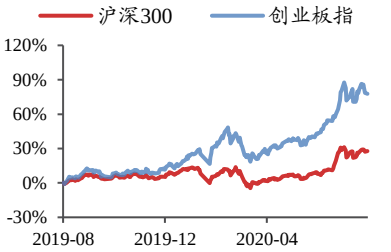
2020 年 08 月 11 日

开源晨会 0811

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
建筑装饰	2.64
房地产	2.19
轻工制造	1.82
非银金融	1.27
传媒	1.26

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	-2.51
休闲服务	-2.15
国防军工	-1.75
电子	-0.88
综合	-0.19

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

观点精粹

总量视角

【策略】周期第二波：一切还来得及——投资策略点评-20200810

市场表现再次出现结构性分化，在基本面未发生明显变化的背景下，我们认为这意味着风格的切换在逐步深化。PPI 持续预期中的反弹，连续两月跌幅收窄，在高温和雨季的不利因素下依然不改反弹趋势；PPI 环比增 0.4%，同比降 2.4%，好于 6 月的同比降 3.0%，在信用扩张时，PPI 触底反弹预示价值风格将开始全面跑赢，以国证成长-价值滚动区间收益率来衡量，8 月以来，风格已经明显向价值板块切换。们认为周期性行业的第二波攻势已经开启，疫情的特殊性将使经济呈现 U 型复苏，开工旺季即将来临，此前纠结的投资者是时候放下迟疑，拥抱周期。

【宏观】出口的“韧性”与远景——宏观经济点评-20200810

2 季度以来，我国出口屡超预期、呈现较强“韧性”，市场对“韧性”来源关注较多。疫情催生防疫物资、“宅经济”等消费品需求，叠加国内复产较早对海外产能的“替代效应”等，部分解释出口“韧性”。6 月以来，伴随部分国家推行复产复工，我国部分零部件、设备等生产所需商品，出口也在好转，对欧美改善尤为明显。结合美欧等主要经济体的经济表现、德国等出口型经济体的出口来看，外需最差的阶段已经过去。

行业公司

【传媒】游戏、影视看新品驱动，818 或助直播电商再升温——行业周报-20200810

1）关注《地下城与勇士》上线，维持游戏板块长期看好逻辑

2）继续把握影视内容产能持续释放带来的业绩修复机会

3）“818”或使直播电商再升温，关注稀缺性流量平台

【国防军工】拐点放量“十四五” 军工配置正当时——行业点评报告-20200810

考虑到 1）“十三五”末、“十四五”期间各型武器装备补缺补强逻辑刚性持续，而在国际政治遭遇历史性变局的条件下，为保障国家政经、领土安全，先进武器装备列装存在拐点加速放量的必要性；2）美国中期选举之前在任总统特朗普为迎合选情需要将持续激化国际政经关系，从而刺激板块投资情绪。两大逻辑短期不会改变，故我们持续看好军工板块行情。正如同半导体板块的壮阔行情，军工板块良好的行情对国家与军工企业的发展都具有实质意义，资本市场的支持对国家迫切需要发展的战略行业而言，在当前及未来的形势下都更加重要。

研报摘要

总量研究

【策略】周期第二波：一切还来得及——投资策略点评-20200810

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001

周期攻势，再次开启

市场表现再次出现结构性分化，在基本面未发生明显变化的背景下，我们认为这意味着风格的切换在逐步深化。今日（8 月 10 日），以建筑装饰、房地产、非银金融为代表的顺周期板块大幅上涨，而医药生物、科技板块则表现相对平淡，上证指数收涨 0.75%，创业板指收跌 0.53%。在上周二（8 月 4 日），市场也出现了类似的表现，我们在当时判断这符合一个经典的经济复苏早期金融股领涨的情形，随着对“U 型复苏”认知的深化，我们看到今日基建与地产产业链领涨市场，再次印证顺周期板块已在立秋后的开工旺季发起第二波攻势。

PPI 继续反弹，复苏逻辑再强化

PPI 持续预期中的反弹，连续两月跌幅收窄，在高温和雨季的不利因素下依然不改反弹趋势；PPI 环比增 0.4%，同比降 2.4%，好于 6 月的同比降 3.0%，在信用扩张时，PPI 触底反弹预示价值风格将开始全面跑赢，以国证成长-价值滚动区间收益率来衡量，8 月以来，风格已经明显向价值板块切换。

正视中美问题，分清远虑与近忧

我们在周报《顺周期：风雨后的彩虹》中曾强调，对于中美关系长期悲观和盲目认为“预期钝化”都不可取。对于当下频繁的外部风险事件最好的策略是系统性分清趋势和波动：一、在历史上中美关系恶化阶段，市场往往出现调整，配置型资金的流入可以帮助确认投资价值（市场未必反弹，但是确认了底部），目前配置型资金仍然分歧：国内的配置型 ETF 尚未进场，但是北上配置盘开始重新流入，同时买入风格开始变化；二、2018 年以来国内信用周期的变化是决定冲突下中期市场走势的关键。当下 Shibor 与 DR007 之差的走阔指示了经济真实的信贷需求正在不断改善，货币政策基调依然支持经济修复下的信贷扩张循环。信用回升中股票资产仍然占优，但结构上顺周期板块将更具有明显机会。

新的主线已浮出水面，积极布局顺周期

我们同时注意到，在疫情控制经济走向复苏的预期下，近日大宗商品和对应的资源股票价格却出现了一定幅度的调整，但是以建筑、房地产、家电等接近下游需求为主的板块却出现大幅反弹。我们认为这可能是一个良性的信号，后续大宗品的逻辑正从流动性与供给驱动走向需求驱动，这对中游制造业的利润水平也将构成明显支撑。在基本面不断验证复苏信号的情况下，我们认为周期性行业的第二波攻势已经开启，疫情的特殊性将使经济呈现 U 型复苏，开工旺季即将来临，此前纠结的投资者是时候放下迟疑，拥抱周期，推荐顺序为：第一，股价弹性与行情持续性兼备的：建材、工程机械、建筑；第二，子行业间景气周期有轮动，建议跟踪价格布局的：化工；第三，“弹性”和“持久性”至少占其一的：房地产、银行、保险、煤炭、有色、钢铁；第四，顺周期消费可适当布局：家电、汽车。

风险提示：中美摩擦加剧；海外疫情超预期恶化。

【宏观】出口的“韧性”与远景——宏观经济点评-20200810

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 张蓉蓉（分析师）证书编号：S0790520070006 | 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

需求修复、替代效应等支持出口“韧性”，关注疫苗等对美欧复苏进度等影响

2 季度以来，我国出口屡超预期、呈现较强“韧性”，市场对“韧性”来源关注较多。疫情影响下，美、欧 2 季度 GDP 同比增速普遍跌至-10%上下、创历史新低，但我国出口表现却屡超预期，单月同比增速震荡回升、7 月达 7.2%，前 7 个月出口累计同比增速-4.1%；相较韩国等其他出口型经济体，我国出口也表现较好。

疫情催生防疫物资、“宅经济”等消费品需求，叠加国内复产较早对海外产能的“替代效应”等，部分解释出口“韧性”。我国在消费品领域具备较强优势，口罩类、手机类出口占全球比重均在 4 成左右；这类消费品占我国全部商品出口比重约两成，拉动 2 季度出口增速近 7 个百分点。此外，我国工业生产修复较早较快、4 月即基本恢复，国内产能对海外的“替代效应”也对出口起到一定提振。

6 月以来，伴随部分国家推行复产复工，我国部分零部件、设备等生产所需商品，出口也在好转，对欧美改善尤为明显。6 月以来，非防疫物资等商品出口增速有所回升，7 月年内首次重回正增长；生产所需零部件和设备等，出口跌幅都在收窄。分国别来看，伴随美欧复产复工，我国对其出口化工品、电气机械等出口增速明显改善；东盟等新兴经济体，防疫物资、劳动密集型消费品需求加快增长。

结合美欧等主要经济体的经济表现、德国等出口型经济体的出口来看，外需最差的阶段已经过去。中短期来看，我国出口将延续修复态势，改善幅度或受疫情发展、美欧经济修复节奏等扰动。疫苗研发进度，将是影响全球经济修复进度的重要变量。部分经济体实际利率已降至历史低位、经济具备周期复苏能力；伴随后续疫苗顺利研发、投入市场，美国等经济复苏力度、及对外需的拉动等值得关注。

高频数据：菜价持平前周、肉价上涨，人民币对美元升值，商品价格多数上涨

【通胀观察】蔬菜价格持平前周，猪肉批发价上涨。28 种蔬菜平均批发价持平前周，仍为 4.44 元/公斤；猪肉平均批发价环比上升 0.3%，至 48.47 元/公斤。

【汇率表现】美元指数继续回落，人民币对美元升值。上周美元指数下跌 0.08%，周五收于 93.41。美元兑人民币汇率收于 6.96，人民币对美元周环比升值 0.28%。

【大宗商品】商品价格多数上涨，贵金属指数领涨。南华商品综合指数上涨 1.6%；细分品种中白银指数领涨，周环比涨幅 15.2%；豆粕指数领跌，周环比下跌 2.2%。

中观行业：商品房成交面积增加，玻璃价格继续上涨，国际原油结算价走高

【下游】商品房成交面积增加，土地市场量涨价跌。30 城商品房成交面积增加 6.3%，二、三线城市上涨，一线城市回落；土地成交溢价率下降 3.4 个百分点。

【中游】钢价、水泥价格、玻璃价格均上涨。Myspic 钢价周环比上涨 1.5%，水泥价格上涨 1.6%、玻璃价格上涨 4.8%；橡胶价格较前周上涨 1.3 个百分点。

【上游】原油结算价走高，有色金属价格有涨有跌。布伦特和 WTI 原油期货结算价格分别上涨 5.0%、2.4%，仅 LME 铜 3 个月期货价格下降，其他价格上涨

风险提示：国内外宏观经济、政策思路等出现大幅调整。

行业公司

【传媒】游戏、影视看新品驱动，818 或助直播电商再升温——行业周报-20200810

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

关注《地下城与勇士》上线，维持游戏板块长期看好逻辑

腾讯《地下城与勇士（DNF）》手游将于 8 月 12 日正式上线，或成为 2020 年暑期最重磅的手游产品，其对行业的影响值得关注。截至 8 月 9 日，官网显示预约用户数超过 5900 万。我们认为，作为腾讯两个最大端游 IP 之一

改编的手游，《DNF》一方面或给手游行业带来大量增量用户（如端游《DNF》核心玩家但非手游玩家或被唤醒），即产生“增量效应”；另一方面可能对同类产品及近期买量型新游戏造成分流，即产生“挤出效应”。参考《王者荣耀》对手游行业的影响，我们判断《DNF》手游对行业长期带来的增量效应或大于挤出效应，其上线或提升手游行业长期增速中枢；但短期来看，具备差异化产品竞争优势的公司如主要布局休闲游戏领域的姚记科技，存量产品长线运营能力突出的公司如网易、完美世界、吉比特及头部新产品定档 Q3 末或 Q4 的公司如吉比特（《魔渊之刃》9 月 22 日上线）、完美世界（《梦幻新诛仙》预计 Q4 上线）或受分流效应影响更小。我们维持游戏板块长期看好逻辑，即存量市场头部化加剧和品类突破、云游戏打开增量空间，重点推荐姚记科技、完美世界，受益公司包括网易、吉比特、掌趣科技、三七互娱、世纪华通、顺网科技、游族网络、心动公司、中手游等。

继续把握影视内容产能持续释放带来的业绩修复机会

电影方面，影院复工率稳步提升，猫眼专业版数据显示 8 月 8 日全国影院复工率达 71%，较 8 月 1 日提升 8 个百分点；8 月 8 日 3996 万分账票房，也较 8 月 1 日的 3731 万有所提升。新一周部分经典进口电影重映或对电影票房有一定拉动，但我们认为新片供应仍是决定后续人们观影意愿恢复情况及票房的最重要变量，8 月 21 日上映的《八佰》或成为第一块试金石，值得期待。我们维持此前观点，人们观影意愿提升与头部新片加快上映的正反馈有望驱动电影板块进入底部修复行情第二阶段，受益公司包括华谊兄弟、光线传媒、万达电影、横店影视、金逸影视、中国电影、上海电影。剧集方面，横店影视城开机加快，继续建议关注优质剧集产能释放给视频平台带来的业绩驱动机会，重点推荐芒果超媒。

“818”或使直播电商再升温，关注稀缺性流量平台

“618”之后，直播电商进入了短暂的平静期，但随着苏宁易购主导的“818”购物节临近，以及近期“抖音+苏宁易购”、“快手+京东”两场合作落地，直播电商竞争进一步白热化，抖音、快手加码布局直播电商或给营销公司和 MCN 带来增量投放需求，给导购平台、内容社区带来新的下游变现渠道，建议积极关注，重点推荐值得买。

风险提示：全球新冠肺炎疫情持续时间及对线上线下娱乐时长的影响存在不确定性；新游戏上线时间可能较计划时间出现变化；头部影片定档时间和人们观影意愿恢复情况仍存在不确定性；直播电商竞争格局如何演变不确定性较大。

【国防军工】拐点放量“十四五” 军工配置正当时——行业点评报告-20200810

段小虎（分析师）证书编号：S0790520020001

预计本轮军工行情有较强的持续性，持续推荐军工板块

考虑到 1）“十三五”末、“十四五”期间各型武器装备补缺补强逻辑刚性持续，而在国际政治遭遇历史性变局的条件下，为保障国家政经、领土安全，先进武器装备列装存在拐点加速放量的必要性；2）美国中期选举之前在任总统特朗普为迎合选情需要将持续激化国际政经关系，从而刺激板块投资情绪。两大逻辑短期不会改变，故我们持续看好军工板块行情。正如同半导体板块的壮阔行情，军工板块良好的行情对国家与军工企业的发展都具有实质意义，资本市场的支持对国家迫切需要发展的战略行业而言，在当前及未来的形势下都更加重要。我们持续推荐军工板块，同时依循选择高景气度子行业的逻辑，继续看好精确制导武器板块，受益标的新劲刚、精准信息、长城军工、航天电器等；看好升级化航空发动机板块，受益标的航发动力、航发控制、航发科技、应流股份；看好新型战机板块，受益标的中航机电、中航电子、中直股份、中航飞机、中航沈飞等；看好泛在信息化装备板块，受益标的国睿科技、四创电子等。

本轮军工行情大幅跑赢大盘，航空装备表现最为亮眼，行业估值处于历史低位

2020/6/1-2020/8/7，国防军工指数上涨 53.4%，大幅跑赢大盘，上证指数涨幅为 17.6%，沪深 300 涨幅为 21.7%。从细分板块来看，航空装备领域表现最为亮眼，涨幅为 72.9%；航天装备、地面兵装以及船舶制造涨幅分别为 49.3%、39.2%及 34.5%。我们重点监测的 71 家上市公司全部呈现上涨，涨幅前三分别为光启技术、北摩高科、航天彩虹，

分别上涨 308.6%、134.2%以及 131.7%。当前国防军工成分股整体 PE 估值约 83 倍，仍处于历史较低估值水平。

基本面：武器装备长期存在补缺补强刚需，国际政经形势超预期恶化或将引致先进武器装备加速放量，看好军工行业“十四五”期间维持高景气度

十三五末至整个十四五期间，考虑武器装备的刚性补缺补强需求以及因国际政经形势超预期恶化引致的保障国家经济与领土安全的强化需要，以各型精确制导弹药、先进航空战机、大型水面舰艇、升级化航空发动机、泛在信息化装备为代表的各类武器装备采购有望持续加速放量。

地缘政治紧张逻辑难以反转，国际政经局势正经历历史性时刻，刺激板块投资情绪

美国大选叠加大国博弈导致中美关系紧张、地缘政治风险持续，中美对抗逐渐蔓延至非经贸领域，大国博弈全面展开：科技方面，美国制裁打压以华为、TikTok、腾讯为代表的中国公司；外交方面，美国关闭中国驻休斯顿领事馆，对中国新疆、香港、台湾事务横加干涉；军事方面，南海问题、中印边界矛盾持续激化，日本也有意加入五眼联盟并积极实施军购。我们认为，地缘政治紧张逻辑难以反转，而强大的军事实力才能使中国有更大的谈判筹码，地缘政治事件频出将刺激军工板块投资情绪。

风险提示：军费增速、武器装备采购进度、装备研发进度等不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn