内更大规模 5G 建设需求，及 700M 增量市场，预计国内运营商仍将持续增加 2021 年度 5G 相关资本开支，将对国内 5G 主设备产业链形成利好。

另外在通信板块，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、本周有官方媒体报道。我国芯片产业的国产化正在加速，并取得了显著成效。国务院发布的相关数据显示，中国芯片自给率要在 2025 年达到 70%，而 2019 年我国芯片自给率仅 30%左右。业内人士认为，在政策大力推动下，芯片产业有很大的国产替代空间，国内芯片行业市场化发展程度也有很大提升空间。2019 年我国集成电路行业销售收入为 7562.2 亿元，预计 2020 年我国集成电路行业销售收入有望突破 9000 亿元。

2、中国移动 8 月 20 日公布 2020 年 7 月份运营数据。当月，中国移动移动客户净减 36.4 万户，累计达到 9.46375 亿户。当月，中国移动 5G（套餐）客户数净增 1385.8 万户，累计达到 8405.7 万户；中国移动 4G 客户数净增 396.5 万户，累计达到 7.63683 亿户；有线宽带用户净增 200.9 万户，累计达到 1.99125 亿户。

3、8 月 17 日，中国信息通信研究院副院长王志勤表示，我国 5G 网络建设步伐全球最快。截至 6 月底，已开通 5G 基站数量超 41 万个。根据计划今年要新建 50 万个基站，并覆盖到所有地级以上城市。从 5G 基站建设的分布来看，广东、江苏、浙江、北京和上海等地 5G 建设比较靠前，且用户呈现爆发式增长，7 月底全国 5G 用户数已超 8800 万，占据全球 80%，居全球首位。

计算机（黄翾）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌 1.03%，板块成交额 2952 亿元，沪深 300 指数上涨 0.3%。

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。

作为行业研究员，我们不去预测未来市场走势和风格切换路径，但提示：

（1）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。

（2）如我们前期所提示的，信创、网安、医疗 IT 等行业受疫情影响中报表现不佳，两会前订单进度亦未明显加速，导致市场担忧政府投入意愿（但实际并非如此），两会后订单加速明显，中报业绩的压制或是较好布局机会。

二、投资观点：

1、阿里云 20Q2 收入和资本开支均高速增长，验证云计算高景气

（1）阿里巴巴 20Q1 财报显示云计算收入继续高增，资本开支大幅提升

阿里巴巴公布截至 2020 年 6 月 30 日的 2021 财年第 1 季度业绩，报告显示，阿里巴巴集团营收为 1537.5 亿元，同比增长 34%，非美国通用会计准则下净利润达 394.7 亿元，同比增长 28%。阿里巴巴业绩优秀，将支撑云计算业务的投入和发展。

其中，阿里云实现营收 123.45 亿元，5 年增长超 10 倍。同比增长 59%，20Q1 同比增长 58%。SaaS 生态被 Forrester 评委全球第三，仅次于 Salesforce 和 AWS。在金融云、工业云、新零售、数字政府等市场位列第一，行业大客户接力互联网客户，助力高速成长。

资本开支大幅提升：阿里巴巴资本开支 136.38 亿元，同比大增约 **115%**。新增南通、杭州、乌兰察布 3 大数据中心，陆续开服将新增超百万台服务器。

（2）云计算拐点得到验证，行业景气度持续提升

2019 年以来，受产能利用率较低、宏观经济景气度不高等影响，云巨头收入增速依然高增长但略有放缓，资本开支持续下滑。但随着数据流量持续高增长，产能利用率提升，以及 5G 和新基建政策等拉动，云计算行业迎来景气拐点。

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%**，验证了我们之前的景气拐点判断。

重点推荐：浪潮信息、中科曙光等。

2、金山办公财报显示信创上半年受疫情影响较大，但当前已迎来景气复苏

（1）金山办公 2020H1 业绩实现高增长，但授权业务增幅仅 6%

公司上半年实现营收 9.16 亿元，+33.6%；归母净利润 3.57 亿元，+143.3%。其中，Q2 实现营收 5.44 亿元，+35.6%，归母净利润 2.47 亿元，+149.3%。疫情期间依然取得优秀业绩。

其中：

1）办公服务订阅业务：上半年收入 5.33 亿，+70.9%，其中个人客户订阅业务继续成为增长的关键动力。6 月底，公司月活用户数 4.54 亿，+30.5%，付费用户数 1681 万，+98.5%。主要受益于 1）金山 wps 使用体验优，移动端和多端协同体验已优于微软 office，2）加大营销推广力度，推出联合会员等，3）疫情促使企业协同办公和云办公，带来用户转化。我们认为，当前付费用户占月活用户之比仅为 3.7%，空间依然巨大。

2）办公软件授权业务：上半年收入 2.14 亿，+6.1%，主要因疫情影响政府办公和信创推进进度。

（2）信创上半年受疫情影响大，但当前景气复苏进度超预期

金山办公的授权业务主要为政企大客户为主，上半年业绩表现不佳，最主要因为疫情影响大，包括销售（销售和克服难以与客户见面）、推广（政企停工，上半年政府重心在抗疫和两会，其他采购工作有所延后）、实施和验收等。

但据公开信息，金山办公对上半年授权业务完成情况比较满意，且 7-8 月恢复情况比预期的要好很多。

此外，当前全国各省份均已展开信创招投标工作，后续八大行业将接力党政军市场，且政府加大正版软件推进力度，我们预计信创行业下半年景气度较高。

重点推荐 ：中国长城，中科曙光。建议关注易华录、纳思达、东华软件。

更考虑质地，估值权重低——金山办公、中国软件、诚迈科技、中国长城

更考虑估值和预期差，质地亦可——中科曙光、易华录。

此外，建议关注东华软件、神州数码，但需跟踪美制裁华为事件的进展。建议逢低布局纳思达，但需跟踪海外疫情是否好转。

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。

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