国都投资研究周报 2020.4.13-4.17

本周策略：

两大窗口期考验—国内基本面影响与欧美疫情拐点？

一、近期市场展望：基本面考验窗口期，短期消化疫情滞后影响

1、国内疫情已进入第三阶段，A 股进入消化基本面滞后影响期。我们此前根据疫情这一影响市场关键变量的不同阶段，提出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，而相应可大致划分市场三阶段走势，第一阶段快速大跌、第二阶段前半段修复反弹、第三阶段消化疫情对基本面的滞后影响。当前国内日新增确诊数已基本归零，经济社会与生产生活秩序逐步恢复正常，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。

当前正进入 3 月宏观经济数据公布、A 股上市公司业绩发布的基本面考验窗口期，短期市场或需消化疫情对基本面的滞后影响。结合上市公司已发布一季度业绩预告来看，疫情对上市公司业绩整体冲击较为显著，且预计上半年的影响**“先内后外，自下而上”或逐季显现。**

2、一季度业绩整体难以乐观，疫情冲击预期之内。从截至最新已发布 20Q1 业绩预告的 1020 家上市公司的业绩来看，整体受疫情影响较为明显，影响路径主要体现在疫情严格防控期停工停产、供应链中断或需求下降，从而导致营收端承压，而成本端刚性支出，利润端表现欠佳。

一从已发布业绩预告的业绩变化的分布类型来看，其中逾六成预警（首亏、续亏、预减、略减各占 21.6%、11.2%、17.4%、12.6%），不足四成预喜（预增、略增、续盈、扭亏各占 16.1%、14.0%、2.5%、4.6%）；

二从预告归母净利润增速区间的中位数来看，已发布业绩预告确定区间的 1020 家上市公司的业绩增速中位数为-25.0%，创 2009Q1 以来单季度最差表现（金融危机爆发时 08Q4、09Q1 全 A 归母净利润单季度分别同比-44.1%、-26.2%），也为 A 股近三十年历史倒数第七差业绩表现；当然，由于目前发布业绩预告的业绩占全 A 不足两成，最终全 A 的业绩变化数有待揭晓。

三从整体业绩表现来看，已发布的 1020 家上市公司业绩预告 20Q1 归母净利润中位数合计 488.7 亿元，同比增长 16.6%，但主要系猪价高位中的养殖公司业绩大幅提升贡献所致，若剔除牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份等五大养殖公司（业绩同比增加 101.8 亿元）及越秀金控、恒力石化两家公司后，已发布的 1013 家上市公司 20Q1 归母净利润的合计同比-19.0%。

3、**上下游行业分化加剧。**从行业来看，业绩表现相对稳健的行业主要

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	2796.63	0.58
沪深 300	3769.18	0.93
深证成指	10298.41	1.17
中小板综	9729.23	1.12
创业板指	1949.88	1.72
恒生指数	24300.33	4.38
恒生中国企业指数	9811.12	2.99
恒生沪深港通 AH 股溢价	125.89	-1.21
标普 500	2789.82	10.40
纳斯达克指数	8153.58	8.90
MSCI 新兴市场	888.16	5.92

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	23.19	-11.29
纽约期金	1740.60	3.64
伦敦期铜	5032.00	0.19
伦敦期铝	1484.00	1.02

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。

集中在生活必需品（包括食品加工、轻工生活用品、商超零售等）、上游原材料或零部件（半导体材料、集成电路、电子零部件、锂电池原材料、汽车零配件等），以及受益于疫情特殊时期的医疗器械、线上娱乐与服务（视频、游戏、IT服务、在线教育等）等三大类，而业绩在疫情暴发与防控期冲击较为明显的行业主要集中于下游服务消费端行业，包括影视、餐饮旅游、航空酒店、物流、专业连锁等，以及消费类硬件产品（计算机设备、智能手机等）。

4、上半年来看，疫情对业绩冲击"先内后外，自下而上"或逐季显现。整体来看，考虑到此次疫情蔓延先国内后全球、疫情冲击先中下游终端消费后传递至上游原材料与零部件等的影响链条，预计对行业的影响或体现为"先内后外，自下而上"或逐季显现。

具体来看，一季度国内疫情暴发与防控期，对上市公司经营业绩影响主要体现在隔离防控期的中下游行业的停工停产、人流物流消费客流的基本停摆，行业影响也主要集中在中下游服务与消费类行业。

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，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或上市公司的影响或凸显；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。

5、乐观预计三季度有望触底反弹。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。

二、外部环境评估：欧美疫情已边际缓和，进入防控成效验证期

1、欧美疫情边际缓和：欧美日新增确诊高位震荡缓降，推升欧美股指第二波反弹。我们在四月策略月报<疫情不确定下寻找确定性>中分析指出，近期欧美疫情曲线走势，为决定市场行情的关键变量；并根据中韩抗疫经验曲线、欧美前期采取的隔离管控措施，乐观预计4月中旬欧美的日新增确诊疫情高峰或在四月中上旬。

欧美疫情中心在普遍经历四周的快速上行-高位震荡后，近十日普遍呈现见顶回落迹象，全球（不含中国）日新增确诊数在经历2/26-4/3日共38天加速上升期后，4/4日至今九天转为高位平台震荡、整体缓降态势；根据欧美及全球疫情曲线变化来看，近两周影响市场关键变量的疫情已呈现边际改善，风险偏好略有提升，成为推升3月24至今欧美股指第二波反弹的主要动力。此前，美联储紧密的流动性纾困政策举措，提振美股第一波超跌反弹；这两波流动性纾困、疫情边际缓和，共推升美国三大股指自底部已累计反弹20-30%。值得注意的是，表征市场恐慌情绪的CBOE VIX指数自3月18日触及历史峰值85附近后持续回落，至今已累计回落近半至42附近，但仍远高于历史均值20。

2、当前进入欧美防控成效关键验证期。欧美新冠肺炎普遍自3月10日呈现暴发并快速上行之势，美国加速上行近30天至4月3日后，近十日已现高位震荡缓降态势，近两日新确诊数已回落至3万例下方；欧洲疫情大国普遍快速上行三周至3月底、十天高位震荡后，近十天呈现回落趋势。参考中国、韩国的抗疫经验曲线加速至峰值的两周时长，按3月12-13日欧美普遍宣布采取严格隔离管控措施计算，至最近峰值已普遍严格隔离三周左右，表明欧美在错过了疫情暴发初期的最佳防控窗口期后，持续三周的隔离管控措施初见成效。全球(不含中国)的日新增确诊病例数自4月3日的峰值10.24万例后呈现高位震荡、趋势缓降态势，近两日已回落至8万例下方，全球(不含中国)累计确诊177.1万例。

考虑到欧美疫情隔离管控举措已实施一个月，疫情曲线也经历了加速上升、连续十天的高位震荡与趋势缓降态势，防控初见成效；展望未来，欧美疫情能否确认进入趋势回落？还是存在二次反弹风险？伊朗、新加坡、意大利均出现二次反弹，且近期印度、日本、部分发展中国家的日新增确诊数快速上升，不得不令市场对接下来欧美疫情防控成效的关键验证期高度关注。若欧美疫情曲线能趋势回落，则有望提升市场对于欧美国家如期解封与重启经济的信心，疫情对全球经济影响时长有望缩短，市场再次探底风险下降；反之，若欧美疫情二次反弹，则存在再次冲击市场预期与信心的风险。

3、**展望下阶段，乐观预计欧美新增确诊数自见顶回落至基本归零需 6-9 周时长。**欧美疫情新增确诊数的见顶回落至基本归零时长，参考中韩抗疫经验曲线并按比例参考加速见顶时长，乐观预计欧美日新增基本归零或累计确诊数高峰**需 6-9 周时长**，即对应 6 月中下旬附近欧美新增确诊数有望基本归零。

中国、韩国的抗疫经验曲线表明日新增确诊数的发展与防控规律：第一阶段加速见顶天数不超过 14 天，在实行严格隔离管控天后，疫情暴发至见顶的加速发展阶段均不超过两周；第二阶段见顶回落至低位数（两位数）时长，根据疫情严格管控的早晚而差异较大，湖北（中国疫情震中）、中国（不含湖北），韩国的见顶回落天数各为 31、18、14 天；第三阶段由低位数至基本归零的时长一般两周，湖北（中国疫情震中）、中国（不含湖北），韩国由低位数至基本归零的天数各为 12、15、16 天。

按日新增确诊数暴发至基本归零的完整周期，中韩抗疫曲线表明在 1.5-2 个月左右。根据欧美暴发加速见顶时长为中韩的 1.5 倍，按等比例粗略推算，乐观预计欧美新增确诊数由见顶回落至基本归零的时长需 6-9 周。

4、**全球疫情进入见顶回落的第二阶段，市场有望在趋势回落前半程迎来技术性修复反弹，但部分 Price-in 后反弹力度或减弱。**预计 4 月中旬至 6 月中旬海外疫情曲线大概率转为见顶回落阶段，该阶段随着新增确诊数的趋势回落，使得市场对于疫情防控的信心与预期转好，市场避险情绪缓解，且在第一阶段充裕流动性投放助推下，此前快速大跌后的资产有望底部企稳并迎来技术性反弹行情，但该技术性反弹行情或集中在新增确诊数曲线回落的前半段，初步预计全球市场有望在 4 月中下旬迎来大跌后的技术性反弹行情。此外，考虑到 3 月底以来，在央行超常规的流动性纾困政策举措、近两周疫情曲线高位边际缓和两大推动下，欧美股指已自底部显著反弹，疫情防控成效或已部分反应，届时疫情曲线回落的正面刺激或减弱。

三、国内应对举措：稳内需一揽子政策定向加码，中期侧重深化改革释放活力

1、**大环境来看，内需短暂冲击，外需二次冲击严峻。**暴发于春节前夕的疫情，整整两个月的举国抗疫，网格化隔离与复工复产延后，人流与物流受限，服务消费与工业生产短暂性冲击显著，企业现金流压力凸显，已对国内需求拖累显著。2 月制造业、服务业 PMI 环比锐降至历史低点，疫情冲击明显；前 2 月投资、工业、消费同比增速悉数下滑 20-26%，规模以上工业企业营收、利润降幅创逾二十年新低，疫情高峰期对工业企业营运能力影响较为显著。随着国内疫情防控持续向好，企业复工复产率持续提升，消费回补动能释放，预计内需冲击两个月后有望逐步恢复；3 月制造业 PMI 环比显著反弹至荣枯线上方。

然而，3 月上旬起全球主要经济体的疫情蔓延升级，且乐观预计欧美尚需两个月左右才能进入新增基本归零阶段；外需持续承压及贸易供应链风险，将对我国经济构成二次冲击压力，上半年我国贸易逆差压力或持续，净出口对我国 GDP 增速贡献将由正转负。近期欧美经济、就业数据急剧降温，已表明疫情防控对经济停摆的显著冲击：美国 3 月密歇根大学消费者信心指数环比降幅创 2008 年 10 月以来最大、终值创 16 年 10 月以来新低；美国 3 月服务业采购经理人指数下降至历史新低 39.1，制造业 PMI 指数跌破荣枯线至 49.2，失业人数骤升。

2、大逻辑来看，稳经济政策重心以稳投资稳消费为主。近期来看，国内工作重心由抗疫转至稳经济阶段，而在海外疫情蔓延、外需持续承压的外部环境压力下，稳经济政策重心将以稳投资稳消费为主。判断逻辑主要基于：一是今年全面建成小康既定目标任务下，为弥补一季度乃至上半年国内外两波疫情冲击下的经济下滑缺口，下半年经济稳增长压力较大，短时间内经济要快速反弹，最直接有效的工具为财政政策积极发力，稳投资将发挥关键性作用；

二是考虑到疫情全球蔓延，防控见效时间较长，下半年外需也难以实质性改善，唯有发力稳投资稳内需，才是切实可靠的稳经济途径；

三是本轮稳投资主要方向或为新基建为主，基于我国经济转型升级战略目标及高质量发展任务，预计本轮稳投资重点发力以 5G 通讯、数字基建与经济、公共医疗卫生、智慧城市、智能制造等新基建，及新能源汽车消费为主。传统基建、房地产等领域，局部可发力或松绑，但整体空间或不大。

3、**稳内需一揽子政策正加码落地。**随着国内疫情防控持续向好，生产生活秩序逐步恢复，稳内需政策发力条件逐步具备。近日中央政治局会议，指出国内疫情防控取得阶段性重要成效，经济社会秩序加快恢复，要因应国内外疫情防控新形势，及时完善我国疫情防控策略和应对举措，把重点放在外防输入、内防反弹上来，保持我国疫情防控形势持续向好态势。

对于经济社会发展年内任务及近期重点方向，中央政治局会议强调，要在疫情防控常态化条件下加快恢复生产生活秩序，**加大宏观政策对冲力度，有效扩大内需，全面做好“六稳”工作，动态优化完善复工复产疫情防控措施指南，力争把疫情造成的损失降到最低限度，努力完成全年经济社会发展目标任务，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务**。

宏观政策方面，会议指出，要加大宏观政策调节和实施力度，要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度。针对性的重点举措包括：

一财政政策三箭齐发，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模；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。

近日国常会确定再提前下达一批地方政府专项债额度，带动扩大有效投资；此前已分两批提前下发的年内新增额度达 1.29 万亿，已触及 19 年新增专项债额度的 60%；而截止 3 月 31 日我国专项债已发行 1.1 万亿，提前下发额度即将用完，此次再次提前下达额度，表明稳投资稳增长的积极财政政策将持续加码落地。

二要落实好各项减税降费政策，加快地方政府专项债发行和使用，加紧做好重点项目前期准备和建设工作。

三要充分发挥再贷款再贴现、贷款延期还本付息等金融政策的牵引带动作用，疏通传导机制，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务并推动产业链协同复工复产达产。

四要加快释放国内市场需求，在防控措施到位前提下，要有序推动各类商场、市场复工复市，生活服务业正常经营。要扩大居民消费，合理增加公共消费，启动实体商店消费，保持线上新型消费热度不减。

4、国内金融、货币工具箱仍有较多定向操作空间。国内疫情暴发高峰期，货币政策重在发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，包括 3000 亿元专项再贷款、5000 亿元再贷款再贴现专用额度、及 3500 亿元政策性银行专项信贷额度，**以针**对性引导金融机构加大对抗疫保供、复工复产、脱贫攻坚、春耕备耕、畜禽养殖、外贸行业等的信贷支持作用。

近日国常会确定再推出中小微企业普惠性金融支持措施：一是增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步分两次实施对中小银行的定向降准 1 个百分点，引导中小银行将获得的全部资金，以优惠利率向量大面广的中小微企业提供贷款，支持扩大对涉农、外贸和受疫情影响较重产业的信贷投放。支持金融机构发行 3000 亿元小微金融债券，全部用于发放小微贷款；此外，时隔 12 年后央行下调商业银行的超额储备金存款准备金利率（等同于下移利率走廊下限），从 0.72%下调至 0.35%，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。

二是引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元，为民营和中小微企业低成本融资拓宽渠道。三是鼓励发展订单、仓单、应收账款融资等供应链金融产品，促进中小微企业全年应收账款融资 8000 亿元。四是健全贷款风险分担机制，鼓励发展为中小微企业增信的商业保险产品，降低政府性融资担保费率，减轻中小微企业综合融资成本负担。

3 月社融、信贷数据同比显著增加，企业短期、中长期信贷双双上升，企业债券、地方专项债融资规模明显放量，均验证疫情冲击下国内货币政策逆周期宽松，加大对实体经济金融支持；此外，社融存量、M2 同比增速也显著反弹至阶段新高，货币市场利率持续下行至历史低点，表明当前流动性充裕。

虽然近期人民银行未跟随欧美央行的大幅放水而同步宽松，但基于当前稳内需稳经济的目标任务，预计后续国内货币政策仍有较大的量价操作空间，以保持流动性合理充裕、降低社会融资成本，尤其是定向宽松政策。近中期展望，预计央行将多措并举以促进贷款利率下行，近日逆回购操作利率大幅下调 20bp，大概率预示 4 月中下旬的 MLF、LPR 操作利率或迎来再次显著下调；**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，届时随着 CPI 的趋势回落，存款基准利率也存在较高的下调概率**。

5、**中长期侧重深化改革释放活力。**相比欧美央行的大水漫灌式的宽松政策举措、央行资产负债表的快速扩张，我国货币政策更注重定向宽松，与欧美相比，国内逆周期宏观政策力度仍有较大空间。中期来看，我国更侧重深化改革，已释放市场活力；近日发布的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，以促进要素自主有序流动，提高要素配置效率，进一步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。意见对土地、劳动力、资本、技术、数据、价格等六大要素提出了市场化配置完善思路，以充分发挥市场配置资源的决定性作用，畅通要素流动渠道，保障不同市场主体平等获取生产要素，推动要素配置依据市场规则、市场价格、

市场竞争实现效益最大化和效率最优化。以上要素市场化配置体制机制改革完善意见，中长期将利于经济活力与企业效益的提升。

四、**中期市场展望：市场底确认前，或需消化疫情对基本面的滞后影响**

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、**中期 A 股展望：趋势反转前的几个底部指标前瞻分析**

以上后疫情对经济、上市公司业绩等基本面数据的冲击，预计后续仍需反复消化；近期虽然疫情缓和提振市场风险偏好，指数有望修复反弹，但中期基本面利空数据有待消化、基本面预期改善与验证尚需时日，预计在以上两大信号确认前，A 股难以进入趋势反转，指数大概率维持区间震荡。

趋势反转前，如何把握并确认 A 股底部指标，以参与区间底部反弹、中期反转行情，或为重要的投资参考图谱。回顾 A 股每轮历史底部，一个完整的股市底部一般依次经历五个底部，分别是估值底、情绪底、政策底、市场底和业绩底，估值底一般领先于情绪底，而真正的市场底或指数底一般介于政策底与业绩底之间。

1）**A 股纵横向比较均处于估值洼地。**纵向来看，A 股在指数低位下跌后，目前大盘（沪综指、沪深 300）、小盘股（中证 500、中小板）的滚动 PE 已分别下修至 11-12 倍、25 倍附近，位于近二十年历史区间分位数的 10-20%，也较近十年历史均值折价率 10%上方（中证 500 估值较历史均值折价近 30%）；创业板指滚动 PE 虽高达 52 倍，但也已下修至历史均值附近；剔除低估值的金融两桶油之后，非金融石油石化的全部 A 股的滚动 PE 估值也已调整至近十年低点 26 倍，也较近十年历史均值折价 11%；整体来看，当前 A 股估值普遍已下修至历史洼地。横向而言，A 股大盘指数 12 倍以下的滚动 PE 显著低于欧美日主要股指的 16-18 倍，中证 500 的 25 倍估值也远低于纳指。

2)**风险偏好已降至近十年低谷水平。**当前沪深300指数的滚动PE为11.2倍,10年期国债利率即无风险利率为2.62%,因而当前沪深300隐含的风险溢价率ERP值为6.3%，位于近十年高点，仅低于13年底至14年底近十年指数低谷期，显著高出近十年ERP均值4.9%约1.4个百分点。

3）**趋势来看，市场正进入情绪底。**衡量情绪底，一般可以资金活跃度衡量，包括换手率、融资买入额占两市总成交额比例、陆股通北上资金流向、两市个股涨跌比等；其中情绪先行指标陆股通北上资金近日呈现积极 ，已从此前持续一个月的大额净流出转为净流入，但持续性尚待观察；而情绪同步指标两市换手率、融资杠杆资金，当前活跃度距离前期参考的情绪低谷仍有下降风险与空间。

一从陆股通北上资金流向来看，持续净流出压力基本释放完毕，但能否转为持续净流入尚待观察。20年前3月陆股通北上资金流向以2月21日为分水岭；年初至2月20日，陆股通北上资金趋势净流入累计逾800亿元，日均净流入26亿元；而2月21日至3月23日的逾一个月内，随着海外市场大跌及美元流动性危机的爆发，陆股通北上资金转为持续净流出共逾1000亿元。3月24日至今，随着美联储大额流动性投放，美元流动性危机缓解，陆股通北上资金结束持续大额净流出状态，近九个交易日转为累计净流入166亿元。

二从换手率角度衡量，日换手率或成交额仍需减半才能确认情绪真正触底。当前全A的日换手率（两市成交额/两市总市值）已从2月底的2.0%阶段高点，趋势萎缩至当前的1.0%；按情绪底的换手率一般为情绪高涨时的20-30%估算，预计日换手率仍需减半至0.5%或两市成交额萎缩至3000亿元时，届时或基本确认悲观情绪见底。

三从两融杠杆资金来看，杠杆资金风险偏好仍有补跌空间。两融买入占两市成交额比例已从3月5日的阶段高点11.3%（仅为历史均值上方附近）下降至当前的9.0%，较19年底的前期低点7.6%仍有下降空间；而从两融余额规模变化来看,本轮快速下跌期两融余额萎缩规模仅600亿元或5%至1.07万亿元,也远低于指数普遍10-15%的跌幅。整体来看，风险偏好较高的两融杠杆资金，仍存在补跌风险与空间。

4）**市场底有待情绪底确认，免疫能力较好的个股结构性行情有望率先启动。**考虑到此次疫情加速蔓延下的防控升级举措对经济近乎造成冻结，各主要政府的对市场流动性、企业资金流、失业救济及经济复苏等货币、财政等宏观政策底，基本已快速集中出招亮出，因而预计在情绪底探明后，A股市场底或随之探明。

在业绩底确认前（乐观预计在二季度末），后续行情或体现为指数底部盘整，免疫能力较好的细分行业或个股的结构性行情有望率先启动，重点包括生活必需品、在线服务业、医疗器械及生物疫苗、新能源汽车、数字新基建及头部券商、低估值周期蓝筹等。

五、配置建议：疫情不确定下寻找确定性

如上分析，乐观预计欧美日新增高峰或有望于4月中旬见顶，但最终峰值的确认、趋势回落乃至基本归零的防控成效有待观察，疫情持续时长及其对全球经济、贸易链、社会的冲击仍有较大的不确定性；因此，在全球疫情发展与防控及其影响不确定性下，A股配置重在寻找确定性。

1）**近期而言，“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**政策重心以稳投资稳消费为主，内需板块增长确定性较高；二是国内疫情防控见效，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**3月中旬起提振内需的稳投资稳消费政策陆续落地发力，存在政策超预期的催化动力。

具备避险或免疫功能的内需板块包括：一是必需消费品，包括食品饮料、畜禽养殖、农业种植、医疗器械及生物疫苗等；二是**以5G通讯、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；**

前2月**疫情高峰下工业企业经营效益降至低谷，中游制造及耐用消费品冲击最大，而生活必需品影响相对有限，后续复工复产及纾困政策有望助推见底改善。**

三是以疫情过后消费回补、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、绿色智能家电等大宗消费，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。而受境外输入风险持续存在，影院、餐饮酒店、旅游、航空等服务消费板块或仍需等待。

2）中期逢低布局“科技龙头+低估值金融”。 近期受海外疫情蔓延加剧，尤其日韩、欧美等全球主要科技供应链大国成为疫情扩散中心，短期电子科技产品供需两端受挫，全球电子科技巨头近期相继下调经营业绩预期，近期供应链冲击、基本面下修，已成为全球科技板块回调主要因素。

然而，短期内外压力快速释放后，中期或为布局科技龙头提供契机。我们坚定认为，未来 2-3 年科技成长板块仍是值得看好的主要投资主线。主要判断逻辑包括：**宏观经济、货币政策、产业景气、资本市场改革与监管取向等主要因素，均支撑市场风格倾向科技成长板块。**

19 年 6 月中旬起，**国内宏观经济底部趋缓、货币政策相对宽松重点引导资金价格下行，金融监管政策的优化调整（以科创板注册制试点改革的快速推进落实，对并购重组、再融资等监管政策的优化调整）及 5G、数据中心为首的新基建发力，电动汽车商业化加速为代表的产业发展，以及创业板业绩增速触底回升；以上宏观环境、监管政策及基本面因素的转变与发酵，已驱动科技成长股风格的回归。**此外，未来几年，随着美联储开启低甚至超低利率周期，国内无风险利率将趋势下行，国内流动性将保持合理充裕，也利于科技成长板块估值中枢上移。

此外，**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，预计二季度随着国内稳经济政策发力、经济企稳反弹预期上升，低估值的大金融板块也有望迎来估值修复行情。**

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+4.06%；食品饮料（中信）涨跌+3.53%；沪深 300 涨跌幅+0.93%。本周重点分析食品和农业一季报前瞻。

二、食品饮料行业一季报前瞻

整体来看，我们认为疫情对食品饮料**一季报有一定影响，但横向对比其他行业来看相对较小，板块维持正增长可期**，细分子版块来看：

1）速冻方便食品是少有的受益板块，如三全、安井、双汇、榨菜、酵母等，短期需求增加，但考虑运输等影响，预计一季报有正面贡献，或更多体现在预收款；

2）白酒板块有一定负面影响，但考虑疫情前各大企业春节销售已经大部分回款，**故对一季报报表影响相对有限，尤其是高端酒更小，维持双位数增长可期**，部分次高端及中档酒疫情后库存较高，需要时间来消化库存；

3）调味品板块一季报也有一定负面影响，但考虑疫情后家庭需求提升可平滑部分餐饮下滑，而且 3 月份开始疫情逐步企稳后，**调味品板块动销恢复较快，边际向好，优质个股预计可维持双位数增长；**

4）其他板块，如乳制品、休闲卤制品、面包、啤酒等有一定冲击。

三、生猪养殖一季报前瞻

农业板块，我们继续重点跟踪生猪养殖板块，**一季报将爆发式增长**，核心因素就是猪价在供给大幅下滑，需求相对刚需的背景下，生猪价格涨幅 2 倍多。

各企业在有一定出栏量背景下均将大幅扭亏为盈，盈利爆发式增长，而各企业成本控制能力不同，故头均盈利有所差别，**优质企业优势更显著，如牧原、新希望**等。

四、投资观点

我们认为食品和农业一季报横向对比其他板块，业绩虽受疫情有所影响，但相对有限，尤其是养殖板块基本不受影响，业绩如期持续释放中。目前疫情背景下，**我们持续推荐刚需品：养殖+调味品【榨菜、海天、千禾、安琪】，白酒板块龙头性个股具备估值性价比【茅台、五粮液、老窖】，中长期到配置区间。**

重点个股：**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。

五、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、板块表现

2020 年年初至今，家电板块涨跌幅为-13.54%，处于行业板块倒数第四。个股下跌幅度也较大，其中格力电池为-18%；美的集团为-15%；海尔智家为-22%；苏泊尔为-9%。

二、家电行业板块 1 季度业绩预期

2020 年 1 季度，家电行业受疫情影响较大。特别是安装属性强的品类受影响最大，如空调、嵌入式厨电。同时，线下渠道受居民出行受限等因素冲击明显，家电需求向线上迁移，部分品类线下销量下滑，而线上销量上涨。疫情期间，人们宅在家时间变长，新兴厨房电器和清洁电器等新品类需求大幅增长。

1、空调等白电板块：

由于空调需要安装服务，居民受疫情影响，出行受限，因此销量受冲击验证。冰洗作为大件耐用消费品，在疫情期间由于收入原因更新需求减少。根据奥维云网数据显示，受疫情影响，今年 1 季度白电市场销售规模遭受重挫，整体零售额降幅在 45%左右。空调是受影响最大的品类，1 季度零售量同比下滑 47%左右。冰洗类产品整体销量下跌幅度小于空调，但也在 30%以上。

2、厨电板块：

考虑到大部分厨电需要上门安装，受疫情影响也较大。根据奥维云网数据，油烟机 1、2、3 月份的线下销量同比下滑 30%，55%和 60%左右。线上销量同比也在下滑，但下滑幅度较小。预计 1 季度厨电行业零售额下滑幅度在 30-45%左右。综合来看，预计行业整体零售额跌幅在 35-40%。

3、小家电板块：

在疫情期间，小家电行业稳健优势彰显，一方面小家电线上渠道占比高，安装属性低，受疫情冲击较小，另一方面疫情也推动了对消毒类、清洁类及创新小家电需求。一季度大部分小家电线上零售额均保持了同比正增长，其中料理机、吸尘器等品类表现优异，而线下渠道则普遍下滑 40-60%，总体来看，一季度小家电零售规模下滑幅度为 20%左右。个别小家电企业受新兴厨房电器品类的需求爆发助推，增长较快。比如小熊电器和新宝摩飞品牌等。

三、后期展望

家电板块后期销量将取决于国内地产竣工、经济复苏，以及国外市场需求情况。从时间上来看，家电行业内销 1 季度受疫情影响较大，2 季度应该会环比好转。不过在国外疫情蔓延情况下，国外需求 2 季度仍比较弱。在 3 季度疫情受控制后，国外市场需求应该会环比好转。整体上，家电行业全年销量同比会有一定幅度地下滑，整体销量在 3 季度会有所好转。

从细分行业角度看，空调、冰箱、洗衣机等耐用消费品方面，人们会较少更新需求。不过 2 季度白电内销会环比好转；出口层面，则看全球疫情情况，短期压力仍比较大，全年消费需求应该一般。

厨电方面，考虑大部分上市企业以内销为主。随着疫情控制住，1 季度被压制的需求会在后边时间逐步释放，厨电板块后续经营改善较为确定。

小家电方面，随着线下渠道动销逐渐复苏，小家电行业内销恢复稳健增长。且在宅家的日子里，消费者对线上、直播销售接受度更深，且更多新品类的小家电推出，以满足人民的需求。因此整个小家电板块全年线上销量应该保持较快增长，线下销售下跌幅度较小，全年可能保持增长态势。其中，表现较好的将是聚焦国内市场，线上渠道发展好，且能够推出新产品和新品牌吸引客户的小家电企业。

综上所述，家电板块中，短期内最值得关注的是小家电细分板块，且是内销占比大的企业，如小熊电器、九阳股份等。至于从中长期看，则是估值和业绩合理的龙头公司，如格力电器、美的集团、苏泊尔、老板电器等。

轻工（傅达理）

一、市场表现回顾

上周轻工制造(SW)板块单周涨幅 2.12%,在 28 个申万一级行业中,表现排名第 11 位,同期沪深 300 指数涨幅 1.51%,中小板指数涨幅 1.09%，创业板指数涨幅 2.27%。细分子行业来看，表现最好的依次是造纸（+2.72%）、家用轻工（+2.63%）和包装印刷（+0.80%）。个股表现来看，涨幅前五的非 ST 公司分别是永安林业（+21.88%）、帝欧家居（+20.71%）、德力股份（+17.37%）、鸿博股份（+15.98%）和江山欧派（+13.39%）；而跌幅最大的五家非 ST 公司分别是群兴玩具（-8.41%）、英联股份（-8.26%）、新通联（-7.93%）、大胜达（-7.40%)和松霖科技（-7.30%）。

二、本周主要观点

Q1 业绩预告表现不一，造纸及外销为主的家具公司表现较好。截止 4.12 日申万轻工制造板块共有 17 家公司发布 2020Q1 业绩预告，其中 9 家公司业绩预增，8 家公司业绩预减，具体见下表。细分行业来看，造纸（如岳阳林纸）、以外销为主的家具公司（如浙江永强）以及受益疫情的姚记科技（游戏业务表现较好，剔除权益投资确认影响后同比增长 150%-230%）表现较好，而绝大部分的包装行业公司、以内销为主的家具公司，以及文娱用品公司受疫情期间复工延后，物流运输受限、终端需求下滑等因素影响，业绩同比下滑。

Q1 轻工个细分行业受疫情影响分析及 Q2 前瞻

1、家居：家居行业受本次疫情影响较为严重。2 月以来受疫情影响，家居卖场等终端门店普遍暂停营业，展会取消，同时往年 3 月中旬的线下促销受到影响，Q1 业绩预计同比下滑明显。地产及社零数据均表现不佳，地产数据来看，1-2 月房屋竣工面积 9636 万平方米，同比下降 22.9%；社零数据显示，家居类零售额为 142 亿元，同比下降 33.5%，降幅较大。3 月中旬以来随着国内疫情趋缓，家居卖场等逐渐恢复营业，预计环比有所改善；但海外方面疫情爆发，以外销为主的家居企业逐渐受到订单取消等负面影响，预计 Q2 开始将逐渐显现。子版块来看，Q1 业绩受影响由轻至重的细分板块排序依次为：工程家居、软体家具、定制家具。家居企业 Q1 普遍为业绩淡季，历年收入占全年的比重约为 10-15%，Q1 业绩下滑对全年业绩影响有限。展望 Q2 及全年来看，我们认为随着国内疫情的逐渐稳定，积累的家居需求会陆续释放，全年竣工回暖的大逻辑没有变化，预计 Q2 竣工等地产数据将明显改善，带动家居需求提升。同时近期鼓励消费政策不断出台，也有助于家居消费的恢复。此外，近日国家发改委颁布《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》，内容涵盖加快推进城市更新、老旧小区改造、深化改革户籍制度、加快推进城乡融合发展等相关政策，有望加快中国城镇化率提升，中长期释放家居消费潜力，2B 的工程家居公司有望率先受益。整体来看，以内销为主的家具行业或在 Q2 迎来业绩回升及估值修复带来的投资机会，但以海外销售为主的家居公司面临较大不确定性，若海外疫情持续时间较长，将受到较大负面影响。

2、包装：Q1 疫情影响下，包装行业需求受到冲击，1-2 月社会消费品零售总额 52130 亿元，同比下降 20.5%。细分板块来看，金属包装方面，疫情期间外出餐饮消费急剧减少，对应啤酒饮料消费场景大幅减少，啤酒、饮料等销量普遍下降 30%-40%，金属包装公司 Q1 业绩承压，但随着 Q2 餐饮行业逐渐恢复正常营业，预计需求回升带动金属包装公司订单增加。电子包装方面，3c 电子产品受疫情需求短期承压，1-2 月受疫情影响国内智能手机出货量为 634 万部，同比下滑 54.7%，同时 Strategy Analytics 预期全年中国智能手机出货量下滑 5%。随着苹果等终端国

内门店于3月中旬开始陆续恢复营业，同时4月以来小米、华为、苹果等2020新机将陆续上市，有望带动Q2国内电子产品需求回升。但国外疫情仍然严峻，Strategy Analytics预计2020年全球消费电子出货预期下降，H1情况整体不容乐观，有望在H2迎来恢复。烟草包装方面，烟草零售受疫情影响相对较小，统计局数据显示，1-2月的卷烟产量仍保持正增长，同比增长4.4%，对烟标的需求稳健增长。但烟草的生产企业复工时间较晚，出货以库存消耗为主，订单受疫情影响有所压制，而目前库存量已偏低，生产企业补库的确定性较强，有望带动烟标订单增长。

3、造纸：

1）文化用纸：文化纸方面，文化纸需求主要来自于教辅材、图书印刷等刚性需求，Q1来看，下游需求受到一定压制。价格方面来看，Q1铜版纸及双胶纸价格均保持稳定，上游木浆价格维持低位，吨盈利相对处于高位；由于2019Q1文化纸吨盈低位，预计文化纸Q1业绩同比表现较好。Q2来看，受国外疫情影响，文化纸出口市场受到冲击，出口量锐减，纸企库存量激增，主流纸厂近期纷纷发布减产函，选择停机减产平衡市场供需，稳定市场情绪，控制价格。国内需求方面，Q2陆续迎来学校开学，教辅材、图书印刷等需求有望集中释放。原材料价格方面，海外疫情影响，国际部分浆厂停机限产，木浆价格价格呈小幅上涨趋势，但目前国内木浆库存仍然较高，预计Q2仍以消化港口库存为主，价格大概率低位震荡。

2）包装用纸：包装纸需求方面，2月以来下游需求持续疲软，海外订单不断出现退订及延期的消息，终端包装消费品出口压力大增，出口转内销，使得国内市场供需失衡。包装纸价格在Q1经历了由原材料缺乏造成的价格上涨，和由需求减少导致的价格大幅下跌，目前包装纸价格已跌至2019年Q3低点，Q1业绩整体不如乐观。展望Q2，海外疫情仍然严峻形势下，包装纸供求失衡局面或将维持一段时间，但包装纸价格有望随上游废纸价格反弹而涨价。长期来看，如果本次疫情导致行业盈利低位运营时间显著延长，则中小企业产能有望加速出清，利好龙头纸企提升市场份额。而随着外废进口额度受限，及国废回收总量削减，废纸缺口将逐渐显现，长期支撑包装纸价格。

3）生活用纸：生活用纸属于刚性高频的消费属性，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，Q1销售尤其是线上销售有望受益于本次疫情。而木浆价格Q1仍在低位，预计生活用纸行业Q1业绩增长确定性较强。Q2乃至全年来看，在常态化疫情防控形势下，生活用纸中高端产品如湿巾等增速远高于厕纸，带动均价与利润上行，公共场合消毒需求增加生活用纸内需消费量。此外，海外疫情持续爆发凸显出口需求，生化用纸行业预计将维持高景气度。

4、文娱用品：文具方面，Q1疫情期间，办公用品订单减少，学校开学延迟减少线下文具需求。统计局数据显示，2020年1-2月文化办公类用品零售额393亿元，同比下降8.9%，低于社会消费品零售总额降幅，需求相对刚性。展望Q2，随着央企招标陆续开启，办公集采需求将有所改善；同时3月下旬以来各地陆续开学，线下文具消费有望逐渐修复。

综上，我们认为Q2可重点关注以下细分领域：1）有望迎来业绩与估值修复的，以内销为主的家居；2）受益开学带来需求恢复、上游木浆价格低位的文化纸；3）受益烟草生产企业补库的烟草包装；4）全年有望维持高景气度的生活用纸；5）需求有望改善的文具。

三、重点个股

1、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。

2、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。

3、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**，1-2 月烟草行业产销良好，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。

4、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

上周申万医药指数上涨 4.12%，涨跌幅位列全行业第 4 位。上证综指跌幅 1.18%，医药指数大幅跑赢大盘。

医药板块各细分行业整体表现良好，股价涨幅靠前的分别是医疗服务（+8.02%）、化学原料药（+7.88%）、化学制剂（+5.91%）。

医药板块当前动态市盈率 41.8 倍，处于平均水平。相对全 A（剔除银行股）估值溢价率为 78%，处于平均偏高的水平。

二、一季报前瞻

从医药行业的性质以及各细分行业的特征来看，一季度与疫情相关的物资（药品、诊断试剂、器械、耗材、药店）等受益明显；而行业的负面因素主要在于复工、省际物流及医院诊疗量下降的影响。具体来说：

1）疫情期间重要的购药场所同时兼具诊疗服务的功能（医院未正常运营），零售药店板块整体预计维持较快增长；

2）疫情所必需的器械或诊断试剂：迈瑞医疗（监护系列）、鱼跃医疗（呼吸机、额温枪等）及万孚生物（新冠检测试剂、甲乙流及感染炎症因子检测等），相关业务确定性受益；

3）处方药中的刚性用药肿瘤药（恒瑞医药的肿瘤线、贝达药业等）；

4）确定损失相对严重的则是疫苗板块、医疗服务（爱尔眼科、通策医疗等）、医药消费（长春高新、欧普康视、我武生物）。

需求端：考虑到医药行业的特殊属性，整体而言需求偏刚性。疫情的影响都是一过性的，其影响只是暂时的。与其他消费品行业（如餐饮旅游、影视娱乐等）不同的是，医药产品的需求具有一定的刚性（因为绝大部分相关疾病不会自愈，后续医疗需求有望再次释放出来）。如果从全年的角度而言，疫情的冲击相对较小。

供给端：从我们了解到的国内医药企业来看，大部分已经逐步复工，我们也建议短期多关注 3 月下旬和 4 月份数据的变化，边际上的向上变化可能会一定程度抵消市场对于一季度数据的担心。

总而言之，考虑到境外疫情和国内鼓励消费的驱动，作为纯粹的内需型行业的医药板块，有望得到更多关注。

三、二季度关注：

随着疫情在国内逐渐趋近尾声，同时从2月18日卫健委发文要求各地在防控的基础上逐步恢复正常诊疗服务以来，目前各地医院诊疗量从低点反弹至正常水平的50-60%。整个医疗行业，尤其是医疗服务、医药消费及院内销售的品种有望在二季度逐步恢复。故二季度需要关注一下三条主线：

1）一季报表现不好的核心资产，尤其是在3月下旬和4月份数据逐步向好的核心公司。虽然其Q1可能会受到短期的业绩冲击，但从长期来看其他行业地位稳固，竞争优势明显。建议可以逢低布局，包括：恒瑞医药、长春高新、爱尔眼科、泰格医药、药明康德。

2）后续受益于国家鼓励消费的大背景下，需求回补带来的业绩快速恢复。重点关注欧普康视、我武生物、康泰生物、通策医疗等。

3）国外疫情继续发酵，可能继续催化疫情相关的迈瑞医疗、鱼跃医疗、万孚生物等相关企业。

四、全年推荐逻辑：

2019年年报显示，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（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）；(4)仿制药领先企业，健友股份、普利制药。

五、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、行情回顾

截止2020年4月12日，沪深共有7家商贸零售公司预告2020年一季报业绩，超市及电商类上市公司表现优异，百货业态预期将大幅下滑。

复盘年初以来商贸零售板块表现，板块整体表现强于上证综指，与深证成指持平；从细分板块表现看，超市及便利店显著跑赢大盘，成为商贸零售板块拉动重要引擎，而百货和专业连锁两个细分百货弱于大盘表现。

二、行业观点

1、食品CPI走高推动超市同店业绩增长，龙头预计仍将保持较快增速

从社零数据来看，1-2月份社会零售总额52130亿元，同比下滑20.5%，其中必选品类受到冲击较小，网上商品零售保持增长态势。同时，自1月下旬以来，疫情的爆发继续催化了CPI的上涨，1-2月食品CPI当月同比持续走高。

CPI自2019年中旬以来持续上涨，8月以来食品CPI当月同比保持在10%以上增速，猪肉成为CPI拉动主要引擎。2020年1月以来，疫情爆发持续催化CPI上行，食品CPI走高，疫情导致居民加大对食品的囤积，需求提升，同时供给端上严厉的疫情政策对食品的生产和运输形成阻碍，食品类中权重较大的三个子品类猪肉、鲜菜、蔬果均有不同程度上涨。2月以来疫情防控成效凸显，食品生产和运输成本回落。受益于复工复产加快，交通物流逐渐恢复，保供稳价措施给力3月CPI环比下降1.2%,同比上涨4.3%,增速较上月回落0.9个百分点,其中食品价格下降3.8%,鲜菜、猪肉、鸡蛋、水产品等均有不同程度价格下降。随着复工复产进行，预计二季度CPI仍将维持在较高水平。

超市板块表现与食品CPI密切相关，刚需消费品价格提升有利于超市同店提升，同店提升动力来自于客单价和人流量，CPI上行背景下，超市以刚需消费品为主，价格弹性小，易传导给消费者。食品CPI当月同比与重点超市销售额当月同比、超市板块季度营收同比在2008年以后拟合度较高，主要源自2009年开始区域性快速展店，随着展店节奏放缓且新开店成熟期缩短，超市营收增长驱动越来越倾向于同店销售提升，食品CPI和超市销售额拟合度越来越高。从净利润角度来看，生鲜类产品很难长期存储，食品CPI提升对超市毛利率贡献有限，但随着龙头

企业供应链效率提升、产品结构优化和规模效应凸显，龙头商超如高鑫零售、红旗连锁、永辉超市等毛利率水平持续提升，同时永辉、物美、步步高等龙头在数字化、线上运营方面不断突破，超市间运营效率和业绩开始分化。

因此，我们预计在 CPI 维持高位的背景下，龙头超市凭借供应链不断强化，数字化不断推进的优势，仍将保持较快增速。预计永辉超市 2020 年 Q1 营收同比增长 30%，归母净利润同比增长 25%；家家悦 2020 年 Q1 营收同比提升 30%，归母净利润同比增长 22%。

2、网上商品保持增长，线上渗透率高品类率先复苏

2020 年 1-2 月份，全国实物商品网上零售额同比增长 3.0%，保持 增长势头，占社会消费品零售总额的比重为 21.5%，比 2019 年同期提高 5pct。 其中吃类和用类商品分别增长 26.4%和 7.5%，穿类商品下降 18.1%。线上品类在疫情期间表现较为优异，同时我们认为随着复工复产持续，线上渗透率较高品类将率先复苏，如 3 月开始线上美妆销售旺盛，天猫美妆“三八女神节”GMV 增速为 70%，3 月下旬开始天猫小黑盒携雅顿、欧莱雅等品牌推出美妆新品。

海外疫情导致出境游断崖式下滑，免税等渠道库存较高，预期未来一段时间，商品将通过跨境电商或其他方式进入各大电商平台，天猫定位品牌正品行货官方旗舰店，京东、唯品会、豌豆公主等定位跨境海淘业绩都将阶段性大幅增长，预期将具有明显价格优势，获得品牌商资源倾斜，国际品牌线上线下正品渠道面临价格等方面压力。

关注化妆品、电商代运营板块。预计珀莱雅 2020Q1 收入下滑 9%，净利润下滑 10%；丸美股份 2020Q1 收入下滑 15%，净利润下滑 15%；珀莱雅和丸美股份线上业务有效对冲线下客流下滑冲击，但线下渠道受损严重，GMV 下滑显著，预期一季报将亏损，随着新品在各渠道上市，预期利润端将率先恢复。

3、可选消费恢复或慢于预期，关注预期改善

疫情导致线下消费场景缺失，门店客流急剧萎缩，可选消费品销售大幅下降。春节前各大百货购物中心卖场销售常态化，但 1 月 25 日开始至 2 月末，百货销售下滑 50-70%，3 月中上旬销售下滑 30-50%，3 月下旬逐渐恢复至 70%-90%左右。随着国内疫情逐渐缓解，复工复产稳步推进，消费增速有望显著回升，但是海外疫情蔓延影响国内消费情绪及人们对于经济形势担忧，消费仍有压制因素，消费延迟仍将持续，报复性消费可能晚于市场预期。

预期 2020 年 Q1 百货业态普遍亏损，多业态百货股如天虹、重庆百货等可通过超市业态或线上业务、到家业务有所缓解对冲。预计重庆百货 2020Q1 收入下滑 25%，净利润下滑 60%。

三、投资策略

目前国内疫情趋缓，但海外疫情蔓延严重，影响居民消费热情及力度，需求逐渐恢复但弱于预期，同时疫情对企业中长期基本面影响有待观察。因此，投资主线上一是把握必选消费，不确定性较强背景下必选消费较为刚性，一季报龙头商超表现优异，二季度在 CPI 高位预期下仍有望收益，数字化和线上运营能力也有望为龙头超市进一步扩大市占加分，关注永辉超市、红旗连锁、家家悦；线上销售有望保持相对较快增速，新业态表现突出，成为品牌恢复销售的重要方式，后续有望持续获得品牌商资源倾斜，线上渗透率较高品牌有望率先复苏，关注壹网壹创、珀莱雅；中长期关注低估龙头效率改善，关注重庆百货、爱婴室等。

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）

本周房地产板块上涨 0.3%，沪深 300 上涨 1.51%，上综上涨 1.18%。板块跑输大盘指数。

从市场层面来看，3 月房地产市场缓步复苏，供求环比显著回升，同比跌幅也由上月的 7 成左右收窄至 3 成左右。尽管当前市场受到疫情持续影响，但从规模房企 2020 年的供货安排及目标去化率情况来看，房企对市场的整体预期仍保持谨慎乐观的态度。房企 2020 年的业绩目标增长率基本在 10%左右，增幅在合理范围内；货值目标去化率

在50%左右，低于2019年。从累计业绩来看，2020年一季度TOP100房企全口径销售业绩规模同比下降也近20.8%。我们认为，虽然疫情对一季度整体房地产市场的冲击较大，对房企销售、交付、结算等多方面的影响也将会持续较长一段时间，但目前市场表现正逐步恢复正轨。在此形势下，部分房企披露一季度业绩预告前瞻，大部分房企一季度相对同比下滑较多，但同比降低对全年销售的影响相对有限，但在行业增速放缓的背景下，提质控速已经成为行业共识，2020年目标增长率的降低也在合理预期内。

整体来看，疫情的影响短期内，地产市场影响显而易见，但是从中长期看，当前地产市场主核心目标依然是稳定为主，除去此段时间内压抑的购房需求外，不排除接下来会有更加利于购房者的政策出来。因此房贷利率信号相对较为积极。我们看好即将迎来的三月份的地产市场。

板块估值方面，前期的受政策的压制以及流动性融资方面渠道收紧，行业板块估值的平均在6X左右，当前处于明显低估状态，近期收到疫情的持续扩散影响，一季度地产市场成交压力或将延续。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，华夏幸福**。

化工（王双）

一、行业走势

上周申万化工指数上涨1.67%，上证指数下上涨1.18%，行业指数跑赢大盘指数。其中涨幅居前的板块是无机盐、涤纶、粘胶；跌幅较大的板块磷肥、其他纤维、复合肥。

二、行业观点：

一季度：国内受疫情影响，开工延迟，上游基础化工连续生产受影响较小，但是库存增加，精细化工中部分中间体供应受限，开工率偏低；原油价格下跌67%，产品价格有下跌的趋势，公司库存损失较大。因此我们判断一季度化工整体净利润下滑明显，基础化工类公司受价格和销量影响较大，业绩下滑；精细化工受开工延迟影响较大，价格影响相对较小，利润下滑幅度小于基础化工。

二季度：原油价格触底之后，OPEC+减产协议达成，但是供需矛盾短期难以解决，原油价格反弹但是超过40美元/桶的难度较大；国内企业逐渐复工，海外疫情爆发，出口订单受影响较大，尤其是纺织品等；内销产品逐渐恢复，尤其是基建，2020年确定性较强，预计能保持正增长。

2020年内：原油供需矛盾短期难以解决，价格维持在相对低位；内需逐渐恢复，农药、化肥等需求相对刚性，受疫情影响较小，基建的确定性强，出口比例小，保持较高的正增长。

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。**

四、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1.18%,收于2797点,创业板指涨跌幅2.27%,沪深300同比涨跌幅1.51%,机械设备涨跌幅2.26%,跑赢沪深300指数0.75pct。

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,国内复工复产已经有序推进。**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,目前板块估值较低,配置价值提升。

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。

此外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,我们认为仍为全年投资主线,经过近期回调,重点个股性价比已经较高;对于油服板块,我们认为国家能源安全主线不变,从中长期角度,继续推荐杰瑞股份。

1、一季度抗疫板块业绩爆发,航空装备、3C装备、油服等板块相对较好

1)抗疫板块业绩爆发。其中拓斯达、赢合科技均切入口罩机业务,2020Q1净利润增速中位数分别为287%、126%;高德红外红外测温设备贡献较大业绩增量,净利润增速中位数2244%。

2)航空装备增速相对较高。航空装备中上游企业景嘉微、景嘉微2020Q1净利润增速中位数分别19%、5%,中航电测利润增速10%,虽然疫情对一季度复工产生一定影响,但整体而言实现了较好的增长。

3)OLED设备、油服等增同样相对较高。2020Q1联得装备净利润增速中位数44%;杰瑞股份净利润增速100%,我们认为虽然目前油价处于低位,但国家能源安全战略不变,中长期看,油服行业仍值得配置。

4)光伏设备利润微增。其中2020Q1捷佳伟创、晶盛机电、迈为股份增速中位数分别为0、5%、0%.

5)轨交、通用设备、锂电设备、电梯设备等板块净利润大幅下滑,下滑幅度50%左右,部分个股下滑幅度更大。

2、【国防装备】板块为内需、刚需板块,疫情对业绩影响有限,继续推荐板块优质个股

1)军工为偏内需、刚需板块,受疫情影响小,行业将继续保持高景气。虽然疫情影响国家财政收入,但是从就业、经济增长、发展科技等三个维度看,国防都是较好的投入方向,预计全年军费开支仍在7%左右。

2)从微观角度,部分核心环节预计未来五年复合增速15%以上。根据调研及公告等信息,中航机电表示军用航空业务五年翻倍,复合增速15%;振华科技军工电子元器件业务预计未来三年增速不低于20%;中航高科碳纤维预浸料等新材料业务2020年经营目标为实现37%增速。我们认为军用航空、信息化、核心零部件等环节增速将保持15%以上,碳纤维等上游环节增速20%以上。

3)投资建议:首推整机厂,业绩稳健,直接受益于新型号拉动,推荐中直股份、中航沈飞、航发动力;零部件环节军品主业增长确定性好,民品会有一定拖累,但目前估值均较低,推荐中航机电、航天电器、中航光电;信息化方向科技属性更高,弹性大,推荐航天发展、振华科技、七一二;原材料领域壁垒高,成长性好,推荐中航高科、光威复材。

3、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月挖机销售增速将进一步扩大。

2)产品供不应求,价格提升5%-10%。目前三一、徐挖小挖价格上调10%,中大挖价格上调5%;三一混凝土泵车价格上调5%-10%。虽然产业链冲击带来一定的成本上升,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。

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。

三、重点个股

杰瑞股份、徐工机械、晶盛机电、长川科技、拓斯达、中直股份

四、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、受疫情影响一季报大部承压，部分板块逆势增长

截止 4 月 12 日，申万有色板块披露 2020Q1 业绩预告企业 17 家，占比约 1/10，约一半企业同比业绩下滑，表现相对较弱（由于样本数较少，实际占比更多），主要源于疫情期间企业开工推迟、下游需求推迟等对短期业绩造成负面影响。同时针对 2020 年一季报，我们选取了新材料 8 个细分方向的 40 家上市公司作为样本进行统计分析，其中 17 家已经披露 2020Q1 业绩预告，约 60%企业同比业绩下滑，平均下降幅度约 20%-30%区间，钴板块、贵金属板块以及靶材板块表现相对较好，其中华友钴业（+1317%-1567%）、银泰黄金（+55.60%-61.47%）、隆华科技（+50%-70%）、江丰电子（+40%-60%），重点公司业绩分析如下：

1、华友钴业：公司预计 2020 年 Q1 实现归属净利润 1.7 亿元~2 亿元，去年同期为 0.12 亿元，去年第四季度为 0.27 亿元；扣非后净利润 1.2~1.5 亿元，去年同期为 0.17 亿元，去年第四季度为 0.25 亿元。

1）Q1 钴价环比下跌，公司利润大幅增长的原因主要有三方面：2019 年 Q4 公司计提 0.71 亿元资产减值损失和 0.37 亿元信用减值损失；投资收益-0.52 亿元和公允价值变动净收益-0.24 亿元，公司对存货等计提的比较充分，减轻了 2020 年第一季度的负担。钴产品毛利率的提升：公司的产品从原料到销售需要几个月左右，钴产品的毛利率提升主要是 2019 年 Q3-Q4 钴价下行期间采购成本的降低。铜和三元前驱体产品的放量：公司 3 万吨/年电积铜于 2019 年 9 月建成投产，同时华海、华友浦项及华金等项目于 2019 年 9 月和年底陆续投产，带动三元前驱体产销量大增，预计一季度产量同比增长 50%，公司钴盐、前驱体和正极一体化，具有全产业链优势。

2）钴价仍处于上行通道，疫情压制解除之后有望重回升势。短期看疫情导致新能源汽车和 3C 对钴需求不及预期，但供给端 Mutanda 停产、刚果金民采矿大幅减产，嘉能可大部分产量已锁定下游长单，供需双弱成本支撑价格底部企稳。三元锂电池仍然是动力电池的主流选项之一，无钴化虽有端倪但大规模商业推广仍需很长时间，整体看 2020-2022 年全球钴供需已回归紧平衡，一旦疫情压制解除，随着需求端改善，钴供需两旺有望驱动钴市量价齐升。

3）投资建议：随着钴价中枢的上移、铜和三元前驱体产能的释放，公司 2020 年业绩将明显改善。预计公司 20-21 年归母净利分别为 7.25 亿元、11.86 亿元，对应当前股价 PE 分别为 50.3、30.7 倍，维持推荐

2、菲利华：公司预计 2020Q1 归母净利润 1391 万元~2226 万元，同比下降 20%%~50%，其中非经常性损益对归母净利润影响为 171 万元，去年同期为 407 万元，考虑扣非归母净利润后 2020Q1 同比降幅缩小至 13.5%~48.6%。

1）受疫情影响，Q1 业绩同比下滑。公司地处湖北疫区，2 月 21 号开始逐步复工，至 3 月 16 号实现全面复工。公司有效经营时间比去年大幅减少致业绩下滑，国内半导体行业受疫情的影响或好于全球情况，公司二季度业绩有望改善。

2）产能扩张，新投项目有望打开公司成长空间：公司非公开发行股份已于 19 年 10 月 24 日上市，拟用 2.84 亿投入集成电路及光学用高性能石英玻璃项目，2.69 亿投入高性能纤维增强复合材料制品生产建设项目。石英纤维方面，公司目前已有两个型号的石英复材产品完成研发，各项指标均满足要求，通过了相关试验的考核并取得成功，得到了用户的认可进入定型阶段。同时公司新增 120 吨气熔合成石英已全面达产，合成石英整体产能达到 200 吨，合成三期工程已启动建设。650 吨电熔石英玻璃锭产能也正积极布局中，公司低羟基电熔项目装备与工艺取得突破，试生产稳定可靠。未来随着新项目的投入落地，公司在半导体、航空航天等领域的供应品类将更加丰富，供应能力不断加强，公司成长空间有望进一步打开。

3）投资建议：考虑受疫情影响，预计公司 20-21 年归母净利润分别为 2.38、3.15 亿，对应 PE 分别为 30.2、22.8 倍，考虑到公司在半导体产业以及军工领域的地位，中长期来看发展确定性较高，维持推荐

3、隆华科技：公司预计 2020Q1 归母净利润 4477-5074 万元，同比增加 50%-70%，虽受疫情的影响下，公司主营业务仍然保持了稳步快速发展，尤其是新材料业务板块取得了较快增长。

1）靶材业务加快进口替代：靶材行业目前主要是被海外国家所占据，因受海外疫情、西方对中国高端制造业的打压等事件的影响，使得国内显示面板、半导体等行业开始从战略上重新考量采购和供应渠道，公司靶材业务加快了替代进口进程，保持了快速发展。

2）高分子及其复合材料领域 ：随着军工型号任务定型并逐步量产，公司 PMI 泡沫、舰船用复合材料等产品保持快速增长态势；随着国家对轨道交通的持续投入和发展，减隔振链接系列产品、复合轨枕产品规模化应用于地铁、铁路等轨道交通领域，市场份额逐步提升。

3）投资建议：预计公司 20-21 年归母净利润分别为 2.30、2.91 亿，对应 PE 分别为 28.7、22.7 倍，看好公司在靶材、军工复合材料等新材料布局的需求爆发，给予推荐

二、展望与投资建议

1、新能源金属：短期疫情压制，静待需求复苏

由于国内新能源汽车产销数据大幅滑坡叠加海外车厂部分停产，引发市场对新能源金属需求预期降低，下游需求较为疲软，海外疫情爆发压制了近期锂、钴价格走势。受疫情影响需求延后，部分三元前驱体厂商及正极材料厂少量采购钴盐，钴盐厂成品库存不断累积，钴盐价格短期回落。锂方面，受疫情影响价格反弹有所延后，近期碳酸锂价格出现回落，但氢氧化锂价格相对坚挺，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，同时特斯拉动力电池技术路径选择短期对板块估值构成压制，后期需关注国内消费刺激政策、疫情对海外的影响以及特斯拉 4 月份的电池日。疫情在海外持续扩散，需求短期受到影响，但全球电动化趋势的长逻辑不变，三元仍是动力电池重要路线。随着国内新能源购车优惠政策的延长，预计国内用户新能源购车意愿继续上行。国内需求有望 Q2 率先反弹，海外需求恢复或在下半年，动力电池需求短期扰动不改长期趋势，建议关注板块超跌后的配置机会，相关个股基本调整较充分，推荐赣锋锂业、华友钴业

2、黄金：全球货币宽松叠加经济低迷将继续催化金价

近期美联储宽松政策持续加码，在强力鸽派的一系列举措下，市场对流动性的担忧明显缓解。同时原油价格底部企稳，通胀预期有望逐步反弹，实际利率将保持低位，经济低迷叠加充足的流动性是黄金上涨的理想环境，继续看好后续贵金属行情。长期来看，全球低利率环境有望延续，通胀预期有望逐步回升，实际利率保持低位，从而推升金价，黄金的配置价值会继续提升，建议关注山东黄金、银泰黄金。

3、军工新材料

受全球疫情和市场波动因素影响，目前板块回落较多估值较低，疫情对于全年生产计划影响有限，属于纯内需板块，行业整体景气仍将延续，对新式装备的列装需求有望加强，而诸如高温合金、高品质复合材料、各类高强度金属及其合金等材料需求将保持较快增长，其对新材料的需求主要来自两大方面，一是渗透率的提升、新研装备不断增加应用比例，二是新增的军品订单，上游景气度较高，成长性凸显。建议关注楚江新材（碳纤维）、钢研高纳（高温合金）、火炬电子（军用 MLCC+陶瓷材料）

三、重点个股

楚江新材、山东黄金、赣锋锂业、华友钴业、博威合金、菲利华

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

成长股

汽车（王树宝）

一、行业表现回顾：上周汽车指数+0.1%，HS300 指数+0.93%；广汽、潍柴、一汽等个股表现较强；上汽、长城、长安等个股表现较弱。

二、行业动态及趋势展望

【汽车一季报业绩降幅将普遍超 50%】

1、国内汽车一季度销量同比-42.4%（1-2 月累计同比-42%），其中乘用车、商用车同比分别-45.4%、-28.4%。（1）乘用车方面，轿车、MPV、SUV 销量同比分别-47.6%、-63.3%、-39.6%，SUV 好于其他类型，不过总体差异已经较小，显示国内 SUV 渗透进入尾声；（2）商用车方面，客车、货车销量同比分别-30.7%、-28.2%，其中半挂牵引车销量同比+6.4%，显示重卡类相对好于其他类型商用车。（3）新能源汽车作为大类之一，销量同比-56.4%，其中新能源乘用车、新能源商用车同比分别-57.4%、-45.5%。

2、汽车行业 1-2 月收入同比-32.8%，利润总额同比-65%；预计 1 季度收入同比-35%，利润同比-70%。总体上业绩呈现 2 月最差，三月回升之势。3 月企业复工复产情况明显好转，23 家重点整车企业的生产基地全面复工，员工返岗率 86%，复产情况达到去年平均水平的 75%；消费端由于疫情并未完全结束，仍有需求被抑制，但 3 月明显好于 2 月，随着中央及地方的促销费政策落实，市场将加快恢复。

3、上市及重点汽车集团一季度销量及同比分别：上汽集团（67.9 万台，-55.7%）、一汽集团（60.8 万台，-22.6%）、长安集团（30.3 万台，-32%）、东风集团（36.3 万台，-46.4%）、广汽集团（30.6 万台，-38.1%）、吉利汽车（20.6 万台，-43.8%）、长城汽车（15 万台，-47%）、江淮汽车（8.3 万台，-35.5%）、比亚迪（6.1 万台，-47.9%）。

4、A 股汽车公司业绩降幅将普遍超 50%。整车业绩表现最差，降幅或达到 60-70%；零部件企业相对略好，预计降幅 50%左右；长安、广汽、长城业绩有望好于市场平均水平，降幅 40-50%；龙头零部件企业华域汽车、福耀玻璃降幅有望在 40%左右；中小零部件企业如拓普集团、精锻科技等降幅或将在 50%左右。

三、行业投资逻辑：

20 年 1-2 月受疫情冲击，汽车股再次回落至估值底部，预计疫情得到控制后（4 月以后）将迎来需求逐渐强于供给的局面，汽车盈利将明显好转，目前是配置汽车股的最佳时机。

（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，充电推荐托普集团、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，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）

本周上证综指微涨 0.58%，创业板上涨 1.72%；申万通信板块指数下跌 1.57%，申万电子指数下跌 2.41%。

截至 4 月 11 日，通信和电子行业已有多家公司公司披露一季报预告，从预告情况看，虽然疫情影响了部分公司的业绩稳定性,但是仍有不少公司在一季度录得了可观的增速,其中有行业自身原因,也有公司积极应对疫情的因素。

通信方面，虽然受到疫情影响，但光通信板块仍然在一季度保持了高增长，其中两方面原因，一方面是国内除湖北外大部分地区受疫情导致的产能影响不大，另一方面海外疫情持续发酵下工厂停工，而需求端又由于流量爆发叠加 400G 升级周期继续扩大。根据 LightCounting 最新发布的报告，国内光模块厂商将在今年占据全球 50%以上的市场份额，全球前十名的厂商有五家来自中国，国内厂商逐渐成为全球光模块的中坚力量。

具体业绩预告：中际旭创一季度预计净利润约 1.39 亿元~1.68 亿元，同比增长 39.2%~68.34%；新易盛一季度预计净利润约 5100.0 万元~5900.0 万元,同比增长 57.35%~82.04%;天孚通信一季度预计净利润约 4403.67 万元~5081.15 万元，同比增长 30.0%~50.0%。

电子方面，从已经公布的业绩预告情况来看，表现较好的都是各自细分板块中的龙头公司，也反映了在当前受疫情负面影响的情况下，龙头公司的应对能力以及抗风险能力更强，具体包括苹果供应链、TWS 产业链以及国产半导体板块。

具体业绩预告情况：立讯精密预计一季度净利润为 9.55 亿-9.86 亿元，同比增长 55%-60%；歌尔股份预计一季度净利润为 2.85 亿元-3.25 亿元，同比增长 40%-60%；蓝思科技预计一季度净利润 8.79 亿元至 8.84 亿元，去年同期亏损 9696.62 万元；卓胜微预计一季度净利润 1.49 亿元-1.53 亿元，同比增长 256.48%-266.48%；圣邦股份预计一季度净利润 2696 万-3172 万元，同比增长 70%-100%，另外港股中芯国际也将一季度毛利率指引由原先的 21%至 23%上调为 25%至 27%。

对于接下来通信和电子行业的走势和公司业绩展望，我们认为通信行业方面，首先是 5G 板块确定性高，在二季度以及下半年 5G 建设有望持续提速，上游设备及基站组件公司的业绩确定性高，并且有望保持快速增长，另外和流量相关的光通信以及 IDC 板块也将保持较高的景气度。光通信板块，目前海外 100G 光模块是主流，400G 也处在爆发前夕，而在 400G 光模块产品领域，中国光模块厂商已经快速追上海外光模块企业，并且凭借高性价比优势，北美市场份额不断提升。2020 年北美云资本开支将继续回暖,400G 将在 2020 年放量,给相关公司业绩带来巨大增量。

电子行业，半导体板块，尽管全球半导体景气度短期会受到疫情影响，但是一方面是本轮半导体景气回暖主要来自于创新周期，包括 5G 手机、TWS、服务器等发展，半导体行业景气度在疫情过后向上趋势不变，另一方面是半导体国产化的大势已经不可逆转，当前中美贸易摩擦又出现了了反复的现象，未来情景非常不明朗，从这一角度来看，国产化替代的脚步将加快，同时国家集成电路大基金二期已经启动，也将进一步推动国产半导体产业链的发展。消费电子板块受疫情影响相对较大，因为欧美等地主要是线下消费，海外实行的隔离措施将短期限制消费者的购买行为，国内由于受疫情影响未来的销售预期也可能会有所下降，但是待疫情过后或到下半年，在 5G 手机大规模上市之后，消费电子的换机需求有望得到恢复。同时在供给端，我们看到进到 3 月份，国内的电子产业链的复工复产情况较为顺利，目前基本上已经实现了完全复工，产能这一块的影响已经消除，未来在苹果产业链、5G 手机、TWS 等板块带动下，消费电子板块有望继续保持景气，我们将持续予以跟踪。

具体重点推荐方面，我们**建议关注通信行业的沪电股份、深南电路、中际旭创、新易盛、光环新网以及数据港，电子行业的兆易创新、三安光电、立讯精密等**。

风险提示：疫情持续时间长于预期，5G 提速不及预期，消费电子受疫情影响销售下滑超出预期，半导体国产产业链进展低于预期。

行业及公司重点新闻动态：

1、华为荣耀 30S 手机 4 月 7 日开售，截至当晚 23：59 分，销售额突破一亿，获得全平台单品销量以及安卓销售额冠军，并成为京东当日最畅销手机。荣耀 30S 搭载麒麟 820 5GSoC 芯片，6400 万像素四摄，支持 5G 双模五频全网通，覆盖国内移动、联通、电信三大运营商五大 5G 频段。荣耀 30S 的 8+128 版本售价仅为 2399 元。荣耀 30S 的

出现，极大程度的拉低了 5G 手机的价格门槛。荣耀 30S 在目前市面上在售的同配置（8+128）5G 手机中，价格最低。

2、4 月 9 日，华为消费者业务 CEO 余承东向媒体表示，在今年一季度华为没有出现下滑还略有增长，他预计华为消费者业务今年还会增长，尤其是中国区，预期至少还会有 20%的增长，甚至更多的 30%增长。IDC 的数据显示，2019 年的全球智能手机市场上，华为(含荣耀)出货 2.406 亿部，同比大幅增长 16.8%，是前五大厂商中增速最快的，稳居全球第二。近年来，华为围绕"1+8+N"全场景战略稳步推进。3 月 31 日，华为发布 2019 年年报。报告显示，华为消费者业务同比增长 34%，支撑这个增长的是华为手机、PC、平板、智能穿戴、智慧屏等构建的全场景智慧生态。华为正在试图摆脱对美国企业的依赖。在系统和软件方面，今年华为围绕 HMS 动作频频。余承东透露，华为 P40 在海外陆续铺货中，且 P40 手机里已经完全没有谷歌的东西，此前在海外推出搭载 HMS 的 P40 Lite（国内的 Nova 6 SE）卖得也很好。在硬件方面，"华为已经可以完全不用来自于美国的元器件，我们做到了完全替代。保持少量的器件，也是和美国企业保持合作关系，帮助它们创造价值"。

3、4 月 8 日，中国移动发布了 2020-2021 年非骨架式带状光缆产品集中采购的中标人公示，长飞光缆，富通通信，中天科技，烽火电子等十家企业中标。本次采集是中国移动自 2017 年以来第三次进行非骨架式带状光缆采集，上两次采集分别是在 2017 年和 2018 年。从中标厂商来看，长飞光缆，通鼎互联，烽火通信，中天科技，永鼎股份在三次招标中均成功中标，显示出光纤光缆行业较为明显的龙头效应以及较高的竞争门槛。我们认为，三年三次招标行业内龙头企业均全部中标，显示出行业的集中度正在上升。中天科技，烽火通信，长飞光缆等光纤光缆龙头，能够在未来的市场竞争中凭借产品优势，获得更大的市场份额，加速发展。

计算机（黄翔）

一、行情回顾：

本周申万计算机指数上涨 1.88%,板块成交额 2377 亿元,沪深 300 指数上涨 1.51%,计算机关注度已处于较低位置。我们认为，20 年受益政策叠加技术，计算机行业景气度较高，尽管海外疫情仍然较强，但国内已开始复工，行业估值处于近 5 年低位（考虑商誉和现金流等），Q1 业绩冲击已不断消化，**优质个股已进入可配置区间。**

二、投资观点

1、2020Q1 业绩回顾：整体明显下滑，但参考意义不大

计算机行业共 122 家披露 20Q1 业绩预告，考虑预告中值，仅 40 家左右归母净利润实现正增长，80 余家业绩下滑，中位数为下滑 36.8%（上限）-70%（下限）。且正增长的公司中非经常性损益影响明显。

122 家公司，归母净利润上限合计 2.1 亿元，下限合计-4.2 亿元，其中东方财富与同花顺两个属于券商 IT 贡献净利润 4.86 亿元。去年同期归母净利润合计 23.3 亿元。

我们认为，主要是疫情影响项目招投标、实施和业绩确认，20Q1 收入下滑，而成本则主要为人员工资等，较为刚性，导致归母净利润大幅下滑。但考虑到计算机行业 20Q1 业绩占全年之比仅 15%左右，下滑参考意义不大。

2、重点公司 Q1 业绩和全年展望：

（1）Q1 业绩：在线化、云化公司利润较好，强刚需医疗 IT 和信创下滑幅度较小

证券软件：东方财富、同花顺，主要经营模式为线上，不受疫情影响，叠加 Q1 证券市场活跃度明显提升。

云计算：用友网络、广联达、广联达，尚未发布业绩预告，云业务在线化提供服务，但销售仍需线下推广，预计维持稳定，但增速或放缓，传统业务或有所下滑。

医疗 IT：疫情带来增量需求，但政府和医院重心在抗疫，项目招投标和验收延后，扣非后利润基本持平，略有下滑。其中，卫宁健康主要受非经常性支出影响。

信创：政府推动力量强劲，但亦受疫情影响，项目招投标和验收延后。

网络安全：受影响较大，主要因深信服等营收中企业占比较大，受影响更大。

（2）全年展望：逐季好转趋势明确，政府业务受影响小，看好政策+业务两条主线

1）逐季好转趋势明显

我们认为，计算机行业受海外疫情影响小，国内需求刚性，Q2 开始复工后，业绩将逐渐好转。

2）技术景气持续提高：云计算、5G 应用（富媒体短信、超高清视频、车联网、工业互联网等）

17-19 年处于技术创新青黄不接阶段，互联网、移动互联网等技术红利基本释放，叠加 AI、AR/VR、大数据等新兴技术预期过高，行业发展滞后于市场预期。

20 年，5G 基础设施建设，5G 应用有望逐渐落地。预计 2020 年全国 5G 基站有望达 50-80 万站，5G 手机超 1 亿部，重点城市基本覆盖，3GPP 的 R16（对应车联网等标准）版本完成冻结。云计算渗透率持续提升，上游迎来景气回升。AI 底层技术已可满足大部分场景，并通过工程手段克服鲁棒性问题至可用阶段，落地有望加速。

3）政策景气预计较高：信创、网络安全、安防、云计算

以新基建为代表的逆周期政策预计加强。疫情对外需、消费带来巨大压力，保障经济正常运行、满足就业要求需加大投资。5G、数据中心（云计算）、人工智能、工业互联网、物联网等新基建将受益政府加大投入，市场有观点认为新基建对 GDP 拉动效果不显著，因此需要老基建发力，我们认为新基建既有短期效应，又有长期效应，优先度更高。此外，政府预计提高预算赤字，扩大地方债规模，解决了钱从哪里来的问题。

以信创为代表的安全保障政策预计将加强。疫情期间，逆全球化趋势开始显现，尽管中国加大支援力度，国外舆论对中国友好度不增反减。叠加安全也是政府投资的重要领域。

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			