国都投资研究周报 2020.8.10-8.14

本周策略：

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、近期市场研判：海外扰动下短期震荡，但“经济弱恢复、政策缓退出、改革强落地”的宏观政策组合，股指震荡缓升结构轮动为主。

近日美国当局政府针对中国互联网科技巨头的禁令、净网行动及威胁中概股退市等行动，导致 A 股、港股科技板块承压下跌，拖累大盘震荡回调。未来 1-2 个月内，随着美国总统大选拉票白热化，特朗普政府在经贸、科技、金融、地缘政治等领域展示强硬立场，以提升人气捞取选票；

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3354.04	1.33
沪深 300	4707.93	0.27
深证成指	13648.50	0.08
中小板综	12935.74	1.47
创业板指	2749.95	-1.63
恒生指数	24531.62	-0.26
恒生中国企业指数	10063.43	0.23
恒生沪深港通 AH 股溢价	136.17	0.90
标普 500	3351.28	2.45
纳斯达克指数	11010.98	2.47
MSCI 新兴市场	1089.32	0.96

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	41.60	2.89
纽约期金	2046.10	2.61
伦敦期铜	6237.00	-2.18
伦敦期铝	1759.50	2.89
波罗的海干散货	1501.00	11.19

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。

该海外扰动因素下，或使得前期已持续修复过后的A股市场阶段高位波动加大。然而，考虑到特朗普上台以来中美摩擦持续不断，市场学习效应下实际影响已逐步钝化。年内而言，**“经济弱恢复、政策缓退出、改革强落地”的宏观政策组合，市场行情或以股指震荡缓升结构轮动为主。**

1）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，同时全球疫情蔓延扩散超预期、尤其美国疫情防控不得力、近期全球多地呈现疫情显著反弹之势，或将再次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；这一点从近日中央政治局会议对于外围形势的不稳定不确定性的判断一致。而经济弱恢复下，逆周期政策政策退出或缓慢，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。**

2）改革强落地，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。

4、基本面展望：中期有望恢复上行

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。

近期公布的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。

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6月的-3.1%，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。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。

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%。

5、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三月落空，也进一步强化了该政策预期的不确定性担忧。随着近日中央政治局会议对经济形势研判与政策定调，政策逐步明朗，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 利率已连续三月按兵不动。**

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。

6、中期风格展望：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。

A）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；

B）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；

C）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。

7、配置建议：近期把握可选消费+中游周期回补机会，中期深挖科技成长龙头。

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。

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-2.22%；农林牧渔（中信）涨跌幅+2.57%；沪深 300 涨跌幅+0.27%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格 **37.48 元/公斤，**周环比下行约 0.5 元/kg。

2. **茅台一**批价：2600 元左右，**周环比上行，近历史新高。**

三、食品饮料：持续推荐白酒+调味品

1）白酒：

近期板块呈现震荡盘整趋势，核心原因我们认为一方面是系统性影响，另一方面处于业绩披露期，茅台业绩虽然符合预期，但次高端水井坊则低预期，所以市场在板块年初以来已经大幅上涨后处于动态相对高估值的位置，短期缺乏进一步上涨的动力。

短期中报披露期，建议持有业绩确定性高的龙头性个股。同时中长期也建议布局后期业绩有望环比改善，业绩具有相对优势的个股。

核心逻辑是，中报落地后，对板块可谓利空落地如水井坊，下半年有中秋和国庆等旺季消费，故我们认为白酒板块下半年边际向好持续性可期，如茅台批价持续上行近历史高位 2600 以上提升板块景气度，板块或可恢复正增长；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；估值角度：“内循环”大背景下，我们认为市场对白酒高壁垒属性以及中长期业绩确定性给予估值溢价，整个板块估值中枢将不断上移。同时下半年估值切换后对应 21 年诸多酒企估值在 30x 以下，中长期估值合理。

持续重点看好高端酒的**茅五泸**，我们同时推荐低估值标的，中报利空落地后环比改善显著，有望迎来估值修复行情如**老窖、古井、洋河、水井坊、顺鑫等**。

2）大众品：

大众品：刚需消费，二季度餐饮等消费逐步恢复，H1 业绩也不会差，我们持续重点推荐调味品板块；更核心的就是调味品板块的业绩确定性大而且部分产品受益于疫情业绩高增长；

最后部分优质公司所处赛道优，中长期成长性足，如天味、安井、千禾等。

目前我们仍建议继续持有业绩有望环比加速，同时中长期具有确定性成长的标的，推荐：**涪陵榨菜、千禾味业、安琪酵母、安井**等；其次是龙头性企业如海天、中炬等中长期推荐。

四、养殖：中长期继续推荐养殖龙头企业

1. **猪价：**本周猪价维持在 37.4 元/kg 的高位。维持下半年至 21 年价格或维持高位的预判。

2. **继续中长期推荐养殖龙头企业**

本周，板块诸多公司披露了 7 月出栏量，牧原股份超预期，7 月公司出栏量 181.6 万头，同比+167%，环比+19%。对比温氏股份最新 7 月销售数据：环比减少 12.95%，同比减少 57.36%。公司优势仍在拉大。新希望数据也持续稳健增长符合预期。

持续强烈推荐**牧原、新希望**：短期，猪价持续反弹在 37 元的高位超预期；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 1.33%，沪深 300 上涨 0.27%。家电板块上涨 0.82%，跑输大盘指数，主要原因在于：大盘波动较小，在军工和建材影响下，涨幅较好，而家电板块由于 7 月数据一般，涨幅较小。

二、行业动态与展望

（1）新宝股份大股东计划减持不超过 2.5%的股份

香港东菱（持股 2.04 亿、占比总股本 25.43%）计划以集中竞价或大宗交易的方式减持不超过 2000 万股，不超过总股本的 2.50%；东菱集团直接持股公司 3.45 亿股，占总股本 43.06%；通过香港东菱间接持股 2.04 亿股， 占总股本 25.43%；合计持股 5.49 亿股，占总股本 68.49%。

（2）AVC7 月家电数据，空调表现较差

奥维云网(AVC)7 月月度数据：7 月白电及厨电线上销量同比整体表现优于线下。2020 年 7 月空调线下 YoY -36.4%，线上 YoY-21.5%；冰箱线下 YoY-18.4%，线上 YoY+8.8%；洗衣机线下 YoY -17.1%，线上 YoY+10.6%。厨房大电方面，油烟机线下 YoY-9.6%，线上 YoY+31.9%。

（3）石头科技预计 2020Q2 业绩较好

据 AVC 数据，石头科技品牌扫地机器人 2020Q2 销量同比+28.36%，同期行业同比增长 7.71%。

展望：空调行业 7 月线上销售额数据较差，同比-40%。其中销量同比下滑 42%，主要受 6 月份的促销，提前抢占需求的影响。而空调客单价则同比提升+3%，扭转了降价趋势。一方面是格力去库存接近尾声，竞争激烈程度降低，另一方面，空调能效新标落地后大幅提升了行业准入门槛，推动产品结构持续升级，使得行业均价提升。同时，7 月空调线上美的和格力的市占率提升到 57%，同比提升 10pct。在行业竞争加剧，龙头越来越重视线上渠道的情况下，双寡头格局更加稳定。

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 0.68%,在 28 个申万一级行业中,表现排名第 25 位,同期沪深 300 指数上涨 0.27%,中小板指数上涨 0.09%，创业板指数下跌 1.63%。细分子版块来看，化学制药上涨 0.40%，生物制品下跌 1.58%，医疗器械下跌 2.58%，医药商业上涨 2.69%，中药下跌 1.33%，医疗服务上涨 0.39%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是葫芦娃（+55.50%）、亚宝药业（+49.74%）、博晖创新（+34.90%）、莱美药业（+32.18%）和昊海生科（+29.86%）；而跌幅最大的前五家公司分别是硕世生物（-18.61%）、国发股份（-16.35%）、康华生物（-15.61%）、贝瑞基因（-13.83%）和赛诺医疗（-13.71%）。

二、本周主要观点

2020 医保目录调整符合预期，建立药品目录动态调整机制。本次医保目录调整的目标任务描述较 2019 医保目录调整略有不同,从 2019 年的“根据基金支付能力适当扩大目录范围”到本次“根据基金支付能力动态调整药品目录范围”,更加强调双向调整，目录范围应有进有出。本次调整考虑基本医保的功能定位、药品临床需求和基金承受能力，直接明确了目录内、外西药和中成药的调整范围。对于目录外药品，明确了新增药品范围：1）与新冠肺炎相关的呼吸系统疾病治疗用药；2）纳入《国家基本药物目录（2018 年版）》的药品；3）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，且于 2019 年 12 月 31 日前经国家药监部门批准上市的药品；4）第二批国家组织药品集中采购中选药品；5）2015 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日期间，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）；6）2015 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日期间，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；7）2019 年 12 月 31 日前，进入 5 个（含）以上省级最新版医保药品目录的药品。其中，主要活性成分被列入《第一批国家重点监控合理用药药品目录》的除外。其中第七点值得关注，2019 年印发医保目录时，通知中明确地方“不得自行制定目录或用变通的方法增加目录内药品，也不得自行调整目录内药品的限定支付范围。对于原省级药品目录内按规定调增的乙类药品，应在 3 年内逐步消化”。而本次《征求意见稿》在一定程度上承认地方医保评审的价值，允许通过“5 省共有”方式将部分地方医保品种转入全国医保目录，尽可能均衡临床需求、医保控费和地方利益之间的关系。根据米内网数据，2019 年在公立医疗机构终端销售超 10 亿的产品中，有 37 个是地方医保目录品种，在这些品种中，排除掉省增补少于 5 个，以及进入重点监控目录的品种，将有一些大品种药品迎来进入国家医保目录的机会。

根据国家医保局数据，2020 年 1-6 月全国基本医疗保险收入累计 11232.67 亿元，同比下降 6.74%，是除了 2016 年 1 月以来的最低同比增速。从基本医疗保险结余来看，2020 年 1-6 月累计结余 1894.47 亿元，仅为去年同期结余的 63.43%，累计降幅扩大。医保控总量、调结构任重道远。而 2020 年医保目录的动态调整机制，将加速临床效果不明确的药品退出市场，推动临床急需的创新药进入目录，实现临床“合理用药”和医保资金“腾笼换鸟”。从 2019 年医保目录调整结果来看，70 个成功谈判药品平均降价 60.7%，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。我们认为本次医保目录调整，整体上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、尚未进入医保的创新药企。

新冠疫苗及其产业链仍然是重要投资主线。本周智飞生物、西藏药业等新冠疫苗相关标的回调较多，但我们认为现阶段新冠疫情仍是重要的预期影响因素，当前国外疫情仍未出现拐点，国内部分城市疫情出现反复，而疫苗仍然是解决新冠疫情的最根本方法。目前全球已有数家公司的新冠疫苗进入 III 期临床，多种技术路线的新冠疫苗饱和式研发，整体看兼具体液免疫、细胞免疫且存在免疫记忆。从研发进度来看，进度最快的新冠疫苗有可能在今年 Q4 揭晓 III 期临床数据。我们认为随着临床试验结果的陆续披露，不同技术路线的疫苗标的或出现分化，最先获得上市允许的疫苗企业及其相同技术路线的企业将更加受到资金关注。考虑疫苗上市后有望带来较大的业绩弹性，新冠疫苗及其产业链仍然是现阶段医药行业重要的投资主线，建议持续关注新冠疫苗相关标的及产业链相关标的。

三、行业动态跟踪

1、《2019 年度药品监管统计年报》发布。8 月 5 日，国家药监局公布了《2019 年度药品监管统计年报》。数据显示，截至 2019 年底，全国共有原料药和制剂生产企业 4529 家；实有医疗器械生产企业 1.8 万家；《药品经营许可证》持证企业 54.4 万家，其中批发企业 1.4 万家；零售连锁企业 6701 家，零售连锁企业门店 29.0 万家；零售药店 23.4 万家。在注册审批方面，2019 年在新药审批工作中国家局共批准新药临床 577 件，批准新药生产的新药证书及批准文号 14 件，批准文号 35 件；共批准按新药申请程序申报临床申请 109 件，批准按新药申请程序申报生产 12 件。

2、首个基于 NGS 技术的癌症液体活检产品获批。当地时间 2020 年 8 月 7 日，美国 FDA 批准 Guardant Health 公司开发的液体活检 Guardant 360 CDx 用于所有实体瘤类型的综合基因组分析。同时，FDA 还批准 Guardant 360 CDx 作为伴随诊断，用于识别携带表皮生长因子受体（EGFR）基因突变的转移性非小细胞肺癌（NSCLC）患者，以帮助确定可以从 Tagrisso ®（osimertinib）治疗中获益的患者。这是 FDA 批准的首个将 NGS 和液体活检技术结合在一起，指导治疗决策的诊断检测。

3、中央纪委国家监委网站 8 月 4 日发布《重点领域正风反腐观察 深挖彻查医疗腐败》一文，再次聚焦医疗腐败问题。

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：长春高新、智飞生物、康泰生物、我武生物、欧普康视等。

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。

周期股

房地产（王双、于伯菲）

本周房地产板块上涨 1.21%，沪深 300 上涨 0.27%，上综上涨 1.33%。板块跑输大盘指数。

近期，房地产市场调控趋严，中央重提“房住不炒”，多地也出台了更严格的调控政策。7 月份以来，土地市场热度有所下降，包括成交面积、成交单价、成交楼面价均有所下调，部分城市房地产预期重回理性。无论是从成交规模、成交价格来看，土地市场降温明显。

来自克而瑞的数据显示，截止至 7 月 29 日，全国 300 城经营性土地总成交建筑面积为 19624 万平方米，环比下降 24.3%；经营性土地幅数共计成交 3276 幅，环比下降 20.6%；土地成交总金额为 5603 亿元，较上月下降了 27.8%。

虽然全国整体土地市场走低，但一线城市中的上海、北京成交量依然火热，广州土地成交数量不少，7 月有 16 宗地块成交，但整体溢价率不高。仅深圳土地市场偏冷，仅成交一宗商办用地。一线城市尤其是北京、上海，仍然是房企竞逐的焦点。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3.82%，上证指数上涨1.33%，行业指数跑赢大盘指数。其中涨幅居前的板块是合成革、氨纶、纯碱；跌幅较大的板块炭黑、改性塑料、维纶。

二、行业观点：

需求拉动纯碱价格上涨：国内轻质纯碱出厂1200-1350元/吨；重碱1400-1600元/吨，价格上涨趋势明显。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。截止8月6日，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。

受印度招标价格影响，尿素价格上涨：本周国内尿素市场行情打破往日淡市 一路飙升。截止目前，山东等出厂报价在1700-1800元/吨，成交1700-1760元/吨。主要受印标及国际价格持续上扬的推动，具有出口优势的企业挺价意愿更是强烈。国内需求不旺，但是当前企业销售暂无压力，在印标开标前，预计国内市场行情继续保持坚挺态势。静待8月10日印标价格落地。看好华鲁恒升。

涤纶长丝成本支撑价格回升，但需求仍未见好：原油走强之下，石化行业整体成本端的推动力持续强势。受此影响，PTA和乙二醇价格均有回升，成端本价格走高趋稳，给涤纶长丝价格形成了有效的支撑。下游加弹、织造企业需求仍然比较疲弱。随着织造市场逐渐进入淡季，且高库存成为通病，织机开机率只降不升，对原料涤纶长丝的需求逐渐弱化，涤丝产销持续低迷。

钛白粉价格基本稳定，需求仍未恢复至去年同期水平：目前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，氯化法钛白粉目前报价为15500-17000元/吨。市场方面：下游需求有限，目前受7月上旬上调报价之后，厂家出库以前期订单为主。进出口方面：据中国海关数据及百川盈孚分析，2020年6月钛白粉进口量为13922.817吨，同比2019年6月减少12.65%，环比5月减少0.47%；2020年6月钛白粉出口量为77287.406吨，同比2019年6月减少7.50%，环比5月增加16.28%，出口情况有好转但仍低于去年同期水平。钛矿价格迅速攀升且维持高位，钛白粉成本支撑，但终端需求有限。

草铵膦价格高位盘整：95%草铵膦原粉生产商惜售，主流报价至15-16万元/吨，实际成交价至15万元/吨，港口FOB价格稳定至18000美元/吨。从目前反馈看，利尔化学装置并线投产，订单充足；浙江永农计划2020年第四季度开工生产,但是中间体供应商受到汛期影响,产量下滑,部分草铵膦生产商中间体供应紧张。市场采购进入淡季，价格走势逐渐平稳。

三、投资建议：

原油价格触底反弹，期货交割风险逐渐降低，原油价格逐渐向成本回归。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1.33%%，收于3354点，创业板指同比下跌1.63%，沪深300同比上涨0.27%，机械设备同比上涨2.59%，跑赢沪深300指2.32pct。

二、机械行业动态及投资观点

1、锂电设备：先导智能2020H1新增订单同比增加83%，业绩增长将重回快车道

1）先导智能新增订单加速增长。根据公司公告，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%。公司订单情况呈现加速增长态势。

2）下半年新能源汽车销售预计显著改善，行业景气提升。6月中国新能源汽车销量环比上升约为25%，同比下降约33%,销量在全球的占比上升至46%;欧洲新能源乘用车当月环比上升约92%,同比上升77%;当月销量占比上升至42%。美国新能源乘用车当月销量环比增长约31%，同比下降约32%，当月销量占比9%。预计下半年国、内外新能源汽车销售有望显著改善。

3）先导智能为锂电设备龙头，估值合理，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。

2、自动化设备：制造业PMI指数继续走强，自动化设备需求有望持续强劲

1）7月PMI指数继续位于荣枯线以上。7月制造业PMI指数为51.1%，较上月上升0.2个百分点，连续5个月位于临界点以上。其中生产指数、新订单指数均较上月有所提升。

2）制造业PMI指数与机器人产量密切相关，预示自动化设备继续景气向好。自动化设备下游应用广泛，与制造业整体景气情况密切相关。6月机器人产量单月同比增加29.20%，连续4个月正增长。我们判断7月产量仍将保持较高。

3）我们继续推荐拓斯达、埃斯顿、伊之密等标的。

3、半导体设备：中芯国际资本开支再提升，半导体设备国产化需求向好

1）中芯国际2020年计划资本开支提升至67亿美元。根据公告中芯国际2020年上半年资本开支合计约21亿美元，公司计划2020年资本开支从43亿美元提升至67亿美元，增加的资本开支主要用于机器及设备的产能扩充。此次为年度第二次提升资本开支金额。

2)从行业数据看,全球半导体设备销售增长较强。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。

3）我们认为在全球需求向好，同时国内市场进口替代需求提升背景下，国内半导体设备厂商将迎来发展机遇期，重点推荐北方华创、长川科技等标的。

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1.33%，申万有色指数上涨6.01%，板块跑赢大盘，子板块中稀土（+14.87%）、钨（+9.24%）、黄金（+8.66%）涨幅居前。价格方面，小金属钴继续上涨锂持平，本周国内电解钴价上涨8.6%至30.3万元/吨、碳酸锂持平；贵金属方面，本周贵金属价格继续上涨，COMEX黄金、白银分别上涨3.03%、17.28%；基本金属方面，LME铜下跌2.74%、LME铝上涨2.68%。板块方面贵金属趋势仍然乐观避险品种继续推荐黄金、白银，复苏品种推荐新能源金属钴锂、铜板块的配置。

二、行业动态与投资观点

1、新能源金属

钴：钴价继续上涨，预期下半年价格中枢不断抬升。钴价自7月以来持续回暖，原料供给端受非洲疫情影响而处于偏紧态势，价格上行风险不断增加，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。近期工业级碳酸锂价格出现小幅回升，因工碳市场供需格局好，部分企业上调工碳出厂价。但涨价并未有效向下游传导，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

本周贵金属价格继续大涨，7月新增非农就业176.3万人（好于预期160万人），导致周五黄金出现回调。金价短期震荡，但上行逻辑未被破坏，目前利率趋零且将持续，当下货币政策仍将维持宽松导向，在经济情况逐渐改善的背景下，市场对未来通胀水平的预期增强，实际利率预期或持续下降。看好疫情稳定后的通胀预期回升，而利率将在相当长时间内维持低位，实际利率有望保持低位，金价趋势上行。另一方面近期白银涨幅较大，显著高于黄金，金银比有所修复，白银的工业需求占总需求接近60%，而随着主要经济体复工复产的推进，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

8月4日，国务院发布《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，从财税、投融资、研究、人才、知识产权、市场应用和国际合作等组合措施，重点支持高端制程企业和相关产业链的发展。并首次明确提出鼓励材料和装备产业，享受相应的税收和政策优惠。此次政策在一定程度上有望带动国内半导体产业链尤其是高端制程的快速发展，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（半导体石英材料）、隆华科技（靶材+军工复合材料）等材料类公司。

三、重点个股

菲利华、隆华科技、华友钴业、云海金属、赣锋锂业、山东黄金

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 1.33%，沪深 300 上涨 0.27%。电新板块上涨 0.11%，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 PACK0.68 元/wh 左右，方形三元 PACK0.88 元/Wh 左右。金属钴价格环比-0.78%，报价 24.30 万/吨。碳酸锂价格环比-3.55%，报价 4.05 万元/吨。氢氧化锂价格环比-2.22%，报价 4.40 万元/吨。三元正极 523 价格环比持平，报价 11.25 元/吨；622 价格环比持平，报价 12.65 万元/吨；811 价格环比持平，报价 16.95 万元/吨。磷酸铁锂价格环比持平，报价 3.60 万元/吨。钴酸锂价格环比持平，报价 19.50 万/吨。负极（中端）价格环比持平，报价 4.25 万元/吨。电解液（三元）价格环比持平，报价 4.00 万元/吨。湿法隔膜（中端）价格环比持平，报价 1.35 元/平方米。

（2）欧洲市场 7 月新能源车销量同比增长 220%

据统计，欧洲 7 月主要 8 国新能源车销量 9.6 万辆，同环比分别 227.2%/23.8%，增长超预期。

（3）恩捷股份收购纽米科技 54.7%的股权

据公告，公司将收购纽米 54.7%的股权。纽米情况作为行业的企业，拥有隔膜生产线 6 条（4 条湿法、2 条干法，还有 3 条在建），客户包括珠海冠宇、LGC 等，消费类锂电隔膜行业排名第二，仅次于苏州捷力。目前仍处于亏损状态，公司收购会将复制收购捷力的成功经验，促使其成本大幅下降。

展望：恩捷股份收购纽米科技的大部分股权，有利于其在消费电子领域继续发展。消费领域的隔膜市场具有 15 亿平米规模，年均增速 10%左右。在海外高端市场，主要的厂家仍是旭化成、东丽等。恩捷股份在收购纽米科技后，除了 LGC 还会拓展别的海外客户。消费电子电池隔膜产品具有小批量多批次特点，而且价格也明显优于动力电池。纽米科技在恩捷股份帮助下，如能把成本降低，则业绩会大幅好转。

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+3.25%，HS300 指数+0.27%；长城、广汽、福耀、华域个股表现较强；上汽、长安等个股表现较弱。

二、行业动态及趋势展望

【7 月行业继续复苏，龙头略有分化】

中汽协预计，7 月汽车行业销量预估完成 208 万辆，环比下降 9.6%，同比增长 14.9%；乘用车同比增长 5.3%，商用车同比增长 59.6%。整体来看行业处于继续复苏进程中，不过各个主机厂分化明显：上汽集团 7 月完成销售 45.76 万辆（同比+4%，环比-4.6%），1-7 月累计销量 250.67 万辆（同比-25.77%）；长城汽车 7 月完成销售 7.83 万台，同比+29.8%，1-7 月累计销售 47.3 万台，累计同比-14.5%，整体表现好于同行；广汽集团 7 月销量 18.4 万辆，同比+16.4%，1-7 月累计销量 100.9 万辆，累计同比-12.9%。长安汽车 7 月销量 16.5 万辆，同比+38.5%，1-7 月累计销量 99.6 万辆，累计同比+6%。

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 1.33%，创业板指数下跌 1.63%；申万通信指数上涨 0.35%，申万电子指数下跌 0.23%。

本周电子板块，据 CINNO Research 月度国内手机销量监测数据显示，2020 年上半年，受疫情影响国内市场智能机销量约 1.4 亿部，同比下降 24.7%。目前国内智能手机厂商和运营商都在降低 5G 手机和 5G 套餐的价格，希望以此提高 5G 智能手机的销量。2020 年第二季度，5G 手机占中国智能手机总销量的 1/3，位列全球之首。目前苹果产业链预期向上，下半年苹果 iPhone 12 系列手机上市已经近在咫尺，市场对销售预期持续上涨，并且随着 TWS 耳机、可穿戴等其他产品的预期回暖，苹果产业链受此利好刺激持续上涨，带动整个消费电子板块不断上涨。

半导体方面，本周中芯国际公布了二季度业绩，2020 年第二季度中芯国际销售额为 9.385 亿美元，相较于 2020 年第一季的 9.049 亿美元增加 3.7%，相较于 2019 年第二季的 7.909 亿美元增加 18.7%。中芯国际 2020 年第二季毛利为 2.486 亿美元，较 2020 年第一季的 2.336 亿美元增加 6.4%，较 2019 年第二季的 1.512 亿美元增加 64.5%。公司 2020 年第二季毛利率为 26.5%，相比 2020 年第一季为 25.8%，2019 年第二季为 19.1%。二季度消费电子类收入增长显著，并且先进工艺业务稳步推进是推动公司业绩持续增长的主要因素。从中芯国际的业绩来看，一方面是消费电子的需求已经在显著回暖并且保持增长，同时半导体国产化的进程已经势不可挡，我们继续坚定看过半导体国产化产业链的相关公司，包括中芯国际、长电科技等。

通信板块，我们坚定看好数据中心以及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穿需求增长，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、7 月 31 日联发科举行了 2020 年 Q2 的季度法说会，公布了今年 4-6 月份的运营情况。报告显示，联发科第二季度实现营收新台币 676.03 亿元（约合人民币 161 亿元），同比增长 9.8%；实现净利新台币 73.1 亿元（约合人民币 17.4 亿元），同比增长 12.4%。根据联发科法说会信息，其表示本季度营收较前季增加，主要原因是 5G 智能手机新产品上市及 WiFi 6、电源管理芯片等部分消费性电子产品销售提升，记者认为 5G 智能手机会是最大的贡献。有分析表示："2020 年初联发科的营收状态已经不错，尤其在疫情最严峻的当下，而来到第二季度，营收和盈利都实现同比的大增长。我认为主要是因为中国大陆市场对疫情的有效控制，令经济活动稳步恢复，其次便是 5G SoC 开始进入放量出货的阶段，加上物联网等产品的持续增加。"联发科 CEO 蔡力行曾表示："虽然目前疫情对全球经济增长带来了诸多不确定性，但联发科通过 5G、定制芯片、车用电子等领域的多元化布局，有很强的抗风险能力，预计同比将有稳健的持续增长。"事实表明，5G 必然会是 2020 年的一大市场增长动力，而 5G 智能手机会是第一波普及的产品，必然会令 5G SoC 的出货量大增。

2、据科创板日报报道，华为启动"备胎"计划，这项计划包括规避使用美国技术制造终端产品的"南泥湾"项目。知情人士透露，笔记本、智慧屏和 IoT 智能家居产品此类完全不受美国影响的产品将纳入该项目中。华为消费者业务部门正加速推进笔记本和智慧屏产品业务，并且华为新笔记本将不包含任何应用美国技术的零部件。

3、据外媒报道，高通公司表示，该公司已与华为就专利许可问题达成协议，华为将在第四财季向高通支付 18 亿美元的追补款。该消息发出后，高通公司股票在盘后交易中上涨了高达 12%。高通表示，已与华为达成了和解协议，并达成了一项"长期的全球专利许可协议"，该协议包括一些交叉授权。不过，根据美国法规，目前华为仍被禁止购买高通的芯片。高通公司 CEO Steve Mollenkopf 在一场分析师电话会议上表示："随着华为协议的签署，我们现在进入了一个与所有主要手机 OEM 厂商都已达成多年专利授权的时期。"

计算机（黄翔）

一、行情研判：

本周申万计算机指数上涨 1.44%，板块成交额 4417 亿元，沪深 300 指数上涨 0.3%。

当前决定计算机行业走势的更重要原因是大盘走势。计算机行业 β 属性强，股价弹性大，大盘上行时往往录得更高涨幅，但下跌时跌幅往往更大。

计算机 Q2 订单增长将带动 Q3 业绩复苏，随着半年报影响逐渐释放，项目型公司将迎来投资机会。

二、投资观点：

1、近期国际摩擦愈演愈烈，建议关注信创投资机会

（1）美国称将进一步推进干净网络，微信继字节跳动后也被封禁

干净网络。据 CNBC 报道，当地时间 8 月 5 日，美国国务卿蓬佩奥在记者会上宣布美国建立"干净网络"（Clean Network）的五大措施，以保护美国公民隐私与美国公司的敏感讯息。点名包括华为、中国移动、百度在内的 7 家中国科技公司，以禁止更多来自中国的应用程序，进一步限制中国公司进入美国的云端系统。随后美国政府网站也公布了这一计划。

具体包括：不允许中国运营商连接美国电信网络，声称那对美国国家安全"构成威胁"，不应为美国提供国际电信服务；不允许从美国移动应用商店下架中国应用程序 APP；不允许华为等中国智能手机制造商在其应用程序商店预装或以其他方式得到可下载的可应用程序；不允许美国公民最敏感的个人信息和美国企业最有价值的知识产权，包括新冠肺炎疫苗研究，被存储和处理在一些云系统上，除非这些云系统不允许阿里巴巴、百度、腾讯、中移动、中国电信等公司进行访问；确保连接美国与全球互联网的海底电缆不会"被中国大规模破坏收集情报"。并将与外国合作伙伴合作，确保世界各地的海底电缆不会受到类似的破坏。

微信被禁。8 月 6 日，美国总统特朗普签署两项行政命令，宣布将在 45 天后禁止任何美国个人及企业与 TikTok 母公司字节跳动进行任何交易，禁止美国个人及企业与腾讯公司进行与微信有关的任何交易。特朗普称，微信会自动捕获用户大量信息，而被收集的用户数据会被中方利用，"是对国家安全的威胁"。据悉，两项行政命令援引《国际

紧急经济权力法（International Emergency Economic Powers Act）》和《国家紧急状态法（National Emergencies Act）》。同时白宫还下达了封禁微信的命令。

（2）华为称因美国制裁麒麟芯片将在 9 月 15 日后无法制造

8 月 7 日，在中国信息化百人会 2020 年峰会上，华为消费者业务 CEO 余承东公开表示，由于美国的制裁，华为领先全球的麒麟系列芯片在 9 月 15 日之后无法制造，将成为绝唱。

根据华为海思官网的信息，目前采用 7nm 制程工艺的芯片大概有 7 款，包括麒麟 990、麒麟 985、麒麟 820、鲲鹏 920、昇腾 910、天罡芯片和巴龙 5000，分别涉及手机、服务器、人工智能、5G 基站和 5G 终端产品；7nm 以下到 16nm，有 6 款产品；16nm 以下到 40nm，有 26 款，三者合计占比大概在 95%。

中芯国际联席 CEO 梁孟松就华为问题回应投资者：关于某特定客户的问题，我们当然不针对某一客户去评论，但我们绝对遵守国际规章。 我们会有很多其他的客户也准备进入我们有限的产能里面，所以这个影响应该是可以控制的。

我们认为：短期华为可通过库存应对断供问题，但长期压力较大，需依赖中美博弈结果。

（3）建议重点关注信创投资机会，非华为供应链确定性更强

在我国供应链风险进一步加剧的情况下，信创的重要性进一步得到凸显。8 月初国务院关于印发《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》，体现了国产软硬件扶持政策重要性。

核心受益：中国长城、中科曙光、中国软件、金山办公、诚迈科技等。

中国软件、金山办公等：干净网络不允许华为等中国智能手机制造商在其应用程序商店预装或以其他方式得到可下载的可应用程序，微软等核心供应商存在断供的可能性。国内华为、小米、OPPO、VIVO 等供应商的将更倾向于扶持中国本土的手机、电脑和 PAD 的操作系统、办公软件等供应商。

中国长城、中科曙光等：服务器是信创最重要的环节，ARM 架构目前国内仅华为海思和长城飞腾竞争力较强，长期来看海思芯片持续供应存在不确定性。飞腾发布新一代多路服务器 CPU，当前性能全国最强。此外，海光在 X86 架构中性能亦较强。

2、重点个股

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、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、恒生电子。

电子：海康威视、大华股份、信维通信、领益智造。

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