策略研究

国都投资研究周报 2020.6.8-6.12

本周策略：

后疫情下把握两大主线—出口贸易恢复与可选消费回暖

一、市场观察：市场主线切换至海外需求恢复、国内可选消费回暖

1、后疫情下的主要经济体已进入经济重启与恢复阶段。 3 月中旬我国防控疫情见效，随后全面有序推进复工复产、复商复市；欧洲、美国日新增确诊数也分别于 4 月初、4 月末见顶趋势回落，且多数已于 5 月初至 6 月初分阶段解封与经济重启计划；当前疫情仍处高发平台期主要为巴西、俄罗斯、印度等新兴市场国家。以上全球主要经济体由疫情集中防控阶段，转入疫情常态化防控下的经济重启阶段，标志着全球经济已由前 1 个半月疫情暴发期的停摆期，**5 月起已转入后疫情下的经济恢复阶段，6 月初随着中国疫情等级较高的京津冀、湖北及东北等地区的再次下调，以及各地消费季的依次启动，标志着国内已进入后疫情深度恢复期。**

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	2930.80	2.75
沪深 300	4001.25	3.47
深证成指	11180.60	4.04
中小板综	10477.69	4.02
创业板指	2166.38	3.82
恒生指数	24770.41	7.88
恒生中国企业指数	10066.25	5.28
恒生沪深港通 AH 股溢价	124.44	-1.21
标普 500	3193.93	4.91
纳斯达克指数	9814.08	3.42
MSCI 新兴市场	1002.65	7.77

2、全球大类资产表现：经济恢复预期下，风险资产继续反弹，避险资产普遍下跌。3 月下旬起，全球主要央行持续货币宽松，流动性充裕驱动下，风险资产与避险资产普遍上涨；6 月以来，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，资产驱动主逻辑已由流动性切换至基本面修复预期。以上市场逻辑或动力的切换，上周风险资产继续反弹，而风险资产普遍下跌。

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	38.97	10.33
纽约期金	1688.50	-3.13
伦敦期铜	5659.00	5.19
伦敦期铝	1592.00	2.91
波罗的海干散货	679.00	34.72

上周大类资产具体表现为：1）**股指显著反弹，顺周期板块领涨。**MSCI 全球、发达、新兴市场股指各反弹 5.8%、5.5%、7.8%，出台财政刺激政策的欧盟、德国股市表现领先；金融、能源、工业等顺周期板块领涨，涨幅显著高于医疗保健、信息技术、日常消费品等防御性板块；表征市场恐慌指数的 CBOE VIX 波动指数继续回落 11%至 25 附近，已自 3 月中旬的历史峰值 85 持续下行至 2 月 25 日欧美疫情暴发前夕的水平。

2）**美元指数震荡回落，工业大宗普遍反弹，黄金与国债下跌。**美元指数延续 5 月中下旬以来的震荡回落态势，上周美元指数下跌 1.4%至近一年半低点 97 下方附近，自 3 月 20 日阶段高点至今已累计大跌 5.6%。美元走弱，人民币兑美元汇率反弹 0.5-0.9%至 7.10 关口下方。同时，受主要经济体重启恢复推动，工业大宗普遍反弹，国际原油期价周涨 10%左右至 40 美元/桶附近，LME 铜周大涨 5.3%。

而黄金、国债等避险资产普遍下跌，上周 COMEX 黄金期价明显下跌 3.6%，至近两月内低点 1680 美元/盎司附近，10Y 美国国债利率显著上行 14.6bp 至 0.8%，为 3 月 27 日以来最高；继 5 月持续上行后，上周 1Y/10Y 中国国债利率继续显著上行 48.0、14.6bp 至 2.01%/2.85%，分别反弹至今年 3 月中旬、2 月下旬水平。

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。

3、**A股方面，市场以海外需求恢复、国内可选消费回暖为主线反弹。**上周欧美日显著反弹4.5%-11.0%，A股主要指数普遍反弹3.5-4.7%，A50期货、恒生指数、恒生国企指数各周涨3.7%、7.9%、5.3%。行业板块表现方面，电子、汽车、传媒、纺织服装、休闲服务、非银金融、商贸、通信等领涨8.8-4.0%，而钢铁、建筑建材、农林牧渔、国防军工、有色金属、采掘等周期板块小幅涨跌而显著落后。以上板块的分化表现，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，而基建周期板块普遍弱势，反应两会后年内政策明朗、市场对强刺激基建投资的预期大幅弱化。

二、近中期市场展望：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

1、**简要观点回顾：下行风险释放殆尽，上行动力尚待蓄势。**我们在六月策略月报《下行风险释放殆尽，上行动力尚待蓄势》中分析指出：六月指数或区间震荡，紧抓扩大内需与产业链提升两大主线，主要判断依据在于：一阶段性两大下行风险已释放殆尽，即内部流动性边际收缩、外部中美摩擦升级，已在5月中下旬得到较为充分释放；二上行动力仍需积蓄确认，即后疫情下的经济、企业业绩等基本面恢复较为缓慢，尚需国内逆周期的财政政策发力落地、欧美日等海外疫情解封后的经济全面重启。并建议重点围绕受益于扩大内需战略与关键核心产业链提升工程两大主线的结构性机会。

2、**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，尤其资本市场制度改革举措的落实，有望提振科技板块的风险偏好；**

二内需正触底回升，但后疫情下经济修复力度偏弱，且在海外疫情蔓延或复发的不确定性下，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，外部风险减弱；

四国内宽货币宽信用有望延续，双降窗口期再次来临，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、触发市场反弹的机会。

（1）研判逻辑一：近期基本面恢复预期强化。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）研判逻辑二：中期基本面恢复趋势有待确认，A股上行动力尚待蓄势

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月大中城市楼市销量同比降幅近乎收窄至零附近，6月首周已转正至+10%以上；5月乘联会乘用车批发、零售销量同比增速回升至+9%、0%，为近三年首次月度销量增速双双归正。以上汽车、楼市等耐用品消费的回暖，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；当月贸易顺差扩大至 629.3 亿美元。

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。**

（3）研判逻辑三：政策预期弱化，资本市场制度改革落实，有望提振科技板块。刚结束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。

同时，中央务实弱化 GDP 目标增速，今年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%。

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。

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。近日上交所**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。近两年科创板注册制试点并即将推广至创业板、并购重组与再融资新规优化、减持新规优化、加大引入境内外中长线机构投资者、新证券法的实施将提高法治监管力度等；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）研判逻辑四：近期流动性边际收敛，中期双降有望再次落地。

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，为导致近期货币资金价格、国债利率显著反弹的主要原因。然而，后续随着政府债券大规模发行、财政政策加码落地，消费通胀的回落、人民币汇率的企稳，降准、降息及结构性贷款政策空间有望再次打开。

具体来看，6 月 6、19 日各有 5000、2400 亿元的 1 年期 MLF 到期，6 月中上旬为央行货币政策量价操作的重要观察窗口期；为配合政府债券的大规模发行，预计届时或降息 0.5 个百分点并同时引导 LPR 小幅下调 5-10bp。

按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。

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。19 年 M2、社融增速各为 8.7%、10.7%(月度增速波动区间各在 8.0-8.6%、10.6-11.2%)，按今年增速明显高于 19 年，则意味着 20 年的 M2、社融同比增速预计在 11%、13%附近（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，**宽货币宽信用有望延续，**以维持市场流动性的合理充裕。

同时，政府工作报告要求**创新直达实体经济的货币政策工具**，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。近日央行及时落实以上政策要求，通过 4000 亿元的定向再贷款支持地方法人银行，以撬动约 1 万亿元的普惠型小微企业贷款发放，该创新货币政策工具主要聚焦于缓解小微企业的融资压力，保障资金“直达”实体经济。

（5）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。

三、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-2.5%，调降幅度达 13.7 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。

四、**配置建议：以内需确定性板块为主，近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压力的逐步缓解，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的新阶段；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，**有望领涨近中期结构性行情：

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（国务院最近下发做好新冠肺炎疫情常态化防控工作的指导意见，提出可**采取预约、限流等方式，开放旅游景点、影剧院、游艺厅等密闭式娱乐休闲场所），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 5 月起随着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+3.02%；农林牧渔（中信）涨跌幅-0.01%；沪深 300 涨跌幅+3.47%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格 **31.63 元/公斤，**周环比上行约 2.3 元/kg。
2. **茅台一**批价：2350 元左右，稳中有升。

三、食品饮料：持续推荐白酒滞涨标的+刚需品

1）白酒：本周板块持续上行，其中我们**重点提示的滞涨标的老窖周涨幅在 9.72%，跑赢板块。**

从基本面看，除了茅五泸**酒企批价坚挺**外，**各酒企淡季提价频繁**，如国窖 1573 发布河南提价令，6 月 24 日起，调整 52 度国窖 1573 经典装结算价提升 10 元/瓶，调整终端供价至 920 元/瓶；有渠道反馈，汾酒青花自 7 月开始上调开票价，其中青花 30 年（53 度和 48 度）开票价均上涨 100 元、青花 20 年（53 度和 42 度）开票价分别上涨 30

元和 15 元。

另外北京上周五下调评级，终端消费有望持续回暖，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、顺鑫等。**

2）大众品：20 年我们持续推荐调味品板块，核心逻辑是经济增长承压的大背景下，调味品板块作为刚需品的相对价值。

年初以来诸多个股如天味、千禾、安井等股价强势上涨，核心除了是疫情受益品种之外更多的是新赛道下未来 3-5 年业绩确定性强，市场给予的估值溢价，短期我们认为估值相对较高，**建议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 31.63 元/公斤，周环比上行约 2.3 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。

2. 观点：继续中长期推荐养殖龙头企业

1）本周，牧原发布 5 月份出栏数据，公司 5 月份出栏 144.7 万头，出栏环比增长 16%，同比增长 64%，**出栏数据略超预期**，预计单月盈利预计达 19 亿左右。

2）短期看，猪价带来的负面情绪影响已经释放，随着猪价持续回升以及下半年价格或更坚挺，有望催化板块。

3）中长期，行业产能缓慢回升（如据涌益数据显示，到今年 4 月，能繁母猪存栏虽然回升，但较去年 9 月增长仅为 0.6%），但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，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

上证综指本周上涨 2.75%，沪深 300 上涨 3.47%。家电板块上涨 3.43%，跑赢大盘指数，主要原因在于：618 电商节到来，家电消费火热，推动板块情绪。

二、行业动态与展望

（1）年初至今，小家电销售优于大家电

据奥维云网数据显示，2020 年初至 5 月底，家电板块各品类线下销售承压，销售情况不乐观。线上渠道方面，破壁机、煎烤机、料理机、搅拌机等厨房小家电同比累积销售额 YoY 分别为+127.8%、+104.3%、+87.2%、+53.2%，空调、冰箱、洗衣机、油烟机等大家电销额 YoY 分别为-22.6%、+3.5%、-4.8%、-8.5%。

（2）5 月份白电龙头天猫旗舰店销量良好

5 月份白电龙头天猫旗舰店销量良好。据淘数据显示，白电龙头格力、美的、海尔业绩稳健，5 月份旗舰店销量 YoY 分别为+171%、+64%、+20%。

(3)美的集团回购股票价格上限从 65 元/股下调到 63.4 元/股

公司公告，鉴于 2019 年公司利润分配方案已实施完成，公司将此次回购股票价格上限从 65 元/股调整为 63.4 元/股，按照回购数量上限 8000 万股，回购金额不超过 50.7 亿元。

展望：直播+618 活动，推动线上化发展。自从京东启动 618 购物节活动以来，618 成为了线上购物的狂欢节日。现在，各个平台电商在 618 期间，都采取了下定金以提前锁定客户和销量的方式。从流量驱动来看，直播、社交、短视频等流量热度继续提升。KOL 直播、短视频等方式在品牌营销中的作用在放大。在疫情影响下，为数众多的企业高管也直接参与了直播互动，同时以优惠的价格带动流量转化。线上化的营销方式已是非常重要的一环，不跟随的企业将会落伍。

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+2.15%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 18 位，同期沪深 300 指数涨幅 3.47%，中小板指数涨幅 4.83%，创业板指数涨幅 3.82%。细分子行业来看，表现最好的依次是包装印刷（+4.69%）、造纸（+4.22%）和家用轻工（-0.04%）。个股表现来看，涨幅前五的非 ST 公司分别是东方金钰（+41.18%）、浙江永强（+24.74%）、吉宏股份（+24.43%）、金时科技（+22.52%）和珠海中富（+22.05%）；而跌幅最大的五家非 ST 公司分别是志邦家居（-16.09%）、金牌橱柜（-13.60%）、皮阿诺（-9.65%）、索菲亚（-9.48%）和江山欧派（-8.06%）。

二、本周主要观点

包装纸价格迎来反弹，文化纸价格基本企稳。本周包装纸市场迎来开门红，瓦楞纸/箱板纸价格指数收于 3125 元/3763 元每吨，环比增加 2.43%/2.70%。进入 6 月国内纸厂强势拉涨原纸价格，玖龙纸业、理文造纸等大型纸厂发布调涨计划，广东、浙江、福建、河南等地众多中小纸厂宣布原纸上调 50-100 元/吨。5 月底以来下游市场需求小幅回暖，局部地区的包装企业备库热情较高，加上进入 6 月纸企欲借月初时点稳住纸价水平，厂家纷纷开启上涨模式，包装纸价格整体出现小幅上涨态势。但因 6-8 月为瓦楞及箱板纸传统淡季，预计短期纸价大幅上涨不易，整体

存小幅回暖空间。文化纸方面，本周铜版纸、双胶纸价格指数为 5408 元、5220 元/每吨，价格基本企稳。前期上游纸厂连续 2 个月通过改产、停机等措施减少供应，贸易商加快出货缓解供需矛盾，保持终端市场价企稳。同时目前下游需求有好转趋势，纸企出货情况有所好转，印厂库存开始消化，预计 6、7 月文化纸价格或出现反弹。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，我们认为目前时点可关注文化纸左侧布局机会。

木浆价格维持低位震荡，国废价格平稳上涨。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。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。由于商品木浆高库存情形的持续，致使浆价上行动力不足，预计未来一段时间商品木浆价格仍将维持低位震荡态势。废纸方面，本周国废价格呈上涨趋势，五月底龙头企业带头涨价，此举也让众多中小型纸厂纷纷跟随。目前国外疫情管控虽然缓慢放开，对废纸市场的恢复有良好的支持，但受国内政策影响，进口废纸被大批退运，货源不稳，再加上南方多地暴雨，交通运输雪上加霜，下游产业需求量增大，在这种供需不平衡的情况下，预计废纸价格还会继续迎来一波新的上涨。

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 3.2%，跑赢上证综指的 0.3%，在所有行业中涨幅排名中排名第 13 名。

医药板块当前动态市盈率 46.8 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 85.3%，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 6 日，新冠病毒感染海外累计确诊超 687 万，死亡近 40 万.

国内方面：国内现有确诊病例 70 例。其中新增确诊病例 24 例，其中 11 例为境外输入病例，13 例为本土病例。

海外方面：1）拉美疫情持续蔓延，上周巴西新增 35%病例，日新增确诊超 2.4 万，累计确诊超 67 万；2）美国疫情有所反弹，上周日均新增确诊 2.2 万，日均新增死亡近千例。西欧疫情稳定回落，上周英国日均新增确诊降至 2 千内，意、西、德等国日均新增确诊保持数百例；3）印度新增 36%病例，日均新增确诊增至 9 千多；非洲新增 29%病例，日均新增确诊近 6 千。

自从美国将 33 家中国实体列入制裁的“实体清单”，叠加香港问题，中美关系不确定性增加，短期内可能会引起外部资金的流入的波动。

同时，我们认为，在经济形势不确定性增强的情况下，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。

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。

海外疫情持续发酵，中美贸易在科技层面再起争端。短期看医药板块具备的防御属性相对优势明显。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 181.75，涨幅 4.33%。板块本周上涨前五名分别是小商品城（61.45%）、广百股份（56.39%）、东方金钰（41.18%）、茂业商业（35.22%）、供销大集（32.99%）。

本周地摊经济相关股票涨幅较大，李克强总理在视察烟台小区是表示地摊经济小店经济是人间烟火，是中国生机；多个城市 3 月以来逐步放开地摊夜市经济，开辟临时摊点等，有序发展市集；阿里、京东、苏宁等平台纷纷推出帮扶计划，通过免息赊购、金融扶持等举措帮助摊主进货创业。我们认为近期地摊经济高频提及，放开地摊经济可以让市场有效发挥作用，在财政支出较少的情况下起到稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力的作用，有利于恢复当地餐饮、商场、旅游等，提振经济活力。

二、行业动态

国家邮政局 6 月 4 日发布《2020 年 5 月中国快递发展指数报告》,《报告》指出,5 月我国快递发展规模指数为 291.1，同比增长 37.1%。从分项指标看，快递业务量预计完成 73.0 亿件，同比增长 39.6%；快递业务收入预计完成 810.0 亿元，同比增长 31.0%。

快递业在疫情后期逆势增长，业务量、收增速均超 30%，创 2018 年 2 月以来新高，快递业复工达产快于预计好于预期。五一假期期间，全国邮政快递业共揽收包裹 11.02 亿件，同比增长 41.8%。5 月以来，日均业务量已接近 2.5

亿件。

5 月，全国大部分社区逐步允许快递员进小区投递，与疫情前期相比，快递服务更加便利，配送时效得以保障。从分项指标看，疫情期间快递小哥承担了高强度业务负荷，得到了用户的宽容和理解，申诉量明显减少，快递有效申诉率预计为百万分之 0.1，同比改善八成。

《报告》指出，从分项指标看，快递支撑网络零售额预计将超 9000 亿元。预计 6 月快递业务量同比增速将超 40%。

三、投资关注

1、重庆百货（600729）：公司向媒体表示 5 月整体销售额已接近去年同期水平，其中，百货、超市业态销售均已恢复同期水平；电器业态本月超额完成销售计划，同比实现两位数增长；汽车后市场发展向好，各块板销售均同比实现较好增长。

公司抓住五月多个促销节，线上线下互动融合，聚客增销明显。5 月百货业态实现销售基本持平去年同期水平，日均成交客流量达到 7.12 万人次，客流转化率 20.03%，不断增加消费者参与感、体验感，满足顾客多元化、个性化需求。大促活动期间百货收入同比增长 8%,加速顾客回流。超市全渠道销售同比增长 6.75%,利润同比增长 128.36%,运营效率及利润改善显著。

我们认为随着混改的完成，物美步步高参与运营后带来运营效率改善显著，业绩持续改善，重百线上线下融合联动敏锐性和有效性显著提升，预计 6 月仍将维持正向持续改善。从宏观上看，我们认为消费市场最差时点已经过去，预计 5 月可选消费如服装鞋帽、金银珠宝等环比改善在 20%左右，社零同比增速持续修复，利好可选消费板块。

2、丽人丽妆过会：6 月 4 日，上海丽人丽妆化妆品股份有限公司（以下称丽人丽妆）首发上会获通过。2019 年 5 月发布的招股说明书显示，2016 年至 2019 年 1-6 月，丽人丽妆实现营业收入分别为 20.16 亿元、34.20 亿元、36.15 亿元、16.57 亿元，实现归属于母公司股东净利润 8110.04 万元、2.27 亿元、2.52 亿元、1.51 亿元。2017 年、2018 年，公司营业收入增长率分别为 69.67%、5.69%，归属于母公司股东净利润增长率分别为 180.17%、11.04%。2018 年收入增速显著放缓主要来自于主要合作品牌欧莱雅和兰蔻 2018 年 5、6 月合同到期后终止合作，欧莱雅 19 年 8 月重新与公司达成合作。

公司主要从事电商零售及品牌营销运营服务，其中，电商零售业务是公司的核心业务，其收入占公司营业收入的比例均超过 92%。公司控股股东和实际控制人为黄韬，持股比例为 37.22%，阿里子公司阿里网络为公司第二大股东，持股 19.55%。丽人丽妆冲击 IPO 始于 2016 年，2018 年首发申请被否后，此次 IPO2019 年 5 月，拟于上交所上市，计划公开发行 4010 万股，拟募集 5.86 亿元，分别用于品牌推广和渠道建设项目、数据中心建设及信息系统升级项目、综合服务中心建设项目、补充流动资金项目。

截至 2019 年 6 月 30 日，丽人丽妆已与美宝莲、施华蔻、兰芝、雅漾、雪花秀、相宜本草、雪肌精等超过 60 个品牌达成合作关系，包括欧莱雅、爱茉莉太平洋、联合利华以及汉高集团等国际一线美妆企业旗下主流美妆品牌，同时公司新增孩之宝、小马宝莉、培乐多等儿童用品品类。2020 年公司线上运营品牌维持较高增速，38 节多个品牌实现 100%增长，公司整体业绩增长翻倍，618 首日一小时，“后”、“HERA”、”雪花秀“同比增长 3220%、6472%和 6332%。

我们认为丽人丽妆具有广泛品牌合作基础，先发优势和规模效应显著；创始人黄韬毕业于清华自动化，技术背景雄厚，公司自行研发多项后台 IT 系统，有效提升供应链效率和价值；经验累积大量数据信息，自行研发了 BI 商业智能分析系统、大数据存储处理系统和 CRM 客户忠实度管理系统，为品牌运营提供数据支持及策略建议；人才梯队建立建立完善。代运营公司壁垒来自于品牌梯队建设，腰部品牌持续扩张将成为企业中长期发展的持续动力，代运营赛道维持高景气，品牌持续将资源倾向线上，对电商渠道运营营销需求持续存在，需求处于上升期。后续将持续关注公司品牌梯队建设及运营平台拓展情况。

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 3.03%，沪深 300 上涨 3.47%，上综上涨 2.75%。板块跑输大盘指数。

本周中介机构披露 5 月份房企数据，通过克尔瑞数据来看，2020 年 5 月，市场成交持续复苏，企业销售进一步上扬。市场层面，5 月重点监测城市成交量环比增长 19%，近半数城市成交同比转正。多数二三线城市成交环比继续回升。企业层面，TOP100 房企 5 月单月业绩规模环比增长 21.3%，同比增速自 4 月转正后进一步显著提升至 12.2%。2020 年 1-5 月 TOP100 房企累计全口径业绩降幅自 3 月以来继续收窄，同比下降 7.9%。预计 6 月，房企将进一步加紧供货、加大去化力度，在冲刺半年度业绩的同时，力争将疫情对销售的负面影响降至最低。

对于房企而言，虽然疫情影响逐渐减弱、一季度以来市场持续复苏，但今年企业整体的去化压力仍然较大。特别是受疫情影响销售承压，出于对现金流安全的考虑，“促销售、抓回款”仍是房企今年年内的重要目标。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

上周申万化工指数上涨 3.97%，上证指数上涨 2.75%，行业指数跑赢大盘指数。其中涨幅居前的板块是石油贸易、涂料油漆油墨制造、氮肥；跌幅较大的板块纯碱、合成革、氨纶。

二、行业观点：

原油价格上涨：布伦特原油价格本周上涨 11.18%至 42.07 美元/桶；WTI 原油价格上涨 9.81%至 38.97 美元/桶。WTI 原油期货交割地库欣地区的库存连续四周下降，库存利用率进一步降低至 65%，而在 5 月初这一数据为 83%。WTI 原油价格在 4 月 21 日创近年新低 13.12 美元/桶，主要是 5 月份期货主力合约的影响，交割必须按通过俄克拉荷马州库欣的管道或储油设备的 FOB 价格进行，该管道可以通至 TEPPCO、Equilon 管道公司 LLC 库欣储油库。也可以理解为买方交割的前提是得在库欣租借到足够的库容，但是当时库欣地区库容利用率从 3 月底的 50%迅速提升到 80%以上，限制了期货实物交割的能力，造成原油期货超预期大幅下降。随着五月份库欣地区原油库容利用率连续三周下降，期货交割对原油价格的影响力逐渐减弱。而基于成本考虑，原油价格进入缓慢上升的趋势。

钛白粉出口恢复低于预期：本周，钛白粉实际成交价格仍有下滑，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 10000-12000 元/吨。钛白粉需求持续弱势，出口情况略有好转但仍远低于预期，钛白粉仍需依赖国内市场。钛矿成本高居不下是支撑钛白价格降幅缩小的重要因素，近期钛矿价格有下行趋势，钛白粉价格依然存有下行空间。

MDI6 月挂牌价上调：自 2020 年 6 月份开始，万华化学集团股份有限公司中国地区聚合 MDI 分销市场挂牌价 14000 元/吨（比 5 月份价格上调 500 元/吨），直销市场挂牌价 14500 元/吨（比 5 月份价格上调 500 元/吨）；纯 MDI 挂牌价 16500 元/吨（比 5 月份价格上调 700 元/吨）。供给端来看，近期检修不断，上海巴斯夫 5 月中旬检修 1 个月，重庆巴斯夫、上海科思创低负荷运行、上海亨斯迈、上海连恒均在近期检修，供给端产量存在下滑；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，MDI 价格有望持续反弹。

草铵膦价格有上涨趋势：6 月 5 日，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 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

本周上证综指同比上涨2.75%，收于2931点，创业板指同比上涨3.82%，沪深300同比上涨3.47%，机械设备同比涨幅3.64%，跑赢沪深300指数0.17pct。

二、机械行业动态及投资观点

1、工程机械：5月挖机销量数据强劲，板块有望延续增长

1）5月挖机销售增速约68%，龙头增长强劲。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。

2）基建投资有望持续反弹，工程机械将延续增长。1-4月份，基础设施投资同比下降11.8%，全国房地产开发投资同比下降3.3%，降幅均有所收窄。我们认为基建投资有望进一步反弹，工程机械增长将继续保持强劲。

3）继续重点推荐恒立液压、徐工机械等标的。

2、光伏设备：捷佳伟创、迈为股份本周涨幅10%以上，继续推荐

1）工信部发布2020光伏制造行业规范，进一步提高光伏行业工艺技术要求。规范要求现有光伏制造企业及项目多晶硅电池和单晶硅电池平均光电转换效率分别不低于 19%和 22.5%，高于2018年版本18%和19.5%的要求；新建和改扩建企业及项目多晶硅电池和单晶硅电池平均光电转换效率分别不低于 20%和 23%，高于2018年版本19%和21%的要求。

2）规范有利于加速PERC+、TOPCon、HIT等技术产业化，利好相关设备企业。根据CPIA公布的最新光伏产业发展路线图，P型PERC近两年平均转换效率上限预计约为23%，而TOPCon平均转换效率预计在2020年达到23.3%，未来五年HIT转换效率区间在23%-25.5%。因此我们认为新规出台将促进以PERC+、TOPCon、HIT为代表的新技术将加速产业化落地，利好相关设备企业。

3）重点标的为捷佳伟创、迈为股份，两家公司在手订单充沛，在异质结等方面均有较深的技术储备，技术迭代将促进行业景气周期延长，目前估值处于合理区间，给予推荐评级。

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

本周上证综指上涨2.75%，申万有色指数上涨1.23%，跑输大盘。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25.7万元/吨，电池级碳酸锂价格下跌1.96%至42500元/吨、氢氧化锂价格保持不变；贵金属方面，本周金银价格多数下跌，COMEX黄金、伦敦现货金分别下跌3.61%、 2.62%，COMEX白银、伦敦现货银分别下跌 4.95%、0.06%。工业金属本周价格普涨，全球经济复苏预期提升，带动工业金属价格全面上涨，短期受成本支撑和需求预期修复，价格将保持上行趋势。

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，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。

钴：本周长江钴价格下跌0.39%至25.7万元/吨，据SMM，6月中旬后自非洲新采购低价原料将陆续到港，国内钴原料供给紧缺情况将缓解。因市场存在对低价原料到港后钴价下行的预期，目前成交较少，预计钴价将暂时维稳，在原料到港后或现松动。

锂：本周碳酸锂价格下跌1.96%至42500元/吨，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。

2、贵金属

6月3日，美国5月ADP就业人数公布，5月录得减少276万人，远好于一致预期的减少900万人，前值-1955.7万人；6月6日，美国劳工部公布5月非农就业人口，5月增加250.9万人，远好于一致预期的减少800万人，失业率从4月的14.7%下降到13.3%。美国失业率数据远好于预期，降低了对黄金的避险需求，周五COMEX金价跌逾2%。短期经济复苏，货币进一步宽松预期降低，金价短期震荡。中长期经济下行压力仍较大，即便美国失业情况改善，其失业率仍处于高位，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，全球经济最坏的时刻已经过去，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，金价将保持高位运行。

3、电子材料

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。

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。

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。

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。

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

上证综指本周上涨 2.75%，沪深 300 上涨 3.47%。电新板块上涨 3.28%，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）一汽解放电动重卡搭配 CATL 的磷酸铁锂电池

一汽解放纯电动重卡 J6P 8X4 车型将批量交付北京市路桥集团，此车型搭载宁德时代磷酸铁锂电池。2019 年 24 家车企共计生产了 4446 辆纯电动重卡，较 2018 年同期增长 60.44%。重卡的电动化已开启前期的摸索，并有望成为锂电的下一个蓝海市场。

（3）亿纬锂能 2019 年年度权益分派实施

公司以 2019 年末总股本股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 1.70 元（含税）。同时，以资本公积金转增股本，每 10 股转增 9 股。

展望：通用拟与 CATL 合作生产 Ultium 电池，此前，大众已宣布和国轩合作。这表明外资车企供应链国产化将加速。此前，为了量产动力电池，通用汽车宣布与 LG 化学成立电池合资公司 Ultium Cells LLC（分别持股 50%），双方共同投资 23 亿美元（约 164 亿元人民币）在美国 Lordstown 建设年产能 30GWh 的动力电池工厂。而此次通用透露和 CATL 合作，面对的是中国市场。作为通用重要的市场，公司非常重视中国新能源车市场的发展。车企要获得大的优势，必须国产化和本地化。这也预示着全球车企的电动化动作越来越快。

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+6.03%，HS300 指数+3.47%；比亚迪、华域、长安、广汽、福耀玻璃等个股表现较强；上汽、长城等个股表现较弱。

二、行业动态及趋势展望

【龙头率先公布销量，行业大概率转正】

上汽集团周末发布5月销量，同比-1.6%，环比+13.3%。同比降幅进一步收窄；上汽大众、上汽通用、上汽乘用、上通五菱分销量同比分别-14.9%、-3.6%、-5%、+10.9%，环比分别+9%、+24%、+26%、+2%；上汽大众表现较差，恢复力度较弱；但是入门级上通五菱表现出色。

另外，中汽协预测5月销量达到213.6万辆，同比增长12%，1-5月累计销量789.万辆，累计同比-23%。协会预测数据明显好于市场预期。我们判断5月份同比增长，但是6月份数据受同期基数影响，同比或将再次转负；下半年行业将持续正增长，届时板块将迎来较大级别的上涨行情。

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）

本周上证综指上涨2.75%，创业板指数上涨3.82%；申万通信指数上涨4.23%，申万电子指数上涨8.8%。

由于美国特朗普在上周末关于香港国安法的表态强硬程度低于市场预期，导致市场风险偏好明显上升，同时本周市场在地摊经济等多个热点的带动下明显反弹。

电子板块本周在市场风险偏好提升的影响下，开始从近期的深幅回调中反弹，并且本周在苹果产业链、中芯国际回归科创板等利好带动下，市场情绪进一步升温，消费电子和半导体板块龙头个股涨幅较大。

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，并且从长期看半导体国产化的趋势不可逆转。

同时本周兆易创新披露了定增结果，公司以203.78元/股的价格向新加坡政府投资有限公司(GIC)、葛卫东、毕永生、博时基金、青岛城投科技发展有限公司5家发行对象共非公开发行2121.91万股股份，募集资金总额达43.24亿元。其中，GIC获配978.52万股，获配金额19.94亿元，登记完成后将成为兆易创新第九大股东，持股比例2.17%；葛卫东获配736.09万股，获配金额15亿元，持股比例将从3.06%提升至4.48%，成为兆易创新第五大股东。此次43亿的定增项目实施完毕后，公司将新增对DRAM产品的销售，扩大存储器产品的种类与规模，存储器业务板块的

收入占 比将提升，收入构成将更加丰富，并能大幅提高公司的可持续发展能力及后续发 展空间，为公司经营业绩的进一步提升提供保证。

我们认为兆易创新定增的顺利实施反应了两个方面，一方面是从行业来看，反应了投资方对国内半导体产业链的看好，当前中美贸易摩擦升级，国内半导体产业亟待发展完善，从国家层面意志坚决，从产业链层面看发展顺利，设计领域有海思、兆易、展锐等行业领头公司，制造环节有中芯、华虹等进入全球代工前十，在封测环节国内企业更是占了全球 50%的市场份额，未来依托国内广阔的半导体下游需求市场，半导体国产化的道路虽然有困难，但是前景光明并且确定性高；第二方面从公司层面看，各个定增参与方接受了和二级市场几乎同价的发行价，说明对公司的认可，兆易创新作为国内存储芯片设计龙头，在 NorFlash 产品上已经取得成功，下游客户包括苹果等公司，并且当前 NorFlash 在 TWS 耳机，智能穿戴、汽车电子等需求旺盛的带动下，行业景气持续提升，同时公司此次定增项目进入 DRAM 产品领域，DRAM 存储芯片是半导体市场中规模最大的一个产品类别，并且公司未来有望和合肥长鑫形成在 DRAM 产品上的协同效应，成长为全球的存储芯片龙头之一。

当前短期来看，虽然有美国政府在上游设计软件、设备、材料等环节上的掣肘，但是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，继续对板块给予推荐评级。

所以综合以上，我们对当前电子板块的看法是，短期风险偏好变化是影响板块走势最重要因素，结合长期向好的趋势，我们建议在回调幅度较大时可适当给予关注并买入，重点推荐龙头个股，包括立讯精密、歌尔股份、兆易创新和长电科技等。

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、中芯国际计划在科创板挂牌，拟融资 200 亿元，投向 12 英寸芯片 SN1 项目、先进及成熟工艺研发项目储备资金、补充流动资金。其中，SN1 项目拟投资额为 80 亿元，用于建设一条月产能 3.5 万片的 12 英寸生产线，目标将生产水平提升至 14 纳米及以下。根据中芯国际在科创板招股书披露，2017 年-2019 年，中芯国际营业收入分别为 213.9 亿元、230.1 亿元、220.2 亿元，扣除 2019 年转让 LFoundry 的影响后，各期收入分别为 198.5 亿元、215.5 亿元、213.3 亿元；归属于母公司股东的净利润分别为 12.4 亿元、7.5 亿元、17.9 亿元，各期公司扣除政府补助等非经常性损益后，归属于母公司股东的净利润分别为 2.7 亿元、-6.2 亿元及-5.2 亿元。其中，2017 年-2019 年，中芯国际研发投入分别为 35.8 亿元、44.7 亿万元、47.4 亿元，占营业收入的比例分别为 16.72%、19.42%及 21.55%。

2、6 月 1 日，据日经新闻报道，华为已开始商讨通过联发科采购台积电生产的芯片。针对美国政府加强出口限制，华为正在摸索对抗措施。由于和主要半导体代工企业台积电的直接交易将变得困难，华为已开始商讨通过联发科采购台积电生产的芯片。报道称，华为已开始与联发科建立新的关系，计划从联发科采购用于 5G 手机的半导体。相关人士透露，华为要求进行相当于过去数年交易量约 3 倍的大量采购。

计算机（黄翔）

一、行情回顾：

本周申万计算机指数上涨 2.72%，板块成交额 2403 亿元，沪深 300 指数上涨 3.47%。大盘和计算机指数企稳回升，主要因中美贸易摩擦带来的恐慌情绪前期已得到释放。**公开信息显示，Q2 起计算机多细分行业订单已加速，我们认为，考虑到政府和行业大客户订单确认存在一定周期 ，中报业绩环比改善，同比增长或难超预期，但 H2 业绩应好。**

二、投资观点：

1、云计算：短期扰动不改云上游长期高景气

（1）外资券商对全球云上游需求存争议，但产业链显示并无砍单现象

里昂证券称服务器出现砍单现象，主要因需求下滑——其中谷歌和 facebook 广告业务收入下滑影响资本开支，微软亚马逊等可能会消减 10%-30%的需求、此前为应对疫情爆发后的线上工作需求增加大量服务器投入。且上游存储、CPU 芯片影响更大，因服务器 ODM/EMS 厂商库存处于高位。

摩根斯坦利、花旗环球、美银回应称产业链并无砍单现象，Q2 订单需求旺盛，且可预见延续至 Q3。高库存主要因服务器厂商谨慎应对疫情期间的原材料需求。

我们认为，公有云已成为科技巨头收入最重要增长点，广告业务收入下滑并不会影响云基建持续投入。

（2）预计海外云计算 Q3 环比或下滑，同比增长，且长期景气趋势明确

从产业链各环节巨头的业绩指引来看，Q3 景气度值得期待。

上游芯片巨头：英特尔预计 20Q2 云计算和通信基础设施相关需求将保持强劲增长，且对 20Q3 云计算相关需求仍然乐观。

中游服务器巨头：英业达预计 Q3 还将受云数据中心需求增长带动，持续升温，季度增速 10%。广达称云数据中心订单可见度已至 Q3,云数据中心需求是全年增长的主要动能。纬颖称云数据中心需求将带动全年营收增速 30%以上，且**中国市场需求在未来 3-5 年维持高速成长力道**。

下游云巨头：Google/Facebook 等下调全年资本开支预期，但主要针对土建等项目，对数据中心影响较小。

我们认为，疫情并不会改变 IaaS 巨头持续较快增长，因新增的在线办公和游戏等需求与停工减少的需求对冲。阿里云、AWS、AZURE 等云巨头疫情期间亦保持较快增长，如 2020Q1 阿里云收入同比增长 58%，相比 19Q4 的 62%并未失速。

Q3 后海外云资本开支或存下行压力。从历史数据来看，过去数次云厂商资本支出上行、下行周期平均为 4~9 个季度左右，这一轮北美云厂商的资本支出上行周期从 2019Q3 开始，目前已经持续 4 个季度。因 2020Q1/2 资本开支较大增加，叠加美国游行等引致的经济不确定，2020Q4 或进入短暂的产能消化阶段。

但云计算长期增长趋势确定性高。云计算相比传统架构优势明显，可持续替代传统 IT 软硬件设施，且大数据、人工智能、物联网等新一代数据智能应用落地，均需云计算作为承载。短期产能消化引致的资本开支小幅波动无需过度重视。

（3）更重要的是，中国云计算市场空间更大，高景气期持续时间将超市场预期

中国云计算发展落后美国 4-5 年，市场渗透率仅 10%，市场空间更大。

国内阿里、腾讯、移动等各自均推出数千亿建设计划，一是顺应国家新基建政策，二是目前已进入云计算竞争抢占规模优势的关键阶段。且各方近期均已开始建设超大型数据中心,揭示数千亿建设计划开始落地,后续将持续兑现。

如继腾讯阿里之后，6 月 1 日中国移动（江苏南京）数据中心二期举行封顶仪式。该项目总占地面积约 100 亩，总投资预计超过 30 亿元，项目分两期建设，共规划 4 幢机房楼，全部建成后可承载 1.9 万个机架、30 万台服务器。

我们预计云计算是未来长时间内我国科技发展的主航道，创新高景气周期可长达十年以上。若考虑短期供需引致的景气周期波动，19 年国内云资本开支下滑，目前是本轮高景气期的起点，预计高景气期可维持 2 年以上。

更重要的是，云上游各环节的龙头公司竞争力凸显，增长确定性强，持续看多云上游产业链各环节，重点推荐浪潮信息、中科曙光。

2、安全可控：行业信创进一步落地，外部摩擦期间建议逐步加仓网络安全和信创

（1）行业信创进一步落地金融行业

如前期我们提示的，随着抗疫工作接近尾声解放政府工作重心，产品适配、测试等基础工作基本完成，信创将迎来落地。

5 月期，电信、移动、联通等运营商先后在服务器招投标中采购了 20%的采用国产芯片的服务器。

中国证券网讯， 近日常山北明旗下北明软件成功中标中国农业银行 2020 年重点服务器项目，这是北明软件继中标中国农业银行高端 SAN 存储、高端闪存阵列、中端全闪存阵列以及存储交换机四个标段后,斩获的又一重量级订单。北明软件此次中标的农行项目，根据框架协议将为农行提供 2000 台基于鲲鹏处理器的 TaiShan 服务器。

我们预计后续其他金融重点公司将接力。

（2）预计信创市场将迎来全面开花

在银行业，国有四大行的 IT 系统要求最高，进入四大行意味着国产服务器等信创产品已可满足金融行业的要求。运营商和金融市场对 IT 性能要求极高，攻克这两大市场意味着国产信创全面落地已无技术和产品障碍。

中美贸易摩擦进一步加剧，国产供应链重要性再次凸显，我们预计我国加持续加大信创和网安的投入力度，后续信创市场将迎来全面开花。

重点推荐信创存预期差标的：中科曙光、易华录、金山办公、东华软件。

重点推荐网络安全行业龙头：启明星辰、深信服。

3、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、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			