国都投资研究周报 2020.8.3-8.7

本周策略：

近期震荡轮动为主，中期基本面结构性牛市可期

一、市场展望：近期震荡轮动为主，中期基本面结构性牛市可期

1、中期研判：基本面恢复上行主逻辑，有望驱动结构性牛市下半场。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、二阶段转换期。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。

以上结构性牛市下半场的主要逻辑包括：**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，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。

2、近期判断：“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。

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

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3310.01	3.54
沪深 300	4695.05	4.20
深证成指	13637.88	5.43
中小板综	12748.28	5.97
创业板指	2795.40	6.38
恒生指数	24595.35	-0.45
恒生中国企业指数	10039.96	-0.41
恒生沪深港通 AH 股溢价	134.95	2.61
标普 500	3271.12	1.73
纳斯达克指数	10745.27	3.69
MSCI 新兴市场	1078.92	1.74

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	40.43	-2.20
纽约期金	1994.00	4.93
伦敦期铜	6376.00	-0.38
伦敦期铝	1710.00	0.77
波罗的海干散货	1350.00	2.51

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。

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。

近日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，持续改善与提升 A 股活跃度。

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。今年虽然明晟指数暂停加大提升 A 股纳入权重，但在 A 股基本面预期向好、估值相对洼地下，年初迄今陆股通北上资金净流入额仍高达近 1600 亿元；同时，随着近两年公募基金收益率相对于市场的良好表现，自 19 年中起股票型基金份额与占比趋势回升，而货币型基金趋势回落，新发股票型基金热度持续上升，年内普通股票型+混合型基金的发行规模已逾 7000 亿元，发行提升中长线资金入市动力；三在鼓励险资加大权益类资产配置的新政下，险资在股票+基金的投资占比已自 19 年初期趋势回升，近两年投资占比已累计上升 1.55 个百分点至 20 年 5 月末的 13.3%，已恢复至近三年半的高位，但距历史峰值及政策上限仍有较大空间。

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。

下半年若经济恢复趋势明确、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，届时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）、业绩超预期中期景气上行的科技龙头股为主。

二、经济展望：中期有望恢复上行，牛市下半场回归基本面为主

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：一实际/名义 GDP 同比增速已由 20Q1 的-6.8%/-3.3%转正至 20Q2 的+3.2%（好于市场一致预期+2.9%）/+5.3%，20H1 实际/名义 GDP 同比-1.6%/-0.9%；二表征工业生产活跃度的工业产能利用率已自 20Q1 的历史低点 67.3%回升至五年均线下方附近的 74.4%；三全社会用电量同比增速已从 2 月的低谷-10.1%逐月回升，4 月起转正且持续上行至 6 月的+6.1%；四社融信贷月度新增规模连续四个月超预期，制造业、建筑业、服务业 PMI 指数自 2 月疫情暴发期的低谷趋势回升，并普遍连续五个月保持在 50 荣枯线上方。近期公布的 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+5.7%、+6.0%（20 年 GDP 预期同比+2.3%）。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。

1）**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，单月工业增速已由 2 月的低谷-25.9%显著回升至 6 月的+4.8%，上半年累计同比降幅已收窄至-1.3%。从结构来看，上中下游工业生产增速基本同步恢复，且专用设备、计算机通信电子、医药已连续 2-3 个月保持累计正增长（增速在低个位数），而汽车、家具、家电、铁路船舶设备、纺织、通用设备、塑料橡胶等近四个月的累计增速升幅居前（升幅在 20-30 个百分点）。

需要指出的是，工业生产供给端二季度已较快恢复，且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。

2）**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-24.5%，逐月显著回升至前 6 月的-3.1%，回升节奏与幅度好于预期；分结构来看，投资增速回升主要源自：一是基建投资增速快速上行，主要系今年地方政府专项债前置加速发行（上半年发行量同比大增 54%共 3.79 万亿元），积极财政政策发力，带动基建投资近四月逐月回升，由前 2 月的-26.9%快速回升至前 6 月的-0.1%；二是房地产投资恢复韧性足，在宽信用、利率下行金融环境下，房地产销售整体回暖，房地产投资恢复弹性最大，上半年累计同比增速已转正至+1.9%。

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；一**积极财政政策仍有加码发力空间，加快落实“两新一重”领域投资，基建投资增速有望进一步回升，预计累计增速有望从当前的零附近回升至 8%附近；二下半年制造业投资有望自底部缓升，上半年受经济下行、盈利困难及现金流压力等压制，制造业投资增速回升节奏在三大投资中最慢，上半年累计仍同比-11.7%，预计下半年随着经济进一步回暖至正常增速区间、制造业企业盈利与现金流改善，有望驱动制造业投资回升至零附近（制造业投资增速自 19 年初趋势下行至疫情前的低个位数 2-3%区间）。

3）**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；6 月社会消费零售同比仍为负增长-1.8%，上半年社会消费零售累计同比-11.8%。分项来看，日用品、食品饮料、中西药品、化妆品等必需消费品普遍保持稳定正增长；可选消费回补持续缓慢为主要拖累，装潢家具家电、金银珠宝、汽车、服装、石油等耐用品消费持续同比深度下降双位数以上，上半年普遍累计同比下滑 11-24%；值得指出的是，受 5G 换机带动，通讯产品消费累计增速已自四月转正且持续上升，前 6 月达+5.8%。

上半年受疫情冲击，城镇居民人均可支配名义、实际收入累计同比+1.5%、-2.0%，叠加线下消费场景限制，使得上半年人均支出名义、实际累计同比大幅下滑至-8.0%、-11.2%。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。

三、政策展望：不稳定性不确定性环境下，宽松政策缓慢退出，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、**关于当前经济形势研判之一：后疫情下的经济恢复较为合意，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，扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务，统筹疫情防控和经济社会发展工作取得重大成果。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，三大攻坚战扎实推进，经济结构持续优化，产业数字化、智能化转型明显加快，改革开放继续深化，人民生活得到有力保障。

近期而言，中央对后疫情的复工复产效果、经济恢复进度较为合意；二季度国内经济增速已由一季度的-6.8%转正至+3.2%，表征工业生产活跃度的工业产能利用率已自 20Q1 的历史低点 67.3%回升至六月底的 74.4%（逼近五年均线）；全社会用电量同比增速已从 2 月的低谷-10.1%逐月回升，4 月起转正且持续上行至 6 月的+6.1%；社融信贷月

度新增规模连续四个月超预期，制造业、建筑业、服务业 PMI 指数自 2 月疫情暴发期的低谷趋势回升，并普遍在 3-7 月连续五个月保持在 50 荣枯线上方。

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；同时，疫情冲击下我国产业数字化智能化的结构转型显著加快。

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、关于当前经济形势研判之二：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。

1）**形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大。**虽然中央对二季度经济恢复较为合意，但对当前国内外经济形势研判仍十分谨慎。会议指出：当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，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。

以上三点研判：一当前及未来一段时期内我国面临的形势复杂严峻，不稳定性不确定性较大。主要系美国当局为首的逆全球化势头上升，尤其此轮疫情暴发更加剧逆全球化；同时美国当局对我国通信、数字科技的围堵与制裁，全球科技供应链贸易链面临较大脱钩风险，而在三季度美国大选白热化窗口期，中美关系或面临较大的考验与不稳定性；此外，全球疫情仍在持续蔓延恶化，尤其以美国疫情持续高位、欧洲疫情近期二次反复的冲击为首下，下半年外需存在萎缩压力。以上复杂严峻的外部环境下，国际政治格局、全球经济贸易形势均面临较大的不稳定性不确定性。

面对以上外部形势的不稳定性不确定性、国内中长期问题，中央提出以持久战的角度认识与看待，意味着应对与解决过程较为长期；同时，提出了两大重要应对举措。

2）应对举措一：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。在面对逆全球化压力及外需不稳定不确定的形势下，要立足于国内产业链完整与制造加工业齐备的基础，发挥国内大市场潜能优势，深化推进供给侧改革，突破核心技术与供应链瓶颈，满足国内消费升级需求，转部分外贸为内贸；同时扩大开放，**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。**

3）应对举措二：以科技创新、跨周期宏观调控实现长期均衡发展。会议提出，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。面对国内中长期问题（如宏观杠杆率偏高、社会融资以银行信贷的间接融资为主、关键核心技术受制于人、持续依靠资金资源等生产要素为主驱动增长、人口老龄化，发展不平衡不充分问题仍然突出等），提出应对举措包括更多依靠科技创新，**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。**尤其值得注意的是，中央政治局首次公开提出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；**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。二季度经济超预期恢复之下，中央对于下半年经济工作总目标可概括为：**一四大坚持，即**坚持稳中求进工作、坚持新发展理念、坚持以供给侧结构性改革为主线、坚持深化改革开放；**二两大任务**，即扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，推动经济高质量发展，维护社会稳定大局，努力完成全年经济社会发展目标任务。

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。上半年实际 GDP 累计同比-1.6%，当前市场普遍预计第三、四季度 GDP 同比增长有望进一步恢复至 5.5-6.0%区间，全年实际 GDP 同比增速有望达到 2.5-3.0%。根据今年财政赤字率 3.6%以上、净增加 1 万亿元财政赤字预算规模，可以推算 20 年的乐观名义 GDP 增速为 5.4%，剔除平减指数后，预计 20 年实际 GDP 增速区间在 2-4%。展望下半年，**基建投资发力与制造业投资底部改善，同时可选消费回补下消费增速反弹，或为下半年经济回升主要动力**。

以上经济工作总目标及淡化 GDP 增速底线下，会议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。今年地方政府专项债前置加速发行，上半年发行量同比大增 54%共 3.79 万亿元，积极财政政策发力，带动基建投资增速近四月逐月回升，由前 2 月的-26.9%快速回升至前 6 月的-0.1%。

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。**

按今年政府工作报告中的新增政府债券规模来看，2020 年共新增约 8.51 万亿元，包括纳入财政赤字预算的规模约 3.76 万亿元、赤字预算外的地方专项债规模 3.75 万亿、抗疫特别国债 1 万亿；而 19 年新增政府债券规模共 4.91 万亿元，包括赤字规模 2.76 万亿、地方专项债 2.15 万亿。合并考虑以上三项口径，20 年财政赤字率将由 19 年的 4.95%大幅提升至 8.5%附近。

2）**货币政策近期已收敛，但下半年或仍有双降需要**。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。

近期货币政策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，在以美国为首的海外疫情持续加剧、海外保护主义上升、全球市场萎缩的外部压力下，及国内消费及制造业投资恢复动能偏弱的内部压力下，下半年确保经济恢复上行的压力仍较大。

二是金融让利实体企业 1.5 万亿元**的总目标下，**主要通过**降低利率、直达货币政策工具、银行减少收费**等三方面途径；预计下半年仍存在降准降息可能，通过下调商业银行存准率、政策利率，降低商业银行的负债端成本，进而传导与释放商业银行资产端利率的下行意愿与空间。

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。

四是近日高层释放的信号，已初步印证政策缓退出。近日习总书记召开企业家座谈会上，指出：要**实施好更加积极有为的财政政策、更加稳健灵活的货币政策，增强宏观政策的针对性和时效性，继续减税降费、减租降息，**确保各项纾困措施直达基层、直接惠及市场主体。

四、中期风格展望：近期风格轮动，中期业绩相对景气下科技成长趋势占优。

1、中周期市场风格决定因素？主要取决于业绩相对景气，且一般持续约三年左右。首先确认一个周期规律，即绩优蓝筹与科技成长各领风骚三年。回顾近十年 A 股走势，绩优蓝筹与科技成长风格基本各领风骚三年左右，背后的主要驱动力或逻辑，为业绩周期的相对景气，而这主要受宏观经济、货币政策、产业景气、金融监管取向、资本市场制度改革等变量因素影响。

1）12 年底至 15 年中，创业板指为代表的科技中小盘股持续大幅领涨，中小盘成长股显著绩优蓝筹股，创业板指、中证 500 指数较沪深 300 指数的相对收益率高达+310%、+140%（期间累计涨幅分别为 418%、246%、107%）；驱动风格长时间分化的主要逻辑在于 13Q1 至 16Q1 期间，创业板业绩进入一轮上行期，期间单季度净利润同比增速由 12Q4 的-16%逐步回升至 16Q1 的高点+63%；而沪深 300 单季度业绩同比增速基本保持平稳在+10%附近，创业板代表的科技成长股业绩景气相对优势显著。

以上蓝筹与成长股景气分化**背后驱动逻辑主要包括：中国宏观经济增速显著放缓，4G 为首的新一代通信技术、移动互联网+应用等产业创新应用，14 年三季度起的开启降准降息窗口的流动性宽松环境，以及鼓励科技股并购重组的市场监管取向宽松等因素**。

2）16 年初至 19 年 4 月中旬，绩优蓝筹风格回归并占据上风，中国核心资产代表的绩优蓝筹股显著跑赢科技成长股，沪深 300 指数较中证 500 指数的相对收益率高达+33%（分别+10%、-23%）；驱动风格长时间分化的主要逻辑在于 16Q2 至 19Q2 期间，创业板业绩转为一轮下行期，期间单季度净利润同比增速由 16Q2 的+42%趋势下降至 19Q2 的-28%，且 17Q4、18Q4 四季度受商誉减值拖累同比锐降-72%、-546%；而代表大盘蓝筹沪深 300 受益于期间供给侧改革，单季度业绩同比增速仍保持平稳在+10%附近，创业板代表的科技成长股业绩景气相对劣势显著。

背后驱动逻辑主要包括：A 股市场在供给侧改革的市场集中度提升，4G 为首的移动互联网红利步入尾声等宏观经济环境，资本市场加大开放并陆续纳入国际指数体系的增量改革及金融严监管去杠杆（包括并购重组与再融资收紧）的监管环境。

2、本轮科技成长股风格逻辑动力清晰。19 年 6 月中旬起，**国内宏观经济底部趋缓、货币政策相对宽松重点引导资金价格下行，金融监管政策的优化调整（以科创板注册制试点改革的快速推进落实，对并购重组、再融资、市场交易等监管政策的优化调整，创业板注册制即将落地实施、上证指数编制方案的调整优化及科创板 50 指数发布在即）及半导体芯片、5G 建设加速产业互联网、数字经济发展，及特斯拉电动汽车国产化的为代表的科技产业发展，以及创业板业绩增速触底回升；以上宏观环境、金融监管政策及基本面因素的转变，已驱动科技成长股风格的回归**，相对收益动力已然具备。

而 20 年初尤其是新冠肺炎疫情暴发以来，央行降准、加大逆回购等资金投放，并加快相继下调 OMO、MLF、LPR 资金价格，上半年央行“放量降价”的充裕流动性，加速推升科技成长板块上涨行情。

从决定风格的核心驱动力即业绩相对景气来看，创业板单季度业绩同比增速已自 19Q3 触底回升，19Q3、19Q4 已转正至+22%附近，而沪深 300 稳中趋缓，由此前的+10%略放缓至 19Q4 的+8%；20Q1 受新冠疫情冲击，创业板指单季度净利润同比转为-26%，但沪深 300 也同时显著转负至-18%，两者景气分化不明显。

19 年 6 月初至 20 年 6 月底，创业板指、中小板指、中证 500、沪深 300 指数分别累计上涨 64%、46%、19%、15%，中小创为代表的科技成长显著跑赢大盘蓝筹股。

3、市场风格极致分化后，存在阶段性切换或收敛，但随后重回中周期趋势风格

在以上三年左右的中长周期内的风格轮动中，期间存在阶段性风格切换或收敛；而**触发风格的阶段性切换，一般需要具备两大条件：一是市场风格已极致分化，即中小盘成长、大盘蓝筹估值比触及历史高位水平；二是宏观经济、政策环境发生拐点性变化**，即经济触底回升、政策边际收紧，反之亦然。

回顾 12 年至 15 年中的成长占优的市场风格周期中，在 14 年 7 月中旬至 15 年 1 月中旬的近半年时间内，周期蓝筹显著跑赢科技成长，期间沪深 300、中证 100、创业板指、中小板指各+66%、+76%、+16%、+22%。触发当时市场风格阶段性显著切换的主要因素或逻辑包括：定向调控政策见效，经济企稳回升确认；地产限购限贷政策松绑，降息降准周期开启，政策进入宽货币宽信用阶段；同时，国企改革与沪港通正式启动在即；以上多重利好共同提振周期蓝筹风格复辟。

然而，在市场风格切换半年后，15 年 1 月下旬起，市场风格重新回归至成长股；触发风格重回至成长的核心逻辑在于：业绩相对景气未相应发生变化，创业板相对沪深 300 的业绩景气上行趋势未变，14Q4 至 15Q2 创业板相对沪深 300 的业绩增速优势显著。而触发风格回归的直接因素为 15 年初**经济下行压力重现**、监管层对融资杠杆资金发出降温信号。

4、中期风格展望：业绩相对景气的科技成长股仍趋势占优

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。

五、配置建议：以内需确定性板块为主，中期重点把握可选消费及新基建机会。

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、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：

一是以疫情过后消费回补机会，政府消费补贴或财税金融激励政策下，耐用品消费、可选消费有望逐步回暖，尤其是疫情加速培育的新业态新消费趋势性机会，重点包括（新能源）汽车、绿色智能家电、智能设备（5G 手机为主）等大宗耐用品消费，及餐饮酒店、旅游、航空、影院等服务消费板块，以及在线教育、高清视频、云游戏、云办公、生鲜冷链等疫情加速培育的新业态新消费的趋势性机会。

二是结合年内稳投资稳就业、中长期创新升级经济转型的战略目标，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。**

三，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：国内疫情秋季复发，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+6.38%；农林牧渔（中信）涨跌幅+5.21%；沪深 300 涨跌幅+4.20%。

二、价格跟踪：

1. 生猪：生猪价格 **37.83 元/公斤，**周环比下行约 0.9 元/kg。

2. 茅台一批价：2550 元左右，周环比上行，部分区域破 2600。

三、食品饮料：持续推荐白酒+调味品

1）白酒：

近期进入中报业绩披露期，如茅台业绩已经披露，收入利润双位数增长已经奠定板块业绩，同时五粮液集团也披露 H1 利润增速达到 17%，所以白酒两个龙头业绩增长无疑对板块支撑较大，其他酒企中报落地后，也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,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。

故后疫情时期，消费逐步回暖，旺季消费有望回补，板块边际向好，茅台价格破 2600 元提升板块景气度，我们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：本周猪价在短期回调后再度回升到 37.8 元/kg 的高位。维持下半年乃至 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，随着板块牧原、新希望等企业中报的披露，业绩进去释放期，养殖板块因业绩有支撑和中报行情，相对其他板块来讲价值凸显，叠加猪价反弹超预期，板块表现坚挺。

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。**我们继续重点推荐：牧原、新希望。**

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 3.54%，沪深 300 上涨 4.20%。家电板块上涨 4.83%，跑赢大盘指数，主要原因在于：在 8 月份空调排产环比增加 20%多，以及家电销量良好的因素影响下，家电板块涨幅较好。

二、行业动态与展望

（1）公司发布拟私有化海尔电器的公告

公司拟以 1:1.6 的换股比例私有化海尔电器。即每 1 股计划股份可获得 1.6 股海尔智家新发行的 H 股股份，并向计划股东支付 1.95 港元/股的现金；另外，公司作价 40.6 亿元拟转让持有的卡奥斯 54.5%股权。此次卡奥斯整体估值近 74.5 亿元，相较 2020 年 5 月底的净资产溢价约 79.7%。若交易成行，海尔智家将进一步聚焦主业，提升公司经营与财务效率。

（2）美的方太帅康华帝等开始厨电业渠道变革

今年以来，包括美的、方太、帅康、华帝等一大批的厨电行业主流企业，都在推动流通渠道的模式变革。其核心，就是线上由工厂品牌专营店、旗舰店的全面自营，同时线下由工厂与经销商、专卖店的直营直销。最终，合作多年的代理商并不是消失，而是职能彻底转变为代营商。

（3）海尔剥离聚焦于工业互联网领域的卡奥斯

海尔交易剥离的是卡奥斯，卡奥斯聚焦于工业互联网领域的生态品牌建设，专注为企业提供全流程大规模定制解决方案，共包括平台增值分部、智慧物联分部、智能制造分部三大业务分部，目前正处于发展初始的平台培育期，预计未来发展仍需要大量的资金投入。公告显示，卡奥斯 2019 年营业收入 200.63 亿元，净利润 2.49 亿元。今年 1-5 月营业收入 88.09 亿元，净利润 1.04 亿元。

展望：今年 5 月开始，美的厨电部门开启了“变代理商为运营服务商”的变革，其核心就是让代理商成为工厂在当地市场的经营服务商，不再承担回款、压货、囤货等任务，而是全身心帮助工厂为当地经销商、专营店提供促销、动销、推广、培训等一系列营销服务，工厂则直接与各地的县镇经销商、直营商合作。此前，美的厨电早就在线上完成各大电商平台旗舰店的直营化操作。至此，美的厨电业务基本上完成线上线下的“直接连接用户”的渠道变革目标。此次改革，就是通过推动渠道分销层级的减少，从而探索更高效、更低成本的运营模式。

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 7.96%,在 28 个申万一级行业中,表现排名第 3 位,同期沪深 300 指数上涨 4.20%,中小板指数上涨 6.23%,创业板指数上涨 6.38%。细分子版块来看,化学制药上涨 3.15%,生物制品上涨 16.23%,医疗器械上涨 8.29%,医药商业上涨 7.67%,中药上涨 8.47%,医疗服务上涨 4.30%。本周生物制品板块涨幅领先,主要因为新冠疫苗概念板块持续火热,相关标的涨幅较大,带动生物制品板块取得较高收益。

个股表现来看,涨幅前五名的公司分别是葫芦娃(+61.09%)、奇正藏药(+61.05%)、英特集团(+61.01%)、西藏药业(+52.86%)和四环生物(+41.06%);而跌幅最大的前五家公司分别是司太立(-9.00%)、九州药业(-6.97%)、东阳光(-6.83%)、天智行-U(6.40%)和兴齐眼药(-6.09%)。

二、本周主要观点

第三批带量采购正式启动,规则基本延续第二批。7 月 29 日,上海阳光医药采购网公告,国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室关于发布《全国药品集中采购文件》,第三批国家药品集采正式启动,开标时间为 2020 年 8 月 20 日。第三批国家药品集采共 55 个品种 81 个品规,规模与此前两轮集采品种之和相当,同前期开展基础信息采集的药品名单基本一致,差别之处在于:1)第三批集采清单中调出环孢素;2)第三批集采清单中调出拉米夫定 100mg 品规;3)第三批集采清单中非那雄胺两个适应症分开报价,不差比。根据米内网数据,第三批集采涉及的 56 个通用名药品在 2019 年国内公立医疗机构终端合计销售金额超 560 亿元,其中有 23 个药品销售额超 10 亿元,缬沙坦口服常释剂型 49.64 亿元领跑,二甲双胍口服常释剂型、卡培他滨口服常释剂型以 43.08、34.91 亿元排名第二、第三。从企业角度来看,外资药企中,辉瑞、默沙东均有 5 个品种被纳入,阿斯利康、诺华有 4 个品种被纳入,百时美施贵宝有 3 个品种被纳入。国内药企中,中国生物制药以 9 个过评品种领跑,齐鲁制药、豪森制药、恒瑞医药、石药集团等 4 家企业涉及的品种数量均为 6 个。此外,上药集团、扬子江药业集团则分别有 8 个、7 个过评品种在本次集采范围内。

第三批带量采购规则基本延续第二批集采,仅有局部微调。1、增加最多入围企业数量。本次集采,采购品种目录中同品种最多入围企业数量较第二批集采增加,符合"申报品种资格"的实际申报企业数量在 1-7 家的,入围企业数较第二批没有变化。符合申报资格的企业数量在 8-9 家的,最多入围企业增加到 6 家;申报企业数量在 10 家的,最多入围 7 家;申报数量超过 11 家及以上的,最多入围 8 家。过评家数多的产品入围家数增加,使得更多的过评企业有机会参与集采,竞争环境相对改善;2、中标规则基本无变化。入围企业价格符合以下条件之一的获得拟中选资格:1)"单位可比价"≤同品种最低"单位可比价"的 1.8 倍;2)"单位申报价"降幅≥50.00%;3)"单位可比价"≤0.1000 元;3、针对具体产品调整约定采购量。在约定采购量方面,规定全国实际中选企业数为 1/2/3/4 家的,为首年约定采购量计算基数的 50%/60%/70%/80%,同第二批集采相同。但本次集采就具体产品调整了约定采购量,部分产品(阿莫西林颗粒剂、利奈唑胺口服常释剂型、莫西沙星氯化钠注射剂、左氧氟沙星滴眼剂、环丙沙星口服常释剂型、头孢地尼口服常释剂型、头孢克洛口服常释剂型、克拉霉素口服常释剂型,均为抗生素)各地首年约定采购量向下调整 10%,全国实际中选企业数为 1/2/3/4 家的,为首年约定采购量计算基数的 40%/50%/60%/70%;4、指定部分产品采购周期为 1 年。本次集采采购周期全国实际中选企业数为 1 或 2/3/4 家的,采购周期原则上为 1/2/3 年。其中阿扎胞苷注射剂、莫西沙星氯化钠注射剂、左乙拉西坦注射用浓溶液本轮采购周期原则上为 1 年,不受中选企业数量影响。同时本次集采要求采购周期内采购协议每年一签。续签采购协议时,约定采购量原则上不少于各地该中选药品上年约定采购量;若采购周期内若提前完成当年约定采购量,超出部分中选企业仍按中选价进行供应,直至采购周期届满;5、新增对亚硝胺类杂质要求。本次集采在其他申报要求中,新增要求申报药品应当符合国家药品标准和经国家药品监督管理部门核准的药品质量标准,并按照国家药监局药审中心关于发布《化学药物中亚硝胺类杂质研究技术指导原则(试行)》的通告组织生产,国家药监局药审中心于今年 5 月 8 日发布相关指导原则,要求尽可能避免亚硝胺类杂质的引入或将其水平控制在安全限度以下。本次集采新增该要求,表明国家对申报药品安全和质量要求提高。

整体来看,第三批带量采购基本延续上一批规则,且市场对集采品种已有预期。在经历过两次全国集采之后,第三批带量采购对市场的冲击有望逐渐减弱,带量采购更多的是推动医保资金腾笼换鸟,以及对新药研发的支持。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,创新药及高壁垒仿制药将是药企转型方向,建议持续关注国内创新药企及创新药产业链相关公司。

大型医用设备规划配置量上调,利好相关医疗设备公司。 国家卫健委于 2020 年 7 月 31 日发布了《关于调整 2018-2020 年大型医用设备配置规划的通知》。此前国家卫健委曾于 2018 年 10 月 26 日发布《2018-2020 年大型医用设备配置规划》,本次对此前规划中的设备配置数量进行调整。与此前的规划相比,设备规划配置总数从 22548 台增长到 25219 台,其中新增设备数量从 10097 台增长到 12768 台,增幅为 26%,甲类大型医用设备配置规划 281 台,乙类大型医用设备配置规划 12487 台。分产品来看,甲类设备中 PET/MR 数量增长较大,新增配置数量从 28

台增加到 77 台，调整后的规划配置总量为 82 台；高端放射治疗设备新增配置量无变化。各种乙类设备新增配置量均有不同程度提升，其中 PET/CT 和手术机器人增长较大，新增 PET/CT 数量从 377 台增加到 511 台，新增手术机器人数量从 154 台增加到 225 台。本次文件中明确提出“加快新设备、新技术临床应用，提升重大突发公共卫生事件应急救治能力，推动医疗服务提质增效，保障人民群众医疗服务安全”，疫情之后公共卫生领域补短板需求更加强烈，本次医用设备规划配置量上调，相应带来了医疗设备，特别是大型医疗设备配置需求增长，利好相关医疗设备公司。

三、行业动态跟踪

1、**国家药监局关于进一步加强药品不良反应监测评价体系和能力建设的意见**。《意见》指出，近年来我国药品不良反应监测评价工作取得明显成效，为药品监管工作提供了有力支撑，但药品不良反应监测评价工作仍存在短板，基层监测评价机构数量有所减少，专业人才队伍不足，监测评价能力亟待提升。《意见》强调，要始终把确保人民群众健康权益放在首位，坚持科学化、法治化、国际化、现代化的发展方向和职业化、专业化的建设要求，持续加强药品不良反应监测评价体系建设，不断提高监测评价能力，全面促进公众用药用械用妆安全。药品不良反应监测工作是药品安全风险防控的重要技术支撑，是药品安全监管的最后一道防线，因此我国将持续推进不良反应监测评价体系建设和能力建设，提升体系建设的科学性和系统性，持续强化风险监测、风险识别、风险评估和风险控制，着力发挥风险防控“排头兵”作用，健全药品监测评价制度体系。

2、国家医保局发布《基本医疗保险用药管理暂行办法》，将于 9 月 1 日正式实行。《办法》对国家医保目录的制定和调整作出的明确规定，明确建立完善动态调整机制，原则上国家医保目录每年调整一次。根据《办法》第八条规定，8 大类别的药品不纳入医保目录（1、主要起滋补作用的药品；2、含国家珍贵、濒危野生动植物药材的药品；3、保健药品；4、预防性疫苗和避孕药品；5、主要起增强性功能、治疗脱发、减肥、美容、戒烟、戒酒等作用的药品；6、因被纳入诊疗项目等原因，无法单独收费的药品；7、酒制剂、茶制剂，各类果味制剂（特别情况下的儿童用药除外），口腔含服剂和口服泡腾剂（特别规定情形的除外）等；8、其他不符合基本医疗保险用药规定的药品）。

3、李克强：加快检测时间短、灵敏度高、操作简便的核酸检测产品研发上市。李克强总理 7 月 29 日在国务院常务会议上表示，“统筹推进疫情防控和经济社会发展，必须要以科学防疫为指导。目前我们能够依赖的有效办法，除了戴口罩、保持社交距离等传统方式外，提高新冠病毒检测能力是一个关键性手段”。当天会议安排进一步加强核酸检测能力建设，总理表示，要调动各方力量，加快检测时间短、灵敏度高、操作简便的产品研发上市。要加紧培训检测人员，合理布局和增加机动检测力量；要在加强生物安全风险防范前提下，确保秋冬季前实现全国三级综合医院、传染病医院、各级疾控机构及县域内 1 家县级医院具备核酸检测能力。各有关方面要及时加强资金等相关保障。

4、7 月 31 日，上海市医药集中招标采购事务管理所发布第三批国采补充文件，对上海地区企业申报、药品检测、货款支付、中选药品使用等提出要求。

四、投资策略

目前处于中报披露季，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、大连等地疫情出现反复，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。

商贸零售（韩保倩）

一、市场表现

商贸零售（中信）板块本周上涨 188 点，周涨幅 3.75%。板块本周上涨前五名分别是飞亚达（30.21%）、南京新百（25.18%）、鄂武商 A（24.17%）、8ST 金洲（20.83%）、北京城乡（18.27%）。

细分板块本周家电 3C、百货、专业市场经营、珠宝等涨幅较大，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。线上重点板块如化妆品、代运营等板块估值较高，我们下半年还是重点关注快递板块，电商持续快速增长及下沉市场布局将带来快递的中长期红利。

二、行业动态

7 月 30 日，在中国家用电器研究院指导下、全国家用电器工业信息中心发布了《2020 年中国家电行业半年度报告》（以下简称“报告”），报告显示，2020 年上半年，我国家电国内市场零售额累计 3365.2 亿元，同比下降 18.4%。

另据海关总署数据显示，上半年家电（空调、冰箱、洗衣机部分厨房家电和生活电器）累计出口额为 1870 亿元，同比增长率为 4.2%；液晶电视出口额 378 亿元，同比下降 10.7%。

具体到各家电品类细分市场，可谓有喜有忧。传统家电中，彩电在价格下降和规模萎缩的压力下负重前行，显示技术和大屏趋势不减；白电产品中，空调产品二季度销售弥补前期差额，但后期压力颇重，冰箱、洗衣机产品整体规模尚算稳定，亟待替换需求的快速释放，而一些新兴品类，如干衣机因迎合了“懒人经济”和衣物护理、免熨烫等品质消费需求，市场规模迅速扩张。

二季度厨卫产品需求持续释放，行业复苏趋势明显，健康、消毒和集成化需求加大；生活小电产品依靠灵活的销售方式、不断创新和细化的产品功能，市场规模保持小幅上涨。

此外，在疫情防控常态化背景下，线上推广、线上获客、线上服务以及今年异常火爆的直播带货都将成为企业的主要营销手段。新型消费发展提速，深刻影响着商业模式、业务形态等方方面面，品牌商和零售商正朝向互联网化和数字化加速转型，零售行业也正逐步形成“大开放、大链接”的生态格局。

在所有渠道形态中，2020 年上半年，苏宁易购凭借线上线下紧密合作的经营模式，在家电市场的销售额占比进一步提高，达到 23.9%。京东和天猫和国美分别获得了 17.2%、10.3%和 5.2%的市场份额。

三、投资关注

1、丸美股份(603983)：为促进公司长远发展，充分借助专业投资机构的专业资源及其投资管理优势，持续完善公司化妆品相关领域的产业布局，公司拟以自有资金与金鼎投资及其他有限合伙人共同出资设立产业基金，约定共同投资设立宿迁汇恒金鼎资产管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“汇恒金鼎”）。该基金计划总规模为 1 亿元，公司作为有限合伙人拟出资 8000 万元，占比 80%。

公告显示，这一基金的设立背景为推进公司战略布局，更好地拓宽投融资渠道，整合产业资源，公司拟设立产业基金，该基金将重点关注化妆品产业上下游及相关行业，通过借助合作方专业的投资管理经验，积极布局美妆消费产业链，加速公司外延式发展步伐，提升公司行业地位及影响力。

2、苏宁易购（002024）： 2020 年度上半年公司营收为 1182.43 亿元，同比下降 12.78%，亏损 1.61 亿，同比下降 107.51%。其中二季度盈利 3.9 亿元，较一季度持续改善。报告显示，扣非后上半年净利润约为-7.42 亿元，较上年同期扣非净利-31.90 亿大幅改善，同比增长 76.74%。

1-6 月苏宁易购实现商品销售规模为 1941.55 亿元，同比增长 5.40%，其中线上销售规模同比增长 20.19%，线上销售规模占比提升至 69.43%。以家乐福中国为核心的大快消业务实现突破，上半年快消、日百类商品销售规模同比增长 106.70%。通过强化家乐福中国的互联网化运营能力建设，家乐福到家业务实现快速增长。

会员方面，苏宁易购称，通过加强社交社群营销以及与短视频平台合作，带来会员数量持续提升。苏宁易购上半年新增注册用户数 4683 万，6 月活跃用户数同比增长 22.37%，用户复购频次也有所增加，用户粘性进一步增强。

截至 6 月 30 日公司零售注册会员数量为 6.02 亿。

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）

本周房地产板块上涨 0.35%，沪深 300 上涨 4.2%，上综上涨 3.54%。板块跑输大盘指数。

克尔瑞发布 1-7 月销售统计数据，7 月房企销售力度并未见松懈。虽然处于传统淡季，但由于疫情原因，今年整体推案节点后移，7 月环比下降幅度均小于前几年。TOP100 房企操盘口径单月业绩同比自 4 月转正后逐月回升，本月进一步提升至 25.7%；累计业绩规模同比增长 2.7%。

具体而言，一线城市成交稳步提升，同比涨幅升至 13%。随着疫情得到有效控制，北京成交明显回升，同比跌幅收窄至 7%。上海、广州成交持续高位运行，同比涨幅皆大幅扩容，上海更是同比增长 36%。受限于调控政策进一步升级，深圳成交走弱，但并未失速，环比仅微降 2%。26 个二三线城市成交小幅回调，同比涨幅降至 7%。超 6 成二三线城市市场热度惯性延续，成交同比仍实现正增长。宁波、东莞和杭州迎“政策末班车”行情，多项目抢在政策落地前集中网签备案，成交同比涨幅皆超 50%。南京、天津、苏州等市场进入休整期，成交同比转升为降。而在海南省全域限购再升级后，海口市场持续低迷，成交连续数月低位运行，暂以 59%同比跌幅居首。

展望下半年，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 6.06%，上证指数上涨 3.54%，行业指数跑赢大盘指数。其中涨幅居前的板块是维纶、日用化学产品、涂料油漆油墨制造；跌幅较大的板块合成革、改性塑料、其他化学原料、粘胶。

二、行业观点：

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。

供给端收紧，MDI价格上调：万华PM200报盘13500-14000元/吨附近，科思创44V20、巴斯夫M20S报盘12500-13000元/吨附近。7月31日，国内聚合MDI市场继续走高。万华、巴斯夫、亨斯迈8月份挂牌价格上涨。近期8月份欧洲厂家装置也不断公布检修计划，市场供应减少，预计MDI价格仍是上行趋势。万华烟台工业园二期核心项目、山东省首个百万吨乙烯项目，总投资168亿元，现已基本建成，正进行设备调试，计划9月份正式投产。

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3.54%%，收于3310点，创业板指同比上涨6.38%，沪深300同比上涨4.20%，机械设备同比上涨3.59%，跑输沪深300指数0.62pct。

二、机械行业动态及投资观点

1、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。

2、【工程机械】重卡销量与工程机械呈现较强相关性，预计7月工程机械仍将保持较高增长

1）预计7月重卡销量同比增加89%。根据第一商用车网，7月我国重卡市场预计销售各类车型超过14万辆，同比增长89%，这意味着，4月以来重卡已连续4个月保持60%以上增长。

2）重卡与工程机械下游具有较高相似性，预计7月工程机械增长同样强劲。4月以来，挖机与重卡销售同步呈现较强增长，我们判断7月挖机销售仍将继续保持较高增长。

3）我们重点推荐徐工机械、中联重科、恒立液压等标的。

3、个股【迈为股份】上半年收入增速达51%，布局异质结设备将获得价值重估

1）2020H1公司业绩增速符合预期。2020H1公司实现收入9.38亿元，同比增长51.03%；归母净利润1.89亿元，同比增加52.77%，扣非净利润1.47亿元，同比增加34.48%。

2）公司加大研发投入，布局异质结设备。2020H1研发投入0.59亿元，同比增加79.61%。公司在现有光伏印刷设备的基础上，相继进入光伏激光设备，OLED面板激光设备，HJT异质结电池生产设备等。公司在HJT国产设备的研发上率先突破适用于HJT电池的丝网印刷设备；成功研制HJT非晶硅镀膜的核心设备板式PECVD，并具备整线供应能力，目前产品尚处于研发调试阶段。

3）存货较高，合同负债增速强劲，下半年业绩继续向好。2020H1 存货19.28亿元，同比增加5.88%；合同负债16.15亿元，同比增加43.68%。存货和预收款为收入的先行指标，我们认为公司下半年业绩有望继续向好。

投资建议：从近期看，公司存货及预收款继续支持下半年业绩高增长；从中期看，公司核心设备在电池片产线设备中价值有望从PERC时代的25%左右提升至未来异质结时代的70%左右，公司价值有望获得重估。我们继续给以推荐评级。

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

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3.54%，申万有色指数上涨4.65%，板块跑赢大盘。价格方面，小金属钴全面上涨锂持平，本周国内电解钴价收报27.90万元/吨大幅上涨9.4%、硫酸钴价涨7.9%、氯化钴价涨7%及四氧化三钴涨6.2%；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5.09%、7.79%；基本金属方面，LME铜下跌0.61%、LME铝上涨0.59%。目前基本金属价格大部分已经超过疫情前的价格水平，海外经济尤其是欧元区经济活动的复苏将带动需求端稳步提升，国内复工复产超预期，国内PMI和工业企业利润等数据继续回暖，欧盟7500亿欧元和美国1.5万亿美元经济刺激方案将带动海外商品需求，叠加疫情影响供给端扰动增加，预期价格将继续上涨。板块方面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：钴价全面上涨，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。

另据报道，松下计划在2-3年内推出无钴电池，无钴化一直是压制钴板块最大的因素，无钴化一般可以理解为少钴化，短期内无法完全摆脱钴金属的依赖，松下无钴电池概念预计主要作用于短期情绪面，无碍行业供需基本面向好

格局。

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，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。随着疫情好转和欧美经济重启，金价的驱动将逐步由利率端转向通胀端，对比2008年，经济逐步恢复以后，尽管10年期国债收益率出现回升，但通胀预期的修复速度快于名义利率的上行速度，因此实际利率仍继续下降，黄金继续上行。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。

另一方面金银比处于较高位，虽然近期有所修复，仍处于历史较高位，背后原因在于疫情冲击下，白银工业需求的不佳，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，从历史规律来看，金银比大幅偏离均值后，通常都会以银价的大幅上涨来完成均值回归，白银价格弹性更大，金银比仍有望进一步修复。

3、半导体材料

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，推荐博威合金（高强高导铜合金材料）、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。

1）菲利华从事石英材料业务，公司产品主要应用于半导体、军工、光通信领域，公司Q2披露受疫情影响海外订单往公司转移，公司半导体领域订单量创公司历史新高，处于快速增长态势。此外显示面板、半导体等发展带动光掩膜版需求增加，预计上游合成石英基板的需求也将大幅增加。同时下游市场向国内转移将促使光掩膜版及其合成石英基板逐步国产替代。在激烈的市场竞争下，日韩面板产能逐步退出，产业中心向国内转移，国内厂商市占率将进一步提升。材料端国产化率偏低的领域将尤其受益，目前光掩膜版及其石英基板市场份额仍以日、韩为主，受益政府政策及行业发展，国内已经成长出能够量产合成石英基板的材料公司，重点推荐菲利华。

2）博威合金主营铜合金业务，聚焦精密组件、智能终端和电子等领域，积极布局散热、充电桩和数据传输等材料，公司高强高导材料随着5G建设的加速推进以及半导体行业景气复苏，高性能合金材料将快速放量。公司披露2020年公司经营目标为：新材料业务（合金产品+精密细丝）总销量目标17.28万吨，同比增长23.85%，其中合金带材35000吨，增长43.07%；精密细丝26800吨，增长28.08%。半导体、5G、新能源汽车将拉动高端铜合金的需求，看好公司后续高性能合金材料的持续放量。

三、重点个股

菲利华、华友钴业、赣锋锂业、云海金属、山东黄金、博威合金

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 3.54%，沪深 300 上涨 4.20%。电新板块上涨 7.34%，跑赢大盘指数。

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）2020Q2 欧洲市场新能源车装机情况

LGC 装机量为 2.36GW，同比+27%，CATL 装机量为 0.54GW，同比+10345%，SK 装机量为 0.31GW，同比+55%。CATL 装机增量主要来自于标致、宝马与上汽。从欧洲市场占比看，LG 占比为 39%，松下 16%，CATL9%，SDI8%，SKI5%。

（3）三一重工控股股东三一集团拟发行 80 亿元可交债

三一重工控股股东三一集团拟发行 80 亿元可交债，主要目标是：1）降息背景下，企业融资成本较低，通过发行可交债有望降低集团融资成本，优化集团资产负债率，提高抗风险能力；2）践行数字化战略，依托 5G、物联网等大趋势，集团积极布局大数据、人工智能等领域，持续赋能高端制造；3）目前集团旗下重卡、装配式建筑等业务发展势头良好，未来不排除单独上市可能性，现金流充沛，可实现自给自足。

展望：新能源车方面，8 月中游龙头排产预计环比增长 10-15%以上。中游环比持续向上是好信号，意味着三季度国内开始出现持续向上。伴随着下半年欧洲数据继续向好，特斯拉产销推动，以及全球新车型加速释放，这将构成全球市场持续向上的催化剂。

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、重点公司

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+2.68%，HS300 指数+4.2%；广汽、比亚迪、福耀玻璃等个股表现较强；长城、长安等个股表现较弱。

二、行业动态及趋势展望

【7 月前四周销售同比+5%，下旬表现好于预期】

据乘联会统计 7 月第 1-4 周日均零售分别为 2.5、3.1、3.8、4.8 万辆，同比去年同期分别-15%、-5%、+8%、+20%，环比上月同期分别-3%、-21%、+7%、+2%。7 月 1-26 日的总体零售同比增长 5%，环比下降 5%。

7 月第 1-4 周日均批发分别为 2.9、3.7、4.0、4.4 万辆，同比去年同期分别+11%、+13%、+4%、+6%，环比 6 月同期分别-15%、-4%、-14%、-12%。7 月 1-26 日的主力厂家批发销量日均 3.8 万台同比去年 7 月增长 8%。但相对 6 月前 4 周下降 11%。

7 月初的消费环境相对变化较大，今年是高考季和与雨水偏多，车市走势不强。7 月开局走势不强，中下旬逐步回升说明行业内在周期依然向上。

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）

本周市场在大跌之后有所反弹，上证综指上涨 3.54%，创业板指数上涨 6.23%；申万通信指数上涨 4.09%，申万电子指数上涨 8.43%。

上周市场表现出比较大的震荡，通信和电子行业受此影响也出现了不同程度的回调，相关公司股价也有较大下跌，本周过去后市场也即将进入 8 月份，我们对 8 月份的整体看法延续 7 月份的观点，即市场整体将保持较为平淡的表现，首先从政策等利好上在 8 月份将处于一个相对真空期，另外行业的基本面也不会有较大的变化；另一方面，8 月份进入年报窗口期，市场对于业绩的关注将提升，有一些业绩承压公司的半年报或会增加市场的不确定性，并且改变市场短期的风险偏好，所以整体下来我们对 8 月份的股票池的选择仍然是偏向于业绩增长的确定性。

首先通信板块，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。

电子板块，我们从歌尔的半年度利润预告可以看出，消费电子方面市场情况已经回暖，主要受苹果产业链预期向上所致，因为下半年伴随着苹果 iPhone 12 系列手机的上市，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，虽然受美国对华为禁令影响，但是当前仍在 120 天缓冲期内，缓冲期截止前事态仍有变化的可能。虽然短期来看，美国政府在上游设计软件、设备、材料等环节上将会继续掣肘，但是半导体国产化的车轮已经不可逆转，长期来看国内半导体需求市场广阔，是国内半导体产业链的最大支撑力量，所以我们坚定看好半导体国产化的进程。

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、苹果于 7 月 30 日公布 2020 财年第三季度的财务业绩，数据显示，Q3 净销售额为 596.85 亿美元，同比增长 10.9%。净利润为 112.53 亿美元，同比增长 12%。其中，iPhone 净销售额为 264.18 亿美元，同比增长 1.7%；Mac 净销售额为 70.79 亿美元，同比增长 21.6%；iPad 净销售额为 65.82 亿美元，同比增长 31%；可穿戴设备、家居产品和配件净销售额为 64.50 亿美元，同比增长 16.7%；服务业务净销售额为 131.56 亿美元，同比增长 14.8%。第三季度，苹果在美洲市场的净销售额为 270.18 亿美元，同比增长 7.8%；欧洲市场的净销售额为 141.73 亿美元，同比增长 18.9%；大中华区市场的净销售额为 93.29 亿美元，同比增长 1.9%；日本市场的净销售额为 49.66 亿美元，同比增长 21.7%；亚太其他地区市场的净销售额为 41.99 亿美元，同比增长 17%。苹果 CEO 蒂姆·库克表示，美国和海外的经济刺激措施对苹果 Q3 业绩有所帮助，其中 iPhone SE 的销售表现强劲。iPad 和 Mac 在第三季度的供应面临压力，而苹果预计将比以往晚“几周”发布下一代 iphone。受卫生事件影响，APPLE TV+在 3 月份停止内容制作，目前还没有真正重启 APPLE TV+的生产。此外，预计苹果员工重返美国办公室的时间将推后至 2021 年初。

2、根据市场研究公司 Canalys 的数据，今年 4-6 月期间，华为手机的全球出货量为 5580 万部，超过三星 5370 万部的出货量，从而使华为夺得了第二季度全球智能手机市场的首位。分析称，这突显出中国市场的韧性，尽管全球手机需求因疫情而大幅下降。路透社报道称，美国的制裁措施已经扰乱了华为的海外业务，但最新数据显示出其在中国国内市场的主导地位正在上升。据悉，华为在国内市场的销量增长了 8%，但海外市场出货量则在第二季度下降了 27%。一名了解情况的华为高级员工对路透表示，一旦其他市场复苏，该公司作为最畅销厂商的市场地位可能会是短暂的。三星周四表示，预计智能手机需求将在今年下半年回升。

3、据外媒报道，高通公司本周三表示，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（黄翱）

一、行情研判：

本周申万计算机指数上涨 4.1%，板块成交额 3068 亿元，沪深 300 指数上涨 4.2%。

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。

但整体来看，近期计算机行业在全部行业中表现并不突出，主要由于：

（1）国际形势存在不确定性，市场担忧科技行业受到影响，但计算机行业为内循环为主，影响小。

（2）国内经济整体复苏，尽管软件行业是最早企稳复苏的行业之一，但前期受疫情影响大的行业边际改善更为明显。且计算机行业以项目制为主，订单改善更多反映在 H2 业绩中。

（3）行业前期催化剂众多，而近期较少。

展望之后，我们认为：

（1）当前行业表观估值 PE（TTM）较高，主要因疫情对 2020H1 业绩影响较大。实际部分优质公司估值 PE（2020）合理,如海康威视(25 倍)等。部分优质公司估值较高但成长性好,如德赛西威(2020H1 净利润增速 95.62%-124.96%)

（2）短期市场担忧高估值个股持续成长能力，低估值个股景气回暖情况。中报将筛选出一批优质公司。但项目型公司中报并不好，却景气已复苏。如网络安全等行业 Q2 订单已加速。

（3）计算机行业下半年基本面景气度高：2020 年下半年是计算机行业创新长周期景气起点，叠加疫情后迎来业绩和订单复苏。具体而言，两新一重投资力度预计不降反升，下游需求支撑短期业绩，信创、5G 应用开始规模落地，云计算迎来景气拐点，此外网络安全、医疗 IT 和金融 IT 景气度亦较高。

二、投资观点：

1、关注科技内循环，布局云+5G+信创

中央政治局会议再次强调国内大循环：中央政治局召开会议指出“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”。近期曾任人大财经委副主任黄奇帆在构建国内大循环的演讲中重点提到需要：

一是要牢牢抓住创新这个驱动发展的不竭动力,尽快打通支撑科技强国的全流程创新链条,以创新创业引领内循环。

二是要抢抓新一轮科技和产业革命新机遇，以新基建推动数字技术产业化、传统产业数字化，以数字经济赋能内循环。

我们认为，“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的国家战略，反映在科技领域的投资布局上，就是**信创+新基建（云计算/IDC、5G 基建和应用、工业互联网/产业互联网）**。

2、云计算：阿里云三大超级数据中心落成，将新增超百万台服务器

7 月 31 日，阿里云宣布位于南通、杭州和乌兰察布的三座超级数据中心正式落成，将新增超百万台服务器辐射京津冀、长三角、粤港澳三大经济带。至此，阿里云已经在全球部署了上百个云数据中心，其中 5 座超级数据中心分别位于张北、河源、杭州、南通和乌兰察布，已成为全国最大的数据中心集群。

我们认为：

（1）阿里云新增百台服务器需求将显著拉动服务器行业和公司业绩

IDC 数据显示，2019 年中国 X86 服务器出货量 317.8 万台，浪潮信息服务器出货量约 91 万台/年。

IDC 数据显示，X86 服务器包括刀片、大型系统、机架、塔式和多节点 5 种产品形态，2018 年多节点服务器出货量同比增长 79.7%，市场占比由 12.8%提高到 20.0%。云计算数据中心服务器以多节点为主。

公开资料显示，浪潮信息是阿里云最核心服务器供应商，采购占比高。

（2）阿里云新数据中心落成节奏快，服务器公司业绩增长节奏将快于市场预期

此前，市场认为近期服务器公司股价涨幅明显落后于 IDC 公司的原因包括：

1）IDC 公司可先获得订单，但从获取订单到建设到封底到采购服务器需 1 年左右，服务器厂商短期业绩难以增长。

但这一判断实际忽略了已有数据中心的服务器配置空间、已有数据中心扩建、在建数据中心完工无需 1 年。因此，服务器公司业绩增长节奏将快于市场预期。

2）服务器对国外供应链依赖度高，当前国际形势下存在较大不确定性。

但英特尔断供浪潮信息仅 3 年即恢复正常，实际反映了英特尔在面对激烈竞争情况下对浪潮信息代表的中国市场的高度重视。

中科曙光海光芯片性能不弱，已可满足正常使用。

考虑到，BAT 等云巨头资本开支回暖，阿里云等新数据中心建成，各云巨头均计划投资 3-5 千亿用于云计算相关建设，预计 2020-2023 年浪潮信息等服务器公司业绩将保持持续较快增长。重点推荐：浪潮信息、中科曙光。

3、5G：工业互联网政策扶持力度持续

7 月 10 日，工信部最新印发《工业互联网专项工作组 2020 年工作计划》，从十个方面对工业互联网落地提出新的任务，特别是《工作计划》提出打造 10 个标杆网络，推动 100 个重点行业龙头企业、1000 个地方骨干企业开展工业互联网内网改造升级，以及推动 40 万家企业上云上平台，应用工业互联网平台开展研发设计、生产制造、运营管理等服务，同时计划明确指出将出台《工业互联网创新发展行动计划(2021-2025 年)》。

我们此前指出，工业互联网处于发展初期，政府补贴和政策示范效应是企业布局工业互联网的重要动力之一，因此政策力度加大有利于工业互联网的推进，以及工业互联网企业打磨产品和能力，真正实现提质增效降本的作用。

建议关注：鼎捷软件、东方国信。

4、信创：飞腾发布新款多路芯片，性能预计全国最强

近期,飞腾发布多路服务器 CPUS2500。根据飞腾研究院的测试数据,在整机性能方面,双路的 SPECint 分值为 1000+,增长至原来的 2 倍，四路的 SPECint 值为 1800+，是原来的 3.5 倍。在分布式数据库性能方面，双路服务器的 tpmC 值达到 98000，线性提升至原来的 2 倍，四路的 tpmC 值达到 176000，增长至原来的 4 倍。在云桌面支持方面，双路服务器支持虚拟机 70 个，增长至原来的 2.5 倍，四路服务器支持虚拟机 140 个，增长至原来的 5 倍。飞腾公司对三大产品谱系（高性能服务器 CPU、高效能桌面 CPU、高端嵌入式 CPU）进行了全面的品牌升级。腾云 S2500 将使飞腾平台解决方案在数据中心、云计算平台、虚拟化、物联网等领域和政务、数字城市、电信、金融、能源、交通、工业制造等众多行业获得广泛应用。腾云 S2500 将为行业新基建提供更高算力、更高密度、更多配置、更低成本的解决方案。

我们认为，近期信创将迎来众多订单落地。重点推荐：中国长城，建议关注易华录、纳思达、东华软件。

5、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。

传媒（王树宝、马嘉智）

一、市场表现

本周沪深 300 指数上涨（4.42%），申万传媒指数上涨（4.41%）。细分板块中，互联网传媒上涨（5.14%），文化传媒上涨（2.81%）、营销传播上涨（4.82%）。

二、投资逻辑

本周国内电影票房收入较上周有明显增长，进一步期待后续新片上映对电影产业带来的正向刺激效应。新出炉的中国上半年游戏产业报告显示国内游戏产业处于发展的转折点，由以往的人口红利高增长转变为存量竞争的局面。本周建议关注龙头影视院线的恢复情况以及在游戏展会上有重磅游戏推出的企业。建议关注：万达影视、光线传媒、横店影视、中国电影、上海电影、完美世界、掌趣科技、吉比特。

1、电影

截至 8 月 1 日，全国影院总票房达 3.06 亿元，复工率达 63%。其中《多力特的奇幻冒险》、《误杀》、《喋血战士》分别以 8421.04、5732.35、3918.65 万元排名前三。7 月 31 日《抵达之谜》《妙先生》《刺猬索尼克》《乔乔的异想世界》等新片上映，对上座率和影院复工率的提升有一定拉动。定档与 8 月 21 日上映的《八佰》等头部重磅电影预计将进一步带动复工节奏。新头部影片的加速上映对市场带来的正面影响会进一步拉动消费者的观影意愿，电影复工有望进入新的上升阶段。建议关注：万达影视、光线传媒、横店影视、中国电影、上海电影等。

2、游戏

（1）上半年云游戏报告发布

1)中国音数协游戏工委(GPC)与中国游戏产业研究院发布了《2020 年 1-6 月中国游戏产业报告》,数据显示：2020 年 1-6 月，中国游戏市场实际销售收入达到 1394.93 亿元，同比增长 22.34%，中国自主研发游戏国内市场实际销售收入达到 1201.4 亿元，同比增长 30.38%，较去年同期增加 279.97 亿元。细分领域中，除了中国移动游戏市场实际销售收入有明显提升外，（同比增长 35.81%，增长额达 276 亿元，实际销售收入达到 1046.73 亿元）客户端游戏和网页游戏市场收入都出现下滑。客户端游戏销售收入为 281.54 亿元，同比下降 10.13%，总收入 281.54。网页游戏市场实际销售收入为 40.02 亿元，同比下降 21.43%，连续 5 年呈下降态势，市场萎缩明显。

2）中国游戏用户规模增长放缓。2020 年 1-6 月，中国游戏用户规模近 6.6 亿人，同比增长 1.97%，约 1271 万人。基本告别人吃口红利高速增长模式的时代，转而进入存量、高竞争模式的市场时代。

3）2020 年 1-6 月，中国电子竞技游戏市场实际销售收入为 719.36 亿元，同比增长 54.69%，增长速度高，处于高速发展阶段，用户规模增长 9.94%，总人数达 4.84 亿人。上半年海外游戏市场中国自主研发游戏实际销售收入达 75.89 亿美元（533.62 亿元），同比增长 36.32%，涨幅高于国内。海外市场份额中，美国、日本、韩国合计占比达 61.64%。美国占比 28.23%，接近三成市场。

4）上半年中国游戏产业在经历了疫情考验的同时，扩大海内外市场规模，进行产业结构的创新和转型，这其中有三大亮点。1）在国内经济遭受疫情冲击受损时，游戏产业推动了“宅经济”的发展，在人们减少户外出行的时候

为人们提供了有效的缓解压力的娱乐方式。同时也推出一系列抗疫、战役类的小游戏，将传播疫情防控知识与游戏娱乐功能相结合，为社会稳定和疫情防控发挥了积极作用。2）随着人口红利的消失，过去低成本，低质量的游戏不再受到欢迎。游戏企业以推出高品质游戏产品为发展核心,深入挖掘游戏产品的文化内涵,朝着“独立自主研发”、“精品化”、“品牌形象”等方面升级发展。3）云游戏成为大趋势所在，今年上半年中国云游戏销售收入达 4.03 亿元，同比增长 79.35%。

（2）2020 年第 17 届 Chinajoy 游戏展于 7 月 31 日-8 月 3 日展出。腾讯、网易、完美世界、盛趣游戏、心动公司、巨人网络等公司，放出大片展区面积给新游戏的展示、预约和宣传。建议关注头部游戏上线给相关公司带来的估值提升及业绩驱动机会。后续有望上线的重点游戏包括：掌趣科技《真红之刃》，腾讯《地下城和勇士》及《天涯明月刀》、吉比特《魔渊之刃》、网易《天谕》、完美世界《战神遗迹》及《梦幻新诛仙》等。

三、风险提示

疫情反复、影院业绩恢复不及预期、游戏上线表现不及预期。

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