策略研究

国都投资研究周报 2020.7.27-7.31

本周策略：

指数震荡结构轮动，把握“中游周期+可选消费”回补机会

一、市场脉动：内外压力共振，阶段性快速调整，资金明显降温

1、**内外压力共振**。前期我们多次分析研判：一是**提估值阶段已入尾声。**7 月上中旬市场经历增量资金跑步入场推升的急涨行情，使得此前三个半月内连续温和上涨的估值修复行情进入估值泡沫化阶段；A 股大盘蓝筹股（沪深 300）估值已修复至均值上方 13%，小盘成长股（创业板指）估值已持续上升至历史峰值附近，参考无风险利率市场风险偏好已回升至五年高位水平，**提估值阶段渐入尾声，中线逻辑回归至基本面。**

二是三大验证窗口期将至，风格轮动结构至上。7 月中下旬进入三大密集验证与预期调整的窗口期，**宏观经济与公司财报等基本面验证与预期调整期、宏观政策预期修正期、资本市场制度红利兑现高峰期及年内解禁洪峰期；**以上三大预期验证窗口期，若下半年宏观经济底部恢复趋势及货币政策边际收敛确立，同时受资本市场制度红利集中兑现落地、解禁峰值压力期压制高估值科创股等影响，**7 月中下旬以来指数与个股快速调整后，中期市场大概率回归至指数震荡缓升、风格轮动结构至上的行情。**

2、**阶段性快速调整**。以上两大内在调整压力之际，近日监管层及时释放降温资金非理性行为的信号，叠加美国当局再次挑起中美关系紧张等外部扰动因素，加剧了本轮指数于 7 月 14 阶段见顶调整态势，两周时间内 A 股主要指数普遍快速回调 7-10%，中小创指跌幅稍大于大盘指数；行业板块来看，TMT、券商等高贝塔板块领跌 14-11%，而国防军工、休闲服务各逆势上涨 3.6%、1.8%，同时建材、家电、化工、医药生物、电气设备、轻工、公用事业等中游周期为主板块相对抗跌，跌幅均在 5%以内。

3、**资金明显降温。**以上内外压力共振下的指数快速调整，资金交易行为同步明显降温：一两市日均总成交额萎缩，已由此前十个交易日的日均 1.57 万亿元降至近六个交易日的日均 1.17 万亿元，环比降幅达 25.5%，日均换手率（两市成交额与总市值比例）相应从 1.94%下降至 1.60%；二杠杆资金交易明显降温，两融交易额占两市总成交额的比例已从前期高点 13%附近降至当前的 11%附近，同时两融余额日均增量已从 6/30-7/14 期间十一个交易日的 215 亿元锐降至近七个交易日 27 亿元，杠杆资金降温明显；三陆股通北上资金已转为连续净流出，在经历 3/24-7/13 约三个半月的持续净流入共 2114 亿元后，近九个交易日转为连续净流出共 507 亿元，日均净流出额高达 56 亿元。

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3196.77	-0.54
沪深 300	4505.59	-0.86
深证成指	12935.70	-1.37
中小板综	12030.15	-1.17
创业板指	2627.84	-1.30
恒生指数	24705.33	-1.53
恒生中国企业指数	10080.86	-1.20
恒生沪深港通 AH 股溢价	131.52	0.22
标普 500	3215.63	-0.28
纳斯达克指数	10363.18	-1.33
MSCI 新兴市场	1060.47	0.51

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	41.34	1.40
纽约期金	1900.30	4.87
伦敦期铜	6400.00	-0.57
伦敦期铝	1697.00	2.04
波罗的海干散货	1317.00	-22.98

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。

二、近中期市场研判：指数震荡缓升，中线逻辑回归至基本面

1、提估值阶段渐入尾声。5、6月国内外经济数据恢复普遍好于预期、且主要经济体逆周期宽松政策中期内预期持续，提升全球市场风险偏好。七月上旬A股在低估值蓝筹发力下，指数进入加速上涨阶段。经过前期大蓝筹快速补涨、指数加速上涨后，7月中附近A股大盘蓝筹股（沪深300）估值已修复至均值上方13%，小盘成长股（创业板指）估值已持续上升至历史峰值附近；参考当时的10年国债利率3.0%（近期已回落至2.9%附近），A股主要指数估值所隐含的风险溢价率已收窄至五年低位，反应当前市场风险偏好已回升至五年高位水平。

同时，7月中下旬进入三大预期验证窗口期，宏观经济与公司财报等基本面验证与预期调整期、宏观政策预期修正期、资本市场制度红利兑现高峰期及年内解禁洪峰期；以上三大窗口期压力下，使得A股风险偏好难以继续提升。同时，中美关系阶段性再次趋紧，美国疫情失控、下阶段财政刺激方案两党短期内或难以达成共识，美股高位积蓄的震荡压力上升。

2、近中期判断："经济弱恢复、政策缓退出、改革强落地"的宏观政策组合，市场有望重回至股指缓升结构轮动。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下拖累全球经济全面重启进度，外需恢复或存在再次衰竭风险，使得经济整体呈现弱恢复态势。而经济弱恢复下，逆周期政策有望保持，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。

同时，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，同时新证券法加大对违法违规的从严从重处罚、直接退市制度的实行，A股市场优胜劣汰机制构建后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。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1700亿元；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1万亿元，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。

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。

3、近中期展望，市场主逻辑回归至基本面。本轮牛市发轫于18年底，至今一年半主要驱动逻辑为流动性宽松、无风险利率下行的估值修复行情，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，估值分化较为极致，牛市下半场的驱动主逻辑将以基本面为主，即业绩上升驱动股价上涨为主，该逻辑在未来1年经济逐季恢复上行周期将得到支撑。**整体判断，本轮提估值行情或入尾声，下半年若经济恢复动能超预期、货币政策边际收敛趋势确立，则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。**

三、中期市场研判主要逻辑：中期经济有望恢复上行，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，并普遍连续四个月保持在 50 荣枯线上方。

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。

3、**政策展望：经济弱恢复下宽松政策缓慢退出，流动性充裕仍可期**

1）**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。

为对冲纾困疫情防控高峰期的企业现金流压力，3、4 月宽货币宽信用政策持续发力，宏观杠杆率快速攀升，同时引发资金套利金融空转现象；5 月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。**

然而，预计下半年政策退出缓慢，降准降息仍有可能，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的总目标需要。今年要求**金融部门向企业让利**1.5 万亿元（叠加政府工作报告提出的今年财税降费共 2.5 万亿元，20 年金融、财税将共向实体经济减负 4 万亿元），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。上半年央行通过三次降准增加 1.8 万亿再贷款和再贴现的额度，并出台小额企业信用贷款支持计划，实施中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策等金融机构进一步向企业合理让利助力稳住经济基本盘，加快降费政策落地见效为市场主体减负。预计在上述金融让利实体企业的总目标下，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。今年政府工作报告明确提出稳健的货币政策要更加灵活适度，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导 M2、社融规模增速明显高于去年。6 月底陆家嘴论坛上，央行行长易纲阐明了**货币政策执行目标：一信贷社融规模方面，**预计全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元；对应 20 年新增信贷、社融规模同比增速达 18.5%、17.5%附近，显著高于 19 年两者的同比增速 13.7%、7.7%；预计宽信用效果明显。

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：一要**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；二保市场主体就是保社会生产力，市场主体是经济的力量载体，要千方百计把市场主体保护好，激发市场主体活力，弘扬企业家精神，推动企业发挥更大作用实现更大发展，为经济发展积蓄基本力量。

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-1.62%；农林牧渔（中信）涨跌幅-0.80%；沪深 300 涨跌幅-0.86%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格 **36.95 元/公斤，**周环比下行约 0.5 元/kg。
2. **茅台一**批价：**2500 元左右，周环比上行。**

三、食品饮料：持续推荐白酒+刚需品

1）白酒：

价格端：茅台批价本周环比仍有所上行至 2500+左右。

五粮液、老窖 1573 周环比有所略上行约 10 元。

投资观点：近期受媒体对茅台的报道，以及北上资金大幅流出，板块有所波动和回调。不过对后市我们仍不悲观，核心原因：一是从价格端来看，茅台和五粮液等**批价并未随着媒体报道而出现下行或者较大波动，而且本周仍处于上行通道，涨幅在 10-30 元**；二是，我们一直强调，目前白酒消费端健康，政务占比较小，在高净值人群提升以及 ka 低价茅台放量均提升了真实消费群体数量；三是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；

估值角度看，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，短期回调释放一定风险后，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，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：

20 年我们持续推荐调味品板块，核心逻辑一方面是在全球疫情，以及国内部分地区（如北京新发地、乌鲁木齐、大连）偶有爆发的影响下，我们仍持续看好刚需品的相对价值；

其次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：本周猪价略有回调但绝对值较高维持在 37 元/kg 左右。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，同时短期系统性风险调整下，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，板块表现坚挺。

中长期，行业产能缓慢回升，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、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

上证综指本周下跌 0.54%，沪深 300 下跌 0.86%。家电板块上涨 0.69%，跑赢大盘指数，主要原因在于：家电板块自身弹性较小，在市场情绪火热时，涨幅比其他板块少，因此在市场波动下跌时，下跌的幅度也比较小。

二、行业动态与展望

（1）美的和华为升级战略合作，启动数字领域创新

7 月 24 日，美的与华为共同宣布升级战略合作伙伴关系。双方以“5G、AI、云”技术发展和消费者全场景体验升级为契机，展开智能家居产品芯片/软件/平台、5G+工业互联网、混合云、企业 AI 等多个场景的深度合作，构建体验创新、智能联动和安全可靠的产品和解决方案，共创数智美好未来。

（2）洗碗机 2020 年上半年零售市场稳增

据奥维云网数据显示，2020 年 1-5 月，洗碗机市场零售量规模 54.8 万台，同比增长 24%，零售额规模 24 亿元，同比增长 11.8%。依然延续着过去两年平稳快增长的趋势。随着疫情好转，618 期间（6 月 1 日—6 月 21 日）据中怡康数据，洗碗机线上市场零售量额同比增长均超过 100%，线下零售量同比增长 44%。

（3）苏泊尔 2020Q2 收入及净利润均恢复增长

公司发布业绩预告，预计 2020H1 实现营收同比-16.76%，同期归母净利同比-20.48%，其中，2020Q2 营收同比+5.59%，归母净利同比+16.65%。公司二季度收入及净利润均恢复增长，认为主要由于：1）Q2 内销市场加大线上营销，带动线上收入快速增长。公司已陆续有序复工、复产，内外销订单均得到保障。

展望：在疫情之前，洗碗机主要是替代人工洗碗。在过去几年，由于基数低，所以增速较快。而在几年的高增速后，增速回落。今年 1-2 季度增速稳定。不过 618 促销期间，线上线下销售量均同比增长 40%以上。而表里良好的原因之一是，洗碗机搭上健康家电的快车，疫情下洗碗机不单是洗碗机了，加上消毒除菌的功能标签被归类为健康家电。带着这一属性的产品都获得了爆发式增长。因此，预计洗碗机将会迎来一个持续稳定增长的时期。

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0.80%,在28个申万一级行业中,表现排名第8位,同期沪深300指数下跌0.86%,中小板指数下跌2.34%，创业板指数下跌1.30%。细分子版块来看，化学制药下跌0.26%，生物制品上涨4.41%，医疗器械下跌0.90%，医药商业下跌0.82%，中药上涨0.30%，医疗服务上涨0.63%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是葫芦娃（+60.91%）、威尔药业（+35.92%）、海辰药业（+32.75%）、贝瑞基因（+32.16%）和西藏药业（+31.62%）；而跌幅最大的前五家公司分别是赛诺医疗（-17.45%）、通化东宝（-16.29%）、硕士生物（-14.96%）、泽璟制药-U（-13.45%）和南新制药（-11.64%）。

二、本周主要观点

2020H2医改重点工作任务发布，加强公共卫生体系建设放在首位。7月23日，国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2020年下半年重点工作任务》，涉及加强公共卫生体系建设、深入实施健康中国行动、深化公立医院综合改革、深化医疗保障制度改革、健全药品供应保障体系、统筹推进相关重点改革六大项目共26条细则。相较以往年度深化医药卫生体制改革重点工作安排，因为年初新冠肺炎疫情的发生，2020H2的重点工作把加强公共卫生体系建设放在首位，2020H2要统筹推进深化医改与新冠肺炎疫情防治相关工作，把预防为主摆在更加突出位置，改革完善预防控制体系,完善传染病检测预警系统,健全公共卫生应急物资保障体系,做好秋冬季新冠肺炎疫情防控。提升核酸检测能力，加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入。目前在全球新冠肺炎疫情依然严峻的情况下，新冠肺炎疫情防控仍是重点，新冠肺炎检测需求仍将维持高位，相关检测试剂生产和服务企业仍将持续受益。

同时，2020H2医改重点工作任务要求完善药品耗材采购政策，有序扩大国家组织集中采购和使用药品品种范围，开展高值医用耗材集中采购试点，并加强药品耗材使用监管。目前第三批药品全国集采即将开展，以冠脉支架为代表的高值耗材集采亦即将启动，结合上周医保局有关司室召开座谈会，就生物制品（含胰岛素）和中成药集中采购工作听取专家意见和建议，研究完善相关领域采购政策，推进采购方式改革。我们认为未来药品与耗材的带量采购将逐步常态化，市场对于药品和耗材集采的预期已较为充分，其对市场的影响将趋于钝化。

2020Q2公募基金医药持仓比例进一步上升，持续超配。2020Q2公募基金二季报基本披露完毕，截至2020Q2，全部基金中医药股持仓比例为17.24%，较Q1增加2.78个百分点，截至7月24日医药板块市值占全部A股市值的比重

为 10.15%，医药生物板块继续处于超配状态，主要因为新冠肺炎疫情背景下，医药生物板块持续具备热点催化，且业绩确定性相对较高。截至 2020Q2 公募基金持有市值前五的公司分别是恒瑞医药（380.75 亿）、长春高新（348.75 亿）、迈瑞医疗（246.95 亿）、药明康德（177.67 亿）和爱尔眼科（135.19 亿），5 家公司市值占整体公募基金重仓医药股的比重为 42.83%，持股仍较为集中。公募基金持仓占流动股比重方面，排名前五的公司分别是长春高新（23.59%）、英科医疗（21.62%）、山东药玻（20.31%）、南微医学（20.22%）和健帆生物（19.24%）。

多家新冠疫苗临床最新进展公布。本周多家研究团队公布其新冠疫苗研发最新进展情况，临床试验数据显示均具有良好的安全性和有效性。

陈薇院士团队/康希诺生物：采用人腺病毒 5 载体，临床 II 期试验结果显示，508 位参与者分别接受了高剂量、低剂量疫苗以及安慰剂注射，28 天后高剂量组 96%、低剂量组 97%的接种者观察到抗体生产；高剂量组和低剂量组均能对活 SARS-CoV-2 诱导显著的中和抗体免疫应答；高剂量组 90%，低剂量组 88%的接种者均产生了特异性 IFN-g，表明该疫苗诱发了 T 细胞应答。本次试验特别观察了 55 岁以上和预存免疫两个特殊群体，特殊群体体液免疫反应略弱，但生成的细胞免疫反应正常。整个临床试验没有出现严重不良反应，试验组和对照组不良反应发生率 77%vs48%，最常见的不良反应为全身性疲劳、发烧、头痛、注射部位疼痛。

牛津大学/阿斯利康：采用黑猩猩腺病毒，理论上预存免疫。此次临床试验 I/II 期共募集 1077 名 18-55 岁健康人，采用四价结合流脑苗作为对照，结果显示，超过 90%受试者生成中和抗体，并可在 56 天观察期内维持，所有受试者生成 T 细胞反应。在不良反应方面，该临床试验参与者出现了局部和全身不良反应，包括注射部位疼痛、头痛、疲劳、发冷、发热、不适和肌肉疼痛等，但试验中未报告严重不良事件。

辉瑞/BioNTech（BiNTech 授权复星医药在中国独家开发和商业化 mRNA 技术平台研发的 COVID-19 疫苗产品）：辉瑞及 BioNTech 公布其 I/II 期 mRNA 疫苗德国临床试验数据，共有 60 名 18-55 岁健康人参与试验。本次试验验证体液免疫效果优秀，受试者中和抗体明显高于恢复期患者，接种 43 天后中和抗体出现下降。细胞免疫反应强烈，94%接种者产生的 RBD 特异的 CD4 +记忆 T 细胞反应，较其他病毒（流感等）强 10 倍以上。80%接种者产生 CD8 +T 细胞反应，较其他病毒引起水平相当。可观察到较多如 IFNγ、IL-2 等细胞因子，揭示疫苗有较强抗病毒效果。

此外，7 月 23 日国务院新闻办发布会工信部运行监测协调局局长、新闻发言人黄利斌介绍，目前我国现有 13 家企业陆续开展了新冠疫苗产能建设，其中 9 家企业已经获批开展临床试验。从进度来看，目前国内国药集团旗下北京所和武汉所进度靠前，已进入三期临床试验，据国药集团董事长刘敬桢表示，大概 3 个月左右就能完成临床试验，同时进入最后的审批阶段，预计年底前应该可以上市。考虑新冠疫苗庞大的接种人群，若疫苗成功上市将为生产企业带来巨大业绩弹性，相关疫苗生产企业有望持续受到资金热捧，建议关注相关标的：**复星医药、康希诺、智飞生物、沃森生物、康泰生物、华兰生物**，及药包材生产企业**山东药玻**。

三、行业动态跟踪

1、国家医保局就《关于建立医药价格和招采信用评价制度的指导意见（征求意见稿）》公开征求意见。7 月 24 日，国家医保局发布《关于建立医药价格和招采信用评价制度的指导意见（征求意见稿）》，并向社会公开征求意见。《指导意见》就存在的医药领域收受回扣、垄断控销等行为造成药品和医用耗材价格虚高、医疗费用过快增长、医保基金大量流失，严重危害医保基金安全，侵害群众利益，加重群众医药费用负担等方面问题，提出相关意见，以完善市场为主导的医药价格形成机制，建立医药价格和招采信用评价制度。《指导意见》内容包括建立信用评价目录清单、实行医药企业主动承诺制、建立失信信息报告记录渠道、开展医药企业信用评级、分级处置失信违约行为、鼓励医药企业修复信用、正确运用医药价格和招采信用评价、共同推进信用评价制度建设等方面。

2、国务院办公厅发布《关于进一步优化营商环境更好服务市场主体的实施意见》。其中与医疗卫生相关的《意见》主要有：1）进一步降低市场准入门槛。研究对诊所设置、诊所执业实行备案管理，扩大医疗服务供给；2）完善对新业态的包容审慎监管。在保证医疗安全和质量前提下，进一步放宽互联网诊疗范围，将符合条件的互联网医疗服务纳入医保报销范围，制定公布全国统一的互联网医疗审批标准，加快创新型医疗器械审评审批并推进临床应用。

3、国家卫健委发布《关于印发 2020 年医疗行业作风建设工作专项行动方案的通知》。日前，国家卫健委印发《关于印发 2020 年医疗行业作风建设工作专项行动方案的通知》，公布 2020 年行风建设工作行动方案，明确了专项行动的 5 个重点领域，包括：1）大力弘扬、树立医务人员正面形象，倡导行风建设清风正气；2）加强医疗机构及其从业人员执业行为监管，倡导廉洁从医；3）严厉打击医疗机构从业人员收取回扣违规违法行为；4）坚决查处诱导消费和不合理诊疗行为；5）严肃查处医药产品生产、经营企业的经销人员在医疗机构内的违规营销行为。总体专

项整治时间为 2020 年 7 月-12 月，共分 3 个阶段实施，2020 年 7 月是教育与自查阶段，主要开展自查工作，落实监督机制；2020 年 8 月-11 月是集中宣传与整治阶段，针对发现的问题分类施治，建立惩戒机制；2020 年 12 月是评估与总结阶段。

4、上海阳光医药采购网发布《关于开展部分药品相关基础信息采集工作的通知》。就 86 个品规药品采集相关信息，为后续开展集采做准备。《通知》指明本次信息采集工作仅用于相关工作的摸排和研究，不作为药品集中采购企业申报依据，具体申报企业资格及申报品种资格以采购文件规定为准。

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）板块本周下跌 139.45 点，周跌幅 2.70%。板块本周上涨前五名分别是天音控股（18.09%）、南宁百货（16.93%）、飞亚达（16.87%）、汉商集团（16.40%）、中百集团（11.97%）。

7 月缺少重要节假日刺激，往年消费基本属于淡季，支付宝推出全国范围内跨城通用消费券 100 亿元，预期会对线下一定程度上回补。本周市场小幅回升后周五下挫较多，电商服务板块跌幅较大，周跌幅 9.25%，家电 3C 市场、综合业态、专业市场经营、表现较好，周涨幅 12.47%、1.53%和 1.22%。我们认为后续的 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，从中长期看，国内经济的韧性较强，通过稳投资促销费政策，消费市场规模仍将扩大，下沉市场等消费潜力仍具挖掘空间，渠道和产品仍具有整合空间，消费者信心将随着经济好转而增强。

二、行业动态

业务量同比增速由高至低：顺丰、圆通、韵达、申通；6 月全国业务量增速 36.81%，景气度较高，龙头快递公司业务量增速均高于全国平均业务量增速。A 股上市快递公司业务量占比 53.5%，环比稳定，市占率分别为韵达 17%、圆通 15.7%、申通 11.6%、顺丰 9.2%，圆通和顺丰较 2019 年市占率提升 0.5 个百分点。

旺季价格小幅提升，全国单票价格 10.67 元，环比提升 2.05%，韵达和圆通单票价格环比提升，回升幅度分别为 0.32 与 0.07 元/票，申通价格环比继续下滑 5 分，韵、圆、申三者价格分别为 2.36、2.16 与 2.07 元/票。

我们认为快递仍处于快速增长中，东部沿海仍是重要支撑，西部地区和下沉市场是重要增量，网购渗透率不断提升也助推快递行业保持较高景气。从 Q2 业绩数据看，顺丰、圆通、申通与韵达的收入同比幅度分别为 44%、10%、1%与 0%，顺丰表现最优，后续特惠价将持续带来业务增量，时效件保障公司业绩弹性，公司仍是多元化快递龙头，壁垒较高；同时关注圆通业绩改善和短期增速超预期。

三、投资关注

1、中百集团（000759）：公司针对免税品经营资质申请工作开展，该事项处于初期推进阶段，公司提示能否取得资质存在重大不确定性。

本周步步高、友阿股份也发布公告，已向政府相关部门递交申请免税品经营资质。目前除王府井拿到资质外，7 月以来 A 股已经有 9 家企业宣布申请免税资质，包括百联股份、大商股份、步步高、鄂武商 A 等。上述公司均处于申请早期，资质能否获取具有一定的不确定性。整体国内免税市场会呈现蓬勃发展的局面，免税值得重点关注，上半年随着新一轮离岛免税政策细则落地，2020 上半年免税业政策催化逻辑已经兑现，我们预计下半年免税业仍有相关重磅政策落地，其中国人市内免税政策将是重中之重，预计该政策在购物额度，购物方式等方面均有超预期空间。海南离岛免税新政将于 7 月 1 日落地执行。海南自由贸易港官方网站发布解读文章称，本次调整是海南离岛免税购物政策史上最大调整，其中一大重要变化即为“鼓励适度竞争”。今年以来免税政策不断释放松绑信息，申请牌照的零售企业名录增加，免税开放早期具有较好的流量红利，零售企业具有盈利提升，客流增加，经营场景增加的超额预期，但最终将是企业品牌资源和运营能力的比拼，经营能力突出的企业将脱颖而出。

2、化妆品淘系数据：6 月受电商节影响，淘系平台化妆品（含美容护肤类和彩妆类）成交额为 270.20 亿元，同比+50.2%，其中美容护肤类 201 亿元，同比+51%；彩妆类 69 亿元，同比+47%。

国际大牌 6 月天猫官方旗舰店成交额由高到低依次为兰蔻（4.82 亿元）、雅诗兰黛（4.49 亿元）、olay（2.86 亿元）、SK-II（2.16 亿元）、LA MER（1.2 亿元）。其中 HR、LA MER 同比提升明显。6 月天猫官方旗舰店成交额同比增速最高的主品牌是玉泽，成交额 0.76 亿元，同比+376%，销量 41 万件，同比+288%。其次为丸美（成交额 0.75 亿元，同比+156%）、珀莱雅（成交额 1.41 亿元，同比+71%）、御泥坊（成交额 0.89 亿元，同比+60%）。国货老牌百雀羚在 6 月量价增速双双下滑，其中成交额同比-11%，销量同比-18%。新锐品牌花西子、韩束、润百颜、毛戈平和林清轩成交额同比增速表现亮眼。

我们认为经济放缓后“口红效应”显现，同时品牌促销力度加大，新兴营销方式推广效果显著，美妆渗透率和客单价不断提升，化妆品仍将维持较高景气度，关注品牌品类不断完善、多元化营销布局的上市公司。

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）

本周房地产板块下跌 0.86%，沪深 300 下跌涨 0.86%，上综下跌 0.54%。板块跑输大盘指数。

近日，中央层面召开房地产工作座谈会，总结房地产长效机制试点方案实施情况。政府再次明确坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康发展。度重视当前房地产市场出现的新情况新问题，时刻绷紧房地产调控这根弦，坚定不移推进落实好长效机制。要全面落实城市政府主体责任，发现问题要快速反应和处置，及时采取有针对性的政策措施。要实施好房地产金融审慎管理制度，稳住存量、严控增量，防止资金违规流入房地产市场。

我们看到 7 月以来，已有深圳、东莞、杭州、郑州、南京等 7 个城市收紧房地产调控措施，从目前来看，此轮收紧调控城市，大部分都属于房价明显上涨的城市。预计将有更多城市落地收紧调控政策。值得注意的是，除房地产调控措施有所收紧外，住房贷款利率也有回升调整的迹象。7 月，下调房贷利率的城市数量较前几个月有所减少。一些城市预计后续加码调控的可能性非常大。“这一轮调控政策预计可能有超过 15 个城市会发布不同力度的收紧政策。中报预期方面，我们预计整体房企中报业绩在下滑 5-10%之间，其中龙头房企影响相对较小，考虑到二季度销售反弹迅猛，外加房企过去 2 年保持充足的预收账款，因此整体业绩影响波动相对较小。

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

上周申万化工指数下跌0.76%，上证指数下跌0.54%，行业指数跑输大盘指数。其中涨幅居前的板块是钾肥、纯碱、玻纤；跌幅较大的板块合成革、氟化工及制冷剂、改性塑料、其他化学原料、粘胶。

二、行业观点：

MDI价格基本稳定：7月24日，有媒体报道，德国巴斯夫MDI16万吨装置因故障停车，对供给端可能做成小幅影响，但是对总体供应影响有限。国内万华和巴斯夫货源月底前暂不放货，国内整体货源略显紧张，但是需求一直处于疲软状态，MDI价格暂时维持稳定。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。

草铵膦价格高位盘整：95%草铵膦原粉高端报价至15-16万元/吨，实际成交价至15万元/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，短期看草铵膦市场或将维持高位盘整。

钛精矿供应受限，钛白粉出口还有待恢复：目前金红石型钛白粉市场价格为12000-14000元/吨，锐钛型钛白粉为10000-11500元/吨，氯化法钛白粉为15500-17000元/吨。自6月末起二十余家钛白粉企业发布调价函，钛白粉市场价格实际上涨幅度约在0-300元/吨；攀枝花红格老路维修、强降雨天气等方面的影响，钛精矿供应受到限制，钛白粉受成本支撑价格强势。总体来看，国内外需求始终未达预期，进口钛白粉价格近期持稳，国内钛白粉出口情况仍低于预期。

中石油、中石化同步发布管道资产出售公告：中国石油拟将公司所持有的主要油气管道、部分储气库、LNG接收站及铺底油气等相关资产及所持公司股权出售给国家管网公司，以获得国家管网公司29.9%的股权及相应的现金对价。资产评估报告显示，中国石油上述资产的净资产账面价值约2228.8亿元，评估值2687.06亿元，增值率为20.56%。中国石化出售资产的总价格为1226.55亿元，其中取得约526.55亿元现金对价。本次出资完成后，国家管网公司注册资本拟定5000亿元。其中，中石油出资1495亿元，股权占比29.9%，为第一大股东；中国石化持股9.42%，名列第五；中海石油气电集团有限责任公司持股2.9%，名列第九；国务院国有资产监督管理委员会股权占比4.46%，名列第八位。实施管道业务重整可以有效减少管道投资规模，有利于缓解中石油中石化资本性支出压力；将更加聚焦于上游油气勘探开发，积极推动油气终端市场开拓。

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

本周上证综指同比下跌0.54%，收于3197点，创业板指同比下跌1.30%，沪深300同比下跌0.86%，机械设备同比上涨1.01%，跑赢沪深300指数1.87pct。

二、机械行业动态及投资观点

1、半导体设备：SEMI预测2020年半导体设备销售增速约6%，达到632亿美元

1）根据SEMI年中预测，未来两年半导体设备有望持续保持较高景气度。SEMI预测，2020年半导体制造设备全球销售额632亿美元，同比增加6%，2020年预计实现销售700亿美元，同比增加约11%。

2）目前半导体月度出货数据仍较为强劲。6月北美半导体制造商出货金额21.17亿美元，同比增加14.4%；6月日本半导体设备出货额1804.03亿日元，同比大增31.1%。

3）国内半导体设备进口替代加速，重点关注北方华创、长川科技、至纯科技等。

2、光伏设备：东方日升公告13GW高效电池建设计划，利好设备厂商

1）东方日升拟投资110亿元布局13GW高效电池、组件产能。其中义乌项目、滁州项目拟建产能分别为5GW电池+5GW组件，投资额分别约44.36、43.77亿元。马来西亚项目拟建产能为3GW电池+3GW组件，投资额为22.42亿元。2019年底，东方日升组件产能达11.1GW，电池片产能达7GW，公司组件、电池片产能排名行业前列。

2）拟建电池片产能预计采用HIT、PERC技术，硅片尺寸预计为210mm。根据可行性研究报告，预计义乌项目、滁州项目采用HIT技术，马来西亚项目采用PERC技术，硅片尺寸均为小于等于210mm。

3）新建产能利好设备厂商，推荐捷佳伟创、迈为股份。公司义乌项目、滁州项目电池片核心工艺拟选国产或国外设备，随着国产厂商技术进步，我们预计公司设备选择以国产厂商为主；马来西亚项目采用全国产设备。我们重点推荐捷佳伟创、迈为股份等光伏设备厂商。

3、航空装备：AG600成功实现海上首飞，国产大型特种用途民用飞机持续推进

1）近日，我国自主研制的大型灭火/水上救援水陆两栖飞机“鲲龙”AG600成功实现海上首飞，为下一步飞机进行海上科研试飞及飞机相关性能验证奠定了基础。AG600项目于2009年9月正式启动，本次海上首飞是AG600飞机继2017年陆上首飞、2018年水上首飞之后实现的第三次首飞。

2）AG600为我国首次研制的大型特种用途民用飞机，是国家应急救援体系建设急需的重大航空装备。AG600可最多载水12吨，单次投水救火面积可达4000余平方米；水上应急救援一次可救护50名遇险人员。AG600飞机按照“水陆两栖、一机多型”的设计思路研制，在满足森林灭火、水上救援等要求的同时，可根据用户的需要加改装必要的设备，满足其他特殊任务需要。

3）我们持续看好航空装备板块，近两年新型号、新产品不断推出，相关公司订单及业绩有望持续持续向好。建议关注航空整机厂、碳纤维等板块及个股。

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

本周上证综指下跌0.54%，申万有色指数上涨2.81%，板块超额收益明显，各子板块中，黄金（+9.99%）、稀土（8.31%）涨幅居前。价格方面，小金属钴上涨锂持平，硫酸钴、氯化钴和金属钴分别上涨2.2%，1.8%和1.6%，电池级碳酸锂、氢氧化锂较上周持平；贵金属方面，本周贵金属价格大涨，白银走势继续显著强于黄金，COMEX、伦敦现货黄金分别上涨+4.99%、+5.24%，黄金冲破1900美元的关键点位，COMEX 、伦敦现货白银分别上涨16.36%、17.30%；基本金属价格整体再度冲高，其中LME铜下跌0.57%、LME铝上涨2.04%，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的稳步提升，国内复工复产超预期、欧洲通过7500亿欧元复苏基金、美国经济缓慢复苏均在展示需求稳步向好的趋势，叠加疫情影响供给端扰动增加，预期价格将继续上涨。

二、行业动态与投资观点

1、新能源金属

钴：钴价上涨，预期下半年价格中枢不断抬升。近期供给端再现扰动，刚果金疫情的风险加剧了供给端的不确性，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%逐渐回升至71%左右；另外一方面，7月国内动力电池排产数据大幅改善，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。

锂：碳酸锂价格底部确认。近期碳酸锂价格出现小幅回升，7月6日生意社报道，国兴锂业电池级碳酸锂价格上涨1.25%，至4.05万元/吨；工业级碳酸锂价格上涨0.85%，至3.55万元/吨。本次价格上调主要是由于青海工业级碳酸锂大厂自身出货偏紧上调报价导致的，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

本周贵金属价格大涨，白银走势继续显著强于黄金，金银比快速修复。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，金银比的修复将带来白银的补涨行情。

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。

3）隆华科技显示和半导体封装电子靶材业务稳增，航空航天、舰艇和轨交轻量化复合材料业务快速增长，子公司四丰电子、晶联光电分别为铟靶材、钽靶材领域的细分龙头。

三、重点个股

菲利华、华友钴业、赣锋锂业、隆华科技、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

上证综指本周下跌 0.54%，沪深 300 下跌 0.86%。电新板块上涨 2.93%，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）特斯拉发布 Q2 财报，确定全年交付目标 50 万辆

特斯拉发布 Q2 财报，营收 60.36 亿美元，同比+1%，环比-5%；全年交付目标超 50 万辆，其上海工厂产能爬坡至超 4000 辆/周；美国工厂 M3/Y 产能计划产能从 40 万提至 50 万；其订单饱满，销售确定性较强。

（3）亿纬锂能收到华晨宝马的供应商定点，开始协商

亿纬锂能子公司亿纬动力收到华晨宝马供应商定点信，具体合作事宜洽谈中。

展望：对于动力电池企业来说，证明其竞争力的风向标是其下游客户，知名客户有多，巨头客户越多，表明其竞争力越强。CATL 能成为巨头，是因为从 ATL 孵化出来，且刚开始就和宝马有合作研发动力电池。之后其知名客户越多，越发利于其实力培养。亿纬锂能的动力电池业务和韩国的 SKI 合作，起点好，具备技术实力，因此之前和现代、奔驰有合作。现在进入华晨宝马定点，说明其产品继续受认可。未来发展潜力比一般二线企业更大。

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+0.43%，HS300 指数-0.86%；长城汽车、比亚迪、长安汽车等个股表现较强；华域汽车、拓普集团等个股表现较弱。

二、行业动态及趋势展望

【7 月第三周车市明显好转，全月或小幅增长】

据乘联会统计，7 月第一周的日均零售是 2.5 万台，同比下降 15%，环比 6 月第一周下降 3%。第一周的零售表现偏弱。7 月第二周的零售日均是 3.1 万台，同比下降 5%，环比 6 月同期下降 21%。7 月第三周的零售日均是 3.8 万台，同比增长 8%，环比 6 月同期增长 7%。

7 月 1-19 日的总体零售同比下降 2%，环比下降 7%。7 月初表现较差主要受高考、南方降水等因素影响，第三周其开始明显好转，预计本月零售市场环比季节性回落，但因去年同期市场基数较低，仍呈现微增长。

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基建类个股，推荐拓普集团、旭升股份、特锐德。

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；年报显示公司盈利出现明显好转，一季报业绩好于预期，公司股价经过长期调整后，风险释放相对充分。

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）

本周市场在中美摩擦升级的影响下，周五出现大跌，整周上证综指下跌 0.54%，创业板指数下跌 1.3%；申万通信指数下跌 3.99%，申万电子指数下跌 2.9%。

本周中美摩擦持续升级，市场情绪受此影响波动较大，周五市场出现大幅下跌，通信和电子行业之前涨幅较大的龙头个股都出现了深度的回调，包括 5G、半导体和消费电子等。虽然市场短期波动加剧，并且回调的风险加大，但是我们对通信和电子板块仍持长期看好的观点。

通信方面，我们继续坚定看好数据中心，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，相对光环新网将有着更高的弹性和估值提升空间，所以我们首推数据港和奥飞这样的第三方代运营模式数据中心公司。

电子的半导体方面，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、近日，国际数据公司（IDC）发布《中国人工智能云服务市场研究报告（2019）》，报告显示腾讯云 AI 公有云市场份额进入国内前三，人脸识别 API 调用量国内第一。报告指出，从产品数量来看，当前领先的云服务厂商在公有云上提供了丰富的 AI 能力。从 2019 年市场份额来看，在 AI 公有云服务市场规模中，腾讯云优势明显，首次进入国内前三。从调用量以及营收来看，在人脸人体识别领域，腾讯云依托人脸核身、特效、人脸融合能力，市场表现全面领先国内其他云厂商。

2、工信部近日发布 2020 年上半年通信业经济运行情况，上半年，电信业务收入累计完成 6927 亿元，同比增长 3.2%，增速较一季度提高 1.4 个百分点。上半年，移动互联网累计流量达 745 亿 GB，同比增长 34.5%，移动电话通话量降幅逐步收窄，移动短信业务量收持续不同步。

3、7 月 22 日消息，来自工信部的数据显示，上半年，我国电信业务收入累计完成 6927 亿元，同比增长 3.2%，增速较一季度提高 1.4 个百分点。按照上年不变价计算的电信业务总量为 7126 亿元，同比增长 19.3%。数据显示，上半年，三家基础电信企业实现固定通信业务收入 2363 亿元，同比增长 12%，增速较上年同期和一季度均提高 2.2 个百分点，占电信业务收入的比重为 34.1%；实现移动通信业务收入 4564 亿元，同比下降 0.9%，降幅较上年同期和一季度分别收窄 3.1 个和 1 个百分点，占电信业务收入的比重为 65.9%。

计算机（黄翱）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌 2.5%，板块成交额 4167 亿元，沪深 300 指数下跌 0.9%。**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 属性更强，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。**

当前大盘行情走势复杂，我们认为尽管计算机弹性大，可能的涨幅/回撤也大，但持有质地优秀的细分行业龙头仍可获得较好收益。

（1）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。

（2）质地优秀的细分行业龙头业绩无谓牛熊：回顾 2014-2019 年，海康威视等优质公司营收和净利润均持续成长，市值也快速创新高。

（3）当前行业表观估值较高，主要因疫情对 2020H1 业绩影响较大，但部分优质公司的 PE（2020）仍处于合理区间，如浪潮信息 41 倍、海康威视 23 倍、启明星辰 41 倍。部分优质公司估值较高，但长期空间大，竞争优势确定。

二、投资观点：

1、大安全：海康威视发布中报，Q2 业绩增长较好，AI 落地加速

海康威视 2020 年中报略超市场预期：公司 H1 实现营收 242.71 亿元，+1.45%；归母净利润 46.24 亿元，+9.66%；毛利率 49.76%，+3.43%。Q2 实现营收 148.4 亿元，+6.2%；归母净利润 31.3 亿元，+16.7%。在遭受美国制裁，海内外疫情影响施工的多重困境下，海康威视的业绩略超市场预期，体现了优质公司的韧性。

我们认为，公司业绩较好：

一方面受益于红外测温业务部分对冲掉疫情对安防业务的负面影响。公司海外业务营收+8.6%，国内市场-1.5%，海外业务增长主要受益于热成像放量。

另一方源于公司内生成长。

1）AI 业务落地进展加速：上半年 EBG+20.2%，PBG-5.2%，SMBG-26.9%。EBG 增长其中一个重要原因是 AI 业务落地加速，从安防向更多细分行业的碎片化场景渗透，如物业识别垃圾桶是否溢出、小区植被是否遮挡，车辆是否违停，施工进行安全帽检测，以及零售、物流、养殖等场景。碎片化的 AI 场景面临个性化部署的问题，需要强后台支撑。海康一方面有技术沉淀优势，可见光、非可见光等感知技术，各细分产品大而全，适用于各细分领域解决方案；另一方，依托统一软件架构平台实现规模化的个性化定制。

公开信息披露：公司已为数千家企业提供专业的视觉产品及服务，统一软件架构下，组件复用率达 93%。

2）创新业务实现快速发展：从产品细分看，受冲击较大的是后端和工程建造，分别-24.8%和-37.2%；机器人和其他创新业务增长迅速，分别+46.5%和 183.1%。机器人业务快速发展反应了企业借助数字化转型降本增效需求强烈，公司竞争力强。

3）公司毛利率提升：20H1 毛利率 49.76%，+3.43%，20Q2 毛利率 51.29%，+3.90%。红外业务对公司毛利率影响小。毛利率提升一方面源于此前人员招聘较高，2019 年人效略有下降，公司控制人员薪酬，推动降本增效。另一方面受益于高毛利率的新兴产品占比提升。

4）公司现金流优化：20H1 经营性净现金流大幅提升至 6997 万元，去年同期为-4.31 亿元，安防行业普遍在下半年回款，公司现金流优化验证在外部压力下持续健康运营。

展望下半年，我们认为将受益于疫情结束后的复工复产：公司境内收入占比 68.9%，疫情已基本控制住。境外收入占比 31.1%，但欧洲俄罗斯等已好转，仅巴西、印度等存在不确定性。美国疫情最为严重，但贡献收入少。

海康威视当前 PE（2020）仅 22.9 倍，考虑到公司竞争优势突出，短期受益经济复苏，长期受益 AI 落地，继续给予推荐评级。

2、云计算：英特尔推迟 7nm 芯片发布，对服务器影响小。

此前市场预期 20 年末英特尔 10nm 芯片发布拉动服务器需求。在二季度业绩交流会上，英特尔称服务器端 10nm 产品 IceLake 将会在年底前投入量产。此前市场普遍认为这将显著拉动 X86 服务器需求。因为 Intel 服务器芯片在 14nm 节点上已经停留超过 5 年（2015 年至今），考虑到新的 PC 芯片已展现较高的性能升级，预计 10nm 服务器芯片将极大激发服务器下游客户的采购热情，此前积累了 5 年的迭代升级需求有望集中释放。

3 季度业绩交流会英特尔称将推迟芯片发布，导致英特尔熔断。英特尔第二季收入同比增长逾 19%，至 197.3 亿美元，利润同比增长 22%，至 51.1 亿美元。以 PC 为中心的业务收入 97 亿美元，同比增长 7%；以数据为中心的收入为 102 亿美元，同比增长 34%。但英特尔同时表示，7nm CPU 生产时间较原计划推后大约 6 个月时间。在 2021 年下半年，公司预计将发布新的 CPU，其中包括其首个 10nm 桌面 CPU 和新的 10nm 服务器 CPU。

我们认为对服务器更新需求小：

1）此前计划 20 年底发布的 10nm 服务器芯片并未延后：英特尔在会上称，计划在今年年底前将首批基于 10nm 的至强可扩展产品 Ice Lake 的量产出货。2021 年下半发布的 CPU Sapphire Rapids 为第二代服务器 10nm 芯片。

2）当前芯片普遍处于供不应求格局：CHIP 全球测试中心中国实验室主任罗国昭称，目前英特尔的 10nm 芯片供不应求，而 14nm 产品更是目前全球 OEM 市场的“抢手货”。主要产能已被 10nm 和 14nm 排满。

3）7nm 芯片的影响在 1 年之后，且已有解决方案。7nm CPU 芯片将推迟至 2022 年末或 2023 年，主要因因一种“缺陷模式”，其 7nm 工艺的产量已比公司内部目标落后了 12 个月，但英特尔已从根本上解决了这个问题，并已投资“应急计划”。

我们认为，即使 7nm 芯片准时发布，距离 10nm 芯片发布仅隔 1 年，积累的换代需求也较少，英特尔推迟 7nm 芯片发布时间影响小。云计算景气度高，IaaS 厂商纷纷发布数千亿投资计划，继续看多云计算产业链各环节的投资机会，推荐浪潮信息、中科曙光。

3、重点个股

计算机：浪潮信息、中科曙光、易华录、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。

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 指数下降（-0.86%），申万传媒指数下降（-2.41%）。细分板块中，互联网传媒下降（-2.94%），文化传媒下降（-2.7%）、营销传播下降（-0.61%）。

二、投资逻辑

影院复工一周全国票房接近一亿元，目前来看监管尚未完全放开，复工处于起步状态。预计在国庆档期间影视院线产业有望迎来实质性的业绩改善。本周的投资观点为：1）跟踪关注龙头影视院线企业的业绩恢复情况；2）中长期关注部署 5G 云游戏的游戏厂商。建议关注万达电影、光线传媒、横店影视、上海电影、完美世界、姚记科技、三七互娱、中手游等、顺网科技等。

三、行业动态

1、影视院线

1）2020 年 07 月 17 日，上海国际电影电视节今天正式发布举办日期和电影节、电视节海报。第二十三届上海国际电影节将于 7 月 25 日至 8 月 2 日举办，第二十六届上海电视节将于 8 月 3 日至 8 月 7 日举办。这是 2020 年年初新冠肺炎疫情发生以来，中国举办的首个重大国际性影视节庆活动。

2）根据猫眼票房统计，自 7 月 20 日影院恢复营业以来，截至 7 月 26 日，上周全国影院总票房 9562.6 万元（不含服务费），观影人次 417.6 万。其中《多力特的奇幻冒险》以 3252.28 万元票房、34%的票房占比位列票房榜第一，观影人次 109.8 万；《误杀》以 2008.49 万元票房、21%的票房占比位列票房榜第二，观影人次 89.4 万；《喋血战士》以 1717.81 万元票房，17.9%的票房占比位列票房榜第三。在播映的 19 部影片中，新上映的三部影片分别是《多力特的奇幻冒险》、《喋血战士》、《第一次离别》。影院方面万达院线以 1485.3 万票房和 60.2 万观影人次位列榜首；CGV 影城以 510.2 万票房和 21.5 万观影人次位居第二；横店院线以 422.5 万票房和 20.5 万观影人次位居第三。

3）7 月 17 日广电总局发布电视电话会议内容，其中提到部署调度抗战题材、抗美援朝题材、抗议题材电视剧播出工作。过去被一度限制的“抗美援朝”题材电视剧脱离敏感区，被纳入重点电视剧播映规划中。今年是抗日胜利 75 周年、抗美援朝胜利 70 周年，结合今年上半年国内取得的抗疫成绩，预计以上主旋律题材影视作品有望在今年国庆档期间得到推崇。同时监管单位对影院的限流措施将会随着疫情科学防控的开展逐步放宽，预计电影行业将在国庆档期间迎来新的一轮强劲业绩复苏。

4）投资建议：建议关注龙头影视院线公司。建议关注万达电影、光线传媒、横店影视、上海电影等。

2、游戏

1）2020 年第 18 届中国国际数码互动娱乐展览会（ChinaJoy）将于 7 月 31 日至 8 月 3 日在上海新国际博览中心举办。本次会展在“互动娱乐展示区”和“商务洽谈区”外首次推出了线上展示模式，预计可触达数亿用户。在内容上，本届会展与往届明显不同的是新增了 5G 云游戏主题战区。从去年至今，头部厂商均加强云游戏产品布局，多家厂商将会在此次会展上展示自家云游戏解决方案，预计“云游戏”将成为此届 ChinaJoy 的亮点。

2）投资建议：关注中长期关注部署“云游戏”的公司和上半年业界相对优秀的龙头公司。建议关注完美世界、姚记科技、三七互娱、中手游等、顺网科技等。

3、互联网

1）据英国《卫报》报道，7 月 20 日，自英国政府受美国方面的压力，发布禁止华为参与英国 5G 网络建设后，TikTok（抖音海外版）取消了其在伦敦设立海外业务的全球总部计划。这是字节跳动在先前受到印度和美国的封禁后，对华为受到英国政府打压做出的连锁反应。7 月 22 日根据 The Information 的报道，字节跳动的一部分美国投资者在和字节跳动商讨收购 TikTok 多数股权，这些投资者包括红杉资本、软银、NEA 投资机构等全球顶级风投公司。

四、风险提示

疫情反复、影院业绩恢复不及预期、云游戏业务布局不及预期。

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