策略研究

国都投资研究周报 2020.6.15-6.19

本周策略：

疫情不确定性的影响趋弱

一、市场研判：疫情不确定性的影响趋弱，中期看经济恢复力度与应急政策退出节奏

1、短期风险扰动市场修复节奏。近日美国疫情日确诊数反弹、国内本地疫情局部复发，以上疫情反弹风险，短期或扰动市场修复节奏。5 月以来市场修复逻辑，主要源于国内本地疫情持续基本归零、国内全面复商复市经济深度恢复，同时欧美疫情防控见效、经济逐步重启下外需出口预期改善；因此，近期美国及国内局部疫情的反弹，或使得以上逻辑动力的延续性存疑，短期或引发市场释放震荡压力，扰动市场修复节奏。

3 月下旬至今，宽松货币政策下的流动性充裕、5 月起全球主要经济体悉数重启后的基本面逐步恢复，以上两大驱动下，全球主要股指普遍已自疫情初期冲击的大跌，连续反弹两个半月；前期调整剧烈的欧美日股指显著反弹 30-45%，而 A 股、港股主要指数由于前期跌幅相对较轻，本轮反弹幅度 11-21%相对靠后。

2、中期而言，疫情不确定性的影响趋弱，经济恢复力度与对冲政策退出节奏，或为影响市场两大主要变量。疫情二次反弹风险，短期构成扰动市场风险因素；然而，中期而言，由于主要经济体的疫情主动防控经验丰富、响应机制成熟、治疗方案有效，即使局部反弹大概率也能及早遏制蔓延扩散风险，因而主要经济体的疫情反弹压力有限，预计不会中断经济重启与恢复的趋势。

中期而言，疫情复发反弹风险或不确定性，对经济基本面、市场的影响趋弱；中期经济恢复力度，疫情暴发初期救急性的对冲政策随经济触底回升下的退出节奏，或为影响市场的两大主要变量。

3、近中期展望：基本面恢复趋势有待确认，政策面预期或有纠偏，指数有限结构为主

近期我们对市场指数区间震荡、结构性机会为主的判断逻辑主要包括：**一两会后政策预期弱化，但部分改革进展值得期待，尤其以注册制推广试点的资本市场制度改革加快落地，有望提振科技板块的风险偏好。**

二内需正触底回升，3-5 月社融信贷规模与增速连续超预期，预示经济触底回升趋势；但后疫情下经济修复力度偏弱，近日即将公布的 5 月工业、投资、消费增速或延续回升或降幅收窄态势，但反映终端需求的可选消费或服务消费回暖有待提升；同时，近日在海内外疫情局部反弹的不确定性下，基本面恢复趋势有待确认，市场上行动力尚待蓄势。

三国内政策近期转为稳货币宽信用扩财政，但随着通胀回落、经济恢复力度有待强化，宽货币政策阶段性有望回归，双降只会延迟不会缺席；

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	2919.74	-0.38
沪深 300	4003.08	0.05
深证成指	11251.71	0.64
中小板综	10535.62	0.55
创业板指	2206.76	1.86
恒生指数	24301.38	-1.89
恒生中国企业指数	9832.53	-2.32
恒生沪深港通 AH 股溢价	126.37	1.55
标普 500	3041.31	-4.78
纳斯达克指数	9588.81	-2.30
MSCI 新兴市场	987.01	-1.56

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	36.56	-6.18
纽约期金	1737.30	2.89
伦敦期铜	5779.50	2.13
伦敦期铝	1576.00	-1.01
波罗的海干散货	923.00	35.94

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。

5月市场已对近期的货币政策阶段调整消化较为充分，后续随着双降窗口期的兑现，或有政策预期纠偏，有望阶段性提振市场反弹。

四近期美国当局面临内部多重压力，短期不具备全面持续升级与我国摩擦冲突的条件，近期中美摩擦可控甚至有望降温，外部整体压力复发或在美国大选冲刺期。

二、市场焦点：疫情反弹风险，对A股影响如何？

1、海外风险复发：美国疫情小幅反弹，高位美股震荡加剧。近四日美国日均新增新冠确诊病例小幅反弹至2.4万例，引发市场担忧美国疫情的第二波反弹风险；上周四表征市场避险情绪的CBOE隔夜飙涨近50%至历史较高位40上方，全球风险资产股指、大宗商品普遍重挫，此前两个半月大幅反弹至前期历史高点的美股三大股指，以5.3-7.0%跌幅领跌全球股市，其他全球主要股指普遍大跌2-4%，国际原油价格领跌工业大宗。

此次美国疫情二次反弹引发的风险资产调整风险，对A股影响如何？从触发美股二次大跌的原因持续性、中美两国经济恢复节奏与政策差异、两个市场主要驱动力不同及相关性减弱、中期宏观周期与政策预期各异等维度来看，我们预计此次海外风险复发，对A股影响较为有限，冲击幅度或明显低于3月初欧美疫情暴发初期。具体分析如下。

2、从此次海外市场回调原因及其持续性、经济影响程度来看，二次冲击或远低于3月初欧美疫情暴发初期。此次海外市场回调原因或风险复发因素，主要系美国近日疫情呈现小幅反弹态势，叠加美股已反弹至前期高点附近甚至创历史新高，即基本面修复担忧与技术回调压力的共振，为此次回调主要原因。

此次风险复发因素的持续性，**或为评估其影响程度的主要变量之一，而这主要取决于后续美国疫情曲线二次反弹的斜率与持续性，以及面对反弹压力当局政府应对举措的经济影响。**

一从最近三日美国日新增确诊总量环比增速来看，曲线斜率较为缓和，反弹幅度有限，日增确诊数从此前的1.9万例附近上升至2.25万例，日均环比增速不到10%，远低于3月中下旬暴发初期日均环比复合增速的逾40%。

二从疫情复发的持续性来看，可以从更长时期的整体疫情曲线变化来评估。**欧美新冠肺炎日增确诊数已分别自4、5月初见顶，欧洲主要大国日确诊数普遍持续回落至当前的三四百例，美国在次高平台2万例盘整一个月后，近三日呈现小幅反弹迹象。**

当然，从全球新冠肺炎疫情曲线变化来看，已分别经历亚洲、欧美、新兴市场国家三波暴发蔓延发展，且目前疫情防控形势仍较严峻，全球疫情日新增确诊数高位仍有上升压力。4月初至今的两个半月内持续保持在日增10万附近的高位平台震荡，而6月以来日均值进一步上升至12-13万附近；截至6月11日全球（不含中国）累计确诊750万例，累计死亡42万。

较好的信号是，全球新冠病死率已自4月底见顶趋势回落至当前的5.6%，治愈率线性缓慢上升至50%，为欧美逐步解封与重启经济提供条件，也预示新冠疫情对社会公众的恐慌冲击逐步降低。

三从疫情反弹对后续经济修复的影响来看，**考虑到欧美、中日韩等全球主要经济体及科技贸易供应链国家，整体疫情防控取得成效，且均已重启经济、复工复业，因而全球供需格局正逐步恢复改善。尤其值得注意的是，美国当局面对近日疫情反弹，已明确表态将不会再次封禁，经济重启计划照常实行。**综合来看，基于主要经济体已积累疫情防控经验与治疗方案，预计即使面对疫情二次暴发风险，大概率不会采取初次暴发时的大范围全面封禁举措，因而经济重启与恢复趋势预计不会改变。

3、从市场近中期主要决定因素来看，中美两国经济恢复节奏与政策存在错位或差异，也决定了近中期A股与美股走势存在错位或不一致。从风险偏好或市场情绪来看，全球市场一般同步变化，短期A股风险偏好与资金流向会受到美股震荡调整的影响；但从市场近中期两大主要决定因素——经济基本面与宏观政策面来看，两者存在错位或差异。

首先，中长周期来看，美国经济在持续的货币与财政刺激下已温和复苏十年，创造历史最长纪录，金融危机后美国企业与政府负债杠杆率整体均上升，19年美国经济经济已进入复苏尾声，宏观政策基本见顶，中期或转入衰退周期；对比来看，过去十年我国经济主动“三去一降一补”，经济发展由此前中高速转向中速高质量，目前经济增速已接近甚至低于潜在增速，而我国货币与财政政策力度灵活适度，后续仍有较为充足空间，中期或转入增速低位企稳、质量效益改善的周期。

其次，短周期来看，此次疫情冲击下，两国的经济重启与恢复、政策发力节奏的错位与差异更为显著；我国疫情防控见效与经济重启恢复（虽然近日国内局部本地疫情复发、四日内共确诊数 83 例，此前 5 月下旬至 6 月上旬，国内本地病例持续保持归零，但在我国快速响应机制与成熟防控经验下，预计此次局部复发能及时遏制），领先美国约 3 个月，而面对疫情冲击，我国货币与财政政策的对冲力度远低于美国，也预示后续我国仍有更多的逆周期宏观政策空间。

此外，我国资本市场深化改革与扩大开放的制度红利，正在稳步加快落地释放，有望从提升资本市场的投融资配置效率、改善上市公司质量、吸引中长线资金、优化投资者结构等多方面，促进我国资本市场行稳致远。

以上中美两国的经济基本面、宏观政策的中长期、近期的错位与差异，也决定了 A 股与美股走势存在错位或不一致。3 月底至今，美股经历大落大起，震荡空间显著，而 A 股相对平稳，指数基本维持在窄幅区间波动。这一点从指数相关性也得到印证， A 股主要指数与标普 500 指数的相关系数，已从过去十年的 0.4-0.5，近三个月明显下降至 0.2-0.3。

4、海内外疫情反弹对近期 A 股投资逻辑的影响：外需出口与线下可选消费的恢复预期延后。6 月上旬，随着欧美日等主要经济体进入大范围经济重启阶段，尤其是流动性纾困投放力度边际收敛下，A 股投资主逻辑已由流动性切换至外需出口修复、可选消费恢复的预期；期间电子、汽车、传媒、纺织服装、休闲服务、商贸等板块领涨，反应市场对欧美日主要经济体的重启下的出口需求恢复预期，及国内后疫情下深度恢复期的可选消费回暖。

然而，近期受美国及国内局部疫情二次反弹的风险担忧，此前外需出口修复、线下可选消费的投资逻辑，短期或存疑而延后；结合今年中央确定的扩大内需战略，预计必需品消费（食品饮料、医疗器械）、线上消费，及“两新一重”投资等板块，短期有望重新占优。

三、近中期市场逻辑研判：政策面预期或有纠偏，基本面恢复趋势有待确认，指数有限结构为主。

1、研判逻辑一：政策面预期或有纠偏，中期双降有望再次落地。

1）**宽信用政策效果巩固。**新近公布的 5 月金融数据来看，一货币政策由此前连续三个月的加码宽松，转为整体平稳边际收敛，此前 2-4 月 M2 同比增速连续三个月快速上行至 17 年以来新高 11.1%，而 5 月 M2 同比增速环比持平在 11.1%。

二宽信用成效延续，月度新增信贷社融规模连续三个月同比大幅增加，存量社融、贷款同比增速连续第三个月上行至 12.5%、13.3%；5 月新增人民币贷款、社融各同比多增 0.36、1.5 万亿元至 1.6、3.1 万亿元，主要系企业中长贷、地方专项债融资各多增 0.28、0.75 亿元所致，同时 5 月企业债券、表外融资各同比多增 0.19、0.17 亿元。

值得注意的是，5 月企业债券融资同比虽上升，但当月不足 3000 亿元的规模，较 3、4 月的 0.9-1 万亿元融资量显著萎缩，反应当月地方专项债的集中发行挤出效应、当月流动性边际收缩下资金利率反弹压力。

2）**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，政策重心已由对中小企业、中低收入群体的现金流应急支持，转为对中小企业信贷、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，同时存在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，为导致 5 月货币资金价格、国债利率显著反弹的主要原因。

年初迄今央行货币政策操作，简要回顾小结如下：

一量方面，年内大型存款金融机构、中小型金融机构的各累计降准 0.5、1.5 个百分点至 12.5%、9.5%，大型、中小型商业银行存款准备金率已自 2011 年底的顶点持续累计下调 9、10 个百分点，目前已降至近十三年低点。

二价格方面，央行年内已相继下调逆回购 OMO、MLF、LPR 利率（7 日逆回购、1 年期 MLF、1Y/5Y LPR 年初迄今各累计同步下调了 30、30、30/15bp，当前依次为 2.20%、2.95%、3.85%/4.65%），同时时隔 12 年将商业银行的超额储备金存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%，以推动银行加大服务实体经济的信贷投放、提高资金使用效率；社会融资成本明显下降，3 月份一般贷款平均利率为 5.48%，比 LPR 改革前的 2019 年 7 月份下降了 62bp；3 月份企业贷款利率为 4.82%，较 2019 年底下降 30bp，较 2018 年高点累计下降 78bp。

3）**政策面预期或有纠偏，中期双降有望再次落地。**

6月中上旬大规模MLF到期下，为央行货币政策量价操作的重要观察窗口期；近日央行预告将于6月15日左右对本月分两批到期的7400亿元MLF一次性续做，舒缓了近一个月市场对于宽货币政策转向的担忧，利率债自近三个月底部有所反弹。6月中下旬央行的流动性量价操作方式与力度如何？值得关注。年中季末商行缴存、企业缴税等资金需求较大，尤其是近期货币市场利率已自低点大幅上行至政策利率上沿区间，债券一级市场供需两端承压，5月企业债与公司债券发行规模较前两月的5000亿元附近锐降至1900亿元附近。以上压力下，量方面，届时央行是续作MLF？还是以降准为商业银行释放长期低成本资金？ 价格方面，届时MLF、LPR报价利率是小幅下调还是暂时按兵不动？

展望下半年，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，引导广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速明显高于去年；我们预计20年的M2、社融同比增速预计在11%、13%附近（同比提升2个百分点左右），基本能保持在最近4月的近三四年的高位水平。为了配合年内大规模政府债券的发行，预计货币政策将通过降准或者公开市场操作，中期双降有望再次落地，以维持市场流动性的合理充裕。

预计后续随着CPI回落至温和水平、PPI触底反弹，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，但相对于年初疫情严重期间的节奏与力度大概率放缓。

2、**研判逻辑二：后疫情经济重启下的基本面修复预期释放，但中期趋势有待强化确认。**

1）**后疫情经济重启下的基本面修复预期释放。**结合最新国内外宏观数据、政策动向来看，**预计基本面恢复趋势，近期有望强化预期；**该研判从全球制造业PMI环比反弹、美国5月非农就业数据超预期、我国5月出口贸易超预期及国内汽车、楼市销量回暖等判断，近期欧美日的经济重启、国内后疫情下的深度复商复市，短期或强化市场对全球主要经济体的基本面恢复预期，**因而近期海外出口需求恢复、国内可选消费回暖两大市场主线，有望延续；中期或待6月中下旬更多宏观金融数据、货币财政政策的进一步出台或落实。**

从最新宏观数据来看，近日公布的5月摩根大通全球制造业PMI环比回升2.8个百分点至42.4，其中主要系美国、欧盟的显著回升1.6、6.0个百分点所致，反应欧美5月起疫情逐步解封与分区域经济重启；近日美国5月新增非农就业人数250万人失业率13.3%，大超预期，虽然此后劳工部称统计存在错误分类误差。同时，从政策动态来看，欧洲支持经济修复的政策力度加码，包括欧盟计划发行7500亿欧元共同债券、近日欧央行决定在3月中旬7500亿欧元基础上再加推6000亿欧元PEPP（大流行紧急购买）资产购买计划（并将期限延长至2021年6月底）、德国通过1300亿欧元财政刺激计划等。以上欧美宏观数据的改善、刺激政策的加码，近期强化欧美经济重启下的恢复预期。

2）但**中期恢复趋势有待强化确认。**

（1）内需正触底回升，但后疫情下经济修复力度偏弱。3月中旬起国内疫情防控已见成效，经济社会秩序逐步恢复，3、4月消费、投资、工业同比增速，已**较**前2月的同比降幅连续收窄，且4月工业、投资由负转正，信贷社融等金融数据也连续两月超预期放量上行，均表明内需正触底回升，后疫情下有望继续逐步修复。同时，5月以来我国汽车、楼市等耐用品消费逐步回暖，也进一步表明后疫情下随着国内复商复市的深度恢复，内需已触底回升。

此外，5月我国出口贸易（美元计价）同比-3.3%，大幅好于一致预期值-9.8%，主要系欧盟经济重启后自我国进口贸易的恢复、抗疫医疗物质与器械的高增长所致；进口贸易同比-16.7%，弱于预期值-9.4%，主要系海外停工交付延期、国际大宗商品价格同比下滑所致，而大宗商品进口量仍正增长。

（2）经济恢复力度或待逆周期政策的加码落地。受制于新冠肺炎病毒的复杂性与长期性，尤其此次疫情全球蔓延、3-5月欧美发达经济体为疫情重灾区，年内全球经济陷入衰退，外需衰退二次冲击仍待释放（**虽然4、5月我国出口贸易增速大幅好于预期，但预计二季度欧美疫情严重期经济大幅下滑，我国出口贸易增速仍有转负压力**）。同时，居民收入预期、消费意愿与信心的下降，使得此次后疫情的消费修复力度较2003年的SARS疫情后明显偏弱。经济恢复力度或待逆周期政策的加码落地对冲，两会政府工作报告提出的扩大内需战略、**推动消费回升、扩大有效投资（“两新一重”），预计后续有望助推经济恢复。**

虽然今年中央务实弱化 GDP 目标增速，没有提出全年经济增速具体目标，主要基于全球疫情和经贸形势不确定性很大，我国发展面临一些难以预料的影响因素。虽然政府报告没有提出今年具体 GDP 增长目标，但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%。

3、研判逻辑三：资本市场制度改革加快落地，有望提振科技板块。5 月下旬召开的全国两会及政府工作报告已公布全年工作目标与重点、宏观政策等，整体基本符合预期，近期之内政策预期对于市场的驱动力已弱化；后续预期差或主要为降准降息等货币政策操作、财政政策落地执行等时点。

此外，政府工作报告提出的**旨在激发市场主体活力的**六项**深化改革举措，市场预期已较为充分，**近期连续推出的要素配置改革、加快完善社会主义市场经济体制等中央文件，多为中长期根本举措、短期难以有效提振市场风险偏好。大幅缩减外资准入负面清单。

然而，**近期资本市场制度改革落实进度超预期，尤其支持或吸引科技创新企业上市发行、回归 A 股的举措，制度红利或提振市场对科技板块的风险偏好。**科创板注册制试点经验正加快推广至创业板（近日已发布创业板注册制相关系列规则，预计最快 8 月底有望正式开闸）；同时，近两年持续优化并购重组、再融资、减持、交易、退市等系列规则制度，并加大引入境内外中长线机构投资者；而新证券法的实施将提高法治监管力度等。

此外，上交所对红筹企业申报科创板发行上市中的相关事项做出了针对性安排，中芯国际登陆科创板进度超预期；近期上交所透露将研究适时推出做市商制度、研究引入科创板单次 T+0 交易、研究借鉴国际最佳实践经验完善上证综指编制方法，进一步预示资本市场制度改革正加快落实。

以上系列资本市场的改革举措，有望从提升资本市场的投融资配置效率、改善上市公司质量、投资者结构等多方面，促进我国资本市场行稳致远。

4、研判逻辑五：近期中美摩擦可控，外部风险减弱。5 月中下旬，美国当局先后升级对华为的半导体技术封锁，限制中概股在美国市场上市交易，并针对我国两会通过的涉港国家安全法，威胁撤销香港的特殊待遇、对内地及香港特区部分官员进行“制裁”、对部分中国留学生限制签证等；以上美国发起的摩擦与威胁言论，为 5 月中下旬 A 股半导体科技板块、人民币汇率、港股弱势震荡的主要扰动因素。

然而，近期美国国内骚乱不断、疫情防控形势仍较严峻、经济重启初期不确定性较高；以上内部多重压力下，美国当局短期不具备全面持续升级与我国摩擦的条件。这一点从近期特朗普的专场新闻发布会“雷声大雨点小”得到初步印证。

同时，美国当局的威胁言论真正落实起来，恐将更多伤及自身，而真正对我方伤害有限，主要依据在于：一美国疫情防控成效、经济重启与恢复进度显著落后于我国，当前美国急需我国加大进口美国农产品、油气能源等，这一点从近日中美双方均正式表达了认真落实第一阶段经贸协议也得到印证，尤其是近日美方代表莱特希泽充分肯定我方疫情期间很好履行了贸易协议；

二是美国若真正撤销香港特殊关税待遇，考虑到香港已成为美国主要的贸易顺差地区，撤销后真正伤及更多的是美国自身；三考虑到香港开放的金融、贸易市场地位，美国资本与企业在香港市场的利益根深蒂固，而当前港股处于全球洼地，且在市场制度改革后正吸引互联网、生物技术等优秀的创新公司赴港上市，或吸引中概股回归港股二次上市，如近日网易、京东；美国资本即使非理性撤离，也将吸引包括大陆的全球资本配置香港市场。

四、中期市场展望：趋势反弹或待后疫情下基本面的恢复预期向好

1、疫情冲击下的三阶段市场情景分析。此前我们做出过疫情冲击下的市场情景分析，根据疫情发展与防控曲线变化的而划分市场三阶段走势：参考每日海外新增确诊数变化曲线，并大致可根据疫情防控曲线的三阶段，即加速暴露上升—确认见顶并趋势回落—底部归零后经济社会逐步恢复正常，而相应划分为三阶段；第一阶段：疫情加速暴露上升期，资产遭遇抛售而快速回调，该阶段时长约 2-4 周；第二阶段：日新增确诊数确认见顶并趋势回落，疫情隔离防控见效，该阶段时长约 6-8 周，市场有望底部企稳并在趋势回落前半程迎来技术性修复反弹；第三阶段：底部归零后经济社会逐步恢复正常，市场中期进入消化疫情对经济、企业盈利等基本面的负面滞后影响，以及疫情暴发后的对冲性宏观政策效果观察与验证期。该阶段时长预计长达 1-2 季度。

当前 A 股正进入第三阶段，展望中期，市场**将进入消化疫情对经济、企业盈利等基本面的负面滞后影响，以及疫情暴发后的对冲性宏观政策效果观察与验证期。该阶段时长预计长达 1-2 季度。**该阶段市场风险偏好或保持平稳，

但受疫情的负面滞后影响，经济数据、企业盈利显著下滑，基本面冲击显现；同时，疫情后复工复产、供应链修复、消费回补等经济社会活动的正常化恢复过程较为缓慢，货币财政等对冲性政策见效延后。以上疫情对基本面滞后影响显现、经济恢复及政策见效延后，使得指数或保持阶段底部震荡，**市场或围绕疫情对不同行业的冲击、修复、重构的不同影响，而呈现结构分化行情。**

2、业绩展望：二季度"两头在外"型行业业绩压力凸显，但业绩继续下修空间有限，预示业绩预期负向差的概率较小且影响弱化。展望二季度，随着 3 月初欧美疫情的加速暴发，外需及外部供应链的中断冲击或逐步体现，**"两头在外"型行业，即**对上游关键材料与配件依赖进口、下游销售市场出口占比较高的行业业绩影响或凸显；同时，随着国内疫情常态化防控下全面推进复工复产、服务消费逐步复苏或回补（尤其是地方消费券的发放普遍产生约 10 倍的乘数效应），预计一季度疫情冲击较大的部分行业（密闭环境人口集中的消费场所的除外，如影院）有望改善。

乐观预计三季度有望触底反弹，后疫情下的行业恢复程度或各异。三季度起，若欧美疫情防控基本结束，经济活动已全面重启，则全球主要经济体的逆周期货币、财政政策发力见效，经济与贸易链有望逐步恢复，乐观预计经济增速有望显著反弹，上市公司业绩也随之触底显著回升。

后续重点在于各行业的业绩恢复程度的差异，市场机会或集中于估值已下修至底部，而后续业绩有望逐季恢复，且边际恢复弹性大。由于内外疫情进度差异下的内外需两个市场影响-恢复进度不一、行业景气自身趋势不同、叠加逆周期政策受益程度不等，预计后疫情下公司业绩的恢复进度、力度及空间，将依行业属性不同而呈现较大分化。初步判断或集中于绿色智能型的耐用消费品（电动汽车、智能家电、5G 手机等）、可选服务消费（休闲旅游、影视传媒、营销广告等）。

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%下调至当前的-2.9%，调降幅度达 14.1 个百分点；但考虑到海外疫情防控周期偏长、年内全球经济衰退，外需二季度承压下半年回复偏弱，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。若根据 20 年我国名义 GDP 增速中性预测值 3-5%，预计 20 年非金融全 A 的净利润增速或为-10%附近。

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。**年内**而言，"必需消费品+新老基建"内需板块避险为主。**主要逻辑包括：一是基于如上分析，年内**政策重心以稳消费稳投资为主，内需板块增长确定性较高；二是国内疫情防控已取得战略成果，消费回补与开工投资条件具备，内需板块启动时机逐步成熟；三是**稳投资稳消费等对冲性政策加码落地在即，有望提振相关受益板块。

随着国内外疫情防控成果的趋势向好，经济社会工作重心由高压防疫、经济停摆转变至常态化防控、重启与恢复经济活力阶段；经济逐步恢复预期下，对应的市场投资机会相应阶段性切换。**建议重点把握估值已调整充分至底部、而盈利预期边际改善的细分行业或个股，**有望领涨中期结构性行情：

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。**

而此前具备避险或免疫功能的必需消费品内需板块，考虑到阶段利好预期反应较为充分，短期或存在适当回调压力：包括食品饮料、畜禽养殖、农业种植、医疗器械及生物疫苗等。

风险提示：全球疫情峰值反复，宏观对冲政策效果低于预期，海外市场继续探底等。

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+0.50%；农林牧渔（中信）涨跌幅-2.88%；沪深 300 涨跌幅+0.05%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格 **32.57 元/公斤，**周环比上行约 1 元/kg。

2. **茅台一**批价：2400 元左右，稳中有升。

三、食品饮料：持续推荐刚需品

1）白酒：本周白酒板块从价格端看，**茅五泸批价均有上行趋势**，幅度在 10-20 元左右。

本周板块重要动态是茅台的股东大会，整体反馈积极，核心信息包括：业绩：重申 20 年目标不变（计划、任务、指标、收入四个不变），会上再次强调营业总收入较上年度增长 10%左右，而且董事长在两会采访时提到上半年实现任务过半，故二季报预计不错；价格：没有直接提价，但整体均价可持续提升，一方面来自于产品结构化持续升级，另一方面来自于渠道变革，即自营店和直销量持续提升；高分红：公司 19 年分配利润 213.87 亿。

需求端，北京新发地爆发疫情超市场预期，短期或对需求有一定压制，但预计难改消费逐步回暖的大趋势。我们维持认为白酒整个板块下半年边际向好，在流动性充裕和经济增速承压下，白酒板块高壁垒高盈利，相对价值较高，持续建议中长期角度推荐板块，**我们优选高端酒的茅五泸，建议关注短期内滞涨标的，如老窖、古井等。**

2）大众品：20 年我们持续推荐调味品板块，短期北京疫情的反复预计仍利好刚需消费品。我们**建议持续持有估值具有相对优势，二季报有望环比加速的标的，**推荐：**涪陵榨菜、千禾味业、安琪酵母**等；另一条主线则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板块

1. 猪价：本周猪价持续反弹，价格至 32.57 元/公斤，周环比上行约 1 元/kg。维持年内价格低点已过，20-21 年价格或维持高位的预判。

同时，**北京新发地疫情导致进口牛羊肉海鲜受限，变相利好作为动物蛋白的猪肉和鸡肉板块价格的上行。**

2. 观点：继续中长期推荐养殖龙头企业

1）近期，板块各企业披露了 5 月出栏量，整体来看，牧原和新希望优势较大，出栏量呈现持续提升的阶段。**同时新冠疫情的反复，变相利好猪价持续回升**，下半年价格或更坚挺，有望对板块形成较强支撑。

2）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，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 0.38%，沪深 300 上涨 0.05%。家电板块上涨 0.41%，跑赢大盘指数，主要原因在于：家电消费数据较为乐观，推动板块情绪。

二、行业动态与展望

（1）西式烘焙类家电在 2020 年销量大幅增长

2020 年 1-4 月台式电烤箱销额达 16 亿元，同比上涨 131.7%，煎烤机销额 11 亿元，同比上涨 117.3%。虽然国内疫情已经逐渐恢复，但西式烘培家电火热程度依旧，表明西式厨电的火爆并不是一时的，消费者对于品质生活的追求将会是长期的过程。

（2）截止 6 月 10 日的 618 订单榜显示，苏宁易购的空调类产品中，美的品牌的订单量超过格力

6 月 10 日，苏宁易购悟空排行榜显示，截至 12 时，家用空调、空调挂机与空调柜机三大榜单中，美的首次夺得品牌销量及销售榜榜首，格力、海尔紧随其后；电热水器排行榜中，海尔、美的与史密斯三个品牌销售额前三位置稳固；洗碗机排行榜中，西门子超越美的，夺得品牌销量及销售额榜第一。

（3）新的空调能效标准实施，将有利于大品牌企业发展

空调能效新国标《房间空气调节器能效限定值及能效等级》(GB21455-2019)将于 2020 年 7 月 1 日正式实施。业内认为，空调能效新标的实施，实际上抬高了空调制造的门槛，使得规模较小的中小品牌在技术研发、生产研发等各方面成本都会相应增加，以次充好、能效虚标等问题会相应减少，行业将迎来新一轮洗牌。

展望：今年的 618 购物节与往年不同之处，在于今年的 618 将是一个验证居民购买力的节点。从往年来看，市场仅把 618 当做一个促销渠道。而今年由于疫情影响，线下渠道受阻，出口也受阻，因此 618 将是每一个商家都非常重视的促销点。因此，真实的优惠力度应该会比往年大。如果居民消费力仍存，则在这种情形，购买力度仍会比较强大。则可认为相关的销售额一定程度上代表了居民的消费能力。所以，应该重视 618 的数据对资本市场的影响。

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。

轻工（傅达理）

一、市场表现回顾

本周轻工制造(SW)板块单周涨幅-0.90%,在 28 个申万一级行业中,表现排名第 22 位,同期沪深 300 指数涨幅+0.05%,中小板指数涨幅+0.98%，创业板指数涨幅+1.86%。细分子行业来看，表现最好的依次是包装印刷（+0.66%）、家用轻工（-1.19%）和造纸（-2.03%）。个股表现来看，涨幅前五的非 ST 公司分别是四通股份（+17.10%）、创源文化（+14.59%）、环球印务（+14.36%）、威华股份（+13.44%）和吉宏股份（+12.65%）；而跌幅最大的五家非 ST 公司分别是东方金钰（-16.67%）、浙江永强（-13.15%）、高乐股份（-11.67%）、博汇纸业（-11.25%）和帝欧家居（-9.53%）。

二、本周主要观点

包装纸价格继续反弹，文化纸价格保持稳定。本周包装纸价格继续走高，瓦楞纸/箱板纸价格指数收于 3225 元/3838 元每吨，环比增加 3.20%/1.99%，周初大型纸厂带头涨价，引领了整个市场的涨价情绪。进入六月以来，包装纸价格延续反弹趋势，我们认为原因主要是：1）受原料废纸价格上涨影响，纸企生产经营成本增加，纸企成品也随着上涨；2）受国内大型纸企成品价格涨价影响，部分纸企出货虽然不稳，但也以提高价位刺激出库；3）各地疫情防控缓和，但消费仍然处于恢复期，因此各纸企仍采取措施来稳定成品库存。近期瓦楞及箱纸板市场价格反弹后，目前下游补货有放缓迹象,加之终端需求订单并没有爆发,预计或不能支撑纸价继续上涨;且北京等地疫情出现反复，不排除其他地区疫情防控再度升级，预计短期包装纸市场以稳价去库存为主。文化纸方面，本周铜版纸、双胶纸价格指数为 5408 元、5220 元/每吨，均较上周持平。需求层面来看，近期各地集中开学和 6.18 电商活动的热销，经销商出货开始有所好转，教辅教材陆续开印，广告封面等订单量有所增长，预计文化纸将重新进入需求上升周期。中期来看，2021 年是建党 100 周年，预计 2020 年下半年党政类出版会继续维持在较高水平上，利于文化纸需求处在较高水平，目前时点继续提示文化纸左侧布局机会。

木浆价格继续低位震荡，国废价格保持平稳上涨。由于海外疫情存在不确定性，全球商品木浆需求量可能出现同比下滑，预计未来一段时间全球的木浆供求都处于较为紧缩的状态，目前全球生产商的针叶浆、阔叶浆库存均居历史中高位，仍有继续维持趋势。本周木浆价格区间小幅走跌，市场供需两弱，浆厂在盈亏平衡线附近徘徊，前期停机限产等措施缓解浆价下行压力效果不大，需求不足导致港口库存压力持续存在，浆价维稳较为困难。目前正值市场淡季，下游市场低迷预计仍将持续，浆价短期弱势维稳。废纸方面，本周国废价格保持平稳上涨态势，受疫情影响，废纸价格今年经历了 2 月狂涨—3 月狂跌—4 月跌宕起伏—5 月小幅上涨的过程，到 6 月份国废市场似乎开始全面回暖，半个月内连涨多次，但总体涨幅不是太大。到目前为止，本轮废纸涨价潮或已结束，预计后续或以平稳运行为主。

三、重点个股

家居：推荐**欧派家居**。我们认为随着国内疫情逐渐稳定，家居需求有望陆续释放，上游地产竣工数据 3 月以来持续边际改善，叠加国内疫情期间累计的家居需求开始陆续释放，公司业绩有望环比明显改善，全年在大宗及整装渠道的带动下，仍有望实现稳健增长。公司是国内定制家居行业龙头，管理层能力出众，依靠成熟的管控体系建立了传统渠道壁垒。同时积极探索新模式，布局工程和整装等新渠道，通过与优质地产商合作，实现了稳定盈利能力与良好回款前提下的工程业务快速发展，预计未来市场份额将不断提升。

造纸：推荐**中顺洁柔**和**太阳纸业**。

中顺洁柔是生活用纸龙头，生活用纸属于刚性高频的消费属性，受疫情影响有限，且因为本次疫情传染性较强等特点，对生活用纸等擦拭类清洁用品的需求较为迫切，短期受益本次疫情。目前电商渠道等线上渠道已成为高频属性消费品不可或缺的重要渠道,在本期疫情导致的线下流量萎缩的背景下,高频属性消费品有望进一步转向线上消费，营销强势的头部品牌有望接机进一步扩大市占率。

太阳纸业是林浆纸一体化的综合性造纸龙头公司。文化纸方面，受疫情影响，物流不畅导致国内港口去库存进度较慢，预计木浆价格仍将维持低位震荡，公司文化用纸吨盈水平有望继续保持。包装纸方面，公司老挝废纸浆及本部

半化学浆产能投放后，成本优势将显现，包装纸毛利率有望提升。此外，随着公司老挝和广西项目的建设逐步完成，一方面有助于公司扩充纸及上游原材料产能，另一方面也将提升公司在南方市场的影响力。

包装：推荐**裕同科技**，随着 5G 商用正式启动，5G 换机需求预计将会带动智能手机出货量提升，同时也有助于智能电器、智能家居等产品的升级与推广，进而带动消费电子包装消费需求提升，公司或将受益。此外，新限塑令出台，公司布局环保餐盒等产品较早，具有先发优势。推荐**劲嘉股份**，Q1 烟草行业产销良好，预计公司烟标产品 Q1 收入维持稳健，并表重庆宏声、重庆宏劲增厚业绩，同时 Q2 有望迎来行业补库存阶段。

文娱用品。推荐**晨光文具**。公司文具头部效应明显，依赖健全的产品力、品牌力、渠道力，公司已经建立起全面覆盖的多层次经销网络。传统文教办公产品方面，产品的升级和不断推陈出新推动业务稳健增长。新业务全面发展，科力普持续发力，零售大店推动精品文创发展。

四、风险提示

疫情反复预期风险；宏观经济波动风险；政策波动风险；下游需求不及预期风险；原材料价格大幅波动风险；汇率波动风险；商誉减值风险。

医药（王双、王义）

一、市场表现

本周医药指数涨 3.57%，跑赢上证综指的 0.05%，在所有行业中涨幅排名中排名第 3 名。

医药板块当前动态市盈率 48.6 倍，处于历史平均偏高水平。相对全 A（剔除银行股）估值溢价率为 92.2%，处于平均偏高的水平，且近期动态市盈率和估值溢价持续上涨。

二、行业情况

疫情情况：截止 6 月 14 日，新冠病毒感染国内现有确诊病例 220 例，近一周境外输入新增确诊 62 例，本土新增确诊 87 例，其中 79 例来源北京。海外累计确诊超 776 万，死亡超 42 万。其中巴西疫情仍在恶化：上周新增 26%病例，日新增确诊超 2.5 万，累计确诊超 85 万。俄罗斯疫情进入平台期，上周新增 13%病例，日均新增确诊保持 8 千多。美国疫情回落后再度反弹，上周日新增确诊从降至 2 万例以下再度回升至超 2.5 万，日均新增死亡超 7 百例。西欧疫情较稳定，上周英日均新增确诊降至 1 千多例，意、西、德日均新增确诊保持数百例。

自从北京新发地出行疫情反复的情况后，13 日和 14 日连续 2 天新增共计 72 例，引起了全国的关注。疫情的反复将催化医药板块的行情，首当其冲的是受益的 IVD、疫苗板块：如安图生物、迈瑞医疗、万孚生物、康泰生物、智飞生物、沃森生物。

我们认为，在经济形势不确定性增强、疫情有可能出现较大反复的情况下，其他板块业绩预期不高，医药细分领域业绩确定性仍较强。医药作为防御板块，配置价值持续提升。虽然当前其估值、前期涨幅相对较高，不排除随市场调整有所波动，但是近期医药板块的近期动态市盈率和估值溢价持续上涨，也反映出在经济形势不确定性增高的情况下，即使医药的估值已经偏高，投资者们抱团医药的趋势未见改变。

总的来说，我们国内疫情已接近尾声，相关医药需求将持续回暖。尤其是从 4 月份起，各级医院各科室陆续恢复正常，一季度受疫情影响较大的疫苗接种需求、眼科和口腔及体检等医疗服务需求、临床手术相关的药械需求都将陆续回暖。

中长期来看，2020 年，医药板块上市公司中，不受控费限制的企业业绩均表现良好，中长期趋势依然向好。站在当前时点，我们依然建议关注医药板块的长期投资机会：（1）创新药产业链。创新药依然是最确定的大趋势，研发创新是药品行业的未来，国家从审评到支付多维度支持创新药发展，建议布局产品管线丰富的创新药优质标的。尤其是具备品种持续兑现能力的创新药企和业绩快速增长 CRO/CMO 板块（恒瑞医药、泰格医药、药明康德、凯莱英）；（2）消费类药品。尤其是不受医保限制的且趋势向好的细分行业公司，一季度由于疫情影响表现较差。但是考虑到此部分需求偏刚性，有望在二季度快速回补，不影响全年的业绩预期（长春高新、我武生物、欧普康视）；（3）非药领域消费龙头，包括连锁医疗服务（爱尔眼科、通策医疗）、药店（益丰药房、老百姓），消费类属性较强标的（智飞生物、鱼跃医疗）。除了药店之外，非药领域基本都受到疫情的影响，但是需求有望在二季度快速回补；（4）刚性用药、仿制药领先企业及刚性用药领域，健友股份、普利制药、通化东宝。

风险提示：疫情出现反复、政策扰动，下半年医保控费趋严

商贸零售（韩保倩）

一、市场表现

商贸零售(中信)板块本周上涨 78.94,涨幅 1.80%。板块本周上涨前五名分别是王府井(47.95%)、*ST 商城(27.78%)、百联股份（20.58%)、首商股份（17.28%)、*ST 友谊（14.04%)。

本周王府井获得免税牌照，提振百货股市场热度，整体百货板块表现强劲，目前百货股估值偏低，同时百货股普遍具有一定自有物业，部分市净率低于 1，值得关注。国内疫情出现反复，线下复苏稳步推进，整体看好线下壁垒较高的母婴板块、具有避险价值的珠宝板块、线上渗透率较高的化妆品等板块。

二、行业动态

京东 6 月 5 日在联交所网站上载了招股书，在港上市发行价上限定为 236 港元，股票代码为“9618”，并将于 6 月 8 日开始公开发售，6 月 11 日确定定价，6 月 18 日正式登陆港交所。融资资金拟将用于投资以供应链为基础的关键技术创新以进一步提升客户体验及提高营运效率。以供应链为基础的技术可应用于其关键业务运营，包括零售、物流及客户参与度。

目前京东美股市值是 867 亿美元，中概股中仅次于阿里和腾讯，2019 年京东收入 5768.9 亿人民币，净利润 107.5 亿元人民币，年度活跃用户数 3.62 亿人。京东 2020 一季度营收为 1462 亿元，同比增长 20.7%，高于市场预期；经调整净利润为 30 亿元，上年同期为 33 亿元；调整后每 ADS 收益为 1.98 元，市场预期为 0.75 元。2020 年 3 月 31 日，京东年度活跃用户数达 3.874 亿，下沉市场成为业绩增长主要引擎。疫情期间京东强大物流体系和供应链能力效果显著，保障客户体验，基础设施的持续投入成为京东坚固的护城河。

我们认为京东 19 年三季报开始降本增效效果凸显，业绩回到快读增长轨道。此次募集投向基本用于以供应链为基础的关键技术创新和提升用户体验、运营效率，在电商渗透率不断提升但增速下降的现阶段，技术是提升“用户、体验、效率”的关键。港交所持续改革对新经济企业吸引力不断增强，此次京东回港上市将有利于其价值重估，同时贴近母市场，迎接更多更理解中国市场的投资者。

三、投资关注

1、王府井（600859）：发布公告称，收到控股股东首旅集团转发的《财政部关于王府井集团股份有限公司免税品经营资质问题的通知》，授予公司免税品经营资质，允许公司经营免税品零售业务。

获批第八张牌照，免税仍是垄断稀缺资源。目前市场已有中免、日上免税行（已被中免收购)、海免（已注入中国国旅)、珠免、深免、中出服、中侨获得免税经营牌照，其中中免+日上免税行、海免均为国旅旗下企业，合计市占率超过 80%。早在 2006 年海关总署发布的监管办法便将免税经营单位定义为“经国务院授权批准，具备开展免税经营资格的企业”。我国对免税业实行“统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定”的政策，各类免税业态均以授权牌照、指定专营公司的模式运营。而作为政策保护回报，国家规定：凡经营离境免税业务企业需按免税商品销售收入的 1%向国家上缴特许经营费，凡经营离岛免税业务企业需按免税商品销售收入的 4%向国家上缴特许经营费。

扩大内需消费回流，免税市场空间巨大。贝恩咨询数据显示，2019 年中国消费者在境外消费奢侈品金额超过 5000 亿元人民币，中国内地奢侈品市场约为 300 亿欧元（约合人民币 2345 亿元)，消费回流空间较大，免税迎来发展良机。目前国内免税包括三种形式，机场免税、旅游区免税和市内免税，机场免税和旅游区免税运行良好收益可观，海南离岛免税放开限制，释放利好信号。王府井此次获批免税拍照，主要针对入境游市场，对顾客购买条件次数额度等具有限制，比如需要持有护照、在出境一段时间内才可购买等，韩国市内免税运营成果，采用“市内购买+机场提货"模式。

免税业务打开国内百货行业想象空间，多样化经营竞争力提升。王府井的主要业务覆盖百货、购物中心、奥特莱斯及超市四大主力业态，营收主要来自于旗下各门店的商品销售收入以及功能商户的租金收入。2019 年实现营业收入 267.89 亿元，同比增长 0.29%；实现归属净利润 9.61 亿元，同比下滑 19.98%；2020 一季报收入 15.2 亿元，同比下滑 78.79%，归母净利润-2.02 亿元，同比下滑 150%。王府井深耕百货奥莱多年，供应链丰富，品牌资源强大，

获得免税经营牌照后门店矩阵更加多元化，提升竞争力。

我们认为免税空间巨大，经营成效与供应链能力、消费场景营造关联紧密，国内免税行业尚处于起步阶段，市内免税基本空白，对比日韩经验未来空间巨大，王府井凭借品牌资源优势和运营经验，运营成效可期。同时国务院联合多部位印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，文中专门提及完善市内店政策，国人离境免税政策望近两年落地。市内店将分流部分离境免税消费人次，也会提升转化率带来增量。国内有望在一线城市加大市内免税布局，不排除有配套政策陆续出台。建议关注王府井、广百股份、百联股份、重庆百货等。

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。

休闲服务（王树宝、马嘉智）

一、市场表现

本周沪深 300 指数上涨 0.046%，申万传媒指数上涨 3.63%。细分板块中，除文化传媒下跌（-0.49%）外，其他申万传媒成份均呈涨幅，其中互联网传媒上涨（6.69%）、营销传播上涨（0.97%）。

二、投资逻辑

近期疫情小幅反弹，线下文娱活动预计将受到一定程度影响，建议结合疫情防控状态关注影视院线后续复工情况。推荐继续关注受影响较小的线上网络营销和游戏板块。投资建议有掌趣科技、三七互娱、姚记科技、星期六、值得买、万达影视、横店影视。

三、行业动态

（1）北京地区疫情小幅反弹，根据北京市卫健委 14 日发布的消息，13 日新增报告本地确诊病例 36 例、无症状感染者 1 例。自 6 月 11 日北京市西城区新增 1 例确诊病例，北京地区已连续 3 天报告新增确诊新冠肺炎病例，部分区县社区、餐饮业已恢复二级响应防控措施。截至 6 月 13 日 15 时，北京市西城区月坛街道，丰台区西罗园街道、花乡街道，房山区长阳镇疫情风险等级已升级为中风险地区。

2）今年 5 月，国务院曾发布通知，并明确在落实防控措施前提下，可采取预约、限流等方式，开放影剧院等密闭式娱乐休闲场所。6 月 5 日，据证券时报报道，国家电影局下发通知，全国电影院的开业必须执行统一的时间安排，同时相关部门正在组织片源，制作影片硬盘及密钥，并适时安排上映档期。目前影视院线的复工复产节奏还未被此次疫情反弹所影响，建议在跟进疫情变化的同时关注定档影片。

（2）直播电商

1）直播电商顺应内容化趋势，同时具有社交性和推广性，处于快速发展阶段。2020 年 5 月淘宝直播月开播主播数 10.6 万，日开播主播数 6.0 万，日开播主播数相比于 12 月份增长超过 25%，供应端能力不断加强。5 月参与推广投放以及店铺自播的商家总数 24.2 万，参与直播品牌 16.6 万，参与直播商品 598 万，增长趋势明显快于主播数量增长，开播主播数及参与直播带货商家、品牌、商品数量大幅提升。

2）**618 活动进一步带动直播电商增长**。618 是重要的年终消费活动，根据目前的情况来看，电商直播已经逐渐占据各电商平台的主要位置。其中电商平台和有线电视的合作共创了内容繁荣：天猫携手江苏卫视、拼多多和湖南卫视合作。明星参与直播带货：618 期间淘宝汇集 300 余位明星、京东汇聚百余位明星。还有平台和平台之间的合作：快手和京东达成合作关系（快手带货商品来自京东平台）。

（3）游戏

1）持续看好游戏板块。5 月份共有 109 款国产游戏获得版号，其中移动游戏 48 款、休闲益智类 50 款、客户端游戏 7 款、主机游戏 4 款。相比 4 月，5 月份整体手游市场购买量和广告投放总金额均有所下滑，各大公司相继发力

暑期热档。

2）字节跳动带动游戏板块。2018 年以来字节跳动通过自家平台代理休闲类小游戏逐渐积累轻度游戏用户量。今后将通过自研和代理中重度游戏扩大市场群体收割流量。在字节跳动的带动下，建议关注姚记科技、凯撒文化等。同时还有与字节跳动有长期买量合作关系的三七互娱、世纪华通、掌趣科技等厂商。

3）完美世界的《新魔神大陆》、世纪华通和腾讯合作代理的《龙之谷 2》、掌趣科技的《真红之刃》都在第三季度推出。其他厂商如吉比特、游族网络、世纪华通等都有新游戏推出，有望带动游戏板块表现。

四、风险提示

疫情控制不当、政策变化、商誉减值、监管问题。

周期股

房地产（王双、于伯菲）

本周房地产板块下跌 0.74%，沪深 300 上涨 0.05%，上综上涨 0.38%。板块跑输大盘指数。

近期随着疫情的逐渐稳定以及楼市需求的逐步回复，各大房企纷纷加大力度推盘促销，楼市已经进入每年的“小阳春”时代。同时核心一二线城市中的改善类住房，仍然是各大买房目标，我们看到例如深圳，杭州，东莞等核心地区，房价频频上升。而随之而来的则为连续的打压政策，其中不乏以严查房抵经营贷”“处罚违规中介”“下架高挂牌二手房源”等政策。严厉打击捂盘惜售、制造房源紧张气氛、哄抬炒作房价、抱团涨价、虚高挂牌等行为。

我们认为当前房地产市场需求依旧存在，受今年的影响压制需求入场，随着稳定状态恢复，需求快速爆发，导致销售火爆。而当前流动性相对宽松，贷款利率处于较低水平，因此核心需求团队欲望强烈。考虑到当前我国整体政策依旧在“房住不炒”的前提下，各大城市因城施策，我们认为未来不存在房价暴涨暴跌的现象。同时展望 6 月份在目前的销售窗口期，房企除了纷纷加紧供货外，还积极加大营销去化力度，将疫情的负面影响降至最低。

一方面，部分房企对缩短认购签约付款时间、高首付比例、一次性付款等提供折扣优惠。另一方面，房企线上营销活动延续，多渠道营销加码。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。

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 0.37%，上证指数下跌 0.38%，行业指数跑赢大盘指数。其中涨幅居前的板块是改性塑料、其他橡胶制品、涂料油漆油墨制造；跌幅较大的板块纯碱、磷肥、维纶。

二、行业观点：

龙蟒佰利近况：1、氯化法钛白粉二期项目平均开工率已经达到 60%:公司氯化法二期两条生产线(共 20 万吨/年的产能）分别于 2019 年 5 月和 2019 年 11 月投产，目前两条生产线平均运行率在 60%以上，最大运行率 80%；生产线调试期一般为两年，在原料供应充足的情况下，预计明年可以达产。2、据测算，目前氯化法钛白粉成本已降到 9500 元以下，接近硫酸法钛白粉的生产成本。3、进入二季度以来，虽然出口订单下降较多，但国内订单逐渐回升，5 月份及前 5 个月累计销量同比仍保持一定增长。目前钛白粉价格已基本见底，6 月份以后市场行情会继续保持向好的趋势。公司目前库存和在手订单均处于正常区间。

原油价格回调：本周 WTI 原油价格回调 7.56%至 36.56 美元/桶。根据 EIA 周报，美国库欣原油仓库利用率继续下降至 62%，虽然没有回到年初水平（40%+），但是距离 5 月初的高点（83%）已经连续五周下降，期货影响逐渐减弱。但是看美国原油库存仍然是上升趋势，还没有见到向下的拐点，之前预计 7 月份库存开始下降，但是如果美国疫情二次爆发，很有可能拖后库存拐点的出现，原油因此回调。

MDI 下游好转，供应端限量供应：本周国内聚合 MDI 市场窄幅下跌，上海科思创指导价上调，万华周结算价上调，货源限量供应，整体平均装置低负荷运行，供应面利好,；主要下游行业冰箱和汽车逐渐向好，整体需求面逐渐回暖，2020 年 3 月冰箱产量环比上涨 219%，同比下行 8.8%，主要受春节和疫情影响，但环比降幅较 1 月的-24.5%和 2 月的-47.5%大幅缩窄，说明冰箱冷柜等需求在逐渐恢复。预计随着下游旺季来临，内需企稳，供需格局向好。

草铵膦价格有上涨趋势：6 月 12 日，百川盈孚草铵膦现货价格指数（BGLI）为 135000，上涨 5000，涨幅 4%；95%草铵膦原粉部分生产商封盘停报，传闻高端报价至 15-15.5 万元/吨，实际成交价至 13-14 万元/吨。浙江永农 5000 吨产能因中间体供应不足，短期内无法开工，市场供应略显紧张。目前国内草铵膦生产商产能相对集中，供应端有一定的议价能力；泰国市场禁用百草枯，拉动草铵膦的需求。

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

本周上证综指同比微降0.38%，收于2920点，创业板指同比上涨1.86%，沪深300同比微涨0.05%，机械设备同比微涨0.05%。

二、机械行业动态及投资观点

目前国内经济已逐步恢复，海外疫情仍然持续，中美科技脱钩倾向较大，从基本面角度，重点看好两条投资主线：

1）受海外疫情、中美贸易摩擦影响小，相对内需，甚至中长期受益于本次疫情的板块，具体看好国防装备板块、自动化设备板块。

2）短期会受海外疫情或中美科技脱钩等因素影响，但中长期成长或周期成长属性发展逻辑不变，具体看好光伏设备、半导体设备板块。

1、【光威复材】点评：疫情影响下军民品业务稳健，着眼未来增长明确

近期公司市场关注度较高，本周也录得3.94%涨幅，走势较强。我们对公司各业务线条跟踪点评如下：

1）风机叶片业务：4月开始恢复供货，预计全年稳定增长。碳梁业务55%在国内，40%在中美洲，5%左右在欧洲。二季度国内已经恢复发货，欧洲仍处于暂停发货状态，5%中仍有2%未发货；墨西哥3、4月有过十几天暂停发货，随着疫情发展存在一定不确定性。但展望全年仍有望稳定增长。公司包头4000吨碳纤维产能计划明年年底建成，将有效缓解碳梁碳纤维瓶颈问题。

2）军品业务：预计增速20%左右，积极沿产品型号及产业链拓展。公司军品目前以T300级为主，预计未来随着装备增加及碳纤维应用占比提升，该业务有望持续增长，预计增速在20%左右。T800级碳纤维是未来装备的新一代主力材料，验证还在进行当中，此外还有航天领域M40J/M55J等型号碳纤维，未来也将贡献业绩增量。从产业链角度，

军品业务将从碳纤维向预浸料及结构件延伸，但总的原则是不会和客户有冲突或者有竞争。

3）民机项目：持续进行国产化验证，中长期空间较大。根据公开资料显示，C919复材用量12%，C929复材用量可达到50%。C919目前以进口材料为主，公司也在参与国产验证；C929目前就是以国产材料为基础进行设计。从中长期看，商用航空市场空间较大。

投资建议：我们看好碳纤维细分赛道，目前行业在军、民领域具有较高的增长潜力，同时国内厂商设备、工艺能力已较强，正处于新型号材料持续验证、产能爬坡提升的转折期。预计公司未来三年复合增速在20%以上，继续给予推荐评级。

2、工程机械：根据协会统计，2019年全行业实现营收6681亿元，同比增加12%

1）工程机械为机械板块市场空间最大的细分板块。经中国工程机械工业协会统计，汇总2019年有效报送的311家企业数据，在扣除不可比因素、重复数据和非工程机械产业营业收入之后，2019年全行业实现营业收入6681亿元，比2018年增长12%。横向对比机械各板块来看，工程机械为机械板块中市场规模最大的细分板块。

2）高频数据显示行业增长较强。5月份挖机销量约3.17万台，同比增长约68%，其中国内销售约2.95万台，同比增加约76%，出口约为0.22万台，同比增加约3%。三一、徐工等龙头厂商增长均在60%以上。预计在基建、房地产等需求支撑下，工程机械行业有望延续增长。

3）重点推荐恒立液压、徐工机械等标的。

3、通用设备：制造业PMI小幅回落但仍处于荣枯线以上，通用设备行业景气回升，重点推荐拓斯达、伊之密等

1）5月制造业PMI为50.6%，比上月回落0.2个百分点。从企业规模看，大型企业PMI为51.6%，比上月上升0.5个百分点；中、小型企业PMI分别为48.8%和50.8%，比上月回落1.4和0.2个百分点。从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。

2）**4月机器人产量同比增加26.6%，已连续2个月改善，显示通用设备行业需求好转，**其中计算机、通信和其他电子设备制造业1-4月固定资产投资增速1.1%，环比改善11.3%，此外汽车、金属制品等均有不同程度改善。预计随着PMI继续位于荣枯线以上，通用设备5月有望继续回暖。

3）投资建议：我们认为通用设备板块已呈现回暖趋势，主要驱动因素为计算机、通讯及消费电子等行业，目前板块部分个股估值仍处于低位，重点推荐拓斯达、伊之密。

四、重点个股

中直股份、中航高科、景嘉微、拓斯达、晶盛机电、长川科技

五、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0.38%，申万有色指数下跌0.07%。价格方面，小金属钴锂价格下跌，本周长江钴价格下跌0.39%至25.6万元/吨，电池级碳酸锂延续跌势，下跌0.12%至4.23万元/吨，氢氧化锂价格保持不变；贵金属方面，本周贵金属价格上涨，COMEX黄金上涨 3.23%、伦敦金上涨 2.86%、COMEX白银上涨 0.58%、伦敦银上涨0.26%。

二、行业动态与投资观点

1、新能源金属

海外新能源预期转好，需求预期改善。欧盟提出“经济绿色复苏方案”，拟取消纯电动车增值税，法国、德国等多个欧洲国家出台新能源车市场刺激政策，在强政策刺激下，欧洲新能源车市场或将超预期复苏；国内方面，5月新能源汽车产销环比继续改善，动力电池排产数据或将持续改善，5G产业链景气度持续上行，下游消费电子整体持续复苏，将拉动钴锂等核心材料需求，继续推荐华友钴业、赣锋锂业。原料趋紧预期缓解，钴价短期回调，累库压力下锂盐价格继续承压，欧美逐渐进入复工期，随着新能源汽车市场等新兴和传统消费的恢复，Q3或将是一个重要的时间拐点。

钴：由于南非于3月下旬开始封国，钴原料运输受到限制，原料趋紧预期带动钴价反弹，5月中下旬钴原料陆续从南非发出，钴原料将于6月下旬陆续到港，原料紧张的局面将逐渐得到缓解，而下游需求仍在缓慢恢复中，因此本周钴价出现松动，短期回调。

锂：本周碳酸锂价格继续小幅下跌，近期碳酸锂价格持续回落，但锂盐和精矿价格跌破部分企业成本线，下跌空间预期有限，供给端南美盐湖和澳洲锂矿受疫情影响供应收缩态势进一步强化，看好后续锂价筑底企稳。据Roskill预计锂盐、锂辉石精矿价格有望在2021年得以改善。

2、贵金属

本周美联储公布利率决议并发表政策声明，承诺将保持低利率至2022年底，同时预测今年美国经济将萎缩6.5%。美联储声明称，新冠肺炎疫情给美国经济造成巨大困难，并在中期对经济前景构成“相当大的”风险。美联储承诺使用所有工具支持经济，实现最大就业和物价稳定两大目标。

货币宽松政策预期仍在，全球低利率环境有望延续，随着美国经济重启和欧洲疫情持续好转原油等大宗商品价格总体呈现底部回升利好通胀，实际利率仍有下行空间，金价的驱动将逐步由利率转向通胀，金价趋势上行。

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，公司近期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和每月出货量均创公司历史新高，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，建议关注石英股份。

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、钼靶材领域的细分龙头。

三、重点个股

博威合金、菲利华、华友钴业、赣锋锂业、楚江新材、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

上证综指本周下跌 0.38%，沪深 300 上涨 0.05%。电新板块上涨 1.58%，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 0.55-0.60 元/wh 左右，方形三元动力电芯 0.70-0.75 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。金属钴价格环比持平，报价 25.50 万/吨。碳酸锂价格环比持平，报价 4.35 万元/吨。氢氧化锂价格环比-1.8%，报价 5.45 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 18.45 万元/吨。磷酸铁锂价格环比-1.37%，报价 3.60 万元/吨。钴酸锂价格环比持平，报价 19.55 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）5 月份新能源车产销量分别为 8.4、8.2 万，销量环比增长

5 月新能源车产销量分别为 8.4/8.2 万辆，同比分别下滑 25.8%/23.5%，环比分别增长 5.0%/13.9%。其中，5 月乘用车批发销量 7.02 万辆，同比下降 25.8%，环比增长 19.5%，整体销量延续 3 月以来的逐月回升趋势，且已高于 2019 年 Q3 月度平均销量水平，叠加政策发力、新车上市，7 月同比转正确定性高。

（3）5 月动力电池装机量环比下滑，主要原因是商用车销量下降

5 月动力动力电池装机量约 3.51GWh，环比小幅下降 2.6%，主要因商用车产量环比小幅下降同时纯电乘用车单车带电量有所减少所致。宁德时代装机量 1.66GWh（含上汽时代），市占率 47.3%，继续维持行业装机量第一位置，配套特斯拉 Model 3 的磷酸铁锂版本车型已经进入工信部公告，后续份额有望回升。LG 化学在特斯拉带动下装机量 0.63GWh，市占率 18.0%，稳居第二。

展望：6 月 3 日，宝马与国网电动车子公司达成战略合作协议，双方在充电技术、充电服务和推广车用新能源电力三大方面进行合作。宝马也成为首家与国网合作的国际汽车品牌。宝马表示， 到 2020 年底，宝马将为车主提供超过 27 万根充电桩，实现翻倍增长。通过接入国网“十纵十横两环”高速公路快充网络，宝马充电网络将在全国覆盖超过 5 万公里高速公路。充电桩作为基础设施，国网在这方面发展不予余力。2020 年 4 月，中国充电联盟统计公共桩累计已达 54.7 万，其中交流桩 32 万台，直流桩 22.6 万台，国网的设备占了一大部分。在此情况下，与国网合作是一个合理的选择。

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+0.61%，HS300 指数+0.05%；长安、长城、华域汽车、旭升股份、吉利（H）、特斯拉（美）等个股表现较强；上汽、比亚迪、广汽等个股表现较弱。

二、行业动态及趋势展望

【5 月销量同比+15%，推动汽车股走强】

中汽协公布：5 月中国汽车销量 219.4 万辆，增长 14.5%；1-5 月累计销量 795.7 万辆，下降 22.6%。（1）乘用车：5 月销量 167.4 万辆，增长 7.0%；1-5 月累计销量 610.9 万辆，下降 27.4%；（2）商用车：5 月销量 52.0 万辆，增长 48.0%；1-5 月累计销量 184.8 万辆，下降 1.0%；（3）新能源汽车：5 月销量 8.2 万辆，下降 23.5%；1-5 月累计销量 28.9 万辆，下降 38.7%；（4）中国品牌乘用车：5 月销量 57.1 万辆，增长 0.4%；1-5 月累计销量 226.4 万辆，下降 32.5%。

我们认为，最终披露的汽车销售数据好于市场预期，同时好于之前协会公布的预测数；推动五月销售走强的主要因素是疫情好转后挤压需求开始释放，同时各地已经开始逐步落实刺激消费政策，预计下半年开始将进入持续增长期，对汽车股构成较强的支撑。

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 3 月份是国内汽车的至暗时刻，4 月份 1 季报大幅下滑已经对股价构成较大压制，普遍回调幅度较大；随着销量的逐步恢复，同时 1 季报利空压力已经得到释放，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）

本周上证综指下跌 0.38%，创业板指数上涨 1.86%；申万通信指数下跌 0.36%，申万电子指数下跌 0.31%。

本周市场震荡幅度较大，周五在海外市场大跌的影响下，A 股出现回调，整周下来，上证综指下跌了 0.38%，申万通信和电子行业指数分别下跌了 0.36%和 0.31%。

本周通信行业内有两则事件值得关注，先是快手智能云大数据中心项目签约仪式在快手总部举行，该项目宣布落地内蒙古乌兰察布市，投资达百亿元，预计明年投入使用。随后奥飞数据公告以人民币 2.5 亿元收购上海鋆弘及上海充灿合计持有的上海永丽 100%的股权，本次收购主要着眼于标的公司约 5.3 万平方米的自有土地，该地块位于上海市浦东新区航头镇航头路 128 号，其剩余土地使用权年限约为 36 年，奥飞数据计划将在此处建设数据中心。以上两则消息印证了我们之前对数据中心景气长期向上的观点，我们认为当前在数据流量保持高速增长，云计算需求持续增加，各个互联网巨头对于算力的投资都开始加码加力，未来在相当长的一段时期内，数据中心都将保持一个较高的景气度，我们重点看好龙头公司，包括光环新网、数据港、奥飞数据等。

对于通信和电子板块后续的走势，我们继续维持之前的看法，当前短期仍需要关注市场中美贸易摩擦的走势情况，当前美国疫情仍未缓解再加上多个城市发生暴乱，特朗普政府为转移政治压力等可能在中美贸易摩擦上反复做文章。

我们认为国内电子板块短期在基本面方面不会出现重大变化，消费电子当前已经伴随国内疫情已经完全在控制之内，欧洲疫情也大幅好转的情况下，市场情况已经回暖，半导体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。

通信的 5G 板块来看，短期政策面难以再次出现大幅超预期的利好，基本面来看，即将进入的半年报预披露期，创业板通信公司抗风险能力较少，公司业绩或将承压，所以对板块的估值可能也形成利空，整体 5G 板块业绩多在预期之内，所以业绩驱动的股价上涨可能性较小。

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、中国信通院公布了 5 月国内手机市场数据。2020 年 5 月，智能手机出货量 3266.1 万部，同比下跌 10.4%，环比下跌 19.9%。2020 年 1-5 月，智能手机累计出货量 1.21 亿部，同比下降 16.0%。相对于 4 月份同比 17.2%的增速，5 月智能手机出货量再次恢复负增长。5G 手机方面，2020 年 5 月，国内市场 5G 手机出货量为 1564.3 万部，环比下跌了 5%。不过，5G 手机出货量占智能手机出货量之比 47.90%，占比进一步提高。2020 年 1-5 月，国内市场 5G 手机累计出货量 4608.4 万部。

2、奥飞数据(300738.SZ)发布公告，公司拟与上海鋆弘实业有限公司、上海充灿实业有限公司签订关于上海永丽节能墙体材料有限公司之《股权转让协议》，以人民币 2.5 亿元收购上海鋆弘及上海充灿合计持有的上海永丽 100%的股权。标的公司主要经营新型建筑材料的生产、销售，自有房屋租赁。公司本次收购主要着眼于标的公司约 5.3 万平方米的自有土地，该地块位于上海市浦东新区航头镇航头路 128 号，其剩余土地使用权年限约为 36 年，公司计划将在此处建设数据中心。

奥飞的自建数据中心主要布局在一线城市和一线周边城市，以及部分战略节点城市，对优质客户具有较强的吸引力。为增强公司服务能力，扩大市场占有率，公司拟收购标的公司以进一步扩大业务规模。

3、沪电股份 6 月 11 日发布公告称，公司拟筹划推出股权激励计划，激励计划拟授予激励对象不超过 5000 万份股票期权，占公司目前股本总额不超过 2.90%。

计算机（黄翱）

一、行情回顾：

本周申万计算机指数上涨 0.91%，板块成交额 2297 亿元，沪深 300 指数上涨 0.05%。尽管国外市场压力较大，但中国市场表现出较强韧性。**短期来看，北京疫情出现反复，市场可能担忧复工复产难度较大，带来一定下行压力。此外，创业板注册制等推进，关注金融 IT 的投资机会。**

二、投资观点：

1、计算机行业最近数月走势弱于大盘，但我们仍看好下半年行情

计算机行业最近数月走势弱于大盘：2020 年初至今，申万计算机行业指数涨幅 13.22%，位列第 5，但 3 月至今涨幅-4.99%，跑输沪深 300 指数 6.59 个百分点。

走势疲弱主要因 Q1 业绩下滑等，但我们仍看好下半年行情：

1）资金轮动配置，但不会一直延续疫情演绎路径：如我们在疫情爆发初期 2 月周报反复提示的，疫情行情将沿着“**短期事件受益—短期事件受益、中期产业逻辑支撑——事件影响有限，中期向上逻辑稳固——事件影响较大，中期景气逻辑依旧**”路径演绎。近期资金流向疫情影响大的商贸零售、光伏、新能源汽车等板块，但复工复产受益逻辑终将结束演绎。

2）表观估值处于高位，但实际仍具吸引力：2020 年初至 20200611，申万计算机行业市盈率（TTM）由 60.08 倍上涨至 70.72 倍，处于历史高位。但近期股价保持稳定，市盈率上涨的原因是行业净利润下滑。我们认为若考虑减值损失（本质上是非经常性的）和现金流改善（体系资产负债表和现金流量表优化），行业估值仍具有吸引力。

3）计算机一季报业绩大幅下滑，但 H2 将明显好转：主要因行业以项目制为主，疫情影响项目实施和验收节奏，短期冲击行业利润。我们认为，随着复工复产，计算机行业收入环比将呈改善态势，公开资料也显示多细分领域订单已加速。大部分细分领域业务形态为提供项目制软件，客户为政府和行业大客户，订单确认存在一定周期，**预计中报同比增长或难超预期，但 H2 业绩应好。少部分细分领域如服务器、汽车电子等，业务形态为产品制，客户为非政府客户，存货和应收账款周转率较快，Q2 订单加速应可体现在中报中。**

4）市场担忧支付能力，我们认为将呈结构分化：理论上来讲，软件行业收入增速与 GDP 增速存在一定后相关性，宏观经济不景气将影响企业 IT 支付能力和意愿。且因政府对今年 GDP 增速不设目标，且提出要压缩一般性支出，非急需非刚性支出压减 50%以上，市场担忧信息化投入优先度较低，计算机下游客户预算难以保障。我们认为，医疗、金融等逆周期行业受宏观经济下行影响较小，支付能力较为稳定，更重要的是，政府将持续释放政策红利对冲经济压力，2020 年《政府工作报告》提出以稳企业保就业促改革扩内需为工作重点，采取更加积极有为的财政政策，基本民生支出只增不减，重点领域支出切实保障。两新一重（云计算和 5G 应用等）、信创和网络安全、医疗 IT 和金融 IT 等政策配套的投入力度均有望不降反升。如国家卫建委公布的 2020 年预算安排中，用于其他专业公共卫生机构项的预算同比增长 51.55%。

5）中美贸易摩擦和华为实体清单进一步加码，但对计算机更多是风险偏好压制：从供给角度，计算机行业尤其是软件基本不依赖于外部部件进口，大部分计算机上市公司使用开源软件进行产品和系统开发，即使不用开源软件，开发工具的来源也是多元化的，并不受制于人。此外，市场担忧基础芯片等零部件断供导致信创和网安等停滞，但我们认为当贸易摩擦全面爆发时，14nm 甚至 28nm 芯片也可以而且必须可以搭载信创网安软件，国产化保障供应链安全。从需求角度，大部分计算机公司出口业务占比较低，主要客户是国内政府和企业。

6）我们对 20 年下半年行情依然保持乐观：2020 年有望成为技术大年，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、云计算：易华录与中国铁塔签订合作协议，5G 落地将拉动云计算需求

为发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，易华录与铁塔智联签订战略合作协议，在 IDC、边缘计算、数据存储及增值服务、5G 智慧城市应用等领域开展深入合作。铁塔公司在全国拥有 200 余万的塔址资源，拥有全国最优质的边缘计算网络资源，易华录与铁塔智联将互为供应商、互为渠道、共享资源，共同挖掘业务场景、梳理客户需求、构建合作生态并进行联合运营。

合作内容包括：**以“塔下”资源为核心联合推进铁塔智联云湖项目，利用“塔上”资源开展智慧城市应用合作，融合“塔内”生态体系开展数据服务合作。**

对于易华录：有利于获取销售订单，获取数据资源

首先，易华录机柜及超融合产品等云湖设备将能够优先进驻铁塔智联机房站址，以北京为试点启动铁塔智联云湖项目，并逐步向上海、广州、深圳、杭州等一线城市的业务拓展，占据优质资源节点。通过入驻铁塔机房站址，易华录数据云湖将布局于上述一线城市的通讯网络中心节点，为用户提供最短时延的数据运营服务。

其次，双方将利用先进的超融合服务能力及产业生态资源，开辟围绕“5G+大数据+边缘计算”的全新生态，为车联网、无人机、智慧城市等海量物联网场景的数据存储及应用落地提供支撑。

我们认为，易华录作为国内企业级冷数据存储的唯一可选方案，市场空间大，将充分受益于 5G、新基建和信创等推进。

1）光磁存储领军者，蓝光存储具比较优势。公司光磁存储设备竞争力强，数据湖业务无直接竞争对手。光磁存储处于导入期到发展期，政府和重点行业拥有大量需长期保存的冷数据，需求较为刚性，信息安全和数字经济将深化这一需求。

2）易华录与华为签署合作协议，验证蓝光存储技术路线和公司竞争力。我国并无磁存储（磁带、机械硬盘）自主生产能力，易华录和华为共同打造的自主可控数据湖，是信创的必然选择，公司将充分受益。

云计算重点推荐：浪潮信息、中科曙光、易华录、深信服。

3、5G 应用：5G 进展顺利，智能网联汽车再进一步

1）高级别自动驾驶汽车再下一城，国内首款完全自主研发的 L4 5G 自动驾驶量产落地：东风 Sharing-VAN 于 6 月 12 日正式量产下线。

由 4 个激光雷达、1 个毫米波雷达、16 个超声波雷达和 12 个摄像头构成，具备一键招车、动态限速、环岛通行、动态避障、多车编队、自动泊车及后台招车、远程控制、调度监控等 13 项功能。

根据东风技术中心智能网联部副部长李凯介绍说，使用 5G 通信技术的东风 Sharing-VAN，在车联网和北斗系统的加持下，还能实现远程遥控驾驶，遇到紧急状况时，后台可以通过远程遥控接管车辆，时延只有 5-6 毫秒。

2）特斯拉竞争力进一步凸显，自动驾驶 SaaS 化成重要竞争点。6 月 10 日，特斯拉市值超越丰田，成为全球市值最高的整车企业。国内特斯拉销量 5 月再度超预期，共卖出了 11095 台，环比增长高达 205%，登顶新能源汽车销量榜首。如我们前期所分析的，自动驾驶能力是特斯拉重要、最独特的竞争优势，据 electrek 6 月 2 日报道，特斯拉将提供“完全自动驾驶套餐”订阅服务，价格约 100 美元/月，该服务预计在今年底推出。特斯拉未来将像 SaaS 软件公司一样提供自动驾驶服务，形成重要增长点。也将吸引各大厂商加大自动驾驶投入力度和速度。

3）北京新基建提出车路协同量化指标：北京政府《北京市加快新型基础设施建设行动方案（2020-2022 年）》明确表示：“将加快建设可以支持高级别自动驾驶（L4 级别以上）运行的高可靠、低时延专用网络，加快实施自动驾驶示范区车路协同信息化设施建设改造。”、“三年内铺设网联道路 300 公里，建设超过 300 平方公里示范区。”

智能网络汽车重点推荐：德赛西威、千方科技、中科创达。

4、重点个股

浪潮信息、中科曙光、易华录、东华软件、创业慧康、卫宁健康、恒生电子、启明星辰、深信服、海康威视、大华股份、千方科技、德赛西威、东方国信。

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。

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
短期评级	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
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	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
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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。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。

国都证券研究员及其研究行业一览表					
研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com	王树宝	汽车环保	wangshubao@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	苏国印	通讯、电子	suguoyin@guodu.com
于伯菲	房地产	yubofei@guodu.com	白姣姣	食品饮料	baijiaojiao@guodu.com
陆星挺	家电、电力设备	luxingting@guodu.com	朱天辉	机械	zhutianhui@guodu.com
黄翱	计算机、电子	huangao@guodu.com	韩保倩	光伏风电、商贸、交运物流	hanbaoqian@guodu.com
时应超	新材料、新技术	shiyingchao@guodu.com	傅达理	轻工、医疗服务	fudali@guodu.com
王义	医药	Wangyiyj@guodu.com			