策略研究

国都投资研究周报 2020.5.11-5.15

本周策略：

红五月逻辑动力正兑现释放

一、近期展望：红五月演绎结构性修复行情

1、**A 股红五月逻辑动力正兑现释放。**两周前我们在 5 月策略月报《反弹催化剂蓄势待放，红五月可期》中分析提出，5 月 A 股有望迎来反弹窗口期，反弹催化动力包括：一随着经济大国欧美疫情拐点的逐步确认、复工复市等经济活动的分阶段重启，外需压力趋于边际改善；二是四月底财报基本披露完毕，短期 A 股进入数据真空期；

三国内疫情防控早见效，经济活力逐步修复，3 月下旬起楼市、汽车销量降幅收窄并进入转正阶段，发电量与高炉开工率的提升，国内经济基本面底已过，虽然外部二次冲击结构性压力尚待释放，但 20Q1 基本确认为 A 股整体业绩底，而后续随着国内经济逐步恢复、国外主要经济体的重启，预计后疫情下 A 股业绩有望逐季修复；

四是随着全国两会窗口期的临近，逆周期政策落地或超预期，同时要素配置改革正加快落地实施，包括创业板注册制推广实施在即、公募 REITs 试点办法的落地、取消 QFII/RQFII 额度等；以上稳经济促改革政策的加码落地，正提振风险偏好。

2、**海外扰动不改五月阶段修复行情，科技+耐用品消费板块率先引领反弹。**四月末，内部业绩数据出尽、基本面见底缓慢恢复，外部疫情边际缓和，叠加两会窗口期临近的政策憧憬，已驱动 A 股重拾反弹修复行情，以 TMT、电动汽车为代表的科技成长板块，及低估值稳增长的金融板块，引领节前反弹前奏曲。

虽然五一假期特朗普提出的加征关税威胁论，一度促使海外市场震荡调整，并引发市场担忧 A 股节后补跌风险；但如我们当时的分析指出，考虑到当前美国疫情未见实质缓解、经济与就业形势严峻，而我国复工复产有序推进、社会经济活力逐步恢复，特朗普的关税威胁论短期或难以付诸行动；若市场**震荡即为结构性布局良机。**

近期以科技+耐用品消费板块引领反弹。4 月 29 日反弹至今，主要指数普遍反弹 3-5%，沪指、深成指、沪深 300、中小板指、创业板指各累计反弹 3.0%、4.8%、3.0%、4.6%、4.7%；行业表现来看，TMT、动力电池、军工为代表的科技股，家电、汽车为代表的耐用品消费股，以 9.4-5.8%的涨幅领涨两市；而农林牧渔、食品饮料、医药生物等疫情期间表现亮眼的必需消费品板块，以 1.5%以内的涨幅显著落后；此外，商贸、保险、纺织服装、交运等受疫情冲击显著而恢复缓慢的板块，板块反弹力度也明显偏弱。

3、**短期扰动因素已初步证伪，利于巩固反弹信心。**假期特朗普关税

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	2895.34	3.04
沪深 300	3963.62	2.97
深证成指	11001.58	4.77
中小板综	10231.16	4.20
创业板指	2125.24	4.65
恒生指数	24230.17	-1.41
恒生中国企业指数	9868.34	-1.16
恒生沪深港通 AH 股溢价	127.01	2.73
标普 500	2929.80	2.32
纳斯达克指数	9121.32	5.97
MSCI 新兴市场	911.65	0.99

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	26.04	45.23
纽约期金	1704.80	-1.13
伦敦期铜	5280.50	1.19
伦敦期铝	1492.00	0.64

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。

威胁言论，引发市场担忧 A 股节后跟随外围市场补跌；我们在上周策略周报《海外扰动或为结构性布局良机》中分析指出，考虑到当前美国经济形势严峻下，关税威胁论短期或难以付诸行动，主要受制于：一美国疫情防控压力仍未有效缓解，且疫情防控不力下美国失业人数增速创纪录、二季度美国经济下滑程度或超预期，美国短期需要中美经贸阶段协议的正常履行，尤其中国疫情防控得力经济重启最快之现状；

二美联储投放大量流动性，若进一步加征中国输美商品关税，或将导致美国国内通胀压力显著上升，大幅增加后续美联储政策实施难度，更增添后疫情时期美国经济修复阻力。综合判断，短期特朗普关税威胁言论或难以付诸行动，最有可能时机或待美国疫情防控取得成效、经济基本完全重启，预计最快或在美国大选拉票预热期的七月；短期扰动因素或创造结构性布局良机。

而**近日中美全面经济对话双方牵头人的通话，也初步证伪以上担忧因素的落地实施**；短期外围不利因素的消除，**利于巩固反弹信心。**双方牵头人表示应加强宏观经济和公共卫生合作，努力为中美第一阶段经贸协议的落实创造有利氛围和条件，推动取得积极成效。

4、结构性反弹动力蓄势进发：一对冲性政策加码落地在即。新冠疫情对我国经济社会、国际经济贸易的冲击前所未有，中央已紧密召开会议、研究部署，根据疫情不同阶段不断优化调整疫情防控、复工复产对策。随着湖北日新增自 3/18 起基本归零，标志着国内疫情防控取得成效，常态化疫情防控中经济社会运行逐步趋于正常，生产生活秩序加快恢复，**国内对冲性政策加码落地实施条件具备、时机成熟。全国两会即将于 5 月下旬召开，5 月份市场对于逆周期的宏观、产业等定向纾困提振政策的预期或将持续保持热度。**

近期召开的年内第三次中央政治局会议，提出“六稳六保”目标，将以扩大内需为主，同时要素配置改革有望加快落地实施。对冲性宏观政策加码落地在即，最新中央政策定调较前 2 次明显加大，提出要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，要“运用降准、降息、再贷款等手段”，预示后续财政与货币政策双双加码落地在即。

目前市场普遍预计 20 年赤字率或由 2.8%提升至 3.5%、地方政府专项债规模或由 2.15 万亿增至 3 万亿以上，特别国债发行规模或 1 万亿；综上来看，预计 20 年实际财政赤字较去年净增 3 万亿元左右，预计可拉动 GDP 增长 3 个百分点以上，以大幅对冲上半年国内外疫情造成的经济损失与降幅。

二稳健的货币政策要更加灵活适度，中央罕见明确提出要**“运用降准、降息、再贷款等手段”**，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上；**预示后续随着消费通胀的回落，降准、降息及结构性贷款政策空间进一步打开。**

近期国务院金融委会议反复强调以**“稳预期、扩总量、分类抓、重展期、创工具”的政策确定性，**对冲疫情冲击和经济下行带来的诸多不确定性，金融支持实体经济力度持续加大；并要求金融委各单位**完善宏观预案，创造有效需求，优化供给结构，保持流动性合理充裕，提高政策质量，狠抓政策落实。**预计在当前国内外经济下行压力环境下，对冲性的逆周期金融政策取向有望延续并得到有力落实。

二要素配置改革有望加快落地实施。中央提出要善于用改革的办法解决发展中的问题，完善要素市场化配置体制机制；预计**土地、劳动力、资本、技术、数据等提高要素配置效率的改革有望加快落地实施**，中长期利于激发全社会创造力和市场活力，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革。其中，资本要素配置效率提高方面，近期金融委提出要**发挥好资本市场的枢纽作用**，不断强化基础性制度建设，坚决打击各种造假和欺诈行为，放松和取消不适应发展需要的管制，提升市场活跃度。继科创板注册制试点改革落地实施九个月后，创业板改革并试点注册制即将落地，总体实施方案已获中央深改委审议通过，监管层同步发布试行办法。新三板精选层改革、注册制推广实施，取消境外机构投资额度等，均标志我国资本要素改革进入新阶段。

值得注意的是，近日发布的公募 REITs 试点办法，兼顾有效盘活存量资产、降低企业杠杆率、拓宽项目资本金筹集渠道、丰富资本市场投资品种，将聚焦重点区域（优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等，及国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点）、聚焦重点行业（优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目，**鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试**点）、聚焦优质项目（项目权属清晰、具有成熟的经营模式及市场化运营能力等），有望发挥稳投资、补短板、防风险功能。在我国地方政府债务刚性约束及今年财税收入下降压力的背景下，以及拓宽建设多层次资本市场、金融稳杠杆、实体稳投资等目标任务下，公募 REITs 的实施推广值得期待。

5、**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。

二、焦点分析：货币政策逆周期调节见效，关注政策力度与节奏的适时适度变化

今年以来，金融监管部门综合运用多种工具有效应对疫情冲击，**通过**再贷款再贴现专用额度、加大公司信用类债券融资等结构性金融政策发挥定向支持作用。货币政策操作“量增价降”，我国货币政策传导效率明显提高。

1、流动性投放短长兼顾，保持流动性合理充裕，对中小型、大型商业银行的降准累计 3、2 个百分点，以优惠利率向中小微企业提供信贷支持；今年以来央行三次降低存款准备金率，共释放了 1.75 万亿元长期资金，春节后投放短期流动性共 1.7 万亿元，持续保持了流动性合理充裕；

2、**加大对冲新冠肺炎疫情影响的货币信贷支持力**度，设立 3000 亿元专项再贷款以定向支持疫情防控重点领域和重点企业，增加 5000 亿元再贷款再贴现专用额度支持企业有序复工复产，并再增加再贷款再贴现额度 1 万亿元以支持经济恢复发展；

3、有效引导社会融资成本下降，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。

4、**货币政策传导效率明显提高。**评价货币政策效果关键看能否增加实体经济融资支持总量和降低融资成本。一季度人民银行通过降准、再贷款等工具释放长期流动性约 2 万亿元，新增人民币贷款 7.1 万亿元，即每 1 元的流动性投放支持了 3.5 元的贷款增长，货币政策呈现了 3.5 的倍数放大效应。

对比欧美无限量的宽松货币政策，我国货币政策传导效率明显较高；一季度，美联储投放了约 1.6 万亿美元流动性，贷款增长约 5000 亿美元；欧央行投放了近 5400 亿欧元流动性，贷款增长约 2300 亿欧元；以上数据表明，美联储、欧央行的货币政策传导效率（信贷增长规模：流动性投放）分别约为 0.3、0.4 的缩减效应。

值得注意的是，为有效降低商业银行的负债端成本以打开资产端的贷款利率，后续随着 CPI 的趋势回落，存款基准利率也存在较高的下调概率。

后疫情下，随着实体经济活力的逐渐恢复、中小微企业渡过难关，但稳增长保就业稳投资压力下，财政政策有望接棒加码落地；同时国内消费通胀回落、工业阶段通缩的局面确立，后续货币政策逆周期调节力度、重点与节奏或适时适度调整，需重点关注。

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、疫情对经济基本面的滞后影响有待释放。此次新冠肺炎疫情传染率高，特效药或疫苗经临床试验确认安全有效前，实行人员隔离为防控阻击疫情扩散升级的不二选择。而在各国普遍实行“内防扩散、外防输入”的防控策略下，人流、物流、贸易链基本冻结，工业生产、服务消费及经济活动近乎停摆，企业破产、失业及经济衰退压力凸显。

根据日新增确诊数这一反应疫情发展及防控成效指标，疫情曲线可划分为“暴发-加速-确认高峰-趋势回落-基本归零”；**最终疫情防控成效，即新增确诊数基本归零，为复工复产、重启经济活动的前提条件。因此，疫情曲线经历的时长，将决定疫情对经济与社会冲击的持续时长与程度。短期各国货币财政纾困政策，缓解了市场恐慌性抛售压力；近期欧美新增数见顶回落，有望提振市场风险偏好，但中期来看后疫情市场，疫情对经济的滞后影响有待释放。**

2、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。**

中期而言，低利率美元周期中，美元大概率弱势震荡，利于新兴市场资产估值修复；流动性宽松及弱势美元环境下，以中国为首的新兴市场，疫情暴发已控制在前、经济有望率先触底反弹、资产价格估值偏低等因素，或将吸引全球资金加大对中国债券、股票的配置；预计以 A 股为首的新兴市场有望提前反弹。

3、后疫情下的经济基本面恢复力度有待提升。

1）内需正触底回升。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，全面复工复产的有序推进，3 月消费、投资、工业、信贷社融等宏观金融数据，**较**前 2 月的同比降幅明显收窄；此外，4 月重点电厂耗煤量降幅的进一步收窄且 5 月以来已转正、全国企业开工率继续提升、重点城市的交通指数回归正常水平等，均表明经济社会活力得到进一步恢复，预示内需正触底回升。

生产端来看，工业生产基本恢复正常，中游制造业降幅明显收窄，表明此前持续有序推进的组织人员返岗返城、恢复供应链物流的复工复产取得成效。

消费端来看，收入预期下降消费恢复较慢，稳消费政策或需发力，主要系可选消费品、耐用消费品持续疲软所拖累；随着复商复市的有序推进，地方消费补贴券的发放，消费增速有望逐步修复，4 月下旬以来全国汽车销量加速回暖，据中汽协、乘联会公布的 4 月汽车批零销量同比转正至 1.0%附近，结束了此前同比持续下滑态势。考虑到疫情对就业、居民可支配收入的不利影响，居民消费信心与意愿的恢复或较为缓慢，后续或需进一步的针对性刺激消费政策出台，尤其对于中低收入群体的定向消费补贴、及鼓励智能绿色、数字信息等耐用消费品，如汽车、家电的升级换代等。

投资端来看,工业投资信心修复缓慢,受外需疲弱滞后影响及企业盈利预期下降,制造业投资跌幅最大且恢复最弱,而房地产投资降幅最小韧性最好,基建投资尚待财政政策落地发力。

2）**但经济恢复力度有待提升。**近两个月国内逐步有序复工复产、复商复市,经济较疫情防控高压期环比改善,内需已触底回升;然而,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、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月我国出口贸易增速大幅好于预期且年内首次转正,但主要系低基数、防疫医疗器械与物质的集中出口、4月大面积复工消化前两月积压订单所致,预计未来几个月随着欧美经济大幅下滑,我国出口贸易增速或将重新转负**）,居民收入预期下降;以上局面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疫情后偏弱;4月中采制造业PMI指数环比回落、服务消费修复力度弱于预期,及五一假期居民跨城出游人数及假期消费额仍明显低于往年正常期,也进一步印证此次疫情的滞后影响较为深刻。经济恢复力度或待逆周期政策的加码落地来提振。

四、业绩简要回顾与展望:疫情期行业属性与市值大小决定业绩表现,后疫情下看业绩恢复弹性

1、**疫情对业绩的阶段性冲击显著。**从发布20Q1财报的3829家A股上市公司的业绩变化来看,全A/非金融全A/非金融两油全A营收、归母净利润、经营现金流净额同比增速各为-8.8%/-12.3%/-11.2%、-24.0%/-52.5%/-42.1%、+91.8%/-291.6%/-161.9%;从19年度业绩变化来看,全A/非金融全A/非金融两油全A营收、归母净利润、经营现金流净额同比增速各为+8.8%/+7.7%/+8.3%、+6.5%/-2.1%/-1.5%、+27.3%/+14.2%/+17.5%。对比来看,20Q1上市公司业绩增速较19年快速下滑,且非金融A股的经营现金流净额也普遍由正增长转为大幅负增长,表明疫情对非金融企业经营的阶段性冲击显著。

一季度全A/非金融全A/非金融两油全A营收、归母净利润、经营现金流净额悉数同比显著下滑,表明疫情对非金融企业经营的阶段性冲击显著;**对比各市场板块来看,周期为主的非金融主板利润降幅最大,而科创板的利润逆势增长且经营现金流平稳,**主要反应板块内上市公司的产品定价能力、成本与费用控制能力的差异。

统计近十年各季度A股上市公司的业绩增速变化曲线可知,其业绩增速基本与名义GDP(包含量价因素)走势一致;一季度疫情防控与冲击高峰期,名义GDP同比增速由19全年的+7.8%显著放缓至20Q1的-5.3%。

2、**疫情拖累企业盈利与营运能力。**疫情对企业基本面的影响,一方面包括营收、利润等业绩表现、及经营性现金流的较大负面冲击,另一方面包括毛利率、净利率、ROE等盈利能力,及总资产周转率、存货周转率及应收账款周转率等营运能力。**从盈利能力变化来看,整体影响较为明显,但中小创强于非金融主板;**疫情冲击下各板块的扣非ROE悉数下滑,主要系净利率、总资产周转率双双同比下滑所致(总资产周转率普遍同比下降20%附近),而权益乘数20Q1普遍被动上升;展望后疫情下的A股上市公司的ROE变化,预计在净利率、资产周转率、杠杆率三要素上升推动下,年内A股各板块的ROE有望自20Q1的底部逐季回升。

3、**疫情期行业属性与市值大小决定业绩表现。**分行业来看:一季度业绩表现稳健甚至逆势增长的主要包括农林牧渔、国防军工、银行、食品饮料、电子、医药生物及电气设备,主要集中在必需消费品、行业景气趋势上升周期的行业;而石油石化、餐饮旅游、交运、商贸零售、传媒等可选服务消费行业,及汽车、计算机、家电等耐用品消费行业,净利润同比跌幅居前高达50%以上。此外,有色、钢铁、建材、化工机械、房地产等中游周期为主行业,一季度疫情冲击下普遍量价齐跌,导致一季度净利润同比降幅也普遍高达40-50%。

分大小盘风格或行业地位来看,大盘蓝筹股业绩稳健性明显好于中小盘成长股,行业龙头股抗压性较强。

4、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-2.0%，调降幅度达 13.2 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。

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：农林牧渔（中信）涨跌幅+1.52%；食品饮料（中信）涨跌+4.05%；沪深 300 涨跌幅+1.30%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格 **29.94 元/公斤，**持续下行。

2. **茅台一**批价：2300 元左右，稳中有升。

三、养殖：中长期继续推荐养殖板块

1. **猪价：本周猪价继续下行，自 2 月 15 日的 38.5 元/kg 一路持续下行并且在上周破 30 元/kg，下行幅度略超预期。**我们认为价格下跌主要原因是年内随着终端需求强弱呈现的季节性正常波动，**预计五月份随着终端餐饮等消费的逐步复苏，价格有望企稳回升。**大概率有望在三季度回升至年初价格的水平。中长期，猪瘟影响下，并且能繁生产性能降低，产能恢复**较为缓慢，**维持中长期 20-21 年价格或维持高位的预判。

2. **出栏量：**本周诸多企业公布 4 月份出栏量，整体呈现的特点：**出栏均重持续提升**如牧原、正邦等商品猪预计体制均过 130kg，可见大企业疫情防控体系到位；**价格整体环比下行**，但维持在高位，新希望逆势提升均价，一方面与基数有关，另一方面与公司调整销售结构有关；**牧原单月销售量稳坐行业龙头。整体来看，大企业出栏量持续如期放量。**

3. **观点：继续中长期推荐养殖板块。**

1）短期看，虽然各企业出栏量和业绩如期释放，**但因猪价下行略超预期，情绪上略有影响**，预计 5 月份价格有望企稳回升或有望再度催化板块上行。

2）中长期，我们认为比拼的就是企业的疫情防控能力，成本控制能力，产能扩张能力，而龙头性的企业如牧原、新希望等企业其资金、防控能力、成本优势等优势均在拉大，出栏量确定性大，而且增幅较高，市占率快速提升，

20-21 年业绩兑现能力更强，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。**

四、食品饮料：持续推荐刚需品+白酒滞涨标的

1）白酒：本周，白酒板块持续走强，**茅台和五粮液两龙头市值在本周创新高。**原因：一方面是茅台批价重回上涨至 2200-2300，提振市场情绪；另一方面，板块 19 年报和 20 一季报来看，龙头企业业绩超预期；最后，国内疫情企稳，消费逐步回暖，边际利好板块。

从市场和资金角度看，随着国外疫情的严重化以及国内企稳好转后，我们认为白酒更多是内需影响相对较小，各地**促进消费政策频出也是对消费端的影响边际向好；放开外资对 a 股的配置额度，历史来看，外资对食品饮料板块青睐较高。**

中长期，白酒行业高壁垒高营利性下，疫情是板块影响相对是短期的，前期超跌后，估值回到可配置区间，**我们优选高端酒的茅五泸，目前茅五市值新高，建议关注短期内滞涨标的，如老窖、古井、顺鑫等。**

2）大众品：本周我们重点推荐的千禾味业市值继续新高。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。一条主线是 20 年公司基本面有好转，估值在相对底部的标的，推荐：**千禾味业、涪陵榨菜**、安琪酵母等；另一条则是龙头性企业如海天、中炬等中长期推荐。

五、推荐个股

重点推荐：牧原、新希望、茅台；

其他：**五粮液、泸州老窖、千禾味业、涪陵榨菜、海天**、中炬高新等。

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

上证综指涨跌幅为 1.23%，沪深 300 涨跌幅为 1.30%。家电板块涨跌幅 3.64%，跑赢大盘指数，主要原因在于：家电行业属于耐用消费类，疫情后，销量有所恢复，五一销量也是刺激因素。

二、行业动态与展望

（1）“五一”终端线上家电销量同比增速良好

2020 年“五一”的家电市场表现可圈可点，消费券以及天气等积极因素加速了需求恢复进程，奥维数据显示当周（04.27-05.03）空调线上零售量同比增长 100%，表现领跑大家电，其中格力+262%、美的+143%；此外油烟机当周线上零售量也大幅增长 50%以上，且线下跌幅也有明显收窄，可见前期因安装属性受疫情压制较大的品类后续反弹值得重视。与此同时，线下表现仍比较差，空调/冰箱/洗衣机线下渠道销量同比下滑 11%/13%/19%，销售额分别同比下滑 19%/6%/11%。

（2）空调行业线上均价有所回升，拐点即将来临

近期空调价格止跌回升趋势明显，线上均价已从春节后的 2100-2200 元回升至 2400 元以上，线下均价则从 2500 元回升至 3400 元左右，“五一”期间空调线上、线下价格环比仍有上行。厂商层面，格力在促销、高基数背景下价格仍有下探，率先使用价格工具的美的均价环比已逐步上行。后续考虑到格局优化、需求回暖及新能效出台等因素，行业价格竞争或已步入尾声。

（3）空调 3 月份出货量情况

产业在线数据显示：3月份空调内销423.2万台，YoY-55.6%（1-3月1076.2万，YoY-50.8%）；外销841.2万台，YoY+8.9%（1-3月1736.4万，YoY-9.6%）；冰箱：内销332.4万台，YoY-22.1%（1-3月740.3万，YoY-27.1%）；外销295.6万台，YoY+5.6%（1-3月695.0万，YoY-3.6%）；洗衣机：内销318.7万台，YoY-18.8%（1-3月852.5万，YoY-23.7%）；外销173.6万台，YoY-8.2%（1-3月413.3万，YoY-15.9%）。零售端（奥维云网1-3月累计零售额监测数据）：冰箱：线上YoY+5.6%、线下YoY-41.4%；洗衣机：线上YoY+0.1%、线下YoY-47.3%；空调：线上YoY-25.1%、线下YoY-55.3%。

展望：5月8号，商务部在发布会上表示，五一期间线上消费大幅增长。从大数据监控看，五一期间全国实物商品网络零售额同比增长36.3%。结合上面的家电销售数据看，线上销售的确表现优异。一方面是之前受疫情影响，整体的零售受影响。在疫情控制后，控制措施有所放松，因此消费在恢复。另一方面，线下销售还是受限，出门消费还没有整体恢复，因此线上销售成为了更好的补充。因此，后期需要更重视线上渠道的表现和相关公司在这方面的改变。

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+2.08%,在28个申万一级行业中,表现排名第15位,同期沪深300指数涨幅+1.30%,中小板指数涨幅+2.04%，创业板指数涨幅+2.70%。细分子行业来看，表现最好的依次是造纸（+2.71%）、家用轻工（+2.02%）和包装印刷（+1.63%）。个股表现来看，涨幅前五的非ST公司分别是德艺文创（+16.10%）、志邦家居（+12.83%）、宜宾纸业（+11.03%）、萃华珠宝（+8.75%）和集友股份（+8.03%）；而跌幅最大的五家非ST公司分别是中源家居（-26.16%）、宜华生活（-14.62%）、珠江钢琴（-14.11%）、金洲慈航（-9.48%）和永艺股份（-5.97%）。

二、本周主要观点

近期文化纸价格跌幅较大，未有明显改善迹象。近期文化纸价格跌幅明显，本周铜版纸、双胶纸价格指数分别收于5620、5853元/吨，较上周环比下跌1.75%/0%，自4月以来分别下降400、100元/吨，铜版纸价格降幅尤其明显。铜版纸下游需求以服务行业（餐饮旅游、地产、展会）商务印刷、出口产品说明书等为主，受新冠疫情负面影响较大，叠加5-8月普遍为需求淡季、库存居高不下，部分大厂原本出口海外产品转销国内，造成国内供给短期增加，故近期铜版纸价格持续疲软。双胶纸方面，下游教辅需求尚未完全恢复，成品纸出口不畅，而供给端部分铜版纸厂

商转产双胶纸、以及进口纸集中进入国内市场，导致双胶纸短期出现供过于求的局面，市场出现低价抢单现象，预计短期价格仍将承压。

包装纸需求端维持弱势，纸价虽然低位但短期难有起色。本周瓦楞纸价格指数收于 2998、3597 元/吨，较上周环比下滑 0.17%/0.49%。目前国内需求虽有恢复但外需仍表现乏力，外贸订单下滑明显已成事实，包装纸价格缺乏上涨动力。据纸业联讯，目前多家包装纸厂商表明目前利润微薄、纸价接近盈亏平衡线，预计后续价格下行空间亦有限，弱需求下或维持低位震荡。

纸浆价格上行乏力，国废价格低位震荡。本周纸浆市场价格总体处于涨势，但涨价略显乏力，近期海外浆厂受疫情影响停产情况有所好转，据纸业联讯，新西兰和智利部分浆厂复工，本次疫情对浆厂生产的扰动在不断降低。国废方面，本周废纸价格低位震荡，整体略有下调，但幅度不大。预计短期国废供需面或继续保持弱平衡的态势，价格亦将维持弱势震荡。

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，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，短期或受益于本次疫情。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

疫情持续时间超预期风险；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 2.97%，上证综指涨幅 1.23%，医药跑赢大盘。

医药板块当前动态市盈率 43.4 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 75.95%，处于平均偏高的水平。

二、行业情况

1、新冠肺炎防控方面

截止 5 月 8 日，新冠病毒感染海外新增确诊超 9 万，累计确诊超 392 万，死亡超 27 万；国内新增境外输入病例 1 例，新增无症状感染者 15 例，新增治愈 53 例，无新增死亡。美国新增确诊超 2 万，较昨日减少；英新增确诊超 4 千，连续 2 天减少；意、德、法新增确诊上千例；西新增核酸检测确诊上千例，抗体检测确诊近 2 千。俄新增确诊上万，较昨日减少，累计确诊超 18.7 万，死亡率仅 0.9%；巴西新增确诊上万，新增死亡超 8 百例，累计确诊超 14 万。

2、行业情况总结：医保基金受疫情影响收入下滑

2020 年 1-3 月，全国医保基金累计收入 0.57 万亿（职工 3082 亿，居民 2621 亿），同比下降 10%。累计支出 0.43 万亿（职工 2728 亿，居民 1584 亿），同比增长 3%。2020 年 3 月，全国医保基金单月收入 2013 亿，同比下降 18%（2 月为-10.9%），单月支出 1524 亿，同比增长 0.3%（2 月为 14.6%）。2020 年 3 月，职工医保月度结余率下滑至 8.4%，居民医保月度结余率为 41.1%。

医保基金收入之所以受到疫情影响，主要系为全力支持复工复产，减轻企业负担，国家医保局会同财政部、国家税务总局明确提出，在确保基金收支中长期平衡的前提下，可从 2020 年 2 月起对参保单位减半征收职工医保费，最长实施 5 个月；参保单位和个人还可延期缓缴医保费不超过 6 个月，缓缴期间免收滞纳金。当前医保基金累计支出增速高于收入增速超过 10 个百分点，短期来看，支出增速与收入增速或将继续倒挂，但在缓缴期后有望恢复平衡。

整个一季度，医药板块因为良好的业绩，受到市场的热捧。进入二季度，由于处在业绩真空期，就整个板块而言，更加关注受疫情拖累导致一季报表现较差，二季度需求有望快速回补的医药高端消费、医疗服务等细分领域。

根据目前的情况，短期看国外疫情持续蔓延背景下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)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 68.07，周涨幅 1.75%。板块本周上涨前五名分别是华致酒行（14.92%）、南极电商（10.69%）、王府井（10.62%）、萃华珠宝（8.75%）、家家悦（7.74%）。

国内防控取得阶段性重要成就，经济社会秩序加快恢复，商贸流通复工复市持续向好，3 月以来居民的消费市场趋于活跃，销售企稳回升。五一期间，全国购物中心平均客流回暖率达 65.3%。分城市看，北京回暖率为 49.0%、上海回暖率为 69.9%、广州回暖率为 58.2%、深圳回暖率为 57.6%、武汉回暖率为 43.8%。北京市商务局的数据显示，北京市重点监测的电商企业销售额 21.4 亿元，比去年同期增长 26.8%；北京百家企业“五一”期间销售额 39.6 亿元，恢复至去年同期水平的 94.1%。

我们认为疫情阶段性成效显著，线下渠道消费场景逐渐恢复，同时叠加二季度贯穿清明、五一、端午等多个节假日消费机会；二是各地各行业积极响应促销费政策，通过消费券、折扣、打折等方式扩大影响力，放大政策和资金的杠杆作业，促进消费回补和潜力释放，利好零售二季度表现。

二、行业专题

5 月 7 日，京东快递全货机（波音 737-300F）起飞，深圳至无锡航线首航，标志着粤港澳大湾区与长三角两大核心经济圈“夕发朝至”的快递时效将成为常态，互发次日达城市圈扩容 300%。这是京东第二架全货机，2018 年 11 月，

京东第一家全货机首航。京东近年来不断加大航空网络建设，与南航、国货航、东航物流等企业达成合作，航空城市流向已超过 3 万条，可寄航空件的城市也扩展至 120 多个，城市覆盖范围也逐渐从一二线向三四线城市拓展。自有全货机相对客机腹舱，单机运量和时效大幅提升，同时方便物流企业自主规划和使用，掌控性和灵活度较高。

4 月底，京东在全国七大区 140 余个城市推出特快送时效承诺产品，夯实“时效“护城河。京东快递也将持续加码航空枢纽建设，进一步增开无锡到天津的全货机航线，从而实现粤港湾大湾区、长三角与京津冀中国三大“经济高地”的空中串联，大幅提升区域间的寄递时效，更好地服务三地之间的经贸往来。

我们认为当前快递企业正迎来布局航空建设良机，4 月国家邮政局等七部委发布《关于当前更好服务稳外贸工作的通知》中提及要“加强航空货运运力配置，充分发挥国际航空货运审批‘绿色通道’作用，支持航空公司增开全货运航线航班、使用客机执行货运航班，并在航权、时刻方面给予倾斜。”航空业务此前一直是顺丰的最大特色和时效保障，截止 4 月末，顺丰运营全货机 59 架，同时自有机场处于不断建设中。疫情期间，顺丰航空布局作用显著，对京东快递等增长自身航空运力具有启发效应。

我们认为成本、时效、服务质量是快递企业的竞争关键，顺丰京东布局航空将获得更多发展机遇，但是同时短期也将带来客机购买/租赁、折旧、燃油等重资本投入，成本压力加大。不同快递企业在三者中选择平衡点，发挥资产的最大效用，其他快递公司也在不断加强快递件时效，提升用户体验。

三、投资关注

1、顺丰控股（002352）公告子公司丰巢开曼的子公司丰巢网络与中邮智递重组。交易后，中邮智递原股东中邮资本、三泰控股、浙江驿宝、明德控股将减资退出中邮智递，中邮智递成为丰巢网络的全资子公司。公司对丰巢开曼的持股比例将从 13.67%稀释至 9.75%，但顺丰控股股东明德控股直接间接持股丰巢开曼 37.8%股权，仍为第一大股东；中邮智递原股东将有权认购丰巢开曼新发行的股份成为丰巢开曼的股东，中邮智递原股东中邮资本、三泰控股将合计持有丰巢开曼 28.68%股权。中邮智递将成为丰巢的全资子公司。

截止 2020 年 3 月 31 日，市场上已建成智能快递柜有 40.6 万组，通过快递柜投放快递量约占全国总件量 10%，丰巢布放智能柜 17 万组，中邮速递布放 9.4 万组，二者合并后将合计占有国内智能快递柜 65%市场份额，话语权提升。同时在网络布局上，丰巢一二线市占率较高，一线城市市占超 70%，中邮速递在低线城市网络更强，此次交易后，丰巢网络效应将近一步增强，布局完善优化，双方实现成本、网络、资源的共享协同，实现末端服务的场景化多元化标准化。

目前二者均为亏损，丰巢开曼 2020 年 1 月至 3 月未经审计营收 3.34 亿元，未经审计净利润为亏损约 2.45 亿元，而 2019 年营收 16.14 亿元，亏损约为 7.81 亿元。中邮智递 2020 年 1 月至 3 月未经审计营收 7021 万元，未经审计净利润亏损约 1.59 亿元，而 2019 年营收 4.29 亿元（其中，广告业务收入 0.63 亿元，快递柜业务收入 3.66 亿元），亏损约 5.17 亿元。

2、值得买(300785.SZ)：公布非公开发行股票预案，拟发行数量不超过发行前公司总股本 30%（0.61 亿股），拟募集资金总额不超过 10 亿元(含本数)，扣除发行费用后的募集资金净额拟投向：内容平台升级项目（拟 5.38 亿元），多元化消费类 MCN 项目（拟 0.92 亿元），消费互联网研究院项目（拟 1.46 亿元）和补充流动资金项目（拟 2.24 亿元）。

打造“社区+短视频及直播”商业模式，实现内容展现形式多元化。此次募资最大投向为内容平台升级，公司将增设短视频和直播营销模式，为广告主提供更加多元化的互联网营销手段，提升平台活跃度，增强新媒体运营能力。短视频直播等模式将为公司带来新的盈利点，同时将严肃导购下的“人找货”推进为“货找人”，实现商品和内容的同步流通和转化，提升客户粘性和转化率，提高营销效果，扩大覆盖人群。

提升公司品牌知名度，完善营销产业链布局。公司拟通过本次非公开发行募集资金投入“多元化消费类 MCN 项目”，打造并经营基于内容的垂直领域 MCN 机构，孵化和招募 KOL，打通从消费内容呈现到电商流量变现的全流程，强化优势地位，增强品牌商服务粘性。

建立研究院发声，提升公司品牌力。“消费互联网研究院项目”，通过对用户画像和用户购物行为的研究分析洞悉最新消费趋势、了解消费新需求、探索个性化产品定位，进而向社会发布研究成果相关报告，达到为用户发声、为公司发声、为行业发声的目的，最终将进一步提升公司影响力。

我们认为公司此次开拓短视频、直播业务及自建 MCN 加强内容导购竞争优势，强化护城河，为公司中长期发展奠定基础。

四、风险提示

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 0.2%，沪深 300 上涨 1.3%，上综上涨 1.23%。板块跑输大盘指数。

克尔瑞发布 1-4 月销售情况，2020 年 4 月，市场热度回升、房企加快供货，百强房企销售恢复情况略好于预期。市场层面，4 月一线城市房地产市场快速转暖，成交量环比增长 37%，24 个二三线城市房地产市场复苏进程也明显好于预期。企业层面，TOP100 房企 4 月单月业绩规模环比上升 17.2%，累计业绩降幅自 3 月以来继续收窄。整体而言，一季度以来市场及企业销售表现正逐步恢复正轨。4 月，银行间市场流动性相对充裕，按揭贷款的放贷节奏明显加快，房贷利率也适度下移。受此影响，房地产市场快速回暖，房企加快供货节奏，市场热度迅速回温，供求皆恢复至疫前，同比跌幅由上月的 3 成左右降至 1 成以内。

具体而言，一线城市房地产市场快速转暖，成交量环比增长 37%，同比跌幅进一步收窄至 10%。24 个二三线城市房地产市场复苏进程明显好于预期，成交量环比近乎全线回升，同比跌幅大幅收窄至 4%。其中，4 成以上二三线城市房地产市场明显升温，成交量同比步入上行通道。其余近 6 成二三线城市房地产市场有序复苏，成交量同比跌幅进一步收窄。尤其是无锡、常州和佛山这类强三线城市，成交量已基本恢复至疫前，同比跌幅皆不足 5%。 20Q1 由于疫情导致行业销售暂降，但主流房企销售目标仍有 0-20%增速。考虑到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。**

化工（王双）

一、行业走势

上周申万化工指数上涨 2.71%，上证指数上涨 1.23%，行业指数跑赢大盘指数。其中涨幅居前的板块是日用化学品、炭黑、改性塑料；跌幅较大的板块钾肥、磷肥、纯碱。

二、行业观点：

聚合 MDI 止跌并上涨，MDI 进入检修期：聚合 MDI 价格 4 月 8 日达到最低点 10400 元/吨，近期已经开始小幅上涨，目前价格 11800 元/吨，上涨幅度超过 10%，公司 5 月份挂牌价保持稳定。二季度是传统的检修季，预计万华烟台装置、部分上海工厂装置将会有检修计划，市场供给存收紧预期。需求端，国内各行业大多已正常开工，海外也逐渐进入复工阶段，整体终端需求正加速回暖。

江山化工关闭 DMF 产能 18 万吨，华鲁恒升成最大受益者：今年 4 月 20 日后，江山化工 18 万吨/年的 DMF 装置逐步降负减产，5 月 6 日停产，公司在江山基地关停后不再寻求异地重建。2019 年国内 DMF 产能总计 100 万吨、需求 72.5 万吨，华鲁（23 万吨）、江山（18 万吨）为行业前两大企业，江山化工退出导致供给大幅收缩。DMF 常年处于产能过剩局面，近几年来产量基本维持在 70 万吨左右，终端来看，全球疫情拐点未至，国际贸易恢复缓慢，我国出口行业类订单尤其是皮革类产品、服饰、鞋业、家具等成品出口受影响比较大。DMF 供需格局好转，价格有上涨预期，DMF 涨价 1000 元，华鲁恒升年化净利润增厚 2.2 亿元，且公司通过技改扩能将于 9 月增加 10 万吨 DMF 产能，市占率将提升到 40~50%。

钛精矿支撑钛白粉价格：目前金红石型钛白粉市场主流报价为 13500-15000 元/吨，锐钛型钛白粉主流报价为 11000-12300 元/吨。受疫情连锁反应影响钛白粉市场需求持续低迷，由于前期减产限产及假日促销等措施，供需改善略显成效。钛白粉需求始终弱势，部分厂家实施减产，钛白粉社会库存量有所降低。由于钛白粉原料钛矿价格居高不下，后市钛白粉价格大幅下调可能性不大。

涤纶长丝企业上调价格，但需求仍未恢复：本周涤纶长丝市场主流产品价格大幅上调，但下游企业需求依旧低迷，现其 POY150D 产品市场主流商谈价格 5400 元/吨，较上周同期价格上涨 500 元/吨；FDY150D 产品市场主流价格为 5900 元/吨，较上周同期价格上涨 500 元/吨；DTY150D 产品市场主流价格为 7000 元/吨，较上周同期价格上涨 500 元/吨。截至 5 月 7 日江浙地区化纤织造综合开机率为 51.19%，环比下降 3.35 个百分点。欧洲多国疫情防控出现向好或缓和趋势，前期延期的订单部分恢复生产，但外贸订单整体依旧匮乏并且新订单尚未下达。五一期间停工放假企业相对集中，停工时间多在 3-10 天，少数较高 15-20 天。

三、投资建议：

原油价格暴跌，化工产品价格失去支撑，长期看，有利于精细化工成本下降。随着疫情的控制，在今年二季度以后，随着下游开工的逐步恢复，工程投资抢进度将带来的需求爆发，关注优质公司的长期逻辑。

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、龙蟒佰利。**

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。**

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

本周上证综指涨跌幅1.23%，收于2895点，创业板指涨跌幅2.70%，沪深300同比涨跌幅1.30%，机械设备涨跌幅3.07%，跑赢沪深300指数1.77pct。

二、机械行业动态及投资观点

目前疫情为影响经济的最大变量，海外疫情继续扩散，国内基本已实现复工。当前时点，从业绩确定性角度，我们认为应重点布局内需板块。

首推国防装备板块，国防装备需求相对刚性，且近年新型号不断推出并批产交付，带来市场增量，与历史相比，目前板块估值较低，配置价值提升，包括整机厂、信息化、原材料等细分赛道均迎来较好投资机会；

推荐工程机械板块，经济下行压力下，基建投资将成为拉动经济的主要抓手，工程机械触底反弹，迎来量价提升，预计二季度继续向好，目前板块估值处于合理水平，推荐配置板块龙头标的；

推荐自动化设备板块，从中长期角度疫情或将加速工厂自动化升级，短期看相关企业口罩机业务增量较大，重点推荐拓斯达；

光伏设备、半导体设备板块，具有较强的科技成长属性，短期增速或将面临一定压力，但着眼中长期，仍为重点配置方向。

1、工程机械：二季度需求大幅增加，量增价涨行业景气向上

1）工程机械销售触底反弹。受疫情影响，1月、2月挖机销售同比下滑分别-15.4%、-50.5%；由于复工复产，3月挖机触底反弹，销售同比增加11.6%。**预计4月挖机销售增速将在50%以上，龙头销售增速更高。5月行业将继续保持较高增长。**

2）产品供不应求，价格提升5%-10%。主要厂商小挖价格上调10%，中大挖价格上调5%；混凝土泵车价格上调5%-10%，起重机价格上调5%。我们认为基建回升带来的需求反弹才是主机厂提价的底气所在。预计提价对净利润影响将在二季度显现。

3）投资建议：在量价齐升的行业背景下，板块股价有望进一步上行，重点推荐恒立液压、徐工机械。

2、光伏设备：隆基硅片价格再降约5%，行业设备投资短期承压，但中长期看新技术、新设备是降本增效的核心动力

1）5月9日隆基单晶硅片价格调降约5%。其中M6硅片报价2.77元，较4月17日报价降低5.14%；G1报价2.68元，较4月17日报价降低5.30%。产业链价格持续调降将进一步压缩厂商利润。预计龙头厂商扩产或将稳步推进，而中小厂商扩产将会更为慎重。

2）设备厂商在手订单充沛，但新增订单或将趋缓。电池片设备标的捷佳伟创为例，2020Q1其合同负债23.58亿元，同比增加42.82%。2020Q1存货33.83亿元，同比增加43.92%，预计其全年收入端增速约50%；硅片设备标的晶盛机电目2020Q1在手订单预计达44.06亿元，为2019年收入1.42倍。但我们预期在量减价降的大背景下，设备厂商新增订单或将放缓。

3）从中长期看，需求将会恢复增长，同时新设备、新技术仍将是降本增效的最重要手段。着眼中长期，价格战将会促进市场集中度提升，并促进平价上网，利好行业良性发展，而疫情过后，需求必然恢复，光伏装机将重回增长；而目前光伏技术演进路径较为清晰，电池片工艺方面，从目前PERC，到PERC+、TopCon，再到异质结，电池片尺寸方面，从8英寸到12英寸。光伏行业技术迭代的同时，也将带来增量设备需求，设备行业中长期向好。

4）投资建议：当前时点，我们继续看好光伏设备板块，经过近期股价反弹，目前相关标的估值处于合理区间，重点标的为晶盛机电、捷佳伟创、迈为股份等。

3、【中直股份】一季度业绩低于预期，但全年增长无忧，继续推荐

1）本周股价微跌0.61%，跑输行业指数3.74pct。我们认为主要由于一季度业绩低于市场预期，公司一季度营收同比下滑18.24%；归母净利润同比下滑34.12%；公司业绩明显弱于中航沈飞、中航飞机等其他航空股。

2）存货及合同负债表明订单仍然较好。2020Q1存货172.87亿元，同比增加25.34%，环比增加9.46亿元。公司存货大幅增加，表明待交付或在产品仍较多。2020Q1合同负债61.54亿元，处于高位，同比增加12.99%，与存货数据相互印证表明公司订单状态较好。

3）投资建议：一季度一般占全年收入仅15%左右，对全年交付影响不大，继续给予推荐评级。我们认为新型号驱动公司业绩的逻辑仍然不变，一季度虽然下滑，但订单、生产仍较好，维持全年增长25%左右判断不变。继续给予推荐评级。

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 1.23%，申万有色指数上涨 3.40%，子板块均上涨，其中锂板块大幅回升 9.20%、稀有小金属、磁材涨幅超过 5%。价格方面，小金属钴价回升锂回调，本周钴价小幅回升 0.83%，钴盐价格持平，碳酸锂价格继续下跌 2.22%，氢氧化锂价格较上周持平，近期氢氧化锂价格保持稳定， 低库存下需求回归有望率先反弹；贵金属方面，COMEX 黄金下跌 0.32%、COMEX 白银上涨 5.60%；疫情略显平稳带来预期修复，基本金属价格普涨。

二、行业动态与投资观点

1、新能源金属

短期供需双弱，新能源长期趋势不改，关注钴价反弹及锂价企稳。疫情引发市场对新能源金属需求预期降低，海外

疫情爆发压制了近期钴、锂价格走势。嘉能可一季报显示钴产量下滑 44%，海外疫情新能源供需端均受到一定程度冲击，供给端刚果金、南非等地钴供应链或受到封闭政策运输的影响，需求端海外部分下游因疫情影响停工和出口受阻，需求可能滞后。锂方面，受疫情影响价格反弹有所延后，近期碳酸锂价格持续回落，但氢氧化锂价格保持坚挺，预计 2020 年氢氧化锂将存在缺口，低库存下需求回归有望率先反弹。疫情造成行业供需双弱，疫情对钴锂产业链影响从下游蔓延至上游，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，刚果金钴原料出口不确定性增强，国内下半年或面临需求回暖和原料进口受限带来的供需错配，看好后续钴价反弹和锂价筑底企稳，推荐华友钴业、赣锋锂业

2、贵金属

受疫情影响美国 4 月失业率增幅较大，非农就业人口数骤降，美国 4 月非农就业人数减少 2050 万人，为 1939 年有纪录以来最大降幅，美市场预期减少 2200 万人，前值为减少 70.1 万人。美国 4 月失业率为 14.7%，创上世纪 30 年代经济大萧条以来最高水平，美市场预期 16%，前值为 4.4%，略好于预期。疫情影响后的美国经济下行压力仍存，美联储持续扩表难改经济下行趋势，全球低利率环境有望延续，且油价底部企稳通胀预期有望逐步修复 ，实际利率保持低位，金价上行趋势不改，继续看好后续贵金属行情。

3、新基建材料

国家提出新基建发展方向，加强逆周期经济修复力度。与 5G、新能源汽车、特高压和轨交相关的铜带箔、镁合金、靶材和复合材料预期显著受益。建议关注博威合金（高强高导铜合金材料）、楚江新材（铜基材料+碳纤维+半导体碳化硅材料）和隆华科技（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

三、重点个股

菲利华、博威合金、钢研高纳、华友钴业、赣锋锂业、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

上证综指涨跌幅为 1.23%，沪深 300 涨跌幅为 1.30%。电新板块涨跌幅为 1.52%，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。金属钴价格环比-1.50%，报价 24.25 万/吨。碳酸锂价格环比-1.02%，报价 4.85 万元/吨。氢氧化锂价格环比持平，报价 5.60 万元/吨。三元正极 523 价格环比-1.10%，报价 11.25 元/吨；622 价格环比-2.50%，报价 12.65 万元/吨；811 价格环比-6.04%，报价 17.25 万元/吨。磷酸铁锂价格环比持平，报价 4.10 万元/吨。钴酸锂价格环比持平，报价 21.50 万/吨。负极（中端）价格环比持平，报价 4.60 万元/吨。电解液（三元）价格环比-4.44%，报价 4.30 万元/吨。湿法隔膜（中端）价格环比持平，报价 1.50 元/平方米。

（2）三一重工 4 月份挖掘机销量超 1 万台

2020年4月份挖掘机总销量43219,同比+52%,其中国内41705,同比+58%。三一重工销量10994台,同比增长 63.26%,市占率24.20%,同比提升0.5个pct,环比下降1.7个pct。

(2)3月份新能源车4月产量7.3万辆,同比-31%,环比+41%

根据GGII数据,2020年4月中国新能源汽车产量约7.3万辆,同比下降31%,环比增长41%,延续3月以来的行业复苏态势。动力电池装机量约3.60GWh,同比下降33%,环比增长30%。特斯拉4月产销量1.12万辆,超过比亚迪升至行业第一,一汽大众、上汽大众、华晨宝马开始放量,进入行业前十。

展望:2季度,新能源车行业景气度逐月回升,Q3国内外销量有望重新高增,重迎拐点。疫情只会影响短期销量和公司的业绩,不改行业大趋势,更不改行业格局。而且近期出台的国家补贴政策退坡幅度温和,地方也在加大力度促进新能源汽车消费。在2019年基数效应下,行业在Q3开始将同比大幅转正。新能源车产业链机会值得关注,龙头公司如宁德时代等值得配置。

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。

成长股

汽车（王树宝）

一、行业表现回顾：上周汽车指数+8.5%，HS300 指数+2.97%；上汽、潍柴、广汽、长安、华域等个股表现较强；比亚迪、宇通等个股表现较弱。

二、行业动态及趋势展望

【乘用车销售明显好转，长安汽车表现最强】

4 月份，上汽集团、广汽集团、长安汽车、长城汽车、比亚迪分别实现销量 41.76、16.63、15.96、8.1、3.2 万辆，同比分别-8.6%、+6.1%、+32%、-3.6%、-16%。1-4 月上述五家车企分别累计销售 109.7、47.2、46.3、23、9.3 万辆，累计同比分别-45%、-28%、-19%、-37%、-40%。今年以来长安汽车销量表现最强。

行业方面，乘联会周数据显示，4 月 1-4 周（1-25 日）的乘用车市场零售总体回升相对较快。前 4 周日均零售 3.5 台/日，同比增速下降 2%。其中第 1、2、3、4 周分别实现日均销售 2.19、3.35、3.70、4.88 万台，同比分别-35%、+14%、0%、+12%。

4 月回暖明显，较 3 月的前 4 周同比下滑 42%的增速改善很大。4 月反弹体现车市零售已经是从疫情影响下平稳改善。

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，目前是较好的入场时点，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，以及规模较小成长潜力较大的新泉股份、保隆科技。

（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 1.23%，创业板上涨 2.7%；申万通信板块指数上涨 3.36%，申万电子指数上涨 5.36%。

通信方面，4 月 30 日，中国证监会和国家发展改革委员会联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》。通知指出，基础设施 REITs 是国际通行的配置资产，具有流动性高、收益相对稳定、安全性较强等特点，能有效盘活存量资产，填补当前金融产品空白，拓展社会资本投资渠道，提升直接融

资比例，增强资本市场服务实体经济质效。着本次通知的发布，国内公募 REITs 试点有望正式起航。不同的资产类型对应 REITs 的收益率、成长策略皆有所差异，IDC REITs 是众多 REITs 类型中的一种。根据 NAREITS 统计，2020 年年初至 3 月 31 号不同资产类型的 reits 收益率呈现出显著的差异,其中数据中心 REITs 的收益率最高达到 8.8%。海外以 EQIX 等为代表的大型 IDC 公司皆以 REITs 的形式运营，REITs 减轻了 IDC 运营商的筹资、融资压力，同时分红要求使得 IDC 运营商更加聚焦主业并提升运营效率，为 IDC 公司持续发展夯实基础。

目前，随着 5G、人工智能等新一代技术的应用普及，社会信息化和数字化程度的提升，以及移动流量的高速增长，都使得对 IDC 的需求持续增长。根据中国信通院发布的《数据中心白皮书（2018 年）》，2018 年国内 IDC 市场总规模为 858 亿元，2016~2018 年复合增速为 31.76%，远高于全球 10.23%的增速。我们认为，国内的 IDC 行业有望受益于此次的 REITs 政策，重点推荐光环新网、数据港和奥飞数据。

另外本周有媒体报道，美国拟允许美国企业和华为共同参与 5G 网络标准制定。对此，华为美国首席安全官回应称，这项规则的修改并不涉及谁能够向华为买卖产品的问题。允许华为参与标准制定，对于所有通信技术的参与者而言都是有好处的。

整体来看，当前国内疫情已经基本稳定，海外疫情也从最危险时期逐渐走出，短期市场波动较为缓和，未来随着海外复工推进，经济有望进一步企稳反弹，我们继续重点推荐板块中的龙头个股，包括中兴通讯、沪电股份、中际旭创、新易盛、光环新网、立讯精密、兆易创新等。

风险提示：5G 建设不及预期，数据中心及光模块景气低于预期，消费电子景气持续下滑。

行业及公司重点新闻动态：

1、IC Insights 发布 2020 年第一季度全球销售额排名前十的半导体（IC 和 OSD 光电、传感器和分立器件）供应商，包括四家无晶圆厂公司（博通、高通、英伟达、海思）和一家纯晶圆代工厂（台积电）。其中，英特尔、三星、台积电位居前三，英伟达和华为海思均首次跻身前十，分别位列第九名和第十名。2020 年第 1 季度有两个新进入者进入前 10 名，分别是海思和英伟达。中国无晶圆厂 IC 供应商海思半导体的排名跃升了 5 位，升至第 10 位，使其成为全球排名前 10 位的首家中国半导体供应商。

2、IDC 发布最新报告显示，2020 年一季度中国智能手机市场出货量约 6660 万台，同比下降 20.3%。IDC 认为，受疫情影响一季度 Q1 国内市场最终整体表现优于预期。华为以 42.6%的市场份额排名第一,Vivo(18.1%)、OPPO(17.8%)分列二、三位。小米以 10.6%的份额位列第四，苹果第五，份额为 7.6%。

3、据媒体从相关厂商处获悉， Skyworks 已经通知其客户，公司墨西哥工厂已经通过了当地政府的防疫检查，在当地时间 4 月 28 号全面复工。墨西哥工厂是 Skyworks 全球最大的封测中心，产能约占公司 70%左右，4 月 13 号因应墨西哥政府 Covid-19 公共卫生防控需求暂停运营。公司渠道库存通常都控制在 6 周左右，两周的临时关闭会降低库存，但基本上不会影响客户生产计划。Skyworks 主要从事高性能模拟 IC 设计和生产制造，主要市场包括手机蜂窝网络，基站服务，物联网等，射频前端解决方案客户包括苹果、三星、华为、Oppo、Vivo 和小米等。

计算机（黄翔）

一、行情回顾：

本周申万计算机指数上涨 3.82%，板块成交额 1789 亿元，沪深 300 指数上涨 1.30%。板块近期持续 上行，验证了我们 4 月初提示的计算机进入可配置区间的判断。我们认为，尽管短期海外疫情仍存反复压力，但计算机行业主要为内需投资属性，20 年受益政策叠加技术，行业景气度较高，国内已开始复工，行业估值处于近 5 年中位（考虑商誉和现金流等），Q1 业绩冲击已不断消化。**5 月市场情绪或较高，配置受益风险偏好上行的β属性个股或可实现超额收益，此外也可重视网络安全等全年高景气不改、Q1 疫情期间订单延后至 5 月起释放的细分行业。**

二、投资观点：

1、5G 先行应用——5G 信息正式落地

（1）eMBB 将是 5G 最先落地的应用场景

5G 三大应用场景，增强型移动带宽（eMBB）、超高可靠低时延（uRLLC）、海量机器通信（mMTC），其中增强型移动带宽（eMBB）使得下载速度由 4G 时代的 100MB/S 提升至 10GB/S，将带来网络流量的井喷以及流量成本的急剧降低，一方面将带动流量相关应用的创新升级，主要为 5G 信息和超高清等，另一方面带来服务器、流量监控等流量相关基础设施需求量急剧增长。

（2）中国移动率先推出「5G 消息」App

5 月 10 日消息，Tech 星球（微信 ID：tech618）独家获悉，中国移动率先对外推出“5G 消息”独立产品。从中国移动官方给出的介绍来看，5G 消息 App 是中国移动基于国际 RCS 标准，打造的一款通讯及服务软件，支持发送文本、图片、音视频、地理位置等丰富消息；还可与商户的聊天机器人进行交互，获取 7×24 小时的智能服务。

“5G 消息”App 在整个功能和设计上更像是“实时聊天+短信+微信公众号”的集合，针对 To B 和 To C 业务。该 App 独立于手机系统自带的短信功能，用户打开“5G 消息”后，需要将其设置成默认短信应用才能使用。5G 消息”分为“会话”和“发现”两个功能区，其中“会话”保留了传统的短信收接业务，而添加好友的方式就是加对方手机号即可，用户还可以通过“5G 消息”实现与其他手机号用户的在线沟通。而在“发现”内，可以显示一些生活中所需要的互联网服务商，以通讯录的形式排列。用户可以直接点开相对应的服务商进行线上服务，例如可以在上面通过中国移动轻应用查话费、充流量等，类似于微信公众号。

（3）5G 信息生态存挑战，但相比传统企业短信存优势

各方高度重视 5G 信息。4 月 8 日，中国移动、中国电信、中国联通三家通信运营商联合举行线上发布会，共同发布《5G 消息白皮书》，推出“5G 消息”业务。同时，国内的手机大厂包括华为、小米、vivo、OPPO 等都纷纷表态，将大力支持“5G 消息”业务。我们认为，这反应了运营商和手机厂存在较大盈利压力，竭待在业务、商业模式上开辟新的收入和利润点

5G 信息生态仍存挑战。在实时聊天、小程序聚合平台领域，已有强有力竞争对手微信等。作为运营商寄以厚望的流量入口和应用平台，需吸引足量用户和服务商。平台服务商以及内容服务商如果不能获得较多的回报以及用户量，那么它们会仍然服务于相对同质化的微信以及其他热门平台。

但相比传统短信存在优势，相比微信亦存差异化优势。相比传统短信，5G 富信可以推送视频、图片、语音内容，展现效果更好；支持在线支付和购物等，无需跳转，有利于提升用户体验和转化率；不加好友可发起群聊。相比微信，手机号码实名制认证已基本完成，企业可利直接进行身份验证；可以由企业主动推送给用户，微信需用户先主动关注/添加企业账户，每天消息发送数量有限，这也意味着 5G 消息需面对骚扰短信治理的重要挑战，也需要平衡好商家营销和用户体验。

（4）此外，也可重点关注 5G 应用—自动驾驶的投资机会

建议关注：德赛西威、千方科技、中科创达、四维图新、梦网科技等。

2、行业信创——运营商招标国产服务器

（1）国产芯片服务器首次大规模招投标

5 月 7 日，中国电信发布服务器（2020 年）集采项目货物招标。共 8 个标包，共计 56314 台。第 8 包 H 系列是国产自主服务器，采用鲲鹏 920 系列处理器或 Hygon Dhyana 系列处理器，第一次出现在大规模集采名录里，合计 11185 台，占比 20%。

（2）建议关注行业信创投资机会

目前尚未披露海光和鲲鹏芯片服务器的具体占比。本次运营商批量采购对相关上市公司业绩贡献小，但**验证了国产自主芯片服务器已通过客户验证，性能、适配生态等已达到可用阶段；以及行业信创开始规模落地。**

我们预计本次招标的鲲鹏服务器仍主要是华为自产，但预计后续将逐渐转为鲲鹏生态合作伙伴生产。

此外，国产服务器的放量具备基础设施领域的传递效应。服务器上量，直接适配安装的中间件、操作系统、安全防护也会直接上量，此外各类信创应用和相连接的 PC 也将同步启动。同时，电信、金融、政务等规模落地 ，也将拉动下游集成商的需求，其中与上游厂商紧密合作的集成商更为受益。

建议关注：中科曙光、东华软件、神州数码、太极股份、金山办公、纳思达等。

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			