

总量联合行业

证券研究报告

2020年02月14日

三个月后看中国，疫情影响与展望

作者

赵晓光 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100006
zhaoxiaoguang@tfzq.com

文浩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

相关报告

1 《投资策略：策略·上周股市流动性评级为 B——一周资金面及市场情绪监控（20200203-20200207）-“流动性过剩”推升的风险偏好后续有哪些被终结的风险？》 2020-02-11

2 《投资策略：策略·上周股市流动性评级为 C-央行逆回购呵护流动性，公募基金放量发行-一周资金面及市场情绪监控（20200113-20200123）》 2020-02-04

3 《投资策略：策略·上周股市流动性评级为 B-北上资金持续大幅流入，节前资金面进一步转暖-一周资金面及市场情绪监控（20200106-20200110）》 2020-01-14

核心结论：

根据天风金工团队利用 SIR 模型对新冠肺炎 COVID-19 疫情的传播途径进行的预测，此次全国疫情的拐点将出现在 2 月 22 日左右，武汉市疫情的拐点则大概率出现在 2 月 24 日左右。

除此之外，我们的主要观点如下：

1、03 年非典时期经验表明，疫情对于市场的冲击是暂时的、情绪性的，而不是方向性、趋势性的。疫情过后，市场也会很快回到基本面上。但是无论是当前还是疫情之后，市场所有的关注点最终的落脚都是经济。由于 12 月以来的反弹隐含了经济企稳的预期，那么中期指数层面的机会就有赖于疫情缓和后，经济企稳预期的重新确立。

2、而经济层面能否企稳，又直接取决于货币与信用政策的部署。逆周期调节政策的最重要作用是修复市场对于经济过渡悲观的预期，防止上证指数出现系统性风险，这是保障科技板块取得绝对收益，同时各类科技主题能够持续活跃的的必要条件。历史上没有哪次创业板的周度级别以上行情，是在上证指数连续下跌的过程中发生的。

3、近期自上而下对于当前及疫情后逆周期政策的态度更加明确。高层表态方面，总书记强调“尽可能降低疫情对经济的影响”、“抓好在建项目复工和新项目开工”。财政政策方面，财政部追加下达 8480 亿地方债额度。货币政策方面，央行投放了超万亿的逆回购，并表示下次 MLF 利率和 2 月 20 日 LPR 会较大概率下行。虽然逆周期政策传导到经济数据有赖于复工加快（对应制造业）同时政府放松对人员流动的管控（对应农民工）之后，但市场可能基于预期而提前反映。

4、结构方面，03 年的经验表明疫情并不会扭转中期的市场风格。但是，不同于 03 年，这一次传统经济的内生动能不足，未来虽有刺激政策，但传统经济部门修复空间有限，相关板块超跌反弹的幅度和持续性可能受限。其中景气度趋势最好的是处于复苏初期的地产竣工链条，虽然也会受到 1-2 个季度干扰，但从内生动力来说，将大概率是未来延续度最好的。

5、因此，在全球 5g 周期、全球半导体周期、全球云计算周期带来的科技产业景气度扩散化的背景下，大概率使得中长期风格难以逆转。类似于 03 年的传统经济，虽然短期受到疫情的干扰，但在科技产业周期的内生推动力之下，新科技领域依旧是全年业绩趋势显著向好的部分。

风险提示：肺炎疫情的控制进展不及预期，经济超预期下行，政策实施力度不及预期，不可测事件影响等。

内容目录

1. 金工：基于 SIR 模型的 COVID-19 疫情拐点判断	4
2. 策略：疫情平息后，指数回归信用周期的内生逻辑，科技景气周期带来的风格主线难以撼动	9
3. 宏观：疫情对经济的影响根本上取决于其演绎路径	17
4. 固收：疫情对债券市场影响几何？	20
5. 海外：对比两次疫情差异，建议关注 2 月中旬机会——疫情对香港市场影响点评	27
6. 疫情对 TMT 行业影响分析及展望	36
6.1. 传媒：游戏、长视频受益	36
6.2. 电子：疫情对各细分电子行业影响	46
6.3. 通信：疫情对通信各细分行业影响的分析	54
6.4. 计算机：疫情如何影响计算机行业？在线化/医疗 IT/5G 有望加速	90
7. 疫情对上游周期行业影响分析及展望	105
7.1. 农业：新冠疫情对农业板块的影响几何？	105
7.2. 有色金属：略有风雨终有晴	110
7.3. 钢铁：疫情终究褪去，钢铁基本面即将反转	114
7.4. 建筑材料：建材细分行业需求将出现递延	120
7.5. 建筑工程：疫情如何影响建筑行业？	137
7.6. 基础化工：疫情对基础化工行业整体影响判断	145
7.7. 石油化工：疫情对石化行业影响及展望	153
7.8. 煤炭：供需双弱，看好后期需求递延释放	159
8. 疫情对中游制造行业影响分析及展望	175
8.1. 机械：不畏浮云遮望眼，风物长宜放眼量	175
8.2. 国防军工：一季度淡季受疫情影响较小，军工或将具备基本面比较优势	189
8.3. 汽车：“非典”复盘，疫情对汽车消费影响几何？	191
8.4. 电力设备与新能源：整体影响较小，关注 EV 产业链经营杠杆率问题	208
8.5. 交通运输：短期承压，长期厮守	222
8.6. 环保与公用事业：环卫消杀与医废处置需求快速提升，电力燃气需求受疫情冲击	235
9. 疫情对下游消费行业影响分析及展望	248
9.1. 商贸&社服：线上消费需求被激发，线下消费短期延后	248
9.2. 食品饮料：从需求类别看疫情对食品饮料行业的影响	281
9.3. 医药生物：疫情催生医疗大行业多领域需求提升	294
9.4. 家用电器：肺炎疫情对家电行业的影响	305
9.5. 轻工制造：再论“抗疫”下轻工各板块需求变动的演绎	314
9.6. 纺织服装：相关医用产品需求激增，电商、纺织制造等相关行业短期受压制	321
10. 疫情对金融地产行业影响分析及展望	327
10.1. 银行：对息差、银行资产质量、业务开展等存在一定冲击	327
10.2. 非银金融：疫情对非银金融行业的影响	328
10.3. 房地产：疫情对房地产业的影响	329

此次新冠肺炎疫情对各行业的影响可以从供给和需求两端来进行分析——从需求端来看，全国性的停工停产造成不少行业的需求被不同程度的延后乃至消失，而疫情下国民健康意识的提升、远程办公的兴起等则激发不少子领域需求的快速增长；从供给端来看，工厂停工对不少产业供给端的压制同样不容忽视。

我们从**需求递延、需求增长、需求消失、供给收缩**四个维度，对上中下游产业链中各个子行业进行归类，具体如下图。在下文对各行业的论述中，我们也将着重从这几个维度对疫情的影响进行分析。

图 1：上、中、下游各细分子行业归类情况

	涉及细分领域
需求递延	上游周期： 农业（禽养殖等）、有色金属（地产后周期相关金属品（如铜、铝等）、新能源车相关金属品（如锂、钴等）、钢铁、建筑材料（水泥、玻璃、玻璃纤维、消费建材等）、建筑工程（装饰、园林、国际工程、化学工程等）、基础化工（煤化工、聚氨酯等）、石油化工（聚酯、烯烃产业链等）
	中游制造： 机械设备（工程机械、自动化装备等）、汽车（乘用车、汽车零部件、EV、重卡等）、交通运输（港口运输）
	下游消费： 商贸零售（化妆品、新媒体营销、高端酒流通、黄金珠宝等）、社会服务（机场免税、餐饮、学历教育、职业教育等）、食品饮料（白酒、啤酒、休闲零食等）、医药生物（创新药、疫苗接种等）、家用电器（白电、厨电）、轻工制造（家居）、纺织服装（电商相关子行业、纺织制造等）
	金融地产： 银行（部分银行业务开展，如对公贷款、住房按揭贷款等）、非银金融（财产险等）、房地产（地产销售）
	TMT： 传媒（电影制片等）、电子（消费电子相关）、通信（无线主设备产业链、光纤光缆、光通信设备、光模块、物联网等）、计算机（消费信息化（如 To G 信息化、酒店餐饮等）、智能制造）
需求增长	上游周期： 建筑工程（如“新基建”中的智慧路灯工程、应用于紧急施工传染病医院的钢结构装配式建筑等）
	中游制造： 机械设备（红外成像、口罩设备等）、环保（清洁消毒设备、医疗危废处置等）
	下游消费： 商贸零售（超市、电商等）、社会服务（在线教育、物业、人力资源等）、食品饮料（餐饮产业链下复合调味品和冻品、肉制品下人造肉等）、医药生物（医疗大行业大部分领域）、家用电器（小家电、黑电）、轻工制造（生活用纸、烟草创新制品等）、纺织服装（医用产品相关）
	金融地产： 非银金融（人身险等）、房地产（物业管理）
	TMT： 传媒（游戏、长视频等）、通信（IDC/CDN、云视频会议等）、计算机（远程办公、医疗 IT、网络安全等）
需求消失	上游周期： 石油化工（原油、天然气等）
	中游制造： 汽车（汽车流通、客车等）、交通运输（航运、机场、公共出行等）、公用事业（电力、燃气等）
	下游消费： 商贸零售（百货）、食品饮料（食品礼盒、乳制品等）、纺织服装（品牌服装销售）
	金融地产： 房地产（商业地产子板块下零售物业）
	TMT： 传媒（电影院线等）
供给收缩	上游周期： 农业（生猪养殖）、基础化工（维生素）、石油化工（进口 LNG 等）、煤炭（动力煤、焦煤等）
	下游消费： 家用电器（部分家电厂家尤其是湖北地区将收缩）
	TMT： 电子（PCB、被动元器件等）

资料来源：天风证券研究所整理

1. 金工：基于 SIR 模型的 COVID-19 疫情拐点判断

（——天风金工：吴先兴/张欣慰/陈奕等）

核心论点：

本部分主要利用 SIR 模型预测了新冠肺炎 COVID-19 疫情的传播过程，结果显示，全国疫情拐点出现在 2 月 22 日左右，武汉市疫情拐点出现在 2 月 24 日左右的概率较大。

1.1. 传染病模型分类

不同类型传染病的传播过程各有特点，按照一般的传播机理可建立 SI、SIS、SIR 模型等（姜启源，2011）。

图 2：一般的传染病模型

传染病模型	概述	适用病症类型
SI	仅考虑易感人群和已感染者，感染者无法恢复	HIV 等
SIS	感染者可以被治愈，且治愈后仍为易感人群	无/低免疫性疾病，如伤风、痢疾等
SIR	感染者被治愈后产生抗体，基本无再次感染风险，退出传染系统	强免疫性疾病，如天花、肝炎、麻疹等

资料来源：整理自《数学模型（第四版）》（姜启源），天风证券研究所

此次新冠肺炎 COVID-19 存在潜伏期，潜伏期可能具有传染性，感染治愈后会产生抗体，但由于观察期短，潜伏期传染性、潜伏人数以及治愈后是否仍存感染风险尚未定论。假定治愈后短时间内不会被感染，我们用 SIR 模型近似刻画 COVID-19 的传播扩散过程。

1.2. 基于 SIR 模型的 COVID-19 疫情预测

1.2.1. 模型假设

1. 不考虑人口出生、死亡、流动人数影响，可接触到感染者的总人数 N 不变，时刻 t 的已感染者（Infective）、易感染者（Susceptible）、移出者（Removed）比例分别为 $i(t)$ 、 $s(t)$ 和 $r(t)$ ，三者人数分别为 $I(t)$ 、 $S(t)$ 和 $R(t)$ ；
2. 每天每个感染者的有效接触（足以使人致病）平均人数为 α ，日治愈移出率为 β 。

1.2.2. SIR 模型

基于以上假设，可得 SIR 模型

$$\begin{cases} \frac{dS}{dt} = -\frac{\alpha}{N} \cdot S \cdot I \\ \frac{dI}{dt} = \frac{\alpha}{N} \cdot S \cdot I - \beta \cdot I \\ \frac{dR}{dt} = \beta \cdot I \end{cases}$$

模型输入参数为总人数 N ，初始感染者、易感人群和移出者数量 I_0 、 S_0 、 R_0 ，以及有效接触率 α 和日治愈移出率 β 。此次疫情虽自 2019 年 12 月就已有病例，但一开始的传染源未被控制，许多病例可能均来自于华南海鲜市场，与模型假设的传播过程不符，因此我们将武汉封城日作为数据起始日进行研究。

1.2.3. 疫情传播历史数据

我们从国家疾控中心、湖北省卫健委官网梳理了自 2020 年 1 月 23 日至 2020 年 2 月 10 日全国、湖北省和武汉市的疫情确诊病例数，以及全国累计死亡和治愈病例数。

图 3: COVID-19 疫情情况 (单位: 人)

日期	全国			湖北	武汉
	累计确诊	累计死亡	累计治愈	累计确诊	累计确诊
2020/1/23	830	25	34	549	495
2020/1/24	1287	41	37	729	572
2020/1/25	1975	56	48	1052	618
2020/1/26	2744	80	50	1423	698
2020/1/27	4515	106	59	2714	1590
2020/1/28	5974	132	102	3554	1905
2020/1/29	7711	170	123	4586	2261
2020/1/30	9692	213	170	5806	2639
2020/1/31	11791	259	242	7153	3215
2020/2/1	14380	304	327	9074	4109
2020/2/2	17205	361	474	11177	5142
2020/2/3	20438	425	631	13522	6384
2020/2/4	24324	490	893	16678	8351
2020/2/5	28018	563	1154	19655	10117
2020/2/6	31161	636	1541	22112	11618
2020/2/7	34546	722	2051	24953	13603
2020/2/8	37198	811	2651	27100	14982
2020/2/9	40171	908	3283	29631	16902
2020/2/10	42638	1016	3999	31728	18454

资料来源: 中国疾病预防控制中心、湖北省卫健委, 天风证券研究所

1.2.4. 疫情预测

考虑到模型预测结果受总人数 N 、有效接触率 α 和治愈移出率 β 参数影响较大, 我们利用历史数据在不同参数组下对 SIR 模型进行拟合, 使拟合结果与历史数据偏离度尽可能小。

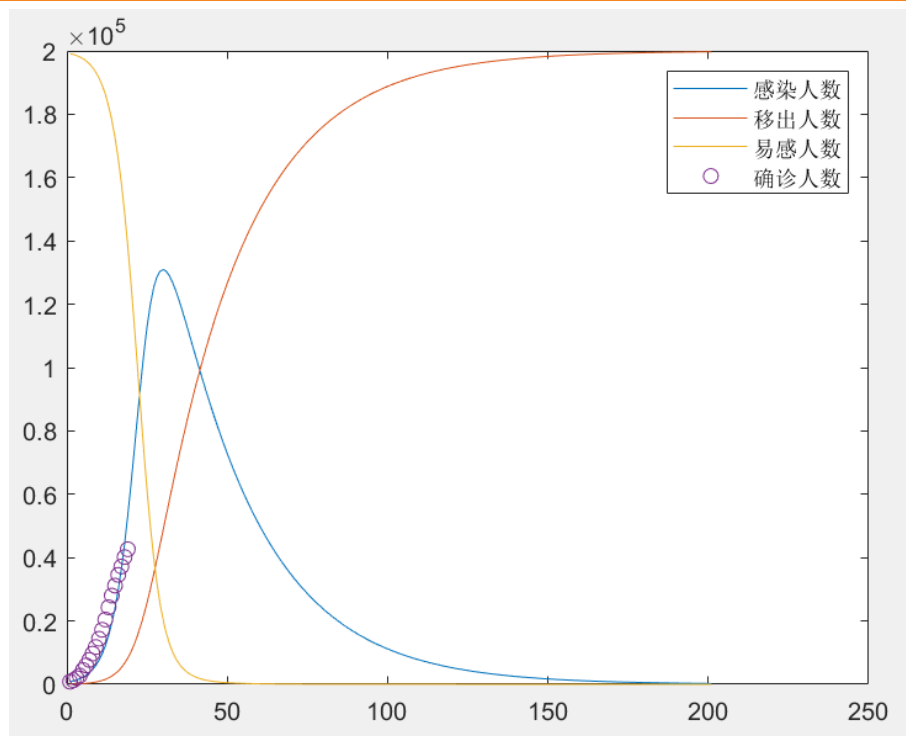
由于疫情过程中相关部门采取了有效的隔离措施, 模型传染系统中与感染者可能接触的总人数 N 应远小于当地实际人数。相对地, 我们更应关注的是疫情拐点时间而非疫情具体人数。

下面我们在 α 为 0.2-0.4, β 为 0.02-0.04 区间范围内对全国和武汉市两个样本进行模型拟合。

1、全国疫情预测

在全国疫情预测中, 设定 N 为 200000, 从结果来看, 疫情拐点出现在 2 月 21 日至 2 月 23 日的概率最高。以下是与历史数据偏离度最小的参数组 α 为 0.32, β 为 0.037 下的预测结果, 预计全国疫情拐点出现在 2 月 22 日。

图 4：全国疫情预测结果（单位：人）

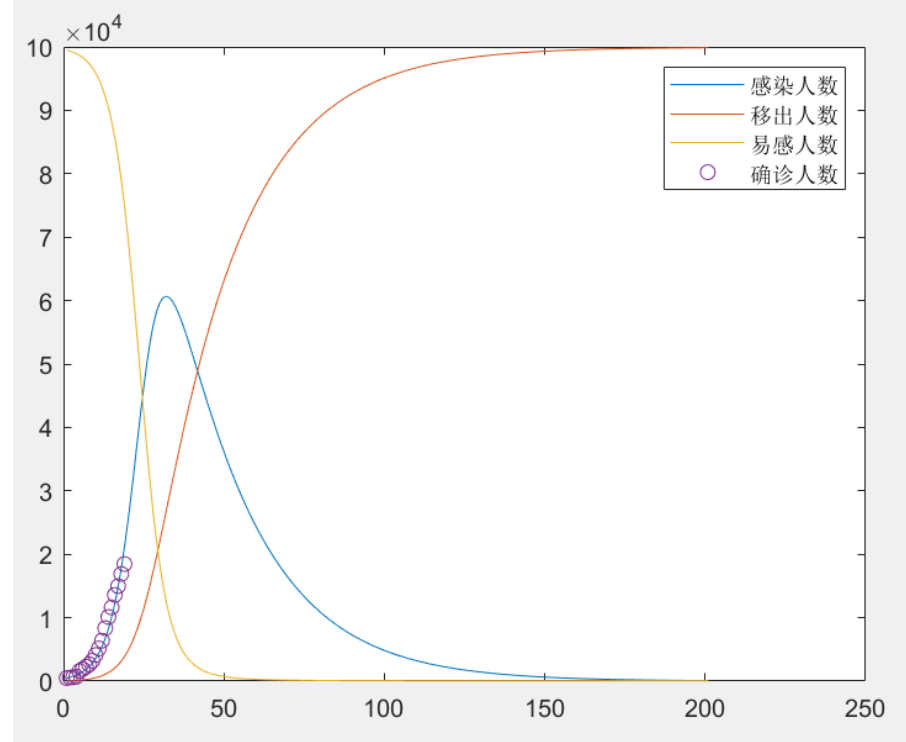


资料来源：中国疾病预防控制中心、湖北省卫健委，天风证券研究所

2、武汉市疫情预测

在武汉市疫情预测中，设定 N 为 100000，从结果来看，疫情拐点出现在 2 月 24 日至 2 月 26 日的概率最高。以下是与历史数据偏离度最小的参数组 α 为 0.29， β 为 0.04 下的预测结果，预计武汉市疫情拐点出现在 2 月 24 日。

图 5：武汉市疫情预测结果（单位：人）



资料来源：中国疾病预防控制中心、湖北省卫健委，天风证券研究所

1.2.5. 参数敏感性分析

下面我们分全国样本和武汉市样本展示了不同接触率和治愈率参数下疫情拐点出现的时间，底色越深代表拟合度越高。

图 6：不同接触率和治愈率参数下全国疫情拐点出现时间

$\alpha \backslash \beta$	0.02	0.021	0.022	0.023	0.024	0.025	0.026	0.027	0.028	0.029	0.03	0.031	0.032	0.033	0.034	0.035	0.036	0.037	0.038	0.039	0.04
0.2	3/9	3/9	3/9	3/9	3/9	3/9	3/9	3/9	3/9	3/9	3/9	3/9	3/9	3/9	3/9	3/10	3/10	3/10	3/10	3/10	3/10
0.21	3/7	3/7	3/7	3/7	3/7	3/7	3/7	3/7	3/7	3/7	3/7	3/7	3/7	3/7	3/7	3/7	3/7	3/7	3/7	3/8	3/8
0.22	3/6	3/5	3/5	3/5	3/5	3/5	3/5	3/5	3/5	3/5	3/5	3/5	3/5	3/5	3/5	3/5	3/5	3/5	3/6	3/6	3/6
0.23	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4
0.24	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2
0.25	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1
0.26	2/29	2/29	2/28	2/28	2/28	2/28	2/28	2/28	2/28	2/28	2/28	2/28	2/28	2/28	2/28	2/28	2/28	2/28	2/28	2/28	2/28
0.27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27
0.28	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26
0.29	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25
0.3	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24
0.31	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23
0.32	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22
0.33	2/22	2/22	2/22	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21
0.34	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20
0.35	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20
0.36	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19
0.37	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18
0.38	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18
0.39	2/18	2/18	2/18	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17
0.4	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17

资料来源：中国疾病预防控制中心、湖北省卫健委，天风证券研究所

图 7：不同接触率和治愈率参数下武汉疫情拐点出现时间

$\alpha \backslash \beta$	0.02	0.021	0.022	0.023	0.024	0.025	0.026	0.027	0.028	0.029	0.03	0.031	0.032	0.033	0.034	0.035	0.036	0.037	0.038	0.039	0.04
0.2	3/8	3/8	3/8	3/8	3/8	3/8	3/8	3/8	3/8	3/8	3/8	3/8	3/8	3/8	3/8	3/8	3/8	3/8	3/9	3/9	3/9
0.21	3/6	3/6	3/6	3/6	3/6	3/6	3/6	3/6	3/6	3/6	3/6	3/6	3/6	3/6	3/6	3/6	3/6	3/6	3/6	3/6	3/6
0.22	3/5	3/5	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/4	3/5	3/5
0.23	3/3	3/3	3/3	3/3	3/3	3/3	3/3	3/3	3/3	3/3	3/3	3/3	3/3	3/3	3/3	3/3	3/3	3/3	3/3	3/3	3/3
0.24	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1	3/1
0.25	2/29	2/29	2/29	2/29	2/29	2/29	2/29	2/29	2/29	2/29	2/29	2/29	2/29	2/29	2/29	2/29	2/29	2/29	2/29	2/29	2/29
0.26	2/28	2/28	2/28	2/28	2/28	2/28	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27	2/27
0.27	2/27	2/27	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26	2/26
0.28	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25	2/25
0.29	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24	2/24
0.3	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23	2/23
0.31	2/23	2/23	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22
0.32	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/22	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21
0.33	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/21	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20
0.34	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20	2/20
0.35	2/20	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19
0.36	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/19	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18
0.37	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18	2/18
0.38	2/18	2/18	2/18	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17
0.39	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17	2/17
0.4	2/17	2/16	2/16	2/16	2/16	2/16	2/16	2/16	2/16	2/16	2/16	2/16	2/16	2/16	2/16	2/16	2/16	2/16	2/16	2/16	2/16

资料来源：中国疾病预防控制中心、湖北省卫健委，天风证券研究所

1.2.6. 模型思考

由于 COVID-19 的潜伏期特征、且在认定为疑似病例和相关密切接触者均进行了隔离处理，因此本质上有效接触率为一个动态值，且随着研发成果的不断更新和国家政府采取的应急措施，治愈移出率也应当是一个动态值，且不断增大。因此，可进一步利用动态参数来优化模型。

1.3. 参考文献

[1] 姜启源，数学模型（第四版）[M]，高等教育出版社，2011.

1.4. 风险提示

模型基于历史数据统计分析，市场结构调整和基金风格变动等因素皆可能使得模型失效。

2. 策略：疫情平息后，指数回归信用周期的内生逻辑，科技景气周期带来的风格主线难以撼动

（——天风策略：刘晨明/李如娟/许向真/赵阳等）

核心结论：

1、03 年非典时期经验表明，疫情对于市场的冲击是暂时的、情绪性的，而不是方向性、趋势性的。疫情过后，市场也会很快回到基本上。但是无论是当前还是疫情之后，市场所有的关注点最终的落脚都是经济。由于 12 月以来的反弹隐含了经济企稳的预期，那么中期指数层面的机会就有赖于疫情缓和后，经济企稳预期的重新确立。

2、而经济层面能否企稳，又直接取决于货币与信用政策的部署。逆周期调节政策的最重要作用是修复市场对于经济过渡悲观的预期，防止上证指数出现系统性风险，这是保障科技板块取得绝对收益，同时各类科技主题能够持续活跃的必要条件。历史上没有哪次创业板的周度级别以上行情，是在上证指数连续下跌的过程中发生的。

3、近期自上而下对于当前及疫情后逆周期政策的态度更加明确。高层表态方面，总书记强调“尽可能降低疫情对经济的影响”、“抓好在建项目复工和新项目开工”。财政政策方面，财政部追加下达 8480 亿地方债额度。货币政策方面，央行投放了超万亿的逆回购，并表示下次 MLF 利率和 2 月 20 日 LPR 会较大概率下行。虽然逆周期政策传导到经济数据有赖于复工加快（对应制造业）同时政府放松对人员流动的管控（对应农民工）之后，但市场可能基于预期而提前反映。

4、结构方面，03 年的经验表明疫情并不会扭转中期的市场风格。但是，不同于 03 年，这一次传统经济的内生动能不足，未来虽有刺激政策，但传统经济部门修复空间有限，相关板块超跌反弹的幅度和持续性可能受限。其中景气度趋势最好的是处于复苏初期的地产竣工链条，虽然也会受到 1-2 个季度干扰，但从内生动力来说，可能是未来延续度最好的。

5、因此，在全球 5g 周期、全球半导体周期、全球云计算周期带来的科技产业景气度扩散化的背景下，大概率使得中长期风格难以逆转。类似于 03 年的传统经济，虽然短期受到疫情的干扰，但在科技产业周期的内生推动力之下，新科技领域依旧是全年业绩趋势显著向好的部分。

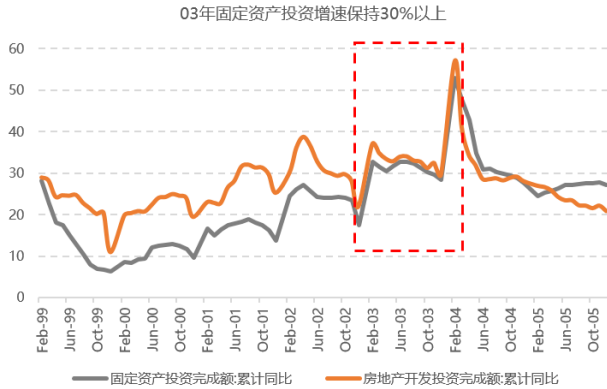
2.1. 指数中期走势的逻辑推演

2.1.1. 当前经济环境与 03 年非典大不相同，但是逻辑和经验可以借鉴

参考 03 年的逻辑和经验，当年在非典疫情出现拐点之后，市场迎来了为期一个月的反弹。6 月中以后，市场再度进入下行区间长达半年之久，但这一阶段的下跌逻辑已经与非典关系不大，而主要在于政策的收紧。

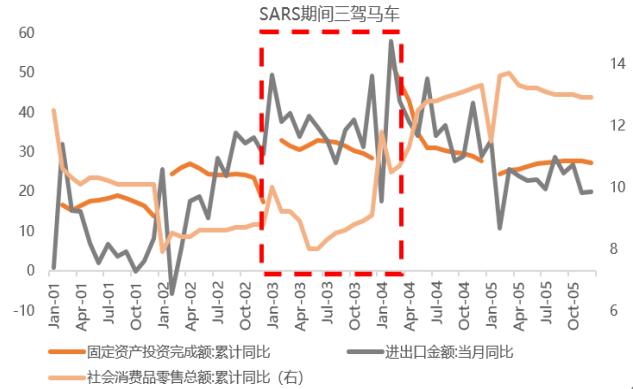
03 年市场最主要的背景是，90 年代末启动的、由房地产引领的投资周期仍在上行区间。03 年固定资产投资增速则在多数时间保持在 30%以上，即使是非典期间，投资也是三驾马车中受疫情影响最小的。

图 8：2003 年多数时间，投资增速维持 30%以上（同比单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：三驾马车中，投资受非典影响最小（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

为了抑制经济过热、对抗通胀，03 年下半年开始，货币政策和流动性开始收紧。当时的主要措施包括：

- （1）货币政策方面，03 年 8 月 23 日，央行宣布提高存款准备金 1 个百分点，于 9 月 21 日起执行；
- （2）楼市方面，03 年 6 月央行开始提醒房地产偏热，随后相关部门出台政策对房地产开发贷款进行规范和限制、对个人住房贷款进行完善和调整。

总结来说，非典对于市场的影响是情绪性的、阶段性的，而不是方向性、趋势性的。中期的市场受制于货币和信用政策的收紧，很大程度上这直接影响了市场对经济增长的预期。

图 10：03 年 A 股下行主要原因在于政策收紧



资料来源：Wind，天风证券研究所

当前的市场环境与经济结构与 03 年虽然有很大的区别，但市场的运行思路有共通之处。如果疫情得到控制，市场也会很快回归其本身的逻辑。

2.1.2. 当前疫情的最新情况和市场短期面临的环境

1、疫情数据迎来拐点，但实质形势依然严峻，管控力度导致复工缓慢

根据国家卫健委官方公布的最新情况，截至 2 月 12 日，湖北以外地区新增确诊病例出现了连续 9 天的下降。从数据上来看，湖北以外的疫情呈现了比较明确的“拐点迹象”，这有赖于各地比较严格的人员控制政策，包括相应的复工延后。

但整个疫情“实质形势”拐点的出现可能仍需等待。一方面，湖北地区数据仍然严峻，新

增确诊和疑似数据虽然不再迹象爆发式增长，但新增绝对数依然不能掉以轻心。另一方面，从最近几则公开消息来看，疫情的发展还有很多不确定性。王辰院士接受采访时表示：“（对新型冠状病毒的了解程度）还很有限。时间太短，科学是有一定过程的，必须用非常冷静的目光、清晰的头脑、缜密的行动来推动科学研究。”钟南山院士则在最新表态中提到，峰值可能要等到2月中下旬才能看到。

因此，在这样的情况下，真正“形势”上的拐点，似乎还需要耐心等待：各个地方政府仍然在加强控制人员流动、很多企业也仍然在进一步推迟复工的时间。

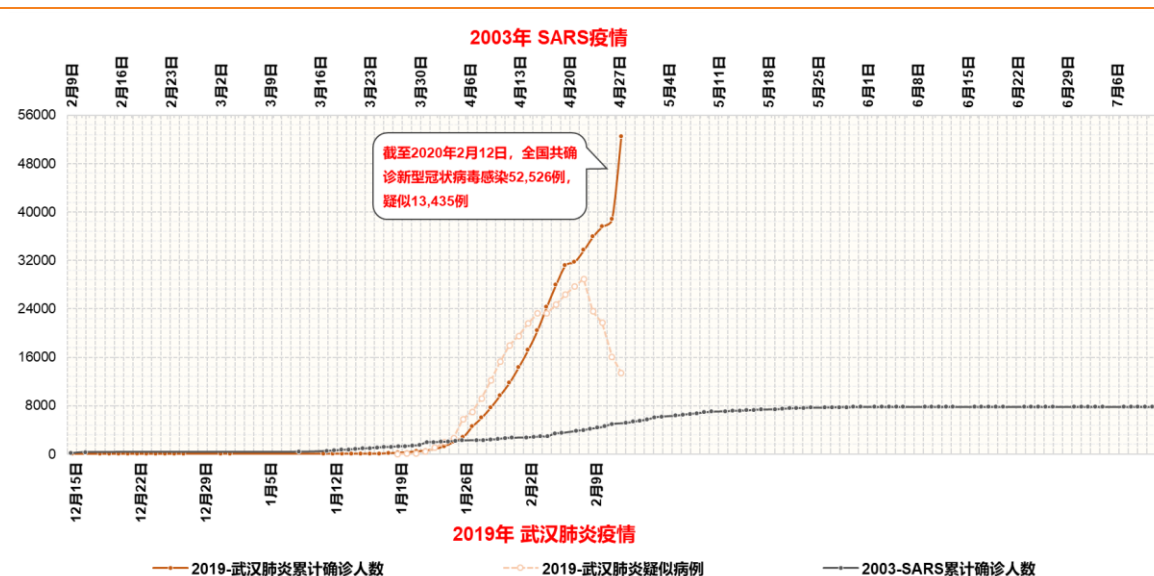
所以，虽然看到数字上的拐点，但我们每个人都不能轻敌、不能掉以轻心，需要怀有一颗敬畏之心，以共克时艰。

图 11：知名企业复工情况

公司名称	复工时间	公司名称	复工时间
保乐力加	若为从湖北返回人员，则需居家隔离14天有18岁以下的子女的职工，在家办公延至2月14日	玛氏	2月10日-2月14日在家办公 2月17日返岗上班
达能	2月10日-2月17日在家办公	立信普惠	2月10日-2月14日在家办公 2月17日返岗上班
保时捷	在家办公至2月17日返岗上班	腾讯	初次延迟：2月10日 再次延迟： 2月10日-2月14日在家办公 2月17日返岗上班
博世	在家办公至2月17日返岗上班	美团	初次延迟：2月10日 再次延迟： 2月10日-2月14日在家办公 2月17日返岗上班
斗鱼	2月3日-7日、2月10日-14日在家办公 2月17日返岗上班	好未来	初次延迟：2月10日 再次延迟： 2月10日-2月14日在家办公 2月17日返岗上班
便利蜂	2月3日-7日、2月10日-14日在家办公 2月17日返岗上班	字节跳动	初次延迟：2月10日 再次延迟： 2月12日-2月16日返京，再隔离14天回公司上班 2月26日-3月1日上班
英特尔	2月10日-2月14日在家办公 2月17日返岗上班	罗氏诊断	灵活在家办公至2月29日
Nike	2月10日-2月14日在家办公 2月17日返岗上班	IBM	3月中旬上班
陶氏化学	2月10日-2月14日在家办公 2月17日返岗上班	阿里巴巴	初次延迟：2月10日 再次延迟：延期未定（一周以上）
科思创	2月10日-2月14日在家办公 2月17日返岗上班	Adidas	2月10日起在家办公 到岗时间有待进一步通知
宜家	2月10日-2月14日在家办公 2月17日返岗上班	雷蛇RAZER	灵活办公，归期未定

资料来源：有见财经，天风证券研究所；注：本数据截至2020年2月9日。

图 12：非典 VS 新冠肺炎确诊人数



资料来源：卫健委，Wind，天风证券研究所

2、A 股市场当前面临的环境：“流动性过剩”带来的高风险偏好

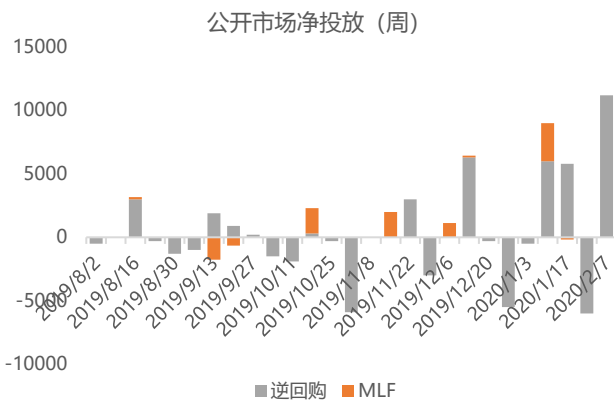
因此，结合第一部分的分析，当前市场的核心矛盾和后面面临的环境是：

- (1) 疫情在数据上出现了拐点；
- (2) 但是由于管控，复工情况还非常一般。

因此，在这样的背景下，央行过去一周所释放的大量流动性暂时“无处可去”，在有效需求不足的情况下，短期还无法进入实体经济，因此金融体系就形成了“流动性过剩”（至少是有这样的预期），整体推升了市场的风险偏好，促使了各类主题形成了较好的轮动上涨。

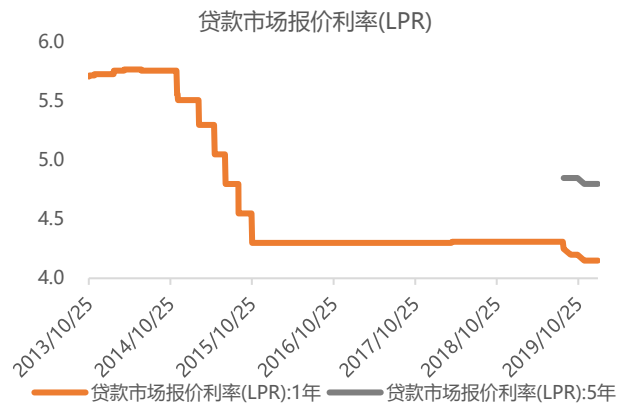
包括本周以来周期股和消费股的超跌反弹，较早的开始反应逆周期调节政策发力的预期，也有赖于流动性推升的较高的风险偏好。

图 13：公开市场净投放（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：LPR 报价（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

那么，向前看，这种整体较高的风险偏好，是否有风险，可能被哪些因素终结？指数中长期又将如何演绎？

2.1.3. 指数层面逻辑演绎的可能路径

1、关于 2020 年市场指数的整体基调判断

从一个自上而下的逻辑链条来说，指数层面的贝塔性机会，核心取决于信用周期的节奏。

我们把过去 20 年的大盘涨跌幅，拆分成估值贡献和盈利贡献，和用“债务总额同比增速”来衡量的信用周期放在一张图里。可以看到，2000 年以来我们一共经历了 5 轮信用扩张的时期，而在信用扩张的初期，即使企业盈利仍然有滞后还没有改善，但市场往往是赚估值修复的钱。

而估值修复的力度，最终取决于信用扩张的幅度。如果是 09 年或 14-15 年的信用扩张力度，那么市场是全面估值修复的牛市；如果是 12 年，或者是去年这一的有节奏有控制的信用扩张力度，那么市场是脉冲式的估值修复。

相反，当信用进入收缩阶段的时候，（下图中的蓝色背景），往往也伴随了货币的紧缩或者基准利率的抬升，那么对应到市场上，无一例外都有全面性的杀估值，也就是说指数层整体表现都一般甚至是连续下跌，例如典型 17-18 年去杠杆的阶段、2019 年 4 月政治局会议之后。

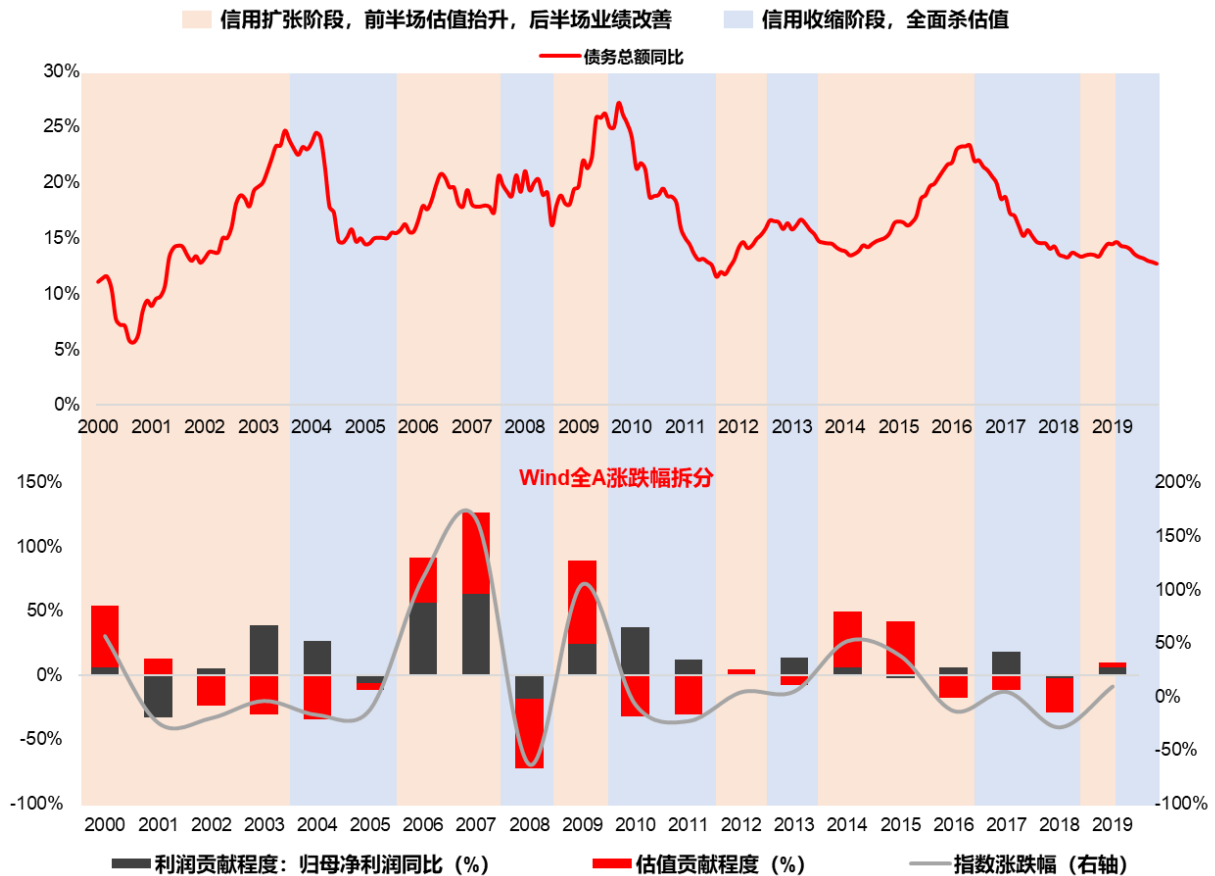
向前看，2020 年虽然有疫情的干扰，但考虑长期经济转型、杠杆不能上天、房住不炒的主基调，我们推测仍然会是一个脉冲式的信用宽松，而不是类似 14-15 年的长期趋势线宽松。

一方面，今年是十三五收官之年和第一个百年目标验收的年份，保增长的压力是存在的。所以我们看到去年底的顶层会议对三大攻坚战的顺序也做了一个调整，之前排最前的是防风险，现在是扶贫排最前。这说明稳字当头，宽松政策大概率不会退出。但另外一方面，

也要求逆周期政策做到科学稳健，这就意味着不会出现大水漫灌式的宽松。政策目标从GDP数字调整为就业、物价、民生、经济结构等一些问题，以一种托底式宽松呈现。

也就是说，当政策扩张使得经济渡过疫情难关，重回正轨之后，逆周期调节（或者说信用扩张）进一步持续发力的必要性是显然不足的，这样的逆周期政策思路可能就决定了，2020仍然是一个结构性机会大于整体性机会的年份。

图 15：信用扩张与市场整体估值



资料来源：Wind，天风证券研究所

2、指数具体节奏的逻辑推演

考虑到去年 Q1 经济的高基数，市场在疫情爆发之前，普遍认为 2020 年初是重要的政策发力窗口期。但是新冠肺炎疫情使得逆周期政策的节奏被打乱，节后开工受阻，有效需求不足，使得信用扩张遭到当头一棒，最终经济企稳的预期也落空。

好消息是，近期自上而下对于当前及疫情后逆周期政策的态度更加明确：

高层表态方面，2 月 10 日，总书记在北京调研指导新型冠状病毒肺炎疫情防控工作时强调，“要加强经济运行调度，尽可能降低疫情对经济的影响，努力完成今年经济社会发展各项任务。要抓好在建项目复工和新项目开工。”发改委随即表示，“严格制止以审批等形式限制企业复工复产行为”“有序推动企业复工复产”。

财政政策方面，财政部追加下达 8480 亿地方债额度，加上此前提前下达的专项债务 1 万亿元，共提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 18480 亿元。

货币政策方面，鼠年首周，央行投放了超万亿的逆回购，旨在维护短期的流动性；央行副行长潘功胜近日也在国新办发布会上表示，下次 MLF 利率和 2 月 20 日 LPR 会较大概率下行。货币政策也是当前发挥主要实际作用的维稳手段。

因此，能够比较确定的是，原计划中的逆周期调控节奏在被疫情打断之后，可能会退后同时延长发力的窗口。需要指出的是，目前尤其是财政领域的政策见效，还需要等到疫情“形

势”上的拐点出现，即复工加快（对应制造业）同时政府放松对人员流动的管控（对应农民工）之后，但市场可能基于预期而提前反映。

在这样的背景下，未来可能有两种演绎的路径。

演绎路径一：由于央行提前大量释放流动性，且未来逆周期调节政策发力是“明牌”的情况下，指数（包括周期和金融）在较高的风险偏好下，提早反应这样的预期，持续出现上涨。但是当未来（比如 4 月）逆周期调节政策开始发力（贷款、债券大量发行），但同时货币政策未有进一步宽松，那么前期金融市场过剩的流动性，很可能逐步转移到实体经济中。也就是说，这种情况意味着在信用扩张之前，市场在“流动性过剩”的推动下，已经过渡消耗了这样的预期，而当信用真正开始扩张同时业绩尚未有体现之前，市场可能进入暂时性“利好出尽”的阶段。

演绎路径二：如果随着复工速度的逐步提升，疫情出现一定程度的反复，那么整体风险偏好可能有再次回落的风险，届时市场可能会重新评估疫情对经济的冲击。于是指数也会再次进入寻底的阶段。而未来逆周期政策调节开始发力的时候，经济预期逐步修复，指数可能也会真正走出底部。

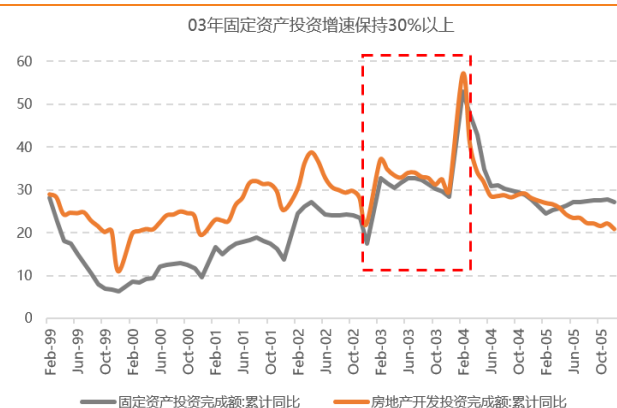
2.2. 中长期看疫情不会扭转市场风格，科技景气度的扩散是 2020 年的关键词

当前与 2003 年非典期间最大的区别就是传统经济的内生动能完全不同。

回顾 03 年市场，在年初的伊拉克战争、二季度的非典疫情（阶段性负面影响）、下半年的 QFII 入市（正面影响）、进入升准周期（03 年 9 月-08 年 9 月）等多个因素干扰之下，传统经济虽然也在二季度“摔了一跤”，但是内生动能很强（包括 WTO 入市、房地产、汽车），爬起来的速度很快、斜率很陡。

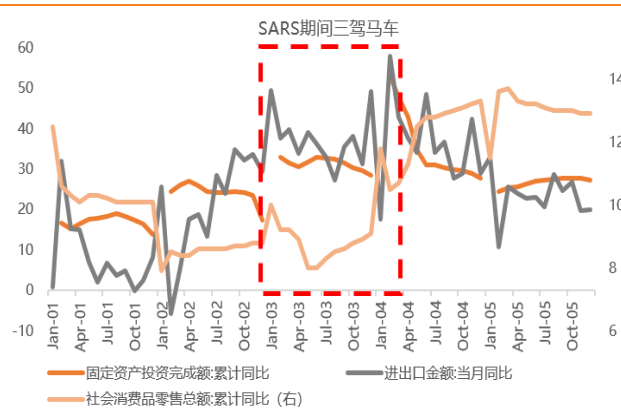
03 年全年来看，“五朵金花”（有色、煤炭、电力、汽车、钢铁）之所以能够在年初就开始表现，并在下半年指数弱势的时候继续取得超额受益，背后的逻辑也是其本身基本面的改善。受投资周期向上的驱动，PPI 在 02 年 12 月结束了此前长达 20 个月的负增长，上游周期行业财报数据大幅改善。

图 16：2003 年多数时间，投资增速维持 30% 以上（同比单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：三驾马车中，投资受非典影响最小（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

然而，当前经济增速处于降档期，不管是出口、地产、基建，都面临内生动能不足的情况，即使宽松政策发力后短期反弹，传统部门的修复空间也十分有限。纵观传统消费和周期板块，多数受损的周期和消费可能并不具备大幅度、持续性反弹的条件。

其中可能比较例外的是景气周期刚刚开始改善的房地产竣工产业链，虽然竣工周期也会被疫情短暂性的干扰和打断，但是从内生推动力的角度来说，这一板块处于复苏的周期当中，并且这一复苏的过程，从 19 年下半年才刚刚开始。根据过往的经验，正常的地产竣工复苏周期都要持续 12-18 个月的时间，因此，在疫情 1-2 个季度的干扰过后，地产竣工的复苏周期可能重回正轨。相应地，从景气度角度，竣工相关的家电、家具、家装建材可能是

在传统行业中延续性最好的。

图 18：历史上的地产竣工周期一般持续 12-18 个月（累计同比单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

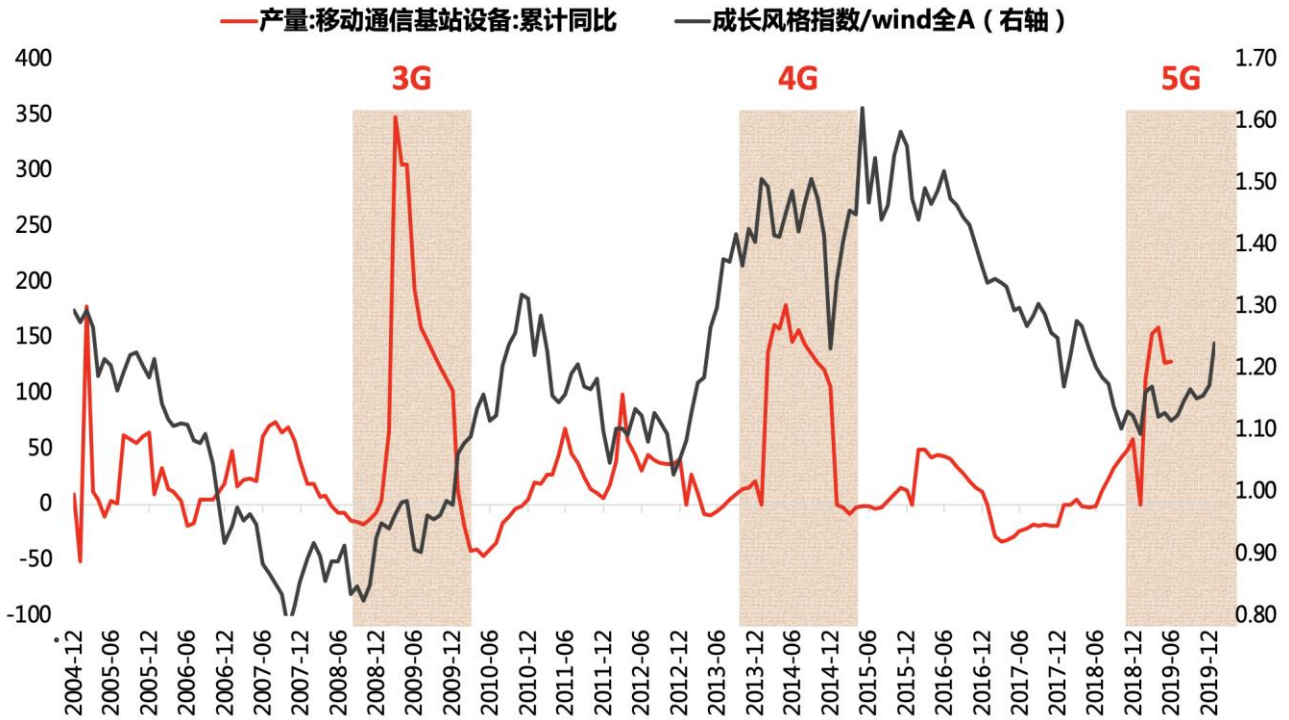
虽然所处经济周期和产业结构背景不同，但 03 年的经验告诉我们，疫情的干扰并没有改变市场风格，疫情结束之后大概率仍将回到原来的景气主线。区别仅仅在于，03 年的景气部门是传统经济，经济过热、投资增速的高企使得传统部门在疫情缓和之后得以迅速修复，而目前业绩与景气的相对趋势更有利于新兴领域。

换言之，全球 5g 周期、全球半导体周期、全球云计算周期带来的科技产业景气度扩散化，会使得中长期风格难以逆转。类似于 03 年的传统经济，虽然短期受到疫情的干扰，但在科技产业周期的内生推动力之下，新科技领域依旧是全年业绩趋势显著向好的部分。

同时，在并购政策和增发政策逐步放松的背景下，叠加向上的产业周期，一些科技板块中的小公司也可能享受到红利，形成景气度在科技板块中的“扩散化”。这是 2020 年的两个重要关键词之一。

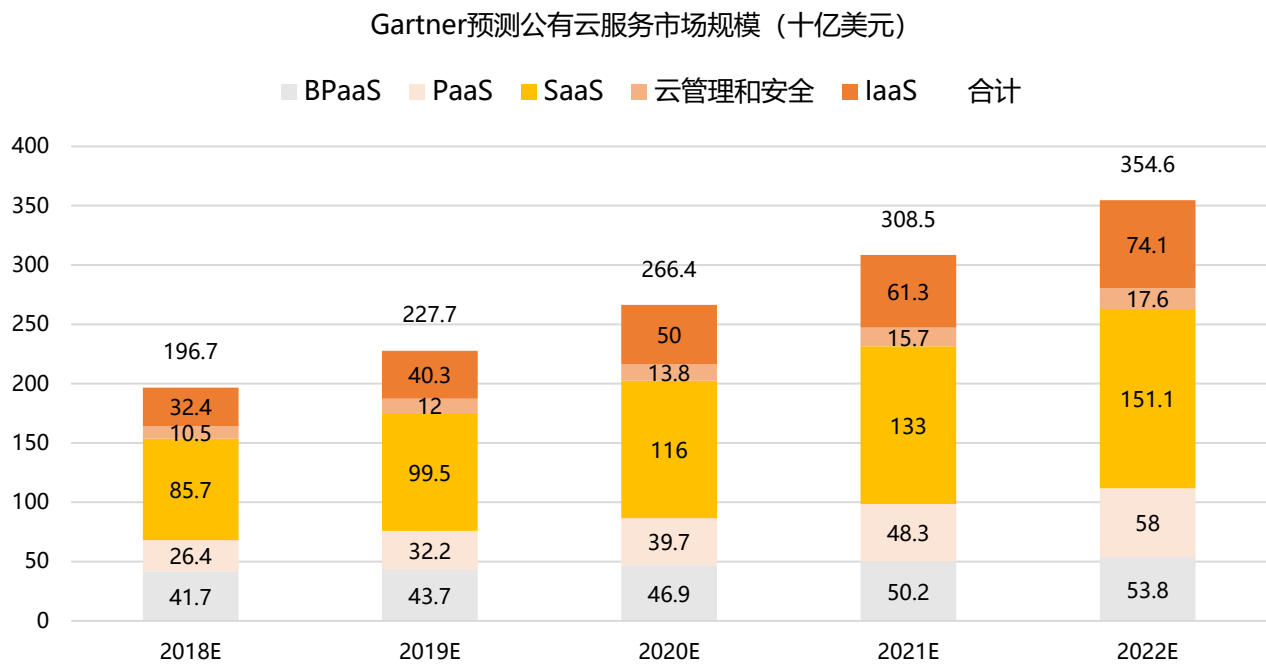
对应到投资上，疫情在“形势”上出现拐点之前，在线办公、在线教育、医疗信息化、游戏等板块可能会持续占优。而疫情真正平息后，科技板块的主线会回到 5G 产业链、网络安全、云服务、新能源汽车等产业主线上来。

图 19：5G 产业周期的起点（累计同比单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：向上的全球云服务产业周期



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：产业趋势的变化，导致业绩相对趋势继续有利于科技类的表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 风险提示

经济下行风险，政策不及预期风险，肺炎疫情持续时间、严重程度超预期等。

3. 宏观：疫情对经济的影响根本上取决于其演绎路径

（——天风宏观：宋雪涛等）

新冠疫情对实体经济的影响根本上取决于疫情的演进路径，根据近期钟南山院士等权威专家的判断，结合当前新增确诊和疑似人数已经出现拐点的情况，可以初步认为疫情有望在 1 季度内得到有效控制，经济活动将随疫情缓解而逐渐恢复。

3.1. 新冠疫情对实体经济的短期冲击可能大于 2003 年 SARS 时期

定性而言，可以把此次新冠疫情的影响与 2003 年的 SARS 时期进行对比。2003 年 1 季度实际 GDP 增速录得 1995 年 1 季度之后的最高增速 11.1%，进入疫情爆发期的 2 季度，GDP 增速回落了 2%至 9.1%。但对比 2020 年和 2003 年，诸多差异意味着新冠疫情对经济增长的短期冲击可能大于 2003 年的 SARS 疫情。

第一，经济增长的内生和外部条件发生显著变化。2003 年的 SARS 疫情发生时，中国正处于一轮经济上行周期，经济增长势头整体向好，人口红利、入世红利、外商直接投资红利、城镇化红利等多重红利叠加，宏观杠杆率低，因此疫情过后经济活力的恢复十分迅速。而当前人口结构进入老龄化社会，城镇化率提升进入瓶颈期，经济增长依靠人口红利、城镇化红利的内生动能有所衰竭；全社会总杠杆率已经从 2003 年初的 147.8%上升至超过 250%，尤其是近年来企业和家庭的杠杆率快速上升，对外部冲击的抵御力更加脆弱；外部环境更加错综复杂，面临贸易摩擦、技术限制等多重威胁。

第二，经济结构发生显著变化。当前最终消费对 GDP 增长的贡献率远高于 2003 年，第三产业 GDP 的占比也从 2003 年的 41%提升至 2019 年的 53%，因此对消费和第三产业相似幅度的冲击将给经济整体带来比 2003 年更大的影响。此次肺炎疫情对商贸旅游、酒店餐饮、电影娱乐、商业地产、交运、教育培训等行业的冲击较大，部分城市已经陆续关闭各类餐饮娱乐场所，甚至一度暂停公交系统。

第三，此次疫情波及范围更广。本次新冠病毒的传染性强、传播速度快，疫情波及范围远远大于 2003 年，各线城市均有确诊病例。为对抗疫情，当前采取了最严厉的快速停摆

经济生活活动的做法，各地假期普遍延长至 2 月 9 日，返工延迟将对第二产业带来更大影响。此外，从全国的春运数据来看，春运起至除夕当日（1.10-1.24），全国铁路、道路、水路、民航共发送旅客 11.4 亿人次，初一至初十七（1.25-2.10）共发送旅客 2.34 亿人次，当前春节返乡人员的返程进度仅 20.5%，而去年农历同期返程已基本完成；从一二线城市的轨交客运量来看，大多数城市节后工作日客运量不及常规工作日的 10%。可见复工并非一蹴而就，当期复工仍处于较低水平。

第四，中小微企业部门和民营经济将面临更大的经营困境。在体制机制、经济周期下行和前述大环境显著变化的诸多背景之下，中小微企业部门和民营经济正处于最困难的经济周期。从中小微企业部门和民营经济所从事的行业和其目前财务现金流看，很难撑住 3 个月，对于数量众多的小微企业来说，他们离破产或许只有一两个月。停工停产期间，企业仍要承担高额的刚性经营成本（人力、租金、水电），面对短期（1-2 个月）的经济冲击，大型企业、国有企业有充沛的现金流和银行授信，尚可以渡过难关；如果疫情 3 个月内不能有效平息，中小微企业、民营企业，可能面临的是现金流量表毁坏、资产负债表崩塌，甚至是资金链断裂、企业破产的严重后果。广大中小微企业部门和民营经济的崩塌，会导致严重的失业，殃及社会稳定。

3.2.1 季度实际 GDP 增速约为-1.4%~2.3%，后续将出现补偿性恢复，全年增速 5.3%-5.7%

如果新冠疫情在 1 季度之内得到有效控制，则对经济的短期冲击将主要集中在 1 季度。

对于第一产业，疫情的主要冲击在于交通运输能力受限，影响禽畜饲料的输入和产成品输出，农副食品加工业复工延迟也使相关生产受到影响。但农作物类和畜牧养殖类产品多为生活必需品，直接关乎国计民生，因此政策必然力保第一产业的正常运转。例如近期农业部连续下发通知，要求确保“菜篮子”产品和农业生产资料正常流通秩序，维护畜牧业正常产销秩序，保障肉蛋奶市场供应等。**因此如果疫情短期得到有效控制，预计对第一产业增长的影响有限，第一产业 GDP 增速大致在 2.7%-2.9%。**

对于第二产业，2019 年 1 季度工作日为 60 天，假设 2020 年全国平均复工时间为 2 月 10 日，则 1 季度工作日仅 54 天。另一方面，当前复工进度较为缓慢，产能利用率尚未恢复至疫前水平。**我们进行如下假设：**元旦至春节前共 17 个工作日，生产强度为常规情形的 100%；2 月 10 日至 2 月 29 日共 15 个工作日，参考近期发电耗煤数据，假设平均生产强度为常规情形的 80%；3 月共 22 个工作日，平均生产强度达到常规情形的 120%（2019 年 4 季度工业产能利用率 77.5%，因此生产强度的理论最大上限为 $1/77.5\%=129\%$ ）。

由此计算 1 季度的实际有效工作日为 55.4 天（ $17*1+15*80\%+22*120\%$ ）。另一方面，由于春节前后工作日的生产强度原本就较低，而目前主要损失的工作日部分处于春节之后（2 月 3 日-2 月中旬），赶工主要在生产强度较高的 3 月，因此实际上与 2019 年 1 季度相比损失的工作量应小于 6 天。**综上，原始情形下 1 季度第二产业 GDP 增速有望达到 6%，目前来看增速可能在 2.5%-4%。**

对于第三产业，直接观测其经营活动的高频指标有限，但理论上短期冲击应小幅高于第二产业。一方面，部分行业如餐饮、住宿、旅游、交运等，在严重缺乏需求的情况下无法复工；另一方面，部分行业如金融业、批发和零售业、信息技术服务业等可以远程线上办公/采购，受影响相对更小。**原始情形下 1 季度第三产业 GDP 增速有望达到 6.5%，如果实际上损失 5%-10%的增长，则增速可能在 -4.2%~1.2%。**

结合上述分析，**预计 1 季度实际 GDP 增速在 -1.4%~2.3% 之间。**原始情形下 1 季度实际 GDP 增速有望达到 6.1%，因此新冠疫情对 1 季度经济的短期冲击将拖累全年 GDP 增速约 0.8%-1.6%。但是，疫情过后经济活动必然出现补偿性恢复，稳增长政策也应适度加码，因此可以预期 1 季度之后的经济增长将出现脉冲式反弹，因此全年实际的经济损失应小于这一数值，**全年 GDP 增速仍有望保持在 5.3%-5.7%。**

3.3. 疫情对食品、非食品和工业品价格的影响

本次疫情对 CPI 的影响有三个传导途径：

3.3.1. 第一产业，主要是农林牧渔业，对食品 CPI 有潜在影响

疫情高发期，交通运输能力受限，影响禽畜饲料的输入和产成品输出，农副食品加工业复工延迟也使相关产品供应受到影响。但农作物类和畜牧养殖类产品多为生活必需品，需求刚性较强，因此供给受限可能导致食品价格上涨。作为政策应对，农业部已要求确保“菜篮子”产品和农业生产资料正常流通秩序，维护畜牧业正常产销秩序，保障肉蛋奶市场供应。如果疫情短期能得到控制，预计对食品 CPI 的影响有限，春节期间短暂上涨后将回归正常水平。

3.3.2. 第二产业，对非食品 CPI 中的居住、交通和通信、医疗保健等项目有潜在影响

疫情导致工业生产、建筑业施工强度和消费需求处于较弱水平，原油、化工产品等工业品价格的下跌将传导至部分非食品 CPI 项目。

具体来看，CPI 居住项中的水电燃料分项涉及天然气等石油制品，CPI 交通和通信项中的交通工具燃料分项涉及汽油柴油等石油制品，因此二者与原油价格相关性较高。从回归系数来看，布油价格同比每回落 1%，对应水电燃料 CPI 同比回落 0.05%，交通工具燃料 CPI 同比回落 0.32%。

水电燃料项在居住项中的权重约为 46.7%，交通工具燃料项在交通和通信项中的权重约为 17.1%。因此总的来看，布油价格每回落 1%，对应居住项 CPI 回落 0.023%，对应 CPI 回落 0.0042%；对应交通和通信项 CPI 回落 0.055%，对应 CPI 回落 0.0072%。二者合计带动 CPI 回落 0.011%。

医疗保健项中的中西药涉及化学原材料等工业品，因此与 PPI 整体有一定相关性。从回归系数来看，PPI 同比每回落 1%，对应中药 CPI 同比回落 0.59%，西药 CPI 同比回落 0.13%。从权重来看，中药项和西药项在医疗保健项中的权重约为 1%和 32.7%。整体来看，PPI 同比每回落 1%，对应医疗保健 CPI 回落 0.048%，对应 CPI 回落 0.009%。

3.3.3. 第三产业，对非食品 CPI 中的生活用品及服务、教育文化和娱乐等项目有潜在影响

疫情对第三产业的冲击最明显，CPI 生活用品及服务项涉及家庭服务（包括家政服务和家庭维修服务），CPI 教育文化和娱乐项涉及教育、旅游、娱乐等，相关需求减弱可能导致价格下跌。

家庭服务项在生活用品及服务项中的权重约为 16.5%，在 CPI 中的权重约为 1.8%，因此家庭服务 CPI 每回落 1%，将导致 CPI 回落 0.018%。家庭服务 CPI 的节日效应较强，春节之前家庭服务需求量大，价格上涨较多；春节之后需求锐减，价格下跌至正常水平，一般波动幅度在 3%-4%。这可以作为疫情抑制需求情况下该项价格波动幅度的参考。

旅游项在教育文化和娱乐项中的权重约为 16.3%，在 CPI 中的权重约为 2.1%，因此旅游 CPI 每回落 1%，将导致 CPI 回落 0.021%。旅游 CPI 同样有较强的节日效应，春节期间旅游需求旺盛，价格上涨较多；春节后需求锐减，价格回落，一般波动幅度在 6%-10%，也可作为参考。

3.3.4. 疫情影响下的通胀预测变化

根据我们原先的测算，预计 2020 年 CPI 同比走势为高开低走，开年突破 5%后开始趋势性回落，但上半年可能都在 4%以上；3 季度后加速回落，至 4 季度回归 3%之下，全年中枢 3.4%-3.9%；预计 2020 年 1 季度 PPI 同比延续 2019 年年底以来的反弹趋势，开年转正、上半年震荡回升，年中之后触及高点，下半年中枢缓慢回落，全年中枢在 0.2%-0.3%。

按照疫情在 1 季度内被有效控制、2 季度生产消费活动基本恢复的情况（标准情景），假设：（1）疫情对食品价格不构成影响；（2）布油 3 月均价较 1 月下跌 15%至 53.9 元/桶，4 月后恢复原始情景水平；（3）家庭服务 CPI 同比 1-3 月较原始情景低 1%、3%、2%，4-5 月较原始水平高 2%、1%，6 月之后恢复原始水平；（4）旅游 CPI 同比 1-3 月较原始情景低 3%、6%、3%，4-5 月较原始情景高 6%、3%，6 月之后恢复原始水平。

对于 PPI，疫情对经济活动的冲击是短期的，疫情过后经济活动必然出现补偿性恢复，适

度稳增长政策预计也重新加码。因此 PPI 应在疫情期间低于原始情景，疫情过后逐渐恢复至原始情景，考虑到稳增长政策空间的后置等因素，后续 PPI 可能进一步升至稍高于原始情景。PPI 的标准情景与原始情景的预测结果差异如下：

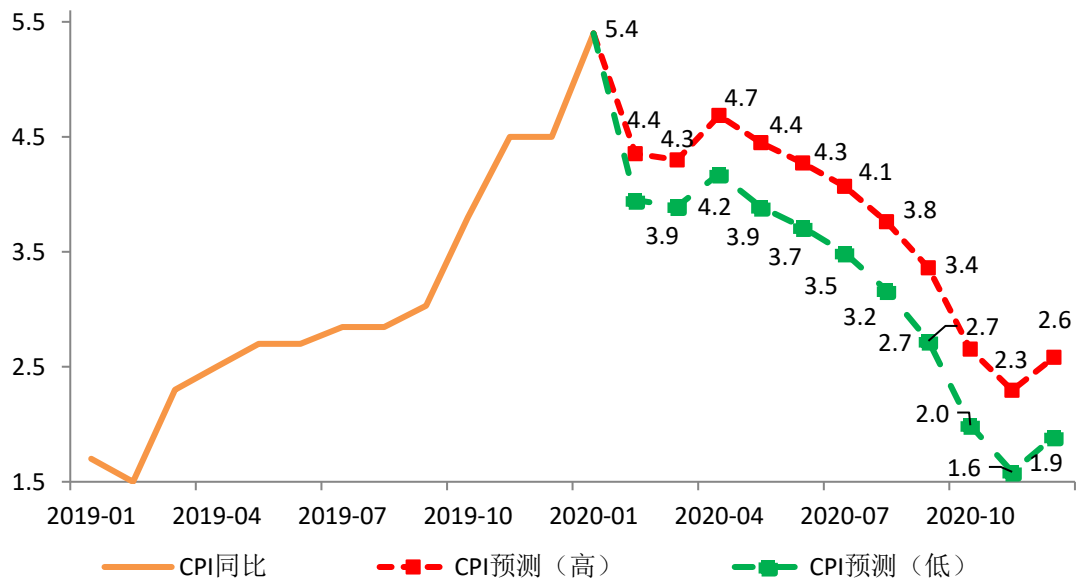
图 22：标准情景下的 PPI 预测结果

	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
原始情景	0.21	0.31	0.26	0.29	0.39	0.44	0.34	0.25	0.25	0.25	0.05
标准情景	-0.89	-1.19	-1.29	-1.16	-0.07	0.53	0.63	0.60	0.55	0.60	0.50
差值	-1.10	-1.50	-1.55	-1.45	-0.46	0.09	0.29	0.35	0.30	0.35	0.45

资料来源：Wind，天风证券研究所

标准情景下的全年 CPI 走势预测如下：1 季度高开低走，2 季度由于经济的补偿性恢复而小幅反弹，随后再次趋势性回落，全年中枢 3.3%-3.8%，较原始情形低 0.1%。整体来看，疫情不会改变年内 CPI 震荡回落的整体走势，但会略微降低全年的 CPI 中枢。

图 23：标准情景下的 CPI 预测结果



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.4. 风险提示

疫情持续时间超预期，政策力度不及预期等。

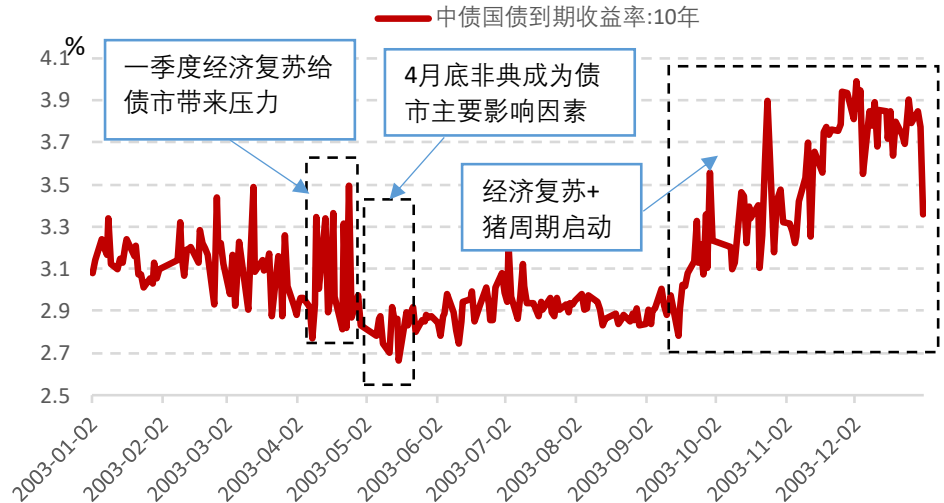
4. 固收：疫情对债券市场影响几何？

（——天风固收：孙彬彬/陈宝林等）

4.1. 疫情对利率的影响：前低后高，低点可以看平 2016 年

从非典时期来看，利率短期内会明显下行，后续走势主要看疫情发展。非典疫情对于债券市场的影响是冲击式的，2003 年 1 季度数据较好，给债市带来调整压力，在 4 月 20 日前，债市主要是基本面逻辑主导。3 月非典疫情已经在全国引发关注，但对债券市场的影响尚未体现，4 月底，疫情冲击下，10 年期国债利率从 3.2% 回落到 2.85% 附近，构筑底部。6 月初，疫情因素好转。5 月至 9 月，债券收益率在 2.90% 的中枢震荡，随着猪周期的启动和经济数据好转，基本面逻辑重新主导债市，债券收益率一路上行 100 个 BP 左右。

图 24：非典疫情对于债券市场影响



资料来源：WIND，天风证券研究所

新年开市第一天，十年国债一次性下调 20bp，此后基本维持震荡行情。那么，利率是否还有下行空间？未来会怎么走？

我们认为十年国债利率未来向下还有 20BP 的空间，理由比较明确——利率大概率是跟着央行的行为走。

那么，我们重点来看货币政策有何变化？

中央经济工作会议定调“稳健的货币政策要灵活适度”，同时强调“降低社会融资成本”，解决民营小微融资难融资贵问题。“灵活适度”意味着货币政策可能将承担更大的作用。从 2020 年中国人民银行工作会议来看，2020 年货币政策重点是逆周期、降成本、补资本、防风险。特别是在逆周期和降成本诉求下，货币政策整体易松难紧，需要量价工具配合。

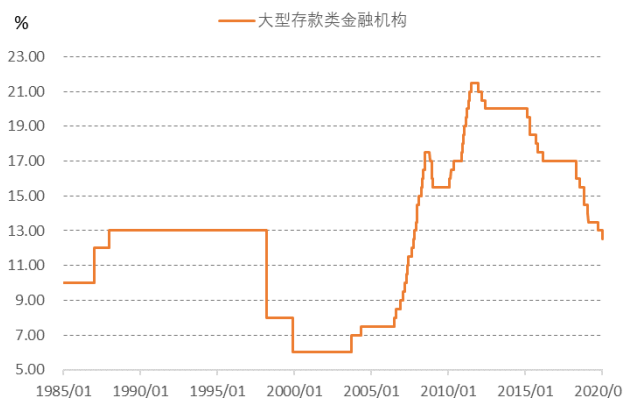
孙国峰在 1 月 16 日《2019 年货币政策回顾与 2020 年展望》有明确表述：“一方面，经济下行压力加大，需要货币政策加强逆周期调节；另一方面，宏观杠杆率仍处在高位，放松货币政策会放大金融风险 and 固化结构扭曲”。因而，货币政策整体偏宽松，但力度还是会有所控制，避免推升宏观杠杆率，在稳增长和去杠杆之间取向平衡。

针对疫情，货币政策重心转向稳增长。潘功胜在 2 月 7 日发布会上明确提出“在疫情的背景下，在经济面临下行压力的背景下，保持经济增长更具有重要性”。而在货币政策空间方面，此前央行官员往往强调“进一步下调存款准备金率也存在一定的空间，当然这个空间是有限的”、“维护我国在全球主要经济体中少数实行正常货币政策国家的地位”。而本次发布会上则更强调我们货币政策空间充足：“我国的宏观调控政策空间仍然是充足的，在世界主要经济体中，中国的货币政策仍然是少数实施常态化货币政策的国家，所以，我们的工具箱是非常充足的”。

预计货币政策还会有进一步宽松举措。从国内基本面来看，如果疫情持续到 3、4 月份，一季度数据会比较差，完成全面建设小康目标都会有压力；通胀方面，CPI 高点已过，而 PPI 预计会提前转负。同时，还要考虑降成本诉求。此外，疫情是否还会放大全球经济本身的不稳定性。

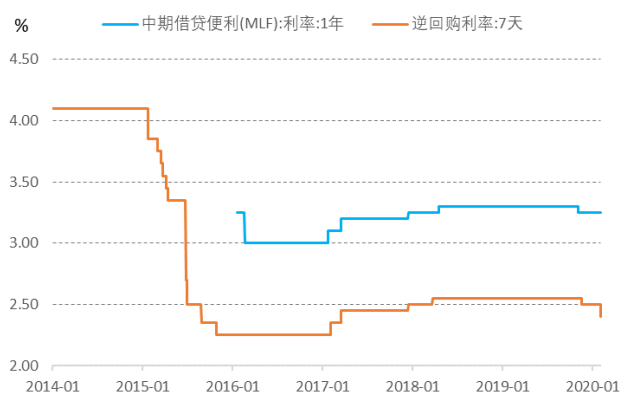
我们判断央行应该还有一到两次降准，总幅度在 1 个百分点以上；除此之外，2 月 MLF 利率和 LPR 大概率各降低 10BP。如果疫情确实要延续到 4 月，那么 3 月和 4 月央行仍然会有价格工具的操作，我们预计，两次的总计幅度在 15BP 左右。

图 25：法定存款准备金率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：政策利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

此外值得注意的是，还需要关注央行调整存款基准利率的可能性。1月17日“2019年金融统计数据新闻发布会”上，孙国峰表示“存款的基准利率还将长期保留，作为我国利率压舱石的作用还要发挥，所以还会有存款基准利率，人民银行将根据国务院的部署，综合考虑经济增长、物价等基本面的情况，适时适度进行调整。”2月10日马骏表示“可考虑适当降低央行基准存款利率，为银行降低贷款利率提供空间，帮助困难企业渡过难关。”考虑到存款是银行负债的主要构成部分，LPR和贷款利率大幅下行的情况下，不排除政策出现反复，直接降低存款基准利率的可能性。

图 27：政策利率与国债收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

考虑内外平衡，考虑对内因素，在这样一个特定环境下面特事特办，所以按照政策利率定短端、短端定长端、曲线压平来看，利率向下应该还有 20BP 的空间。也就是说，政策利率回到 2016 年的位置，长端利率回到 2.65% 左右的位置。

从走势来看，主要还是看疫情的发展，大概率一季度最远到二季度是全年利率的低点，之后随着疫情结束和稳增长政策效果显现，利率会有所回调。当然，考虑到当前经济周期位置，反弹力度可能相对有限。

4.2. 疫情会如何影响信用债市场：整体风险可控、谨防个券风险

受本次疫情影响，春节前后中央与各地政府实施了严格的防控措施，湖北省各地级市先后“封城”，全国各地市也先后启动公共卫生事件一级响应。哪些行业受冲击较大？对债市影响如何？

以上海为例，1月24日上海宣布启动重大突发公共卫生事件一级响应机制，为遏制疫情扩散，采取的最严措施主要包括：（1）对全市所有交通出入口的监测、测温和登记工作；（2）来沪人员的居家或观察隔离；（3）关闭全市公共文化旅游设施；（4）关闭全市 A 级景区及其他非 A 级重点景区；（5）暂停商品房线下销售。此外，应国家统一规定，全国春

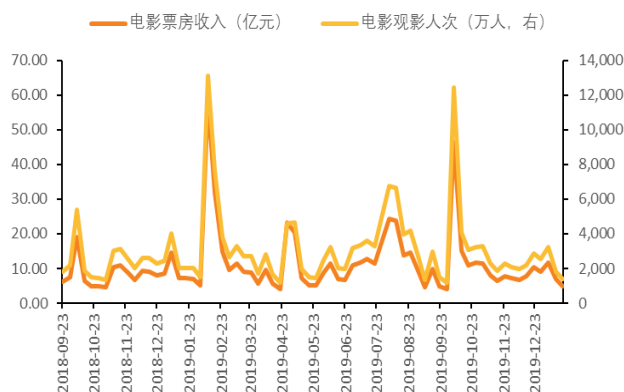
节假期延长至 2 月 2 日。

在一系列防疫措施下，受疫情冲击最大的莫过于服务业。

一是交通运输行业，除客运量减少以外，退改签及出行机构的转变将持续带来影响。春运大迁徙关乎国家一年经济的开局，为了防控疫情，部分地区政府切断了省级公共道路的运输服务，让人们减少外出，并呼吁相关企业免除防疫期间旅客的退改签费用。根据交通运输部发布数据，春运前 19 天全国发送旅客同比下降 7.4%，大年初五客运量同比减少八成。物流行业受道路管制、商贸需求减少和多地封路影响，短期影响较大，但春节期间线上商家多数停止发货，随着节后疫情逐步受到控制，应该会较快反弹。

二是休闲服务行业，旅游行业中短期影响大，酒店、餐饮、娱乐损失难以弥补。旅游行业的中短期影响大，交通管制、以及文化旅游设施的关闭几乎使得国内游陷入停滞，随着 WHO 将新型冠状病毒肺炎疫情列为 PHEIC，世界各国陆续限制中国游客入境，境外游中短期也将受严重影响；酒店、餐饮、娱乐等行业一季度的损失难以弥补，而一季度收入和利润通常占到全年的 20%，后续影响取决于疫情持续时间。

图 28：电影票房情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：十大城市地产成交与可售面积数据



资料来源：Wind，天风证券研究所

休闲服务相关产业链中，实体商业贸易、传媒（院线）、房地产受负面冲击较重，物流、家用电器、纺织服装、农林牧渔也会受短期严重影响。

客流减少对实体商贸的影响严重，可能导致一季度购物中心、超市的销售额大幅下降，同时交通管制对物流的影响也会对线上销售产生一定冲击；实体院线受冲击严重，春节档影片全部撤档，较去年同期票房蒸发超 50 亿，占全年去年票房约 8%，但线上反而可能有较大增长；而受实体商贸下滑的影响，商业地产会面临较大的中短期下调租金甚至是免租压力，此外当前商品房的待售面积处于历史高位水平，各地全面暂停房地产线下销售，会给相关企业带来较大的去库存与回款压力。

往年春节档往往是家电、服装的销售旺季，居民购置新家电、服装的意愿较强，特别是纺织服装行业，春节前后往往是新春款服装的上市销售节点，疫情带来的客流降低，会直接引起相关企业的库存堆积，家电行业销售虽然季节性稍弱，但短期影响同样严重；同样有季节性影响的还有农林牧渔，中国讲究民以食为天，春节通常是禽类和果蔬出栏的集中节点，在疫情影响下，一方面家庭聚会和餐饮服务的减少使得禽类和果蔬的需求大幅降低，另一方面物流受限又使得农产品无法快速上市，行业（特别是中小企业和个体养殖户）受冲击较重。

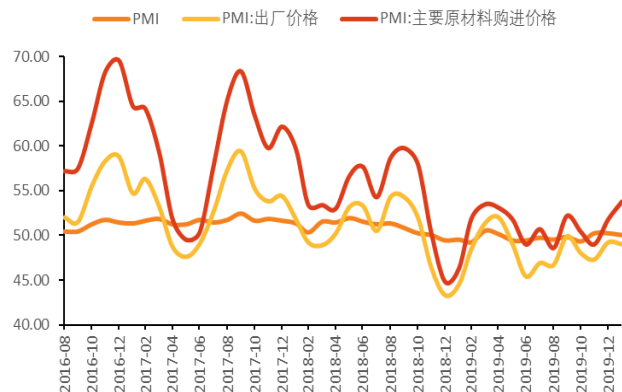
此外，春节假期延长、疫情防控的隔离措施等都会推迟全行业的复工时间，从而将冲击进一步延伸到制造业。1 月制造业 PMI 指数处于枯荣线水平，当前 PMI 指数尚未反应疫情影响，如疫情持续发展，可能打断当前内需修复进程。PMI 环比下降 0.2%至 50.0%，PMI 出场价格环比下降 0.2%至 49.0%，PMI 主要原材料购进价格环比提高 2.0%至 53.80%，主要受季节性因素、前期内需改善、国际油价提高的影响。

图 30: PMI 环比变动 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 31: 制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

各部门采取了哪些措施来应对疫情冲击?

2月1日,中国央行、财政部、银保监会、证监会、国家外汇管理局联手出台三十条措施,强化金融支持防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情。主要内容包括:

(1) 央行要提供充足流动性,保持金融市场流动性合理充裕。引导金融机构加大信贷投放支持实体经济,促进货币信贷合理增长。

(2) 对疫情防控相关领域的骨干企业实行名单制管理。对名单内的企业提供优惠利率的信贷支持,中央财政对疫情防控重点保障企业给予贴息支持。

(3) 对受疫情影响较大的地区、行业和企业提供差异化优惠的金融服务。对受疫情影响较大的批发零售、住宿餐饮、物流运输、文化旅游等行业,以及有发展前景但受疫情影响暂遇困难的企业,特别是小微企业,不得盲目抽贷、断贷、压贷。对受疫情影响严重的企业到期还款困难的,可予以展期或续贷。

(4) 完善受疫情影响的社会民生领域的金融服务。对因感染新冠肺炎住院治疗或隔离人员、疫情防控需要隔离观察人员、参加疫情防控工作人员以及受疫情影响暂时失去收入来源的人群,金融机构要在信贷政策上予以适当倾斜,灵活调整住房按揭、信用卡等个人信贷还款安排,合理延后还款期限。

此外,各地政府呼吁业主和商业地产减租、免租、降费。目前,包括万达商管、龙湖、保利商业、美的、红星美凯龙、卓越、华润置地等多家商业地产公司已经宣布对旗下商业项目减免租金的措施。以广东深圳为例,多地业主也自发响应号召。

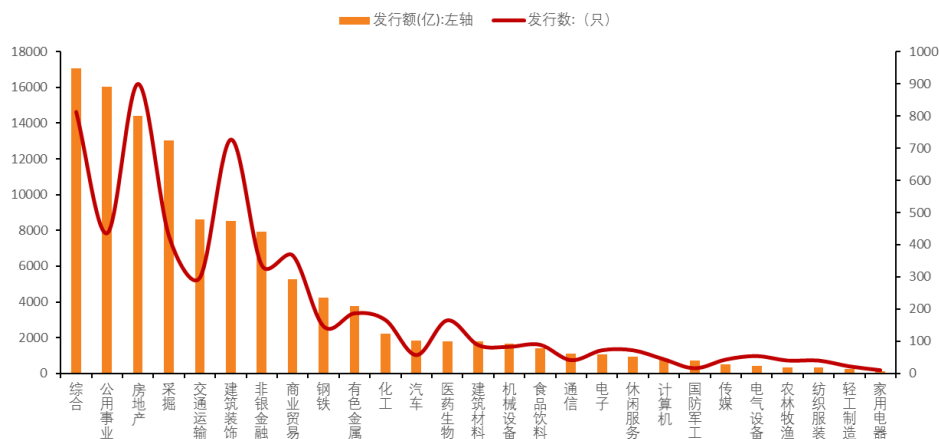
以上一系列应对措施中,减租、免租、降费措施能够一定程度缓冲商业贸易、休闲娱乐、家用电器与纺织服装行业受客流减小的冲击,但对农林牧渔行业的改善有限;而对商业地产、传媒(院线)、交通运输(物流仓储)等自持物业占比较重的行业,冲击将会持续。

五部门联合出台的措施对受疫情冲击较重的行业都有利好,特别是对在“减免降”中受到持续冲击的商业地产、院线和交通物流而言。但对于前期杠杆水平较高的企业,特别是房地产行业,个别企业风险暴露的可能性依然较大。

疫情带来的行业冲击会怎样影响信用债市场?

从存量信用债的行业分布看,房地产、交通运输、商业贸易的债务存量占比较高,家用电器、食品饮料、纺织服装与农林牧渔的占比较低。包括公司债、企业债、中票、短融和定向工具在内,当前市场存续的信用债总共有 19398 只,总规模约 20.27 万亿。除 8.06 万亿的城投债外,非城投产业债的存量规模为 12.21 万亿。分行业看,在非城投产业债存量前 10 的行业中,在此次疫情中受冲击较重的行业有房地产、交通运输和商业贸易,存量规模分别为 1.44 万亿、0.86 万亿与 0.53 万亿,分别占市场的 7.10%、4.25%与 2.59%。而家用电器、食品饮料、纺织服装与农林牧渔的占比均在 1%以下。

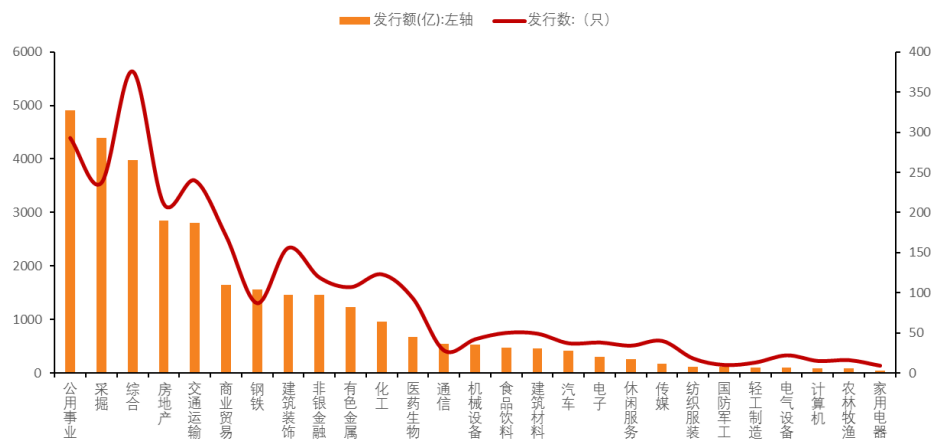
图 32：非城投产业债的存量情况



资料来源：wind、天风证券研究所。

从存量信用债的到期情况看，**房地产、交通运输、商业贸易**同样占比较高。主要关注 2020 年到期的非城投产业债，这些债券总共有 4706 只，总规模约 4.81 万亿。分行业看，存量前 10 的行业中，**房地产、交通运输、商业贸易**分别排在 4-6 名，存量规模分别为 0.28 万亿、0.28 万亿与 0.16 万亿，分别占市场存量规模的 5.91%、5.82%与 3.41%。而家用电器、食品饮料、纺织服装与农林牧渔的占比均在 1%以下。

图 33：非城投产业债 2020 年的到期情况

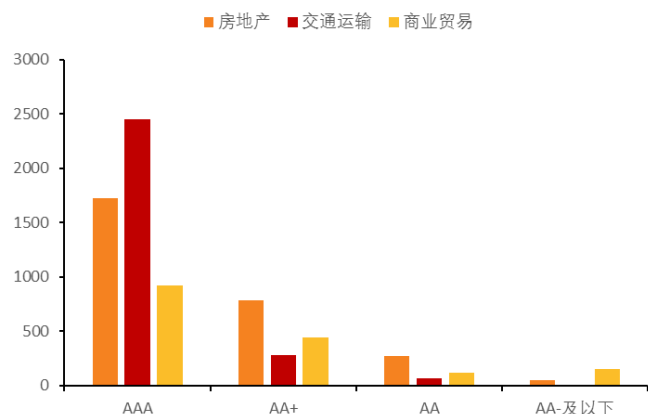


资料来源：wind、天风证券研究所。

从分行业的信用债存量和到期情况看，在疫情中受负面冲击较严重的**房地产、交通运输、商业贸易**行业，其影响很可能继续传递至信用债市场。存量信用债市场上相关企业能否抵御这一冲击？我们进一步考察以上行业发债主体的评级分布情况。

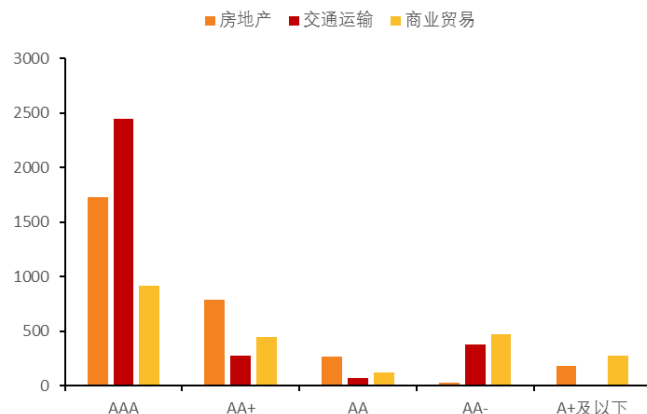
从发行主体评级和隐含评级看，**交通运输**整体的抗冲击能力较强，**房地产**整体的抗冲击能力较强，但部分个券仍有风险，**商业贸易**个券暴露在疫情风险下的可能性相对较高。2020 年，交通运输行业到期个券发行主体的评级与隐含评级均以 AAA 为主，整体企业资质较好，抗冲击能力较强；房地产行业到期个券的评级与隐含评级整体仍以 AA 含以上的中高评级企业为主，但需要注意的是，部分个券的主体评级与隐含评级为 AA 以下中低评级，可能会受疫情一定程度的影响；商业贸易行业到期个券的评级与隐含评级整体仍以 AA 含以上的中高评级企业为主，但相比较于房地产行业，主体评级与隐含评级为 AA 以下中低评级的个券比例更高，相关个券暴露在疫情风险下的可能性较高。

图 34：房地产、交运、商贸 2020 到期个券的主体评级分布（亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所。

图 35：房地产、交运、商贸 2020 到期个券主体隐含评级分布（亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所。

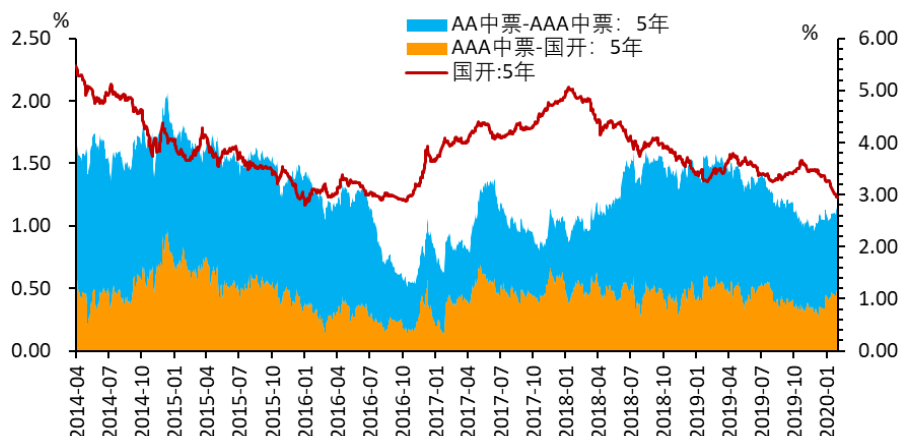
此次疫情对服务业的冲击严重，首当其冲的就是交通运输、休闲服务、商业贸易、传媒与房地产行业，其次是家用电器、纺织服装、农林牧渔。此外，复工时间的全面推迟也将冲击一定程度蔓延到制造业。

当然，在此过程中还需要考虑政策应对，此前五部门出台政策强化金融支持，多数商业地产企业也响应号召减租、免租、降费。这在一定程度缓解了疫情对商业贸易、休闲娱乐、家用电器与纺织服装行业的冲击，但对农林牧渔、交通运输行业的改善有限。同时，对商业贸易、传媒（院线）、房地产可能产生持续冲击，提高了前期杠杆水平较高企业的暴露风险。

信用利差由于已处于低水平，进一步收窄的空间不大；当然，由于疫情影响主要集中在部分行业，整体信用利差拉大幅度也有限。预计利率信用可能呈现平行移动。

此外，我们需要考虑到经过近年来信用事件的洗礼和信用分层，主流机构入库标准还是比较严格，我们相信主流机构在手信用资产整体受到的冲击应该有限。

图 36：信用利差



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3. 风险提示

经济环境恶化，疫情发展超预期，货币政策传导不畅等。

5. 海外：对比两次疫情差异，建议关注 2 月中旬机会——疫情对香港市场影响点评

（——天风海外：何翩翩/雷俊成等）

5.1. 对比两次疫情差异，建议关注港股 2 月中旬机会

我们在 1 月 29 日报告里综合各病理专家和对比 03 年情况，认为二月中旬疫情或开始见顶，可积极关注香港市场受影响较大的板块。市场关心本次疫情对股市的影响会否与 03 年类似。我们做了复盘分析后认为：

1)时间维度：根据武汉大学医学部传染病学教授、中南医院感染科医生桂希恩在 1 月 26 日的专访，2003 年的疫情花了 6 个月控制，他预计这次完全能控制而且比上次控制要快。我们对比 2003 年，对香港市场影响的时间维度从发现第一例病例到恒指跌至最低点（约 14%跌幅），时长约为 19 周（2002 年 12 月 15 日-2003 年 4 月 25 日）。此后受香港本地政策利好，加上疫情到顶开始缓解，带来恒指触底反弹并在下半年延续涨势，大幅反弹 50%，2003 年全年录得涨幅 35%。我们认为本次疫情在海外已得到有效控制，不足以造成全球性恐慌，港澳台确诊的病例也趋于稳定，而邮轮聚集性案例只是个别现象

2)影响程度：2003 年内地企业在香港上市也不多，恒指构成主要为香港本地金融、地产和公用事业公司（占比仅 80%）。跟目前恒指构成超 50%为内地企业，也有所不同。另外 2003 年疫情在香港社区严重爆发（超过 1200 人被隔离，死亡 300 人），因此 03 年港股下跌反映了香港本地商业零售、地产为代表受到的冲击较大。而本次疫情主要在内地爆发，对全国范围内的商业贸易、企业开工、消费出行等都造成一定影响。但从目前全国上下众志成城共同抗疫，全球各国义不容辞，积极声援中国的形势出发，我们相信疫情好转指日可待。

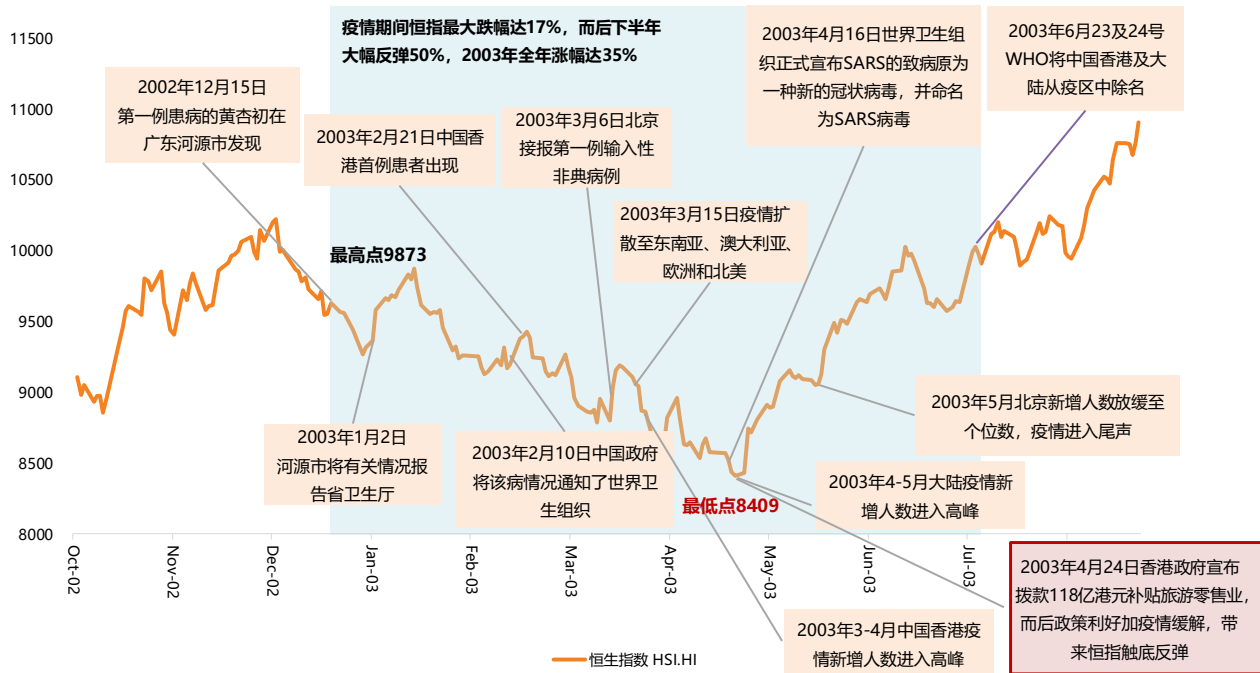
而从市场板块的角度，我们认为包括博彩、零售、餐饮、航空、媒体等，均是疫情中消费信心、消费频次明显受损的板块。针对本次受疫情影响较大的板块，我们认为市场反弹可能带来 2 波机会：

A)PE 的恢复：疫情若出现“拐点”，我们认为情绪恢复将带来估值提振，建议关注，但持续期或较短，可能为 1-2 个月左右，所以必须谨慎。

B)EPS 的恢复：相关板块受疫情带来的业绩影响应该集中在 Q1 至上半年。但随着疫情缓解，消费者信心恢复，叠加国内宏观经济弱复苏周期和相对宽松的环境，受损行业应会逐步从疫情影响中恢复成长性。

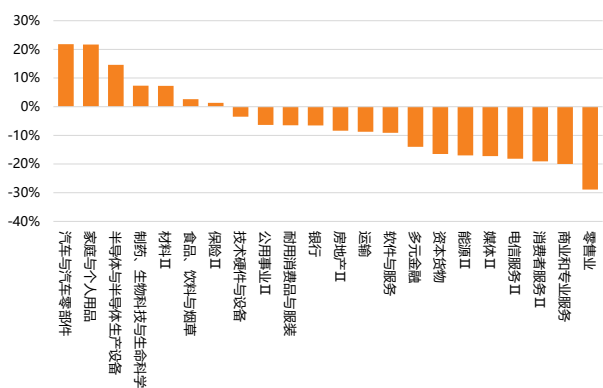
当然我们强调，疫情有可能反复，不能掉以轻心，因此在疫情仍然发酵到“拐点”来临前，可以关注半导体、互联网软件服务、医药和顺周期低估值的大金融等在疫情发酵过程受影响不明显的板块，作为当下的防御性配置。此外流媒体视频、游戏、直播、电商等可在单人消费娱乐休闲相关的行业，也会在疫情发展过程中受益。另外，从近日疫情演变对线上协同办公、教育、医疗等市场需求的催生，以及传统游戏、网购、直播、视频需求的增长可以看出，线上化、云计算仍是全球 IT 支出的主流趋势。

图 37：2003 年疫情期间港股表现



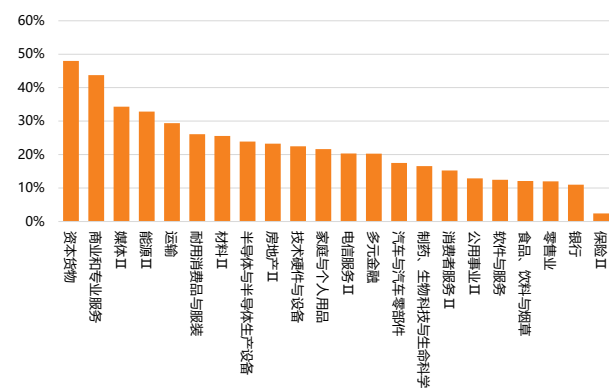
资料来源：Wind，WHO，人民网，天风证券研究所

图 38：2002 年 12 月 15 日-2003 年 04 月 25 日恒生综指板块表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：2003 年 04 月 28 日-2003 年 06 月 24 日恒生综指板块表现



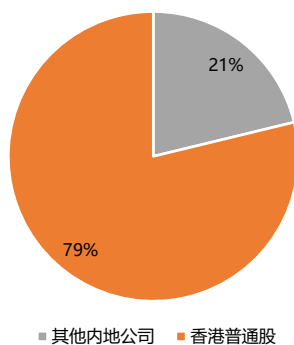
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：2003 年疫情期间恒生综指板块下跌和反弹表现

2002年12月15日-2003年04月25日 恒生综指板块表现		2003年04月28日-2003年06月24日恒生综 指板块表现	
汽车与汽车零部件	21.8%	资本货物	48.0%
家庭与个人用品	21.7%	商业和专业服务	43.8%
半导体与半导体生产设备	14.6%	媒体Ⅱ	34.3%
制药、生物科技与生命科学	7.3%	能源Ⅱ	32.8%
材料Ⅱ	7.3%	运输	29.4%
食品、饮料与烟草	2.6%	耐用消费品与服装	26.1%
保险Ⅱ	1.3%	材料Ⅱ	25.5%
技术硬件与设备	-3.5%	半导体与半导体生产设备	23.9%
公用事业Ⅱ	-6.4%	房地产Ⅱ	23.2%
耐用消费品与服装	-6.4%	技术硬件与设备	22.5%
银行	-6.5%	家庭与个人用品	21.6%
房地产Ⅱ	-8.4%	电信服务Ⅱ	20.3%
运输	-8.7%	多元金融	20.3%
软件与服务	-9.1%	汽车与汽车零部件	17.5%
恒生指数	-12.9%	制药、生物科技与生命科学	16.6%
多元金融	-14.0%	消费者服务Ⅱ	15.2%
资本货物	-16.5%	恒生指数	14.2%
能源Ⅱ	-17.0%	公用事业Ⅱ	12.9%
媒体Ⅱ	-17.2%	软件与服务	12.5%
电信服务Ⅱ	-18.1%	食品、饮料与烟草	12.1%
消费者服务Ⅱ	-19.1%	零售业	12.0%
商业和专业服务	-20.0%	银行	11.0%
零售业	-28.9%	保险Ⅱ	2.4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

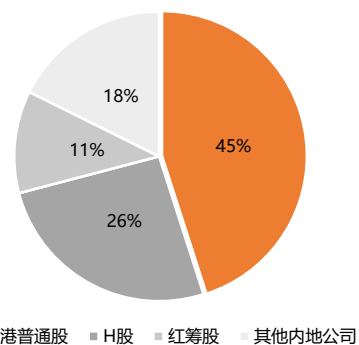
图 41：2003 年恒生指数香港本地股及内地股权重占比



资料来源：恒生指数公司，天风证券研究所

注：比例为公司数目占比

图 42：当前恒生指数香港本地股及内地股权重占比



资料来源：恒生指数公司，天风证券研究所

图 43：2002 年 12 月 15 日-2003 年 04 月 25 日恒生指数成分股表现

2002年12月15日-2003年04月25日恒生指数成分股表现							
代码	公司	Wind二级行业	涨跌幅	代码	公司	Wind二级行业	涨跌幅
0006.HK	电能实业	公用事业II	6.5%	0511.HK	电视广播TVB	媒体II	-10.5%
0002.HK	中电控股	公用事业II	5.2%	HSI.HI	恒生指数		-13.6%
1038.HK	长江基建集团	公用事业II	5.1%	0179.HK	德昌电机控股	资本货物	-14.7%
0330.HK	思捷环球	零售业	4.3%	0013.HK	和记黄埔(退市)	资本货物	-18.6%
0023.HK	东亚银行	银行	2.5%	0291.HK	华润啤酒	食品、饮料与烟草	-18.8%
0883.HK	中国海洋石油	能源II	1.5%	0083.HK	信和置业	房地产II	-19.6%
0494.HK	利丰	耐用消费品与服装	1.2%	0363.HK	上海实业	资本货物	-19.7%
0066.HK	地铁公司(后改名港铁)	运输	-3.3%	0004.HK	九龙仓集团	房地产II	-19.7%
0005.HK	汇丰控股	银行	-4.5%	0012.HK	恒基地产	房地产II	-22.3%
0267.HK	中信股份	资本货物	-5.1%	0001.HK	长和	资本货物	-22.5%
2388.HK	中银香港	银行	-5.5%	0941.HK	中国移动	电信服务II	-24.6%
0011.HK	恒生银行	银行	-7.1%	0008.HK	电讯盈科	电信服务II	-24.8%
0097.HK	恒基发展	零售业	-8.2%	0293.HK	国泰航空	运输	-25.1%
0020.HK	会德丰	房地产II	-9.0%	0016.HK	新鸿基地产	房地产II	-26.8%
0003.HK	香港中华煤气	公用事业II	-9.5%	0992.HK	联想集团	技术硬件与设备	-28.7%
0019.HK	太古股份有限公司A	房地产II	-9.6%	0762.HK	中国联通	电信服务II	-33.9%
0101.HK	恒隆地产	房地产II	-10.5%	0017.HK	新世界发展	房地产II	-44.4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

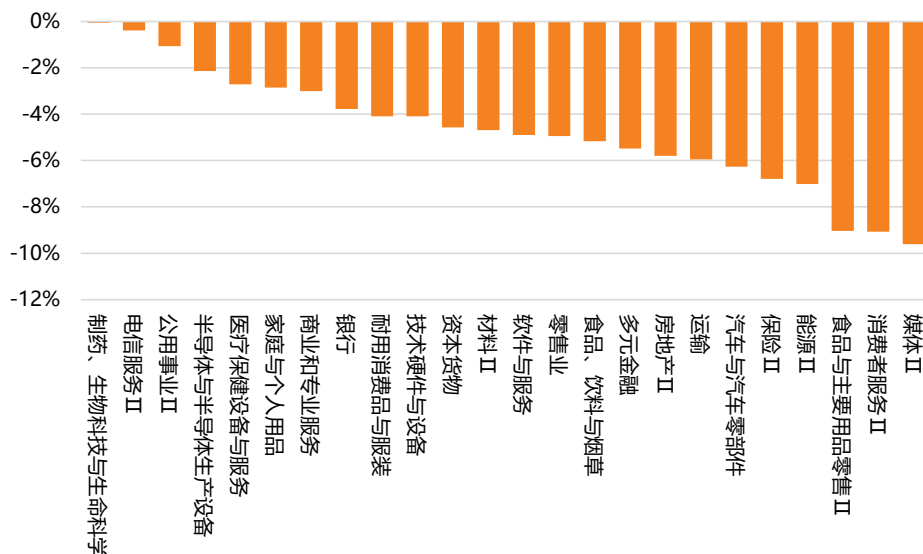
注：统计期间当时恒生指数成分股为上述的 33 只

图 44：我们筛选了恒生综指部分在本次疫情中受影响较大的板块和个股，(涨跌幅为 2020 年 1 月 20 日-1 月 24 日)

代码	公司	Wind四级行业	涨跌幅	代码	公司	Wind四级行业	涨跌幅
0670.HK	中国东方航空股份	航空	-11.4%	1970.HK	IMAX CHINA	电影与娱乐	-11.3%
1055.HK	中国南方航空股份	航空	-12.7%	1060.HK	阿里影业	电影与娱乐	-13.0%
0753.HK	中国国航	航空	-13.7%	1896.HK	猫眼娱乐	电影与娱乐	-16.6%
1928.HK	金沙中国有限公司	赌场与赌博	-8.2%	0520.HK	呷哺呷哺	餐馆	-15.1%
0027.HK	银河娱乐	赌场与赌博	-9.9%	6862.HK	海底捞	餐馆	-15.9%
0880.HK	澳博控股	赌场与赌博	-12.6%	6808.HK	高鑫零售	大卖场与超市	-9.0%
1128.HK	永利澳门	赌场与赌博	-12.8%	0288.HK	万洲国际	食品加工与肉类	-9.2%
0200.HK	新濠国际发展	赌场与赌博	-13.6%	1610.HK	中粮肉食	食品加工与肉类	-10.9%
2282.HK	美高梅中国	赌场与赌博	-16.7%	1579.HK	颐海国际	食品加工与肉类	-13.6%
0308.HK	香港中旅	酒店、度假村与豪华游轮	-11.0%	1458.HK	周黑鸭	食品加工与肉类	-14.6%
0780.HK	同程艺龙	酒店、度假村与豪华游轮	-16.3%	2255.HK	海昌海洋公园	休闲设施	-16.5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 45：2020 年 1 月 20 日至 1 月 24 日恒生综指板块表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 46：2020 年 1 月 20 日至 1 月 24 日恒生综指个股涨跌幅表现

2020年1月20日至1月24日恒生综指个股涨幅前十							
代码	公司	Wind二级行业	涨跌幅	代码	公司	Wind二级行业	涨跌幅
1833.HK	平安好医生	医疗保健设备与服务	13.0%	3320.HK	华润医药	制药、生物科技与生命科学	8.6%
2005.HK	石四药集团	制药、生物科技与生命科学	13.0%	0241.HK	阿里健康	医疗保健设备与服务	7.0%
1558.HK	东阳光药	制药、生物科技与生命科学	12.3%	1196.HK	伟禄集团	资本货物	5.8%
1913.HK	普拉达	耐用消费品与服装	9.4%	1666.HK	同仁堂科技	制药、生物科技与生命科学	5.3%
1119.HK	创梦天地	软件与服务	9.3%	0941.HK	中国移动	电信服务 II	5.3%
2020年1月20日至1月24日恒生综指个股跌幅前二十							
代码	公司	Wind二级行业	涨跌幅	代码	公司	Wind二级行业	涨跌幅
6060.HK	众安在线	保险 II	-13.1%	0520.HK	呷哺呷哺	消费者服务 II	-15.1%
0175.HK	吉利汽车	汽车与汽车零部件	-13.4%	2051.HK	51信用卡	多元金融	-15.6%
1579.HK	颐海国际	食品、饮料与烟草	-13.6%	1357.HK	美图公司	软件与服务	-15.8%
0200.HK	新濠国际发展	消费者服务 II	-13.6%	6862.HK	海底捞	消费者服务 II	-15.9%
2001.HK	新高教集团	消费者服务 II	-13.6%	6068.HK	睿见教育	消费者服务 II	-16.2%
0753.HK	中国国航	运输	-13.7%	0780.HK	同程艺龙	消费者服务 II	-16.3%
1910.HK	新秀丽	耐用消费品与服装	-13.8%	2255.HK	海昌海洋公园	消费者服务 II	-16.5%
2280.HK	慧聪集团	软件与服务	-14.5%	1896.HK	猫眼娱乐	媒体 II	-16.6%
1458.HK	周黑鸭	食品、饮料与烟草	-14.6%	2282.HK	美高梅中国	消费者服务 II	-16.7%
0813.HK	世茂房地产	房地产 II	-14.8%	1131.HK	鸿宝资源	能源 II	-39.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 新冠病毒海外输出型病例得到有效控制，日本邮轮疫情属个例

我们认为本次疫情在海外已得到有效控制，不足以造成全球性恐慌。自新型冠状病毒爆发以来，截至 2 月 10 日，疫情虽已波及全球 25 个国家，但从整体的确诊病例数据来看，目

前海外确诊数量已逐渐趋于稳定。具体来看，疫情在中国（含港澳台）以外的累计确诊病例为 319 例，其中输出型病例 158 例，占比达 50%。但是从 2 月 7 日开始，每日整体新增确诊人数逐步下降，而输出型病例也少有增加。

我们认为港澳台确诊的病例也趋于稳定。截至 2 月 10 日，香港地区确诊病例为 42 人，其中有 11 例是来自同一个家庭火锅聚会，所以去掉这个单一事件，香港的病例为 31 人，仍算处于稳定状态。疫情初期，香港确诊病例大多为曾前往内地的输入型病例，随后出现了一些香港本地案例，均为零散确诊病例。为了防止进一步蔓延，香港已加强防疫措施，减少人员跨境流动。

澳门地区确诊病例为 10 人，并连续 7 天没有新增；而台湾地区累计确诊病例为 18 人，也逐渐趋于稳定。

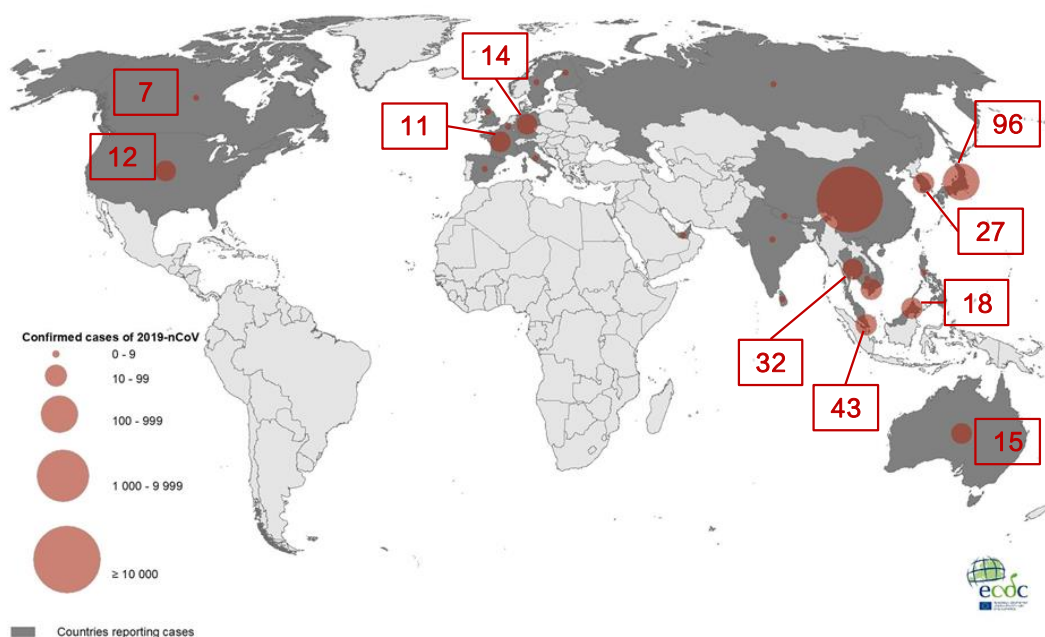
其他地区方面，疫情还是集中在中国边上的亚洲地区。其中日本病例数最多，到 2 月 12 日一共有 203 人。主要由于“钻石公主号”邮轮上的聚集性疫情，船上确诊人数达 174 人。据华尔街日报，邮轮有 3700 余名乘客和服务员，目前船上仍有 3000 余人仍处于隔离状态，预计到 2 月 19 日隔离解除。

我们认为，此次邮轮聚集性案例只是个别现象，剔除此邮轮病例来看，日本累计确诊病例为 29 人，维持稳定。此前，也有类似邮轮检测，2 月 9 日停靠在香港启德码头的“世界梦号”邮轮此前也发现病例，但完成检测后，船上 1800 名船员检测结果均为阴性。2 月 8 日，“宝瓶星号”邮轮停靠台湾基隆，船上人员检测结果也均为阴性。2 月 7 日，停靠美国新泽西的“皇家加勒比”邮轮也未出现确诊病例。

亚洲（大陆、港澳台以外）确诊病例约为 360 例，当中以新加坡和泰国病例最多。新加坡和马来西亚成立双边合作委员会共同应对疫情。泰国自 2 月 8 日以来泰国新增确诊病例为零。而 9 日起，韩国亦无新增确诊病例。越南确诊病例亦日趋稳定。

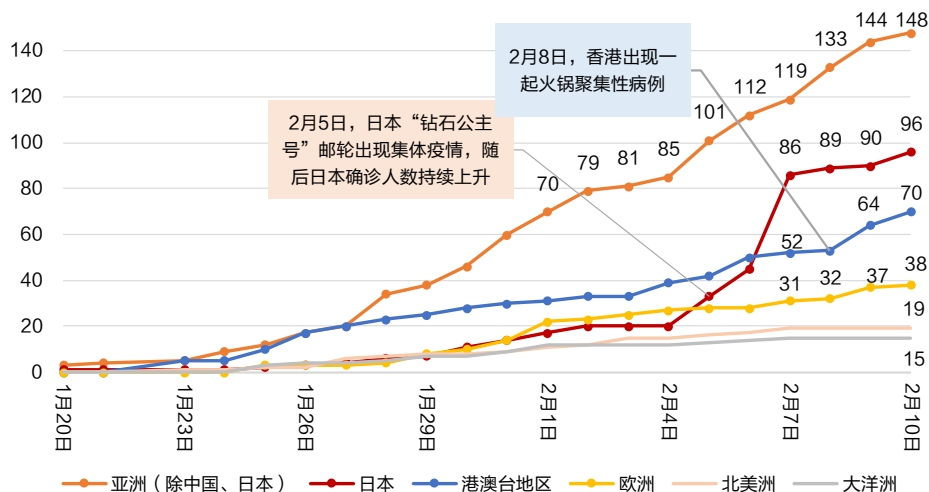
欧洲累计确诊病例超过 40，也已基本达到稳定，此前的多为输入型病例。除了德国、法国和英国外，欧洲其他国家确诊病例均小于 3 人。北美洲以及大洋洲各国确诊病例人数一直维持在低位。

图 47：全球疫情地图



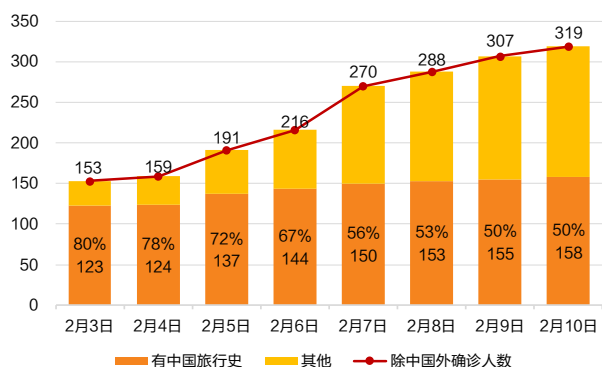
资料来源：ECDC，截至 2 月 10 日，天风证券研究所

图 48：除中国大陆外累计确诊病例走势（按地理位置，人）



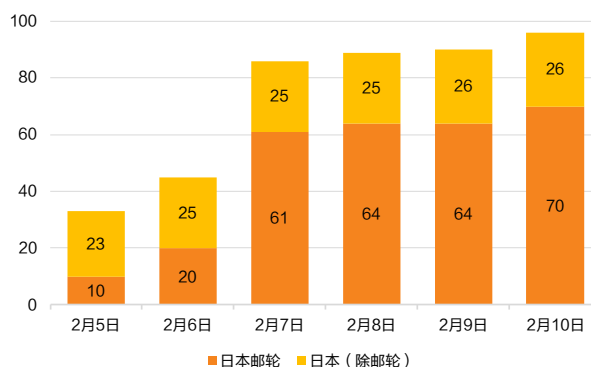
资料来源：WHO，天风证券研究所

图 49：海外国家累计确诊病例（按是否有中国旅行史，人）



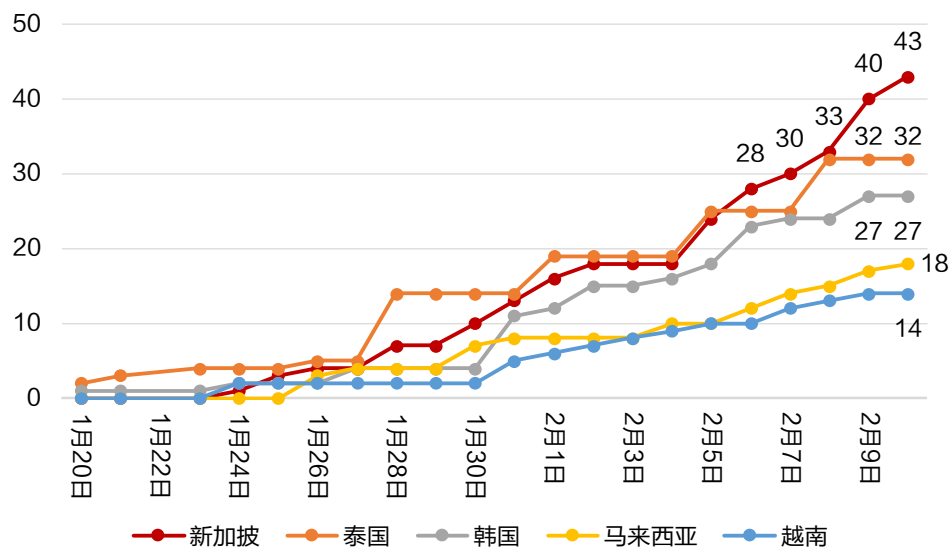
资料来源：WHO，天风证券研究所

图 50：日本新增确诊病例主要来自“钻石公主号”邮轮（单位：人）



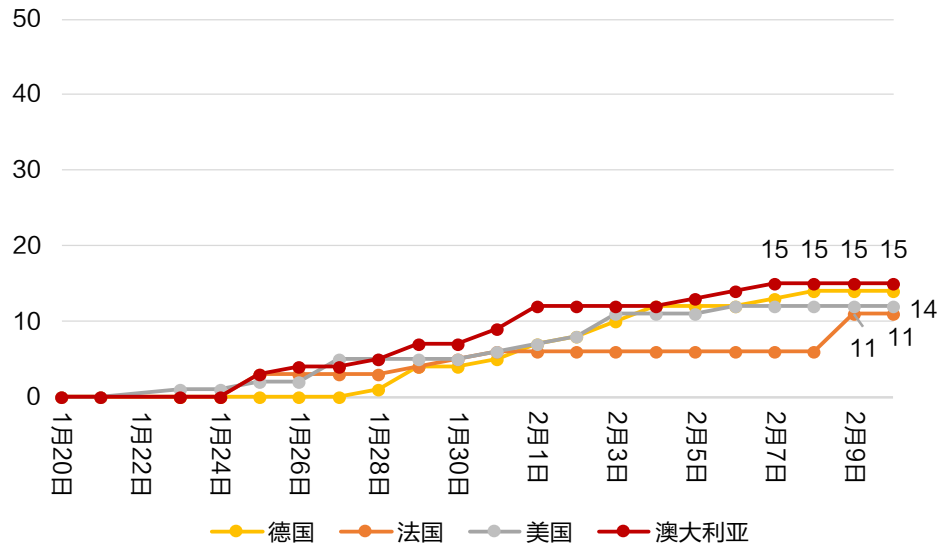
资料来源：WHO，天风证券研究所

图 51：亚洲部分国家（超 10 例）确诊病例走势（单位：人）



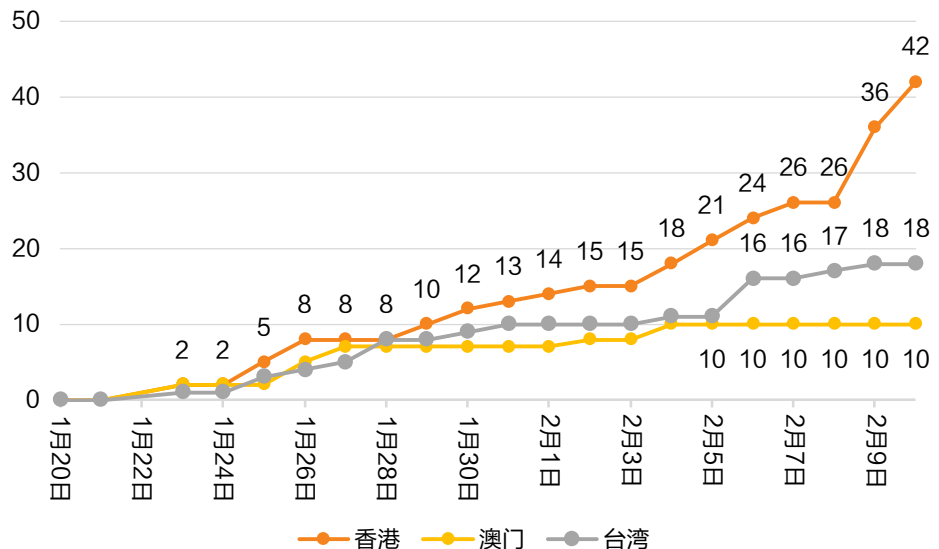
资料来源：WHO，天风证券研究所

图 52：其余洲确诊病例（超 10 例）国家确诊病例走势（单位：人）



资料来源：WHO，天风证券研究所

图 53：中国港澳台地区累计确诊病例走势（单位：人）



资料来源：WHO，天风证券研究所

5.2.1. 全球各国义不容辞，积极声援中国，众志成城共同抗疫

世界卫生组织在 2 月 11 日就新型冠状病毒再次开会，并表示将调动整个联合国系统的力量共同抗击疫情。

世卫与全球传染病防范研究合作组织联合举办了 2019 年新型冠状病毒研究与创新论坛。主要参与者包括 300 多位领先的科学家、公共卫生机构、各国卫生部，以及新型冠状病毒的疫苗、治疗和诊断方法开发的研究资助者。

此外，中法正共同开展快速诊断试剂的研发。俄罗斯派了 5 名医疗防疫专家与中国一起研制疫苗。白俄罗斯也计划派遣医疗专家提供帮助。美国也向世卫提交了专家人选，希望一同到中国处理疫情。2 月 8 日，美国吉利德公司表示已和中国卫生部门达成协议，将由中国人员牵头在武汉对疫情感染者开展两项临床试验，以确定瑞德西韦（Remdesivir）作为冠状病毒潜在治疗手段的安全性和有效性，并且表示将无偿提供研究所需药物。据华尔街日报报道，基于“同情用药”原则，美国首例确诊患者接受了处于临床试验阶段、尚未被批准上市的瑞德西韦的静脉输注，并成功治愈。瑞德西韦本是吉利德公司针对埃博拉病毒

研制的抗病毒药剂，此类病毒在结构与 COVID-19 类似，这为有效治疗药物的研究带来一线曙光。

除医学方面的世界援助，捐款捐资也在同时进行。疫情发生后，各国纷纷采取实际行动，通过多种渠道捐助物资、派遣医疗专家、研制相关药物帮助中国度过难关。据不完全统计，目前已经有过包括韩国、日本、泰国、马来西亚、印尼、哈萨克斯坦、巴基斯坦、德国、英国、法国、意大利、匈牙利、白俄罗斯、土耳其、伊朗、阿尔及利亚、埃及、澳大利亚、新西兰、美国、俄罗斯、新加坡、菲律宾、越南等多个国家政府、民间组织和联合国儿童基金会向我国捐助了疫情防控物资。各个国家积极捐赠物资及捐款，中国人民团结一心众志成城抵抗疫情，相信疫情好转指日可待。

图 54：各国部分捐赠情况一览

国家/地区	捐款 (人民币)	捐资及援助
韩国	15家韩企共捐现金6350万元	政府和民间共捐200万只口罩(未来再捐90个医用防护面罩)、10万件手套(未来再捐赠500副)、10万套防护服(未来再捐赠1000件)、30台便携式热成像摄像机等; 15家韩企共捐物资折价2576万元
日本	三大汽车生产商(丰田、日产、本田)以及松下电器公司分别捐赠百万甚至1000万; 资生堂捐100万元; 自民党共捐款12.6万元	政府捐13万只口罩、5万双手套、2.82万件防护服、3.78万副护目镜、除菌相关用品约3千件; 佳能集团捐价值近300万的“佳能医疗光影28排CT”设备
泰国	各界共捐款约178.3万元; 泰国正大集团捐款3000万元	各界共捐31.2万只口罩; 泰国正大集团捐赠2000万救援物资(食品和医疗用品)、价值120万元的消毒剂; 碧桂园集团泰国越南大区捐1.2万只口罩
马来西亚	-	10家本地手套公司共捐1800万只手套
印尼	捐约6.8万元	捐1万个N95口罩
哈萨克斯坦	-	向武汉和北京援助13.6吨物资(50多万个口罩、100万双手套)
巴基斯坦	-	30万只医用口罩、6800副手套、800套防护服
德国	-	捐助超过5吨医疗物资
英国	英国湖南同乡会、湖南商贸总会、湘籍同学会等捐款约8.3万元; Hugo Boss捐200万元	政府捐5万副医用手套、3.5万套医用防护服及护目镜若干; 同乡会等捐一次性口罩1万个+N95口罩3万个、2万个手套、4600件3M防护服
法国	各企业共捐款3350万元(LVMH、Kering、Hermes以及欧莱雅)	提供了抗疫物资援助; 中法正共同开展快速诊断试剂的研发
意大利	Versace捐100万元; 华侨华人捐34万元	华侨华人捐5万个口罩、500套防护服
瑞士	各企业捐1500万元(Richemont、Swatch)	
奥地利	施华洛奇捐300万元	
匈牙利	-	政府捐2万个口罩、500副手套; 华侨捐8000个口罩、9000个手套
白俄罗斯	-	40吨物资: 外科医用大褂、口罩、手套、碘酒、防护服、消毒液及其他医疗用品; 计划派遣医疗专家
土耳其	-	政府捐9.35万个过滤口罩、1000套防护服+1000套一次性防护服
伊朗	-	红新月会捐100万个口罩
埃及	-	华人华侨捐13万个无菌医用口罩
澳大利亚	各企业(力拓、Fortescue、a2 Milk奶粉)合计捐约2166万元	澳新武大校友捐4500个N95口罩、20万个手套、2.9万件防护服、7800个护目镜、2000个面罩
新西兰	潮属青年会捐约35.4万元	中国硕博联合会捐N95口罩1000个; 潮属青年会捐一次性口罩5500个、一批消毒免洗洗手液
美国	各企业捐500万元(雅诗兰黛、PVH集团、Coach中国)	捐17.8吨物资(口罩、防护服、纱布、呼吸器等), 将会向中国及其他受到新冠病毒影响的国家提供最多约7亿元; 希望派遣专家共同处理疫情
俄罗斯	-	捐助包括医疗设备的援助物资; 派遣病毒学家同中国专家合作研制新冠病毒疫苗
朝鲜	1月31日表示向中国共产党中央委员会发送救灾支援资金	-
新加坡	-	华源会捐3580个口罩、2.59万双手套、50套防护服、144副护目镜
菲律宾	华侨华人捐400万元现金	华侨华人捐价值约合130万元的医疗物资
越南	-	政府捐约348万元医疗物资; 越南红会捐约70万元医疗物资
香港	周大福集团捐100万元	
联合国儿童基金会	-	捐6吨的个人防护装备(口罩和防护服等)

资料来源: 各国驻华大使馆官网、环球网、新华网、人民网、中国经济网、中国新闻网、环球网、中国侨网、韩联社、21世纪经济报道等, 天风证券研究所

5.3. 风险提示

疫情蔓延情况长于预期, 市场恢复情况慢于预期。

6. 疫情对 TMT 行业影响分析及展望

6.1. 传媒：游戏、长视频受益

（——天风传媒：文浩/张爽/冯翠婷/周奕纯等）

6.1.1. 游戏：疫情下的春节，超预期的火爆

休闲游戏春节火热，腾讯系保持热度，头条系异军突起

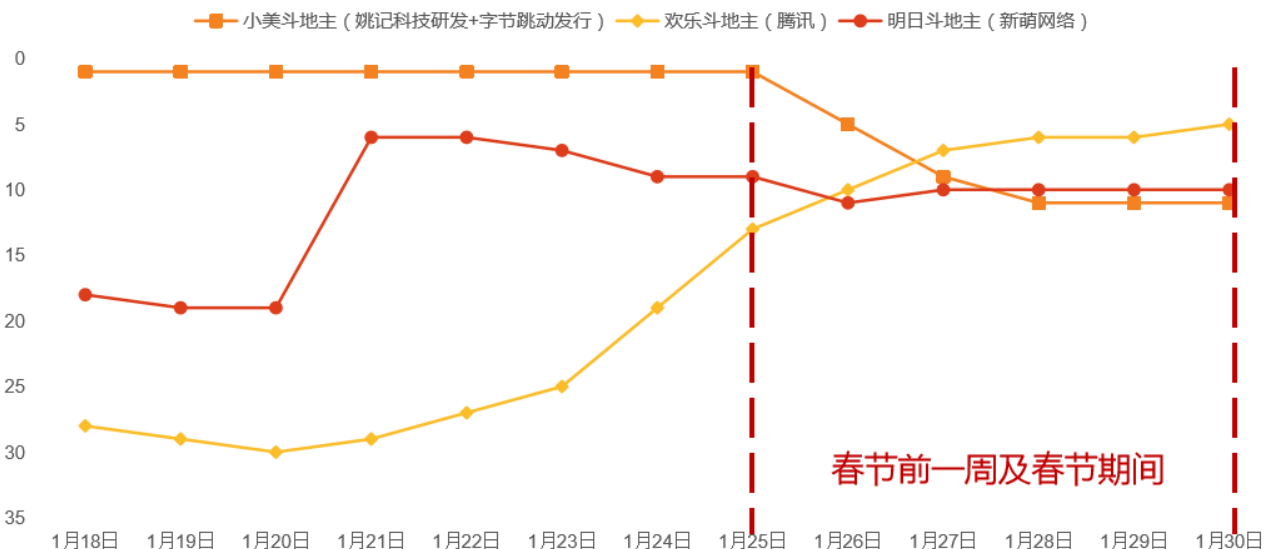
20 年休闲类游戏成主角，在年初一的免费榜排名中，《小美斗地主》、《阳光养猪场》、《脑洞大师》、《我的小家》、《我功夫特牛》占据前五，除《和平精英》和《王者荣耀》外，免费榜其余八款游戏皆为休闲类游戏，且全部都有头条买量。榜前五中有三款《小美斗地主》、《我的小家》、《我功夫特牛》都是字节跳动发行的游戏。春节期间斗地主游戏类别中，字节跳动力推《小美斗地主》（姚记科技研发）、《新萌斗地主》，形成了与腾讯《欢乐斗地主》分庭抗衡的格局。

图 55：20 年年初一游戏免费榜 TOP10 字节跳动参与度

#	应用	字节跳动参与度
1	小美斗地主-姚记... 海南青游鱼丸网络科技有限公司	姚记科技研发 字节跳动独代发行
2	阳光养猪场 上海脉芽网络科技有限公司	字节跳动买量
3	脑洞大师 kaixuan li	字节跳动买量
4	我的小家 Kunpo	蓝飞互娱研发 字节跳动合作发行
5	我功夫特牛 Ohayoo	PeakX Games研发 字节跳动独代发行
6	和平精英 Tencent Mobile Games	字节跳动买量
7	王者荣耀 Tencent Mobile Games	
8	疯狂猜成语-全民... Qushui Mengyi Network Technology Co., Ltd.	字节跳动买量
9	明日斗地主 上海新萌网络科技有限公司	字节跳动买量
10	贪吃蛇进化论 Wuhan Weipai Network Technology Co., Ltd.	字节跳动买量

资料来源：七麦数据、天风证券研究所

图 56：斗地主类游戏近两周 iOS 免费榜排名变化



资料来源：七麦数据，天风证券研究所

竞技游戏春节头部效应明显，“王者+和平”盈利能力依然惊人

初一腾讯旗下共有 5 款游戏占领畅销榜前十，分别是《王者荣耀》(连庄三年，我们估计 20 年春节日流水峰值有望达 20 亿，再创历史新高)、《和平精英》(大年初一罕见炸服，我们估计 20 年春节 DAU 峰值~1 亿)、《QQ 飞车》、《火影忍者》和《穿越火线：枪战王者》，网易的《阴阳师》和《梦幻西游》位列畅销榜第五、第七，其余的分别为莉莉丝的《剑与远征》(第三)、阿里游戏的《三国志：战略版》(第六)和 B 站的《Fate》。由于口碑发酵期短，少有公司选择于春节前上新游，完美世界《新笑傲江湖》和游族网络《少年三国志 2》通过买量推广+春节版本更新，表现不俗。

图 57：2018-2020 大年初一游戏类 iOS 畅销榜排名

#	应用	#	应用	#	应用
1	王者荣耀 Tencent Mobile Games	1	王者荣耀 Tencent Mobile Games	1	王者荣耀 Tencent Mobile Games
2	QQ 飞车 Tencent Mobile Games	2	Fate/Grand Orde... Wuhu Sharejoy Network Technology Co.Ltd	2	和平精英 Tencent Mobile Games
3	Fate/Grand Orde... Wuhu Sharejoy Network Technology Co.Ltd	3	QQ飞车 Tencent Mobile Games	3	剑与远征 - AFK 上海莉莉丝网络
4	梦幻西游 网易移动游戏	4	阴阳师 网易移动游戏	4	QQ飞车 Tencent Mobile Games
5	穿越火线:枪战王者 Tencent Mobile Games	5	梦幻西游 网易移动游戏	5	阴阳师 网易移动游戏
6	一梦江湖-原楚... 网易移动游戏	6	崩坏3 miHoYo Games	6	三国志·战略版 Lirngxi Games Inc.
7	奇迹:觉醒 Tencent Mobile Games	7	率土之滨 网易移动游戏	7	梦幻西游 网易移动游戏
8	阴阳师 网易移动游戏	8	QQ炫舞 Tencent Mobile Games	8	火影忍者 Tencent Mobile Games
9	大掌门2-武侠题... Air&Mud Studio	9	梦幻模拟战 紫龙游戏	9	Fate/Grand Orde... Wuhu Sharejoy Network Technology Co.Ltd
10	恋与制作人-烛影... Paper Games	10	明日之后 网易移动游戏	10	穿越火线:枪战王者 Tencent Mobile Games

资料来源：七麦数据、天风证券研究所；注：从左往右依次为 2018、2019、2020

表 1: 游戏类买量排名前五

游戏名称	主要投放平台
阳光养猪场	巨量引擎、腾讯、快手、百度
我功夫特牛	巨量引擎、腾讯
少年三国志 2	巨量引擎、腾讯、阿里、百度
新笑傲江湖	巨量引擎、腾讯、阿里、百度
三国志战略版	巨量引擎、腾讯、懂球帝、网易

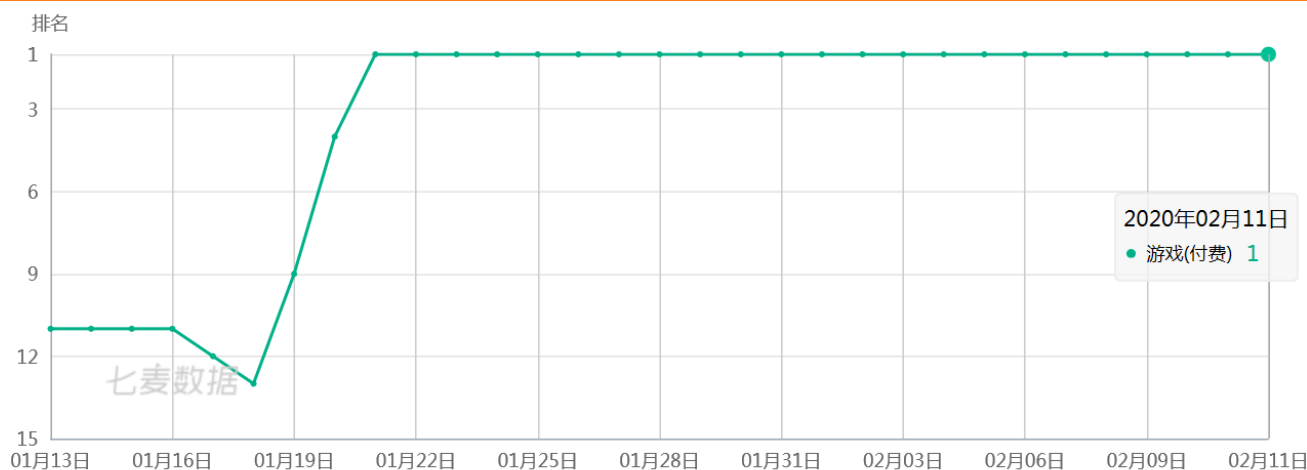
资料来源: App Growing、天风证券研究所; 注: 截至 2020 年 1 月 30 日

特殊时期召唤“宅”属性, 催化社交游戏、疫情主题

2020 年春节与往常不同, 少了年味, 多了一份对疫情的牵挂及责任感。新型肺炎的蔓延使得全国人民心系武汉和卫生防疫工作。

Plague Inc. 于 2012 年研发的《瘟疫公司》由于预言 2020 年冠状病毒爆发而成为今年春节的爆款游戏, 玩家需要控制病毒感染全世界并消灭世界上所有人口才算游戏胜利, 这款游戏旨在唤醒人类对病毒、细菌等微生物的重视, 符合当下社会热点。目前付费榜排名第一并霸榜 21 日(截至 2 月 11 日)。

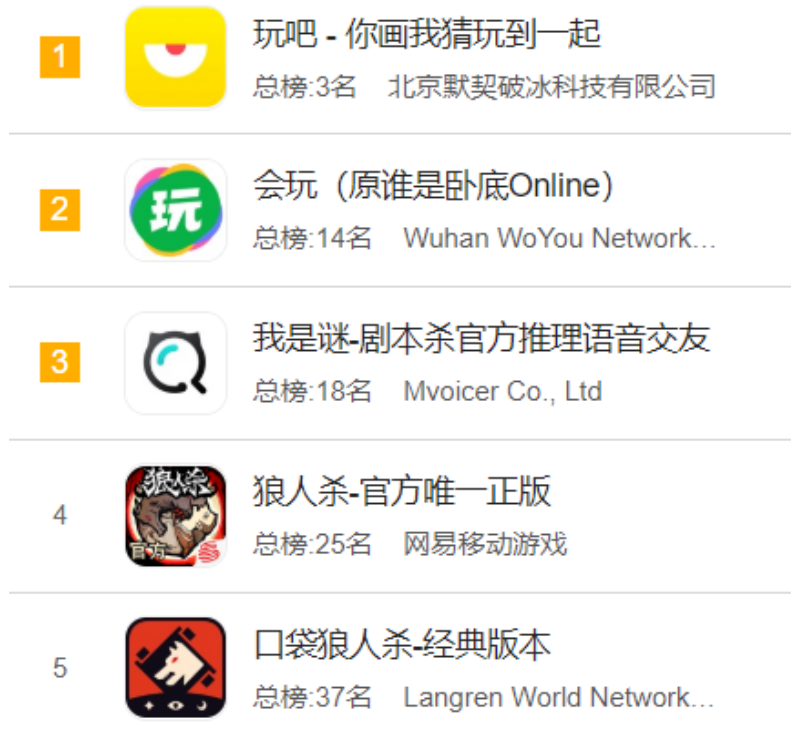
图 58: 《瘟疫公司》近 30 日付费榜排名



资料来源: 七麦数据、天风证券研究所

国家号召在疫情期减少外出和家庭性的春节聚会, 得到了社会各界积极响应。各类社交游戏(如玩吧, 狼人杀, 谁是卧底等)受事件催化关注度跃升, 原本能够在线下开展的社交游戏直接往线上转移。以社交类 APP 热度最高的玩吧(线上你画我猜)为例, 其百度指数在春节期间(1 月 25 日至今)不断走高, 七麦数据预估下载量也同样在春节期间逐步走高。玩家可以通过 APP 在线上组建房间进行各种社交小游戏, 充分弥补了今年春节聚会的不便。

图 59：1 月 30 日最新社交类 App 免费榜排名 TOP5



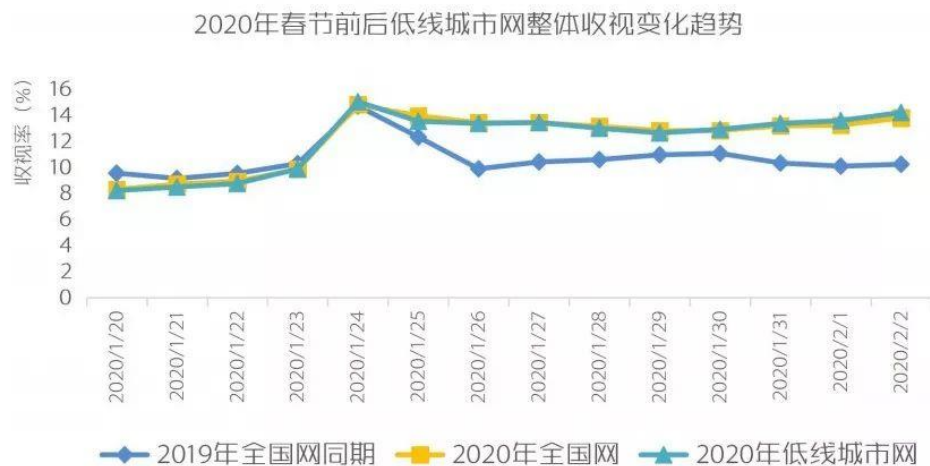
资料来源：七麦数据、天风证券研究所

6.1.2. 电视剧：视频需求大增，高现金库存影视龙头优势凸显

2020 年春节在疫情影响下，“宅家”趋势带来长视频需求明显增加。

从台端收视率看，疫情明显推动收视率提升。1 月 24 日前无论是全网还是低线城市收视率均小幅低于去年同期，这一现象吻合当前行业趋势，但随着疫情发酵，差距逐步缩小，1 月 24 日后，2020 年全网及低线城市收视率开始明显高于去年同期，且除夕后每天全网及低线城市收视率与除夕当天比未出现明显下滑，这与 2019 年除夕后收视率迅速下滑的情况有较大不同。

图 60：2020 年春节前后收视变化趋势



(2019 年春节同期的农历数据周期为 2019/1/31-2019/2/13)

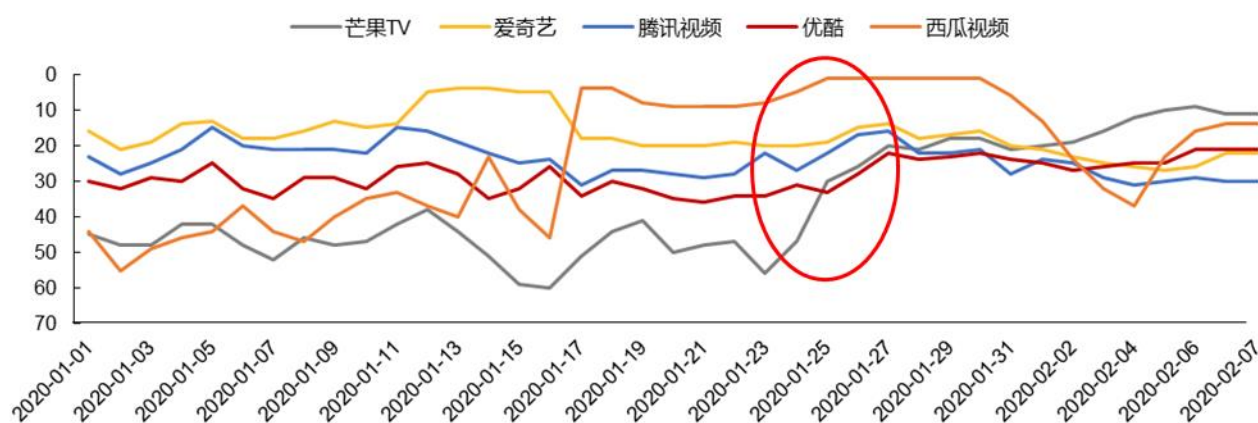
资料来源：广电独家，收视中国，天风证券研究所

从网端长视频 APP 用户数据看，自 1 月 24 日（除夕）起，各大长视频平台下载需求明显提升。根据七麦数据，各大长视频 APP 除夕后无论是在应用（免费）榜还是娱乐（免费）榜中排名均有明显提升，其中芒果 TV 和西瓜视频最为突出。

芒果 TV 春节期间推出“春节 7 天芒果 TV 全站免费看”推动流量迅速攀升，1 月 26 日《下一站是幸福》上线，口碑较好，进一步推动芒果 TV 流量提升，2 月 6 日排名提升至应用（免费）榜第 9，娱乐（免费）榜第 2。

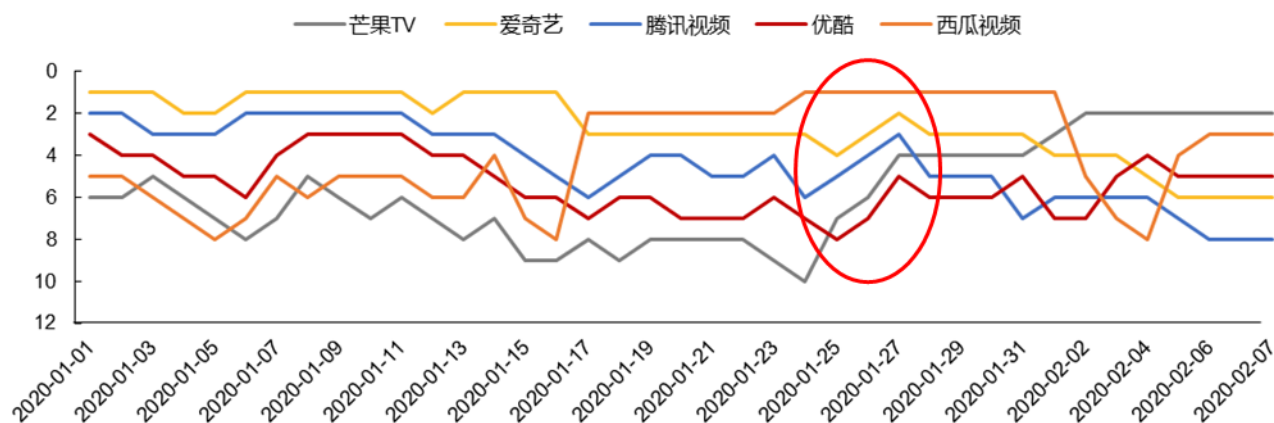
头条系“春节红包”活动自 1 月 14 日开始，推动了西瓜视频流量的第一阶段增长，1 月 24 日字节跳动与欢喜传媒宣布合作，大年初一原定于院线上映的《囧妈》在字节跳动旗下各平台免费播出，西瓜视频排名进一步上升，1 月 25 日在 iOS 免费榜超过快手排名第一，并且该排名延续至 1 月末。

图 61：2020 年春节期间长视频平台 iOS 端应用（免费）榜排名



资料来源：七麦数据，天风证券研究所

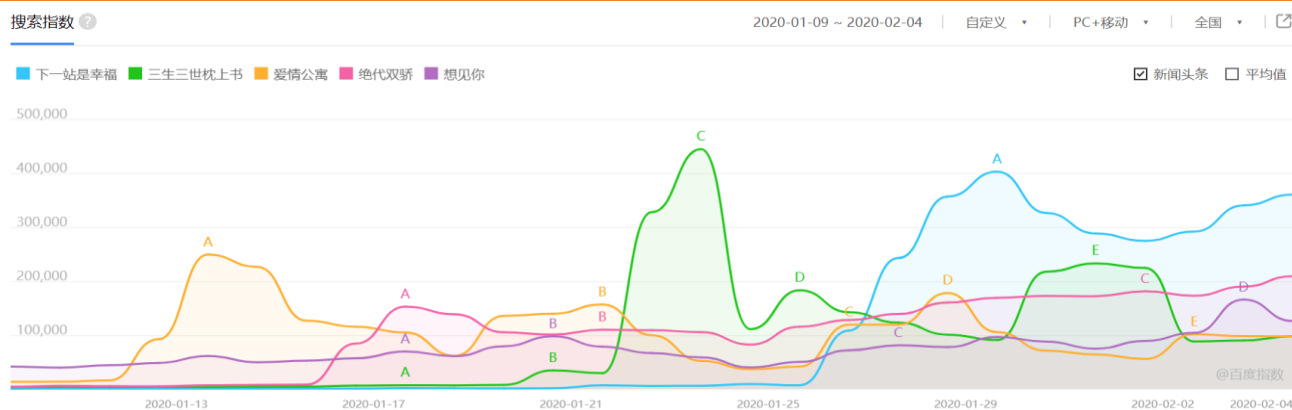
图 62：2020 年春节期间长视频平台 iOS 端娱乐（免费）榜排名



资料来源：七麦数据，天风证券研究所

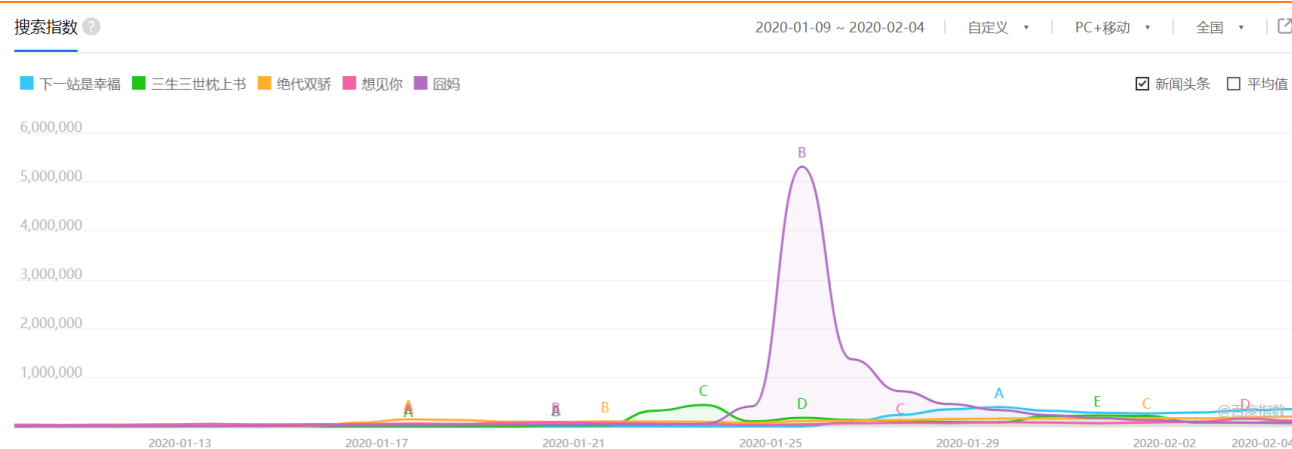
芒果 TV 和西瓜视频的流量增长表明爆款内容仍为拉动用户的最强有力工具。春节期间，各大视频平台均有大剧排播，爱奇艺数量类型较多，包括经典系列《爱情公寓 5》、翻拍古装剧《绝代双骄》等，腾讯视频则为系列古装剧《三生三世枕上书》及台剧《想见你》（爱奇艺腾讯双平台），优酷视频为《乡村爱情 12》、芒果 TV 为《下一站是幸福》，从各个剧集百度搜索指数看，头部内容热度与平台流量增长基本吻合。因而我们认为基于平台流量提升，视频平台对于优质剧集排播将更加积极，有利于头部内容产品后续需求提升及溢价。

图 63：2020 年春节期间各大视频平台重点剧集百度搜索指数对比



资料来源：百度指数，天风证券研究所

图 64：2020 年春节期间各大视频平台重点剧集百度搜索指数对比（含囤妈）



资料来源：百度指数，天风证券研究所

龙头公司在这轮供需变化中，有望改善财务报表及提升行业竞争力。首先从存货方面看，大公司由于项目数量更多，在制作完成的库存剧及已经杀青剧目来看储备充足，根据骨朵传媒统计，华策影视待播、已杀青、后期及存货项目共 9 部，完美世界 15 部，欢瑞世纪 10 部。

表 2：2020 年电视剧上市公司储备（杀青、后期制作及已完成项目均不受剧组停工影响，骨朵传媒统计）

影视公司	剧名	类型	主创阵容	目前状态
华策影视	《平凡的荣耀》	都市职场	导演吕行，主演赵又廷、白敬亭	东方卫视待播剧
	《你好，安怡》	科幻情感	主演马天宇、戚薇	取得发行许可证
	《特案追缉》	都市刑侦	主演姚卓君、周楚楚	取得发行许可证
	《热血神探》	悬疑探案	主演张剑雨、梁洁	后期制作
	《锦绣南歌》	古装言情	导演邓伟恩、李慧珠，主演李沁、秦昊	杀青
	《拾光里的我们》	都市轻喜	导演杨欢，主演唐晓天，孙千	杀青
	《你是我的城池营垒》	军旅情感	导演张彤，主演马思纯、白敬亭	杀青
	《以家人之名》	青春成长	导演丁梓光，主演谭松韵、宋威龙	杀青
	《少爷与我的罗曼史》	古装情感	主演叶盛佳	杀青
	《有翡》	古装武侠	导演吴锦源，主演赵丽颖、王一博	暂停拍摄
	《遇见你，遇见爱》	青春情感	—	已开机，未有杀青消息传出
	《暖暖，请多指教》	都市情感	主演梁靖康、李凯馨	已开机，未有杀青消息传出
	《我和我们在一起》	都市情感	主演孙怡等	原定 2 月开机，或延迟
	《长歌行》	古装情感	主演迪丽热巴、屈楚萧	原定 2 月开机，或延迟

	《向风而行》	当代都市	拟请王凯、江疏影	原定 Q4 开机
	《追光者》	公益救援	—	筹备, 无新消息
	《十面埋伏》	悬疑探案	—	筹备, 无新消息
	《人味》	—	—	筹备, 无新消息
	《初礼来了》	当代都市	—	筹备, 无新消息
慈文传媒	《风暴舞》	都市谍战	导演刘新, 主演陈伟霆、古力娜扎	东方卫视待播剧
	《盗墓笔记重启之极海听雷》	冒险	导演潘安子, 主演朱一龙、毛晓彤	后期制作中
	《乘风少年》	青春励志	导演李南, 主演伍嘉成、杨昊铭	杀青
欢瑞世纪	《隐秘而伟大》	年代人物	导演王伟, 主演李易峰、江疏影	东方卫视、江苏卫视待播剧
	《秋蝉》	民国谍战	导演付宁、李昂, 主演任嘉伦、李曼	芒果 TV 待播剧
	《天目危机》	悬疑软科幻	主演张春, 张孝全、苗侨伟	待播
	《不说再见》	都市刑侦	导演殷飞、主演任嘉伦、张钧甯	待播
	《江山永乐》	古装历史	导演高希希、赵立军, 主演冯绍峰、陈宝国	积压
	《长安诺》	古代传奇	导演尹涛, 赵樱子、成毅	积压
	《天下长安》	古装剧	导演连奕名, 主演张涵予、秦俊杰	积压
	《琉璃美人煞》	古装仙侠	导演尹涛、麦贯之, 主演袁冰妍、成毅	杀青
	《权与利》	现实题材	导演高希希, 主演蒋雯丽、郭晓东	杀青
	《鬼吹灯》	探险夺宝	主演张正溪, 李艺彤	杀青
	《夜莺》	民国谍战	—	筹备, 无新消息
	《南风知我意》	都市情感	—	筹备, 无新消息
	《暴风眼》	都市反谍	导演金沙, 主演杨幂、张彬彬	乐方卫视、浙江卫视、腾讯视频待播
	完美世界	《霍元甲》	年代动作	监制郭靖宇, 导演赵文卓、毛林林
《西夏死书》		探险夺宝	主演汪东城、贾青	优酷待播剧
《高大霞的火红年代》		近代革命	导演毛卫宁, 主演佟丽娅、陈昊	待播
《蓝盔特战队》		当代军旅	导演袁晓满, 主演王彦霖、李溪芮	待播
《义无反顾》		海外安保	导演洪金泼, 王森、王洋	待播
《新一年又一年》		都市情感	导演王为, 主演于晓光、郎月婷	待播
《壮志高飞》		青春励志	主演陈乔恩、郑恺	积压
《爱在星空下》		都市情感	导演刘畅, 主演贾乃亮、陈意涵	积压
《不婚女王》		都市情感	导演林妍, 主演佟丽娅、张亮	积压
《半生缘》		年代情感	导演杨亚洲, 杨博, 主演刘嘉玲、蒋欣、郑元畅	积压
《冰糖炖雪梨》		青春爱情	导演朱锐斌, 主演吴倩, 张新成	杀青
《全世界最好的你》		青春言情	导演苏浩旗, 宋伊人、张耀领衔主演	杀青
唐德影视	《怪你过分美丽》	都市职场	导演王之, 主演秦岚、高以翔	杀青
	《月上重火》	武侠情感	导演何澍培、主演罗云熙、陈钰琪	杀青
	《巴清传》	古代传奇	导演高翊浚, 主演范冰冰、高云翔	后期
	《一身孤注掷温柔》	年代情感	导演付玮, 周鉴葵, 主演阮经天, 祝绪丹	积压
	《大泼猴》	古装奇幻	导演黄俊文, 主演林峯, 蒋梦婕	积压
	《蔓蔓青萝》	古装情感	导演高翊浚, 主演姚笛、乔振宇	积压
	《最初的相遇, 最后的别离》	爱情悬疑	监制郑晓龙, 主演林更新、盖玥希、杜淳	杀青
《香山叶正红》	人物传奇	—	筹备, 无新消息	

资料来源: 骨朵传媒, 天风证券研究所;

部分上市公司在 19 年计提存货减值, 存货积压对报表带来的减值风险降低, 需求提升带来的消化机会提升, 有助于公司现金回流及报表改善。

表 3: 电视剧上市公司报表存货及减值计提情况

公司	19 年三季报存货余额 (亿元)	19 年计提存货减值 (亿元, 来自年报预告)
华策影视	25.9	1.3
慈文传媒	8.1	/
欢瑞世纪	14.8	2.69
完美世界	23.0	3.5-4
唐德影视	14.4	/

资料来源: 上市公司公告, 天风证券研究所; 注: 完美世界业务包含游戏及影视项目

6.1.3. 电影制片: 影片撤档致收益延期, 长期有望受益于线上点播

受新型冠状病毒影响, 1 月 23 日原定于春节档上映影片纷纷撤档。2020 年春节档定档影片阵容较强, 有望冲击“史上最强春节档”殊荣, 但由于疫情蔓延, 1 月 23 日原定档影片陆续发布公告宣布撤档, 同时, 全国各地影院停止营业, 以避免观影群众感染。

图 65: 原定于 2020 年春节档上映影片情况

序号	影片名称	上映时间	类型	导演	主演	出品方
1	唐人街探案3	2020年大年初一	喜剧/动作	陈思诚	王宝强、刘昊然、张子枫	万达影视、壹同传媒、中国电影、阿里影业、猫眼娱乐、金逸影视、欢瑞世纪、驰亚影视等
2	姜子牙	2020年大年初一	动画/奇幻	程腾、李炜	-	光线影业、彩条屋、中传合道、可可豆
3	紧急救援	2020年大年初一	动作/剧情	林超贤	彭于晏、王彦霖、辛芷蕾	人民交通出版社、中视时尚、英皇影业、腾讯影业、博纳影业、高德云图科技、猫眼影业、横店影业、咪咕文化等
4	囧妈	2020年大年初一	剧情/喜剧	徐峥	徐峥、袁泉、沈腾	欢喜传媒、真乐道文化、麦特文化等
5	中国女排	2020年大年初一	剧情/运动	陈可辛	巩俐、吴刚	薯片文化、伯乐影视
6	急先锋	2020年大年初一	动作/冒险	唐季礼	成龙、杨洋、艾伦	中影国际文化、中国电影、腾讯影业、礼想境界影视、鼎盛创新资本、深圳广电影视、人民日报数字传播、幸福蓝海等
7	熊出没·狂野大陆	2020年大年初一	喜剧/科幻/动画	丁亮	张伟、张秉君、谭笑	华强方特、横店影业、乐创影业、联瑞影业、猫眼娱乐等
8	大红包	2020年大年初一	爱情/喜剧	李克龙	包贝尔、克拉拉	克龙影业、大宋如歌影业、纵横四海影业、嘉恒时代影业等
9	金禅降魔	2020年大年初一	剧情	彭发、王凯、程中豪	释小龙、胡军、姚星彤	上海豪颖影视、浙江大叔影业、烟台瑞厚文化等

资料来源: 猫眼专业版 APP, 天风证券研究所

截止目前线下娱乐活动仍处于管控中, 2 月原定档影片已基本撤档, 待疫情得到有效控制后再择期上映, 其中可能涉及较多上市的电影公司, 如春节档影片《唐人街探案 3》主出品方为万达电影和中国电影, 联合出品方为阿里影业、猫眼娱乐、金逸影视、欢瑞世纪等, 电影暂时撤档可能影响公司季度业绩表现, 但若影片在 2020 年后续档期择期上映, 则对全年业绩影响较小。

同时, 此次疫情可能推动线上点播模式的发展, 长期有利于电影制片方多元化收入来源。1 月 24 日, 欢喜传媒发布公告宣布全资子公司欢欢喜喜与字节跳动于在线视频相关领域达

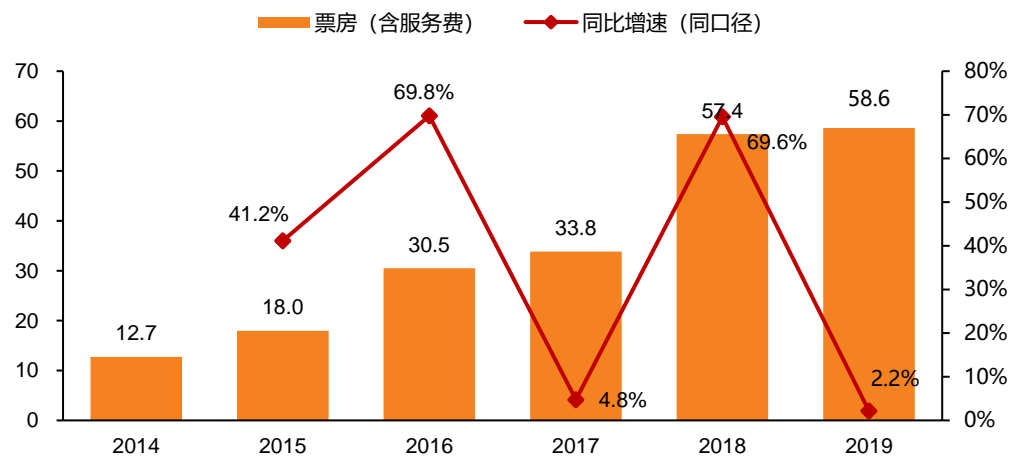
成合作，字节跳动支付 6.3 亿元获得欢喜传媒若干新电影及网剧的同步播映权，大年初一《囧妈》在欢喜首映及字节跳动旗下平台免费播出，根据欢喜传媒前期公告，《囧妈》投入约 3.5 亿元，此次合作字节跳动支付金额 6.3 亿元，足以覆盖《囧妈》投资成本的同时实现较可观收益。

随后，院线电影《肥龙过江》在爱奇艺和腾讯视频上线。2 月 1 日原定于 2 月 14 日在院线上映的由甄子丹主演电影《肥龙过江》在爱奇艺和腾讯视频同步上线，开启超前点播模式，会员单片价格为 6 元，非会员为 12 元。国内影片变现长期依赖院线票房，若线上点播模式得到良性发展，优质影片有望通过点播模式获得院线后窗口期受益，多元化影片受益来源。

6.1.4. 电影院线：疫情致影院短期停业，2020 年业绩将严重受损

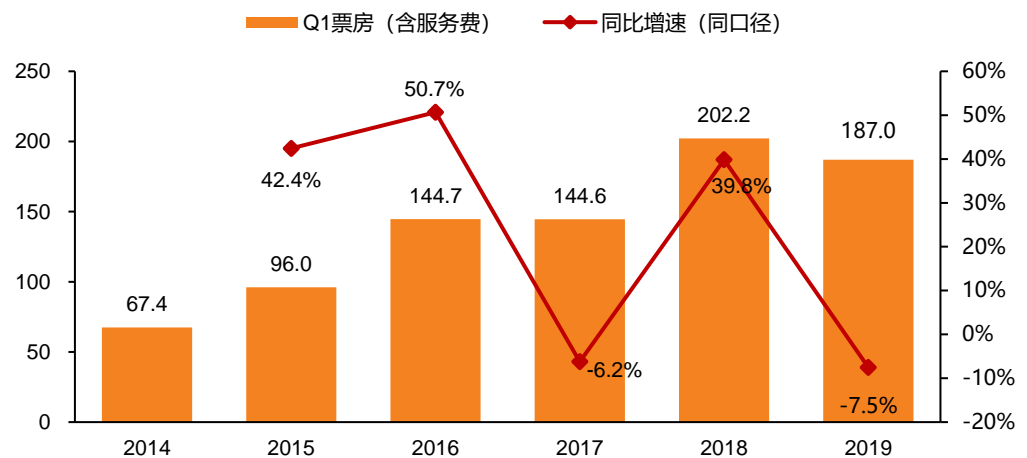
受疫情影响，2020 年春节档影片全部撤档，全国影院基本停止营业。回顾历史数据看，近两年来春节档票房体量均占全年票房的 9% 以上，是推动一季度票房增长的重要动力。2018Q1 和 2019Q1 票房分别为 202 亿和 187 亿，占全年票房比例分别为 33.5% 和 29.1%。由于 2020 年春节档前未有较大体量影片贡献票房，而当前全国影院仍均处于关闭状态，后续已定档影片在陆续撤档，我们预计 2020Q1 总票房将停留在当前的 22.4 亿元上下水平。

图 66：春节档票房及同比增速



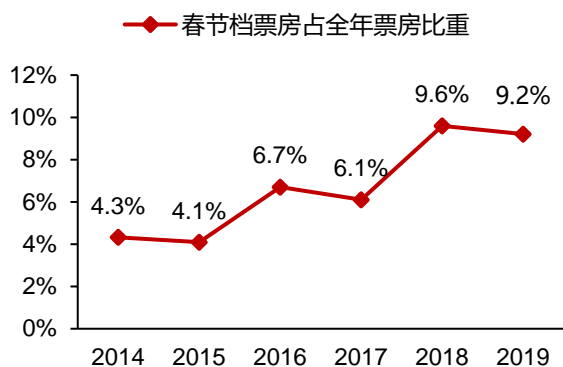
资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

图 67：每年一季度票房占全年票房比例



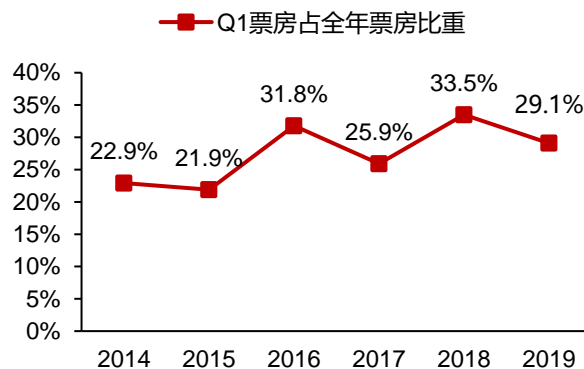
资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

图 68：春节档票房占全年票房比例



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

图 69：每年一季度票房占全年票房比例



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

专家普遍预计疫情将在 2 月出现拐点，但我们预计疫情影响可能延续至一季度末。假设全国线下娱乐活动自 4 月开始陆续恢复，二季度整体处于恢复期，暑期档开始回归正常状态，我们基于悲观、中性和乐观假设下 2020 年全年票房将同比下滑 27.4%、22.2%和 17.0%。

图 70：2020 年全年票房增长测算

单位：亿元	2019	2020		
		悲观	中性	乐观
Q1	187.0	22.2	22.2	22.2
同比增速	-7.5%	-88.1%	-88.1%	-88.1%
4月	47.2	23.6	28.3	33.1
同比增速	20.8%	-50.0%	-40.0%	-30.0%
5-6月	79.0	75.0	79.0	82.9
同比增速	-0.1%	-5.0%	0.0%	5.0%
Q2	126.2	98.6	107.3	116.0
同比增速	6.8%	-21.8%	-15.0%	-8.1%
Q3	167.8	184.6	201.3	218.1
同比增速	-0.7%	10.0%	20.0%	30.0%
Q4	159.5	159.5	167.5	175.5
同比增速	35.6%	0.0%	5.0%	10.0%
全年	640.5	464.9	498.3	531.7
同比增速	5.5%	-27.4%	-22.2%	-17.0%

资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

院线公司较大比重的利润来源于每年一季度，2020 年预计受疫情影响损失严重。院线公司固定成本较高，经营杠杆效应明显，每年一季度受益于春节档高票房体量，利润表现也较好，万达电影、横店影视、金逸影视 2018 年全年净利润中分别有 41.9%、58.8%和 36.0%由一季度贡献，2020 年由于疫情原因一季度票房缺失，预计将对全年业绩造成较大不利影响。

图 71：万达电影、横店影视、金逸影视 2018Q1 及全年营收净利润情况

	营业收入 (亿元)			净利润 (亿元)		
	2018Q1	2018全年	占比	2018Q1	2018全年	占比
万达电影	42.5	140.9	30.2%	5.4	12.9	41.9%
横店影视	9.3	27.2	34.2%	1.9	3.2	58.8%
金逸影视	5.9	20.1	29.3%	0.6	1.6	36.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

6.1.5. 风险提示

疫情形势改善晚于预期，剧集制作及销售进度不达预期，版号审批不及预期，游戏上线时

间或表现低于预期，行业监管风险等。

6.2. 电子：疫情对各细分电子行业影响

（——天风电子：潘暕/陈俊杰/张健等）

6.2.1. 消费电子：需求递延，积极展望三季度

1、复工延迟需求递延，终端受疫情影响较大

复工延迟需求递延，终端受疫情影响较大。消费电子产业链主要分为上游设备/材料、元器件和芯片、中游零组件/模组、以及下游 OEM/ODM、终端品牌厂商。判断疫情从下游逐渐传导到上游，终端受交通、人员出行管制影响，首先受到影响；上中游来看，疫情主要影响厂商招工、复工、物流、成本、原材料等方面，总的来看，复工延迟 7-9 天，预计复工第一周产能利用率 4-6 成，判断未来 2-3 周时间有望恢复年前水平；招工较难人力成本提升；淡季受影响较小，订单可通过后期排班补上；节前备货目前原材料基本正常，后期需关注疫情物流管制下原材料的供应。

- **供给端：疫情影响中游器件厂商主要集中在以下方面：**1) 人员复工、招工、人力成本：工厂主要集中在长三角、珠三角，少部分在山东、江苏以及海外地区，目前判断由于人员流动及交通管制，外来务工人员返回工作地延迟，叠加隔离等因素，整体复工时间延迟 2-9 天，此外，招工较为困难复工率恢复缓慢，预计人力成本短期爬升影响一季度业绩，为此多数企业开启在线招工进行应对。目前看，由于春节有留守保证生产人员，复工第一周产业链整体产能利用率在 4-6 成，判断未来 2-3 周时间有望恢复年前水平，后续通过排班进行产能的补充；2) 物流：由于交通管制，部分企业来料和出货受到一定程度的影响，订单交付验货延迟预计影响一季度业绩；3) 库存：春节前有进行备货，原材料目前基本供应正常，持续关注疫情进展带来的原材料上下游的影响。

需求端：疫情影响 4G 手机去库存，5G 换机节点延迟；安卓厂商春季新机发布计划需调整；供给端：中国为智能手机制造主力，疫情影响全球智能手机供应链及制造产能。

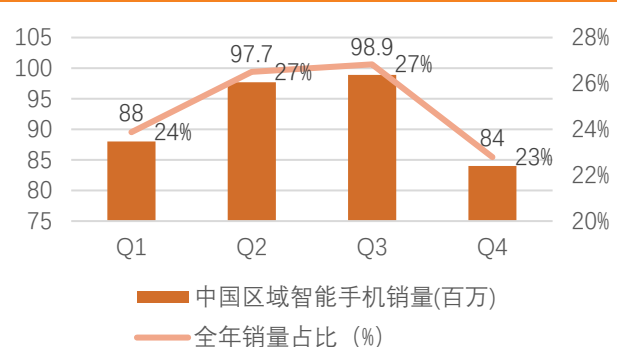
- 1) **需求；门店营业暂停，疫情主要影响终端品牌中国市场线下手机销售，手机消费需求递延。**终端品牌如苹果、三星以及小米等受到疫情影响暂时关闭中国零售店——暂停营业时间：苹果开业时间根据疫情动态调整、三星 2.2-2.9、小米 1.28-2.2，此外全国线下零售、代理店基本暂停营业。线下销售渠道受疫情影响较大，且重新开业时间具有不确定性，需要持续关注疫情的进展。中国手机销售受到较大影响，据 Strategy Analytics，由于受新型冠状病毒疫情的影响，在疫情在 2-下旬-3 月得到控制假设下，2020 年全球智能手机的出货量将比预期减少 2%，中国智能手机的出货量将比预期减少 5%，其中中国智能手机市场的出货量在 20 年 Q1 会有超过 30% 的下滑，根据 19 年中国区一季度智能手机销量 0.88 亿(全年占比 24%)，若 20 年同比下滑 30%，那么预计数量级约在 0.25 亿左右。

图 72：苹果关停中国区零售店



资料来源：苹果官网、天风证券研究所

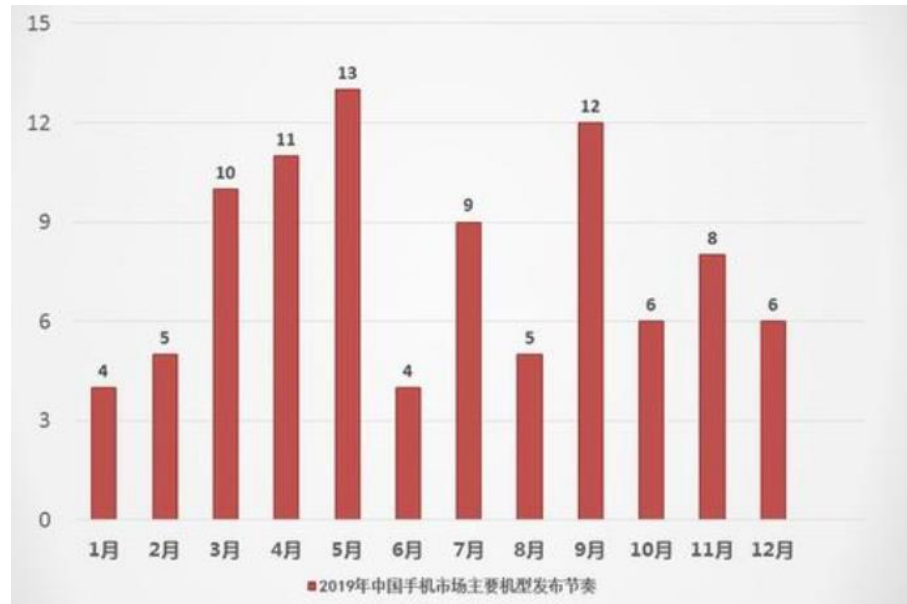
图 73：2019 中国区智能手机季度销量及全年占比(%)



资料来源：canalys、天风证券研究所

- 2) **供给：中国为智能手机制造主力，疫情影响全球智能手机供应链及制造产能；安卓厂商春季新机发布计划需调整。**据 Strategy Analytics，全球 70% 的智能手机在中国完成生产制造的，受到疫情影响，上游供应商、手机厂商以及代工厂商在内的整个产业链受到招工、物流等影响，人力物流成本预计抬升影响供应链季度业绩。此外，疫情影响安卓厂商新品上市发布计划，安卓厂商一般分为春秋两季度发布旗舰机，3-5 月为春季发布高峰，预计疫情会在一定程度上影响新品的出货。

图 74：2019 年中国手机主要机型发布节奏

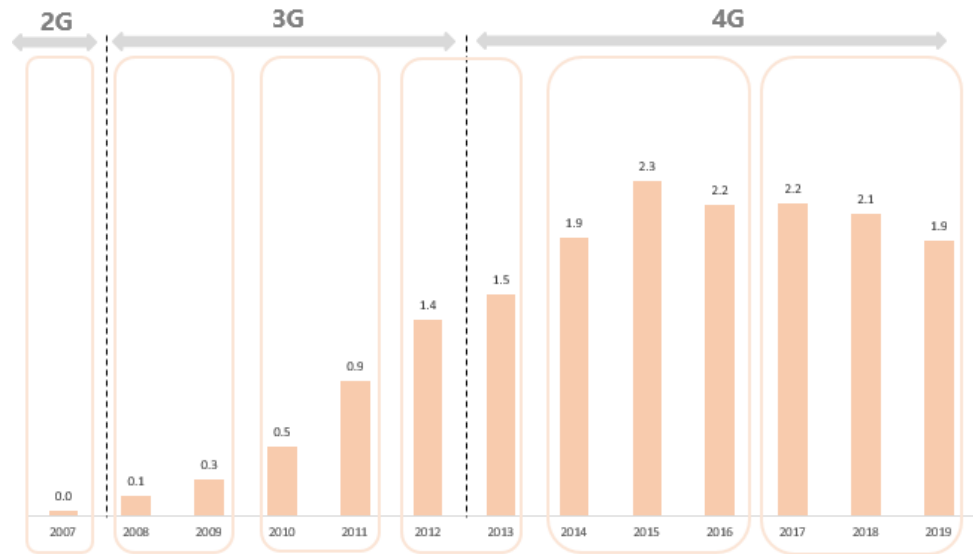


资料来源：环球网，中关村在线，天风证券研究所

2、苹果产业链：疫情短期影响效率，进度有望加快预期新品如期发布

持续看好 2020 年苹果旗下多条产品线(主要为手机、AirPods)出货情况及供应链公司业绩增长，疫情短期内影响制造、研发环节，判断后续进度加快新品如期发布，积极展望下半年新品销量。在此重申我们对于苹果 2020 年多产品线的判断，手机：我们认为苹果 20 年 Q1 手机库存同比减少，去库存压力较小；此外，预计在 Q1 春季发布 SE 2 以及在下半年则预计推出多款 5G 新机型，我们判断 20 年苹果进入通讯+ID 创新的超级周期，销量有望同比修复 20%+；1) 进入新通讯周期 5G；2) 苹果历年 ID 创新 2 年→3 年，2020 年 ID 大改；2) 除了 ID 大改外，预计光学等硬件创新升级；参考 15 年 4G 渗透苹果手机销量，综合 ID+通讯创新等因素，判断 20 年苹果手机有望达到 15 年的出货值 2.3 亿，同比增长 20%+。接下来我们将需求端销量、供给端制造/研发等环节深度剖析疫情带来的影响：

图 75：苹果手机历年出货量(亿)

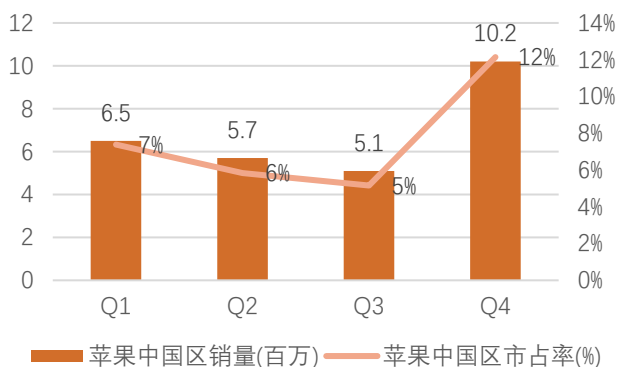


资料来源：苹果公告、天风证券研究所整理

疫情对苹果及苹果产业链的影响具体分析：

- **疫情如何影响苹果手机销量？中国区销量占比较小+一季度原本为淡季，疫情对整体销量不大，看好 SE 2 以及新机发布下整体销量的增长。**按照 2019 年的数据测算，苹果中国区销量占比其整体销量的 15-18%，下半年尤其是 Q4 是苹果在中国区主要销量区间，判断中国短期内受疫情影响对苹果一季度整体销量影响较小；从时间维度来看，上半年为销售淡季，19 年苹果 Q1、Q2 销量为 0.36、0.34 亿只，占比全年销量 19%、18%，一季度原本为淡季，因此疫情短期干扰影响不大。此外，我们判断手机购买需求递延，而非消失，有望在下半年释放，看好下半年新机发布后的销量增长。

图 76：2019 年苹果中国区销量及中国区市占率 (%)



资料来源：IDC, canals, 天风证券研究所

图 77：2019 年苹果全球销量季度销量及全年占比 (%)



资料来源：IDC, canals, 天风证券研究所

- **苹果手机制造：疫情短期影响复工，春季留守生产人员+淡季影响较小，关注春季新品的发布。**苹果手机制造主要有富士康和和硕承担，富士康手机组装主要厂区在郑州、深圳、太原，少部分产线在印度，和硕产线主要在上海、昆山。目前，富士康郑州和深圳两个产区日前已经取得复工许可，同时，公司披露已经在深圳龙华园区首次导入口罩生产线，日产 10 万只口罩生产线尚处于试产阶段，目前正在申请产品资质认证中，口罩产能可在 2 月底可达到日产 200 万只，用以保证园区内员工防疫；和硕则披露在中国厂区春节备有一定人力，符合淡季需求。判断由于手机主要产线在郑州，郑州复工在即，其他产线昆山等地主要为外来务工人员，复工具有一定难度，此外，深圳疫情较严重复工也不容乐观，复工整体相较延迟 7-10 天，预计未来 1-2 周开工率逐步爬升，有望恢复 5-6 成产能，认为春节有留守生产人员+一季度处于淡季预计疫情短期干扰生产影响较小。针对预计在春季发布的 SE 2，我们认为此款产品单季度出

销量预计在 400-500w 台，量相对较小，复工延迟下后期有望通过排班等措施进行生产，整体可控。

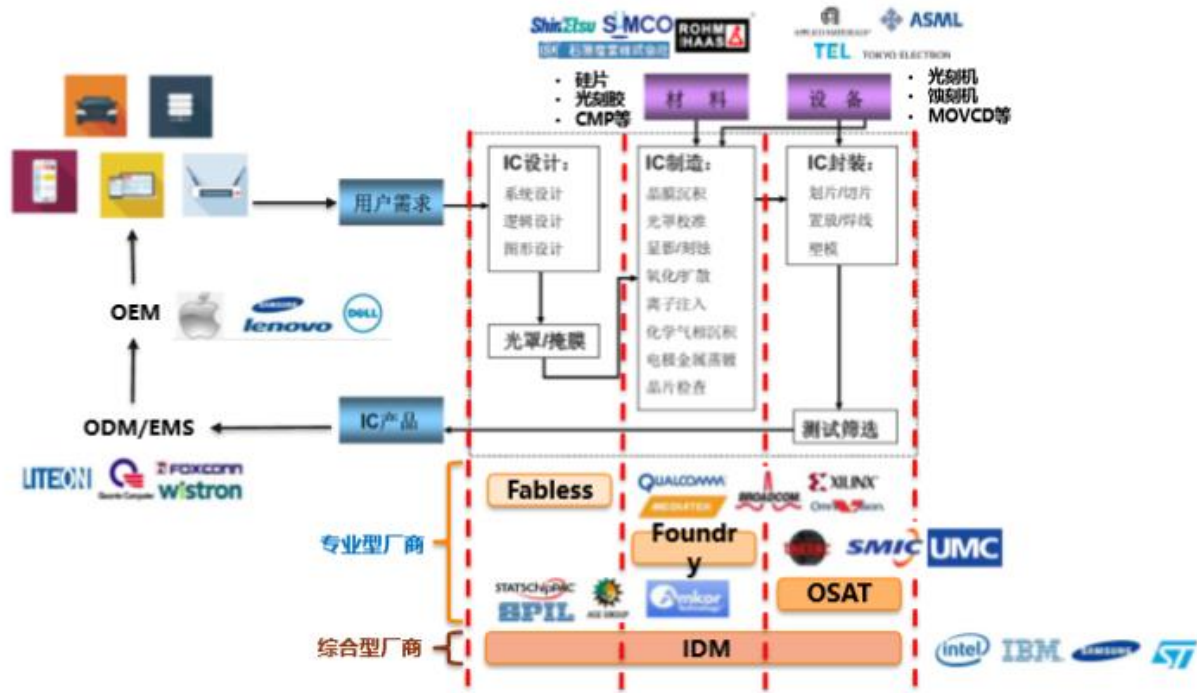
- **苹果 20 年新品研发短期受疫情影响效率降低，预计疫情控制后有望加速：**苹果新机研发主要分为打样、EVT、DVT、PVT 以及 MP 阶段，20 年新机目前处于 EVT 阶段，EVT 阶段中衔接生产及制造的环节为 NPI 新产品导入环节，由于疫情影响原本应驻扎在中国苹果研发人员预计返回美国，改由苹果中国本地的工程师和富士康的研发人员进行合作进行 NPI 研发导入以及试生产，主要通过邮件进行沟通和调整，因此 NPI 效率有所降低，判断小批量试验生产延迟了一周左右，我们认为后期疫情有望得到控制+苹果龙头供应链管理可靠+进度可加快弥补疫情影响，预计 20 年秋季 5G 新品按期推出为大概率事件。
- **苹果供应链：需求稳定，一季度影响整体可控，持续关注疫情进展。**目前跟踪可得苹果方面订单稳定没有出现砍单的情况（无相关的新闻报道），需求端几乎无影响，供应链订单保证。

6.2.2. 半导体：影响有限，优质总量品种仍具有量价齐升逻辑

1、疫情对于半导体各环节影响分析：

疫情对国内半导体产业的影响有限，半导体优质总量品种仍具有量价齐升逻辑。半导体产业链主要包括：设计、制造、封测以及设备和材料，总体来看，2020 年春节后半导体厂商开工或将向后推迟，不同环节由于其行业特性、模型、供需、所处环节的不同，受到疫情的影响不一。从供给端来看，劳动型密集企业如封测环节受影响较大，自动化程度高的制造环节影响较小，设备和材料则有一定影响。从需求端来看，在 5G、物联网等需求带动下，疫情对国内半导体产业的影响有限。疫情影响需求端可能会在二季度有所显现，预计设计公司会先反应，制造和封测端传导。但往后看，需求在复苏，在 5G、人工智能、物联网、消费电子等下游应用的需求带动下，NOR Flash、PMIC、蓝牙芯片、模拟 IC、指纹识别芯片、MOS、IGBT 等市场需求旺盛，半导体优质总量品种仍具有量价齐升逻辑。

图 78：半导体产业链



资料来源：Elecfans，天风证券研究所整理

接下来我们从半导体各个产业链环节，对疫情下的供应和需求两方面进行具体分析：

- **IC 设计：**IC 设计公司较少涉及生产制造，因此 IC 设计端供给端受到疫情影响较小、可快速恢复基本日常运作经营，具体看设计人员受到交通管制等影响较小，可进行远

程办公；设计公司主要关注疫情需求端的影响，判断下游偏消费属性类的设计公司受疫情影响较大。

- **IC 制造：**IC 制造厂商分为 Foundry 以及 IDM 厂商；供给端来看，由于行业特殊性，晶圆厂需要常年开动，不能轻易停工，春节仍需保持部分员工在岗以维持产线运作状态，叠加制造环节自动化程度高，疫情影响可以忽略。目前，中芯国际、华虹半导体、粤芯半导体、长江存储、积塔半导体、武汉新芯、台积电等晶圆厂纷纷表示，其生产运营正常，无停工停产现象，员工零感染。除晶圆厂外，国内 IDM 厂商士兰微也表示，士兰集成 6 英寸工厂和士兰集昕 8 英寸工厂春节期间正常运转，生产井然有序，产量维持在正常时期的 90%。处在疫情地的台基股份根据政府要求将复工时间暂时延迟至 2 月 13 日以后。除生产线未曾停工外，多数半导体厂商其他部门员工也在 2 月 3 日开启了远程办公，基本保障了企业的正常运转。
- **IC 封测：**封测环节主要为劳动力密集型企业，受疫情影响封测环节企业按照各地要求主要于 2.10 号开始复工，相较延迟 7-9 天，此外由于招工较为困难，预计复工率爬升周期较长，我们预计，一季度供给端影响封测 10% 业绩。
- **设备/材料：**疫情对设备/材料厂商有一定的影响，然而我们认为目前 A 股设备和材料企业主要影响核心变量为订单，也就是需求端占主导，判断客户如晶圆厂等扩产为必然趋势，对设备和材料的需求为刚需，疫情导致设备/材料需求递延，预计疫情过后需求释放，业绩具备弹性。

表 4：半导体行业部分企业复工时间

所属行业	公司	预计复工情况	
IC 设计	海思半导体	已复工，多采用远程办公，保证控制疫情扩散，又能基本恢复经营	
	汇顶科技	2 月 10 日复工	
	紫光展锐	2 月 10 日复工，工厂春节期间不停工，受影响的主要是物流	
	紫光国微	各地产业公司和总部各部门按照当地政府规定与要求，执行复工时间	
	兆易创新	2 月 10 日复工，从目前情况看，影响不太大	
	国科微	已采用远程办公，疫情对生产部分造成较小影响	
	西安紫光国芯	目前已远程办公	
	扬杰科技	2 月 9 日复工，武汉公司 2 月 14 日复工	
	晶圆制造	台积电南京	南京厂到 2 月 3 日全面复工，上海厂 2 月 10 日才全面复工
		中芯国际	各地产线按计划持续进行生产运营
粤芯半导体		2 月 2 日，粤芯半导体韩瑞津表示，目前粤芯半导体生产线正常有序进行	
积塔半导体		产线生产和临港新厂建设有序推进	
华虹半导体		生产经营安全正常	
士兰微电子		士兰微 6 英寸工厂和士兰集昕 8 英寸工厂春节期间正常运转，生产井然有序。按照杭州市政府规定，2 月 10 号才能完全恢复上班	
华润微电子		公司在湖北不设有生产线，春节期间除开展必要的动力检修，没有停产，维持正常生产经营	
存储器	合肥晶合	生产安排正常，未因疫情造成影响	
	厦门联芯	子公司和舰及联芯，由于春节期间就未停工生产，均正常营运	
	比亚迪微电子	部分交付紧急的车间已经开工，供应链及交付状况会有一定影响	
	长江存储/武汉新芯	厂务端人员依照年节安排正常运行，并严格管制人员进出	
	福建晋华	已复工，目前运行正常	
	长鑫存储	目前工厂仍正常运作，扩产计划按进度进行，短期不受疫情影响	
	英特尔大连	除基本防疫措施外，间接人员则依照中国政府公告于 2 月 3 日复工，工厂运作维持正常规划	
封测	SK 海力士无锡	直接冲击不大，且春节期间厂内员工多早已有排班计划，因此产线仍如往常运作	
	三星西安	除基本防疫措施外，间接人员则依照中国政府公告于 2 月 3 日复工，工厂运作维持正常规划	
	长电科技	按照国家规定 2 月 10 日复工	
	安靠	安靠全球应急小组正积极参与亚洲工厂的疫情防御工作，，未明说复工状况	
	通富微电	按照产品需求紧急程度控制上班人数，给上班员工配备口罩，非必需人员不得到公司上班	
	华天科技	昆山和南京工厂计划于 2 月 9 日复工	
	华进半导体	2 月 10 日复工	
晶方科技	春节未停产		

设备	北方华创	市场部已线上办公，不同部门复工时间有差别
	中微半导体	按照国家规定 2 月 10 日复工，疫情对公司没有太大影响
材料	有研半导体	子公司有研光电新材料有限责任公司提前复工
	西安奕斯伟	按照国家规定 2 月 10 日复工，疫情对公司暂无影响
	天津中环	生产线完全不停工，对生产经营的影响较小，除部分管理人员值班外，管理科室均在家办公
下游厂商	华为	华为一名发言人 2 月 2 日表示，已经恢复包括消费产品和运营商设备在内的产品生产，业务正常运行，所恢复的多数生产业务在广东东莞

资料来源：全球半导体观察、天风证券研究所

2、疫情下服务器需求激增，供需失衡下存储加速进入涨价周期

疫情下服务器需求激增，供需失衡下存储加速进入涨价周期。涨价的原因可以归结为四个字：供需失配。论到存储的本质，需求端理论上无限增长的，下游产品的迭代会形成需求动能，供给端则会因为厂商的产能调整而出现偏差，在需求和供给增长速度不完全匹配的情况下，就会触发存储价格的变化。短期疫情干扰出现了新变化，需求端以服务器需求激增，供给端因为停工影响触发供给短缺。具体来看，疫情催生了远程办公和远程教育等需求，远程平台飞跃式的增长使服务器需求激增。受其影响，钉钉和企业微信的在线办公人数都创了新高，分别超过了 1000 万家和达到数百万家。大厂纷纷扩容，使服务器需求激增，仅春节期间浪潮集团就接到 1500 台服务器的订单。拉长维度看，存储本就由于需求带动，行业供需改善处于涨价通道中，服务器市场需求的旺盛加速了存储器的供需失衡，使存储器涨价趋势更明显。

存储涨价逻辑剖析：

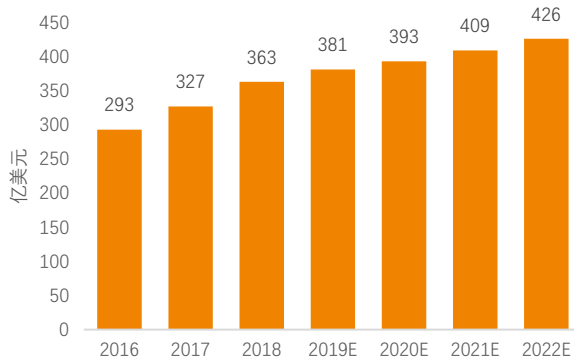
- **DRAM：**第一轮 2012Q4-2013Q3 涨价的原因是 Elpida 公司被美国 Micron 收购，台系 DRAM 厂也将于 2013 年上半年全部退出传统 DRAM 市场，DRAM 供货商缩减资本设备支出，推动了产品价格的上扬。第二轮 2016Q3-2017Q3 涨价的原因是原厂皆以提高新制程比例增加产出为主，投资收缩带来的产能驱动供给平缓造成供需缺口。而需求端手机及服务器的搭载量增加，需求大于供给造成价格上涨。如果根据历史需求平衡率来判断，可以看到 2019 年下半年开始需求曲线与供给曲线出现剪刀差趋势，需求平衡率开始下降，这意味着 DRAM 价格将出现回升趋势。
- **NAND：**第一轮（2016Q3-2017Q3）本阶段是 NAND Flash 的制程转化年，Flash 原厂从平面 NAND 转向 3D NAND。在制程转化过程中，产能爬坡和良率提升带来的输出供给不足触发供给紧张引发价格上涨。本轮价格已经在 11 月底开始呈现，涨价的主要原因是 5G 网络的发展，加速数据中心的快速成长，并极大推动存储配置需求的增加；手机市场瓜分货源，手机厂商为了抢占 5G 先机，已纷纷下单稳固 NAND Flash 货源；原厂正在扩大 PC OEM 市场布局，包括高、中、低三个不同档次的 SSD 市场都有涉及，原厂确保数据中心、PC 和手机市场需求，使得渠道市场资源供应紧张。
- **Nor Flash：**第一轮（2017Q1-2017Q4）因为裸晶圆供货紧张，Nor Flash 厂商拿不到足够晶圆（主要是 IDM），且晶圆涨价导致成本上涨，各大储存厂商把重心转移至 NAND 和 DRAM，导致供给减少，但需求又受到智能手机 AMOLED、物联网等的驱动，需求错配造成 Nor Flash 价格上涨。最近 NorFlash 涨价即将开启，NOR Flash 在经过 18 年的低谷后，19 年市场快速回温。目前 NOR Flash 原厂及代理商去库存已至低位，产能较为吃紧，下游应用 TWS 二级需求强劲，整个 NOR Flash 市场行情正在反弹，涨价趋势较为明显。

3、功率半导体迎行业机遇持续向好，短期不受疫情影响

功率半导体市场——“新能源汽车+国产替代”双重驱动。受惠于新能源汽车需求的显著增长，我们认为 IGBT 的增量空间广阔，SiC 市场可能会出现供不应求的情况，高成本是限制各国际厂商扩大 SiC 产能的重要因素。据中商产业研究院，预计在 2022 年全球功率半导体市场规模将达 426 亿美元。欧美日厂商凭借其技术和品牌优势，占据了全球功率半导体器件市场的 70%。大陆、中国台湾地区主要集中在二极管、低压 MOSFET 等低端功率器件市场，IGBT、中高压 MOSFET 等高端器件市场主要由欧美日厂商占据。但国际功率半导

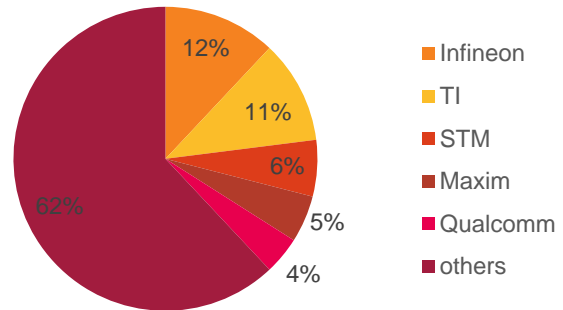
体厂商尚未形成专利和标准的垄断。相比国外厂商，国内厂商在服务客户需求和降低成本等方面具有竞争优势。我们认为，功率半导体的国产替代空间十分广阔。同时我们可以看见全球中档产品产能空缺，中国企业面临很大的填补空位的机会。

图 79：2016-2022 年全球功率半导体市场规模/亿美元



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

图 80：全球功率半导体市场竞争格局



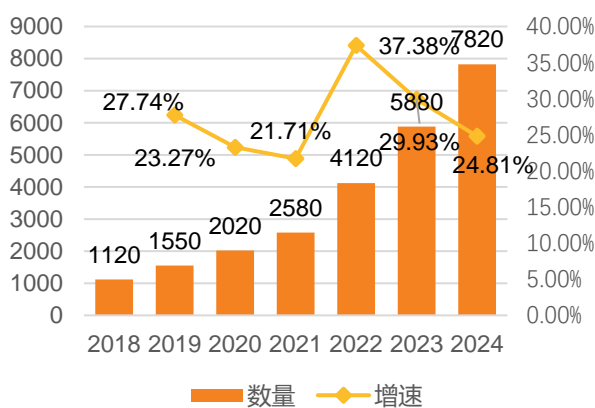
资料来源：电子工程世界，天风证券研究所

供给：行业 Q4 开始回暖，产能利用率不断上升。以海外 IDM 大厂产能为主，在经历 19 年相对疲软的境况后，主要厂商在资本开支上都较为谨慎。行业 Q4 开始回暖，产能利用率不断上升。以华虹半导体为例，基于国内外大客户对高端功率半导体器件的旺盛需求，华虹二厂 2020 年 1 月投入创新高，生产线满负荷运行。

价格：景气周期叠加疫情供给收缩，价格有望加速进入涨价周期。参考上一轮 2017-2018 年景气周期，功率半导体（MOSFET，igbt 等）普遍都有涨价，我们认为上一轮周期是由供给端带动的涨价，我们前瞻判断这一轮景气周期在需求端的带动下，叠加疫情造成的短期供给收缩，功率半导体有望在疫情修复后迎来涨价可能。

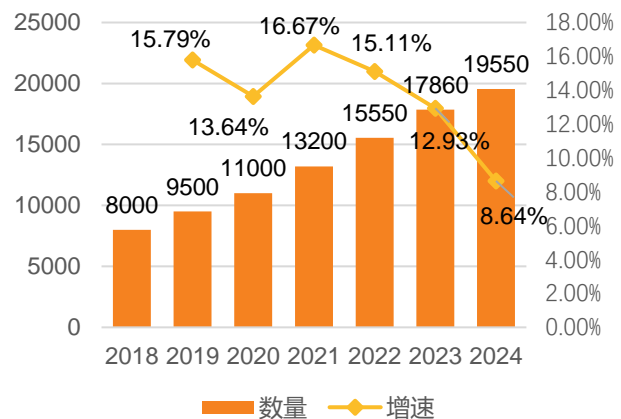
功率半导体重点看好 IGBT 细分板块，下游应用领域拓展+国产替代，国内 IGBT 企业迎来发展机遇。IGBT 模块在电机节能、轨道交通、智能电网、航空航天、家用电器、汽车电子、新能源发电、新能源汽车等诸多领域都有广泛的应用，其中新能源汽车为 IGBT 市场发展的第一驱动力，具体来看，电机控制系统和充电桩是车用 IGBT 的主要增长点，IGBT 约占新能源汽车电机驱动系统及车载充电系统成本的 40%以上，折合到整车上约占总成本的 7~10%，随着新能源汽车销量增长+单车用量提升，IGBT 需求大幅拉升。根据 YOLE 的预测，全球 IGBT 市场在 2022 年将超过 50 亿美元，主要增长来自 IGBT 功率模块，而电动汽车/混合动力汽车中 IGBT 的总收入将占整个 IGBT 市场的 40%左右。未来几年我国 IGBT 行业将持续快速发展，预计到 2024 年我国 IGBT 行业产量将达到 7820 万只，需求量将达到 1.96 亿只，需求仍将远超产量，国内产能严重不足，中高端 MOSFET 及 IGBT 器件中，90%依赖于进口，国产替代逻辑顺畅。

图 81：我国 IGBT 行业产量预测（单位：万只）



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 82：我国 IGBT 行业需求量预测（单位：万只）



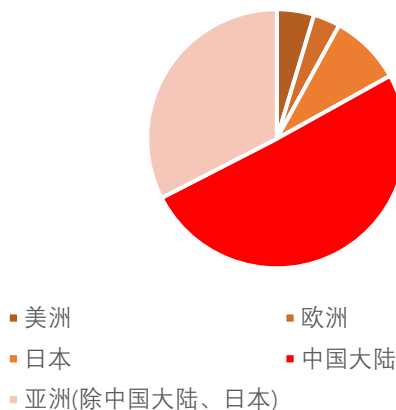
资料来源：智研咨询，天风证券研究所

6.2.3. PCB：下游分散需求平稳，供给端受疫情压制

短期影响主要在复工招工等，下游分散需求较为稳定。PCB 印制电路板，是一种电子产品关键互联的基础元器件，广泛应用于通讯电子、消费电子、计算机国防及航空航天等领域，下游比较分散，21 世纪以来 PCB 产能往大陆转移，自 2006 年开始，中国超越日本成为全球第一大 PCB 生产国，PCB 的产量和产值均居世界第一，18 年中国大陆产值 345 亿美元，占比 54.3%。此外，PCB 企业主要为劳动力密集型企业，工序长自动化程度一般。结合以上 PCB 行业特性，判断此次疫情短期内影响企业的复工、招工、物流、人力成本等：

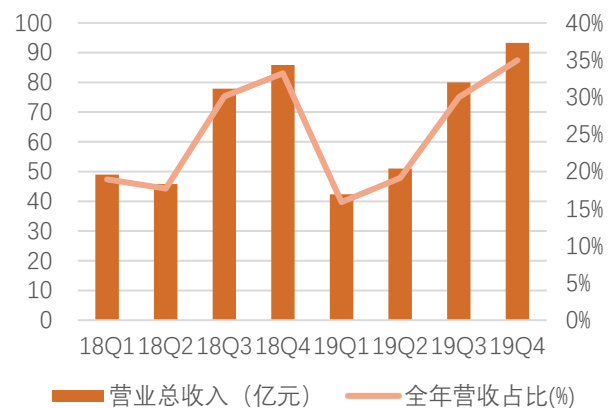
1) PCB 厂商主要集中在珠三角、长三角，部分在江西、武汉黄石等地区，春节厂区有留厂生产人员，部分有抗疫订单厂商提早在 1 月底开始复工，大部分企业于 2.10 号开始复工，总体延迟一周左右复工，由于人员流动交通管制，招工较为困难预计整体人力成本提升，订单可通过后续提高产能利用率补回，预计 2 月受疫情影响，一季度整体影响须看疫情发展，全年来看，一季度本为淡季，对全业绩影响可控。判断 PCB 细分行业中长期逻辑不变，持续关注疫情后恢复；1) 苹果手机销量提升及多产品线增长对 FPC 拉动；2) 安卓手机开始渗透 any layerHDI/SLP；3) 5G 全周期建设下高频高速板需求。

图 83：2017 年中国 PCB 总产值占全球比中国(%)



资料来源：Prismask、天风证券研究所

图 84：鹏鼎季度营收及全年占比



资料来源：wind、天风证券研究所

6.2.4. 被动元器件：疫情加速供需失衡，MLCC 涨价逻辑强化

疫情短期对供给端影响大于需求端，被动元器件如 MLCC 原厂及中间环节供给收缩，有望加快进入原厂涨价周期。需求端来看，被动元器件下游分散，单个行业影响较小。具体看 MLCC，手机下游占比 38%，为 MLCC 最大应用领域，5G 时代单机用量有增长的逻辑，5G 比 4G 单机用量同比增长 20%，此外，基站服务器、光伏，可穿戴等持续拉动需求向上，判断 20 年 MLCC 需求稳定，受疫情影响 20 年一季度需求部分延迟，21 年开始需求拉升景气度向上。从供给看，1) 被动元器件产业链条长，原厂方面复工延迟一周左右，中间渠道商等环节主要复工时间集中在 2 月底，整体复工节奏缓慢；2) 库存水位低，目前看终端厂库存 1-1.5 月，一级二级代理库存 2-3.5 月，贸易商库存小于 1 个月，整体行业库存处于低位，年前行业补库存，目前看远程订单周期半年以上；3) 原扩产计划推迟；4) 受到物流影响，纸袋胶带浆料等以及国外原材料都会出现短期迟滞；因此我们判断需求稳定且持续向好叠加供给原本趋紧，疫情的到来加速供需失衡，被动元器件有望加快从现货涨价周期进入原厂涨价周期。

6.2.5. 面板：疫情影响有限，面板涨价持续

面板行业核心主线是大尺寸 2020 年行业供需剪刀差（海外产能退出&TV 需求大年）驱动的缺货涨价景气周期，我们判断疫情对行业产能直接影响有限，短期对供给端间接影响大于需求端，助力行业缺货涨价趋势。我们维持行业涨价景气周期判断，行业 20Q1 有望出现盈利拐点，持续推荐大陆领先的面板公司 TCL 集团和京东方 A。短期看，受疫情影响，部分生产材料供应可能因供应商延期复工及物流不畅等因素出现短期迟滞，我们判断，疫

情短期对供给影响大于需求，助力行业缺货涨价：（1）模组道环节人工需求大，复工延缓短期减少供给；（2）部分上游物料受复工和物流影响，可能短期影响面板产能释放；（3）面板下游需求短期受影响是国内电视淡季市场，海外基本不受影响。

2020年1月开启涨价周期，全行业盈利能力有望持续提升。我们判断电视面板行业从2017H2价格进入下行周期以来，19Q4是底部阶段，特点表现为：（1）行业整体亏损，特别是海外公司巨额亏损；（2）韩国产能开始出现大规模系统性退出。我们判断行业20Q1开始进入行业供给端去产能周期，行业供需将持续优化，考虑到20年TV需求大年（欧洲杯、奥运会）以及行业Q2-Q3旺季，我们判断未来2-3年行业整体供需健康，20Q1-Q3是价格上行周期。根据最新群智价格快报，预计2月份32-65寸面板价格再提价1-2美金。

韩国产能大规模退出，退出速度超预期，价格步入加速上涨周期。2019H1全球TVLCD出货面积前三大公司为LGD/BOE/SDC，LGD为全球最大的TVLCD供应商，全球份额为18.4%，公司计划在2020年底前停止韩国本土产线，产能退出力度和速度超预期，考虑到韩国三星类似产能退出策略，我们判断行业将加速步入缺货涨价周期，涨价的持续性和幅度有望超预期。根据LG Display 19Q4财报，公司Q4单季产能为10.6百万平米，QoQ下降18.5%，YoY下降21.5%，我们判断20Q1-Q4公司大尺寸产能将持续减少。

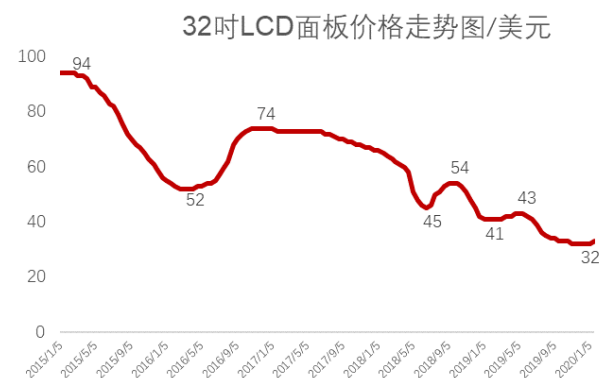
疫情对产能直接影响有限，短期对供给端间接影响大于需求端，助力行业缺货涨价趋势。大尺寸面板产能主要分布在武汉以外的地区，我们判断疫情对大尺寸面板产能影响有限。疫情对武汉小尺寸面板产线直接影响也较小，以TCL华星为例，根据公告，武汉华星t3、t4小尺寸面板厂，春节期间按计划生产经营，当前产成品出货通道正常，目前公司材料库存能满足当前生产需要。

图 85：群智咨询对 2020 年 1-2 月面板价格预测

Size	Resolution	Range	Dec(A)	Jan(E)	Feb(F)	Feb. VS Jan.Change	Remark
32"	1366x768	Typical	33.0	34.0	35.0	1.0	↗
39.5"/40"	1920x1080	Typical	62.0	63.0	65.0	2.0	↗
43"	1920x1080	Typical	66.0	68.0	70.0	2.0	↗
50"	3840x2160	Typical	85.0	87.0	89.0	2.0	↗
55"	3840x2160	Typical	103.0	105.0	107.0	2.0	↗
65"	3840x2160	Typical	170.0	172.0	174.0	2.0	↗
75"	3840x2160	Typical	291.0	291.0	291.0	0.0	

资料来源：群智咨询，天风证券研究所

图 86：32 寸面板价格



资料来源：Witsview，天风证券研究所

6.2.6. 风险提示

疫情持续时间过长风险，产能退出不及预期风险，涨价周期和幅度不及预期风险，5G 发展不及预期等。

6.3. 通信：疫情对通信各细分行业影响的分析

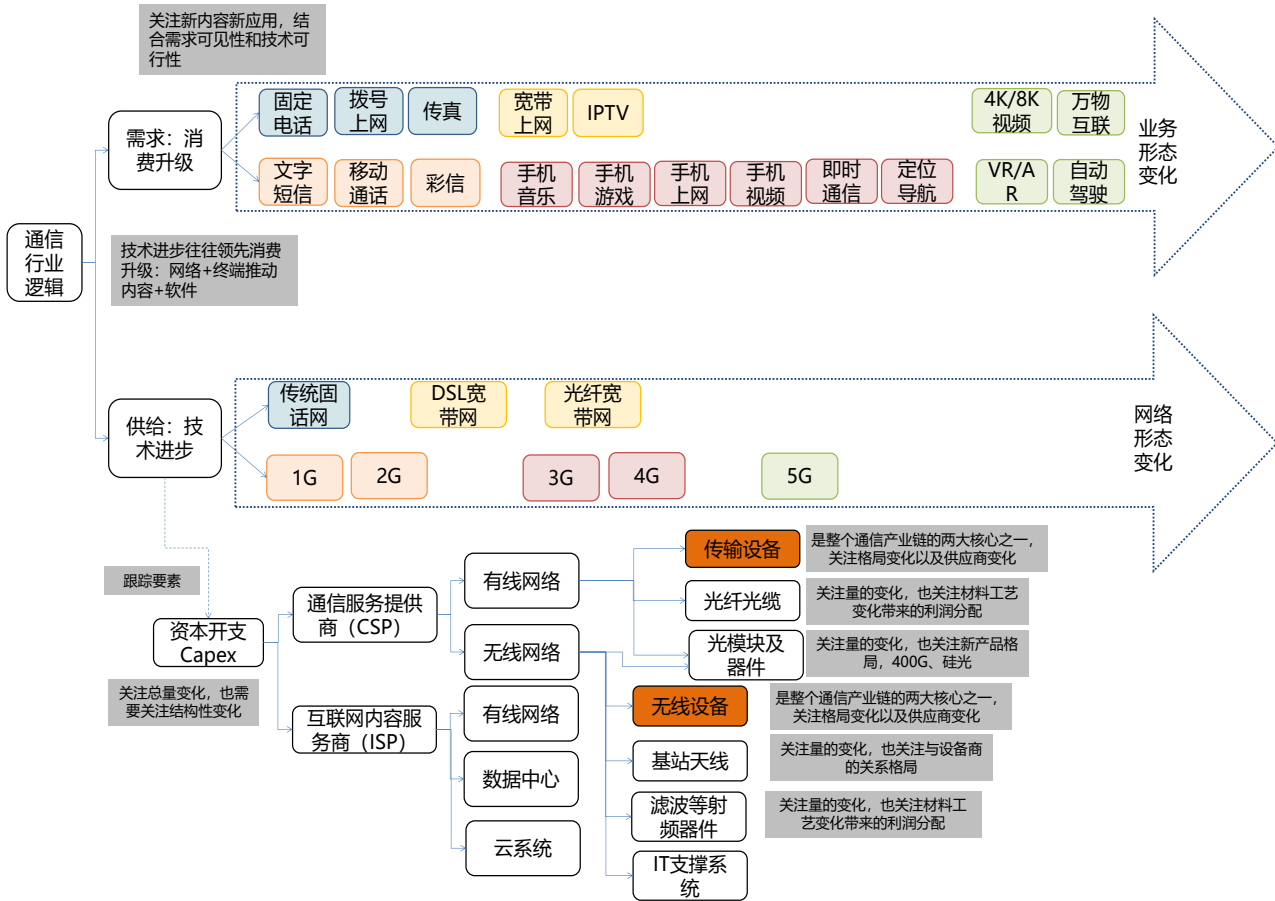
（——天风通信：唐海清/容志能/王奕红/王俊贤/姜佳汛等）

6.3.1. 需求递延的行业——无线主设备产业链

1、细分行业简介

通信行业的核心投资逻辑是在技术进步（供给）与消费升级（需求）共同作用下推进的网络建设。在中国市场，往往是技术进步领先于消费升级，由网络建设先行，到终端逐步升级，再到应用持续的落地以及内容的繁荣。因此，通信产业链形成了技术升级驱动下游需求的传导链条。

图 87：通信行业的投资逻辑

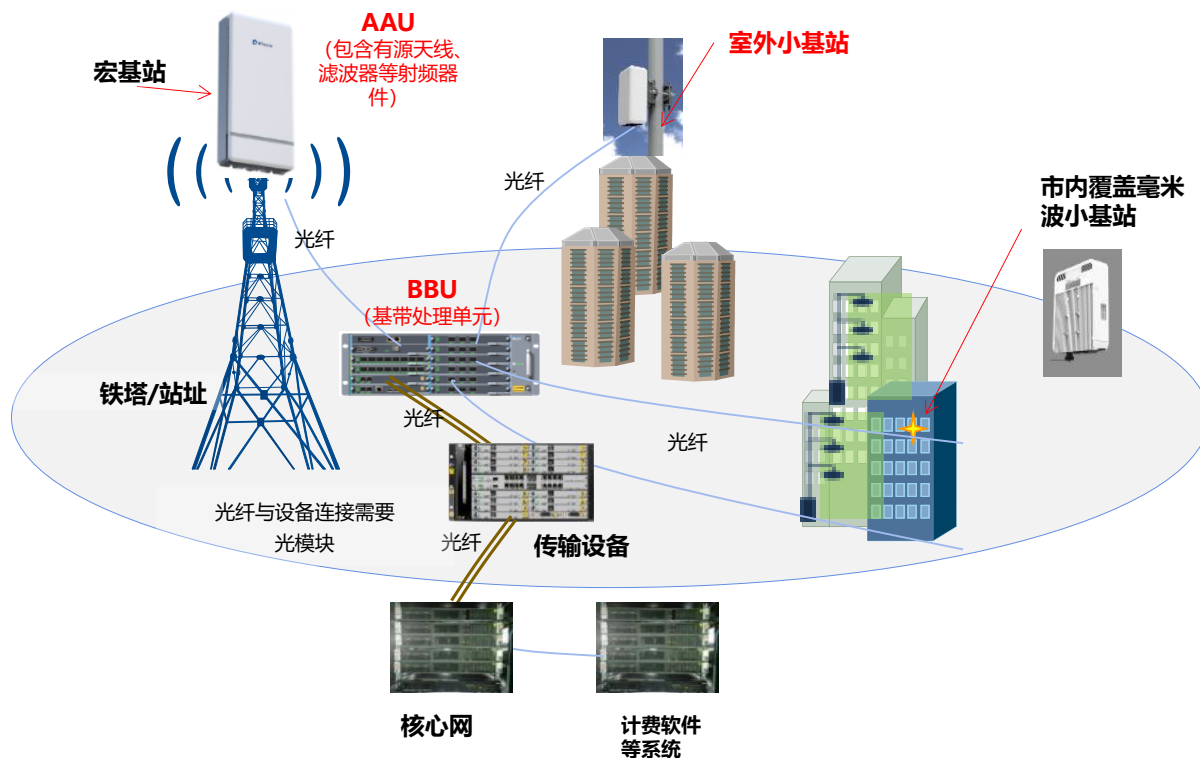


资料来源：天风证券研究所整理

完整的通信网络建设产业链主要包括以下几个部分：（1）无线主设备（基站设备、基站天线及阵子、射频器件、光模块及光器件、PCB等）；（2）传输设备（传输设备、PCB、光模块及光器件）；（3）小基站；（4）光纤光缆；（5）站址/铁塔供应商；（6）网络规划设计服务商；（7）系统集成商（包括网络建设工程、网络优化工程、网络维护工程等）；（8）计费系统等软件。

其中，无线主设备及传输设备这两部分占据通信网络产业链的大部分价值量，同时需要更高的研发投入占比，属于高技术门槛的产品分类，所以长久以来被誉为通信产业的桂冠细分领域，是通信产业链核心竞争力所在，引领着整条通信产业链的发展。

图 88：5G 网络连接示意图（无线主设备包含 BBU+AAU、室外小基站）



资料来源：《中国电信 5G 技术白皮书》，天风证券研究所制图

无线通信主设备主要包含基带单元（BBU）、射频单元（RRU）以及小站设备三种。对应的应用场景及功能如下图。

图 89：无线主设备主要分类及应用场景

分类	设备	介绍	场景	图片
宏站	基带 BBU	BBU(Base band Unite)室内基带处理单元。完成 Uu 接口的基带处理功能（编码、复用、调制和扩频等）、RNC 的 lub 接口功能、信令处理、本地和远程操作维护功能，以及 NodeB 系统的工作状态监控和告警信息上报功能。	一般部署在室内，也有室外型（防水防尘），但量很少	
	射频 RRU	RRU (Radio Remote Unit) 射频拉远单元，主要负责通过混频和放大器将信号转换为电磁波，不含天线的射频部分叫 RRU，含天线的叫 AAU。	部署在室外，覆盖半径 300-600 米（城区），4-5 公里（农村）	
				AAU
小站	室外型	由于小站离最终用户近，通常体积和功耗都比较小，室外的都是采用 BBU 和 RRU 合一式结构	价值区域补盲及少量吸热	
	室内型	室内如果是比较小范围的覆盖，如几百平到几千平，通常采用小功率合一式设备，如 Pico、femto；如果是比较大的楼宇，则采用分立式设备，如华为的 Lampsite、爱立信的 DOT、中兴的 Qcell	居民家庭、餐馆、商铺 机场、体育场馆、酒店、大型写字楼	

资料来源：华为、中兴、京信官网，天风证券研究所

技术升级换代是影响整个通信产业格局变动和产业链条上各企业业绩表现的核心因素，其中尤其以无线通信技术的升级换代为主要驱动力。自从 1986 年第一代移动通信系统在美国芝加哥诞生后，短短 30 年间，全球通信技术已经全面进入 4G 后时代，即将进入第五代移动通信设备，即 5G 时代，基本上约 10 年为一个周期实现更新换代。每一代无线通信技术升级换代，为设备商及其产业链提供了弯道超车机遇或者巩固份额提升盈利的可能，而

其中通信标准的选型站队以及核心专利能力将是决定结果的关键因素。

表 5：1G-4G 无线技术发展概况

主要制式	标准持有方	行业发展
1G AMPS、NMT、TACS	美国	<ul style="list-style-type: none"> ● 行业集中度低，不同设备商所建网络互不兼容； ● 依靠“大哥大”、SCR-300 等明星产品，摩托罗拉脱颖而出，成为第一代无线通信霸主。
2G GSM、TDMA、CDMA	欧洲	<ul style="list-style-type: none"> ● 从 1G 模式调制进入 2G 数字调制； ● 诺基亚和爱立信开始抢占美国和日本市场，仅仅 10 年时间诺基亚就成为全球最大的移动电话商。
3G WCDMA、CDMA2000，TD-SCDMA、WiMAX	美国	<ul style="list-style-type: none"> ● 高通凭借 CDMA 专利掌握通信话语权； ● 华为率先推出分布式基站，并在 2013 年通信设备份额成为全球第一； ● 苹果手机的出现使诺基亚在 3G 时代陨落
4G TD-LTE、FDD-LTE	欧洲、美国、中国	<ul style="list-style-type: none"> ● 华为、中兴得益于中国 4G 市场的扩张成长明显，其中华为稳居全球第一大通讯设备商； ● 行业集中度提高，2016 年，诺基亚正式并购阿朗，华为、诺基亚、爱立信、中兴四大设备商时代正式来临。

资料来源：江苏通信技术-《移动通信系统从 1G 到 4G 的演进》-钱静、鄞广增，天风证券研究所

(1) 2G 时代：依靠国内大市场，中兴、华为逐步崛起。2G 时代是数字蜂窝移动通信系统逐渐发展和成熟的时期，移动通信制式以 GSM 和 CDMA 为主。

GSM 是欧洲提出的基于 TDMA（时分多址）技术的世界第一个数字蜂窝网络标准，1990 年欧洲电信标准协会 ETSI 完成第一版 GSM 标准；1991 年，爱立信和诺基亚率先在欧洲大陆上架设了第一个 GSM 网络，GSM 标准受到主流运营商的青睐，欧洲设备商在 2G 时代迅速成长壮大，形成爱立信、诺基亚和摩托罗拉三足鼎立的态势。

CDMA（码分多址）原本是为军事通信而开发的抗干扰通信技术，1989 年高通成功将其应用在移动通信上。1995 年，第一个 CDMA 商用系统运行，后来成为了美国和日本、韩国主要移动通信技术。

我国 2G 时代移动通信主要以 GSM 为主，虽然中国引入 GSM 技术标准的时间落后于其他国家，但是我国的通信基础设施发展较快。除了 2002 年电信业的重组让中国企业暂时受到影响外，其余时间中国在全力实现移动通信化，华为和中兴凭借大环境崛起。

(2) 3G 时代：追随主流 WCDMA 标准，华为实现新突破。1995 年，国际电信联盟 ITU 提出了第三代移动通信系统的概念；1999 年，ITU 基本确定了 3G 时代的 3 种主要移动通信制式，分别是 WCDMA、CDMA2000 和 TD-SCDMA。

WCDMA（宽带码分多址），是欧洲推出的一种利用 CDMA 复用技术的宽带扩频移动通信空中接口，使用的部分协议与 2G GSM 标准一致，是三大通信标准中最成熟、应用最广的一种。2000 年，日本 NTT DoCoMo 在全球范围内第一个开通 WCDMA，成为 3G 网络起步最早的国家之一。3G 时代，中国联通也采用了 WCDMA 制式。

CDMA2000 由美国高通、摩托罗拉、Lucent 和韩国三星主导推出，有多个演进版本。截至 2008 年末，全球有 102 个国家和地区的 276 家电信运营商部署 CDMA2000 网络，主要有美国的 Verizon 和 Sprint、日本的 KDDI、韩国的 SK 电讯、LG 电信以及中国电信。

TD-SCDMA（时分-同步码分多址），由中国主导推出，后来演进成为 4G 时代移动通信标准 TD-LTE。由于 TD-SCDMA 相对于另两个主要 3G 标准起步较晚，2005 年才在重庆第一次进行入网试验，技术不够成熟，只在中国市场由中国移动进行商用。

欧洲厂商主推的 WCDMA、高通主推的 CDMA2000 和中国推动的 TD-SCDMA 都收获了一定的市场份额，各种技术路线都孕育了细分产业链，网络设备商快速增加到十几家，最主要的包括爱立信、诺基亚、摩托罗拉、华为、阿尔卡特、朗讯等等。

从竞争格局看，欧美市场 2004-05 年进入 3G 网络建设高峰期，中国市场是 2009 年牌照落地后才全面铺开，由于欧美 3G 市场启动较早，2 年左右建设高峰期结束后，海外设备商很快面临运营商资本开支下的滑压力，中国市场成为重中之重。但爱立信在中国市场错误判断放弃 TD 制式开发，导致在中国移动的份额大幅下滑，爱立信只能与诺基亚和阿朗竞争联通 WCDMA 网络设备的份额，导致海外设备商整体竞争加剧，中兴、华为市场份额在 3G 年代快速提升，华为运营商板块的收入在 2014 年成功超越爱立信成为行业第一。

(3) 3G 到 4G：网络平滑演进，各家份额不变，依靠中国大市场，华为中兴进一步成长。

LTE (Long Term Evolution, 长期演进技术) 是 3G 向 4G 技术发展过程中的一个过渡技术，由 3GPP 于 2008 年第四季度首次提出。FDD-LTE 是基于 FDD 的 LTE 技术，标准化时间早于 TD-LTE，是当前世界上采用国家、地区最广泛，终端种类最丰富的一种 4G 标准。

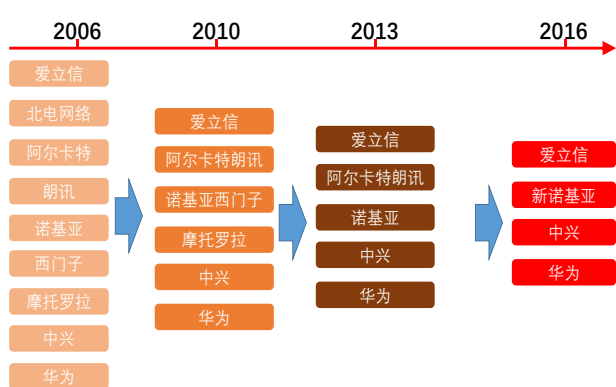
TD-LTE 由我国主导发展基于 TDD 的 LTE 技术，于 2010 年中国重庆举行 ITU 会议通过了所有国际评估组织的标准，被确定为 IMT-Advanced 国际无线通信标准，成为我国主导的继 3G 时代 TD-SCDMA 后又一个国际通信标准，也是目前 3GPP 里唯一基于 TDD 技术的 LTE 标准。

3G 时代后期海外设备商竞争十分激烈，收购整合成为维持市场份额和利润率的重要途径，进入 4G 时代，一方面标准统一为 FDD-LTE 和 TD-LTE，同质化竞争进一步加剧，叠加金融危机的影响，运营商资本开支压力很大，通信网络设备商发生了数起大规模收购案，形成了目前华为、爱立信、新诺基亚和中兴通讯四家主要厂商的局面，市场格局重新高度集中。

进入 4G 时代后，金融危机对海外市场冲击较大，欧美设备商由于本土运营商投资意愿低迷，相应的海外 4G 设备市场整体增长迟滞；而中国运营商大力投入 4G 网络建设，主导 TD-LTE 技术成为两大 4G 国际标准之一。中兴、华为在国内份额不断提升，同时积极抢占海外市场份额，收入增长显著领先海外厂商，整体市场份额稳步提升。

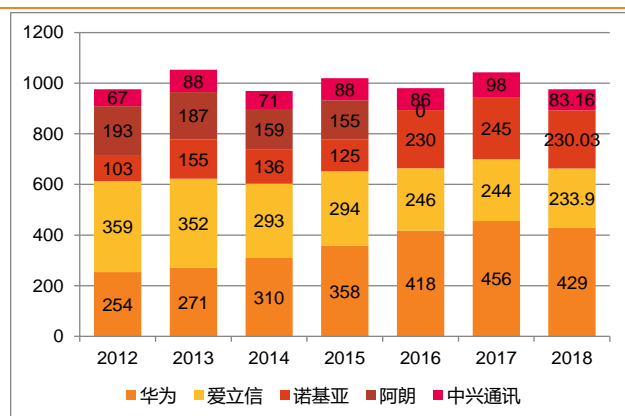
经历过去的几次通信网络升级换代后，通信设备商格局从原来的十余家，随着 2016 年诺基亚以 156 亿欧元成功收购阿尔卡特朗讯，变成目前的四家：华为、爱立信、新诺基亚和中兴通讯，设备商市场格局高度集中。

图 90：全球主要设备商变迁



资料来源：wind、天风证券研究所整理

图 91：2013-2018，五大通信设备商的运营业务收入（亿美元）

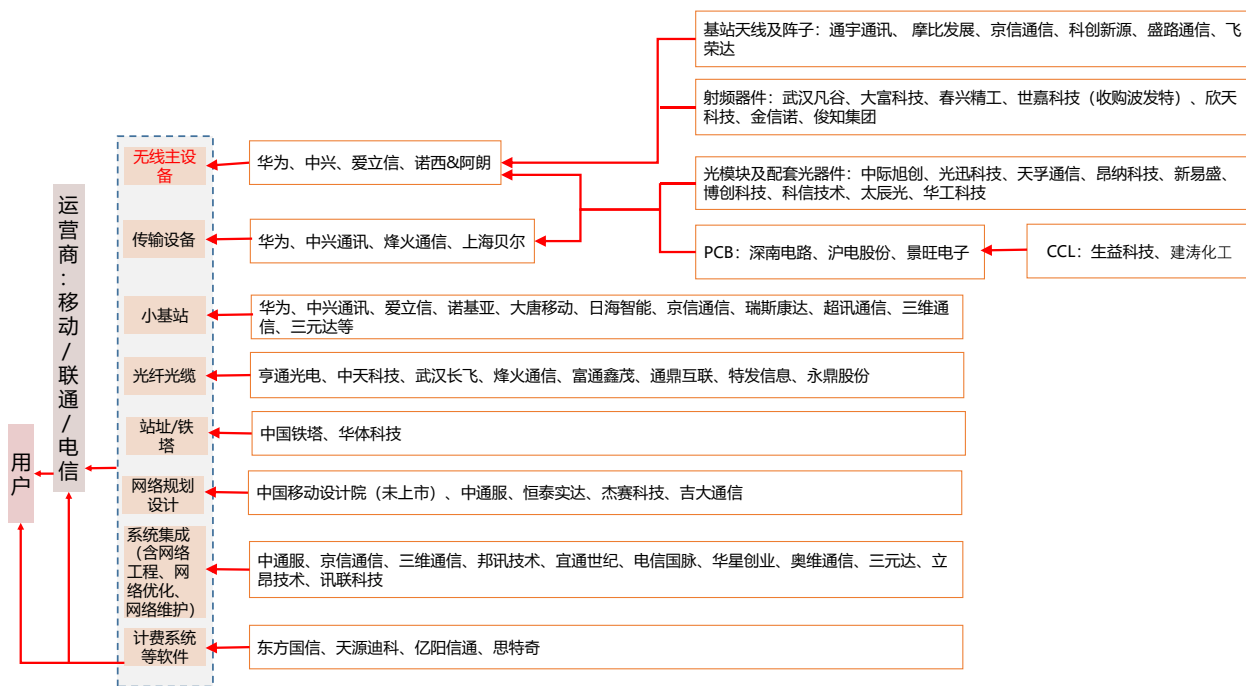


资料来源：各公司年报，天风证券研究所

2、细分产业链环节和主要公司

完整的无线主设备产业链包括：主设备、基站天线及阵子、射频器件、光模块及光器件、PCB、CCL 等。

图 92：完整的通信设备产业链



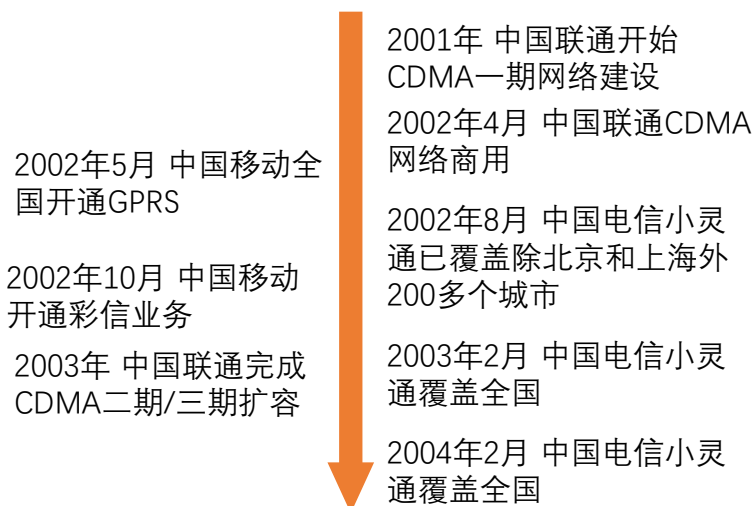
资料来源：公司公告，公司官网产品介绍，天风证券研究所制图

3、疫情对需求的影响分析

无线主设备产业链的最终投资需求方是中国移动、中国联通、中国电信、中国铁塔、中国广电等主要的运营商，其资本开支规模是影响该板块的主要因子。而影响运营商的资本开支规模的主要是网络技术的迭代升级以及业务量增长情况。以下我们分析 2003 年 SARS 疫情下电信领域的投资变化。

SARS 疫情从 2002 年 12 月开始，到 2003 年 5 月末逐步消退，这一阶段国内正处于 2G 向 2.5G 升级的过渡阶段。在这一阶段，中国移动主打 GSM 网络，并从 2001 年开始升级 GPRS，2003 年大规模推广。中国联通以 GSM 为主，但作为中国加入 WTO 的承诺之一，联通从 2001 年开始承担了建设 CDMA 网络的任务，2003 年是联通推进 CDMA 网络和手机开始重点推进的一年。中国电信主推小灵通，从 2002 年底开始，政策层面放开使得小灵通开始呈现爆发式的增长，电信小灵通业务迅速覆盖全国。从整体市场格局看，2002-2003 年是 2G、2.5G、小灵通全面竞争的时间点。

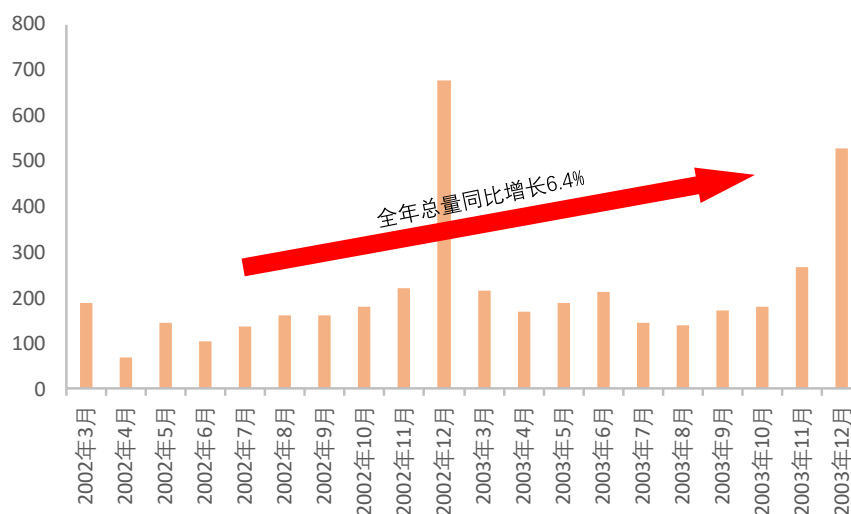
图 93：2003 年前后中国电信行业重要事件



资料来源：世界经理人，东方新闻，人民网，通信产业报，天风证券研究所

在这一大背景下，电信行业整体资本开支持续增长，尤其是在 2G 和 2.5G 等无线网络侧进行了多期新建和扩容工程，总体资本开支在移动和增值业务部分增长明显。2003 年国内电信运营商投资完成 2264.4 亿元，同比增长 6.4%，投资完成情况好于前两年。国际电信行业在 2003 年也呈现总体复苏的态势，在连续 3 年的萎缩后，电信行业开始恢复增长。

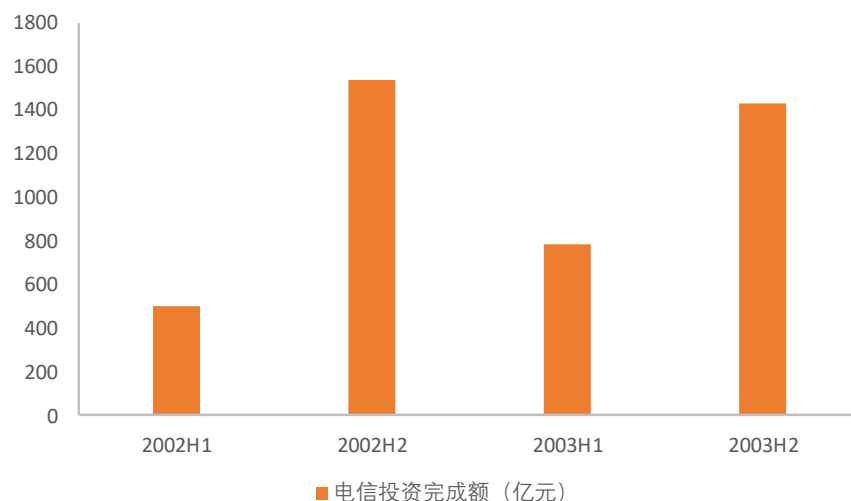
图 94：2002-2003 年中国电信行业投资完成额（单位：亿元）



资料来源：工信部，天风证券研究所

具体看 2003 年上下半年的电信业投资完成额，SARS 疫情对电信业投资额影响不大。我们使用工信部提供的行业整体数据，而非运营商报表数据，因为在 2003 年这一时期，电信业大改革仍在推进，运营商上市主体并非全国运营，而是在不断将各个省公司注入上市平台，因此下半年和上半年的资本开支统计口径不同，下半年包含了更多省的投资额。从运营商投资角度看，由于年底有“突击花钱”等因素影响，上下半年投资额正常情况也有一定差异。我们比较 2002 年上下半年和 2003 年上下半年电信行业资本开支可以看到，2003 年上下半年电信行业投资完成额差距更小，2003 年上半年的 SARS 疫情并未对电信行业投资形成显著影响，运营商 2G 网络扩容和 2.5G 网络升级的建设基本如期推进。

图 95：2002-2003 年每半年中国电信行业投资额



资料来源：工信部，天风证券研究所

对于本次 2019-nCov 疫情影响，我们认为正处于 4G 向 5G 升级的元年，因此总体投资需求的增长预计有望不受影响。随着 2019 年 6 月 6 日工信部向中国移动、中国联通、中国电信以及中国广电发布 5G 牌照以来，中国正式宣布进入 5G 元年，而 2020 年将成为 5G 网络规模投资的第一年。

图 96：3G、4G、5G，中国发放牌照的时间

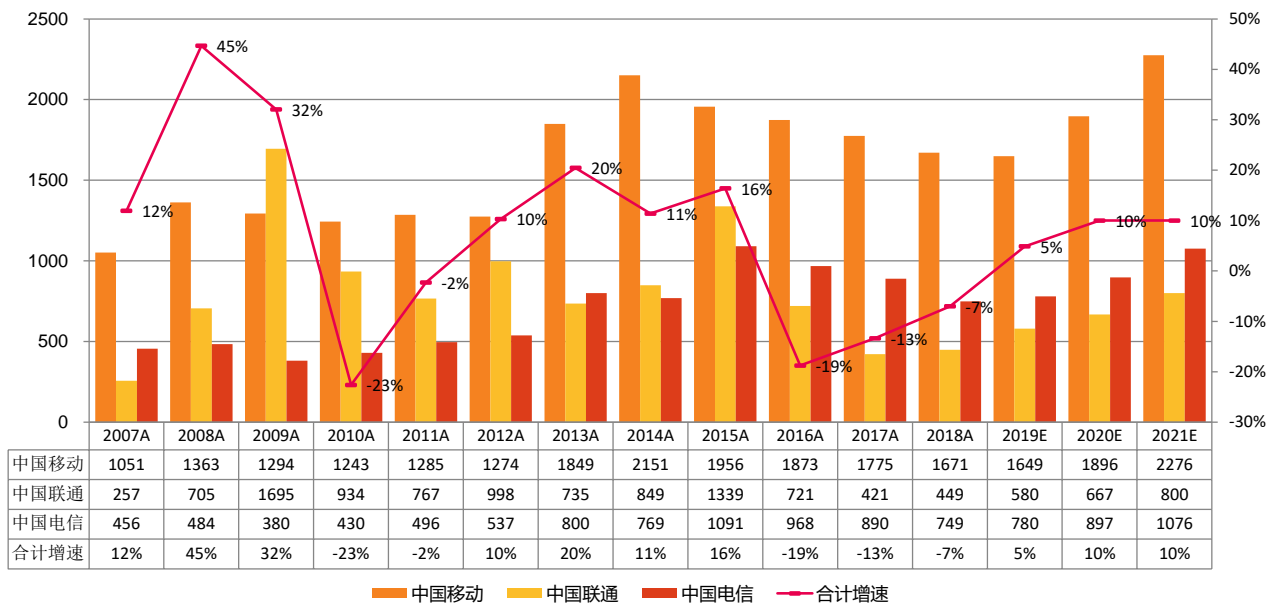
	3G牌照发放		4G牌照发放		5G牌照发放	
	试商用	商用	试商用	商用	试商用	商用
中国移动	2008年8月	2009年1月				2019年6月
中国联通		2009年1月	2014年6月			2019年6月
中国电信		2009年1月	2014年6月			2019年6月

资料来源：中国移动、中国电信、中国联通年报，天风证券研究所

- 回顾 3G 牌照：2009 年 1 月，工信部向中国移动、中国联通和中国电信分别发放 3G 牌照，同期，2009 年三大运营商的资本开支大幅增长 32%。
- 4G 牌照：4G 正式牌照发放分成两批，第一批，2013 年 12 月，工信部向中国移动、中国联通、中国电信发放 TD-LTE 牌照；第二批，2015 年 2 月，工信部向中国电信和中国联通发放 FDD-LTE 牌照；电信和联通为了更好地实现 3G 制式的继承和升级，选择在拿到 FDD-LTE 牌照才大规模投入 4G。与此同时，2013 年和 2015 年，三大运营商的资本开支合计增长 20%和 16%。

因此，2020 年 5G 大规模建设首年，预计移动、电信、联通等三大运营商资本开支有望提升 10%，资本开支加速回升，基站数量大幅增长。

图 97：三大基础电信运营商资本开支（亿元）



资料来源：中国移动、中国电信、中国联通年报，天风证券研究所制图

4、疫情对供给的影响

从需求侧来看，今年全年运营商投资增长的态势没有变化，最多只是延后了招标和交付进度，预计后续会通过缩短工期等方式完成原定的工程需求量。

而从供给侧来看，由于通信设备招标涉及到技术、商务等多方面因素，因此我们认为以国内厂商为主导的竞争格局不会改变：主设备仍然以华为、中兴为主导，为之匹配的产业链格局也不会因为疫情而改变；爱立信和诺基亚的配套产业链基本上也已经在国内，特别是 5G 产品的配套，国内厂商处于技术和良率的全球领先，因此预计本次疫情也不会影响国内配套厂商的份额。配套供应链仅有少部分公司位于湖北，大部分公司都按照国家规定，陆

续在 2 月 10 日复工，具体如下：

(1) 主设备商：华为、中兴在武汉设有研究所，从复工情况来看，华为在 2 月 3 日开始复工，但是不一刀切强制要求所有员工到岗。中兴在 2 月 10 日复工，主要研发、测试、生产等已到岗复工，销售等前线人员仍以远程办公为主。爱立信和诺基亚为国外企业，基本上按照国家规定在 2 月 10 日复工。

(2) 基站天线及阵子：主要企业基本上是在珠三角一带，已基本上按照国家规定于 2 月 10 日陆续复工。

(3) 射频器件：其中武汉凡谷总部在武汉，主要工厂设在武汉、鄂州和咸宁市，将按照湖北省人民政府发布的复工通知正常复工，即暂定 2 月 14 日正式复工。其他主要企业已基本上按照国家规定于 2 月 10 日陆续复工。

(4) 光模块及器件：其中光迅科技、华工科技总部在武汉，将按照湖北省人民政府发布的复工通知正常复工，即暂定 2 月 14 日正式复工。其他主要企业已基本上按照国家规定于 2 月 10 日陆续复工。

(5) PCB&CCL：其中，沪电股份的其中一个子公司黄石沪士电子有限公司 2 月 11 日起暂停生产，后续将视新型冠状病毒肺炎疫情防控情况，向政府相关部门重新申请复工；其他企业基本按照国家规定于 2 月 10 日陆续复工。

表 6：国内无线主设备公司复工情况统计

分类	公司所在地	复工时间
主设备商	华为技术	总部深圳，武汉、南京、上海、北京、西安、成都等地均有研究所
	中兴通讯	总部深圳，武汉、南京、上海、北京、西安等地均有研究所
	诺基亚	总部芬兰，在中国设有多个研发基地，生产主要在上海
	爱立信	总部瑞典，在中国设有多个研发基地和办事处，生产主要在南京
基站天线及阵子	通宇通讯	广东中山
	摩比发展	广东深圳
	京信通信	广东广州
	科创新源	广东深圳
	盛路通信	广东佛山
	飞荣达	广东深圳
射频器件	武汉凡谷	总部在武汉，子公司在武汉、鄂州、咸宁
	大富科技	广东深圳
	春兴精工	苏州
	世嘉科技	苏州
	欣天科技	深圳
	金信诺	深圳
	俊知集团	宜兴
光模块及器件	中际旭创	苏州
	光迅科技	武汉
	天孚通信	苏州
	昂纳科技	深圳
	新易盛	成都
	科信技术	深圳

	太辰光	深圳	2月10日
	华工科技	武汉	2月14日
PCB&CCL	深南电路	深圳	2月10日
	沪电股份	总部在苏州，其中在湖北黄石设有工厂	黄石厂2月14日复工，其他厂区2月10日
	景旺电子	深圳	2月10日
	生益科技	东莞	2月10日

资料来源：Wind，中国水网，天风证券研究所

从收入占比看，无线通信设备基本是20%左右，小于全年平均季度。因此延迟一到两周开工，对于一季度的影响也不会很大。

表7：产业链主要公司近两年 Q1 的营收占比（亿元）

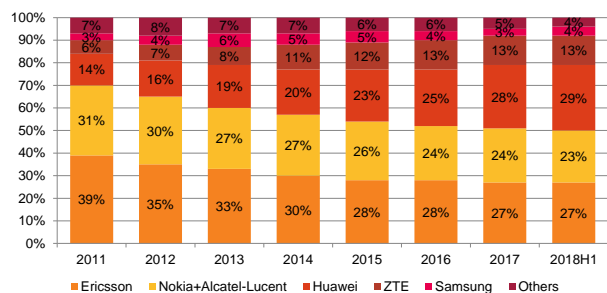
行业	公司名称	股票代码	营收占比					
			2017 全年	2017Q1	2017Q1 占比	2018 全年	2018Q1	2018Q1 占比
光器件/模块	中际旭创	300308	23.57	0.15	1%	51.56	13.99	27%
	光迅科技	002281	45.53	12.67	28%	49.29	12.07	24%
	新易盛	300502	8.77	1.92	22%	7.60	1.78	23%
	博创科技	300548	3.49	0.88	25%	2.75	0.72	26%
	天孚通信	300394	3.38	0.87	26%	4.43	0.99	22%
	科信技术	300565	6.71	1.25	19%	5.43	1.27	23%
	剑桥科技	603083	24.87	4.58	18%	31.56	6.83	22%
	华工科技	988	44.81	9.27	21%	52.33	12.64	24%
主设备	太辰光	300570	4.90	1.10	22%	7.94	1.38	17%
	中兴通讯	000063	1088.15	257.45	24%	855.13	275.26	32%
基站天线、阵子以及相关器件	通宇通讯	002792	15.35	2.93	19%	12.65	2.83	22%
	生益科技	600183	107.52	23.79	22%	119.81	28.28	24%
	华正新材	603186	15.13	3.88	26%	16.78	3.69	22%
	飞荣达	300602	10.36	2.21	21%	13.26	2.44	18%
	深南电路	002916	56.87	12.87	23%	76.02	14.77	19%
	沪电股份	002463	46.27	10.73	23%	54.97	11.69	21%
	大富科技	300134	17.79	4.72	27%	18.21	4.53	25%
	世嘉科技	2796	5.77	1.10	19%	12.80	2.70	21%
	科创新源	300731	2.54	0.54	21%	2.86	0.63	22%
	武汉凡谷	2194	14.25	3.37	24%	11.95	2.41	20%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5、三个月后行业展望：在华为、中兴带领下的无线通信产业链进一步提升全球份额

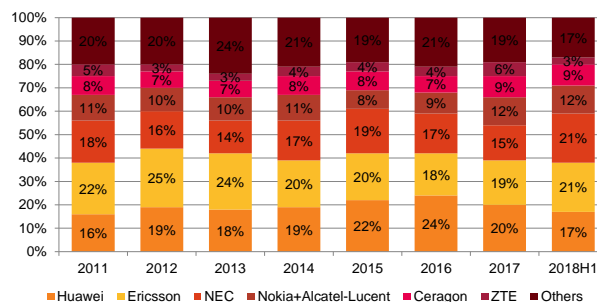
根据 IHS 统计，在全球的无线网络设备（RAN）的市场份额里，2018H1 中兴占据 13% 市场份额；在全球的微波设备（Microwave）的市场份额里，2018H1 中兴占据 3% 市场份额；在全球的边缘路由器设备（Edge Routing）的市场份额里，2018H1 中兴占据 6% 市场份额；在全球的核心路由器设备（Core Routing）的市场份额里，2018H1 中兴占据 4% 市场份额。

图 98：2011-2018 年全球无线网络设备（RAN）市场份额



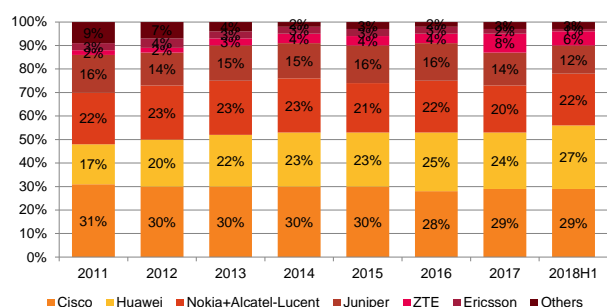
资料来源：IHS，天风证券研究所

图 99：2011-2018 年全球微波设备（Microwave）市场份额



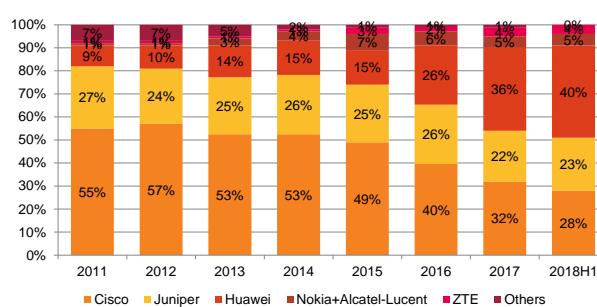
资料来源：IHS，天风证券研究所

图 100：2011-2018 年边缘路由器设备（Edge Routing）市场份额



资料来源：IHS，天风证券研究所

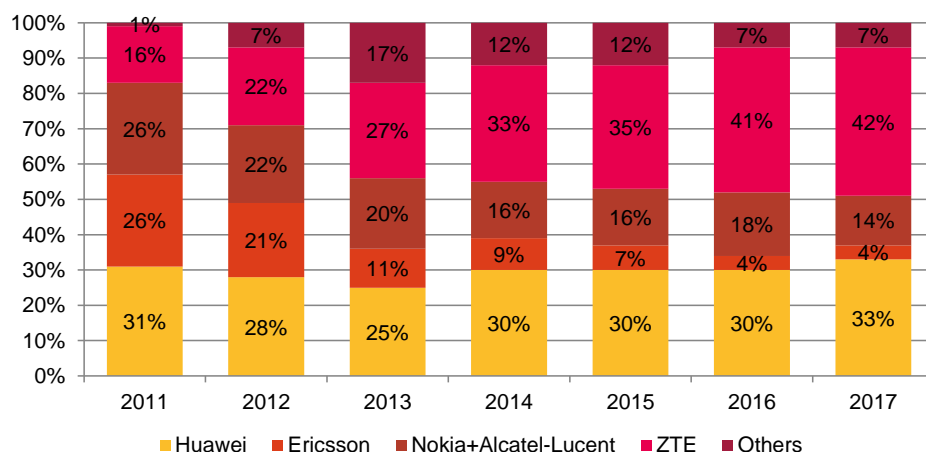
图 101：2011-2018 年全球核心路由器设备（Core Routing）市场份额



资料来源：IHS，天风证券研究所

在国内市场，根据 IHS 统计，中国的无线网络设备（RAN）的市场份额里，2017 年中兴占 42% 市场份额。

图 102：2011-2017 年中国市场无线网络设备（RAN）市场份额



资料来源：IHS，天风证券研究所

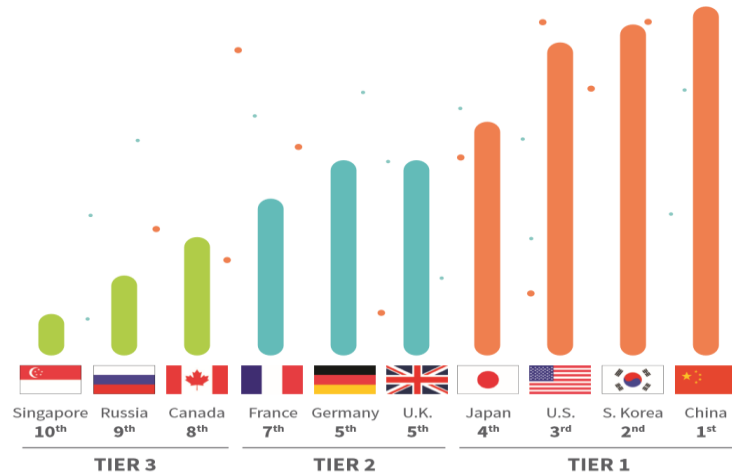
我们认为，5G 时代，华为、中兴将进一步提升全球份额，同时带领整个无线设备产业链提升份额，原因包括如下四点：（1）全球 5G 的进度排序中，中国市场处于第一梯队；（2）5G 标准制定中，中国厂商参与度较 4G 时代大幅提升；（3）5G 时代是一个全产品线的比拼，中国厂商的 ICT 完整布局优势明显；（4）落地 Pre5G，储备 Massive MIMO 和有源天线产业链，拥有大量的 TDD 经验，中国厂商的 5G 布局优势突出。

1) 全球 5G 进展中，中国处于第一梯队

美国无线通信和互联网协会（CTIA）于 18 年 4 月联合电信咨询公司 Analysys Mason 发布

《Race-to-5G-Report》报告,对世界各国的 5G 现状进行了研究,重点分析了频谱可用性、牌照和部署计划等方面。该研究比较了美国与其他市场的 5G 进度情况,中国、韩国、美国、日本处于全球 5G 整体准备进度的第一梯队,而欧洲的主要国家德国、英国、法国则全被挤到了第二梯队。

图 103: 世界各国 5G 进展对比



资料来源: CTIA、天风证券研究所

第一梯队国家的 5G 商用时间主要集中在 2018 年底~2020 年之间。其中,美国、韩国 5G 商用进度更快,计划 18 年年底,提供部分城市 5G 商用服务;日本计划于 2019 年橄榄球世界杯期间提供 5G 服务,较原来预想的方案要提前一年;英国是全球首个对 5G 频谱进行拍卖的国家,在 2018 年 4 月完成首轮拍卖,英国电信营运商 EE 与 Vodafone 在 2018 年 9 月跟进宣布将于 2019 年推出 5G 商用服务。而中国维持一开始的计划,但整体在加紧布局,2018 年 8 月 10 日,工信部联合发改委发布《信息消费升级三年行动计划》,要求确保 2020 年商用,对于 5G 的商用节奏定调,从过去的力争 2020 年实现商用提升到确保实现商用。计划在 2020 年实现 5G 商用。

第二梯队国家的 5G 商用时间主要在 2020~2021 年间。第二梯队以德国、法国、加拿大为主。

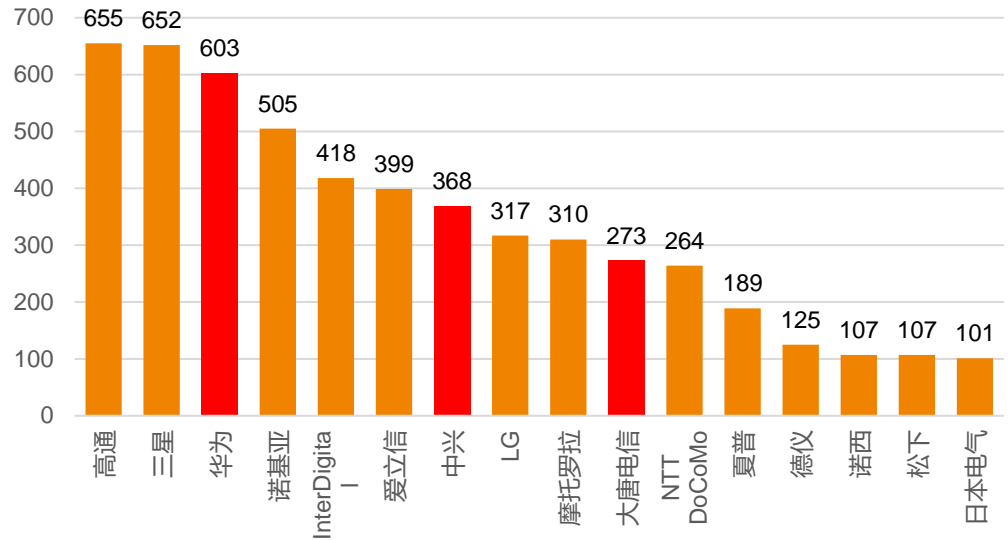
5G 时代中国力争实现同步甚至引领发展。2G 时代,我国通信标准基本空白,通信产业链尚未起步;3G 时代,政策不遗余力推动自主知识产权的 TD-SCDMA 成为国内三大标准之一,催生了产业链萌芽;4G 时代,我国在标准制定、技术专利上话语权不断提升,助力了产业链成长。5G 时代,目标是力争实现第一梯队同步甚至引领发展。

2) 5G 标准中,中国厂商参与度大幅提升

一流企业做标准,二流企业做服务,三流企业做产品。不管是移动通信技术还是其他领域的国际标准组织,在制定标准的过程中,企业都希望自己提交的技术提案被标准制定组织接受成为标准,这样可以在产品研发效率和成本上获得优势;同时尽可能多的使用拥有自主知识产权的技术,也可以使企业在日后的专利交叉授权中降低成本。

根据 NARlabs 统计,4G 阶段,华为、中兴、大唐在 4G LTE 的专利数排名分别为第三、第七和第十位。相比过去的 1G、2G、3G 和 4G,在即将到来的 5G 时代,以华为、中兴为首的中国企业通过不断投入研发,在专利标准的数量和占比上均获得了提升,扭转了过去落后的状态。

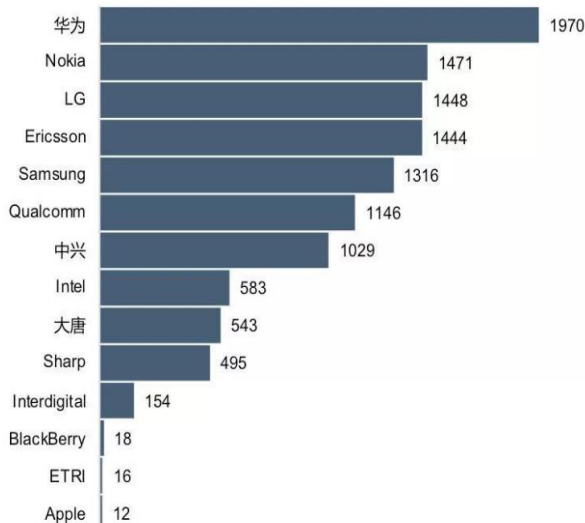
图 104: LTE (4G) 专利数分布 (单位: 项)



资料来源: NARLabs、天风证券研究所

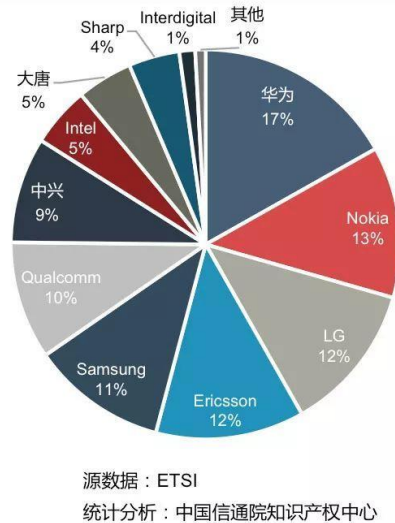
从 5G 标准的专利数来看, 根据 ETSI 和信通院统计, 声明量超过 1000 件的企业有华为、Nokia、LG、Ericsson、Samsung、Qualcomm 和中兴。华为以 1970 件 5G 声明专利排名第一, 占比 17%, Nokia 以 1471 件 5G 声明专利排名第二, 占比为 13%, LG 以 1448 件 5G 声明专利排名第三, 占比为 12%。其余声明量排名前 10 位的企业依次是 Ericsson、Samsung、Qualcomm、中兴、Intel、大唐和 Sharp。中国企业除华为外, 中兴以 1029 件专利排名第 6, 占比 9%; 大唐以 543 件专利声明排名第 9, 占比 5%。中国三家企业的专利声明总量为 3542 件, 占总声明量的 30.3%。而美国, 除了高通和 Intel, 其余厂商拥有的 5G 专利数量上非常之少。

图 105: 在 ETSI 声明的 5G 标准必要专利数量



资料来源: 中国信通院、ETSI、天风证券研究所

图 106: 在 ETSI 声明的 5G 标准必要专利数量(截至 2018 年 12 月底)



资料来源: 中国信通院、ETSI、天风证券研究所

3) 5G 时代是一个全产品线的比拼, 中国厂商的 ICT 完整布局优势突出

近年来, 互联网行业的发展给通信行业带来了巨大的变革, IT 和 CT 融合的趋势愈加明显。工业互联网联盟发布的《边缘计算参考框架 2.0》中提到, 网络、计算和存储是 ICT 产业的三大支柱。ICT 的发展趋势下, 需要厂商具备有线网络+无线网络+终端+计算系统+存储系统等完整的端到端全产品线解决方案能力。中国的华为、中兴在 4G 期间坚定地进行 ICT 的深化布局, 有望助力提升 5G 时代的份额。

2012 年，华为开始进行变革：从战略上将企业从 CT（通信技术）产业转向 ICT（信息与通信技术）产业。2012 年第一季度，华为以 5.3 亿美元的价格完成对全球知名的独立的存储和安全企业——赛门铁克公司的收购，这是华为打造云计算安全体系的重要一步。2015 年，华为发布了 Network 2020 ICT 网络转型白皮书，该白皮书综合了华为在运营商 ICT 基础设施规划设计、建设、集成的多年经验以及对云基础设施建设（公有云，私有云）、SDN、NFV 等技术的深刻理解，提出了未来 ICT 网络转型的观点。2017 年 4 月，华为公有云 Cloud BU 正式成立，同年 8 月，华为进一步在公有云市场加码，将云业务部门 Cloud BU 从二级部门升级为一级部门，与产品和解决方案部门平级。

表 8：华为发展云服务

时间	内容
2010 年	启动“云帆计划”，正式宣布进军云计算
2011 年 10 月	成立 IT 产品线
2012 年	从战略上将企业从 CT 产业转向 ICT 产业
2012 年	以 5.3 亿美元的价格完成对全球知名的独立的存储和安全企业——赛门铁克公司的收购，这是华为打造云计算安全体系的重要一步
2014 年	发布了名为 Fusion Sphere 5.0 的云操作系统
2015 年	发布 Network 2020 ICT 网络转型白皮书
2015 年 7 月	华为云正式推出公有云服务
2017 年 4 月	华为公有云 Cloud BU 正式与公众见面
2017 年 8 月	将云业务部门 Cloud BU 从二级部门升级为一级部门

资料来源：华为官网、CNBeta、通信世界网，天风证券研究所

2014 年 7 月，中兴提出了 M-ICT 战略。2016 年 8 月，中兴发布 M-ICT2.0 白皮书，提出 ICT 行业的五大发展趋势：虚拟、开放、智能、云化和万物互联，将多媒体芯片、数据库、VR/AR/AI 等纳入为公司的前沿技术战略支点，以“车联网、工业互联网、智慧家庭、智慧城市”为四大应用场景。

图 107：中兴 M-ICT2.0 白皮书提出 ICT 行业的五大发展趋势



资料来源：光通讯网，天风证券研究所

4) 落地 pre5G，储备 Massive MIMO 和有源天线产业链，拥有大量 TDD 经验，中国厂商 5G 先发优势明显

Pre5G 是 4G 和 5G 之间的桥梁，旨在将 5G 部分关键技术提前应用到 4G 网络，使运营商和网络用户提前享受 5G 红利。Pre5G 不仅包含了 5G 关键技术，还涵盖了 3GPP LTE-A Pro 4G 增强技术，如 Massive MIMO、Pre 5G 等技术，把移动宽带的用户体验提升到了“Giga+”水平。

表 9：4G、Pre5G、5G 关键特性比较

	峰值速率 (Mbps)	用户速率 (Mbps)	连接数 (K)	频谱效率	时延 (ms)
4G	1000	10 (2-30)	1	1X	50
Pre5G	1000	50	100	3-6X	10
5G	10,000	100	1,000	3-6X	1

资料来源：中兴通讯官网、天风证券研究所

中兴率先在业界提出了 Pre5G 的概念，并推出了基于 TDD 制式的 Pre5G Massive-MIMO 基站。2014 年 7 月，公司在荷兰举办的 LTE&5G 世界峰会上，率先提出 Pre5G 的技术理念。2016 年巴塞罗那 MWC（全球移动通信大会）上，中兴通讯凭借 Pre5G Massive-MIMO 基站获得“最佳移动技术突破奖”及“CTO 选择奖”两项大奖。2016 年 9 月，公司与日本软银合作在日本实现 Pre5G TDD MassiveMIMO 的商用。2016 年 12 月，公司在西班牙电信 Telefonica 和奥地利 H3G 成功开通了 Pre5G MassiveMIMO 实验局。目前，公司已经在全球 30 个国家部署了超过 40 个具备 MassiveMIMO 的 Pre5G 网络，与中国移动、日本软银、德国电信和西班牙 Telefonica 等全球主流运营商展开合作，实现规模商用。

图 108：中兴通讯在全球架设的 Pre5G 网络分布



资料来源：中兴通讯官网、天风证券研究所

总的来说，基于四个原因：（1）全球 5G 的进度排序中，中国市场处于第一梯队；（2）5G 标准制定中，中国厂商参与度较 4G 时代大幅提升；（3）5G 时代是一个全产品线的比拼，中国厂商的 ICT 完整布局优势明显；（4）落地 Pre5G，储备 Massive MIMO 和有源天线产业链，拥有大量的 TDD 经验，中国厂商的 5G 布局优势突出。我们认为，中国通信设备厂商的全球市场份额将有望在 5G 产品的带领下全面提升份额。

6.3.2. 递延需求的行业——光纤光缆

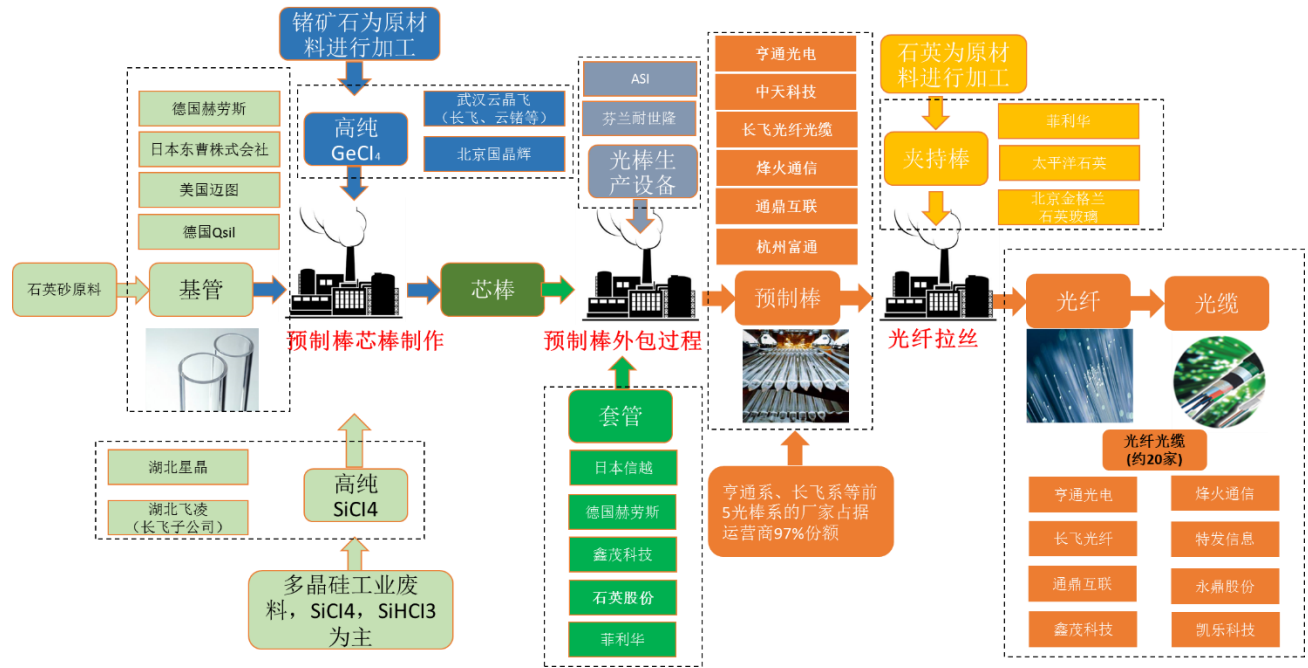
1、光纤光缆简介

光纤光缆是当前信息通信网络最核心的承载媒介，是目前实现低成本、大容量、高速率、远距离信息传输的最佳技术手段。包括移动网络在内，各类网络通信实现中远距离高速数据传输都要采用光纤光缆线路，形成了接入网、城域网、骨干网等多层级的传输网络架构，完成用户之间的信息传输。其中，真正起到信号传输功能的是光纤，多根光纤和支撑、防水、保护等材料密封在一起，组成了网络架设中实际使用的光缆。

2、产业链及主要公司复工时间

光纤光缆下游应用当中，电信运营商需求占比预计 80%，另外还有国家电网、互联网数据中心、行业专网等领域；上游为做光纤预制棒的原材料厂商（四氯化硅、四氯化锗、基管等）；其中国内生产棒-纤-缆的厂商呈“5+1”格局（亨通、长飞、富通、中天、烽火、通鼎），且行业集中度较高。

图 109：光纤光缆产业链



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所制图

光纤光缆湖北地区代表性企业：长飞光纤、烽火通信、凯乐科技。因长飞、烽火的产能主要分布在武汉，属于疫情重地，预计产线开工时间推迟到 2 月底-3 月，预计对公司影响 1-2 个月。而其他几家大厂如亨通、中天、通鼎等，复工时间均为 2 月 10 日，预计整体影响少于半个月。

表 10：主要光纤光缆公司的产线所在地

	产线所在地	复工时间
长飞光纤	武汉为主、潜江、深圳、天津、汕头等	预计 2 月底-3 月
烽火通信	武汉为主、南京、西安、成都	预计 2 月底-3 月
亨通光电	苏州为主、常州、天津、西安等	2 月 10 日
中天科技	南通为主、上海、成都	2 月 10 日
通鼎互联	苏州	2 月 10 日
富通鑫茂	杭州、天津	2 月 10 日
永鼎股份	苏州、上海	2 月 10 日
凯乐科技	荆州	预计 2 月底

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

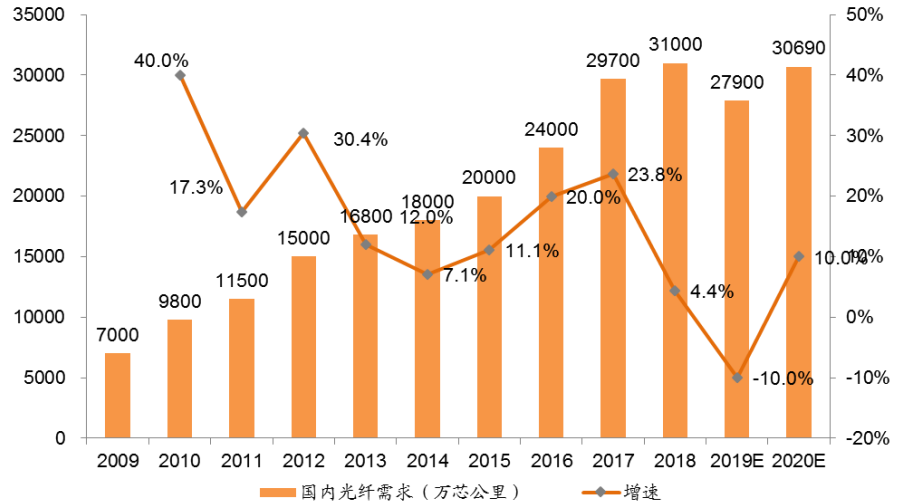
3、疫情对光纤需求、供给影响分析

看需求端，光纤光缆下游客户主要是电信运营商，主要用于电信运营商的移动网络（2G/3G/4G/5G）、家庭宽带网络 FTTx、城域网骨干网扩容等领域。

2019 年因运营商库存高企，国内光纤需求下降 10%左右，为 2.8 亿芯公里。

2020 年受疫情影响，短期运营商的工程建设、集采招标等进度有所滞后（一季度本身是工程建设低峰），但随着启动线上招标、逐步推进投资建设，待疫情控制之后，运营商会加快进度建设 5G，同时受益在线办公、云视频、云游戏等需求增长，流量激增，倒逼网络扩容，都需要光纤光缆为信息基础建设铺路。因此，我们认为，光纤光缆短期需求有波动，但全年需求并不会受影响，预计 2020 年国内光纤需求将增长 10%，达 3 亿芯公里以上。

图 110：国内光纤需求



资料来源：CRU、三大运营商、天风证券研究所

看供给端影响，主要关注光纤预制棒产能，因为一方面，2019 年运营商光纤光缆库存未消化完，国内光纤光缆产能呈过剩状态；另一方面，光纤光缆产能建设和释放周期较短（3-6 个月），壁垒相对低，很容易就将产能释放出来。而光棒的技术、资金门槛高，扩产和产能释放要慢，因此供给端主要看光棒。

在中国的“五大”光纤生产商中，长飞和烽火位于湖北武汉，他们的光纤预制棒产能分布于武汉和潜江，均在湖北省内，而光纤光缆产能分布于旗下子公司及联营企业中（产线位于多个省份）。

表 11：国内光纤光缆产能呈过剩状态

光纤产能统计(万芯公里)	2016	2017	2018	2019E	2020E
长飞	3500	5000	5000	5500	6000
亨通光电	5000	6500	7920	9000	9000
中天科技	4000	5000	6500	7500	7500
烽火通信	2500	3000	3500	3800	4000
富通集团	2800	2970	3300	3500	3500
通鼎光电	2500	2500	2500	2500	2500
康宁	1000	1000	1000	1000	1000
特发信息	2300	2300	2300	2300	2300
法尔胜	350	350	350	350	350
鑫茂科技	2100	2100	2100	2100	2100
永鼎股份	1000	1200	1200	1200	1200
凯乐科技	1000	1300	1300	1300	1300
合计：	28050	33220	36970	40050	40750

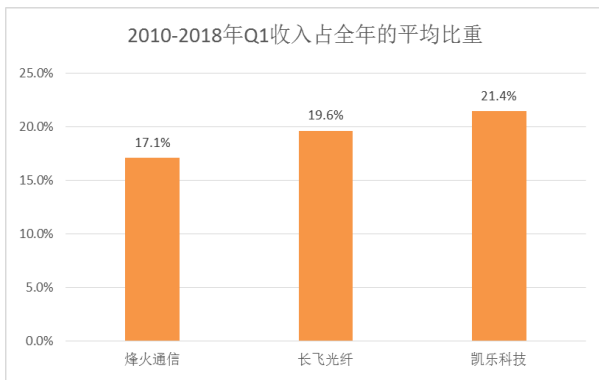
资料来源：Wind，天风证券研究所

首先，看光缆生产方面，在 2019-nCov 爆发之前，CRU 估计 2020 年长飞和烽火的年产量将在 4600 万公里左右，仍占国内市场的 18.5%。再算上位于湖北省荆州市的凯乐科技的约 600-700 万公里的产量，这一百分比将上升到 20.9%。但是，我们预计 2020 年国内光纤光缆产能为 4 亿芯公里，而需求端为 3 亿芯公里，产能过剩近 30%，足够消化湖北三家企业光纤光缆产能开工率不足的影响。

其次，看光棒生产方面，随着长飞在潜江产能的释放，2020 年长飞的光棒产能有望达 3000 吨，烽火通信的光棒产能预计为 1200 吨，两家合计光棒产能 4200 吨，因湖北为疫情重区，预计开工延迟 1-2 个月，根据烽火、长飞历史上 Q1 收入占全年平均比重情况来看，Q1

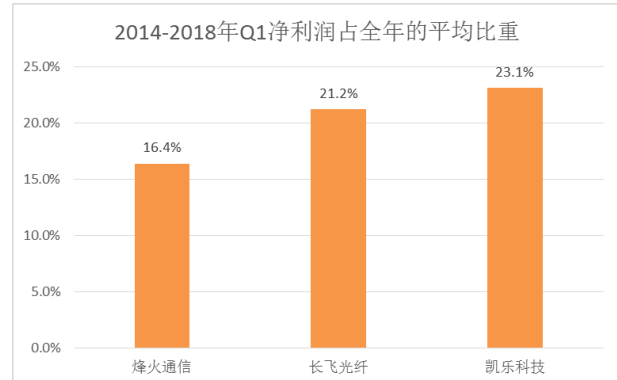
属于淡季，占全年收入不高于 20%。因此，预计疫情对湖北光棒产能影响为 280 吨~560 吨（ $4200 \text{ 吨} \times 20\% \times (1-2 \text{ 个月}) / 3$ ），中值为 420 吨。

图 111：烽火、长飞 Q1 收入占全年的平均比重



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 112：烽火、长飞 Q1 净利润占全年的平均比重



资料来源：WIND，天风证券研究所

据我们统计，预计 2020 年国内光棒产能为 12600 吨，全年整体开工率预计 85%。疫情对国内光棒产能影响 770 吨（湖北 420 吨+其他地区 8400 吨*（半个月工期）/12），则国内光棒产能下调为 11830 吨，对应光纤光缆为 3.9 亿芯公里（其中对外出口 8000 万芯公里左右，则国内可供应 3.1 亿芯公里）。

总结下来，受此次疫情影响调整后，测算下来国内光棒供应能力仍可达 3.1 亿芯公里，而需求预计 3.07 亿芯公里。近两年光纤光缆处于供给集中释放期，上游光棒也存在过剩导致开工率不足的情况，疫情对产能的影响将被快速填补，同时需求端亦不存在大幅增长的情况，因此我们判断，疫情对光纤行业影响有限，三个月左右时间维度看，疫情影响预计逐步恢复，供求关系会趋于平衡，行业格局难有大变，价格有望企稳回升（逐步从此前恶性价格竞争中恢复到健康平衡状态）。

6.3.3. 需求递延的行业——光通信设备

1、光通信设备简介

光通信设备是指利用光波传输信息的通信设备，广泛应用于网络的各个层级，包含无线/宽带接入网、移动承载网、城域传输、骨干传输、数据交换等领域。产品形态为，GPON 接入网 OLT 设备、MSTP、PTN、IPRAN、DWDM/OTN、交换机、路由器等。

图 113：光通信网络设备在网络中的应用

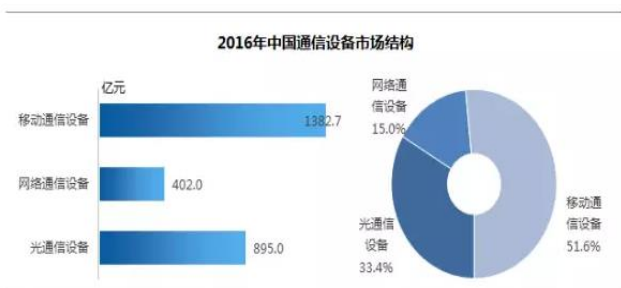


资料来源：烽火通信官网，天风证券研究所

2、产业链及主要公司复工时间

从赛迪顾问数据看，光通信设备、网络通信设备在通信设备市场结构中占据重要地位，并且呈稳步增长态势，2016 年其占比分别为 33.4%和 15%，2017 年其占比分别达到 38.7%和 16.8%。

图 114：2016 年中国通信设备市场结构



资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所

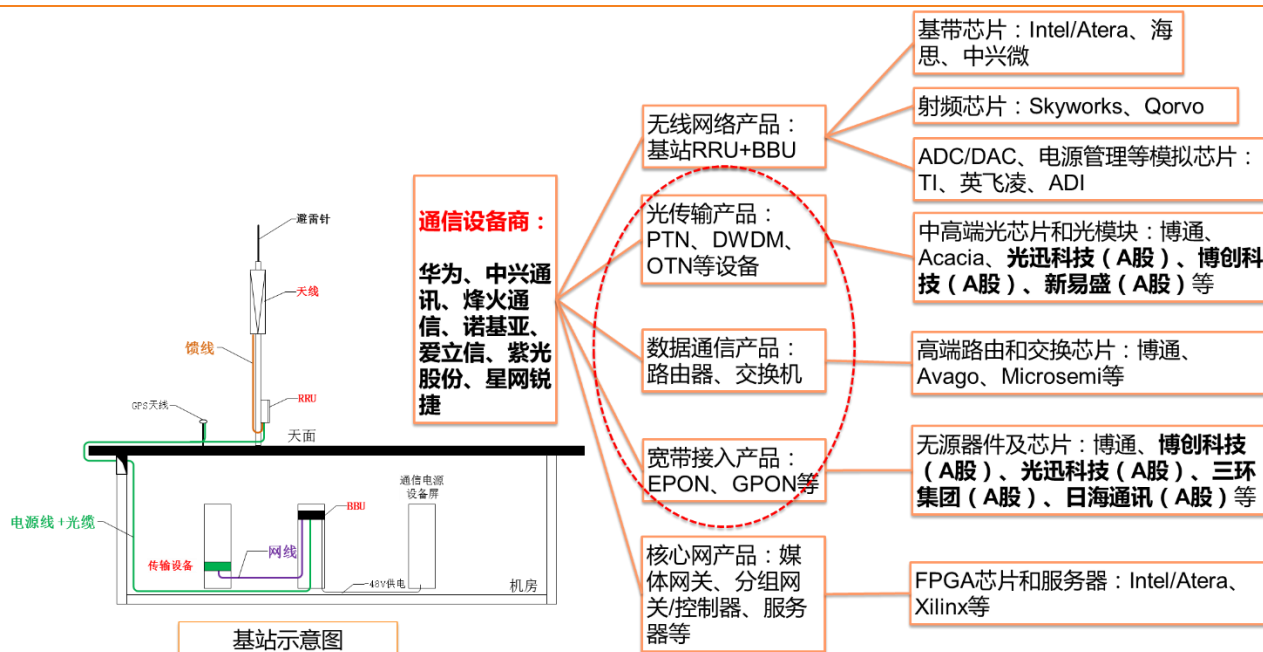
图 115：2017 年中国通信设备市场结构



资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所

从全球来看，光通信设备参与者有华为、中兴、烽火、诺基亚、爱立信、Juniper、紫光股份、星网锐捷、思科、Ciena 等。该领域技术壁垒高，从国内光传输设备市场竞争格局看，华为、中兴、烽火的份额领先；企业数据交换设备领域，华为、新华三、思科、星网锐捷等份额居前。

图 116：光通信设备产业链



资料来源：公司公告，天风证券研究所制图

国内厂商包括华为、中兴、烽火、新华三、星网锐捷，其中烽火通信为湖北武汉的公司，华为、中兴在武汉均设有研究所，星网锐捷在湖北设有办事处。从复工情况来看，华为在 2 月 3 日开始复工，但是不一刀切强制要求所有员工到岗。除了烽火之外，其他几家均按当地政府要求于 2 月 10 日复工，烽火复工时间预计延迟到 2 月底-3 月。

表 12：国内光设备公司复工情况统计

	公司所在地	复工时间
华为技术	总部深圳，武汉、南京、上海、北京、西安、成都等地均有研究所	2月3日复工，但不强制
中兴通讯	总部深圳，武汉、南京、上海、北京、西安等地均有研究所	2月10日
烽火通信	武汉	2月10日
紫光股份（新华三）	杭州	2月10日
星网锐捷	福州	2月10日

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

3、疫情对光通信设备影响分析

首先，光通信设备属于研发密集型行业，技术壁垒高，一般采用自主设计、研发产品，然后会找比如富士康之类的代工厂进行批量生产。而且该类业务的扩张并不是靠产能驱动，而是通过新技术迭代驱动。

其次，存量在用的光通信设备并不全都是满载的，只需要软件升级、或者再新增光模块即可进行扩容，即可满足新增的网络带宽和传输需求。

再次，对于数据通信产品，因为在线办公、视频会议、游戏/直播、电商等网上消费需求激增，导致流量呈指数级增长，将刺激数据中心和企业需要更多的交换机、路由器设备来承载网络，是有拉动行业需求增长的。

最后，而这些厂家里面，直接影响最大的是武汉公司的烽火通信，而烽火通信光网络设备在国内份额预计在 15%左右。而且前文分析光纤光缆时知道烽火 Q1 为淡季，营收占全年比重约 17%，因此即使悲观情况，影响 2 个月，即对整个光网络设备的影响为 1.7% (15%*17%*2/3)。何况该行业并不存在产能瓶颈，完全可在疫情控制后，通过加班生产补上发货需求。

图 117：烽火通信主营业务收入情况

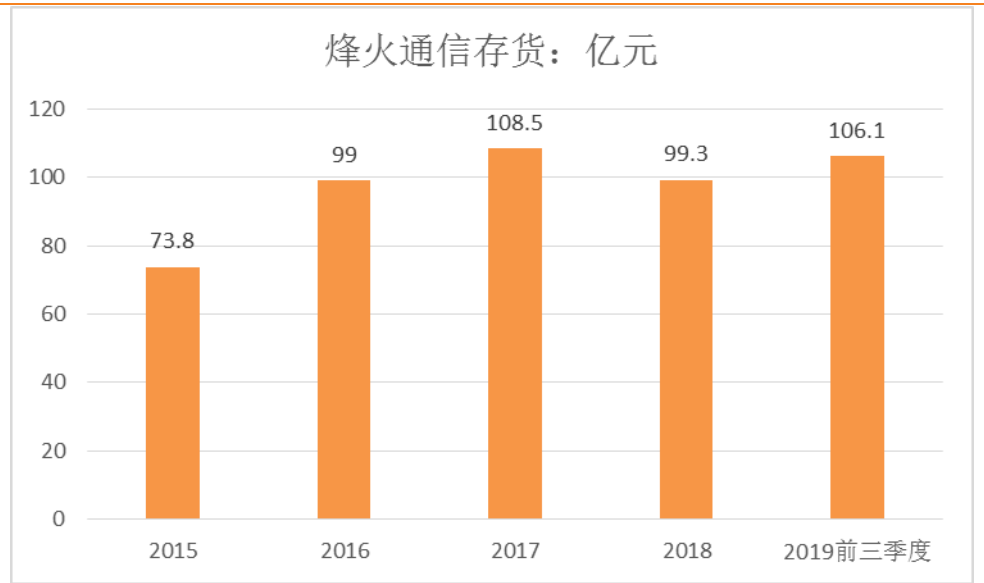
单位：万元

项目	2019年1-6月		2018年度		2017年度		2016年度	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
通信系统设备	797,139.92	67.24	1,497,043.44	62.48	1,319,546.89	63.50	1,084,015.11	63.41
其中：多业务传输设备	149,906.55	12.64	271,473.35	11.33	247,484.46	11.91	194,202.01	11.36
复用传输设备	260,111.32	21.94	489,514.62	20.43	425,587.61	20.48	354,058.12	20.71
光通信接入设备	387,122.04	32.65	736,055.47	30.72	646,474.82	31.11	535,754.98	31.34
数据网络产品	174,686.25	14.74	253,199.02	10.57	212,674.81	10.24	180,908.41	10.58
光纤光缆	213,687.00	18.02	645,815.37	26.95	545,664.40	26.26	444,676.97	26.01
合计	1,185,513.17	100.00	2,396,057.84	100.00	2,077,886.10	100.00	1,709,600.50	100.00

资料来源：烽火通信可转债说明书、天风证券研究所

从另一个角度，烽火通信每年年底会有大额的存货，2017、2018 年公司年底均有 100 亿元左右存货，预计 2019 年底仍保持 100 亿元以上存货，可满足 2020Q1 疫情阶段的设备需求。

图 118：烽火通信存货统计



资料来源：WIND、天风证券研究所

从需求看，疫情对运营商的招标、工程建设造成了短期的滞后，但是这块影响完全可以在疫情控制之后，完全有能力通过加大力度投资和建设(毕竟 2020 年还并非 5G 建设高峰期，人员、资金、产能、设备的利用率均未达到峰值)，完全可保证需求恢复。

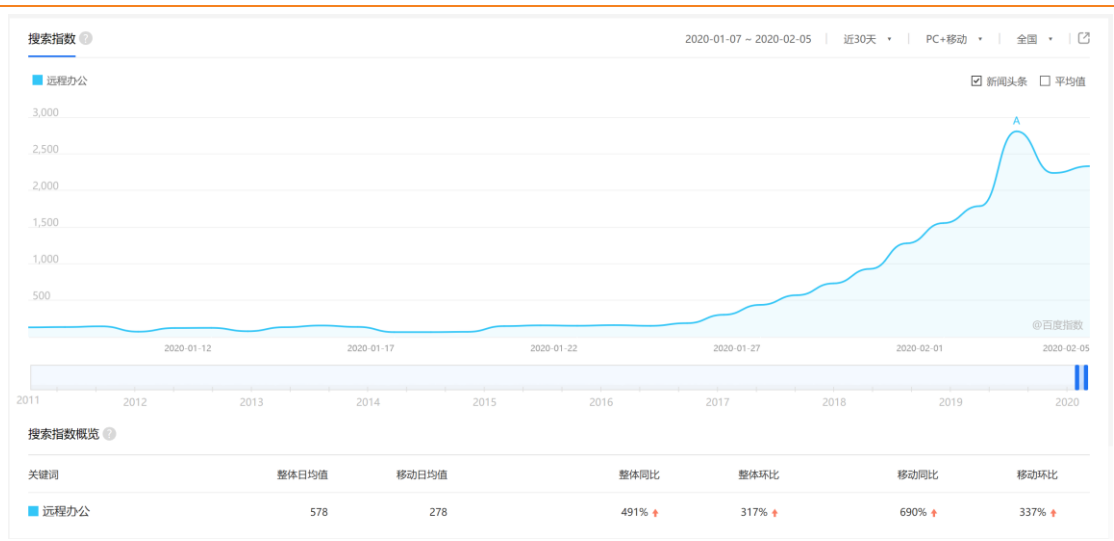
综上，无论从供给端，还是需求端，我们认为光通信设备在疫情期间的影 响将进一步递延到未来。短期行业也不会存在大的波动，站在未来三个月的角度来判断，若短期疫情有所好转企业复工正常，行业需求预计很快恢复，主要厂商的供给也会加速补缺，光通信设备行业有望快速恢复正常发展轨迹。

6.3.4. 新增需求的行业——云视频会议

1、疫情影响之下，远程办公需求短期迅速增加，云视频会议作为核心应用之一亦有望迎来新发展机遇

疫情影响之下，公司纷纷号召员工在家办公，远程办公需求短期迅速增加。根据百度热度指数，远程办公搜索指数今年 2 月份同比增长 491%，环比 1 月份增长 317%；移动端搜索指数同比增长 690%，环比增长 337%。

图 119：远程办公关键词热度搜索



资料来源：百度热度指数，天风证券研究所

2、政策支持和产业趋势共振，云视频会议具备更低成本、弹性扩容

视频会议是由语音通信、数据通信发展而来的，可以进行点对点或多点之间的双向视频、语音和多媒体的同步交流，实现近似面对面的交流效果，融合了语音通信和数据通信的功能，是远程通信发展的必然趋势。

1990 年代中期，视频会议初入中国。为了响应九十年代后期的现代化建设需求，并首先应用于中央政府和各级省、市地方政府机构及单位。

2003 年，国内在抗击非典的过程中，视频会议应用进入大众市场，国内视频会议迎来新一轮发展潮。2006 年视频会议迎来了新的里程碑，各大产商相继推出了高清视频解决方案，随之，高清成为行业发展主流趋势。

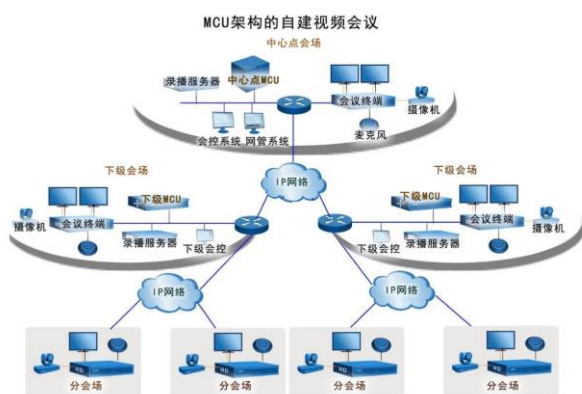
2016 年，政府重新修订《国家机关会议费管理办法》。办法规定，各单位召开会议应当坚持厉行节约、务实高效的原则，严格控制会议数量和规模，规范会议费管理。视频会议的普及应用，可以减少政府机构的会议成本，提高政府的工作效率。因此政府部门应用视频会议越来越成为主流趋势。

我们认为，中国视频会议行业受益于政策支持和行业需求的双涡轮驱动。一方面，国内政策对于信息化建设的持续推进，使得视频通信在国内发展进程得到促进。另一方面，SARS 事件刺激了远程医疗的需求，以及近年来兴起的线上教育的发展，云视频行业下游需求得到进一步的释放。

在系统结构上，传统专网视频会议大多采用 MCU 架构，即以 MCU（多点控制单元）作为中心平台设备，负责所有视频会议终端的接入、数据处理、网络处理以及会议管理，并以多台 MCU 的多级级联或者同一层级的多机堆叠进行大规模组网。

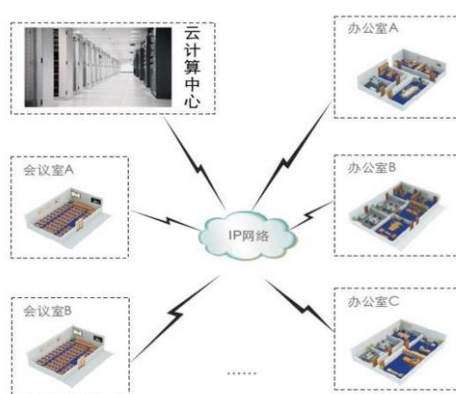
传统视频会议通过 MCU 的扩容提供扩展性，形成层级式架构，建设投资成本较高，而在“云视频”模式下，可以通过“云平台”提供灵活、快速和低成本动态配置能力，系统容量可以平滑扩展。例如最近钉钉和腾讯会议由于远程办公需求爆发，短时间平台登陆用户高速增长。钉钉在 3 日通过阿里云紧急扩容 1 万台服务器后，4 日再度扩容 1 万台云服务器，以应对群直播和语音视频会议的流量洪峰。据 TechWeb 报道，从 1 月 29 日至 2 月 6 日，腾讯会议每天都在进行资源扩容，日均扩容云主机接近 1.5 万台，8 天总共扩容超过 10 万台云主机，投入的计算资源超过 100 万核。

图 120：传统视频会议 MCU 架构



资料来源：苏州科达招股说明书，天风证券研究所

图 121：云视频会议架构

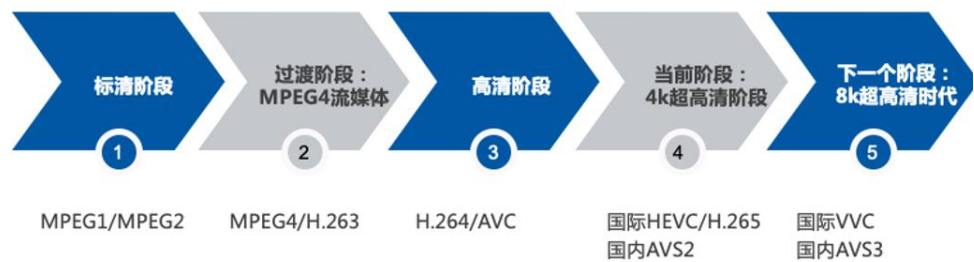


资料来源：苏州科达招股说明书，天风证券研究所

传统视频向云视频转变，核心技术在于视频编解码技术，传统视频主要是基于 H.264/AVC 技术，云视频基于 H.264/AVC 扩展而来的 SVC 技术（柔性编解码），目前主流的视频云厂商部分或已经支持最新的 H.265 标准。视频编转码运用较多的标准包括国际电联的 H.26x 系列标准、国际标准化组织运动图像专家组的 MPEG 系列标准和我国自主研发的 AVS 标准等。H.26x 系列标准由 ITU-T 下属 VCEG 制定，主要包括 H.261、H.262、H.263、H.264、H.265，应用于实时视频通信领域。相比 H.264，H.265 的最大优势是在维持画质基本不变的前提下，将视频传输的带宽减少到 H.264 的一半，在码率减少的同时，H.265 视频

画面质量甚至更好。

图 122：视频编转码的行业发展阶段



资料来源：当虹科技招股说明书，天风证券研究所

3、细分产业链环节和主要公司

我们梳理部分远程会议产业链公司（涵盖非上市公司），应用层包含：音视频会议、文档协作、以及综合协作；基础层包含：IDC/CDN、服务器、音视频终端、编解码/显控设备

图 123：远程会议产业链图



资料来源：腾讯新闻，天风证券研究所

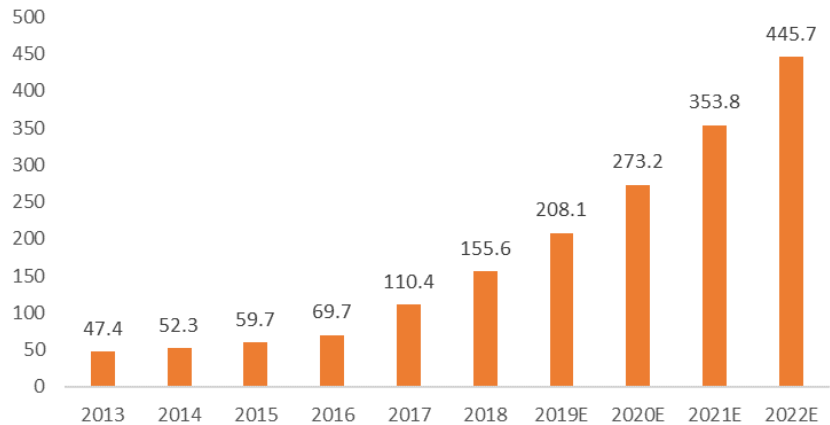
4、远程办公短期需求强劲，线上教育与远程医疗领域有望对云视频行业产生持续拉动

据阿里钉钉提供的数据，2月3日全国上千万家企业、近两亿人在家办公。早上9点，钉钉视频会议功能迎来历史流量高峰。

据华为云 WeLink 提供的数据，2月3日，新开户企业数 1.7 万，日环比增加 13%；基于华为云 WeLink 日会场次 12 万次，日环比增加 50%。

从国内视频会议市场看，根据 Frost&Sullivan 统计，我国视频会议市场持续呈现快速增长状态。2014 年至 2017 年，我国视频会议市场（包括云视频、传统专网视频会议）从 52.3 亿元增长至 110.4 亿元，年复合增长率为 28.28%。预计 2022 年国内视频会议市场规模达到 445.7 亿元。

图 124：中国视频会议行业规模（单位：亿元）

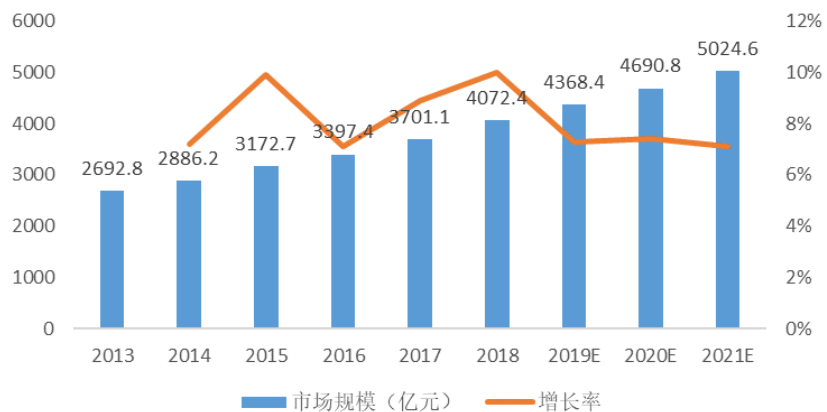


资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

以云视频为代表的现代办公服务已经突破了传统应用的场景范畴（如视频会议），向智慧教育、智慧医疗、远程培训等新应用场景渗透。

以教育为例，2019 年中国教育信息化整体市场规模预计突破 4300 亿元，未来两年持续增长。教育信息化 1.0 时代的快速增长得益于硬件设备自上而下的推广和购买。教育信息化 2.0 时代，处标准化硬件以外，软件和服务市场也将蓬勃发展，市场处于赛道抢占期。未来，随着 5G、AI、VR/AR 等技术在教育领域的应用，新的硬件升级、覆盖于整个教学活动的软件服务以及 C 端用户的付费场景增加等，整个教育信息化市场将迎来一波新的高速增长机会点。整体来看，教育信息化 1.0 时代主要是硬件厂商，2.0 时代将是硬件+云 SaaS 软件服务的竞争形势，我们认为行业竞争格局将有所变化，具备云+端的企业将享受 2.0 时代的行业发展。

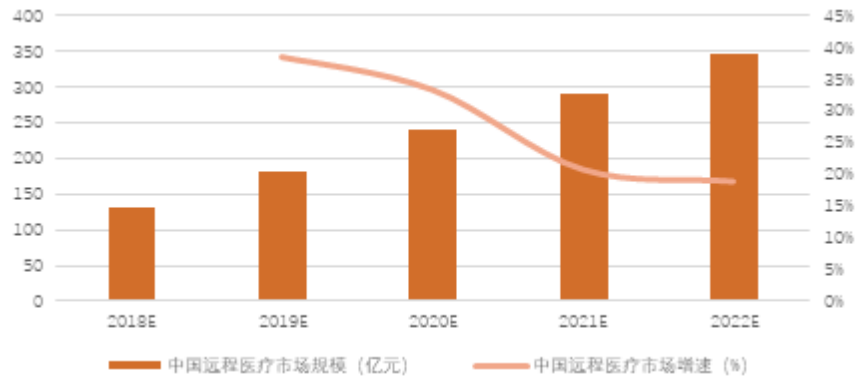
图 125：中国教育信息化市场规模



资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

另一重要应用是远程医疗，相较于传统医疗手段，打破了区域限制，对于偏远地区医疗资源的不足有一定的弥补。2018 年我国远程医疗市场规模将达到 130 亿元，未来五年（2018-2022）年均复合增长率约为 27.63%，2022 年将达到 345 亿元。

图 126：2018 年-2022 年中国远程医疗规模及增速



资料来源：中投顾问、天风证券研究所

5、远程办公、线上教育顺势起，视频会议行业将持续受益

1) 疫情背景下，视频会议需求陡增，SaaS 付费意愿、用户习惯迎来最佳培养期

国内的企业 SaaS 行业一直被市场诟病为付费意愿不足，没有美国成熟的商业环境，整体行业发展相对缓慢。这次疫情的影响我们认为不仅仅是简单短期的板块性催化，而是对整个国内的 SaaS 环境有着深远的影响。全国持续几个月、超大范围的 SaaS 软件的操作体验，我们认为这是一次深远的用户习惯的培养。

表 13：各厂疫情期间提供免费服务产品

云视讯厂商	产品名称	开通时间	截止时间	免费开放功能
腾讯	腾讯会议	2020/1/24	疫情结束	300 方会议协同服务
	企业微信	2020/1/26	疫情结束	上限 300 人音视频会议
阿里巴巴	钉钉	2020/1/29	疫情结束	全套免费解决方案
字节跳动	飞书	2020/1/28	2020/5/1	开放远程办公及视频等
中国电信	天翼云会议	2020/1/25	疫情结束	最高 100 方，远程会议、工作调度等
Zoom	Zoom	2020/1/27	疫情防控结束	不限时、免费在线视频会议服务
齐心集团	好视通	2020/1/27	疫情结束	500 方云视频会议
苏州科达	摩云视讯	2020/1/27	疫情结束	不限方数、不限时
亿联网络	亿联云视讯	2020/2/1	疫情结束	100 方入会，不限时
会畅通讯	会畅通讯云视频平台	2020/2/1	疫情结束	100 方云视频会议
梦网集团	视信云会议	2020/2/1	2 月底	支持远程办公、会议、同步协作等
小鱼易连	云视频会议	2020/1/26	疫情结束	100 方云视频会议
全时云	全时云会议	2020/1/26	疫情结束	100 方入会，不限次、不限时

资料来源：公司官网，深交所互动易，腾讯新闻，新浪科技，微博，天风证券研究所

目前各大厂商均在推行免费的体验，SaaS 类软件的下载和客户注册量迎来暴增，预计后续很多会转化成付费用户。我们认为，市场不要低估此次事件对行业的长期影响。

2) 远程办公、线上教育顺势起，视频会议行业将持续受益

2 月 5 日，阿里旗下移动办公应用“钉钉”首次超过微信，跃居苹果 App Store 排行榜第一，这也是苹果应用商店里，办公类应用产品历史上首次跃居第一，国内 TO B 端市场潜力无限。5 日凌晨，在苹果手机端应用商店和 MAC 电脑端应用商店，钉钉下载量均跃居免费排行榜总榜第一名。

短时间巨大的用户需求也反映在各家系统快速扩容上

2 亿人在家办公、视频会议的需求，给钉钉后台系统带来巨大压力。阿里云披露，钉钉在 3 日通过阿里云紧急扩容 1 万台服务器后，4 日再度扩容 1 万台云服务器，以应对群直播

和语音视频会议的流量洪峰。

据 TechWeb 报道，从 1 月 29 日至 2 月 6 日，腾讯会议每天都在进行资源扩容，日均扩容云主机接近 1.5 万台，8 天总共扩容超过 10 万台云主机，投入的计算资源超过 100 万核。

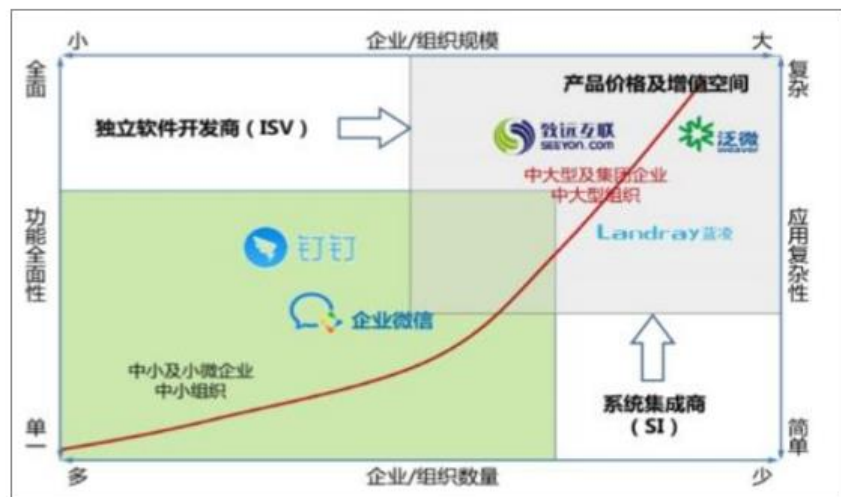
云视频服务商有望借势强势崛起，行业化应用是未来新的增长点。目前国内视频会议市场超过百亿，但云视频占比较小，未来仍然有非常大的增长空间。另外，以云视频为代表的现代办公服务已经突破了传统应用的场景范畴（如视频会议），向智慧教育、智慧医疗、远程培训等新应用场景渗透，进一步打开市场空间。我们认为，目前远程办公仍然处于发展初期，行业参与方共同培养用户习惯做大市场，巨头在企业办公领域拥有优势，云视讯服务商或在行业化应用市场形成个性化、差异化竞争。

3) 云视频行业百花争艳尚处于发展初期，未来垂直应用场景需求差异化

目前，行业参与者众多，现有协同软件市场竞争格局中，钉钉以及企业微信在企业协同工具及服务领域拥有大量的中小和小微企业客户，在轻量级协同工具与服务、移动端以及客户数量等方面构建起了竞争优势。

专业协同管理软件厂商产品基本覆盖中小企业与中大型企业，系统集成商（SI）与独立软件开发商（ISV）以各自基于自身在不同行业的客户资源为基础，聚焦包括政府、能源、制造、金融、电信、医疗等中大型客户，提供定制化协同管理解决方案和项目，其应用较复杂，项目周期较长。

图 127：企业协同管理软件市场竞争格局



资料来源：中国产业信息、天风证券研究所

6、三个月维度看，免费趋势预计结束，留存率决定行业长期前景

目前由于疫情带来的远程办公、视频会议、在线教育等，在巨头的推动下，基本以免费的方式提供给用户使用，进而培育用户习惯。预计三个月维度内，转向付费模式的可能性不高，行业尚未进入变现阶段。我们认为，当前行业仍处于用户习惯培育、差异化竞争阶段，商业模式变现并非这一阶段巨头们的第一选择，因此短期实际收入增量有限，中长期看，真正开始转向付费模式后，付费用户的留存率是决定行业市场空间的核心变量。

6.3.5. 新增需求行业——IDC/CDN

1、疫情对 IDC/CDN 需求的影响

1) IDC/CDN 行业简介

IDC 和 CDN 是互联网核心基础架构。网络用户访问网站、浏览视频、社交软件、网购、游戏等操作时，用户和业务数据均储存在集中化的数据中心（IDC）机房中的服务器中，图片、视频等大文件，还需要通过分散在更贴近用户的内容分发（CDN）节点进行提前缓

存和分发，降低对骨干网的带宽压力、降低延迟、提升用户体验。

网络应用搭建的过程简要来看：

- 1) 根据预期用户规模和网络内容大小，租用或自建 IDC 机柜，部署合适容量的服务器、分配足够的网络带宽；
- 2) 根据用户访问情况以及用户地域分布，在靠近用户的各个城市，租用或自建 CDN 节点，在靠近本地用户的机房中租用或部署合适容量的服务器、分配足够的网络带宽；
- 3) 将网络应用在 IDC-CDN 网络架构中完成部署。

图 128：用户访问互联网内容时 IDC 和 CDN 起到关键作用



资料来源：信通院《互联网网络架构白皮书》，天风证券研究所

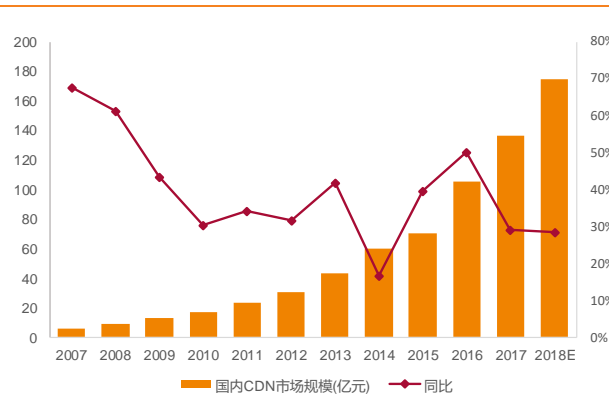
IDC 行业一般按照租用的机柜数量收费，机柜一般容量在 10-30 台服务器，业务量越大，需要配置的服务器就越多，相应的 IDC 机柜需求量也更大，因此 IDC 的需求与互联网业务量密切相关。CDN 行业一般按照租用的带宽收费，行业需求更是直接与互联网业务流量相关。目前国内 IDC 市场规模约 500 亿元人民币，CDN 市场规模在 200 亿元人民币左右。

图 129：中国云计算市场规模（IaaS 近似为 IDC 市场规模）



资料来源：IDC，天风证券研究所

图 130：中国 CDN 市场规模



资料来源：信通院，天风证券研究所

2) IDC 和 CDN 主要公司机房在疫情期间保障持续运行

IDC 和 CDN 行业的核心资产是数据机房，我们整理了行业内主要公司的机房分布情况，以及相应省市的复工时间如下：

表 14：主要 IDC/CDN 企业机房分布和复工情况

主要企业	主要机房分布城市	政府规定复工时间
阿里云	北京、上海、深圳、青岛、杭州、张家口、呼和浩特	杭州 2 月 16 日，其余均为 2 月 10 日
腾讯云	北京、上海、深圳、广州、南京、成都、重庆	成都 2 月 3 日复工，其余 2 月 10 日
光环新网	北京、嘉定、上海等	2 月 10 日
宝信软件	上海	2 月 10 日
数据港	上海、北京、内蒙古、河北、江苏、浙江、广东	杭州 2 月 16 日，其余均为 2 月 10 日
鹏博士	北京、上海	2 月 10 日
科华恒盛	北京、上海、广州	2 月 10 日
美利云	宁夏	2 月 10 日
网宿科技	超过 1000 个国内节点	分布在全国，2 月 2-16 日

资料来源：公司官网，各地政府官网，天风证券研究所

IDC 和 CDN 行业的核心指标是可用率，机房常备运维人员，保证电力和网络保持持续运行，疫情期间数据中心机房基本维持正常运转。对 IDC 和 CDN 行业来说，其业务模式非人力密集型，正常运行阶段机房中只需配备数个工作人员进行监控维护等工作，目前数据中心一般均配备了视频和环境监测系统，几千平米的数据中心只需要几个运维人员在监控室集中监控。有增量业务时，若无需增加服务器数量，则可通过系统直接远程操作完成；若业务量增加较大需要增加服务器数量，则需要通过物流体系将服务器运输至机房，由现场网络工程师将服务器插入机柜，并完成网络、电力等的布线，此过程也不需要太多人力，几个运维人员即可完成。

图 131：数据中心运维非人力密集型



资料来源：IT168，天风证券研究所

3) 疫情带来对 IDC/CDN 的增量需求

疫情期间，大量企业推迟开工，远程办公、视频会议、在线教育等应用大量落地。远程办公类应用基于互联网实现，其数据的存储、处理和传输必须依靠 IDC/CDN 网络体系。市场上较为主流的远程办公类系统在疫情期间纷纷进行大规模的系统扩容：

阿里云：2 月 4 日阿里旗下的钉钉在阿里云上紧急扩容 1 万台云服务器，保证视频会议、群直播、办公协同等功能的用户体验；

腾讯云：2 月 6 日腾讯会议 8 天共扩容超过 10 万台云主机；

华为 WeLink：原华为内部会议系统，2019 年底对外开放，春节期间新增数十万企业，实

现百万级日活用户数。通过华为云资源池调配，实现高峰期每分钟 1000 台云服务器的自动扩容能力。

图 132：视频会议系统结构



资料来源：通信产业网，天风证券研究所

以视频会议为例，接入一方的带宽需求约为 1Mbps-4Mbps，如果一场视频会议有 10 方参与，带宽需求将达 10Mbps-40Mbps。全国企业约有 4000 万家，假设 10 万家企业拥有视频会议需求，每家企业开一场平均 10 人的视频会议，那么带来的总带宽需求将达到 1000Gbps-4000Gbps。按目前 0.6 元/Mbps/天的带宽成本估算，若疫情带来的远程办公、视频会议应用增量持续 1 个月，带来的带宽需求规模将达到 500~2000Gbps*1000*0.6 元/Mbps/天*30 天=1800~7200 万元。若疫情结束后仍有 10%的用户留存率，则**全年带来带宽需求增量达到 3780~15120 万元。**

表 15：视频会议带来带宽需求测算

一方带宽需求	1Mbps	4Mbps
疫情持续 1 个月时间内用户数量	10 万	10 万
疫情结束后留存用户数量	1 万	1 万
平均接入端数	10	10
带宽单价（元/Mbps/天）	0.6	0.6
行业总增量需求（万元）	3780	15120

资料来源：腾讯新闻，阿里云，天风证券研究所通信团队测算

同时，由于视频会议、远程办公还将产生数据存储需求，根据主流厂商扩容规模看，阿里云、腾讯云等纷纷扩容上万台云主机。我们假设疫情持续的 1 个月左右时间内，全行业扩容 50 万台云主机（服务器），其中 40 万台是新增设备（其余 10 万台为已上架服务器的临时调配），平均每个机柜配置 20 台服务器，则将带来 2 万个新增机柜需求。后续疫情结束后假设用户留存率 10%，则将带来 2000 个机柜的长期需求。按照目前机柜单价 6000 元/月估算，疫情期间将带来约 1.2 亿元增量市场，后期仍将带来 1.32 亿元，总计全年将带来约 2.5 亿元增量需求。

表 16：视频会议带来带宽需求测算

时间段	疫情持续的 1 个月	疫情结束后
新增服务器数量	40 万	4 万
单机柜容量	20 台	20 台
新增机柜数量	20000 个	2000 个
机柜单价（元/月）	6000	6000
行业总增量需求（亿元）	1.20	1.32

资料来源：腾讯新闻，阿里云，天风证券研究所通信团队测算

6.3.6. 需求递延行业——光模块

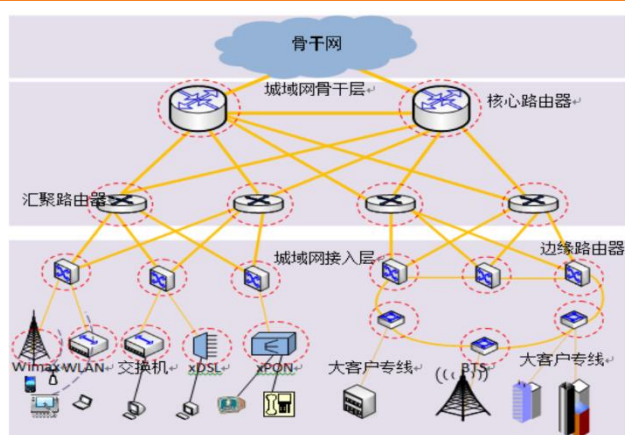
1、疫情对光模块需求的影响

1) 光模块行业简介

当前整个通信网络中，除基站天线到手机之间通过无线信号传输，其余基本全部通过光纤传输，光模块就是将网络设备中处理的电信号与光纤中传输的激光信号相互转换的核心器件。具体来看：

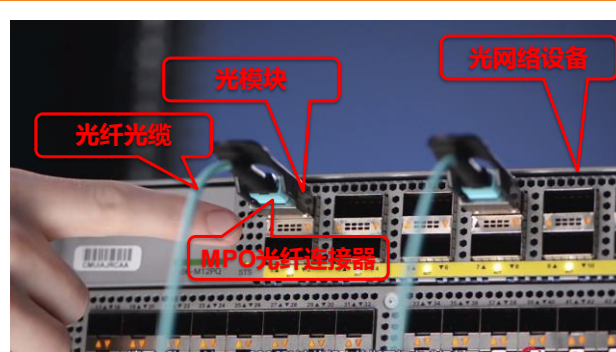
- 1) 信息处理分发通过光网络设备完成；
- 2) 光网络设备上插光模块，完成光电信号转换；
- 3) 光模块连接光纤光缆，将激光信号进行远距离传输；
- 4) 对侧光模块将光信号转换为电信号；
- 5) 对侧光网络设备接收光模块转换后的电信号完成信号接收和处理。

图 133：通信网络架构



资料来源：中国联通新一代网络架构技术白皮书，天风证券研究所制图

图 134：光模块是通信网络核心器件



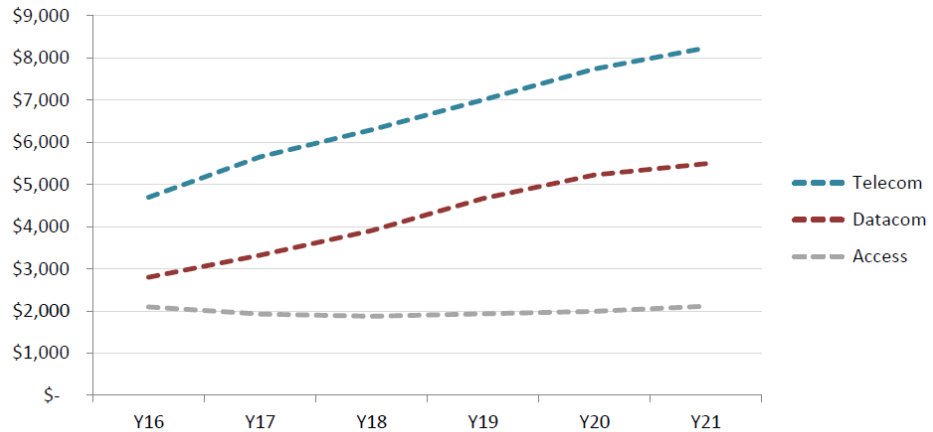
资料来源：OFWEEK，天风证券研究所

通信网络还可以进一步细分为电信网络和数据中心（数通）网络，其中电信网络指运营商建设的覆盖全国的底层通信网络，主要负责数据的传输，包括移动网络、宽带网络、企业专线等；数通网络则指云计算厂商以及专业 IDC 厂商运营的数据中心内部网络，主要负责数据的处理和存储。两个不同的网络体系下光模块的需求有较大差异，光模块市场一般也按照电信和数通两个市场来区分。具体来说：

1) 电信市场：电信网络由接入网、汇聚网络和核心网络三部分组成。接入网是最靠近用户的，使用的光模块速率较低（100M、1G、6G、10G、25G 等），传输距离也较短（500m、10km 等）。汇聚网络是区域流量的汇聚层，使用光模块速率较高（10G、40G、100G 等），传输距离也较远（20km、40km、80km 等）。核心网络是连接全国核心节点的大动脉，使用光模块速率最高（100G、200G、400G 等），传输距离也很远（80km、100km 及以上）。**电信市场主要由技术升级（5G 建设、千兆宽带入户等）和网络扩容需求驱动。**

2) 数通市场：数据中心内部由大量服务器、交换机组成数据存储、处理和传输网络。北美等云计算较发达地区，数据中心内部使用光模块速率较高（25G、100G、200G、400G），传输距离根据场景有所差异（<10 米至 2km）。中国数据中心光模块使用渗透率仍在爬坡过程中，速率相对较低（10G、40G 较多，100G 和 400G 逐步应用），传输距离相对较短（<10 米至 500 米，2km 较少）。**数通市场主要由应用需求升级（云计算、大数据、AI 等对带宽需求的增加）和网络扩容需求驱动。**

图 135：全球光模块及配套器件市场规模（百万美元）



资料来源：OVUM，天风证券研究所

2) 光模块主要公司及产能区位

全球光模块生产向中国集中，主流光模块公司的工厂基本都位于中国或东南亚，主要厂商及产能区位及复工情况如下：

表 17：主要光模块企业工厂分布空复工情况

主要企业	主要产能分布城市	政府规定复工时间
中际旭创	苏州、铜陵	2月10日
新易盛	成都	2月3日
光迅科技	武汉	计划2月17日
华工科技	武汉	计划2月17日
剑桥科技	上海	2月10日
Finisar	无锡	2月10日
海信宽带	青岛	2月10日
索尔思	成都	2月3日
AOI	宁波	2月10日

资料来源：公司官网，各地政府官网，天风证券研究所

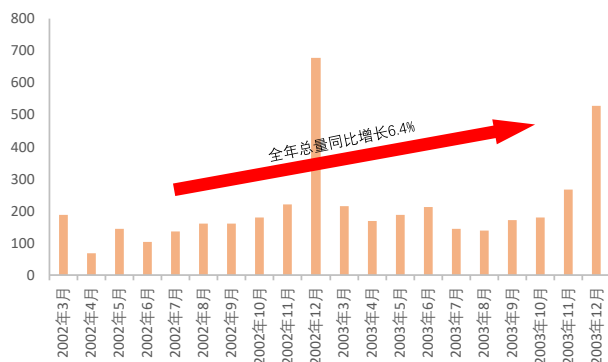
武汉是光模块行业重要的产业聚集地，国内主要的电信光模块厂商中，光迅科技和华工科技等均位于武汉，目前国资委通知的复工计划是2月17日正式复工，两家厂商部分留守员工（因封城未返乡的）已经开始厂区的复工准备工作，若疫情无重大变化，有望于2月17日开始正常开工。

3) 疫情对光模块需求的影响

如前所述，光模块两大主要市场电信市场和数通市场，核心驱动力均为技术升级和流量扩容需求。此次疫情不影响行业核心驱动力，预计需求有所递延，但总量不变。具体来看：

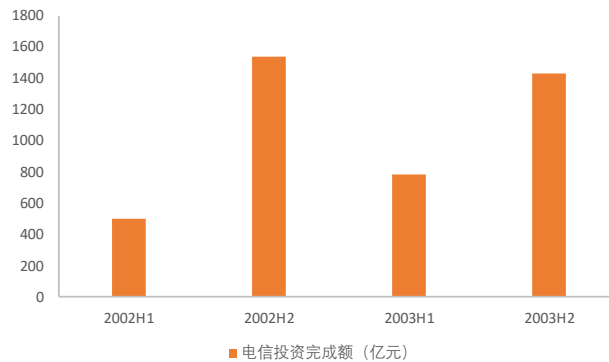
1) **电信市场**：当前正处于5G建设规模启动阶段。我们回顾2003年SARS疫情期间，国内正处于2.5G建设和2G扩容阶段，疫情的爆发短时间延缓了网络工程建设，但随着疫情缓解，运营商通过更先进的网络争夺用户的需求，以及政府制定的建设目标要求下，全年电信业投资额仍然实现增长，甚至超过运营商年初的规划。因此我们认为，在当前运营商竞争加剧、5G用户争夺激烈的阶段，运营商建设5G网络的需求会有推迟但不会下降。同时5G作为新经济的新基础设施，在经济承压的大背景下，国家推动建设的意愿会更强。电信光模块整体需求预计保持不变。

图 136：2002-2003 年中国电信行业投资完成额（单位：亿元）



资料来源：工信部，天风证券研究所

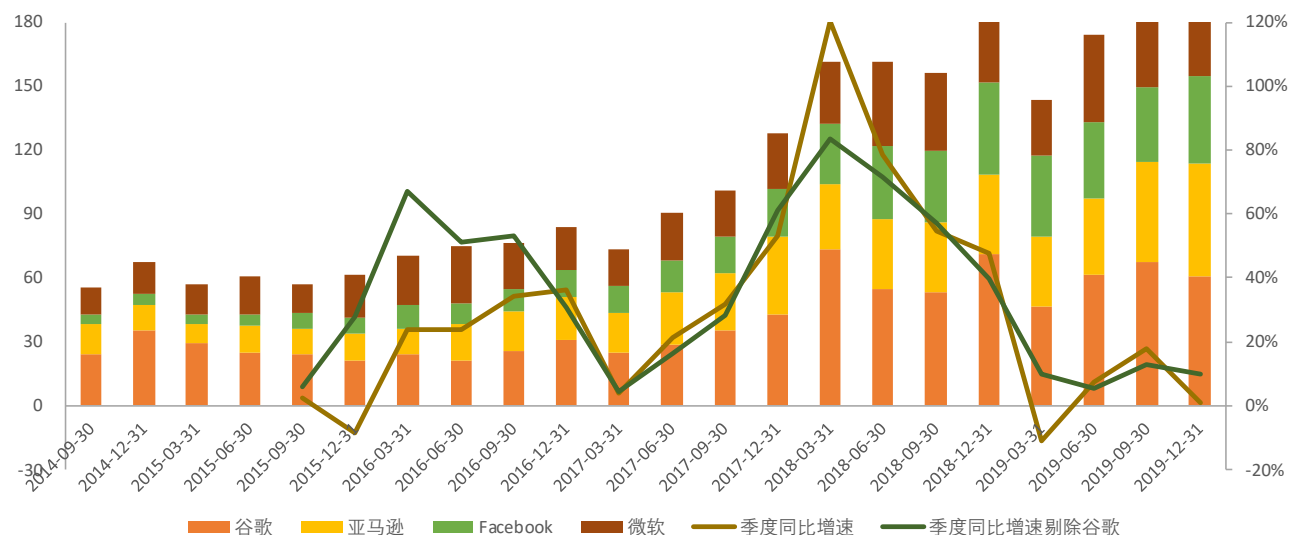
图 137：2002-2003 年每半年中国电信行业投资额



资料来源：工信部，天风证券研究所

2) **数据中心市场**：数据中心的核驱动力是云计算的带宽需求。全球云计算快速发展，主要的云计算厂商资本开支持续增长，奠定了数通光模块的总需求。中国市场受疫情影响，各类网络应用（远程办公、视频会议、在线教育、视频、游戏等）也迎来快速发展期，有望推动国内网络流量的持续增长。因此，数通光模块总体需求预计不受疫情影响甚至有正面影响。

图 138：北美主要云计算厂商季度资本开支（单位：亿美元）



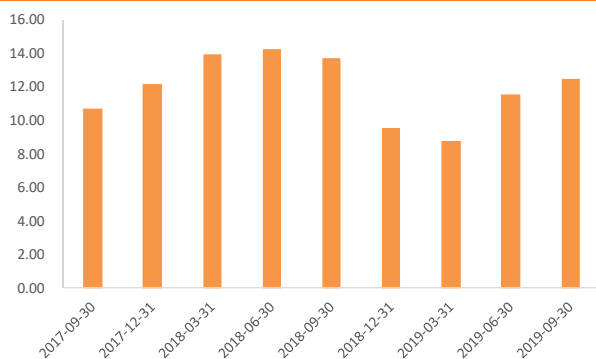
资料来源：Wind，天风证券研究所

2、疫情对光模块行业供给的影响

1) 开工推迟对光模块行业供给的影响有限

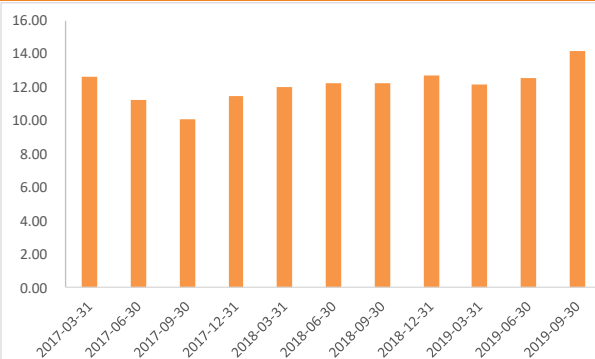
光模块行业产能具有一定弹性，不同型号产品的产线部分可以复用，并非全年满负荷运转，还要根据客户实际订单进行库存储备和生产管理。我们选取业务聚焦光模块行业的标志性企业进行分析，其中以数通产品为主的际旭创单季度收入波动较大，若按收入最高的季度为满产计算，全年公司总产能利用率约 85-90%；以电信产品为主的光迅科技按收入最高季度为满产计算，全年公司总产能利用率约 90%。

图 139：中际旭创季度收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 140：光迅科技季度收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

同时，由于此次疫情是在春节前后爆发，光模块企业由于需要满足全球客户的需求，春节前一般会提前储备原材料及产成品，节后开工率不足阶段，仍能满足客户短期需求。若不考虑备货因素，推迟 1-3 周复工，若其他时间保持满产，则仍能达到 94-98%的产能利用率，仍能满足正常的交付要求，若考虑备货因素，则供给更为充裕。

2) 疫情持续发展导致最差情况分析

根据我们上文的测算方式，光模块行业主要企业为保证最低 85-90%的产能开工率来满足客户需求，能够承受的最长复工延误为 5-8 周（即 3 月 8 日-3 月 29 日前复工）。若考虑提前备货因素，可以承担的复工延长将更长。

综上，我们认为光模块行业需求端未受此次疫情影响，出货推迟数周不改全年市场规模的预测。从供给端看，行业总产能仍然充裕，能够承受进一步延迟复工月 1-2 个月的影响。展望未来 3 个月看，当前疫情控制的趋势较好，若能够在 3 月底前全面复工，则行业发展基本不受影响，产业链将迅速回归原有发展轨迹。

6.3.7. 需求递延的行业——物联网

1、疫情对需求的影响

1) 物联网行业介绍

物联网我们主要定义为人与物体或者物与物的链接。传统的移动互联网主要是解决人与人的链接，例如微信是典型的社交工具。物联网场景在家庭里面的应用典型例子是小米打造的各式智能物联网终端。在产品应用领域上，物联网做到了多行业的下游应用。产品广泛应用于无线支付、车载运输、智慧能源、智慧城市、智能安防、无线网关、工业应用、医疗健康和农业环境等领域。

图 141：物联网应用领域



资料来源：Wind，天风证券研究所

2) 细分产业链环节和主要公司

从产业链上看，物联网是在当前通信网与互联网基础上的发展延伸，从体系架构来看，物联网可以分为感知层、网络层和应用层，构成一个庞大的产业链体系。

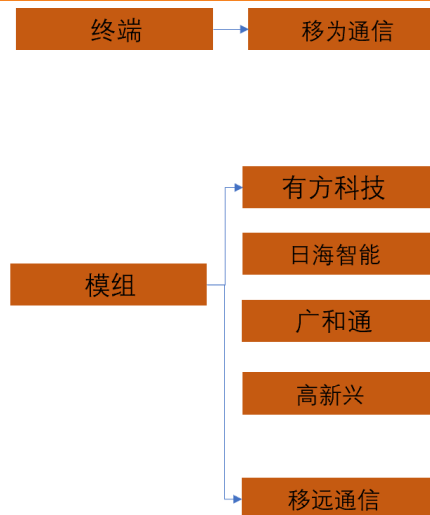
图 142：物联网应用领域



资料来源：Wind，天风证券研究所

物联网从产业链上划分主要是模组、终端、平台等，目前上市公司主要集中在模组和终端两个细分领域。模组公司包括移远通信、高新兴、广和通、日海智能和有方科技；终端公司包括移为通信。模组和终端公司目前都是采取代工的方式进行外协生产，代工厂基本集中在深圳、东莞等广东区域。

图 143：产业链相关公司



资料来源：Wind，天风证券研究所

3) 疫情对需求的影响：全球产业格局决定海外需求转移可能性不大，国内需求递延

从收入占比看，物联网公司一季度收入占比基本是 20%左右，小于全年平均季度。

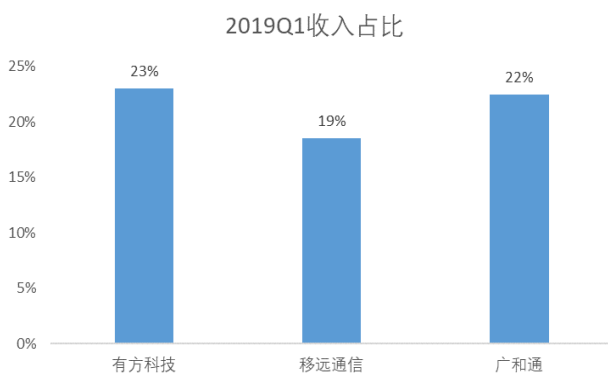
从市场看，物联网公司基本都是全球市场。例如移为通信 85%以上市场都在国外；模组公司中移远通信、广和通、有方科技的国外收入占比均在 50%左右。

海外市场受到的疫情影响相对较小，但是对产业链的影响我们要分开分析。

对于终端公司来说，海外客户粘性较高，延迟两到三周基本没有影响；

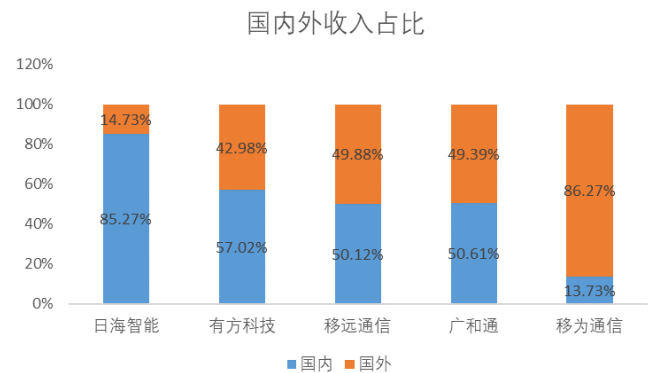
对于模组厂来说，客户粘性相比终端来说较弱，行业交付速度是一个比较关键的指标。如果未能在规定时间内交付，存在可能性的海外订单流失。

图 144：主要公司一季度收入占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 145：主要公司国内外收入占比



资料来源：wind，天风证券研究所

但是考虑到目前全球模组厂行业格局，我们倾向于认为模组厂的海外需求转移整可能性不大。目前全球产业链向国内转移趋势明显，海外厂商竞争力日趋下降，只能在个别领域如车载存量市场保有份额。目前海外市场更多是国内的竞争，所以在同样受到疫情影响的情况下，各方的海外份额相对稳定。

对于国内市场，物联网模组及终端主要针对的是 B 端市场，包括智能支付、安防监控、智能表计、无线网关、智能家居等。此类市场需求的内在驱动主要是行业及物联网大趋势。短期内受到疫情影响，即使各方采购活动相对谨慎，从全年来看会通过后面几个季度的加大采购来弥补。

2、疫情对供给的影响

1) 开工推迟对行业供给的影响：深圳、东莞代工厂延迟一周复工

模组和终端公司目前都是采取代工的方式进行外协生产，代工厂基本集中在深圳、东莞等广东区域。目前东莞全市有 4491 家公司已经于 2 月 10 号之前复工，其中制造业占比接近 80%，深圳也陆续在 10 号展开复工。

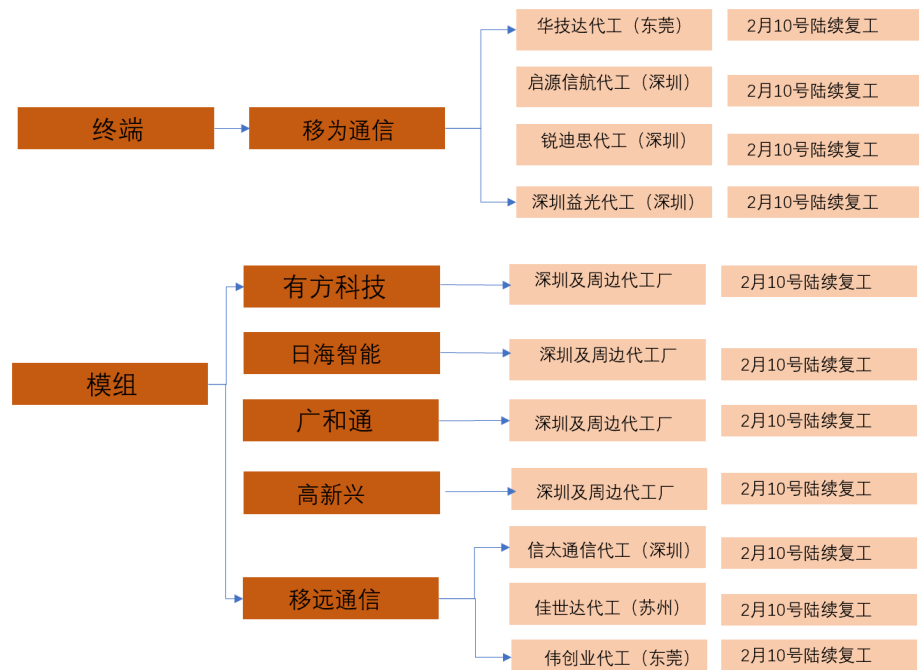
移为通信的代工厂主要集中在深圳，另外东莞的华技达也是其代工厂。

有方科技、日海智能、广和通、高新兴均是深圳及周边代工厂；

移远通信代工厂包括信太通信、佳世达和伟创业等。

由于深圳、东莞代工厂众多可以替代的选择较多，同时复工延迟一周，预计整体影响较小，后续可以赶工。

图 146：产业链相关公司及相关代工厂



资料来源：Wind，天风证券研究所

2) 行业供给与需求的匹配

从收入占比看，物联网公司一季度收入占比基本是 20%左右，小于全年平均季度。同时需求不会消失，而是在后续季度递延。

从供给看：

1、如果后续代工厂通过一季度后段赶工来匹配订单，一季度收入影响很小。

2、如果未能通过赶工匹配订单，从开始复工到满产，我们假设需要 2-3 周，影响产能在 20%左右；考虑到一季度收入比例 20%，假设订单流失，全年收入影响比例 4%左右。

3) 疫情持续发展导致最差情况分析

考虑极端情况，如果复工延迟到 3 月，三月开始复工。我们认为供需两方面都会受到较大影响：

1、供给方面，一季度产能影响 60%左右，单季度收入影响巨大；

2、需求方面，一个月的延迟复工会对海外客户有巨大影响，尤其是模组公司。虽然国内

物联网模组厂全球竞争力日益增强，但模组交付速度比较关键。预计会有跟多订单流失到海外厂商。

3、三个月后行业展望：国内物联网公司全球崛起

三个月后，疫情有望全面控制，企业正常开工。物联网行业相关公司重新进入正轨。作为下一个万亿市场，我们认为国内物联网公司有望持续成长。

从近两年市场份额来看，国产模组厂商份额快速提升。根据 TSR 的数据，2017 年国内的移远通信、芯讯通、有方科技、广和通、中兴物联市场份额分别为 7%、4%、2%和 3%。而到了 2018 年，国产模组厂市场份额大幅提升。其中移远通信达到了 12.11%，仅次于 sierra。芯讯通、广和通、有方科技 2018 年市场份额分别为 4.5%、5.6%和 2.5%。

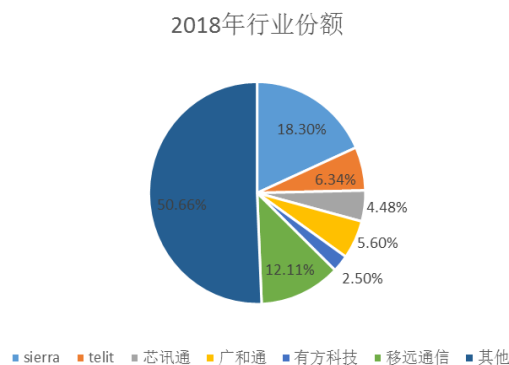
展望 2019 年，移远通信继续保持高速增长，相比较 sierra 增速比较平稳，移远通信有望于 2019 年成为全球最大的蜂窝模组厂商。广和通、有方等国内优秀物联网模组公司未来在全球的份额也将持续提升。

图 147：2017 年全球物联网模组份额



资料来源：TSR，天风证券研究所

图 148：2018 年全球物联网模组份额



资料来源：TSR，天风证券研究所

6.3.8. 风险提示

疫情持续时间超预期，运营商资本开支低于预期，企业复工进度低于预期，产业链恢复速度低于预期。

6.4. 计算机：疫情如何影响计算机行业？在线化/医疗 IT/5G 有望加速

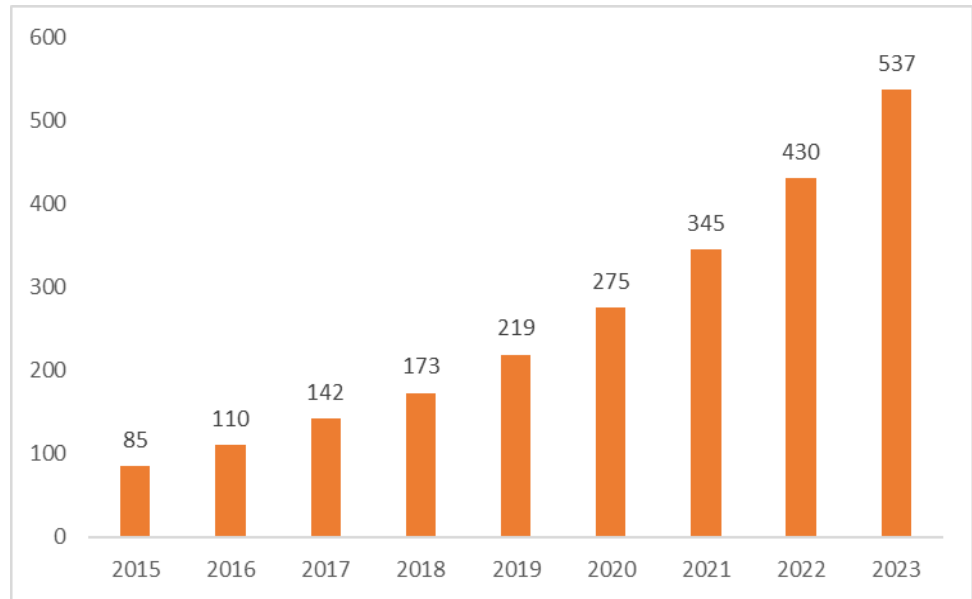
(——天风计算机：沈海兵/缪欣君等)

6.4.1. 视频会议/远程办公等领域成为刚需，在线化有望加速

1、视频会议：普及速度将明显加快

视频会议已在发达国家（地区）十分普及，我国视频会议市场尚处于发展初期，市场空间巨大。视频会议在发达国家应该非常广泛，已成为各企业重要的会议实施方式之一，可以有效控制管理成本，提高管理效率。相比发达国家（地区），我国视频会议市场目前尚处于发展初期。这一方面是因为国内企业常用的多层级管理模式，另一方面也与国内企业偏好于直接面对面沟通的传统习惯有关。随着我国企业扁平化管理的日渐普及以及基础通信网络建设水平的不断提高，视频会议被越来越多的企业频繁使用。据 IDC 统计，19 年国内视频会议市场规模为 2.19 亿美元，未来 5 年 CAGR 为 25%，预计 2023 年国内市场规模达到 5.37 亿美元。

图 149：2015-2023 年中国在线视频会议市场规模（单位：百万美元）



资料来源：前瞻产业研究院、新浪财经、天风证券研究所

技术和场景是核心驱动力，公共安全突发事件扩大应用影响力。2003 年国内在抗击非典的过程中，视频会议进入大众市场，视频会议迎来了第一次高速发展期。2006 年视频会议迎来了新的里程碑，各大厂商相继推出了高清视频解决方案。2008 年，奥运会在中国的举办采用了高清信号进行直播，高清成为行业发展主流趋势。2010 年以后，三网融合后的网络实现了多网络对接，实现了网络的聚合效应，为视频会议奠定了基础。多方通信服务将在频度、广度、深度等多方面介入企业与个人的业务和生活，成为重要社交媒介。云计算技术大大提升了数据传输的能力并降低了成本，使高品质、大容量的会议数据传输不再困难；流媒体等图像技术应用将改善视频沟通效果，增强用户的现场感与互动体验；移动互联网技术及智能手机终端的发展将进一步提升用户使用的便捷性与频度。

此次疫情无论从短期还是中长期都会加快视频会议的渗透进程。此次疫情具有较强的传染性，人和人之间的直接接触不利于疫情的防控，而视频会议则可以很好的解决该问题，由微信搜索可知各类机构，如学校、政府和企业纷纷使用视频会议进行办公。腾讯、华为和阿里等互联网巨头都向社会开放其视频会议将加快用户习惯的培养，好视通等视频会议厂商也免费提供视频会议应用，加强疫情的防控。

互联网巨头的加入将促使行业快速扩容，行业应用和服务将成为未来竞争重点。腾讯、华为和阿里等互联网巨头和云计算巨头公司纷纷加入视频会议市场，促使行业容量快速扩大。推测小型企业客户未来将多采用巨头公司的免费视频会议产品，大中型客户则多付费采用具有多样功能或定制化功能的视频会议产品。视频会议能否与政府、金融、医疗、教育等行业的应用需求相结合拓展，能够提高服务响应能力，将是未来竞争的重点。

图 150：各类机构纷纷使用视频会议进行办公

我校召开防控新型冠状病毒感染肺炎工作领导小组**视频会议**



领导小组第一次全体会议通过钉钉**视频**形式召开。学校党委书记宋富军主持会议...
浙江纺织服装学... 34分钟前

中油工程召开新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作领导小组**视频会议**



1月30日，中油工程组织召开新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作领导小组**视频**...
中油工程 56分钟前

再部署再落实：陕科大贯彻落实全省教育系统新冠肺炎疫情防控工作**视频会议**精神



会议室召开会议，收听收看全省教育系统新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作...
陕西科技大学 1小时前

资料来源：微信搜索、天风证券研究所

图 151：为抵抗疫情，好视通免费提供视频会议

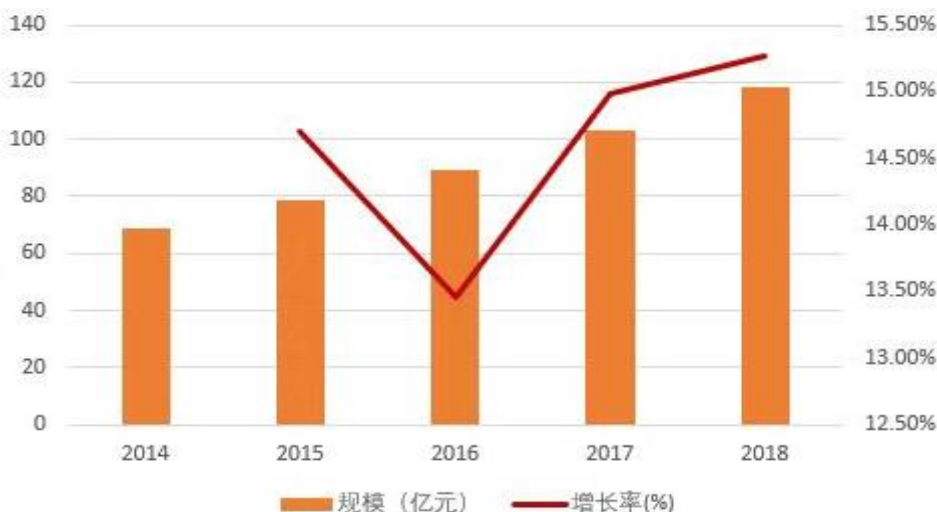


资料来源：好视通公众号、天风证券研究所

2、协同办公：远程工作现象普遍，协同软件需求迫切

2018年中国协同办公软件市场规模118.5亿元，同比增长15.2%。据中国信息产业网数据，2018年我国协同管理软件行业形势持续向好，全年整体市场规模达到118.5亿元，同比增长15.2%，2014-2018年复合增长率超过14%。

图 152：2014-2018年中国协同办公软件市场规模



资料来源：中国产业信息，天风证券研究所

多地延长工作假期，远程工作现象普遍，协同办公需求迫切，行业有望加速成长。随着疫情影响人群持续扩大，为最大限度降低传染病传播范围，国务院27日发布公告：延长2020年春节假期到2月2日，继而部分企业宣布：2月2日至2月9日员工可进行远程办公。而上海、深圳等进一步要求，2月9日24时前，企业不得复工。部分企业为防范风险，鼓励员工在家办公。预计远程工作现象将大面积发生，协同软件需求迫切，行业有望加速成长。

图 153: WPS 全员协作办公软件界面



资料来源: WPS 云办公服务公众号, 天风证券研究所

图 154: 泛微网络移动办公产品组件

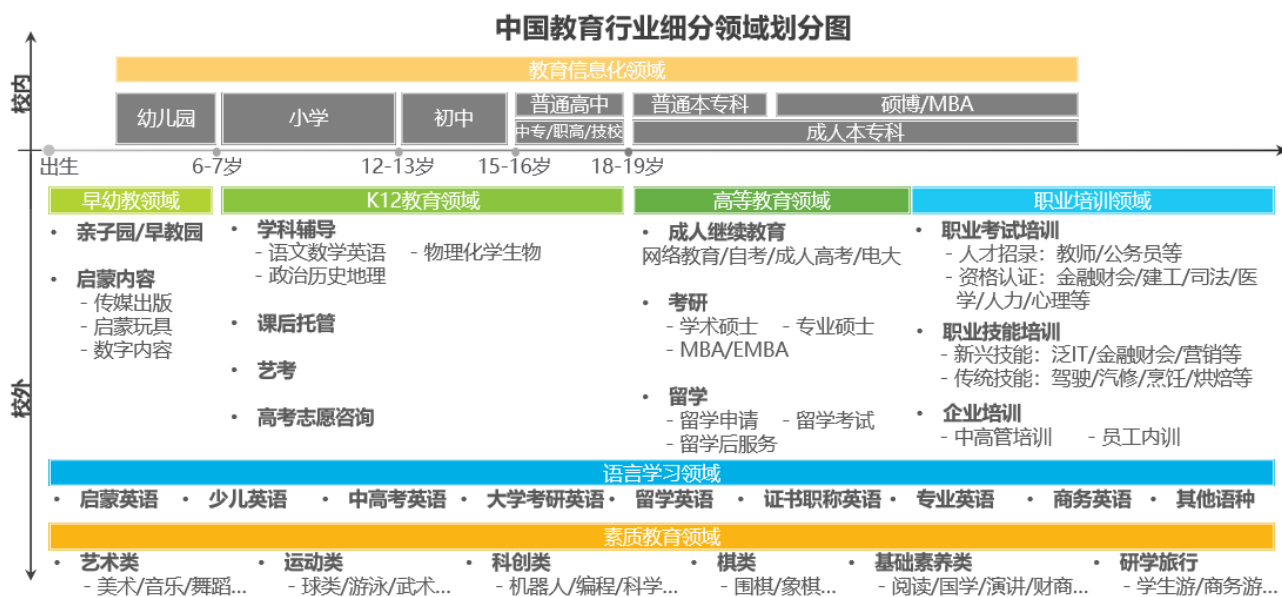


资料来源: 泛微网络官网, 天风证券研究所

3、在线教育、电商需求旺盛

受教育本身行业属性的影响, 在线教育具有庞大的市场规模和多种应用场景。教育行业是年产业规模高达万亿的巨型行业, 拥有复杂的细分行业, 并且彼此交叉。其中的早教、K12 教育、高等教育、职业培训、语言学习、素质教育(以上面向校外, 消费者是个人或机构)、教育信息化(面向校内, 消费者是学校或政府)都可以运用互联网这一载体进行教育培训活动, 开展在线教育, 因此具有非常庞大的市场规模和各种各样的应用场景。

图 155: 中国教育行业细分领域划分图



资料来源: 艾瑞咨询、天风证券研究所

在线教育在疫情中发挥了更大的作用, 习惯的培养将推动渗透率加速提升。1月27日晚, 教育部发布《关于2020年春季学期延期开学的通知》, 要求部属各高等学校、地方所属院校、中小学校、幼儿园等学校适当推迟春季学期开学时间。同时, 多地发布通知暂停线下培训活动, 并鼓励尽可能利用互联网和信息化教育资源为学生提供学习支持。响应教育部“停课不停学”的要求, 多家在线教育企业都开始免费为中小學生提供线上课程。随着在线教育习惯的培养, 渗透率有望加速提升。

表 18: 在线教育企业疫情期间为用户提供服务

企业	疫情期间提供的具体服务和措施
新东方集团	向全国中小學生, 免费开放旗下专业在线教育平台“新东方在线”所有春季班直播课程, 第一批将供应一百万份。即日起, 全国中小学在读學生, 可登录新东方在线官网或下载“新东方在线中小学”APP, 即可立刻领取春季班直播课程。
跟谁学+高途课堂	向武汉地区的中小學生捐赠 20000 份价值 2000 万元的寒假正价直播课。

网易有道

全国所有在校小初高学生可在有道精品课上直接报名，免费申请学习相应年级的春季开学课程。此外，针对此次面向全国的免费线上直播课程，网易有道还同步增设 500 万元全勤奖学金。

资料来源：新东方官网、蓝鲸财经、天风证券研究所

电商在应对疫情中蓬勃发展，MCN 大潮下，电商有望迎来新一轮发展机遇。由于疫情规模还在扩大，大部分居民的线下购物行为受到一定影响，电商开始发挥更大的作用，满足了居民卫生保健和饮食等各种需求。在口罩、消毒液等医疗防护物资上，阿里巴巴、京东、拼多多等各大电商正在结合各自优势，从供应链到物流运输，协调资源解决口罩告急，同时避免了人群聚集造成的疫情传播。同时，MCN 潮流势不可挡，用户线上购物体验进一步提升，电商有望迎来新一轮发展机遇。

表 19：在线电商疫情期间为用户提供服务

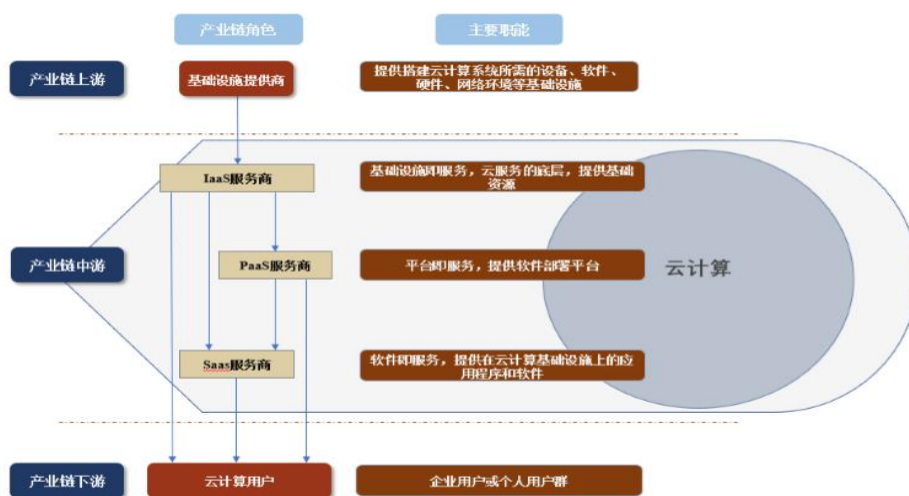
企业	疫情期间提供的具体服务和措施
新东方集团	1688、阿里国际站、淘宝、天猫等建立专项工作组，截至 1 月 22 日 18 时，已协调到 92 家国内口罩厂商，可统计的口罩现货库存共计 4612.2 万只。上述厂商预计节前可继续生产 157 万只；节后全面恢复生产后，预计日产能 1628.9 万只。
京东	1 月 19 日至 22 日期间，京东平台口罩累计售出超过 1.26 亿只、消毒液累计销售 31 万瓶，洗手液累计销售 100 万瓶。
网易有道	从 2020 年 1 月 1 日 0 点到 20 日 24 点，平台累计售出口罩类商品 36.3 万件，相比去年同期增长近 310%，维 C 泡腾片超过 13 万件，增长 162%。同时，平台上的 84 消毒液、白醋、板蓝根等产品销量也都有 50% 以上的同比增幅。

资料来源：新浪财经、天风证券研究所

4、云化趋势持续渗透，行业发展有望加速

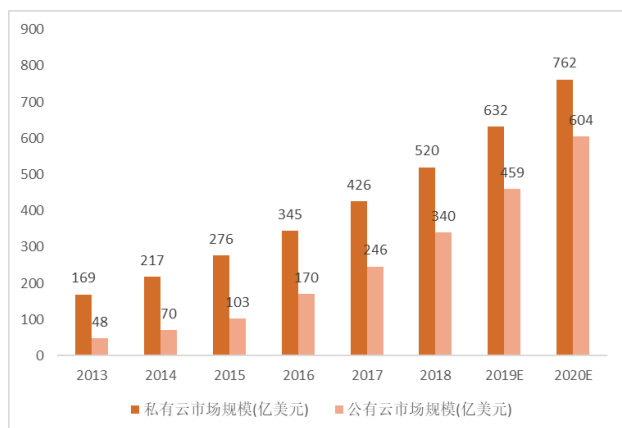
云计算的虚拟化、高扩展性、高通用性和高可靠性在疫情等应急状态下具有更好的保障作用，预计云化趋势加快。云计算支持用户在任意位置、使用各种终端获取应用服务。所请求的资源来自“云”，而不是固定的有形的实体。应用在云中某处运行，但实际上用户无需了解、也不用担心应用运行的具体位置。只需要一台笔记本或者一个手机，就可以通过网络服务来实现我们的需要。同时，云计算不针对特定的应用，在云的支撑下可以构造出千变万化的应用，同一个云可以同时支撑不同的应用运行。云的这些特性，使得云计算在疫情等应急状态下具有更好的保障作用，避免本地化部署以及本地维护造成的不便，预计云化的趋势有望加快。

图 156：各层云计算设施可替代传统 IT 部署



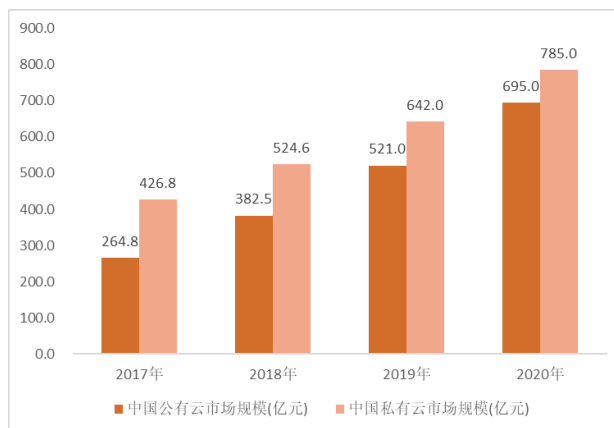
资料来源：优刻得招股说明书、天风证券研究所

图 157：2017-2020 年全球云计算市场规模（单位：亿美元）



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

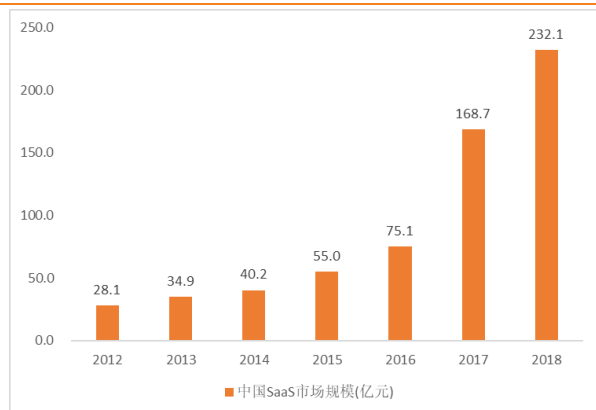
图 158：2017-2020 年中国云计算市场规模（单位：亿元）



资料来源：前瞻研究院、天风证券研究所

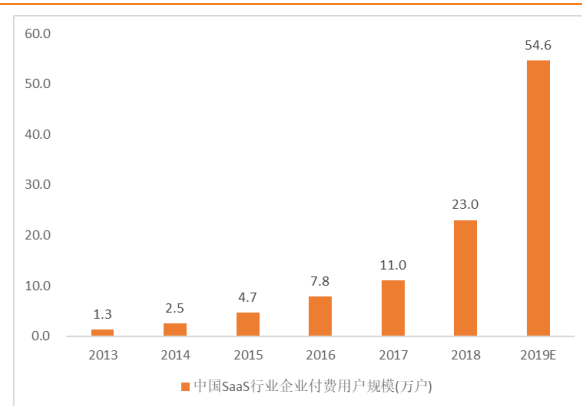
在线化应用的推广促使 SaaS 加速，用户认可度大幅度提升。疫情期间在线化应用进一步普及，视频会议、在线办公、在线教育等在线应用被企业和消费者进一步接触，更加深层次的了解到在线化的便捷，有助于进一步促使 SaaS 加速，培养用户习惯，提高用户认可度。根据 IDC 的报告，2021 年中国 SaaS 市场规模有望突破 323 亿元，2018-2021 年年复合增长率预期将超过 30%。2013 年我国企业 SaaS 付费用户规模仅为 1.3 万户，2018 年付费用户规模已达 23 万户，2013-2018 年复合增长率达到 78%。预计我国企业用户对 SaaS 服务形式的认可大幅提升，行业进入高速发展阶段。

图 159：2012-2018 年中国 SaaS 市场规模（单位：亿元）



资料来源：前瞻研究院、天风证券研究所

图 160：2013-2019 年中国 SaaS 企业付费用户规模（单位：万户）



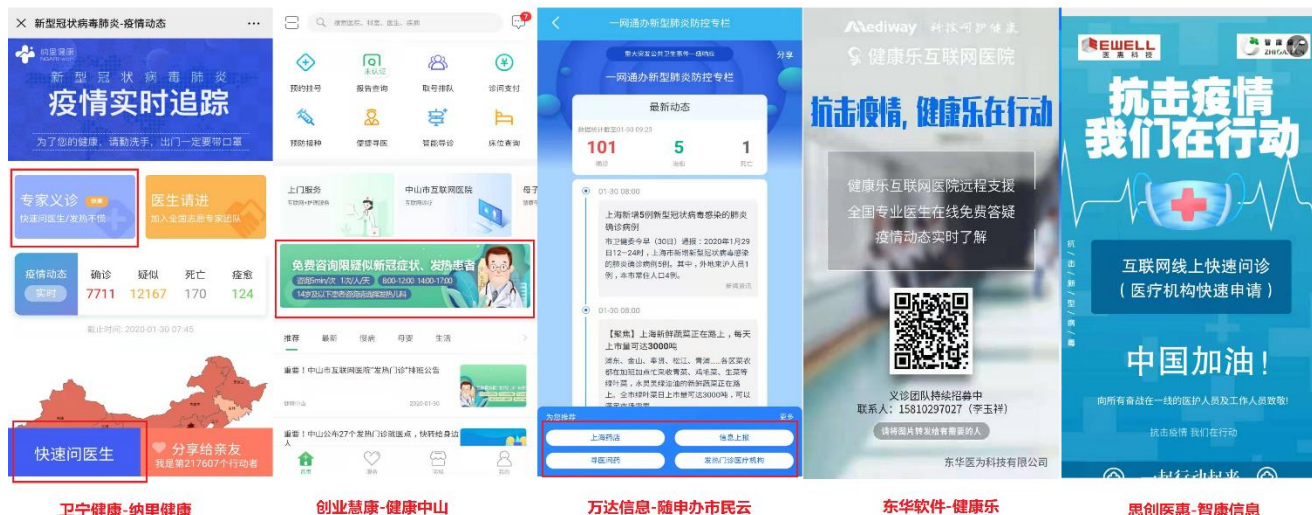
资料来源：前瞻研究院、天风证券研究所

6.4.2. 医疗信息化：互联网医疗加速发展，公卫/院内信息化有望加强

1、消费者线上问诊习惯充分培养，互联网医疗有望加速发展

互联网医院线上问诊成为缓解医疗资源紧缺、防止疫情扩散的重要工具，各地互联网医院相继开通线上发热门诊。疫情爆发以后，全国各地互联网医院加急上线发热门诊。1月26日，山东首批48家具备互联网诊疗资质的医疗机构已经开通了线上发热门诊。1月29日，上海复旦大学附属华山医院、上海市第一人民医院、上海市第六人民医院、上海市公共卫生临床中心、上海中医药大学附属龙华医院、上海市中医医院、上海市儿童医院、上海市皮肤病医院等8家市级医院首批试点开通互联网在线问诊，针对发热门诊及其他慢病提供线上问诊服务。

图 161：主要几家公司均开展疫情问诊通道



资料来源：各家公司对应 APP 产品，天风证券研究所

表 20：全国各地互联网医院集中上线“发热门诊”

省份	线上“发热门诊”开通情况
山东省	1月26日，山东首批48家具备互联网诊疗资质的医疗机构已经开通了线上发热门诊
安徽省	1月24日，安徽全省五家互联网医院于于当日下午三点前开通“网上发热门诊”
江苏省	1月26日，江苏健康通集齐全省互联网医院上线，开通发热门诊
上海市	1月30日，上海8家市级医院开通互联网线上问诊服务，针对发热门诊及其他慢病提供线上问诊服务
中山市	1月28日，中山开通互联网医院“发热门诊”，市民可免费就诊
衢州市	1月27日，衢州市人民医院“互联网医院发热门诊”上线
江山市	1月28日，江山市中医院互联网发热门诊快速问诊开通
厦门市	1月25日，厦门大学附属第一医院互联网医院
高邮市	1月29日，中医院互联网医院“发热门诊”上线
遂宁市	1月23日，遂宁市中心医院开通互联网医院发热门诊

资料来源：新华网、央广网，天风证券研究所

患者问诊积极性显著提高，用户线上就医习惯充分培养。自疫情爆发以来，患者线上问诊的积极性显著提升，截止2020年1月30日午间，卫宁健康上线/正在上线的153家互联网医院，累计为患者提供快速问诊服务超过10万次，开展专项培训42场。华中科技大学附属同济医院在线门诊上线首日，近400位同济专家接诊，问诊患者达1万人次。我们认为，线上问诊模式最大程度调动了现有紧张的医疗资源，方便群众就医，避免普通患者奔波过程中引发交叉感染，成为患者优选的就医手段，用户习惯得到充分培养，行业发展有望急速。同时，此次疫情事件中，互联网医疗的优势充分体现，行业有望得到重视。在医保支付配套政策支持下，行业新业务、新模式有望加速发展。

图 162：患者问诊习惯、医保支付等要素齐备后，互联网医院有望加速发展



资料来源：国务院办公厅、卫健委、医保局官网等，天风证券研究所

2、传统业务：复盘 SARS 事件历程，公卫/院内信息化建设有望加强

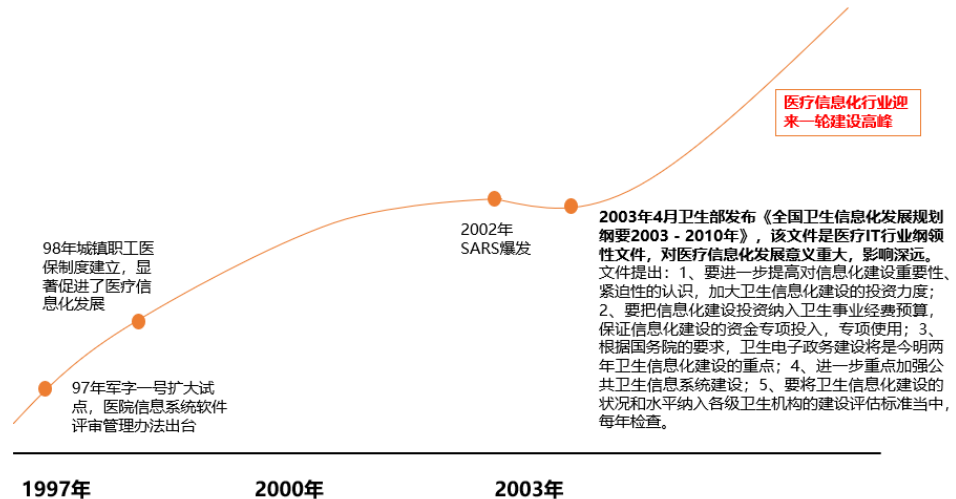
SARS 事件后，医疗信息化行业得到高度重视，行业迎来一轮建设高峰。在 SARS 事件出现以后，政府逐步意识到，如果在卫生方面出现问题，将对公众健康、国民经济造成巨大影响。因此，自 2003 年起，政策对医疗事业的高度重视。2003 年 4 月，卫生部发布《全国卫生信息化发展纲要 2003-2010 年》。该文件从建设内容、标准体系，到预算体系、阶段目标、考核机制等方面面对医疗信息化建设进行了统筹性的规划，是行业发展的纲领性文件。自 2003 年后，我国院内信息化、公共卫生、区域医疗信息化迎来一轮建设高峰。

图 163：SARS 影响了两个季度的经济状况（单位：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

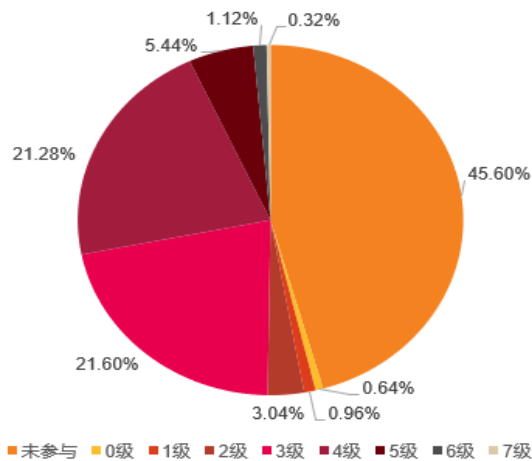
图 164：SARS 过后，医疗信息化行业得到重视，行业迎来一波建设高峰



资料来源：卫生部官网等，天风证券研究所

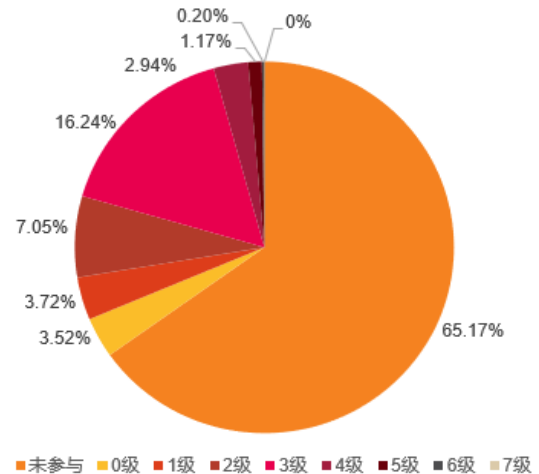
肺炎疫情后，公共卫生、院内信息化系统升级建设有望得到强化。自 1995 年以来，无论是 HIS 普及，还是电子病历、区域信息化的建设，我国医疗行业已经取得长足进步。但当前仍存在诸多问题：首先，CIS 系统仍然处于较低水平，全国电子病历水平仍然较低；其次，院内系统间互通水平低下，“孤岛”现象明显。在互联网医院等新方向发展起来后，系统间的割裂更加严重。再次，医院新系统架构老旧，耦合性较高，系统运行风险大；再次，区域互联互通水平低，数据共享水平不足。本次肺炎建设过程中，医卫系统弊端充分暴露，传染病网络直报系统与医院 HIS 相互独立、互不连接，系统数据传输需要通过中间人工手动陆续，这不仅增加了医卫人员的工作负担。我们认为，本次肺炎疫情后，医卫一体化需求迫切，院内信息化的历史遗留问题有望得到解决，新一代信息系统有望开启行业下一个十年。公卫/院内/基层医疗信息化多层面共振，驱动行业进入一轮强化建设期。

图 165：2018 年我国三级医院电子病历等级分布



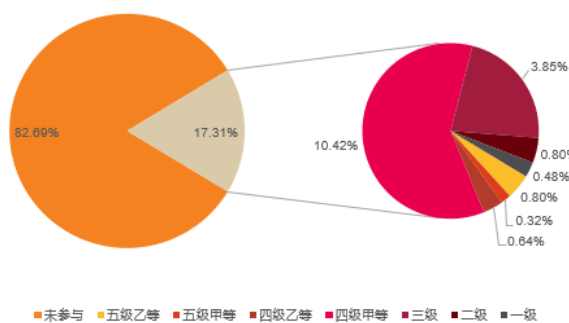
资料来源：中国医院协会，天风证券研究所

图 166：2018 年我国三级以下医院电子病历等级分布



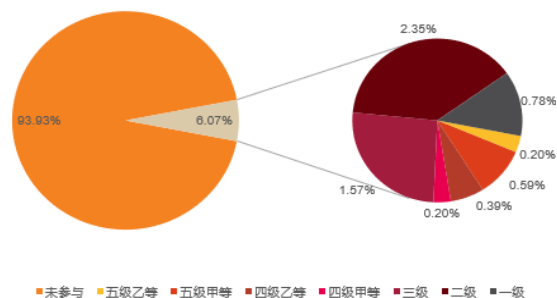
资料来源：中国医院协会，天风证券研究所

图 167：2018 年我国三级医院互联互通等级分布



资料来源：中国医院协会，天风证券研究所

图 168：2018 年我国三级以下医院互联互通等级分布



资料来源：中国医院协会，天风证券研究所

3、网安、大数据提高疫情防控能力，有望加速发展

大数据、网安有望加速发展。公共卫生，院内信息化的建设离不开大数据、网络安全的支持，疫情期间，大数据、网安为疫情防控发挥重要作用。美亚柏科大数据团队配合公安机关及各地执法部门所建设的大数据系统发挥重要作用，为北京、云南、广东、福建、沈阳等近十个省市的执法部门统计和掌握由疫情重灾区进入本地的人员和车辆的行动讯息提供技术支持，协助执法部门统计疫情可能扩散的范围和趋势。从 2019 年 12 月 10 日至今，安恒信息在武汉协助湖北省多家医疗机构和重点医院等进行监测、预警、通报，现场支撑，应急响应并及时针对性防护。我们认为，疫情过程中，大数据、网安发挥了重要作用，有望得到重视，加速发展。

图 169：美亚柏科为疫情网络舆情监测提供技术支持



资料来源：美亚柏科微信公众号，天风证券研究所

图 170：安恒信息为疫情提供安全支持

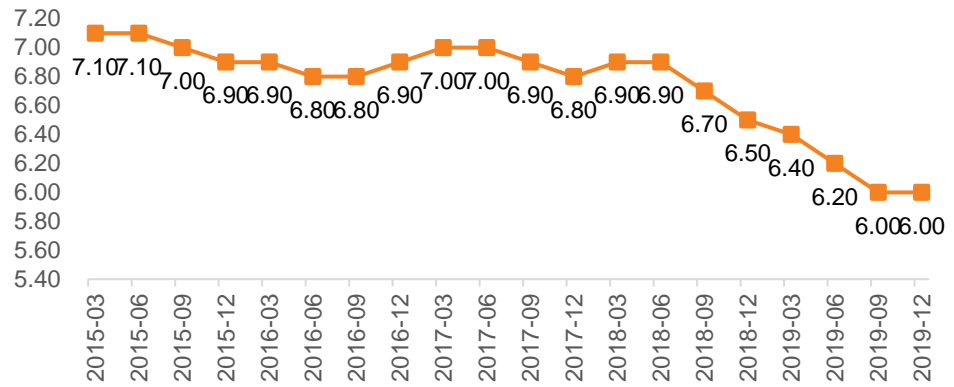
从 2019 年 12 月 10 日至今，安恒信息武汉办一直积极协助湖北省多家医疗机构和重点医院等进行监测、预警、通报，现场支撑，应急响应并及时针对性防护，在 2020 年 1 月份疫情扩散之初，主动迅速联系湖北当地政府部门、疾控和重点医疗卫生机构，排除网络安全隐患，持续保障网络安全，提供全方位支撑服务。同时，7*24 小时值守，为重要新闻广播媒体系统、全国 200+ 家医疗机构、防疫相关网站等提供安全服务。

资料来源：安恒信息微信公众号，天风证券研究所

6.4.3. 疫情或致逆周期调节力度加大，5G 相关投资有望受益

经济增长承压，叠加疫情或致后续逆周期调节力度加大，5G 基础设施和重要应用领域有望受益。2019 年后半段，经济增速略有承压，三、四季度 GDP 同比增速降至 6.0%。本次疫情恰逢春节时段，对节后返工情况造成影响，同时若短期内疫情难以得到有效控制，对线下服务业也将有较大影响，预计一季度供给与消费两端均难有大起色。同时 WHO 将本次疫情列入“国际关注的突发公共卫生事件”，对出口端也可能构成影响，我们预计后续逆周期投资调节手段力度或有加大。我们判断 5G 将是 2020 年投资的重点领域之一，建议重点关注受政府投资强促进的领域，如车联网，另外基础设施服务器、可视化等也将受益。

图 171: GDP 同比增长率降至 6%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

1、车联网: 自动驾驶必要条件, 路侧试点正式开展, 投资节奏或有加速

V2X 车路协同是实现自动驾驶的必要条件。目前自动驾驶技术多基于单车级智能化, 如使用车载激光雷达为代表的传感器进行探测, 并据探测结果做出驾驶指令调整。但传感器方案存在探测距离限制与扫描盲区, 因探测范围限制或探测失灵导致的事故层出不穷, 要实现大规模可信赖自动驾驶, V2X 车路协同是不可缺少的必要条件。

图 172: V2X 与自动驾驶技术的融合



资料来源: 买车网, 天风证券研究所

试点项目全面启动, 路侧投资或迎加速机遇。此前工信部部长苗圩明确表示 5G 一大重要应用是车联网, 而工信部与交通部达成共识加速公路数字化、智能化改造。**交通部已重点在北京、河北、广东三省市试点。**随着试点项目的逐步落地, 公路智能化改造投资有望正式开展。路侧改造作为政府主导的重要基础设施, 我们预计投资有望获得大幅加速。

表 21: 车联网项目进展

试点省份	预计投资额	进度和参与方
北京、河北	未知	一期项目延崇高速部分 4 公里, 延崇高速总长度 116 公里, 面向冬奥会; 参与厂商华为、百度、千方
广东	2 亿	一期项目南沙大桥 12 公里, 港珠澳大桥回环总长度 300 公里; 参与厂商华为、金溢

资料来源: 金溢官网, 千方科技公告, 科技魔方, 中华科技网, 凤凰网, 天风证券研究所

单公里改造费用预计百万左右, 若投资加速, 2020 年即有望开启百亿级投资机遇。根据我们的测算, 道路智能化单公里投资额预计在百万元左右, 其中 V2X 基站预计每个成本在 20 万左右, 每公里预计需要 3 个; 加上实施、工程改造等约 40 万元。此前交通部相关人

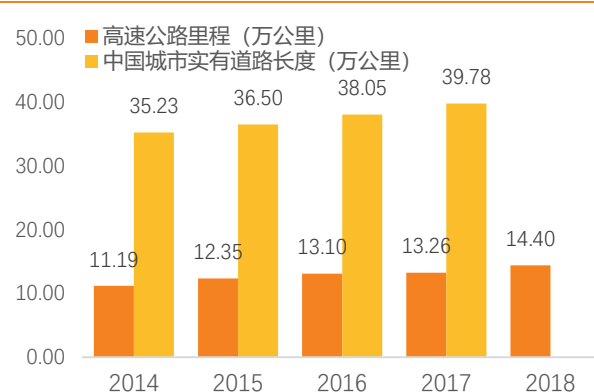
士的预测也在百万元量级。根据交通部数据，2018年中国高速公路里程已近15万公里，则仅考虑高速公路改造，整体改造规模超1400亿元。若试点成功叠加投资加速，2020年即有望达到百亿级投资。

图 173：单公里智能化投资测算

单位公里智能化投资	金额(万)	备注
V2X基站		
RSU天线	10	
边缘计算服务器	6	2个
其他	4	风向传感器、摄像头等
单价	20	
V2X基站投资额：单位公里		
	60	公路500米一个，若车流量大预计300米一个
其他工程		
	40	实施、工程改造
总投资额	100	

资料来源：金溢科技招股说明书，阿里巴巴，天风证券研究所测算

图 174：2018年中国高速公路里程近15万公里

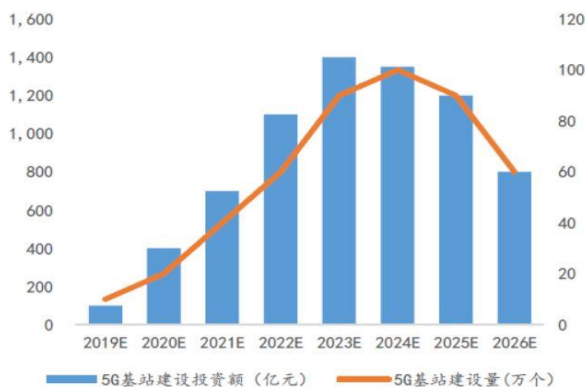


资料来源：Wind，交通部，天风证券研究所

2、服务器：5G应用重要基础设施，上游拐点已现

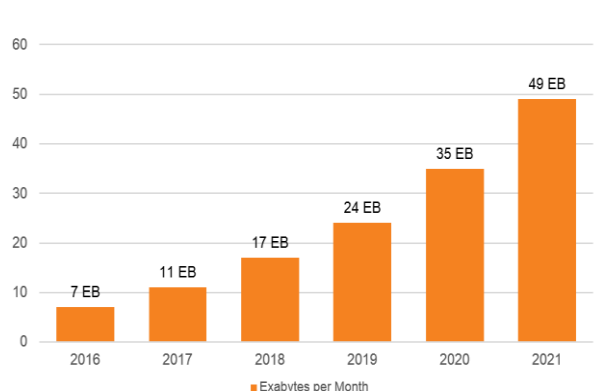
5G进入建设加速期，有望刺激流量大幅增长，服务器需求增加。根据各大运营商的计划，2019年为5G商用试验阶段，2020年即进入规模商用推进阶段。根据中国产业信息网预计，2019-2023年，基站建设规模将逐年加速，至2023年达接近1400万个。5G的快速推进有望刺激网络流量快速增长。据思科预测，从2016年到2021年，流量消费增速将不断提升，2019年流量消费为每月24EB，而到2021年，流量消耗将实现翻倍增长。流量的增长必然将带来服务器需求的增加。

图 175：2019-2026年中国5G基站建设规模预测



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

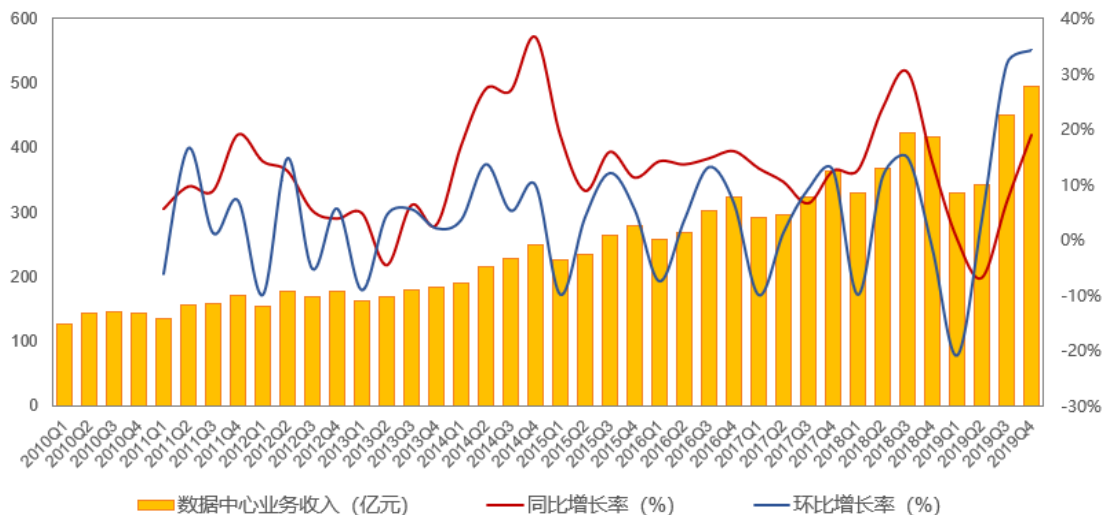
图 176：5G刺激流量大幅增长(单位：EB)



资料来源：Cisco，天风证券研究所

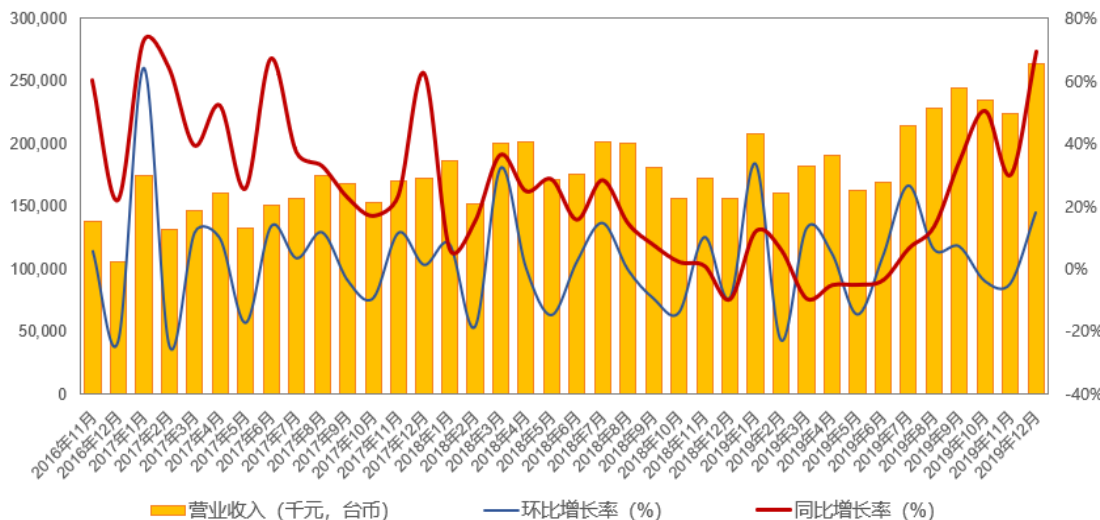
产业链上游拐点已现，佐证服务器行业进入高景气周期。观察产业链，可见上游厂商业绩拐点已现。根据Intel公布2019Q4财报，数据中心事业部(DCG)实现营收72.1亿美元，同比增长19%。作为X86服务器芯片领域份额超90%的市场领导者，英特尔数据中心事业部19年收入触底后迅速反弹，收入高速增长预示着服务器行业高景气周期来临。其他上游厂商方面，台股机壳厂商勤诚、BMC芯片厂商信骅、主板厂商技嘉、华擎等业绩12月均取得优秀增长。

图 177：英特尔数据中心事业部 Q4 业绩超预期



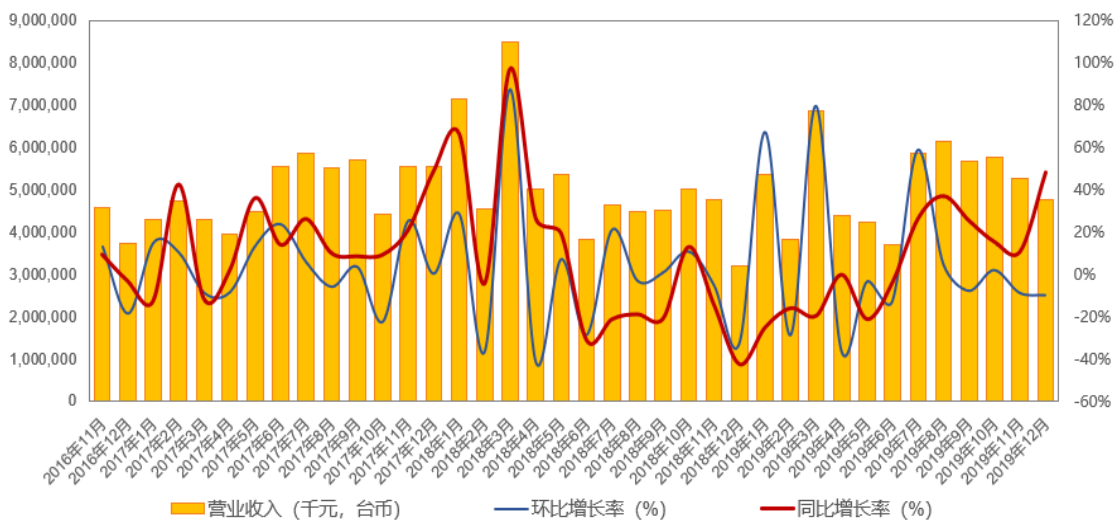
资料来源：Bloomberg 等，天风证券研究所

图 178：上游芯片厂商信骅 12 月收入增长 69.44%



资料来源：Histock，天风证券研究所

图 179：上游主板厂商技嘉 12 月收入同比增长 48.28%，增幅创 19 年单月新高



资料来源：Histock，天风证券研究所

3、可视化：网络安全体系刚需，与宽带速率息息相关

网络可视化技术是网络安全体系中不可或缺的部分。为了解决传统网络日志的痛点，网络可视化技术应运而生。网络可视化设备是“流量监测管家”，以网络数据流量为基础，将数据的流量信息在平台上全部显示出来，这为网络安全分析人员提供了友好的交互手段，提高了分析效率，是网络安全体系中不可或缺的一部分。因此，运营商每年对网络可视化设备都存在着大量招标与采购需求。

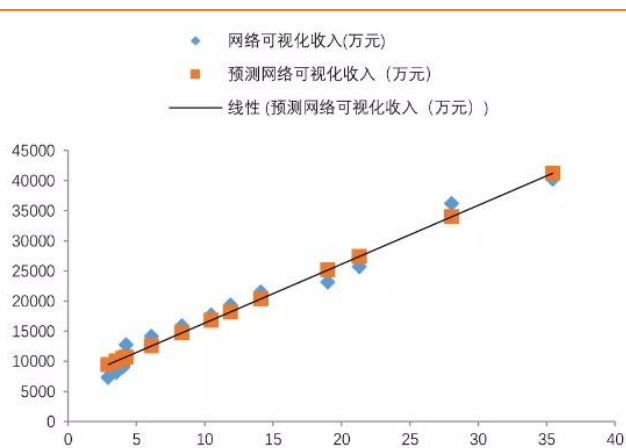
表 22：网络可视化实现网络优化和监管，是刚需

痛点	带来的问题	网络可视化设备的解决方案
数据量增大，来源更复杂	分析人员难以分析以指数增长的网络数据量	以可视化形式减少数据分析负担
黑客技术革新	传统数据分析方法不再有效	能够识别新的攻击类型
自动化监测系统不够智能	存在大量漏报和误报	使人的认知和判断居于主导地位
传统局部分析思路	难以掌握宏观网络安全态势	将人从繁重的数据中解放出来，能够纵观全局

资料来源：赵颖等《网络安全数据可视化综述》，天风证券研究所

网络可视化市场增长与宽带速率息息相关，骨干网扩容带来增长空间。我国近年大力发展网络基础设施建设，根据中国宽带发展联盟的《中国宽带速率状况报告》披露数据，我国平均宽带速率呈现指数型增长。随着 5G 进入商用阶段，我们预计 2020-2021，5G 全国骨干网有望启动向 400G 扩容，网络可视化有望同步配置。

图 180：恒为科技可视化收入与网络宽带发展正相关



资料来源：中国宽带发展联盟，天风证券研究所

图 181：我国骨干网升级扩容历程



资料来源：新浪新闻，搜狐新闻，飞象网，天风证券研究所

6.4.4. 投资建议

1) **在线化、云化趋势加快**：受疫情影响，各类机构，如学校、政府和企业纷纷使用视频会议等工具进行在线办公。在新技术、新模式和新产品的多方助力下，互联网巨头纷纷入局，社会进一步感受到视频会议和在线办公的便捷性和实用性，预计未来在线化办公和视频会议的核心竞争力在于如何将产品与行业更好地结合。此外，受到在线化服务的普及，用户会意识到云计算虚拟化、通用化等特点在应急状态下带来的可靠和便捷，预计未来云化和 SaaS 化速度加快，用户认可度上升。标的方面，重点推荐**苏州科达、齐心集团、淳中科技、金山办公、泛微网络**，建议关注**国联股份、捷顺科技、当虹科技、金财互联、科大讯飞、新开普、用友网络、广联达、致远互联**等。

2) **医疗 IT 和网络安全景气度再提升**：创新业务方面，疫情爆发后，各地互联网医院相继开通线上“发热门诊”，线上问诊的优势突出体现，患者线上问诊的习惯充分培养，问诊量显著提升。我们认为，经过此次疫情时间，互联网医疗发展有望得到重视。在医保支付配套政策支持下，行业新业务、新模式有望加速落地；传统业务方面，复盘 SARS 事件影响，SARS 疫情发生后，政府充分意识到了医疗信息化的重要性，卫生部于 2013 年 4 月发布了纲领性文件《全国卫生信息化发展纲要 2003-2010 年》，开启医疗信息化行业一轮发展高峰。我们认为，本次肺炎疫情后，医卫一体化需求迫切，院内信息化的历史遗留问题

有望得到解决，新一代信息系统有望开启行业下一个十年。公卫/院内/基层医疗信息化多层面共振，驱动行业进入一轮强化建设期。此外，大数据、网安深度助力疫情防控，后续有望加速发展。医疗信息化重点推荐卫宁健康、久远银海、创业慧康、思创医惠，建议关注东华软件、麦迪科技、万达信息、中科软等，安全重点推荐美亚柏科、安恒信息、深信服、启明星辰等。

3) 逆周期调节力度或将加大，5G 相关投资有望受益：未来推进自动驾驶的进程中，V2X 车路协同是车载传感的重要补充，路侧设备将是不可或缺的基础设施。由于路侧建设由政府部门直接规划，我们判断有望成为重要的投资抓手之一。若本次疫情后政府投资加大，有望直接受益。服务器行业直接受益 5G 商用进程带来的流量增长趋势，在线上化应用规模与功能日益增长的过程中，需求端高景气。上游业绩近期不断验证，服务器回暖幅度有望超预期；网络可视化技术是网络安全体系的刚需，作为传统网络日志的升级，与宽带速率提升息息相关。在 5G 商用进程来临过程中，我国 5G 骨干网络有望升级进入 400G，为网络可视化技术带来新的空间。同时网络可视化行业主要由运营商投资带动，若后期投资加大，充分受益。标的方面，重点推荐浪潮信息、中科曙光、恒为科技、中新赛克、金溢科技、千方科技、四维图新等。

6.4.5. 风险提示

政策落地低于预期，云化进展低于预期，互联网医疗落地进展低于预期，5G 商用化进展低于预期。

7. 疫情对上游周期行业影响分析及展望

7.1. 农业：新冠疫情对农业板块的影响几何？

（——天风农业吴立/魏振亚/陈潇/王聪）

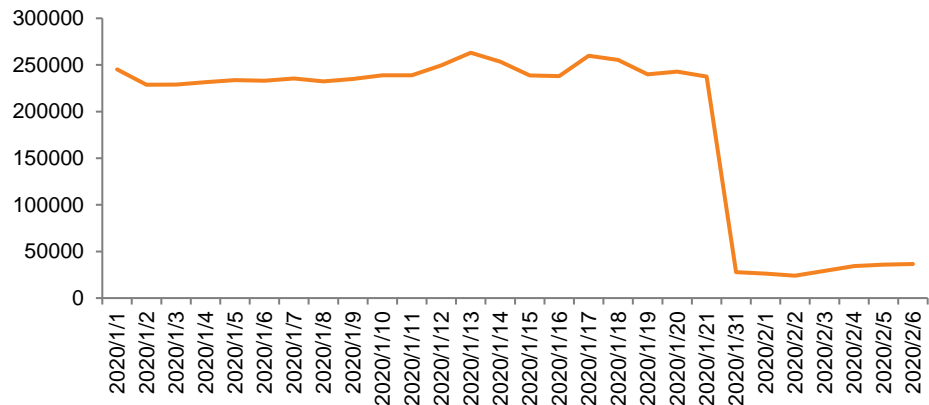
7.1.1. 生猪养殖：行业补栏积极性降低，周期或显著拉长

1、消费端：短期受到抑制，疫情缓解后将恢复

猪肉的消费需求短期受到抑制，疫情缓解后将恢复。猪肉消费仍以家庭为主，在新冠疫情爆发后，餐饮渠道受到直接的影响，但对猪肉的需求部分向家庭消费转移，但家庭消费也会受到疫情隔离的影响而降低消费频次，因此短期来看，受到新冠疫情影响，猪肉消费需求降低。

从屠宰企业的屠宰量来看，样本屠宰企业在2月3日之后的日屠宰量仅有3万多头，而日均节前25万头，2月4日-2月6日，鲜肉的供应较节前下滑超过80%。

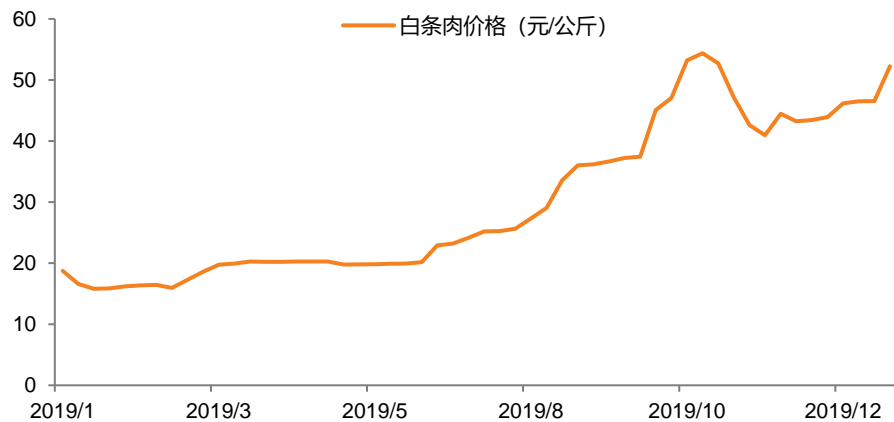
图 182：屠宰企业日屠宰量（单位：头）



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

而从价格来看，根据涌益数据，2月6日全国一二级白条出厂均价52.25元/公斤，较春节前涨5.71元/公斤，涨幅12.26%。在鲜肉供给剧烈下滑之下，白条肉价格上涨幅度有限，说明当前猪肉消费需求也有大幅度下滑。

图 183：全国一二级白条出厂价格走势



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

2、生产端：隔离导致运输不畅，行业补栏难度加大

对养殖场来说，受到疫情影响，部分地区存在封路等情况，物流受到影响，一方面导致了饲料及饲料原材料的紧张，另一方面也影响了补栏和出栏的计划。目前这一问题已经引起

了国家的重视，公安部、农业农村部等发文纠正封路禁运的问题，情况正在逐步好转。

规模场受到的影响相对较小，进一步提升养殖集中度。规模场的饲料供应基本维持正常，库存充足并且下属饲料厂也在陆续开工，补栏方面当地政府也会开辟绿色通道保证规模场调运的正常。相比之下，散户在运输方面相对复杂一些，尽管饲料方面没有太大的问题，没有出现饿死猪的情况，但是生猪调运方面存在诸多障碍。

由于补栏困难，猪周期或将延长。春节后猪价和仔猪价格均未回落，且零星上涨，补栏成本高，多数养殖户选择观望，同时由于疫情的影响导致实际购买和调运难度增加，目前市场上有价无市，实际成交少，导致补栏进度放缓。仅规模厂少量补栏，散户基本无补栏。

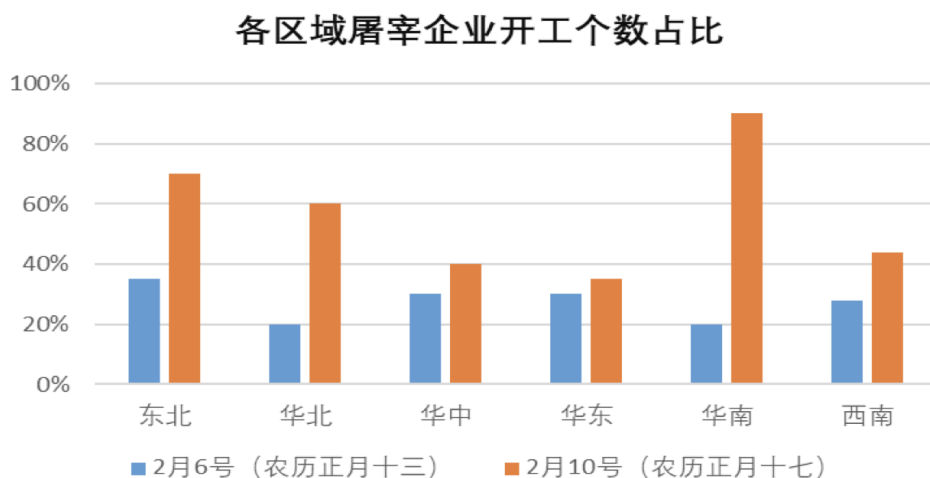
图 184：春节前后对比猪价对比（元/头）

省份	15公斤仔猪			50公斤二元母猪		
	本周	上周	涨跌	本周	上周	涨跌
河南	1680	1680	0	5500	5500	0
湖南	1950	1955	-5	5300	5300	0
湖北	1980	1980	0	5600	5650	-50
安徽	1950	2000	-50	5700	5750	-50
江西	2100	1900	200	6000	6000	0
山西	1750	1750	0	4600	4700	-100
山东	1950	1950	0	5800	5600	200
河北	1650	1500	150	5000	5000	0
辽宁	1800	1750	50	5500	5000	500
吉林	1650	1650	0	4800	4500	300
黑龙江	1650	1650	0	5000	4800	200
四川	1950	1850	100	5100	5000	100
福建	2100	1950	150	5800	5800	0
广东	2250	2100	150	5500	5500	0
广西	2320	2200	120	5500	5500	0
浙江	2000	2000	0	5200	5200	0
江苏	2000	2000	0	5150	5150	0
全国	1925	1874	51	5356	5291	65

资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

对屠宰厂来说，受到疫情的影响，规模以上定点屠宰企业均延时开工。主要表现为部分厂家外市返程人员均需隔离 7 天甚至以上，影响开工。2 月份以来平均日屠宰量仅为 3 万多头，而节前正常水平为 25 万头左右。预计正月十五后屠宰厂陆续开工，屠宰量有望逐步增加，但仍会以低位水平运行。

图 185：各区域屠宰企业开工情况

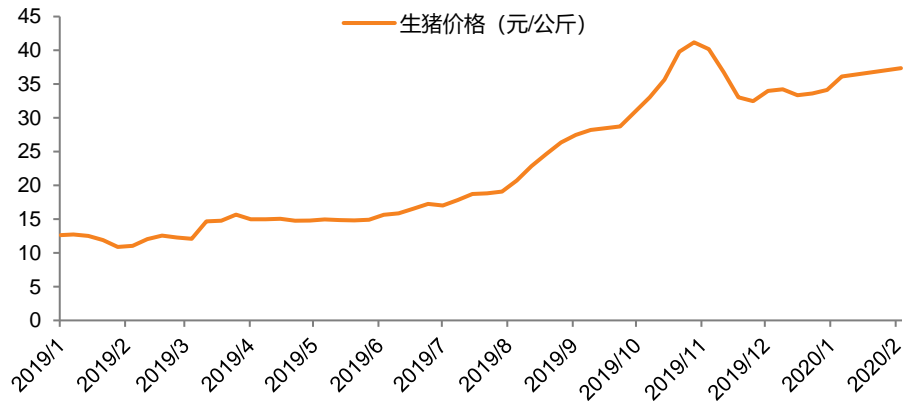


资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

3、价格：短期供给收缩影响显著，中长期仍将持续高位

尽管消费受到一定影响，但是供给相对更加短缺，预计生猪价格仍将高位运行。若后续疫情缓解，运输畅通且屠宰厂陆续开工，供给有望大幅增加，但是需求也有望大幅回升，因此我们认为价格或有回调压力，但幅度有限。中长期来看，生猪供应将持续偏紧，生猪出栏价仍将维持高位。

图 186：生猪价格



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

4、投资机会

我们认为：1) 当前非瘟疫情和新冠疫情隔离的双重影响之下，行业整体复产艰难，行业产能恢复缓慢，本轮猪周期大幅拉长可期；2) 集团企业凭借优势逆势快速扩张，出栏量有望持续高增长。生猪养殖产业有望迎来 3-5 年的超长盈利周期，头部养殖企业有望迎来发展黄金期。我们继续重点推荐：(养殖利润释放强预期)的【温氏股份】+【天康生物】(区域优势)；(防疫体系优势明显)的【牧原股份】、【新希望】等；(高成长低估值)的【正邦科技】、【天邦股份】。

7.1.2. 对禽养殖行业的影响

1、消费端：短期消费大幅下滑，疫情后将恢复正常

相比于猪肉，疫情对禽肉消费的影响更大。目前活禽交易市场关闭，长途物流不通且多地批发市场营业时间推迟，鸡肉销售量弱。另外，当前餐饮业半营业，企业、学校延迟复工，餐饮和集团需求全面大幅下降；仅商超、电商销售同比增加，但增量难以弥补其他渠道的损失。

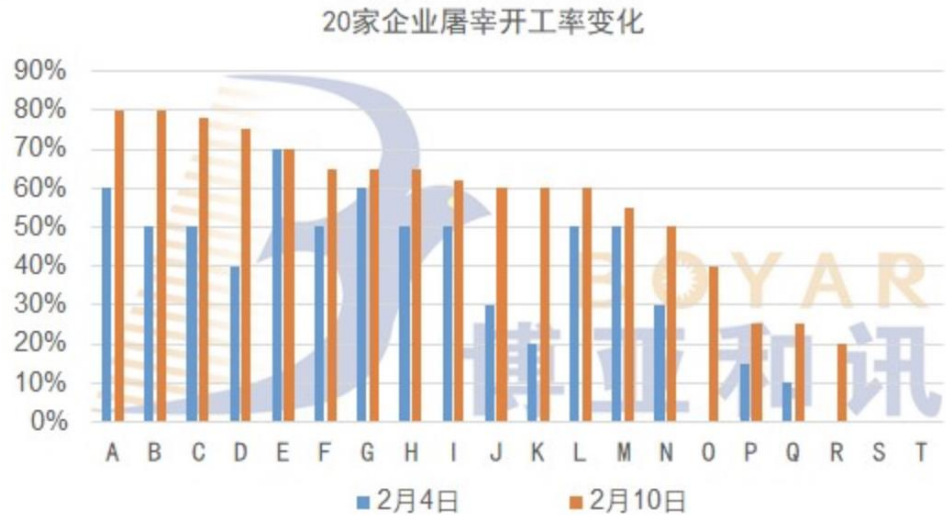
但，我们预计后续疫情平稳，禽肉消费将恢复正常。

2、生产端：产能非正常淘汰增加，或将导致后续供给减少

道路运输不畅对养殖端产生一定影响。疫情蔓延导致道路运输不畅，家禽养殖企业鸡苗、鸡蛋、肉鸡等运不出去，而饲料等物品也运不进来，这对家禽类中小企业产生一定冲击，部分企业选择活埋等极端处理方式。而对于大企业来说，由于有绿色通道，受到的影响较小。

屠宰端开工率低。2020 年春节以来，新冠病毒肺炎影响，屠宰场未能正常开工，一是政策限制开工；二是工人出村或异地返程困难。原定于 1 月 30-31 日复工，仅极少数一体化企业开工。根据博亚和讯统计，2 月 1 日至 2 月 6 日，企业开工难度大，复工艰难，整体开工率偏低。2 月 9 日起，屠宰场开工数量增加，但异地工人返程依然困难，且仍存在工人不能出村或担心安全等情况，屠宰场开工率低位回升，但较正常时期依然偏低 30 个百分点左右，白羽肉鸡出栏困难。据博亚和讯预测，2 月 15 日后全国平均开工率可以恢复到 65%以上；全部恢复需要看 2 月 20 日以后人员限制流动情况。

图 187：主要屠宰企业开工率变化



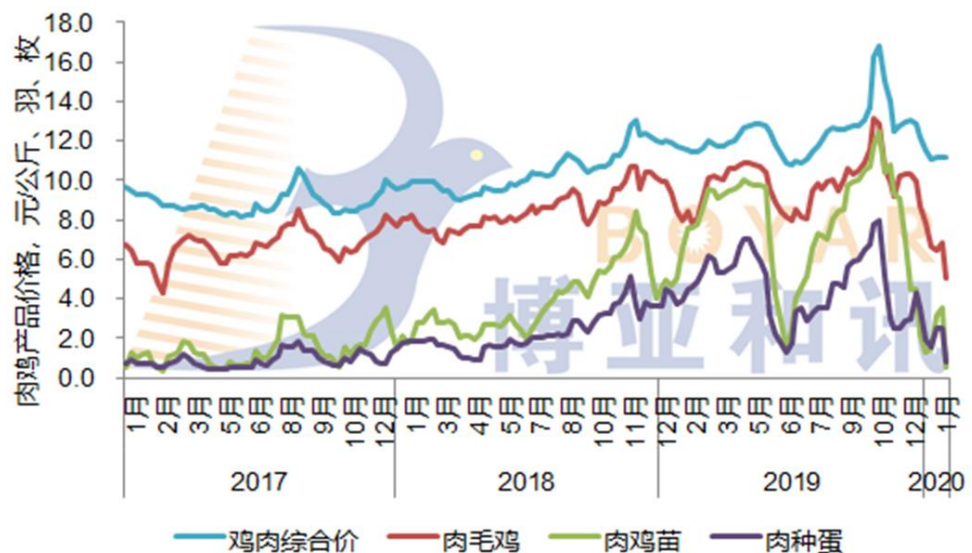
资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

3、价格：短期大幅下跌，疫情平稳后将迎来上涨

受疫情影响，消费渠道不畅，当前屠宰场开工难度大，且工人严重不足，肉鸡出栏困难，市场价格混乱，实际成交量极少，部分毛鸡以低于4元/公斤价格成交；交通受阻、饲料缺乏、疫情风险利空因素叠加，鸡苗销售困难，种鸡场普遍出现毁苗和抽毛蛋情况，苗价低位混乱，毛鸡与鸡苗市场落入历史低迷时期。

我们预计随着运输问题的解决和开工量的增加，市场有望回归正常，长期来看，由于猪肉供给缺口仍然较大，会对鸡肉价格带来支撑，此外当前新冠疫情也导致了白羽鸡部分产能淘汰，将导致后续白羽鸡供给减少，我们认为后续鸡肉价格将大幅回升，并有望长期保持在较高水平。

图 188：产品价格走势



资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

4、投资机会

受非洲猪瘟疫情影响，生猪供给有望持续偏紧且猪价长期高位，白羽肉鸡消费有望持续显著增加；叠加当前新冠疫情导致的行业产能非正常淘汰，后续供给有望减少；因此我们认为，一方面，本轮白羽鸡盈利周期有望拉长，另一方面头部白羽鸡养殖企业出栏量有望持

续扩张。重点推荐【圣农发展】，其次【仙坛股份】、【益生股份】、【民和股份】、【禾丰牧业】等。

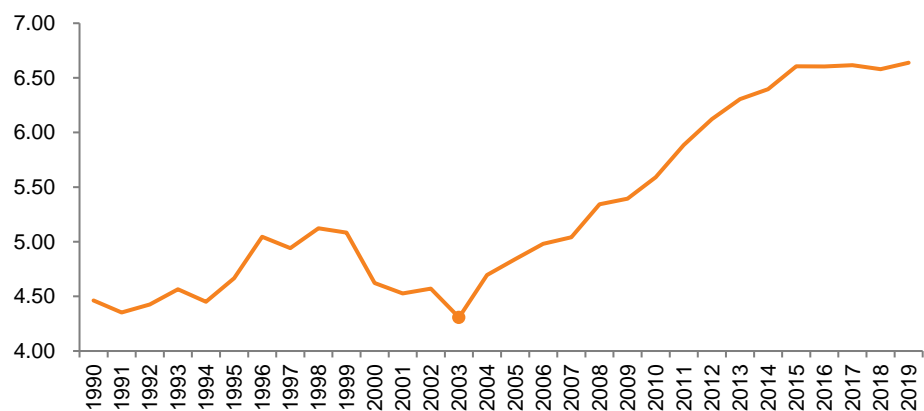
7.1.3. 对种植行业的影响

1、生产端：关注新冠疫情隔离以及病虫害对春耕和夏粮生产的影响

当前疫情对种植业的影响主要是调运难度加大，影响种子、化肥等生产资料的销售。但是现在仍未到种植季节，仍需要观察疫情的持续情况。此外，蝗虫灾害在巴基斯坦、印度等国爆发，叠加 2019 年进入中国的草地贪夜蛾，病虫害对种植业的影响需要密切跟踪。

若新冠疫情导致的隔离持续或者病虫害爆发，或对春耕和夏粮生产带来影响。参考 2003 年的粮食产量，当年 SARS 的影响一直持续到 6 月底，影响了当年粮食种植情况，2003 年粮食产量 4.31 亿吨，同比下滑约 6%。供给的下滑，直接导致了粮食价格的上涨，其中 2004 年三季度同比涨幅达到 35%。

图 189：我国历年粮食产量（亿吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 190：粮食价格指数（当季同比，上年同期=100）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2、投资机会

4 月份将进入国内东北春玉米以及南方早稻的播种季，重点关注当前新冠疫情发展，以及后续草地贪夜蛾以及印巴蝗灾对我国粮食生产的影响，若后续病虫害爆发，重点关注种子、农垦、农药、化肥等板块的投资机会。

此外，重点推荐种子板块：行业有望触底复苏，转基因政策将导致种子价值提升（市场规模大幅提升）和行业集中度提升（头部企业市占率提升）。首选【隆平高科】（种业龙头，公司业绩拐点到来，转基因技术业内领先）；其次大北农、荃银高科、登海种业。

7.1.4. 对其他行业的影响

1、动物疫苗：疫情对复工和运输的影响较小，疫苗企业基本已经正常开工。长期来看，养殖恢复和行业集中度提升将带来疫苗行业趋势向上，疫苗研发和销售的市场化转型有利于优秀的民营企业做大。首选【生物股份】（公司业绩拐点到来，技术和产品升级打开长期成长空间）、【瑞普生物】（业绩高速增长预期强，估值低；宠物板块布局领先，长期成长空间大）；其次普莱柯、金河生物。

2、水产饲料：春节后水产消费淡季，再叠加新冠疫情影响，部分水产品价格回落，但属季节性正常回调，养殖户售鱼节奏可灵活调节，且目前水产料销售淡季，新鱼投苗需至Q2，对水产料无影响。持续推荐【海大集团】。

7.1.5. 风险提示

疫情发展超出预期、政策落实不达预期等。

7.2. 有色金属：略有风雨终有晴

（——天风有色：杨诚笑/孙亮/田源/王小芃/田庆争）

核心论点：

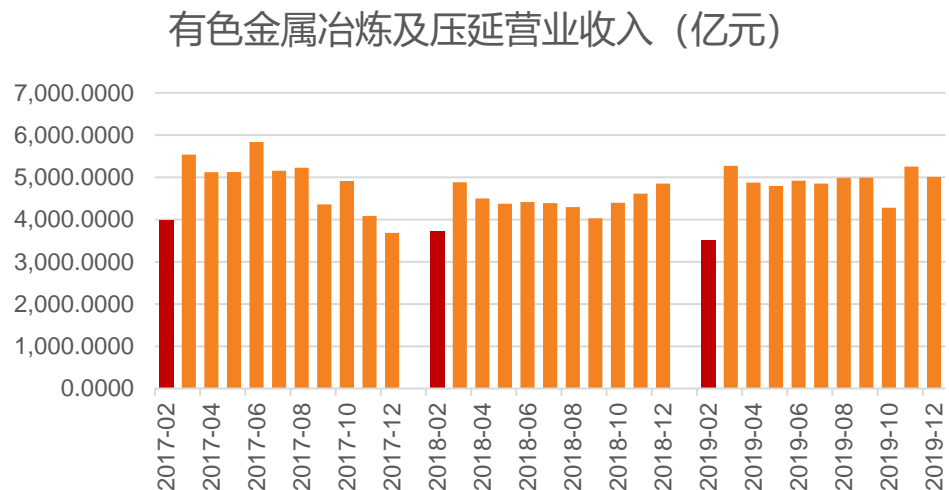
疫情对于在所有产业上游的有色金属来说影响并不大：湖北并非有色大省，直接影响较小；矿山采选环节短期物资运输障碍影响不大；冶炼环节属于大进大出连续生产的高周转行业，物流和资金周转可能出现少量困难，如果可以得到国家的流动性资助，最终影响应该不大。从下游需求分析上看，地产后周期的铜、铝、锌为需求延后，最终影响不大，铜铝存在较好投资机会。

新能源锂钴的主要原材料来自进口，主要消费地为国内，目前进口渠道仍旧通畅，根据我的有色网统计，大部分有色企业都已经在2月10日复工，复工延后一周对行业影响不大。

7.2.1. 疫情对有色金属的直接影响不大

1-2月本身属于有色金属淡季。2019年有色金属冶炼及压延行业总计营业收入34.94万亿，企业7167家，从业人员168.2万人。由于北方矿山冬季封冻停产和春节因素影响，1-2月一直有色金属的传统淡季，从2017-2019年的情况来看，1-2月的平均营业收入均大幅低于其余月份。

图 191：1-2月是有色金属的传统淡季

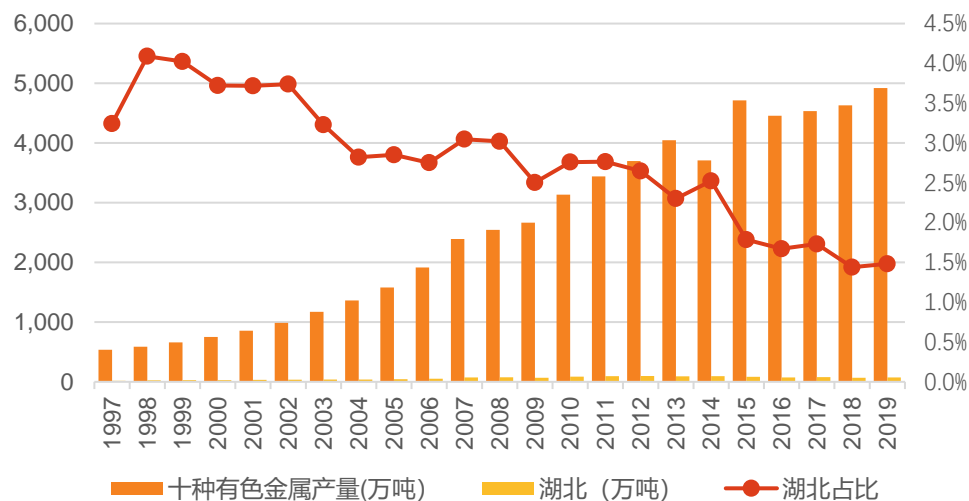


注：2月数据为1-2月数据平均。

资料来源：Wind，天风证券研究所

湖北不是有色金属大省。根据国家统计局数据，2019 年全国十种有色金属产量 4920.4 万吨，其中湖北 72.94 万吨，仅占全国产量的 1.5%。感染人数较多的湖北、广东、河南、浙江、湖南、安徽、江西七省中河南，安徽，湖南，江西四省为有色金属大省，2019 年七省十种有色金属产量占全国产量的 20.9%。

图 192：湖北不是有色金属大省



资料来源：Wind，天风证券研究所

大部分企业都已经复产。注册地在湖北的有色金属企业较少（上市公司包含菲利华/骆驼股份等），部分正极材料、冶炼、有色建设工程企业子公司位于湖北，复工延期较长。其余地区有色金属企业大部分都已经于 2 月 10 日复工。

表 23：大部分有色金属企业都已经复产

省份	主要企业	复工时间
浙江	海亮股份、东睦股份、天通股、宁波韵升、宁波富邦、博威合金、华友钴业、横店东磁、江丰电子、合盛硅业	2 月 9 日 24 时之后
云南	云铝股份、云南铜业、锡业股份、罗平锌电、云南锗业、贵研铂业、驰宏锌锗	2 月 9 日 24 时之后
新疆	新疆众和、西部黄金	2 月 9 日 24 时之后
西藏	西藏珠峰、华钰矿业	2 月 9 日 24 时之后
四川	天齐锂业、银河磁体、西部资源、宏达股份、盛和资源、雅化集团、攀钢钒钛	2 月 9 日 24 时之后
陕西	西部材料、宝钛股份、金钼股份	2 月 9 日 24 时之后
山东	恒邦股份、正海磁材、南山铝业、山东黄金、园城黄金、索通发展、中国宏桥	2 月 9 日 24 时之后
内蒙古	兴业矿业、银泰黄金、北方稀土、赤峰黄金、包钢股份	2 月 9 日 24 时之后
江西	五矿稀土、章源钨业、赣锋锂业、江西铜业、江特电机、赣锋锂业、金力永磁	2 月 9 日 24 时之后
湖南	湖南黄金、株冶集团、st 金贵	2 月 9 日 24 时之后
江苏	常铝股份、云海金属、亚太科技、银邦股份、怡球资源、石英股份、寒锐钴业、百川股份	2 月 9 日 24 时之后
河南	焦作万方、神火股份、豫光金铅、*ST 中孚、明泰铝业、洛阳钼业	2 月 9 日 24 时之后
广东	中金岭南、格林美、翔鹭钨业、东阳光、万泽股份、融捷股份、深圳新星、银禧科技、新劲刚、宜安科技、威华股份、道氏技术	2 月 9 日 24 时之后
福建	闽发铝业、厦门钨业、盛屯矿业、紫金矿业、三祥新材	2 月 9 日 24 时之后
北京	盛达资源、中色股份、安泰科技、中科三环、有研新材、中金黄金、北矿科技、中国铝业、当升科技、合纵科技、中矿资源、钢研高纳	2 月 9 日 24 时之后

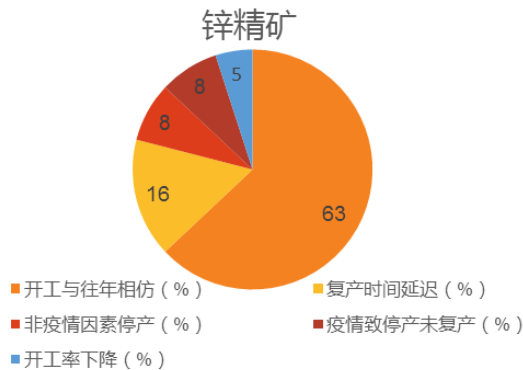
资料来源：各省市政策，我的有色网，天风证券研究所有色团队整理

7.2.2. 矿山采选影响不大，冶炼压延承受压力

有色金属从产业链上可以分为矿山采选，有色金属冶炼和压延。矿山采选所需的辅料相对较少，只要人员流动不产生大的影响，最终产量影响不大。冶炼属于大进大出连续生产高周转的行业。压延属于大进大出高周转但可以不连续生产的行业。

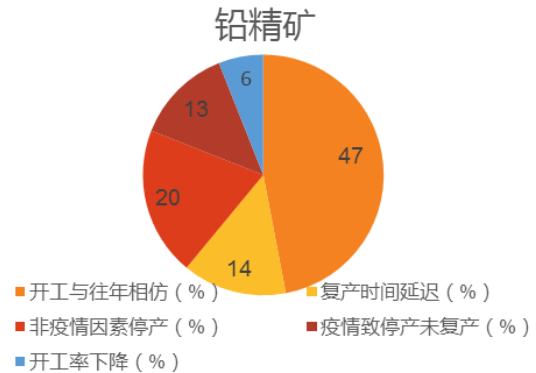
矿山采选影响不大。根据安泰科对全国 19 个省 70 个铅锌矿的调研，开工时间与往年相仿的占 55%，延后的占 15%，非疫情停产比因疫情未复产的高出 3.5 个百分点为 14%，因疫情停产仅占 10.5%，总体开工率下降仅为 5.5%。

图 193：疫情仅影响锌精矿 8%



资料来源：安泰科，天风证券研究所

图 194：疫情仅影响铅精矿 13%



资料来源：安泰科，天风证券研究所

表 24：疫情对矿山采选影响不大

	锌精矿	铅精矿	平均
开工与往年相仿 (%)	63	47	55
复产时间延迟 (%)	16	14	15
非疫情因素停产 (%)	8	20	14
疫情致停产未复产 (%)	8	13	10.5
开工率下降 (%)	5	6	5.5

资料来源：安泰科，天风证券研究所

冶炼压延行业可能承受一定压力。以电解铝为例，生产一吨电解铝需要 1.95 吨氧化铝，0.5 吨阳极，生产一吨电解铝需要进行物流运输 3.45 吨，物流受限会对冶炼压延企业造成一定影响。

7.2.3. 下游需求延后并未消失

基本金属从下游需求来看可以分为地产后周期、地产同周期和消费类。地产后周期的品种为铜、铝、铅锌、地产同周期为镍，消费类的为锡。

表 25：工业金属大多属于地产后周期品种

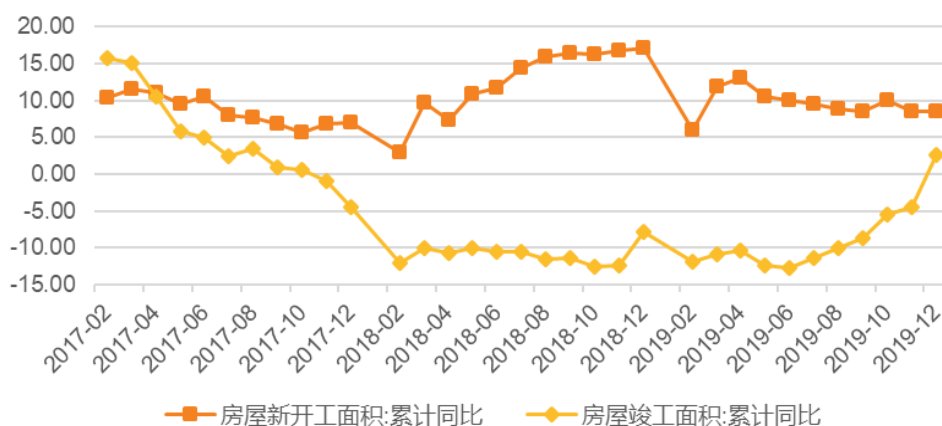
	第一消费领域	第二消费领域	第三消费领域
铜	电力	家电 (空调)	汽车
铝	建筑	电力	汽车
铅	电池	涂料	板材
锌	建筑	汽车	家电
锡	电子-焊料	化工-PVC	汽车
镍	不锈钢	电池	电镀

资料来源：SMM，安泰科，天风证券研究所

投资相关的需求仅为延后不会消失。由于总体控制价格等因素影响，17 年以来房屋开工面

积和竣工面积出现剪刀差，20 年面临的情况是 18-19 年延后的大量项目等待竣工。疫情可能短暂推后开工和竣工，已经开工的项目仍然可能在 2020 年集中释放。地产后周期品种铜、铝和铅锌的需求仍然可能在 20 年出现较大增长。

图 195：房屋新开工、竣工情况（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

铜：供需缺口扩大，价格有望回升。通过对全球 80%的矿铜供应国产量进行统计，在 2022 年以前，除刚果金铜矿产量增加以外，其他国家铜矿产量并无大幅增长，而国内需求有望随着房地产竣工而不断增长。我们预计 2019 年-2021 年，铜供需缺口分别为 47.10、50.13、54.45 万吨，如果供给端出现罢工等扰动则可能加速铜价的上涨。

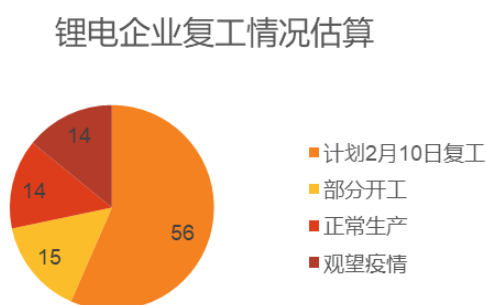
铝：疫情影响新建产能投放，缺口可能扩大。2018-2019 年全国电解铝产能累计减产/停产/转产超过 430 万吨。2019 年新增规划产能超过 350 万吨，但由于电解铝价格较低，2019 年底乐观估计投产产能不到 230 万吨。2020-2021 年预计是新增产能高峰，预计新增产能分别为 281 万吨和 103 万吨，但大部分 2020 年产能在下半年投产。考虑到疫情影响氧化铝的运输问题，电解铝的产能投放进展可能还会低于预期。20 年电解铝的供应缺口可能会高于市场预计的 146 万吨，价格有望随着疫情过去，工地复工而开始上涨。

铅锌：冶炼端产能继续受限有望推动矿山出清。铅锌冶炼产能收到环保限制产能不足，锌加工费维持在 6500 元/吨的高位，如果疫情影响到的冶炼产能较大，复产后加工费进一步上升，部分高成本矿山可能会加速出清，下一轮上涨周期可能因此提前。

7.2.4. 新能源锂钴需求延后

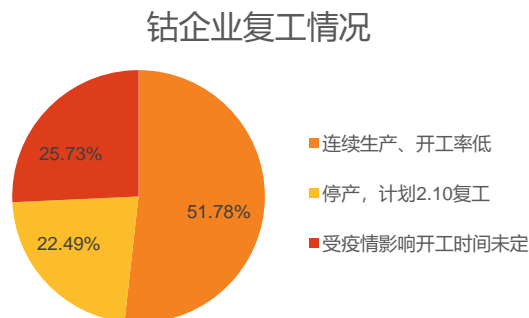
锂钴需求小范围延后。锂钴企业多位于四川、浙江、江苏、广东、江西、湖南等地，龙头碳酸锂企业大多未停产，对 Q1 产量影响较小；钴企业超过一半仍在连续生产，但开工率较低，同时下游正极材料厂大多数计划于 2.10 复工，带来部分需求小范围延后。现阶段供需基本匹配。而原本预计锂钴需求大幅增长也在二季度以后，疫情对需求的影响不大。

图 196：大部分锂企业都已复工分布情况（单位：%）



资料来源：安泰科，天风证券研究所

图 197：大部分钴企业都已复工（单位：%）



资料来源：安泰科，天风证券研究所

钴：洗尽铅华 曙光乍现。KCC 等矿山的扩产在 2020 无法弥补，嘉能可关闭 Mutanda 带来全球钴供应 20% 的下降。而 2020 年可能成为欧洲 EV 元年和 5G 手机元年，需求增速有望重新回到 7% 以上。20 年钴的供应缺口有望再度打开，价格有望继续上涨。

锂：利润恢复 产品分化。18-19 年锂供应增速最快的西澳地区增长已经结束，锂价下跌已经进入尾声。加工企业因 19 年锂价下跌带来每吨 LCE 接近 5600 元的超额损失有望在锂盐价格企稳后预计消失，加工毛利会有显著回升。经过 18-19 年的磨合，20 年有望成为 NCM811 元年，以 811 和 NCA 为代表的高镍三元都需要氢氧化锂作为锂源。目前全球氢氧化锂产能超过 1 万吨的仅有 ALB、FMC、赣锋锂业和雅化集团四家，有新产能投放的也仅有天齐锂业和威华股份。氢氧化锂有望在 2020 年继续维持相比于碳酸锂来说较高的溢价。

7.2.5. 风险提示

需求回暖不及预期的风险，上游供给大增的风险等。

7.3. 钢铁：疫情终究褪去，钢铁基本面即将反转

（——天风钢铁：马金龙）

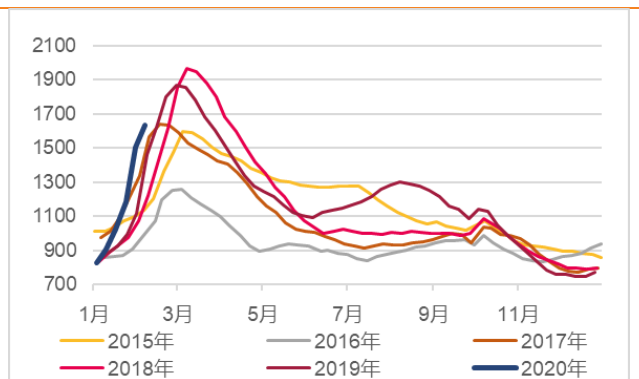
7.3.1. 短期对钢材需求影响大于供给

疫情对钢铁行业的影响源于防控的升级带来对假期结束后流动人口的控制，进而影响钢企以及下游行业生产活动。但整体上看对需求影响大于供给端。

长流程（高炉-转炉）企业生产影响较小，长流程由于是连续化生产，因此即使在春节期间也要维持生产，对人口流动性依赖性较低，生产组织上按惯例，在春节前对原材料也进行了充分储备，因此即使发生了疫情，对生产影响依然较小。从品种上看，由于板材以直供为主，订单春节前已经接完，大部分企业反应订单至少能够维持到 3 月中下旬，因此生产基本维持正常，但由于物流压力，提货速度下降，厂库略有增加；建材以现货批发为主，因此需求压力较大，长流程企业适当减产，但仍有维持高炉连续生产，库存压力较大，厂库同比大幅上升。

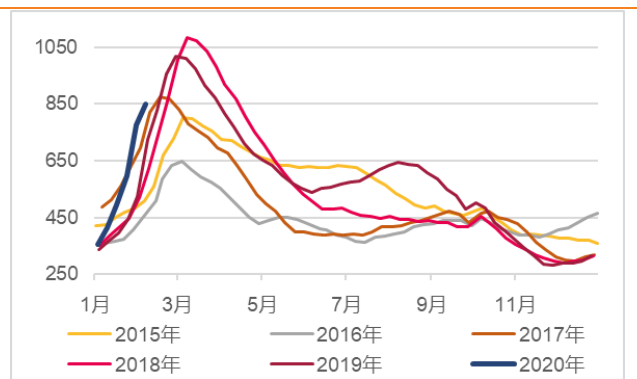
短流程（电炉）企业生产影响相对较大，电炉由于操作方便，关停相对容易且规模相对较小，一般在春节期间停产，且原料储备一般较少，因此对人口流动性依赖度较高，而且从产能分布上看短流程产能主要分布在疫情较严重的华东、华南地区。短流程钢厂复产节奏与疫情发展节奏基本一致，目前大部分处于停产状态。但目前电炉钢产量约占全部粗钢产量的 10-15%，因此对整体钢铁生产影响相对较小，短期供给端压力较大，需求端由于全部停滞，库存压力大。

图 198：钢材社会总库存（单位：万吨）



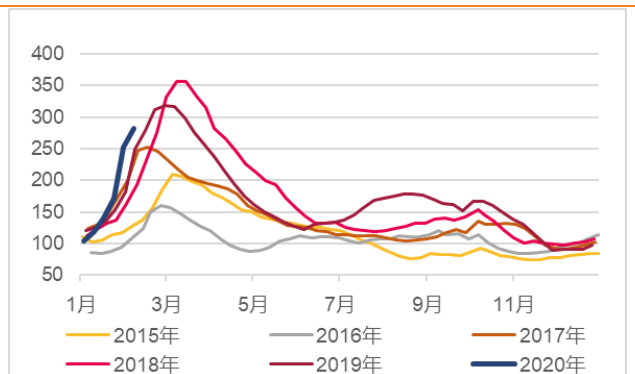
资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 199：螺纹钢社会库存（单位：万吨）



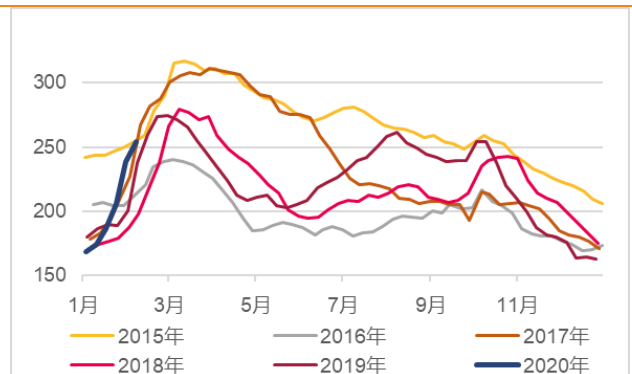
资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 200：线材社会库存（单位：万吨）



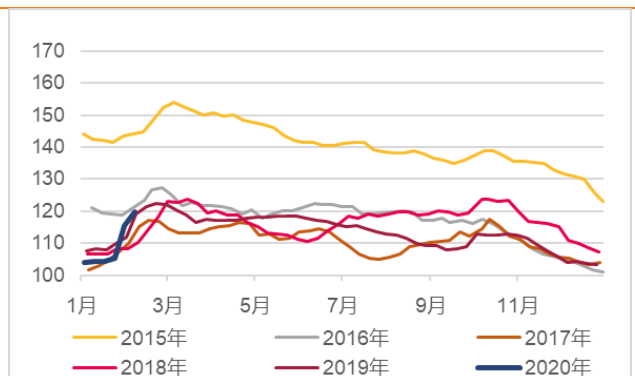
资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 201：热卷社会库存（单位：万吨）



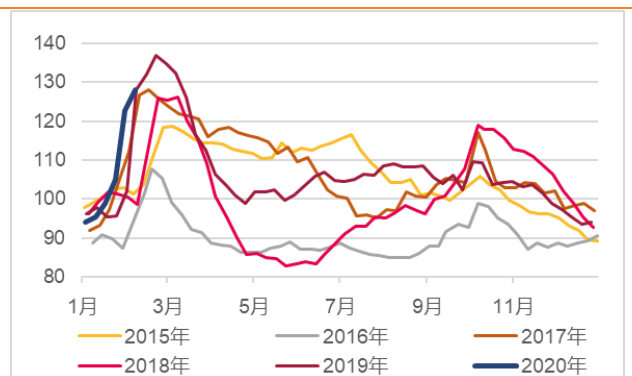
资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 202：冷卷社会库存（单位：万吨）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 203：中厚板社会库存（单位：万吨）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

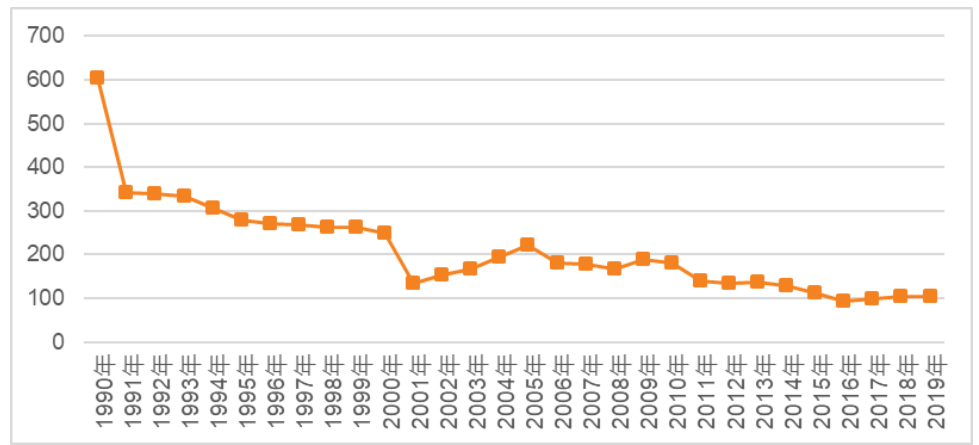
7.3.2. 中长期看可能进一步刺激基本面好转

首先需要强调的是新型冠状病毒疫情对钢铁行业属于事件性影响，短期只是影响了产业链的供需节奏，随着疫情的缓解和解除，上下游均会重新复产复工。特别是需求端由于受人口流动性控制停工影响大，复工后有望出现赶工造成的需求集中爆发。从中长期看，由于疫情影响经济下行压力更大，特别此次疫情区域分布上看，长三角、珠三角等经济发达、人口流动大的区域更为严重，稳经济稳增长需求更加迫切。2019年以来国家通过降低资本金比例、调整专项债发放节奏等方式加大基建投资作为稳增长的重要手段，在此背景下对钢材特别是建材需求刺激有望进一步增强。

1、稳增长的直接效果是稳钢材消费

钢材在整个国民经济中涉及了人类社会活动的方方面面，可以说人类的一切生产生活活动都离不开钢材，因此钢材消费常常作为宏观经济的风向标，自然而然也常常成为做宏观经济预测结论的一部分。从消费总量上看，单位 GDP 钢材消费量是随一个国家的经济结构变化而变化的，如 2015 年我国宏观经济趋稳后，我国万元 GDP 的钢材消费水平基本维持在 100 公斤左右。在短期经济结构发生大的变化前，我国钢材消耗强度不会发生大的变化。

图 204：万元 GDP 对应粗钢消费量（单位：kg）

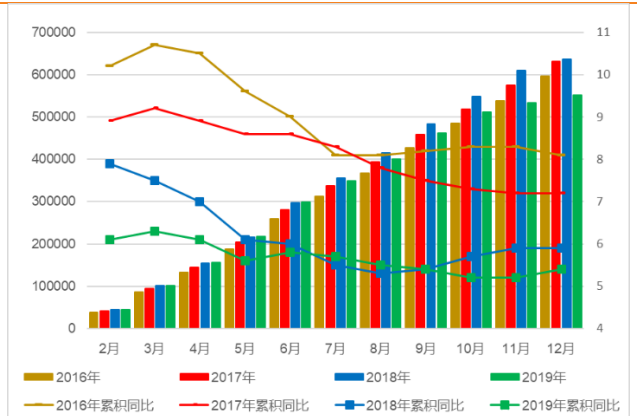


资料来源：Wind，天风证券研究所

2、建筑用钢需求仍然会好于工业用钢

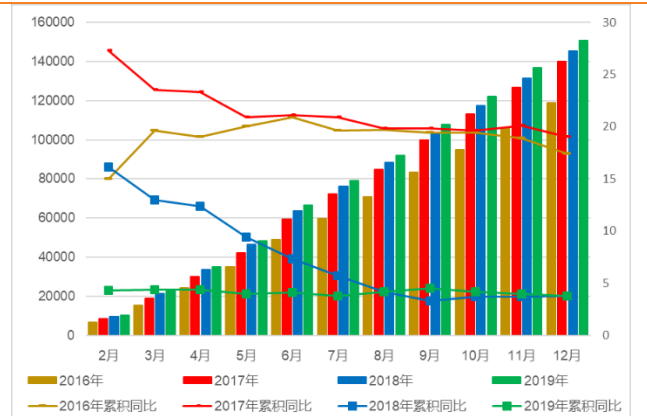
得益于稳经济托基建，截至 2019 年 12 月，固定资产投资、基建投资保持 5.4%、3.8% 左右的增长；地产投资增速为 9.9%，好于预期。

图 205：固定资产投资完成额及累计增速（单位：亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 206：基建投资（不含电力）累计值及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

1) 财政强支持，需求有望依然强劲

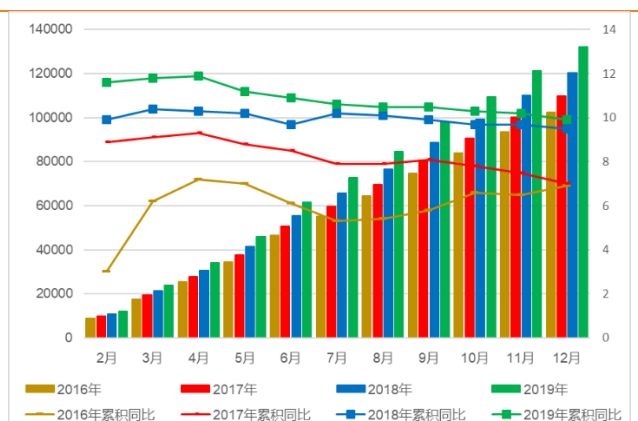
今年以来，宏观经济政策在基建方面仍然持续放松，中共中央办公厅、国务院办公厅今年下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。文件要求科学实施“组合拳”，加强财政、货币、投资等政策协同配合，做好专项债券发行及配套融资工作，促进经济运行在合理区间。其中明确提出，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。11 月 20 日国务院发布了《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，将港口、沿海及内河航运项目最低资本金比例由 25% 调整为 20%。1996 年国务院发布《国务院关于固定资产投资项目试行资本金制度的通知》(国发[1996]35 号)，我国开始试行固定资产投资资本金，目的是根据经济形势发展和宏观调控需要，通过调整项目资本金比例调整投资规模，2004 年、2009 年、2015 年对不同行业的资本金比例进行了调整。其中 2009 年为应对国际金融危机，扩大国内需求，对各行业投资项目资本金比例均进行了调整。在国务院常务会议决定降低部分基础设施项目最低资本金比例后，财政部也提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额，截至 2 月 11 日共提前下发 18480 亿元。因此，财政政策不断加大对基建的支持力度，预计 2020 年基建对钢材需求依然强劲。

2) 地产刚需支撑，仍将维持需求正贡献

房地产 2015 年以后通过去库存，投资总体保持平稳。未来房地产投资有望逐步进入稳定状态，一是库存去化基本完成，目前商品房待售面积已经回到 2013 年底水平；二是对房地产调控已经持续近五年，行业内部结构调整已经比较充分，杠杆率下降，整体向龙头集

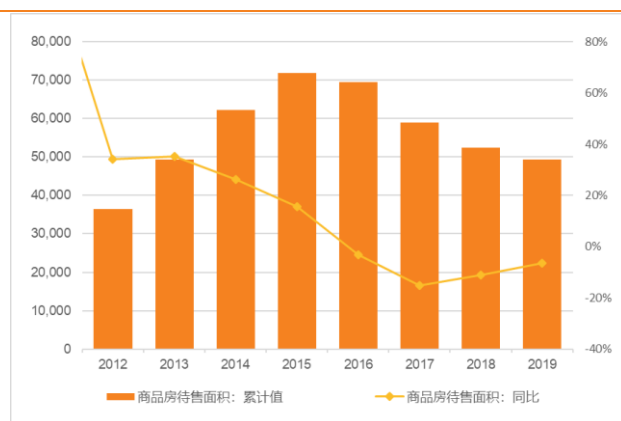
中。

图 207: 房地产开发投资完成额累计值及同比增速(单位: 亿元, %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

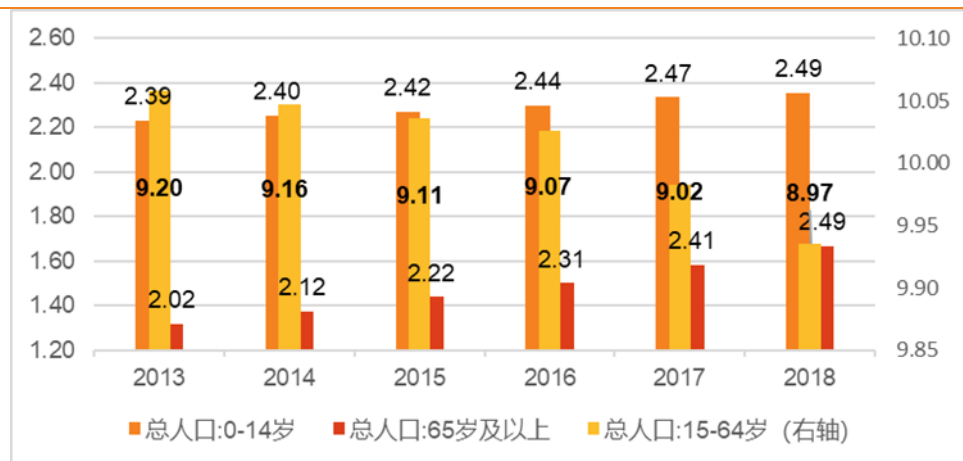
图 208: 商品房待售面积及同比(单位: 万平方米)



资料来源: wind, 天风证券研究所

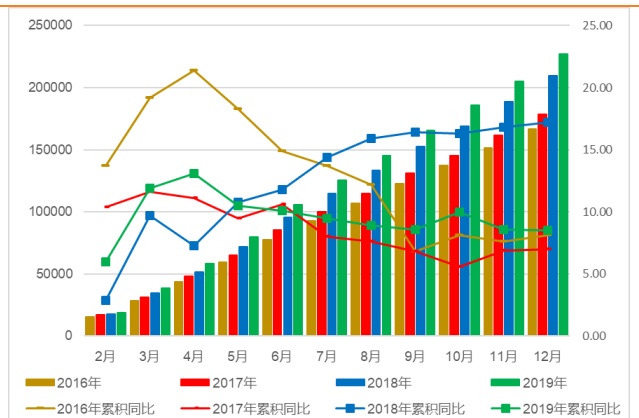
虽然 2019 年以来反复提出“房住不炒”，压缩融资，但对龙头企业影响有限，促使行业进一步向龙头集中，对房地产投资短期可能有影响。但从中长期看，以劳动人口为基础的房地产刚需依然强大，但后期地产供给可能出现多元化发展，比如福利住房、老旧改造等多种形式，以遏制房价，我们预计未来保障性住房数量很难出现收缩。因此地产行业对钢材的需求可能会好于预期。从短期看，我们更关注施工数据。购地、新开工数据虽具有一定的前瞻性，但是由于企业经营的需要，反应到建材的需求上有很大的不确定性，比如虽然购地下降，但由于企业前期囤地依然可以继续开工，企业新开工但可能后期缓解等等。虽然今年以来房地产开工增速下滑，但施工数据依然增速很快，我们预计即使开工数据继续下滑，但很难在短期内出现负增长，施工更不可能负增长，因此，对钢材需求仍然会保持增长。

图 209: 中国人口结构(单位: 亿人)



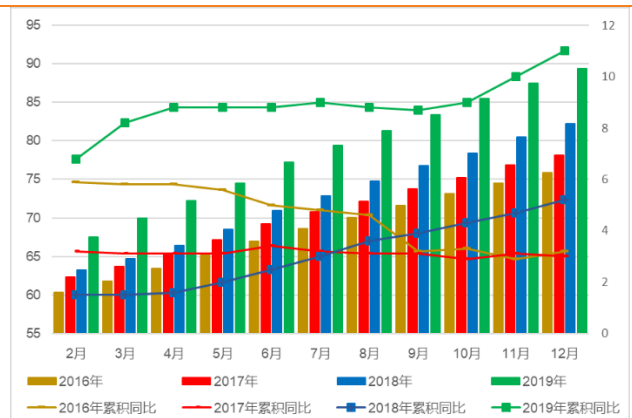
资料来源: Wind, 国家统计局, 天风证券研究所

图 210：房地产新开工面积及累计同比（单位：万平方米，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 211：房地产施工面积及累计同比（单位：万平方米，%）

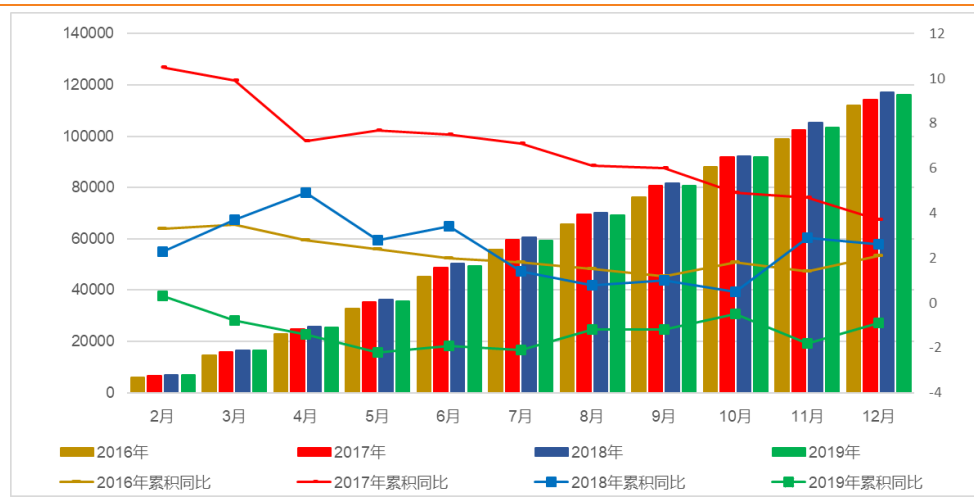


资料来源：wind，天风证券研究所

3、工业用材总体难有大起色，但中厚板需求有望延续旺盛

装备制造短期受压，2020年后才可能迎来新的大增长。一是受能耗、环保限制发达地区重工业投资受限，而新兴产业投资仍处于培育期。《打赢蓝天保卫战三年行动计划》将京津冀及周边地区、长三角、汾渭平原列为重点区域，规定钢铁、石化等重点行业严禁新增产能，且煤炭消耗总量要逐年下降。《“十三五”节能减排综合工作方案》对各地区能源消耗强度和总量有严格限制。但需要指出的是，从中期看，在能耗和环保限制下的存量调整，如钢铁产业搬迁等，以及新兴产业发展需要的新型基建仍然会支撑钢材需求增长，2020年处于蓝天保卫战决胜年，也是十三五末收官年，预计能耗管控更严，制造业投资仍然受限。二是贸易摩擦影响部分机电产品出口，目前家电、汽车等消费品影响不明显，但机电产品和小五金下滑明显。

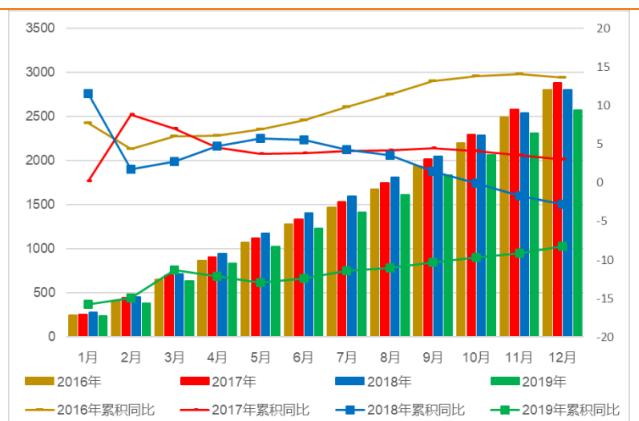
图 212：设备工器具购置费用累计值及同比（单位：亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

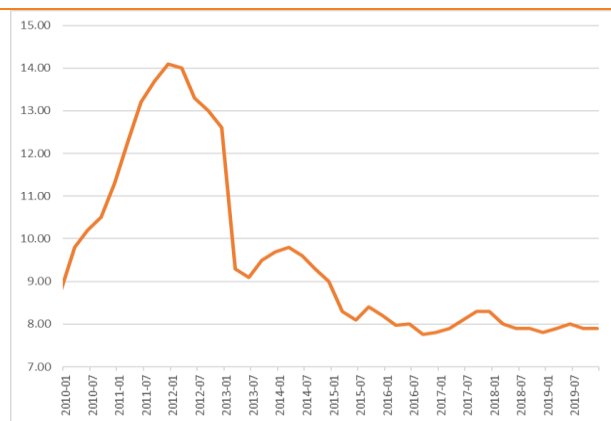
汽车方面，根据中国汽车工业协会公布的数据显示，今年下半年汽车销量开始企稳回升，基本确认汽车需求见底回升，但是由于前些年透支消费需要时间消化，另外经济增速放缓，收入增长放缓，特别是地产、股票等财富效应的消失，打压了消费意愿和能力。短期汽车消费很难回到前几年水平。

图 213：汽车销量累计值及累计同比（单位：万辆，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 214：2010-2018 年城镇居民人均可支配收入季度同比（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

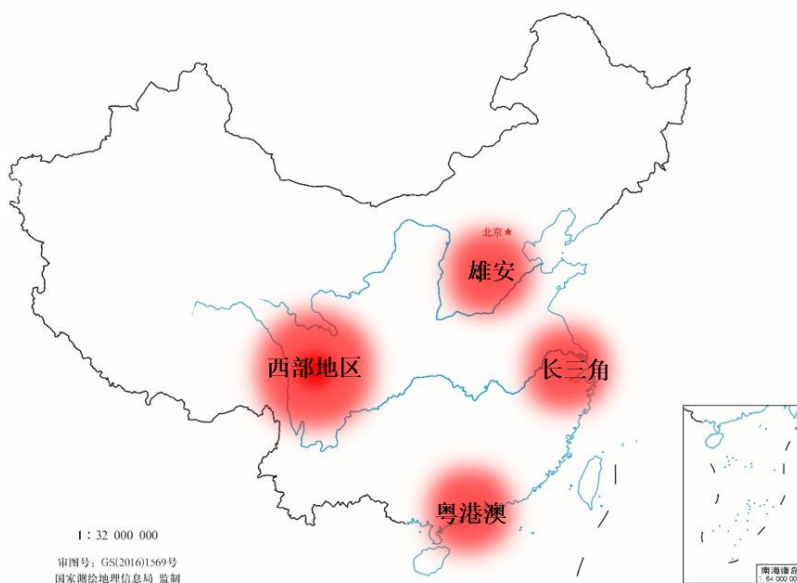
家电需求随地产的销售明年上半年保持适度增长，下半年随着地产销售数据增速下降，家电板需求可能承压。汽车、家电等与居民消费和地产直接相关，在经济增速预期下行情况下，虽然行业已经筑底，但短时间出现反转概率较低。因此预计热卷、冷卷需求难有大的反弹。但由于油气投资转景气，以及 10 月份无锡超载事故后治超将造成重卡等工程运载设备需求增长，中厚板需求仍将维持高景气。

4、钢材需求区域或将明显分化

在金融去杠杆的背景下，货币政策不搞“大水漫灌”，这也造成各地固定资产投资的资金能力出现的巨大差异性变化。长三角、粤港澳地区财政宽裕、杠杆率低，依托地方财政投资空间大，而部分战略重要但地方财政紧张的区域，通过中央财政支持也会加大投资，如雄安、西部地区。这些区域是钢材需求的重点区域。

图 215：需求区域分化的主要地域

中国地图



资料来源：中国地图，天风证券研究所

另外，国家统计局公布 2019 年，我国粗钢、钢材、生铁产量分别达到 99634 万吨、120477 万吨、80937 万吨，同比分别增长 8.3%、9.8%、5.3%，钢铁产量创历史新高。在此刺激下政策端已开始发力守底。1 月 23 日《国家发展改革委办公厅 工业和信息化部办公厅关于完善钢铁产能置换和项目备案工作的通知》要求，暂停钢铁产能置换和项目备案、开展现有钢铁产能置换项目自查，国家发展改革委、工业和信息化部正在会同有关方面，研究制定

钢铁项目备案指导意见、修订钢铁产能置换办法，下一步部际联席会议将组织相关部门，对各地区已经公告的产能置换方案和备案的钢铁项目进行抽查，对发现存在问题的将依法依规严肃处理，并作为反面典型公开曝光。综上所述我们认为，在供需两端受事件刺激下，供需基本面已经开始超预期好转。

7.3.3. 重点标的推荐

图 216：重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020/2/11	投资 评级	EPS				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000932.SZ	华菱钢铁	4.22	买入	1.61	1.11	1.20	1.33	2.62	3.80	3.52	3.17
002110.SZ	三钢闽光	8.27	买入	2.65	1.46	1.60	1.78	3.12	5.66	5.17	4.65
600507.SH	方大特钢	9.30	买入	2.02	1.09	1.17	1.29	4.60	8.53	7.95	7.21
600782.SH	新钢股份	4.46	买入	1.85	1.14	1.17	1.27	2.41	3.91	3.81	3.51
600282.SH	南钢股份	3.15	增持	0.91	0.67	0.71	0.80	3.46	4.70	4.44	3.94
601003.SH	柳钢股份	5.08	买入	1.80	1.19	1.22	1.27	2.82	4.27	4.16	4.00
000717.SZ	韶钢松山	4.13	买入	1.37	0.87	0.88	0.97	3.01	4.75	4.69	4.26
000708.SZ	中信特钢	24.18	买入	0.17	1.81	1.95	2.09	142.24	13.36	12.40	11.57
002318.SZ	久立特材	8.40	买入	0.36	0.39	0.39	0.50	23.33	21.54	21.54	16.80
002756.SZ	永兴材料	22.43	买入	1.08	1.30	1.57	1.79	20.77	17.25	14.29	12.53

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

7.3.4. 风险提示

疫情控制不力，春节复工再次出现延缓及需求出现大规模坍塌等不可控因素。

7.4. 建筑材料：建材细分行业需求将出现递延

（——天风建材：盛昌盛/武浩翔/侯星辰/李阳）

7.4.1. 水泥：需求递延，全年影响有限

总体来看，此次疫情对水泥行业影响有限。对比其他大宗商品，由于水泥产能具有弹性且库存较小的特性，疫情对水泥行业影响应该在大宗商品里面影响较小。从需求端来说，只会递延不会缺席，供给端短期部分生产线面临库满停产的压力但总体影响不大。下面进行具体分析：

回到“疫情”对水泥行业的影响，传染性强因此人力密集型产业需要重点防护。建筑工程、基建工程的施工、运输方面，不可避免外地人员流入流出，**传染性强是我们对病毒的基本认知，因此建材上下游产业链因为人力密集，需要更加注意防控**，从而也引起市场对下游需求恢复的担忧。在展开我们的观点前，必须强调的是，南北有别，延迟的影响优先考虑南方地区，无论是确诊数目角度，还是错峰停窑角度——北方水泥行业本身就有冬季错峰生产的安排。

最为关心的因素仍然是：工地复工进程、工厂复工进程、价格变化和预期、需求量是否起色。人们对于疫情影响的认知也经历了一些变化，体现在：

（1）**工地复工进程方面，相对预期略有延迟，仍看好复苏弹性。**最初预计复工时间从正月十五后开始，到延迟 1-2 周，可能 2 月下旬开始逐步恢复，推断的依据是，假设返工人员正月十六到工作地，即 2 月 9 日，隔离 14 天，结束隔离后是 2 月 25 日。结合部分地区按照重点工程、民生工程、房建工程划分，最晚可能到 3 月开始复工。

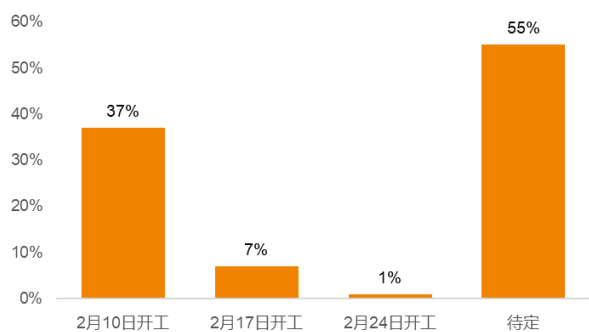
表 26：部分地区水泥相关行业复工时间统计

地区	复工时间安排
合肥	建筑业企业。2月24日，重点民生工程（含市政重点工程、轨道交通工程、省市重点工程等）。3月2日，一般民生工程（包括安置房等建设工程）。3月9日，其他工程（包括房地产等建设工程）
郑州	2月25日，重点民生工程(含市政重点工程、轨道交通工程、省市重点工程等)。3月6日，一般民生工程(包括安置房等建设工程)。3月16日，其他工程(包括房地产等建设工程)。
杭州	主城区： 2月10日起，允许重点民生工程(含市政重点工程、轨道交通工程、亚运项目、省市重点工程等)及其混凝土生产、渣土运输等必要配套企业申报复工。 2月15日起，允许安置房建设等一般民生工程申报复工。 2月20日起，允许具备条件的其他工程(包括房地产等建设工程)申报复工。
苏州	春节期间停工、所有新开工房屋建筑及市政公用工程，复工时间不得早于2月20日
台州	全市重大工程、重点项目在2月9日24时以后方可复工，其他工程项目原则上在2月17日24时以后复工

资料来源：新浪网，腾讯网，各地政府官网等，天风证券研究所

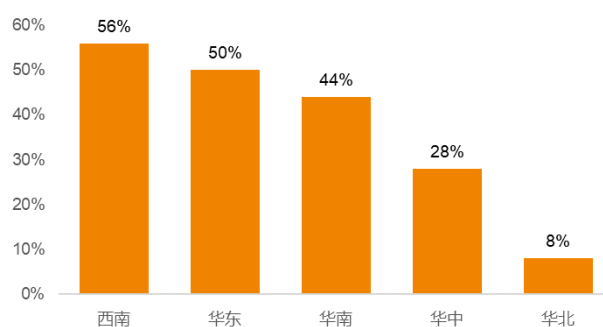
(2) 工厂复工进程方面，无论是库满停窑还是检修停窑，后期库存压力有限。考虑到春节前库位较低，安徽地区产线期间停产不多，随着下游复工延迟，可能出现库满停窑的情况，加之各个地区管控升级，确有下降。

图 217：全国水泥企业销售发运恢复情况（截止 20200210）



资料来源：钢联，天风证券研究所

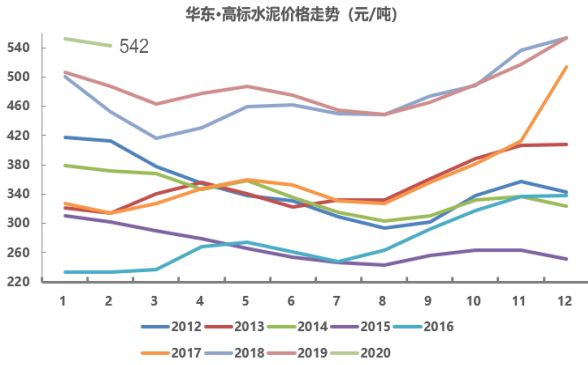
图 218：各区域水泥企业销售发运恢复情况（截止 20200210）



资料来源：钢联，天风证券研究所

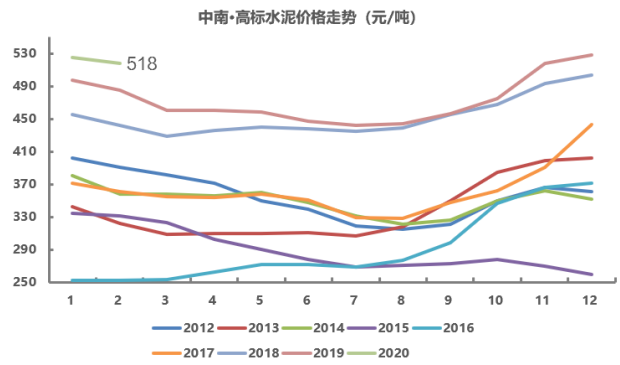
(3) 价格变化和预期方面，考虑节前价格同比较高，例如杭州高标 620 元/吨，同比提高 110 元，节后补降符合预期，降价的幅度和节点，较多预计和需求启动时间相近。而近期宁波地区主要厂家则下调宁波、台州、舟山等地水泥价格 60-80 元/吨（来源：中国水泥网），这一变化稍显与预期不符，但如果结合节前不降节后降的安排来看，以及降完后仍同比有增长的情况来看，浙江的降价是情有可原。

图 219：华东区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）



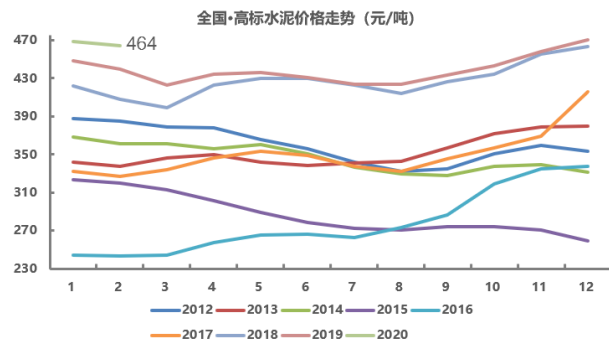
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 220：中南区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 221：全国水泥价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 222：全国水泥库容比（%）



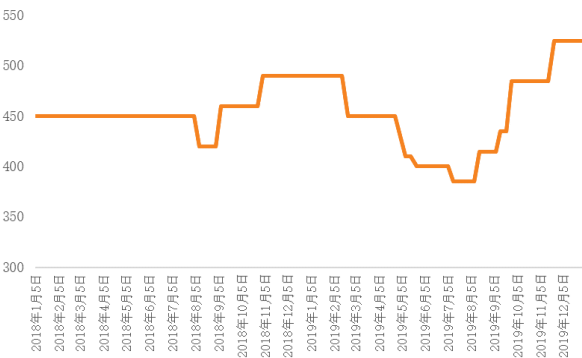
资料来源：数字水泥，天风证券研究所（截止 20200207）

我们认为所有因素的核心是需求，而推迟的需求终会到来，甚至因为赶工或者可能的刺激政策，需求反弹力度不排除会超预期，静待旺季量价齐升。而供给端的作用不容忽视，但在短暂的时间和空间内，更多是处于平滑波动的考虑，况且“新冠”这类级别的考验，也没有经验可循。根据数字水泥网，行业的共识或体现在：库满停窑，以及需求没有启动前价格不做大幅调整。

关于延迟的需求复苏后，市场的表现如何，我们可以参考天气影响解除后的市场表现，因为“疫情”与连日下雨，同样都是“一段时间内的不可抗力”。

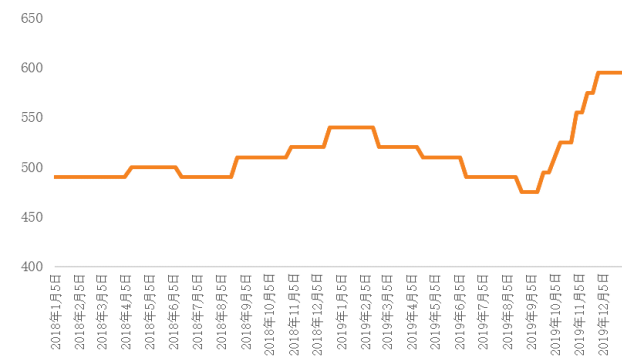
2019 年三、四季度，华南及江西、福建地区需求集中释放，与前期雨水耽误工期、春节早下游赶工有关，供不应求导致价格大幅增长，例如福建多地连涨 9 轮，累计涨幅 215 元/吨，江西累计涨幅 150 元/吨，长沙累计涨幅 140 元/吨，广州累计涨幅 120 元/吨。

图 223：长沙价格走势（元/吨）



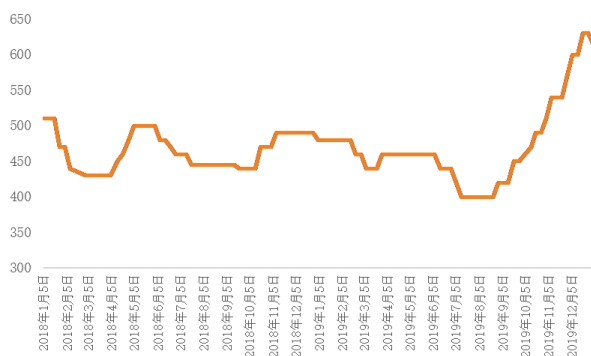
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 224：广州价格走势（元/吨）



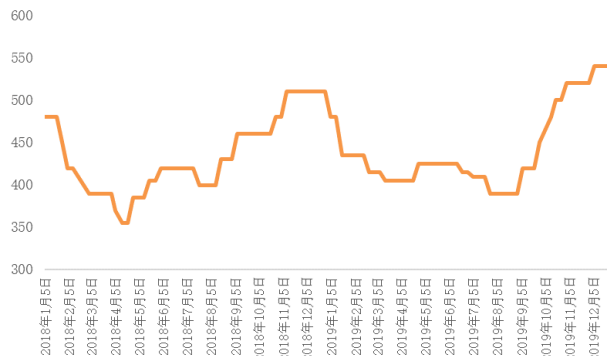
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 225：福州价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

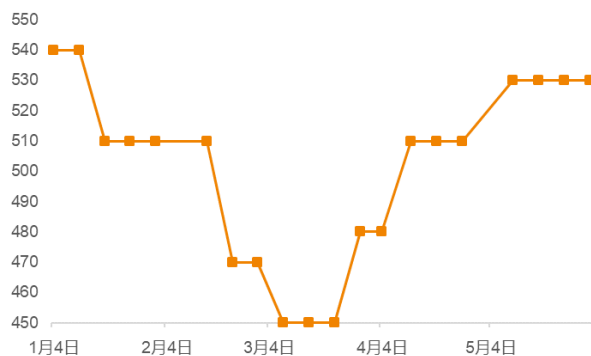
图 226：南昌价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

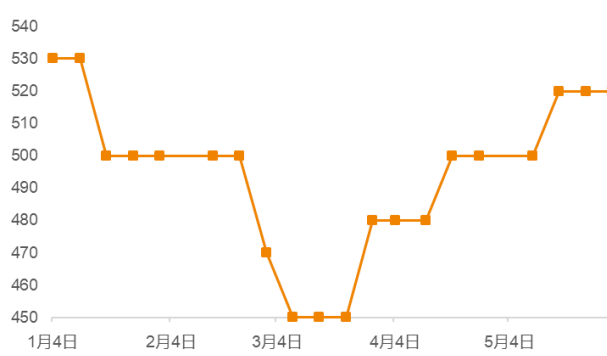
如果仍考虑 2019 年下半年有赶工期影响，那对比 2019 年春节后的雨水影响更为直接，结束雨水恢复旺季后均出现价格的快速反弹，例如杭州高标价格从 450 元/吨恢复至 530 元/吨，南京高标价格从 450 元/吨恢复至 520 元/吨（未反弹到降价前四季度的水平，主要因为二、四季度均为水泥旺季，而四季度需求相对更旺）。

图 227：2019 年春节前后杭州高标水泥价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 228：2019 年春节前后南京高标水泥价格走势（元/吨）

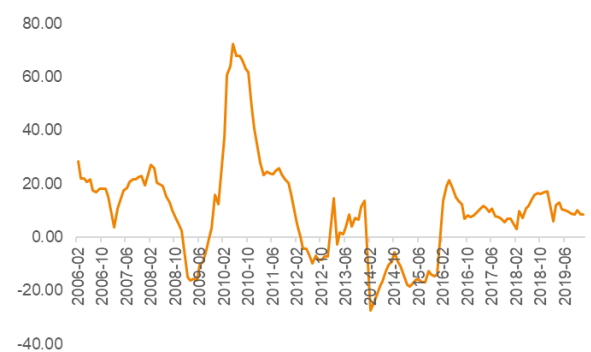


资料来源：数字水泥，天风证券研究所

此外，政策预期存在不确定性，但我们可以提出一个角度，在确诊病例大幅提高前，市场几乎对“新冠”没有风险关注，因此在意识“疫情”严重前，市场对于水泥需求的预测基本跟随地产新开工以及基建投入而定，继续传统投资型拉动经济的做法是否合理受到一些质疑，因此对于新开工和基建的预期较为谨慎，从而对水泥需求不确定性较大。

然而，疫情对一季度的经济的负面影响较多，短时间内消费“元气”尚待恢复，提振经济的贡献力下降，目光仍然回落在传统经济引擎，基建 2019 全年增速并不高，一个合理的基数，是否也为 2020 年留下加大投入的空间？近期我们看到财政部提前下发专项债和地方政府债务的通知，未来是否会有更多审慎的政策支持并不可知，但是仍然可以期待，传统经济领域的投入很可能不会边际更差。

图 229：全国房屋新开工面积累计增速（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 230：全国基础设施建设投资累计增速(不含电力)（%）

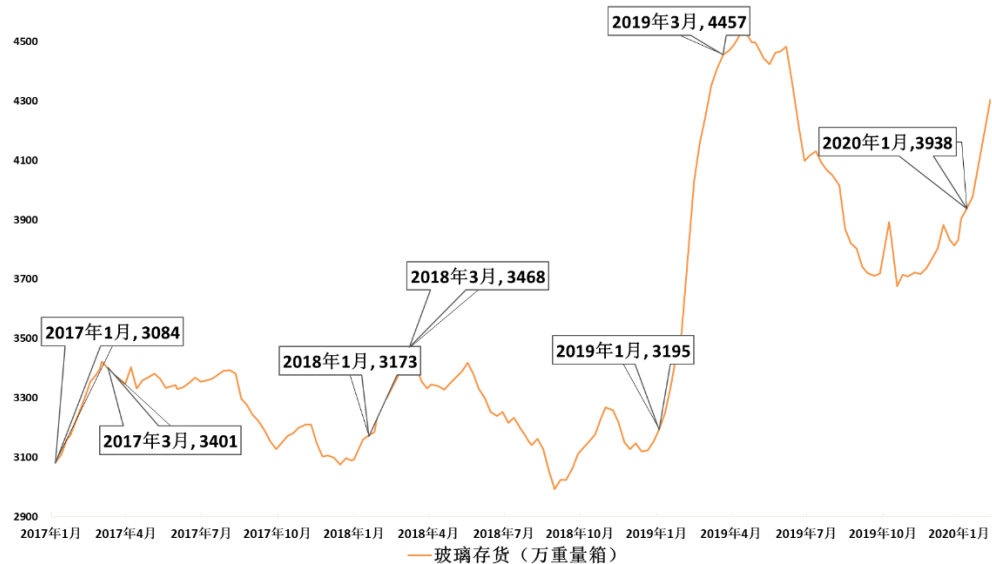


资料来源：wind，天风证券研究所

7.4.2. 玻璃：需求递延，刚性供给，密切关注短期库存变化

玻璃行业是刚性生产，即全年不间断生产，因此在疫情期间也是持续生产。综合来看，疫情对玻璃行业会产生一些短期影响，主要体现在以下几点：（1）地产开工需求递延，供给增加，短期玻璃价格可能承压；（2）玻璃运输受阻，玻璃企业在不停产的情况下库存有压力；（3）部分地区原材料运输受阻，玻璃投料减少导致部分供给收缩。我们预计受疫情影响短期会出现供需两弱的情况，库存有所提高，玻璃价格短期继续回调；如果疫情逐步缓解，需求恢复，有望重回涨势。

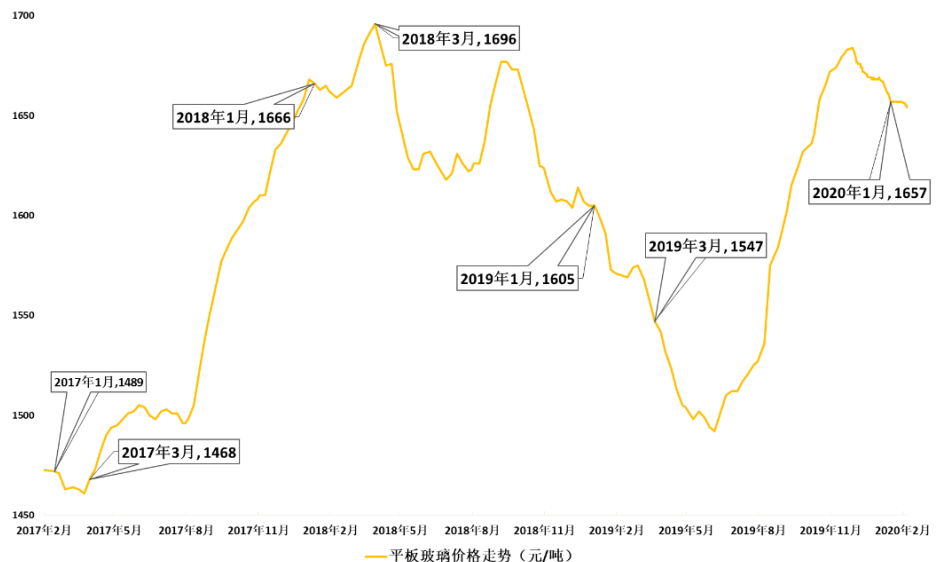
图 231：玻璃厂家库存



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

短期玻璃价格可以通过库存来判断，由于玻璃淡季也在生产，因此回顾前三年，每年的1-3月玻璃厂价格的库存都会增加，并在3月末到达当年高点，形成的原因主要是春节前北方由于气候原因不适合开工，因此北方需求下降，企业进入冬储，而2月春节之后，由于复工原因和环保限制导致工地施工受限，一般4月份项目开始启动，因此每年的3月都是玻璃库存的高点。此次疫情对玻璃行业的重要影响是库存短期的增加，上周末玻璃库存相比春节前增加了约8%，需求递延导致下游贸易商短期不会进货；其次公路运输限制会影响玻璃发货的效率，因此短期玻璃库存的增加可能会延续至三月后。

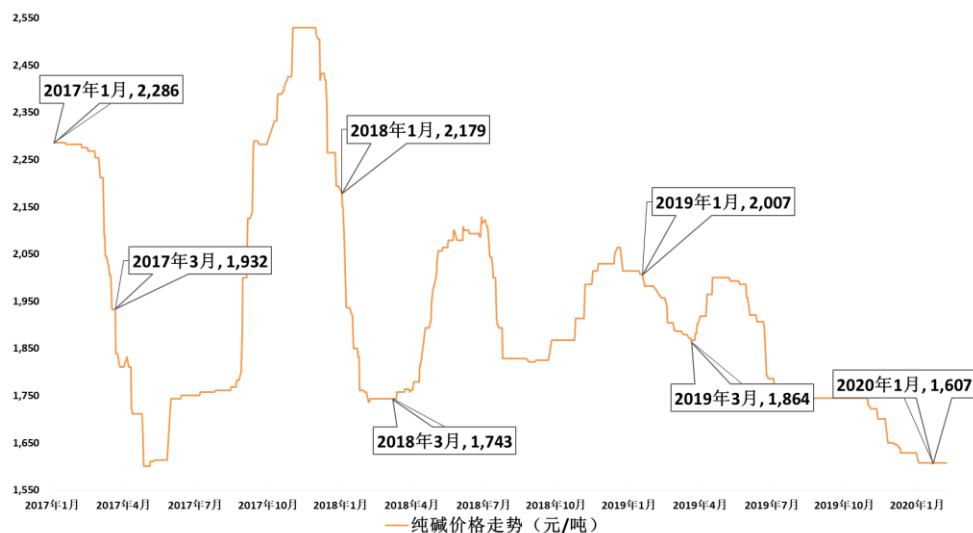
图 232：玻璃价格走势



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

库存压力可能传导至价格，回顾过去三年除了 2018 年年初供给减少导致玻璃价格走高以外，其他年份玻璃价格 1-3 月份都有一定程度的回调，但是一般在每年 8 月开始玻璃逐步进入全年旺季，价格开始上升。我们判断此次疫情可能会在短期延长玻璃价格下调的时间。短期来看，玻璃供给会出现一定程度的收缩，华中地区企业已经开始实施减产，因此预计玻璃价格下降浮动有限，具体要看库存增加情况。

图 233：纯碱价格走势



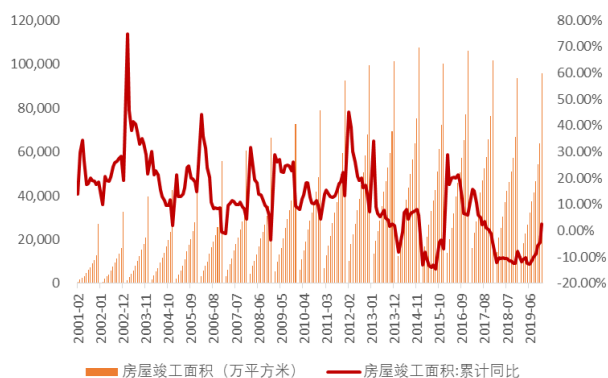
资料来源：wind，天风证券研究所

成本方面，此前在玻璃深度报告里我们可以看到燃料油和原材料是玻璃生产的主要成本，合计超过 70%。在疫情期间由于要保持窑池里的温度，因此燃料油的使用是持续的，但是华中地区限产是以减少投料为主，这意味着单位生产成本中要增加更多的燃料油成本。好在主要的原材料纯碱价格下跌较多，而且过去几年 1-3 月份价格都呈现下跌趋势，因此有望对冲一部分减产带来的成本增加。

全年来看，我们认为此次疫情更多的是递延了需求，对全年玻璃行业的判断保持乐观。

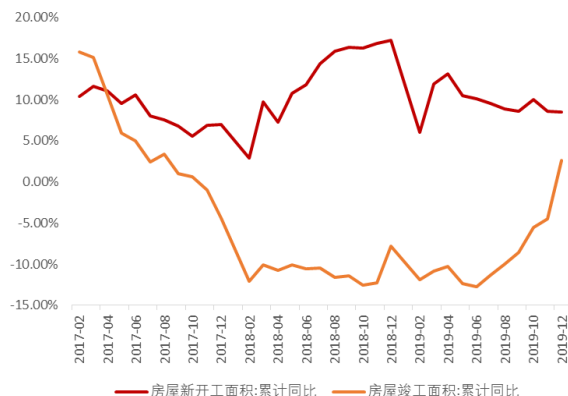
需求方面全年有望继续增长，19 年房屋竣工面积跌幅逐步收窄，并在年末回到正增长，改善显著，符合此前我们对地产竣工端复苏的预判。观察新开工与竣工的累计同比增速，2017 年二季度开始出现了剪刀差，新开工的增速好于竣工，主要是房地产开发企业在 17-18 年加快了拿地、开工的周转速度，此前我们判断，新开工之后一般两年内要完成竣工交房，因此 19 年竣工有望恢复，事实表明进入 19 年下半年以来，竣工需求确实有所改善，我们预计竣工的恢复至少贯穿 2020 年至 2021 年上半年，对玻璃需求有积极的提振作用。

图 234：房屋竣工面积累计值及累计同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 235：新开工及竣工累计同比增速对比



资料来源：wind，天风证券研究所

供给方面，预计继续收窄，2020年玻璃行业仍有较多产线需要冷修。玻璃生产线的寿命一般在6-8年，2012至2013年投产的新线即将进入冷修周期，而且2012年之前仍有众多产线没有冷修。根据中国玻璃期货网预计，2020年具备冷修条件的玻璃生产线有14-15条左右。复产方面，18-19年大量生产线已经完成复产，剩下正在冷修的生产线已经所剩不多，具备复产条件的生产线约9-10条，考虑到部分新建产线，预计2020年全年净增生产线为负值。因此综合来看2020年整体玻璃供需需升，预计价格中枢高于19年的水平；分阶段看，预计2020年年初玻璃受到冬储和疫情影响，价格会有所松动，如果疫情好转，需求逐步启动，乐观判断二季度需求启动后，玻璃价格有望止跌，到三季度末旺季来临将回到上涨态势。

表 27：2012 至今玻璃产线新增、复产、冷修情况

年份	新点火产线（条）	复产产线（条）	冷修产线（条）	净新增产线（条）
2012	19	13	25	7
2013	29	8	11	26
2014	23	9	38	-6
2015	10	17	43	-16
2016	9	22	15	16
2017	4	14	24	-6
2018	5	18	20	3
2019	3	16	20	-1
2020E	3-4	9-10	14-15	-3-0

资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

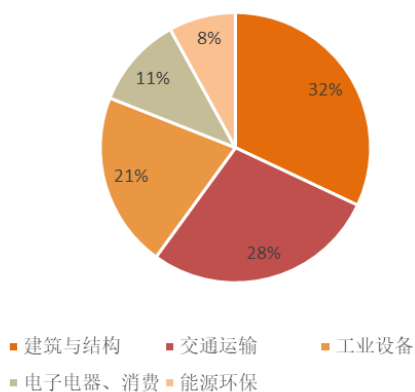
7.4.3. 玻璃纤维：需求递延，部分或将受损

玻璃纤维行业整体对应较多行业下游的细分行业，包括建筑领域、汽车领域、风电领域、电子领域等，整体需求释放同建筑业、制造业的需求释放相关度较强。受疫情影响，下游制造业、建筑业开工相应推迟，则会对玻纤需求产生递延，并且有部分需求可能会受损。另外，国内玻璃纤维龙头企业玻纤产品均有相当比重产品用于对外出口，如果疫情影响到中国的出口，则会使得部分玻纤出口需求受损。

1、需求结构多元，国内需求预计将递延释放

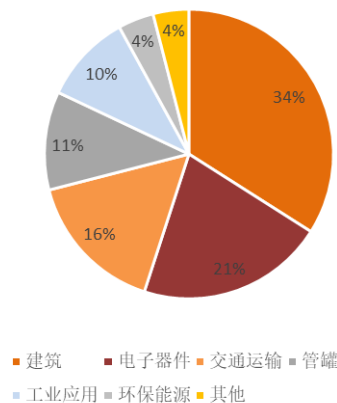
玻纤作为新型复合材料，广泛运用在各行各业，因此需求较为分散，主要集中在建筑、风电、交通、电子等领域，其中交通运输领域、工业应用的玻纤运用结构与海外仍然有区别，随着玻纤渗透率的提升，拓展潜力较大。整体来看玻纤行业下游需求广泛，一方面下游的应用领域不断拓宽，另一方面多个领域玻纤材料应用的渗透率也在不断提升。

图 236：全球玻纤需求结构



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

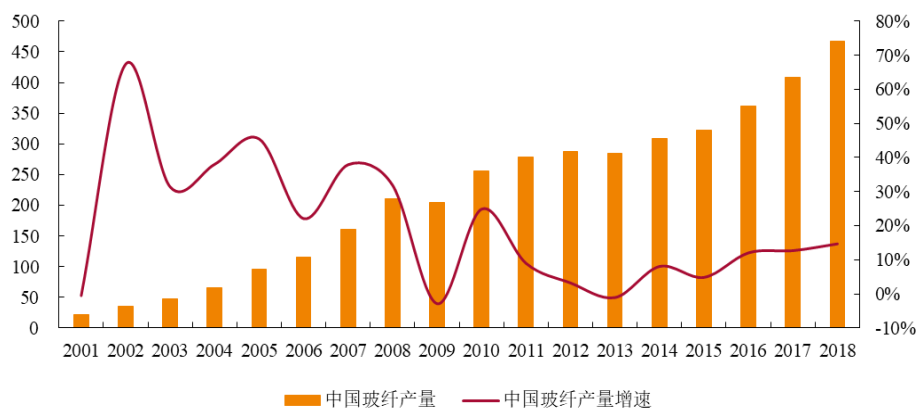
图 237：国内玻纤需求结构



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

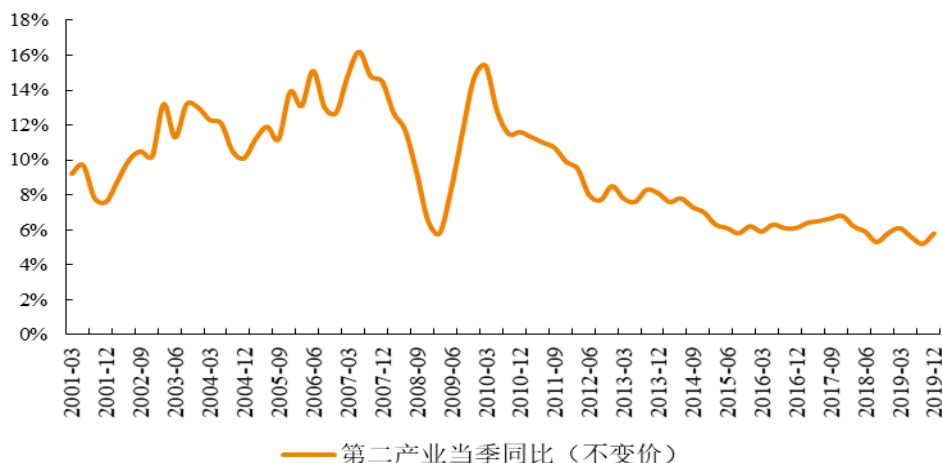
从产量增速来看玻纤产量 2016 年、2017 年的产量增速均为 12%，由于行业下游需求的稳定增长和行业龙头企业收入端的明显提升，2018 年玻纤产量达到 468 万吨，同增 14.71%，增加 60 万吨。从下图中我们也可以看出，中国玻纤产量同比增速的走势大致同中国第二产业 GDP 同比增速趋势保持相似。

图 238：中国玻纤产量（万吨）及增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 239：中国第二产业 GDP 当季同比（不变价）情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

供给端方面，我们对于 2018 年、2019 年玻纤行业的产能新增做了梳理。结果显示，2018 年行业供给确实有阶段性的增加，从产能的投放节奏来看，产能投放主要集中在 2018 年，2019 年国内新增产能有限，将会以消化 2018 年新增产能为主，2020 年行业供给压力预计将会有所缓解。

表 28：2018、2019 年玻纤产能（万吨）投产情况

公司	地址	产线	产能新增	实际产能	状态	最新点火日期	产品类型
中国巨石	九江	1 线	2	10	在产	2018/5	无碱粗砂
中国巨石	九江	1 线	3	10	在产	2018/5	无碱粗砂
长海股份	江苏长海	1 线	4	7	在产	2018 年 3 月	无碱粗砂
长海股份	江苏长海	2 线	1.5	8.5	在产	2018 年 8 月	无碱粗砂
庞贝捷	淄博	3 线	8	8	在产		非电子纱
江西元源	上犹	1 线	5	5	在产		电子纱
重庆三磊		1 线	8	8	在产	2017 年 11 月	无碱粗砂
中国巨石	桐乡	智能 1 线	15	15	在产	2018 年 8 月 21 日	无碱粗砂

重庆国际	大渡口	F02	5	10	在产	2018年8月15日	无碱粗纱
林州光远	林州	2线	5	5	在产	2018年8月	电子纱
中国巨石	桐乡	1线	6	6	在产	2018年12月	电子纱
安徽丹凤	安徽	2线	5	5	在产	2018年10月	电子纱
山东玻纤	格赛博	2线	8	8	在产	2018年12月	无碱粗纱
泰山玻纤	泰安	6线	10	10	在产	2018年11月	无碱粗纱
18年合计			85.5	115.5	同比	21%	
重庆国际	重庆	F11	11	11	在产	2019年3月	风电纱
19年			11	11	同比	2%	

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

根据上表数据，2018年玻纤产能新增合计为85.5万吨，同比增加21%。根据卓创资讯2019年全年新增产能绝对数值较18年显著降低，玻纤整体产品价格预计将会继续筑底。考虑到疫情可能会影响到建筑业和制造业的复工及需求创造，而玻璃纤维的行业特性是连续生产，可能会使得玻纤企业库存出现阶段性高企的情况，产品价格存在阶段性的压力，从国内玻纤需求的角度来看，预计国内玻璃纤维的需求有望在制造业、建筑业开工恢复正常之后出现递延性的回补，有少部分需求可能面临阶段性缺失的压力。

2、出口需求或受到阶段性负面影响

中国玻纤制品约40%用于出口，出口依赖度相对较高，主要出口地区贸易保护措施对中国玻纤企业的对外贸易会产生一定影响，伴随着疫情影响的持续，不排除部分国家会对中国玻纤产品进行隐形或显性的贸易限制，从而影响国内玻纤企业的出口业务。

表 29：中国巨石近年来收入国内国外占比情况

中国巨石	2014	2015	2016	2017	2018
国内	52%	51%	52%	55%	55%
国外	48%	49%	48%	45%	45%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 30：长海股份近年来收入国内国外占比情况

长海股份	2014	2015	2016	2017	2018
国内	67%	68%	63%	69%	74%
国外	33%	32%	37%	31%	26%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 31：泰山玻纤近年来收入国内国外占比情况

泰山玻纤	2014	2015	2016	2017	2018
国内	63%	66%	68%	71%	70%
国外	37%	34%	32%	29%	30%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从上述表格中可以看出，国内玻纤龙头企业的收入结构中国外收入都占据了相当比重，其中：中国巨石近五年比重在45%-49%之间，长海股份在26%-37%之间，泰山玻纤在29%-37%之间。

从各个公司的产能布局来说，长海股份、泰山玻纤以及目前大多数的玻璃纤维生产企业目前尚未在海外拥有玻纤产能，因而如果出现贸易限制，产品出口受到的影响相对较大；而中国巨石在主要的海外产品销售地美国及欧洲都有相对应的海外产能保障产品供应，中国巨石的美国基地和埃及基地分别能够供应北美和欧洲市场，中国巨石国内产品出口受到的影响相对可控。

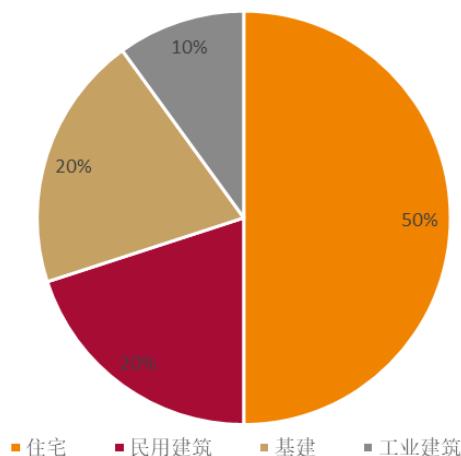
7.4.4. 消费建材：需求释放预计有所延后

消费建材行业需求主要受到房地产、基建等行业需求释放的影响。对于大多数细分子行业来说，受到春节及施工气候条件的影响，历年一季度整体均为需求淡季，行业内对应公司一季度营业收入占比基本为最低，盈利情况也整体偏弱，一季度还有可能出现亏损的情况。我们认为如果疫情影响可控，则成长建材行业的需求整体将会延后而不会缺席，对于开工端及投资端的细分行业，其需求有望在稳经济政策及后续的赶工需求中得到回补；对于施工、竣工端的细分行业，其需求也有望在房地产施工、竣工边际向好的大趋势下得以恢复。

1、防水行业：需求递延，关注长期逻辑

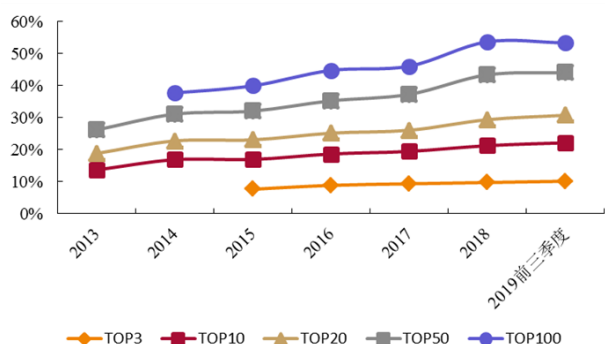
防水企业下游对应的主要是房地产和基建行业，根据东方雨虹公告，防水行业需求结构主要为住宅、民用建筑、基建和工业建筑，其中房地产行业为防水需求的中坚力量，并且伴随着一定的基建和工业需求。从房地产行业的发展情况看，房地产行业近年来呈现出行业集中度不断提升的趋势，同时伴随着精装房比例的不不断提升，房地产企业的防水材料集采需求也在不断提升。

图 240：防水行业下游需求结构



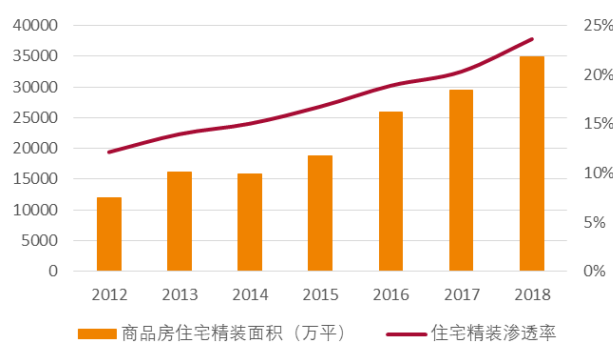
资料来源：东方雨虹公告，天风证券研究所

图 241：TOP100 房企销售额集中度



资料来源：CRIC，天风证券研究所

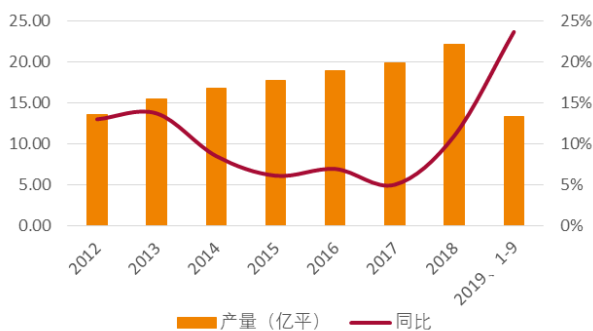
图 242：住宅精装修面积及精装渗透率



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

从行业来看，防水材料增长进入平稳增长阶段，2018 年，规模以上企业的沥青和改性沥青防水卷材累计产量达到 11.73 亿平方米，同比增长 11%，2019 年 1-9 月防水材料产量增速更是高达 23.7%。作为在房地产施工前段主要耗用的防水材料，其需求理应同房地产开工面积增速变化的数据保持一致。虽然 2019 年房地产投资端和开工端依然保持着较好的数据，但是从绝对增速来看已经新开工增速已经出现了边际下滑，防水材料产量却出现了加速提升的态势，并且从防水上市公司的销售数据来看，这种提升的态势表现的更为明显。我们判断主要原因还是统计口径的问题，行业整体需求增速并未呈现加速增长的态势，而是出现了企业分层、行业集中度提升的现象。

图 243：防水材料产量及同比



资料来源：防水协会，天风证券研究所

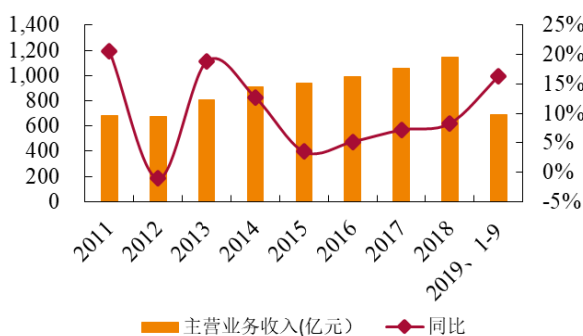
图 244：地产新开工面积及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

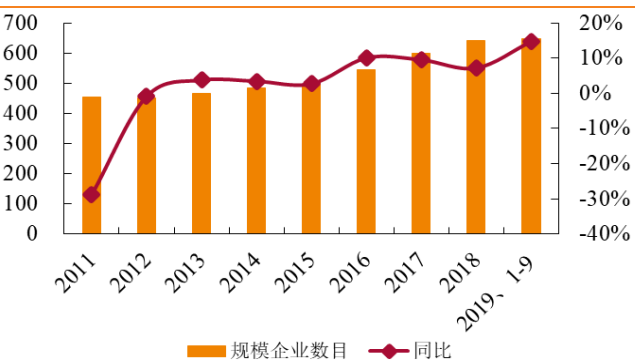
根据防水协会的统计，截止 2019 年 9 月，防水行业规模以上企业数目为 648 家，占拥有防水材料生产企业数目的不足一半，多数合法生产的防水企业的年营收不足 2000 万，属于规模较小的防水企业。并且，由于目前防水行业发展仍然有待规范，即便是正在经历行业的规范化，当前尚存在部分无证及生产低质非标产品的企业，占据着部分细分行业市场。我们预计无证非标企业同正规企业的发展将会明显分化，前者逐步弱化市场地位并逐步退出市场，后者将会保持稳定的增长。即便观察行业内规模以上企业，也可以观察到较为明显的企业分层现象，其中防水上市公司的营收增速明显快于行业规模以上企业的增速，引发行业竞争格局的变化，头部集中的趋势正在快速推进。

图 245：规模以上防水企业营收及同比



资料来源：防水协会，天风证券研究所

图 246：规模以上防水企业数目及同比



资料来源：防水协会，天风证券研究所

可以看出，防水行业的需求一方面看整体房地产行业发展的情况，另一方面，对于龙头企业来说，其增量需求也同商品房的精装修渗透率以及相应的房企集采需求有着密切关系。

表 32：东方雨虹近两年季度收入占比

东方雨虹	Q1	Q2	Q3	Q4
2017	15%	27%	26%	32%
2018	14%	26%	26%	34%

资料来源：wind、天风证券研究所

表 33：科顺股份近两年季度收入占比

科顺股份	Q1	Q2	Q3	Q4
2017	14%	28%	27%	31%
2018	13%	28%	25%	35%

资料来源：wind、天风证券研究所

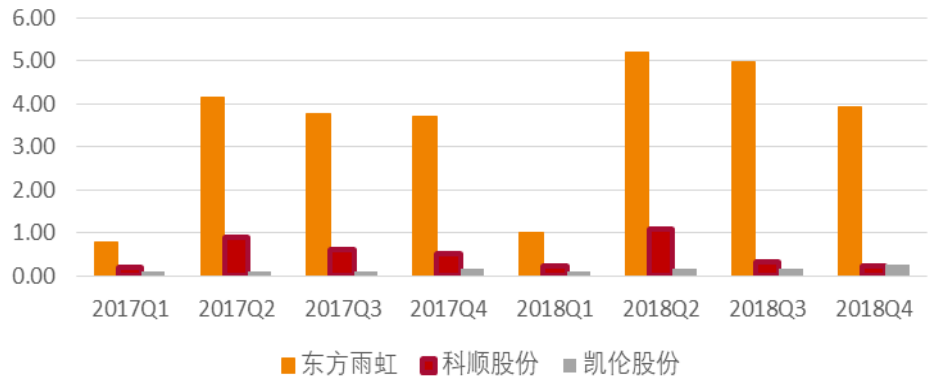
表 34：凯伦股份近两年季度收入占比

凯伦股份	Q1	Q2	Q3	Q4
------	----	----	----	----

2017	17%	27%	25%	31%
2018	15%	25%	27%	33%

资料来源: wind、天风证券研究所

图 247: 三家防水上市公司 17、18 年分季度归母净利润 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

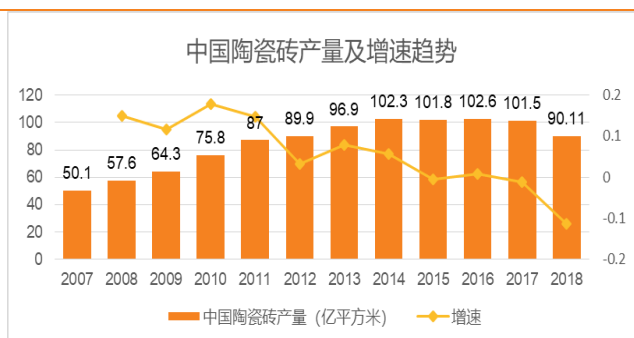
从上述图表中我们可以看出, 防水企业一季度收入占全年比重相对较低, 东方雨虹、科顺股份、凯伦股份 17、18 年一季度收入占比在 13%-17% 的区间, 明显低于 25% 的理论平均水平。

并且从公司实际经营情况来看, 防水企业一季度整体为需求淡季, 受到春节和施工气候影响, 需求通常会在企稳回暖、开工复苏的二季度开始稳步爬坡, 然后再四季度进入行业的全面旺季, 因而对于防水企业盈利来说, 一季度本身即为收入较少, 费用支出相对固定的时期, 因而一季度盈利对于全年盈利影响相对更弱, 疫情如果未出现进一步的不利影响, 对防水行业的需求影响整体可控, 并且需求有望后续得到回补。

2、建筑陶瓷: 需求递延, 关注复工

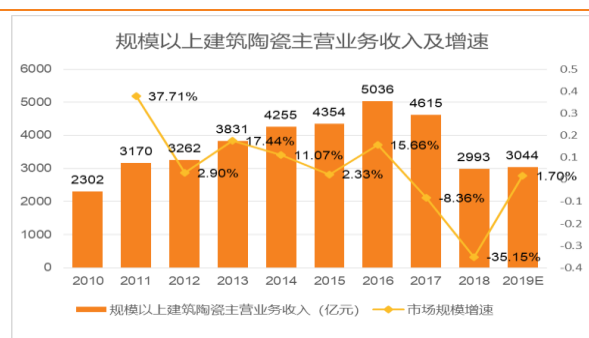
中国是建筑陶瓷生产大国, 但产业集中度较低, 建筑陶瓷整体呈现“大市场, 小企业”的竞争格局, 竞争激烈。

图 248: 中国陶瓷产量



资料来源: 陶瓷信息, 天风证券研究所

图 249: 规模以上建陶企业主营业务收入



资料来源: 陶瓷信息, 天风证券研究所

此次疫情的爆发和强力管控时期主要处于春节期间, 直接影响到了各地的复工时间。通常陶瓷企业在正月初十以后陆续开工, 受疫情影响, 今年陶瓷企业大多在 2 月 10 号开始复工, 比往年推迟 7 到 10 天。瓷砖行业属于劳动密集型, 很多企业用工外来人口较多, 疫情影响一线工人回到工厂进而对开工造成影响。

表 35：陶瓷企业开工时间

企业名称	开工时间
新明珠	2月10日
马可波罗	2月10日
宏宇	2月14日
鹰牌集团	2月19日
蒙娜丽莎	2月10日
东鹏	2月10日
金意陶	2月10日
依诺	2月23日
帝欧家居	2月10日

资料来源：陶瓷信息网，天风证券研究所

经销商是连接工厂跟消费者的桥梁，作为陶瓷行业的惯例，每年年初都要准备厂家的首付款，很多经销商用银行贷款来打款进货，受疫情影响这批货如果长期压在仓库，不仅产生不了利润，还要支付高额的利息，有些经销商的运营就会举步维艰。每年正月十五以后瓷砖市场逐步进入旺季，目前无论是零售市场、所有的建材卖场的开工、营业时间也是一推再推。我们近期了解大的房地产公司的精装房项目也在年后延期，众多业主的装修计划都会推后，预计 2020Q1 的瓷砖供需均将受到影响。

表 36：陶瓷上市公司季度收入占比

	2018 年 Q1 收入占比	2018 年 Q2 收入占比	2018 年 Q1 净利润占比	2018 年 Q2 净利润占比
蒙娜丽莎	16.76%	27.25%	12.80%	23.99%
帝欧家居	17.56%	26.98%	11.57%	19.73%

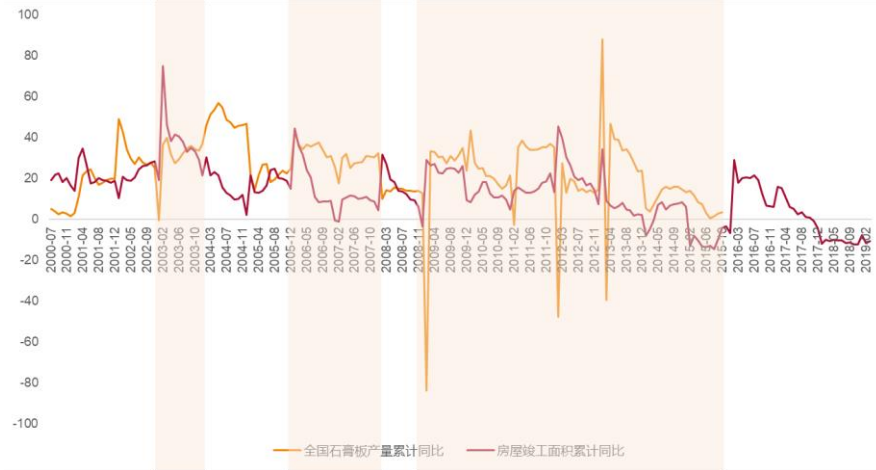
资料来源：WIND,天风证券研究所

虽然我们预计 2020 年 Q1 的瓷砖供需均将受到影响，但是从全年的角度看，影响不大一是疫情爆发时间与瓷砖淡季重合；由于本次疫情 1 月份开始爆发，今年春节也是 1 月底，对于瓷砖行业而言一季度都是淡季，冲淡了疫情的影响，以上市公司蒙娜丽莎为例，2018 年 Q1 收入占比 16.76%，净利润占比 12.80%，占比均小于季度均值；二是瓷砖行业需求已刚性需求为主，疫情会使消费需求后置，若疫情得到有效控制，则预计自 Q2 开始的赶工潮将拉动地产投资数据和竣工数据逐步好转，从而带动瓷砖需求增长。

3、石膏板：需求递延，关注地产竣工

石膏板作为装修材料，主要用于公用及家用吊顶、隔墙，装修属于地产后周期，一般遵循拿地-开工-预售-竣工-装修的产业顺序，因此地产竣工情况对石膏板需求影响较大。此次新冠疫情直接影响到了各地的复工时间，尤其是房地产行业的复工要晚于工业企业，以河南郑州为例：本地员工为主、本地产业链完整的工业企业 2 月 10 号复工，其他工业企业复工不晚于 2 月 24 号，安置房等建设工程 3 月 6 号复工，房地产等建设工程 3 月 16 号复工，复工的延迟将影响石膏板的需求。

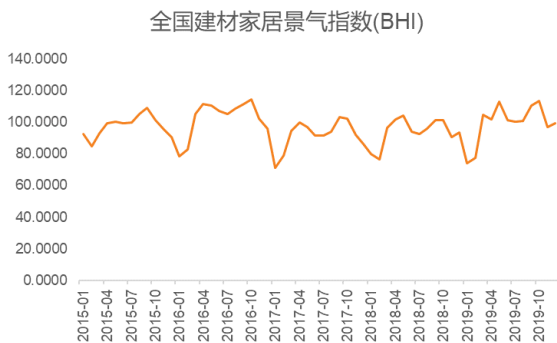
图 250：石膏板产量累计增速与房屋竣工面积累计增速对比（%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

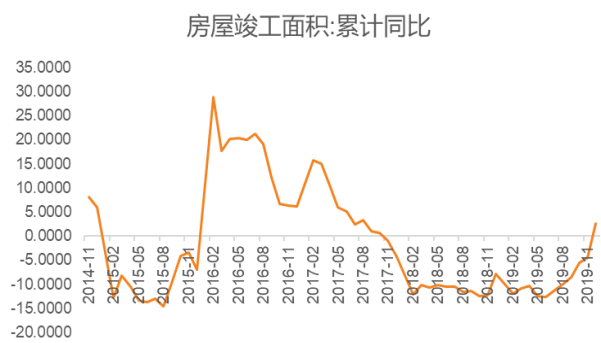
虽然我们预计 2020Q1 的石膏板需求均将受到影响，但是从全年的角度看，影响不大。一是疫情爆发时间与石膏板淡季重合；对于石膏板行业而言 1 季度都是淡季，冲淡了疫情的影响，以上市公司北新建材为例，2018 年 Q1 收入占比 19.82%，净利润占比 19.86%，占比均小于季度均值；二是石膏板行业格局好，市场集中度高，北新建材作为行业龙头，市占率将近 60%，在 2008、2015、2018 年房屋竣工面积增速为负情况下，北新建材三年净利润平均增速为 1.8%；三是若疫情得到有效控制，则预计自 Q2 开始的赶工潮将拉动地产投资数据和竣工数据逐步好转，从而带动石膏板需求增长。

图 251：全国建材家居景气指数（BHI）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 252：房屋竣工面积:累计同比

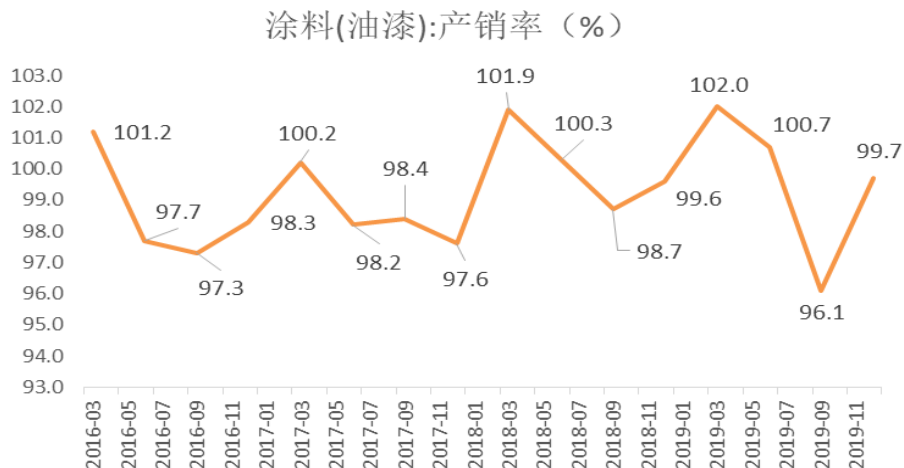


资料来源：Wind，天风证券研究所

4、建筑涂料：需求递延，影响有限

建筑涂料下游较为集中，与地产竣工关系密切，短期工地复工将会推迟，行业需求将会递延。从企业生产经营角度来看，损失较小，涂料企业生产弹性大，一般都是以销定产，在需求来临时可以从 8 小时工作的单班制增加至 24 小时的三班制；需求较弱时，可以及时减少产能，甚至关停产能。wind 数据显示 2016-2019 年涂料行业的产销率分别为 98.3%、97.6%、99.6%、99.7%，基本接近 100%，说明行业的供需基本平衡，生产弹性很大，厂家库存很少，因此不太会出现产能浪费的情况。从产品来看，零售端产品基本是罐装密封的涂料，涂料生产主要以物理搅拌为主，化学稳定性高、保质期长，一般不开封保质期在 5 年以上，即使短期零售需求不旺盛，也不会造成库存商品因保质期等问题等受损；工程端涂料以销定产，主要看下游何时复工。原材料方面同样保质期较长，在密封完整不受潮的情况下，主要原材料比如钛白粉、树脂等都在一年以上。

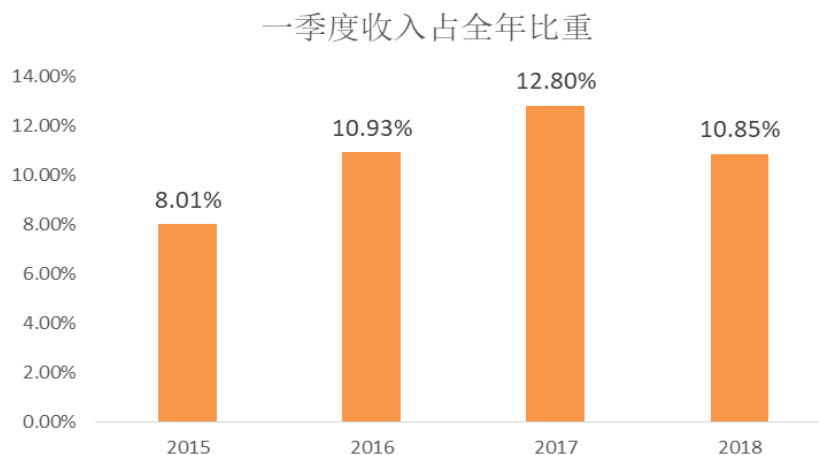
图 253：涂料行业产销率



资料来源：wind，天风证券研究所

建筑涂料在一季度是传统的淡季，建筑涂料主要看下游地产项目的开工，一季度地产项目普遍刚刚开始，且建筑涂料是建筑实施竣工的最后环节，因此传统一季度需求本身较弱，大部分需求在二三四季度，尤其是传统交房旺季“金九银十”的三四季度。

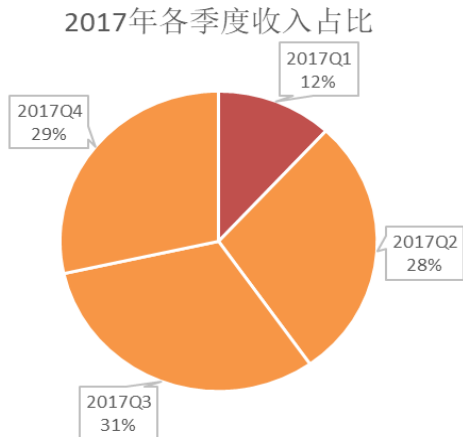
图 254：三棵树一季度收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

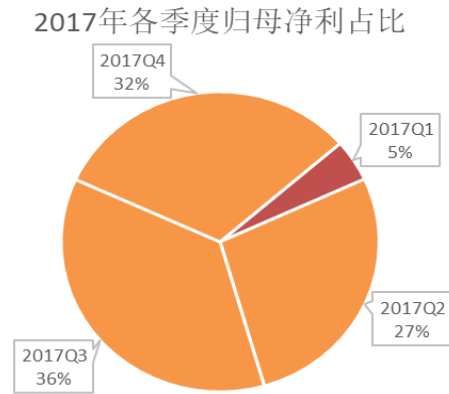
参考上市公司业绩来看，建筑涂料企业一季度无论是收入还是归母净利占全年的比重都很低，行业龙头三棵树 2015-2018 年一季度收入占全年的比重在 8%-13%之间，而近 5 年一季度的归母净利都为负值；工程涂料龙头亚士创能 2017 年一季度收入占比为 12%，而归母净利仅占全年的 5%，18、19 年的一季度归母净利也都为负值，主要业绩来自其他三个季度。

图 255：亚士创能各季度收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 256：亚士创能各季度归母净利占比



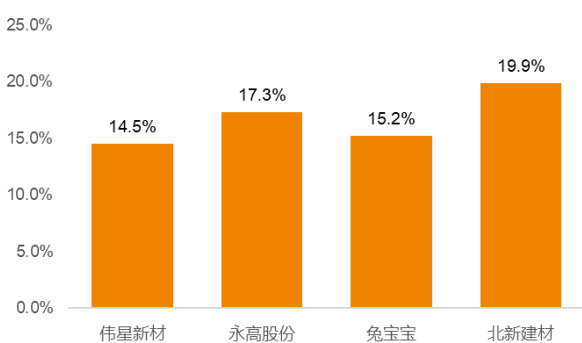
资料来源：wind，天风证券研究所

综合来看，此次疫情主要影响企业一季度的经营，而建筑涂料企业的一季度是传统淡季，收入利润占比低，且大部分业绩主要集中在1月春节前赶工时产生的，因此疫情对建筑涂料的影响有限，主要是递延了需求。我们对涂料行业的长期逻辑保持不变，一方面行业需求稳定增长，短期看2020年是竣工大年，竣工数据回升利好行业需求，长期看我国存量翻新需求不容小觑，当前我国涂料消费仍以首次涂刷为主，国外则是以重涂为主，我国既有建筑面积大，叠加近期政府鼓励老旧小区改造，涂料的二次涂刷市场有望打开；另一方面，行业格局逐步改善，集中度继续提升，环保趋严淘汰落后小企业，龙头加快产能布局形成规模效应、加强与下游地产合作，享受B端集采带来的高增长。长期看好建筑涂料行业集中度，龙头企业有望保持高增长。

5、管材：需求递延，长期集中度提升加速

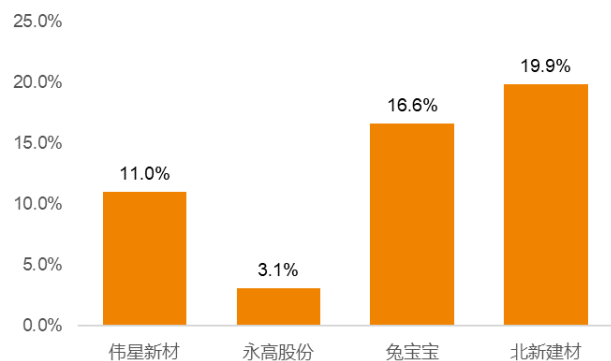
一季度是家装类建材淡季，上市管材企业Q1无论是收入还是利润，全年占比都较小。疫情好转正常复工后，需求有望在后续几个季度回补。例如2018年一季度收入全年占比，伟星新材（14.5%），永高股份（17.3%）；2018年一季度归母净利全年占比，伟星新材（11%），永高股份（3.1%）。

图 257：2018 年家装类上市公司一季度收入全年占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 258：2018 年家装类上市公司一季度归母净利全年占比



资料来源：wind，天风证券研究所

我们整理到 A 股与港股管材企业所在地的复工要求。伟星新材与永高股份同属于台州市，并在本地配备工厂，台州市颁发文件要求，全市企业原则上不得早于 2 月 17 日 24 时前复工；中国联塑总部在佛山，复工时间推迟至 3 月 1 日。考虑到管材生产企业春节复工时间比一般制造业更晚，生产时间适当延迟尚可接受。

管材下游需求通常分为 B 端、C 端，不同的渠道结构，“疫情”影响也不同，相对而言，B 端偏多或者渠道经销为主的企业，影响相对较小。

下游是 B 端集采企业，一般采用订单制，批量采购为主，发货节奏受到下游企业复工

情况以及物流运输的制约，可以电询或签订意向合同；

下游以经销商为主，主要看经营活动复苏以及经销商的下游，分销商或者零售客户的复苏情况，一般随着疫情结束人员流动增强而复苏。

下游直接面临 C 端，直营市场模式不多见，但是与第二类情况相似，最终完全复苏取决于疫情结束、业主生产活动恢复正常。

短期企业可以聚焦控费与线上营销，尽管面临行业竞争加剧，但是无形中加快集中度提升。管材行业集中度依然偏低，龙头与大量落后产能并存。行业集中度提升逻辑近几年在建材行业屡见不鲜，环保管控严格，不达标落后产能退出，以及采购方式的变化为全行业带来挑战，例如与地产商合作集采、和家装企业合作供应链，材料企业话语权有限，难免价格让利或面临较长应收账款，资金实力偏弱的中小企业难以为继，以及批量采购对保供能力、品牌认知度有一定要求，同样加速行业去产能。

目前我国塑料管道行业企业数量不断增加，从 1400 余家提高到近 1700 家企业，1 万吨以上规模大约 300 家，20 家以上年生产能力超过 10 万吨。**仍然有 50-60% 属于中小规模企业，在行业采购模式变化、环保管控趋严的背景下，我们看好行业集中度继续提升。**而资金已经偏紧的市场背景下（去杠杆融资环境弱叠加 B 端模式应收回款不及零售），资金相对宽松的企业通过自有资金或者资本市场融资方式扩大产能，是顺势而为，加速提升份额，例如永高股份发行可转债融资扩产。

下游房企集中度提升也是影响管材行业的重要原因。“房住不炒”背景下地产调控政策继续施压，加快开工、加快预售、加速回笼资金贯穿全年。截止 2019 年 11 月末，已有 27 家房企销售规模过千亿，6 年前千亿房企仅 7 家。行业集中度提升是大势所趋，依据 2019 年的表现，小型房企容易出现资金链问题，全年至少 13 家房地产行业债券违约，涉及发行主体颐和地产、国购投资和华业资本均为小型房企。同时小企业拿地难，而前 11 月 50 强房企拿地支出突破 2 万亿，同比增长 17%，创历史新高。**龙头规模提升，集采量同理扩大，对保供、质量要求更严，同时话语权增强，对价格、账期的要求也会提高，材料端无力抗衡的中小企业可能面临淘汰。**

整体看来，管材行业一季度是淡季，短期企业加强营销，培育行业变化时的获客能力；此外，行业竞争加剧，集中度有望提升。竣工与装修节奏可能暂时受到影响，但是需求只是递延并非消失。

7.4.5. 投资建议

疫情对建材各个细分行业影响总结如下：

水泥行业：需求递延，全年影响有限。内容总体来看，此次疫情对水泥行业影响有限。对比其他大宗商品，由于水泥产能具有弹性且库存较小的特性，疫情对水泥行业全年的影响相对有限。从需求端来说，只会递延不会缺席，供给端短期部分生产线面临库满停产的压力但总体影响不大，甚至因为赶工或者可能的刺激政策，需求反弹力度不排除会超预期，静待旺季量价齐升。而供给端的作用不容忽视，但在短暂的时间和空间内，更多是处于平滑波动的考虑，行业的共识或体现在：库满停窑，以及需求没有启动前价格不做大幅调整。

玻璃行业：需求递延，刚性供给，密切关注短期库存变化。玻璃行业是刚性生产，即全年不间断生产，因此在疫情期间也是持续生产。综合来看，疫情对玻璃行业会产生一些短期影响，主要体现在以下几点：（1）地产开工需求递延，供给增加，短期玻璃价格可能承压；（2）玻璃运输受阻，玻璃企业在不停产的情况下库存有压力；（3）部分地区原材料运输受阻，玻璃投料减少导致部分供给收缩。我们预计受疫情影响短期会出现供需两弱的情况，库存有所提高，玻璃价格短期继续回调；如果疫情逐步缓解，需求恢复，有望重回涨势。

玻璃纤维：需求递延，部分或将受损。玻璃纤维行业整体对应较多行业下游的细分行业，包括建筑领域、汽车领域、风电领域、电子领域等，整体需求释放同建筑业、制造业的需求释放相关度较强。受疫情影响，下游制造业、建筑业开工相应推迟，则会对玻纤需求产生递延，并且有部分需求可能会受损。中国玻纤制品约 40% 用于出口，出口依赖度相对较

高，主要出口地区贸易保护措施对中国玻纤企业的对外贸易会产生一定影响，伴随着疫情影响的持续，不排除部分国家会对中国玻纤产品进行隐形或显性的贸易限制，从而影响国内玻纤企业的出口业务。

消费建材：需求释放预计有所延后。消费建材行业需求主要受到房地产、基建等行业需求释放的影响。对于大多数细分子行业来说，受到春节及施工气候条件的影响，历年一季度整体均为需求淡季，行业内对应公司一季度营业收入占比基本为最低，盈利情况也整体偏弱，一季度还有可能出现亏损的情况。我们认为如果疫情影响可控，则成长建材行业的需求整体将会延后而不会缺席，对于开工端及投资端的细分行业，其需求有望在稳经济政策及后续的赶工需求中得到回补；对于施工、竣工端的细分行业，其需求也有望在房地产施工、竣工边际向好的大趋势下得以恢复。

综合对各板块的影响分析，我们认为疫情会对建材行业的产生需求递延的影响，需求不会缺席，从细分行业来看，水泥行业潜在盈利弹性更大，需求递延，同时还存在潜在的稳经济措施带来的增量需求，从而带来量价弹性；玻璃行业、消费建材行业整体需求递延，伴随着地产链条施工的恢复需求有望后期回补；玻璃纤维行业国内需求递延，海外需求阶段性受损。**我们重点推荐优质水泥标的海螺水泥，建议关注弹性品种祁连山、冀东水泥、上峰水泥、福建水泥；建议关注优质建材标的东方雨虹、北新建材、帝欧家居&蒙娜丽莎、三棵树、伟星新材、旗滨集团、中国巨石、中材科技。**

7.4.6. 风险提示

疫情影响超预期，复工开工不及预期，稳经济措施不及预期。

7.5. 建筑工程：疫情如何影响建筑行业？

（——天风建筑：唐笑/岳恒宇/肖文劲）

7.5.1. 2003 年“非典”疫情对投资影响非常有限

本文尝试简要分析 2003 年抗击“非典”期间投资数据变化，并结合行业施工惯例来分析今年新型冠状病毒对工程项目施工进度的影响。

截止到 2020 年 2 月 10 日，我国境内共 42718 例新型冠状病毒肺炎确诊病例，疑似 21675 例，早已远超 2003 年抗击非典期间的国内确诊病例峰值数据（5327 例）。2003 年 4 月 17 日中央政治局常委会上对防控非典做出了重大指示从而拉开了抗击“非典”的序幕，此处我们以 5 月 29 日（当日北京地区新增病例首次为零）为抗击“非典”高峰期终点，4 月 17 日至 5 月 29 日上证指数下跌 2.37%，建筑板块下跌 5.44%，其中 4 月 17 日到 4 月 25 日出现最大跌幅，上证指数下跌 7.84%，同期建筑板块为 7.98%。而在今年 2 月 3 日节后开盘第一天，上证指数即下跌 7.72%。

从全年行情来看，2003 年与重工业重投资相关板块涨幅显著，钢铁、采掘、公用事业、汽车等板块涨幅显著。此外需要注意的是，当年年初伊拉克战争、QFII 与社保资金入市、存款准备金率调升等事件也或多或少对行情起到一定作用，从而很难抽离其他因素来单独判断“非典”因素的影响。

图 259：2003 年全年涨跌幅对比（单位：%）

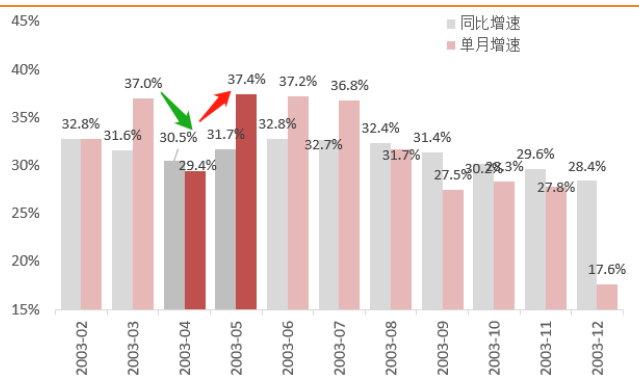


资料来源：wind，天风证券研究所；

注：各子行业涨跌幅柱状图取流通市值加权平均口径，表格内涨跌幅基于申万一级行业指数变化计算得出，因此出现建筑装饰子板块涨跌幅差异

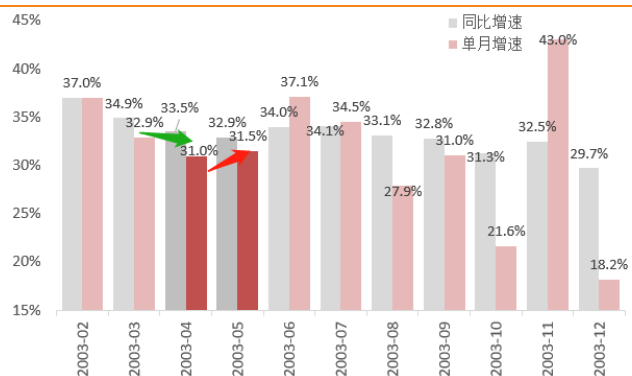
从主要投资数据来看，“非典”对于投资的扰动非常有限，可以看到 2003 年 4 月国内投资数据增速从 3 月单月 37.0%，下滑至 29.4%，但 5 月单月增速重回 37% 以上，房地产投资即使存在 4 月的微幅扰动，但抗击“非典”期间均在 30% 以上，成为支撑 2003 年全年投资的主要因素，2002 年全年投资增速仅为 17.4%，其中地产为 22.0%。由于 2003 年基建和制造业增速数据并未披露，此处难以进一步讨论。

图 260：2003 年固定资产投资增速



资料来源：wind，天风证券研究所；

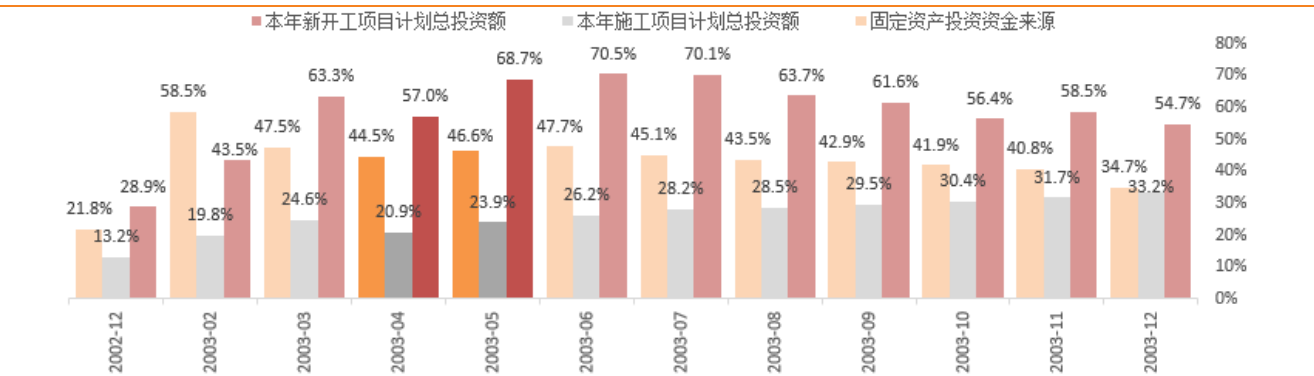
图 261：2003 年房地产投资增速



资料来源：wind，天风证券研究所；

综合来看，2003 年多项经济指标具有“快速提升”的特征，包括 10% 的 GDP 增速、信贷投放、44% 的工业企业利润总额增速等等，从项目和资金来源角度来看，同样如此。全年新开工项目计划投资额增速高达 54.7%，施工项目计划投资额增速和投资资金来源增速均在 30% 以上，三项数据在抗击“非典”开启的 4 月份出现短暂下滑后 5 月份均出现快速抬升。这也是为什么我们认为从经济发展背景来看，2020 年和 2003 年几乎完全不同。

图 262：新开工、施工项目投资额、固定资产投资资金来源总额累计同比（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所；

7.5.2. 今年疫情对于房建、基建投资的影响或显著大于“非典”时期

我们认为建筑工程行业在 2003 年非典期间所受影响和目前疫情下所受影响基本不具备可比性。主要在于两个方面：

第一，2003 年中央对于经济增长的要求较为强烈，和目前政策导向明显不同。上文中所举例的投资、企业利润、流动性等数据均取得了显著提升，从 2002 年四季度起，PPI 就出现显著提升，到 2003 年 CPI 与 PPI 同时转正，经济呈现“过热”迹象。在下表中我们截取了部分 2003 年抗击“非典”期间部分中央和地区政府的相关政策表述，可以看到在中央提出“‘一手抓防治非典型肺炎这件大事，一手抓经济建设’这个中心不动摇”之后“两手抓”几乎出现在所有抽样省份的相关正式表述中，部分地区明确提出“不得因生产要素影响而延误工期”、“各项经济任务不改、速度不减、指标不调”等等表明发展决心，也有地区在官方媒体上提出“不能让非典牵着鼻子走！...将条件比较成熟的 18 个 2004 年拟开工项目提前到今年开工”等论述。因此 2003 年整体的“快速发展”氛围与现在有所不同。

天风固收团队在《哪些事情不会改变？》(2019-12-13)认为十八大以来的“三期叠加、稳中求进...供给侧结构性改革、三大攻坚战、六个稳”仍然延续，**政策趋向还是意图在短期和长期中取得平衡，行稳致远可能就是当下的诉求。基于财新周刊统计数据，在今年 1 月召开省级两会的 29 个省份中共 21 个省份下调了 2020 年预期目标，经济发展目标的制定正在趋于多元化、强调均衡发展。**

表 37：2003 年“非典”期间部分官方信息摘要

日期	地点	信息来源	信息摘要
4 月 25 日	浙江	全省电视电话会议	全省电视电话会议重申“两手抓”，严防疫情蔓延，坚持第一要务...抓紧实施“五大百亿”工程，增强投资对经济增长的拉动力
4 月 28 日	北京	胡锦涛主持政治局会议	会议强调，各地区、各部门要站在全局的高度，处理好非典型肺炎防治工作和经济工作的关系， 一手抓防治非典型肺炎这件大事，一手抓经济建设这个中心不动摇。
5 月 12 日	安徽	省政府下午召开市、县长电视电话会议，部署当前全省非典防治和经济工作	省长王金山要求各地各部门要用抗击非典所凝聚的力量发展经济，用发展经济所取得的成就抗击非典， 坚持两手抓，夺取双胜利。...努力扩大投资需求，加快重点在建项目进度，尽可能多地完成投资工作量，加快重大项目的前期工作，确保项目按时开工。
5 月 13 日	上海	上海市政府召开专题会议	时任市委副书记、市长韩正在会上强调，当前最主要的工作是一手抓防治非典这件大事不放松，一手抓经济建设这个中心不动摇， 两手都要硬。
5 月 20 日	河北	建设厅发文：关于“非典”期间确保新上工程建设顺利开工有关问题的通知	按照省委、省政府“一手抓抗击非典，一手抓经济建设”的要求，为有效防控“非典”，确保新上工程顺利开工，现就有关问题通知如下...对受生产要素影响不能开工的，协调建设单位、施工单位和材料供应商及时给予保障，不得因此造成工程工期的延误。
5 月 26 日	吉林	人民网报道	为了将非典的不利影响降到最低水平，吉林省各地建设主管部门...采取积极有效的应对措施， 确保工程进度，保证施工质量 ，稳定民工队伍，目前，2000 余项在建工程顺利进行，完成新建基本工程总量的 30%，去年结转的工程也已陆续进入收尾阶段
5 月 30 日	郑州	郑州市人民政府办公厅发文	在经济工作中要坚持 一手抓防治非典型肺炎这件大事，一手抓经济建设、城市建设这个中心不动摇 ，努力维护正常的生产和生活秩序。因此，在今后的一个时期工作中要把握以下原则： (1) 坚持“各项经济任务不改，速度不减，指标不调、效益不降”...
7 月 1 日	辽宁	人民网报道	为了把非典对经济的影响降至最低，省委、省政府采取上马一批重大项目、加大招商引资力度、加快经济结构调整和老工业基地改造等措施，有力地促进了经济的发展... 辽宁省提出“今年的经济增长目标不能降”

资料来源：人民网、中国网、中新社、各地区人民政府办公厅官网、天风证券研究所；

第二，此次疫情在短期内对建筑工程项目所造成的影响或显著高于 2003 年“非典”。湖北作为核心疫区，其相关部门对于疫情初期防控工作的不足在一定程度上提升了全国其他地区防控疫情的整体成本和难度。对于建筑行业而言，农民工群体情况对于多数工程项目推进有着重要影响，今年疫情区农民工的复工到位速度或显著低于 2003 年“非典”时期。

基于统计局数据，2016 年末我国农民工数量 28171 万人，劳务输出方面湖北省位列全国前十，其农民工数量为 1112.81 万，占比约 4%，而农民工往往在每年 12 月和 1 月开始逐步返乡，而且我国北部部分地区出于气温以及“封土期”等因素，或使部分农民工返乡时间更早，因此可以基本认为在 1 月 23 日（农历腊月二十九）武汉市启动封城之前，湖北以及各省份多数农民工已经返乡。如果将疫情从武汉扩大到中部六省的话，相关农民工占全国外出农民工的占比会进一步提升，如下表所示，2018 年中部地区外出农民工占全国总量的 37%。

基于目前各个地区在控制疫情期间严密举措、以及目前疫情感染人数的严重程度，我们认为农民工流动性的阻隔将对一季度乃至上半年建筑工程项目的推进造成较大的影响。

图 263：2018 年农民工监测调查报告截图（单位-万人，%）

按输出地分	外出农民工总量			构成		
	外出农民工	跨省流动	省内流动	外出农民工	跨省流动	省内流动
合计	17266	7594	9672	100.0	44.0	56.0
东部地区	4718	812	3906	100.0	17.2	82.8
中部地区	6418	3889	2529	100.0	60.6	39.4
西部地区	5502	2727	2775	100.0	49.6	50.4
东北地区	628	166	462	100.0	26.4	73.6

资料来源：wind，国家统计局，天风证券研究所；中部地区：包括山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南 6 省。

7.5.3. 一季度施工进度大概率受到疫情影响，而全年影响有限

我们认为此次疫情或主要从三个因素来影响今年一季度乃至上半年工程项目的施工情况，结合 2 月 3 日政治局会议中央对于“六稳”与“经济社会发展目标任务”的重新强调，如果 2 月中旬疫情防控情况如期出现拐点，则其对全年房建和基建项目施工影响的将非常有限。

疫情影响一季度施工进度的三个主要因素分别是工人到位时间、施工材料产能、各地开工审批口径。

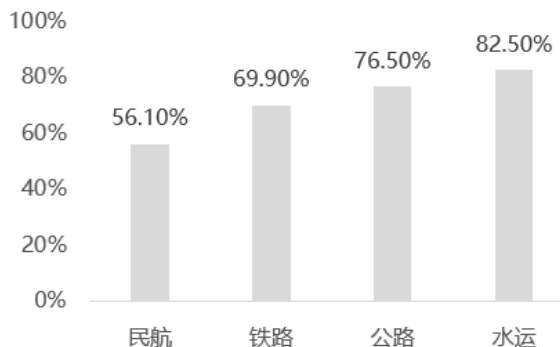
第一，工人到位时间主要和各地复工安排以及工人未来返程流畅程度相关。基于行业惯例，各工地施工管理人或在每年初十左右逐步完成人员与物料的施工预先安排，待元宵节后工人如期复工来推进项目施工进度。但由于受到疫情影响，春节期间提前返回工地的工人大幅减少，春节后各大中部省份在人员进出上的严格管控也将减少工人输出数量，这都决定了部分房建和基建工地上可能处于施工人员短缺的状态。

表 38：各地复工安排（注：信息截止至 2020 年 2 月 2 日）

复工日期	涉及地区
2 月 14 日	湖北
2 月 10 日	北京、上海、重庆、黑龙江、吉林、辽宁、河北、陕西、河南、山东、山西、安徽、湖南、江苏、贵州、云南、浙江、江西、广东、福建、宁夏、内蒙古、广西
2 月 3 日	青海

资料来源：各省市住建局官网，天风证券研究所；

图 264：春节后七天客运数据降幅



资料来源：交通部，wind，天风证券研究所；

图 265：施工三大影响因素



资料来源：天风证券研究所；

第二，基于上述相同因素，**施工材料的产能恢复也很可能受到影响**，如果在北方省份“封土期”过后，疫情控制情况仍未出现显著好转，**则施工进度放缓所带来的房建、基建投资下行压力将会进一步提升。**

第三，除了各个省级政府所发布的开工日期外，各个地区也可能会根据自身情况在不违反上级规定下灵活设置开工时间，**同时多数地区也对开工审批流程做出了进一步的规定**，比如满足卫生员、保安人员等各项人员最低配置要求、防疫措施到位、相关人员隔离等等，在各项标准都满足且获得批准后可以开工。**审批流程的增加以及各地审批力度的不同都在一定程度上延缓了开工节奏。**

除了各地方政府单位对于复工时间和条件的进行规定外，部分大型地产商做出了各自企业内部的规定，比如恒大在 2020 年 2 月 2 日下发《关于延长 2020 年春节假期及有关事宜的通知》，要求全国 1246 个项目在 2 月 20 日前不得开工。**此外需要注意的是，政府或者企业相关规定都将会随着未来疫情控制情况而变化。**

表 39：部分地区关于新开工条件说明（注：信息截止至 2020 年 2 月 2 日）

地区	部分地区通知中关于开工情况摘要
南京	南京市政府发文：需复工复业的企业，需向经营所在区域疫情防控指挥部做出书面说明，经批准后方可复工复业；复工复业的企业，需严格落实防疫措施，及时组织人员管控和检验检测。
长沙	春节期间未停工项目和需提前开工、复工的特殊项目，要制定完善的疫情防控方案，明确开工、复工范围，严格落实工地复工要求，实行属地社区和相应的建设行政主管部门双报备审批制。
苏州	对湖北等疫区来（返）苏人员，在车站、码头、国道、高速公路路口等一律依法进行检疫查验，并采取居家或集中隔离医学观察不少于 14 天等措施。
北京	北京市住建委：要求必须对施工现场和生活区实施封闭式集中管理，严禁无关人员进入施工现场
上海	上海市住建委：建筑工地应严格实施全封闭管理，只开放一个进、出口，施工现场和生活区 24 小时单独设岗，建立进出场登记和体温检测制度，门卫每岗不得少于 2 人。
广州	广东各类房屋市政工程必须具备七个条件（包括但不限于），并经属地有关建设主管部门同意后方可复工： 1. 建立健全的疫情防控管理体系；2. 对工作场所进行全面卫生消毒；3. 组织开展宣传教育工作；4. 施工现场实施全封闭管理；5. 设置体温检测点及配备必要的防护用品；6. 做好工地食堂安全卫生管理；7. 落实应急处置措施。
深圳	对春节后抵（返）深的湖北籍人员，应经 14 天的隔离观察，其他地区人员，应配合社区“三位一体”防控小组进行健康监测，未经隔离观察的，不得进入工地；
重庆	为确保辖区建筑工地疫情防控工作落到实处，各建筑工地需做到健康状况排查到位、防控责任落实到位、防控设备配置到位、防控管理措施到位、应急处置准备到位、疫情信息报送到位等疫情防控“六到位”。
杭州	严格落实开复工工地疫情防范和安全保障措施，做到“五个不得”。.....未经复工安全检查，未经建设行政主管部门批准同意不得复工。
宁波	施工总承包单位负责协调配备足够的卫生员、保安人员和值班人员，其中配备卫生员数量不得少于 2 人，且不宜少于全部工人数量的 2%。卫生员负责监测体温、通风消毒、发放并监督使用个人防护用品、宣传教育等。防疫物资、防疫人员配备不足的工地一律禁止开复工。
嘉兴	在疫情防控期间，实行建筑工地复工备案核准制。建筑工地必须具备“三到位”条件，才能向当地建设部门申报复工备案，经审查核准后才能复工。所谓“三到位”，就是建筑工地疫情防控工作体系到位、建筑工地人员疫情排查到位、项目建设主体疫情防控监管到位。不具备条件的建筑工地，一律不准复工。
吉林	2 月 9 日后需要开复工的项目，应向当地住建主管部门报告，经住建主管部门与相关部门共同确认，防疫防护措施

到位，符合防疫防护要求的项目方可复工。春节后进入建筑工地的施工人员进行排查和登记，并采取隔离观察等相关措施。

无锡 通知要求，如参建单位节前已与外来务工人员有明确约定返锡务工，必须动员已离锡人员在未收到复工通知前，不能提前返锡。全市范围内房屋建筑及市政工程项目如擅自开工、复工导致出现“新冠”感染疫情，其参建单位将被纳入我市建筑市场“黑名单”。疫情防控期间均实行封闭式管理，严禁工人随意出入，严禁非留守人员在工地留宿。

太原 太原市住房和城乡建设局发布《紧急通知》：全市新建项目和节前停工的在建项目不得在3月1日晚24时前开工、复工，拟返并参与工程建设的管理人员、务工人员在3月1日前暂勿返并；建设单位及各参建单位对参与工程建设的管理人员、务工人员应分批有序组织返并，并严格履行疫情筛查和疫情防控方案报备。

凡开、复工工地须于每日16时前，将项目工地人员情况、流动情况、疫情防控情况向本项目安全监督机构报告；各县（市、区）、综改区、不锈钢园区建设行政主管部门和市安全站、市市政质量站须于每日17时前向市住房和城乡建设局质量安全科上报。

资料来源：各地区住建部门官网、天风证券研究所；

基于目前疫情情况，上述三大因素将会显著影响今年一季度施工进度情况，但其对上半年的影响程度，还需要进一步观望疫情的发展情况，各级政府和相关企业的也会根据疫情情况对前期下发文件进行快速调整。

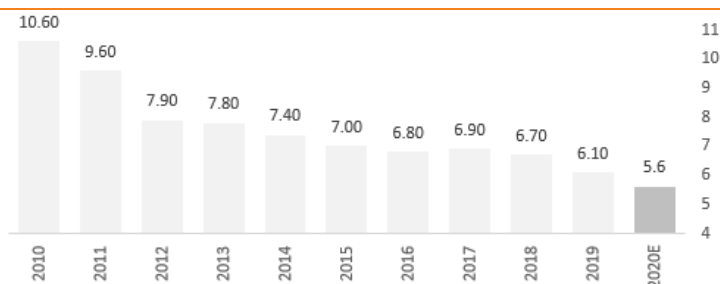
然而如果从全年角度来看，若疫情在3月前得到有效控制，我们认为其对于房建和基建投资的影响将十分有限。主要有两点理由。

首先，2020年经济发展目标仍然需要重视。2月3日中央政治局会议上国家最高领导人提出：

各级党委和政府要继续为实现今年经济社会发展目标任务而努力... 聚焦疫情对经济运行带来的冲击和影响，围绕做好“六稳”工作... 要在做好防控工作的前提下，全力支持和组织推动各类生产企业复工复产，加大金融支持力度，加大企业复产用工保障力度... 加大新投资项目开工力度，积极推进在建项目。

我们认为虽然此次政治局会议对于疫情影响下经济发展的定调弱于2003年4月28日政治局会议的“两手抓”，但仍表达出了中央经济发展在短期因素冲击下的稳健发展需求。天风总量组报告《如何看待当前市场节奏？》（2020-1-23）中指出，在四经普更新实际GDP指数之后，2020年完成十三五规划目标只需GDP增速5.6%，而且由于春节较早，错位效应将导致1月数据较弱。预计在目前疫情影响下，2月、3月经济发展大概率同样处于偏弱状态，这或将提升政府在二三季度政府加强逆周期调节的必要性。

图 266：GDP 增速情况（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所；

其次，在疫情冲击过后，中长期决定公司优势的依然是融资渠道和订单交付能力等供给端因素，而逆周期调节的预期加强在短期内或主要为估值修复的催化因素。在近期疫情对于风险偏好进行冲击之后，低估值的建筑板块（尤其是低估值的建筑蓝筹）可能被投资者重新审视，从而表现出一定的相对收益。建议在近期市场估值受疫情影响快速下滑的情况下，关注前期估值持续处于低位，但在融资、订单承接上都有较强优势的**建筑蓝筹**。

7.5.4. 财政和货币端有望齐发力，延迟的行业需求终会落地

建筑工程行业需求端主要受存量与增量项目影响，供给端则主要受到“人”、“材料”、“资金”等因素影响。在上文中，我们提到本次疫情对于一季度项目工程的人与材料均具有不可忽视的影响，此外在2016年后的去杠杆环境中，由于业主方资金到位压力增大，叠加建

筑材料成本抬升，行业整体资金压力原本就处于较为紧张的情况，此次疫情在一定程度上加剧了部分企业的流动性困境。

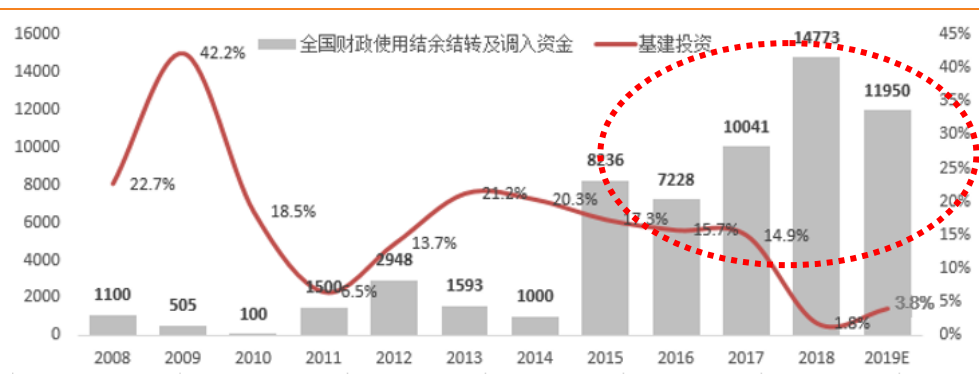
我们认为若 2 月底疫情得到显著控制，行业施工工人将逐步到位，同时建筑材料生产方产能也将逐渐恢复，“人”与“材料”所受到的冲击将会显著减弱，**资金和项目**将是决定建筑工程各子行业在中期内发展的主要影响因素。

1、地方债限额提前下发，将在一定程度上缓解财政压力

在资金方面，无论是政府端还是央行端都在合理范围内尽可能得减少疫情对流动性所造成的冲击。财政部网站 2 月 11 日显示，近期财政部提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元，其中一般债务限额 5580 亿元、专项债务限额 2900 亿元。加上此前提前下达的专项债务 1 万亿元，共提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 18480 亿元。我们认为这会在一定程度上缓解政府的资金情况，从而间接改善项目回款情况，但对于投资的影响仍然偏“稳”非“举”。

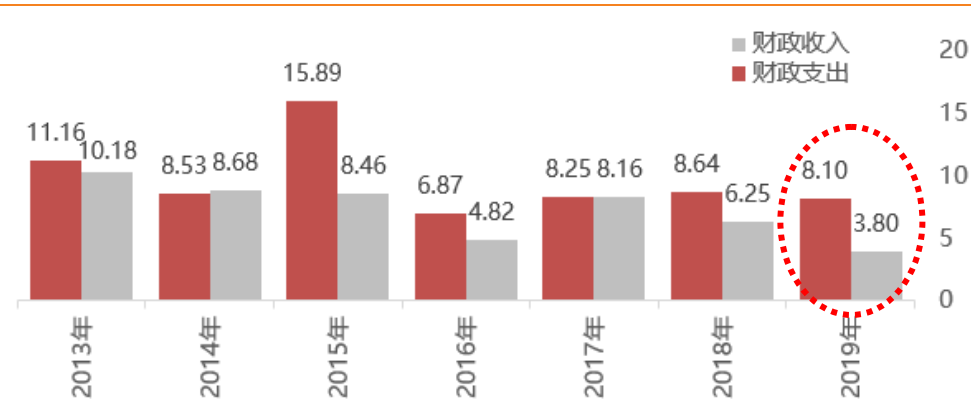
由于近两年财政收入相对支出压力增大，去年一般公共预算收入增速为 3.8%，显著小于支出增速 8.1%，且结余资金以及稳定调节基金存量额或极为有限，此次疫情会对各地区造成不同的财务压力，因而相关缓解举措的推出并不意外。我们可以看到 2015 年以来全国财政使用结余结转及调入资金显著提升。该项资金主要由往年结余资金以及政府预算稳定调节基金构成，推测两项资金的主要来源或为之前几轮地产上行周期中所沉淀的土地出让金中未使用部分。目前中央预算稳定调节基金或在 2000 亿左右（预算余额加往年误差项），地方预算稳定调节基金以及相关结转结余预计在经历了 5 年的高额使用后，剩余部分或极为有限。

图 267：全国财政使用结余结转以及调入资金（单位：左-亿，右-%）



资料来源：财政部官网，天风证券研究所

图 268：2019 年一般公共预算收入增速显著小于支出（单位：-%）



资料来源：财政部官网，天风证券研究所

2、多数细分子行业需求延迟，未来“稳投资”需求不容忽视

在项目方面，我们将通过简要预估行业需求变化来对主要子行业进行区分分析。对于工程

行业而言，除了 C 端家装公司外，客户主要以政府、地产商为主，项目类别主要有基建和房建，在“人”、“财”、“物”（原材料与其他施工物资）都受到疫情影响后，**相关子行业的需求多数会延迟**，当然也有部分项目会由于业主方资金不足而中断。此外部分行业可能也会出现新增需求，比如“新基建”中的智慧路灯工程、钢结构行业在应急救治建筑领域上需求。

建筑央企和国企方面，行业需求主要以延迟为主，但不排除在经济超预期下滑的情况下部分“十四五”计划相关项目前移，从而形成**新增需求**。从近期订单数据可以看到，2017年后多数主要基建、房建央企的订单增速显著高于同期行业订单增速，**我们认为在央企、国企相对于民企资金情况较好的情况下，多数央企国企在 2017 年后具有较好的订单储备**。此次疫情会对订单的落地速度形成一定影响，但在疫情冲击过后，多数订单仍会逐步开工。

此外，从政策预期上也可以看到，由于疫情对第三产业的冲击较大，若 2020 年经济发展目标的完成压力提升，不排除中央通过督促加快在建项目、甚至前提“十四五”重大项目规划落地进度的方式来“稳”经济。

图 269：多数建筑央企订单增速优于行业整体增速（单位：亿，%）

	单位：亿	2016	2017	2018	2019
中国建筑	新签订单额	18612	22216	23233	24821
	增速	23.02%	3.11%	4.58%	6.84%
中国交建	新签订单额	7308	9000	8909	6537 (前三季度)
	增速	12.38%	23.16%	-1.02%	12.16% (前三季度)
中国铁建	新签订单额	12191	15083	15845	20069
	增速	28.49%	23.72%	25.07%	26.66%
中国中铁	新签订单额	12350	15569	16922	21648.7
	增速	29.05%	10.50%	8.69%	27.90%
行业整体	新签订单额	212768	254620	272854	187135
	增速	15.38%	2.47%	7.16%	4.38%

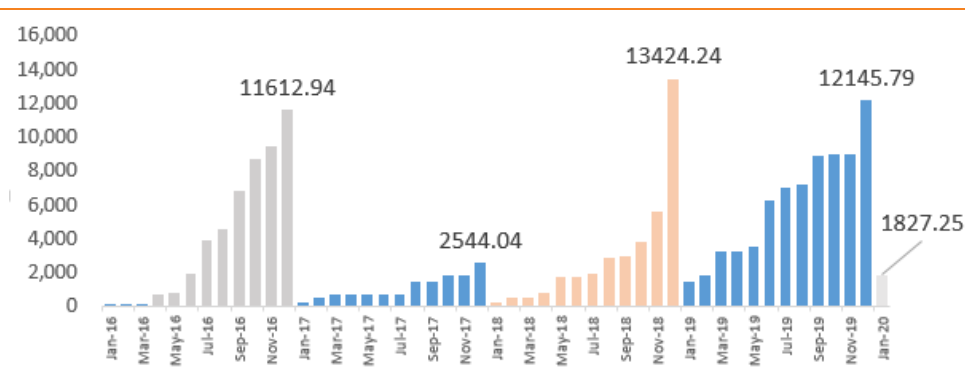
资料来源：wind，天风证券研究所；

图 270：八大央企前三季度营收增速达到近五年最高值



资料来源：wind，天风证券研究所；

图 271：近期发改委官网公告审批项目数据（单位：亿）



资料来源：发改委官网，天风证券研究所

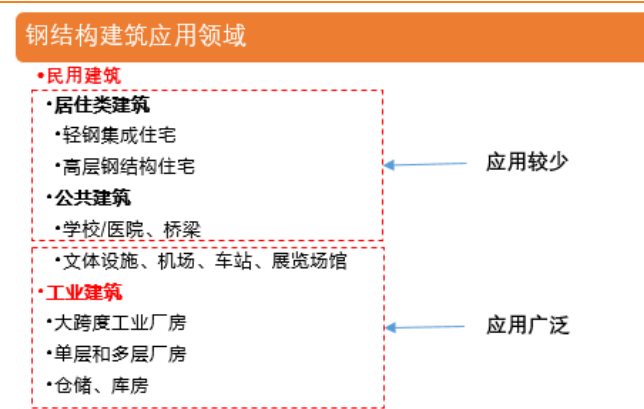
设计行业方面，行业需求主要以延迟为主，同样不排除在经济超预期下滑的情况下部分“十四五”计划相关项目前移，从而形成**新增需求**。相对施工端而言，设计行业对于项目需求的恢复有更大的弹性，通常来说，除了 EPC 和 PPP 项目外，**传统施工项目一般会先完成设计环节**，之后再对施工进行招标。

钢结构行业方面，行业需求主要以延迟为主，但近期政策对于行业在部分领域的加强应用，有望在相关领域形成新的需求。

我们在 1 月 30 日的行业深度《装配式建筑是如何建成的？--主流体系参数全解析》已提到武汉火神山医院采用钢结构集装箱体系建成，并且这一体系以及相关装配式体系具有拼装速度快、保温隔热效果好等特点。在 2 月 8 日，住房和城乡建设部、国家卫生健康委员会联合发布《关于印发新型冠状病毒肺炎应急救治设施设计导则（试行）的通知》，里面明确提出“结构形式选择

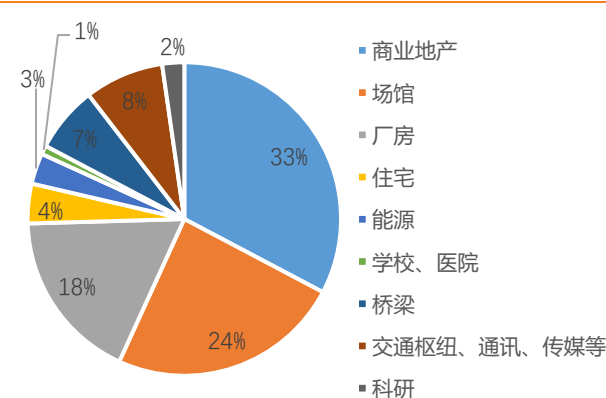
应当因地制宜，方便快速加工、运输、安装，优先考虑轻型钢结构等装配式建筑...”钢结构轻便、工期短的特性再次在应急设施的场景中得到应用。由于火神山医院设计很大程度上借鉴了 2003 年北京小汤山的设计图纸（钢结构集装箱体系），预计目前在全国各地紧张施工的传染病医院多数也将采用钢结构装配式建筑。

图 272：钢结构在居住类和部分基建相关建筑中应用较少



资料来源：中国建筑金属结构协会，天风证券研究所

图 273：2016 年已竣工钢结构工程项目各部分占比



资料来源：中国建筑金属结构协会，天风证券研究所

我们在报告钢结构《钢结构特性体现在疫情防治中，各公司高增长低估值凸显价值》（2020-2-11）提到，行业 2018 年产量 6874 万吨，较 2017 年增长 11.8%，但钢结构占建筑比例仅 2.87%，仍然偏低。2019 年以来利好政策频出，住建部多次在会议中提出要推广钢结构装配式建筑。多重催化下，相关上市公司业绩增速较为喜人，从 2019 年业绩预告来看，精工钢构全年利润预增 109%-131%，东南网架则是 50%-70%。

智慧路灯行业方面，预计未来会存在新增需求。主要原因在于在“稳投资”的背景下，新型基建可能会成为主要发力点之一，传统基建的加速投入虽然可以在短期内对经济形成一定的支撑效果，但其带动效率正在逐渐减弱，且与目前经济调结构的政策方向有所偏移。

我们在去年报告中多次提到：随着 5G 时代的到来，高频超密集组网必将催生小基站需求，这将推动小基站建设逐步落地，而智慧路灯上安装小基站将是最可行的方式之一，因此随着 5G 的到来，即将催生智慧路灯大量需求（【华体科技点评：营收与订单维持稳健提升，充足在手现金提供业绩增长保障】（2019-10-29））。

此外，装饰行业、园林行业、国际工程、化学工程等工程领域的需求主要以不同程度的延迟为主。若疫情在 2 月中旬附近出现拐点，在正式复工之后，上述各子行业将在短期内回到正常施工状态。

7.5.5. 投资建议

疫情在短期内对一季度房建、基建施工影响较大，但在疫情得到控制的情况下，预计全年对投资的影响将会非常有限。预计行业估值有望上行，推荐关注在传统业务具有竞争优势的龙头企业，比如房建施工龙头中国建筑、上海建工等，基建施工龙头中国中铁、中国交建、中国铁建等，设计龙头中设集团、苏交科等；以及近年来真正景气的部分子行业，比如钢结构（精工钢构、鸿路钢构、东南网架、杭萧钢构等）、智慧路灯工程（华体科技）等等。

7.5.6. 风险提示

疫情防控不达预期，各地项目开工时间超预期延迟。

7.6. 基础化工：疫情对基础化工行业整体影响判断

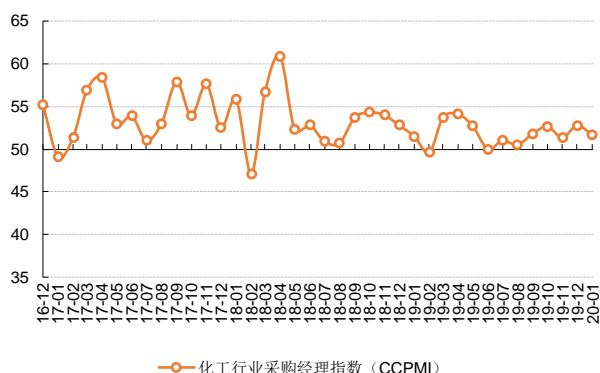
（——天风基础化工：李辉/赵宗原/唐婕/张峰）

7.6.1. 递延的需求：短期受下游企业开工进度及物流抑制，库存作为缓冲可部分抵消阶段

性负面影响

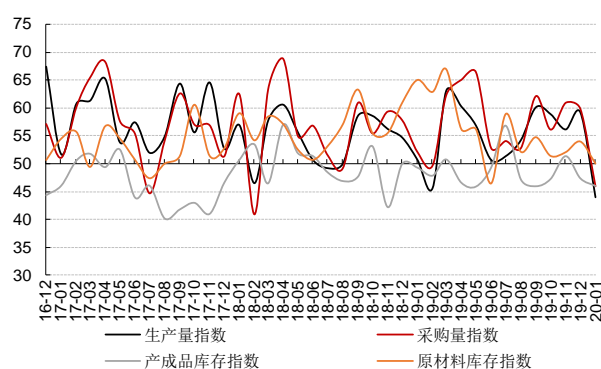
- 1、物流制约：化工品生产地与消费地分离，使得短期销售启动存在障碍和压力；但生产企业及下游企业的原料及产成品库存（一般在 1~2 个月）可以作为缓冲，短期部分抵消该部分影响。
- 2、下游生产及采购启动时点：化工下游行业涉及国民生产各个领域，一般劳动密集度较高，叠加春节因素，下游部分企业复工延迟，影响实际需求的启动及采购时点，但恢复正常生产后，或将回补采购。
- 3、前期订单交付出现延迟，生产企业销售成本或增加：一季度末二季度上旬为传统旺季，而受疫情影响，生产恢复过程迟滞、交货时间目前尚难以确定，预计较多订单将面临延误。生产企业交货成本可能增加（加急运输，空运等），特别是出口订单。

图 274：化工行业采购经理指数（CCPMI）



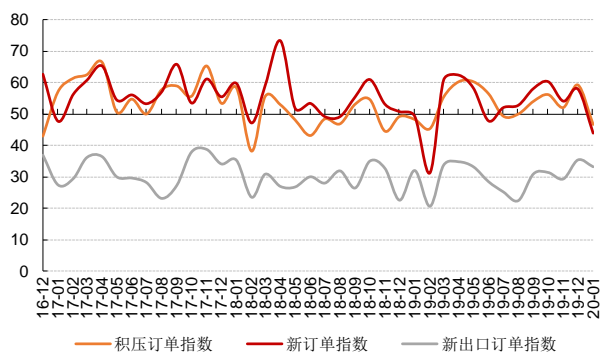
资料来源：摩贝，天风证券研究所

图 275：CCPMI-生产及库存指数



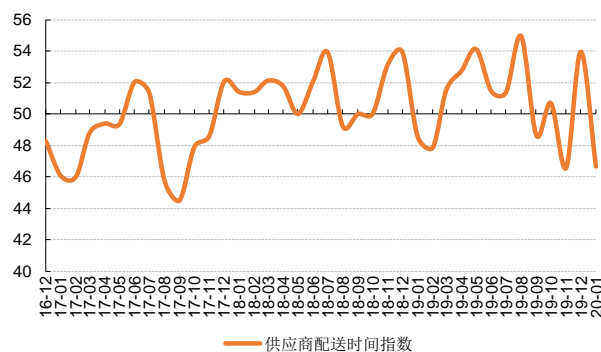
资料来源：摩贝，天风证券研究所

图 276：CCPMI-订单指数



资料来源：摩贝，天风证券研究所

图 277：CCPMI-供应商配送时间指数



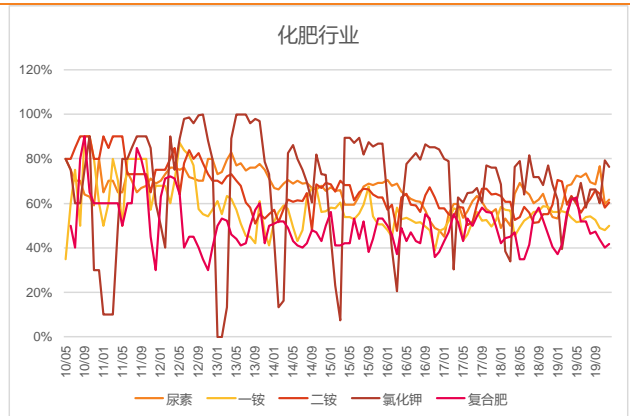
资料来源：摩贝，天风证券研究所

7.6.2. 供给端：当前时点对上游大宗化工品供给端生产影响相对较小，基于疫情发展导致的劳动力流动及物流运输通道受掣肘，使得生产活动恢复短期面临一定困难

中上游基础化工行业不属于劳动密集型，且由于化工装置多是连续化装置，多数化工企业春节期间仍维持生产，亦有部分企业春节期间原计划调整生产负荷或停产，**因疫情导致停产情况不明显。**

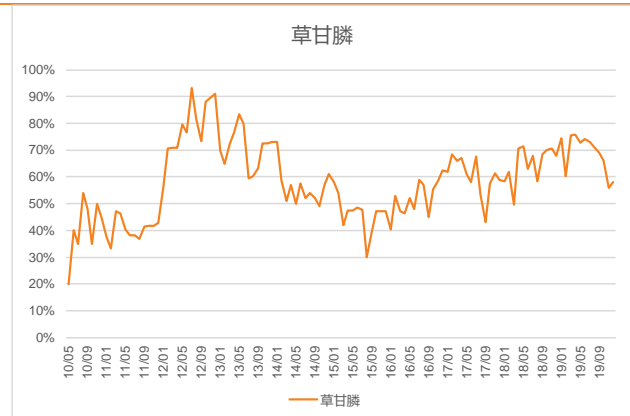
通常农历正月十五后（即今年 2 月 10 日）伴随下游需求逐步恢复，化工企业多陆续上调生产负荷或开工。一方面，当前受到复工时间限制、员工实际返工情况、复产中的防护标准和物质条件等问题，生产活动一定程度上被动推迟；另一方面，当前交通运输、物流渠道面临阻滞，后续企业或在面临原材料供给不足或产销错配带来的**库存压力下**被动下调开工负荷；因而**预计一季度整体开工率在春节效应基础上或进一步下滑。**

图 278：化肥行业主要产品历年开工率情况



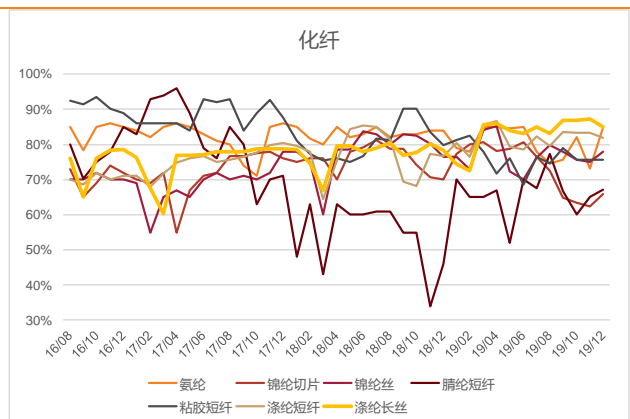
资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 279：草甘膦历年开工率情况



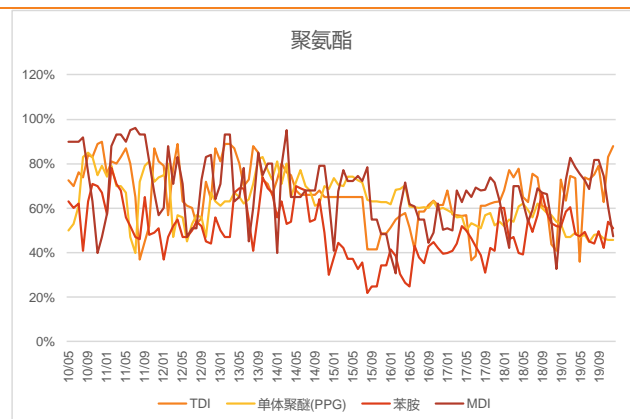
资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 280：化纤行业主要产品历年开工率情况



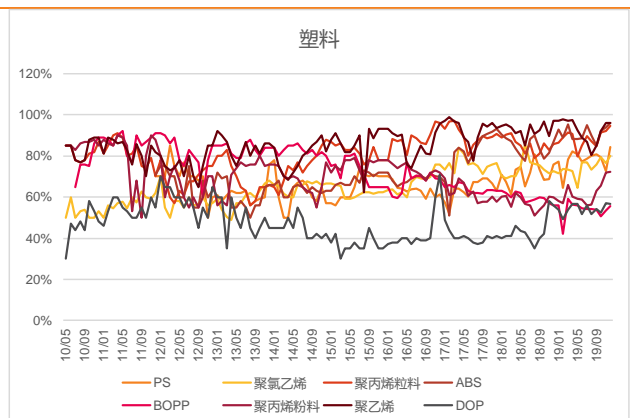
资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 281：聚氨酯行业主要产品历年开工率情况



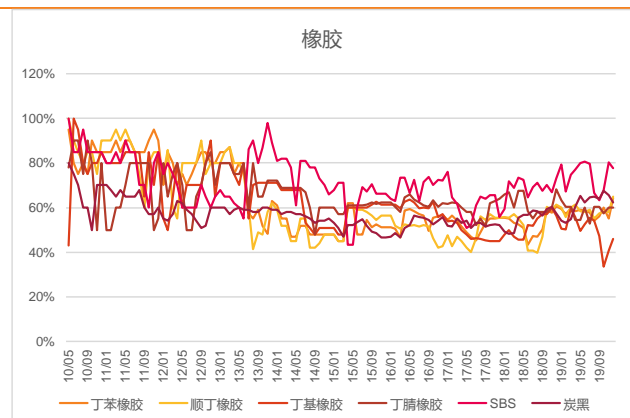
资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 282：塑料行业主要产品历年开工率情况



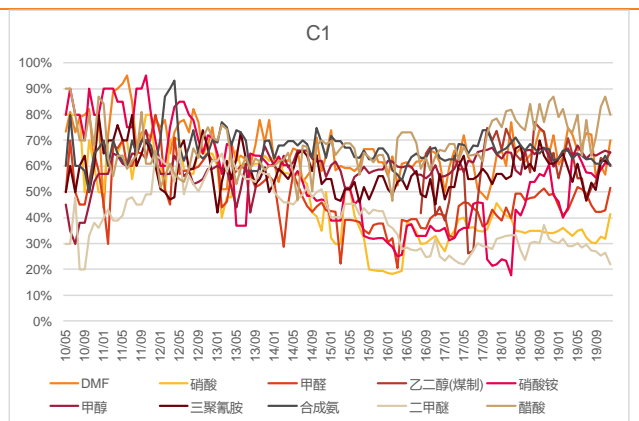
资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 283：橡胶行业主要产品历年开工率情况



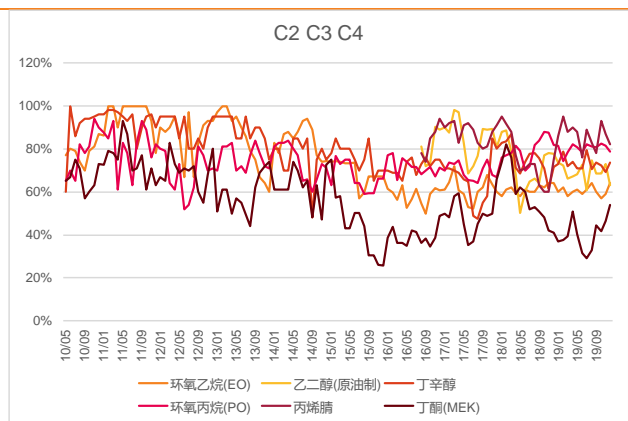
资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 284：C1 产业链主要产品历年开工率情况



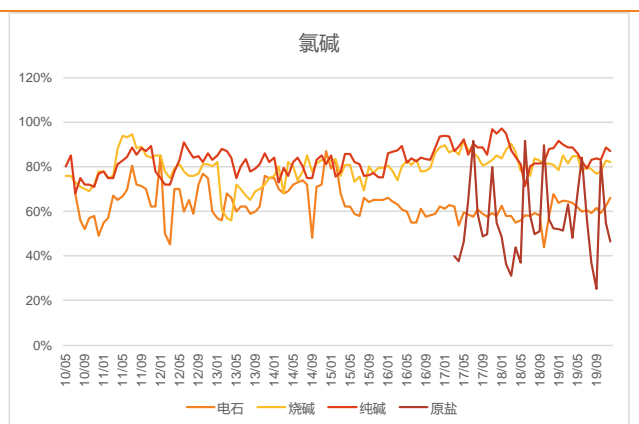
资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 285：C2 C3 C4 产业链主要产品历年开工率情况



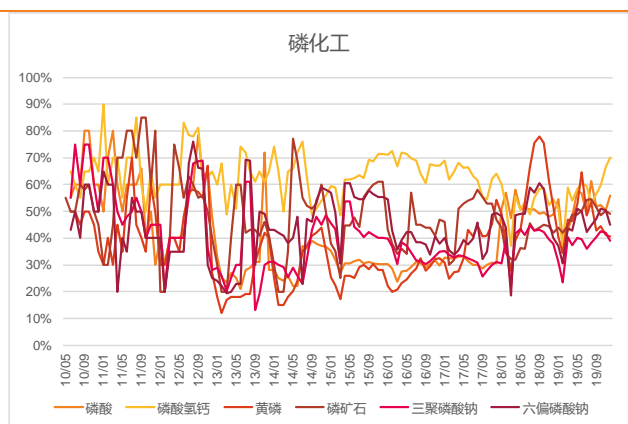
资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 286：氯碱产业链主要产品历年开工率情况



资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 287：磷化工产业链主要产品历年开工率情况



资料来源：百川资讯，天风证券研究所

7.6.3. 价格：大多数化工品价格已处于历史底部区域，进一步下行风险不大，三种情况分析疫情带来影响

- 1、需求端抑制因素解除时间不确定，受库存压力影响，价格短期内或将承压运行，但下行空间有限：大多数基础化工品
- 2、需求启动强季节性，涉及国计民生，政策保障性强，产品价格由市场供需主导：农资化学品
- 3、下游需求刚性（国外市场为主），而供给主要在国内的化工，价格有望走高：维生素等。

7.6.4. 重点子行业解析

表 40：湖北地区涉及主要化工品产能梳理

一级大类	二级细分	产品	2019 年总产能 (万吨)			涉及上市公司	
			全国	湖北省	占比	湖北	其他地区
化纤	粘胶	粘胶短纤	499	7	1.4%	-	三友化工、澳洋科技、南京化纤、新乡化纤
两碱	纯碱	纯碱	2804	164	5.8%	ST 双环、云图控股	三友化工、山东海化、中泰化学
化肥	氮肥	氯化铵	1480	221	14.9%	云图控股、ST 双环	华昌化工、和邦生物
磷化工		黄磷	181	12	6.6%	兴发集团	澄星股份、云天化、川恒股份
		磷酸	413	75.5	18.3%	兴发集团、湖北宜	云天化、川恒股份

					化		
农资	化肥	磷矿石	10705	2730	25.5%	兴发集团、新洋丰	云天化、川恒股份
		磷酸二铵	1998	530	26.5%	兴发集团、湖北宜化	云天化、六国化工
		磷酸一铵	2197	867	39.5%	兴发集团、新洋丰、湖北宜化	云天化、新洋丰
	农药	化学农药整体	174.5	16.14	9.2%	安道麦(荆州)	
		甘氨酸	63	10	15.9%	兴发集团	
		草甘膦	66	13	19.7%	兴发集团(泰盛)	新安股份、江山股份、扬农化工、和邦生物
染料	活性染料	活性染料	44	7	15.9%	-	浙江龙盛、闰土股份、吉华集团、海翔药业、安诺其
	中间体	H 酸	15.1	3	19.9%	-	闰土股份、吉华集团
其他材料	有机硅	有机硅单体	320	20	6.3%	兴发集团	新安股份、合盛硅业、东岳集团
食品与饲料添加剂	维生素	维生素 B1	8400	2500	29.8%	华中药业	兄弟科技
		维生素 B2	8900	2400	27%	广济药业	圣达生物
		维生素 B6	7870	600	7.6%	华中药业	
		维生素 E	77800	17500	22.5%	ST 冠福	新和成、浙江医药
		维生素 K3	7030	450	6.4%	振华股份	兄弟科技

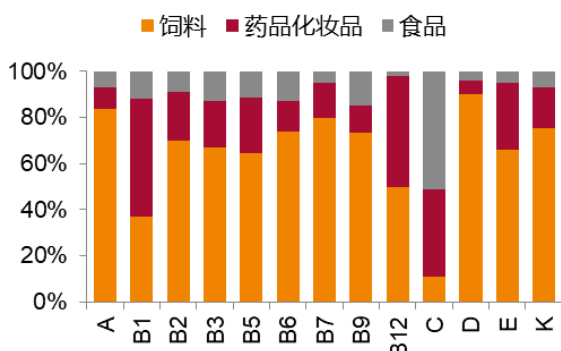
备注：由于化学农药整体涉及企业众多，采用产量数据；维生素采用 18 年产量数据；

资料来源：百川资讯，隆众石化，中纤网等，天风证券研究所整理

1、维生素：供给收缩，需求持续复苏

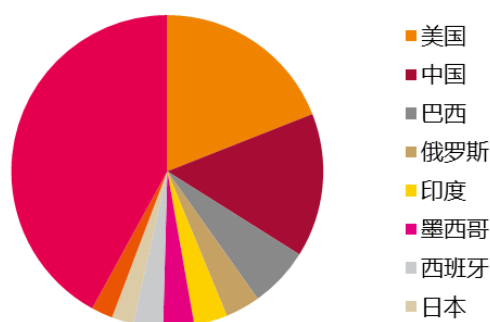
供给端冲击大于需求端，部分品种价格上涨明显。维生素主要用于动物饲料添加剂，肉类消费稳定增长，因此维生素需求增长亦保持稳定增长。维生素产能主要集中在国内，部分品种如 VB1/VB2/VE 等湖北地区产能占比较高，因此疫情对维生素全球供给冲击较大，虽然由于运输问题对国内需求短期也造成不利影响，但是维生素需求海外占比超 7 成，因此疫情对供给冲击远大于其对需求的冲击，春节期间，VE、生物素、VB2、VD3、VK3 等价格均不同程度上涨。

图 288：维生素主要用于饲料



资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

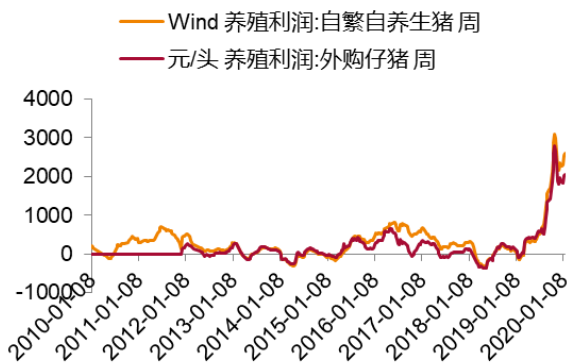
图 289：2019 年中国饲料产量全球占比不到 20%



资料来源：饲料行业信息网，天风证券研究所

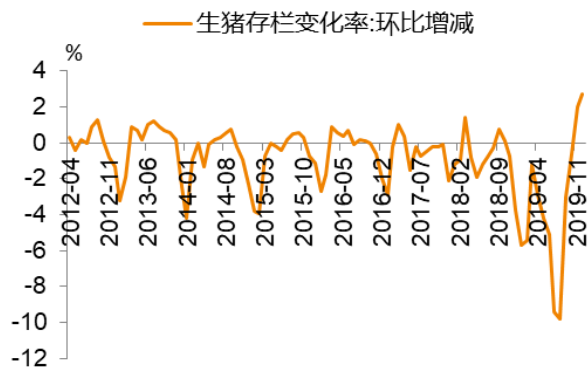
国内维生素需求将逐渐复苏。去年猪瘟影响导致国内饲料以及维生素需求下滑。今年生猪存栏将企稳回升，进而带动维生素需求整体复苏。据农业农村部数据，2019 年 12 月份全国规模猪场生猪和能繁母猪存栏环比分别增长 2.7%和 3.4%，均连续 4 个月增长；猪饲料产量环比增长 2%，连续 4 个月增长，其中母猪饲料大幅增长 10%，说明全国生猪基础产能在积极恢复。

图 290：生猪养殖利润处于历史高位



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 291：生猪存栏环比持续回升

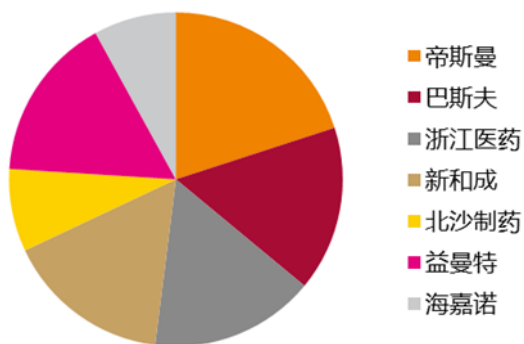


资料来源: 农业农村部, 天风证券研究所

供给收缩，看好 VA、VE 和生物素价格。

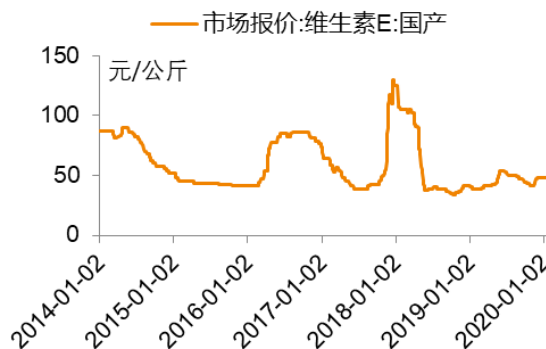
VE：帝斯曼 19 年收购能特科技，行业格局出现重大变化，集中度大幅提升。能特科技位于湖北荆州，去年 9 月开始停产检修，受疫情影响检修时间或将延长。德国朗盛间甲酚装置故障，导致帝斯曼、吉林北沙先后宣布减产，导致 VE 供给短缺。据博亚和讯报道，目前欧洲报价 7-7.5 欧元/公斤，较节前上涨 30%以上。**相关标的：新和成、浙江医药。**

图 292：VE 供给高度集中



资料来源: 博亚和讯, 天风证券研究所

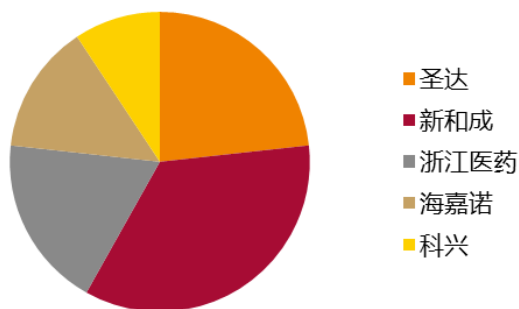
图 293：VE 近年价格走势



资料来源: 博亚和讯, 天风证券研究所

生物素 VH：受盐城事故影响，目前海嘉诺和浙江医药均在停产，泰格生物因为专利诉讼停产。根据博亚和讯统计，2018 年圣达生物、新和成和杭州科兴的生物素产能合计 12500 吨，全球需求 11500 吨，供给紧平衡。19 年 4 季度价格明显，由 61 元/公斤涨至 175 元/公斤。据博亚和讯报道，目前欧洲 2%生物素报价 25-28 欧元/公斤，较春节前报价上涨 35%-40%。**相关标的：新和成、圣达生物。**

图 294：生物素供给高度集中



资料来源: 博亚和讯, 天风证券研究所

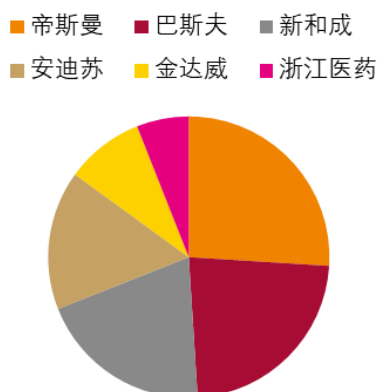
图 295：生物素近年价格走势



资料来源: 博亚和讯, 天风证券研究所

VA: 近十年没有新进入者, 全球供需紧平衡开工率预计 85%左右, 年初至今价格高位运行。巴斯夫装置故障今年上半年开工率将保持低位, 2020 年下半年计划停产。VA 供给持续偏紧, 价格有望稳步上涨。相关标的: 新和成、浙江医药、金达威。

图 296: VA 供给高度集中



资料来源: 博亚和讯, 天风证券研究所

图 297: VA 近年价格走势



资料来源: 博亚和讯, 天风证券研究所

投资观点: 推荐新和成, 关注浙江医药、圣达生物和金达威。

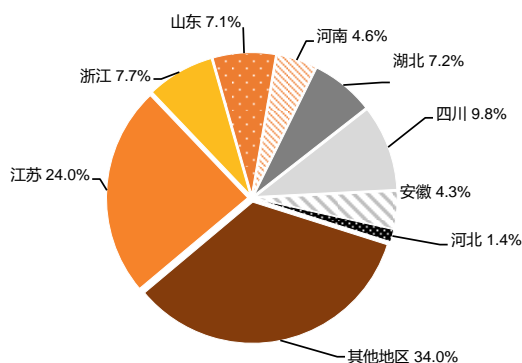
2、农用化学品: 需求刚性且政策保障性强, 预计总体受疫情影响较小

1) 农药

农化企业每年春节假期, 大部分企业维持连续生产, 少数停工, 一般销售则停 2 周恢复。且考虑到交通的管制导致物流不畅, 可能会引起节后原材料的短缺, 但企业通常有 1-2 个月原料储备。2-3 月是企业生产并启动春耕备耕时点, 今年农业部已经下发通知“不误农时”, 且强调“严禁未经县级及以上地方人民政府批准擅自设卡拦截、随意断路封路阻断交通的行为, 打通运输梗阻, 确保春耕生产所需的种子、化肥、农药等农资运输畅通。”

但我们需关注, 环保、安全、疫情因素叠加影响对行业供给的冲击可能进一步加剧, 加速行业的优胜劣汰。资金实力弱、产品无竞争优势的中小规模企业生存难度加大, 而具备产业链一体化优势、单品竞争实力突出的企业有望进一步扩大市场份额。

图 298: 2019 年我国农药产量地域分布



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 299: 农药价格指数

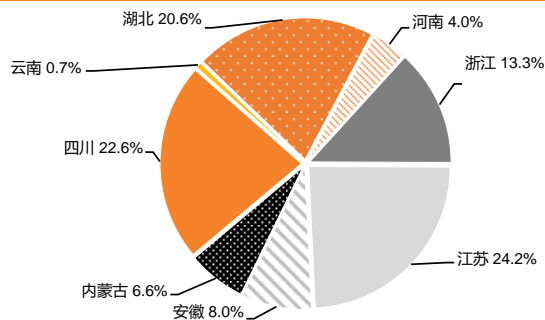


资料来源: 中国农药网, 天风证券研究所

草甘膦: 疫情影响短期物流, 但实质性影响有限。草甘膦产区主要集中在江浙及长江沿岸, 虽然部分厂商物流暂时受阻, 但由于行业大厂节前具备 1.5 月的库存, 因此可以极大缓冲物流受阻的影响。价格节前已跌至周期底部, 中小厂商基本没有利润, 疫情也不会导致价格进一步大幅下挫。

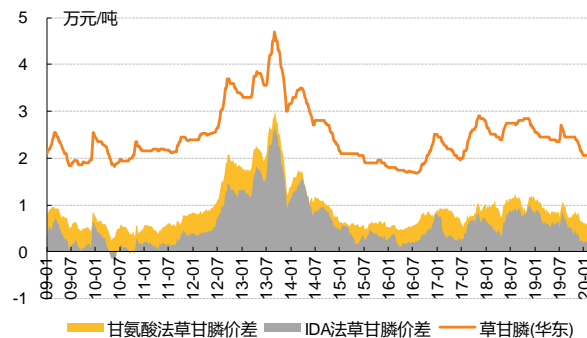
投资观点: 推荐扬农化工, 建议关注兴发集团。

图 300：我国草甘膦产能分布



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 301：国内草甘膦原药价格、价差



资料来源：百川资讯，天风证券研究所

2) 化肥

肥料（包括磷肥/尿素/复合肥）消费具备极强的季节性，往年 2 月份主要是厂家正常生产并积攒库存，经销商春节前后拿货并积攒库存，4 月之后销售给终端农户，但受疫情影响经销商拿货推迟，更多库存积累在生产厂家。由于下游粮食种植是刚需，3 月之后预计经销商会加速拿货，延迟的需求会迅速补回；即便疫情继续恶化，由于粮食是国计民生的基础物资，相信政府也会为肥料运输/分销提供绿色通道。价格来看，受自身供需关系影响，几种肥料节前已经跌至周期底部价格，疫情对价格的负面冲击非常有限。

投资观点：推荐华鲁恒升，关注鲁西化工。

3、煤化工：疫情对煤化工影响中短期偏空，长期冲击不大，整体利好龙头，影响因素来自供需和油价

首先，国内煤化工主要集中在华北、中原地区，由于当地受感染人群较多，政府短期应对疫情举措力度较大，当地煤化工企业物流近期被严重限制，虽然生产可以正常进行，但如果物流一直不放开，或下游华东中小企业因物流或终端消费萎靡（主要是纺织服装链）持续难以复工，未来煤化工企业库存高位会倒逼企业降低负荷；中期来看，2 月份积攒的库存，会压制后续金三银四的涨价预期。

其次，在疫情影响大，近期国际原油价格大跌 10%-20%，煤化工产品定价主要看油价，因此中短期油价低迷也会影响煤化工行业一季度、甚至二季度盈利。

最后，长期来看（半年以后），预计疫情对行业供需、油价及产品价格的负面冲击，都会反转。对行业的需求影响，由于是下游纺织服装等消费品的二阶导，中短期可通过库存缓冲，且疫情结束后，会有终端消费报复性弹性的补库存效应，因此影响虽然有但并不非常严重。

煤化工行业整体集中度较低，中小企业多，节前行业大部分品种已经处于周期偏底部，中短期疫情将加大中小企业的生存压力，加速行业洗牌。而以华鲁恒升等为代表的龙头公司正大力推进资本开支，后续会补上中小企业退出留下的市场空白，长期受益于疫情。

投资观点：推荐华鲁恒升

4、聚氨酯：疫情对中短期构成负面影响，但相对有限

中短期看，由于聚氨酯下游覆盖经济的各个领域，与煤化工类似，中短期因物流和下游开工原因，导致价格受压制，一季度甚至二季度厂商盈利受影响。

长期看，由于核心产品 MDI 寡头格局特征明显、和替代品比性价比高、可预见的未来几年基本没有新进入者，因此一旦疫情结束，下游开工回到正常，厂商在 18-19 年新产能已经得到充分消化的背景下，届时很可能限量提价，因此我们看好下半年 MDI 涨价行情。

但对销量的影响要分开看，以 MDI 为例，下游包括工程端和消费端，聚合 MDI 下游（冷链、管道保温、喷涂、胶黏剂、墙体保温）更偏工程，冰箱虽然是 C 端产品，但消费会只

会延迟而不会消失，因此从全年看行业销量影响比较小；而纯 MDI 下游主要是纺织服装，和煤化工类似，全年销量会有一定负面影响。

投资观点：推荐万华化学

7.6.5. 风险提示

油价下跌，重大安全事故，疫情持续时长、严重程度超预期等。

7.7. 石油化工：疫情对石化行业影响及展望

（——天风石化：张樾樾/贾广博/刘子栋等）

7.7.1. 原油：短期全球需求损失近 300 万桶/天（3pct），年需求影响超过 0.2pct

2020 年，中国原油需求已经占到全球 14%。按照中国需求 2 月份减少 20% 估算，全球原油需求将损失约 2.8%，即 280 万桶/天。考虑到疫情从 1 月下旬开始发酵，对 1 月份有一部分影响。即使 3 月份恢复大部分，一季度的原油需求影响幅度也超过 100 万桶/天。2020Q1 原油需求增速大概率负增长。

图 302：疫情对原油需求影响分析

2020Q1 中国需求增速	-0.2
中国需求占全球比例	0.14
对 2020 年 2 月全球需求的影响（增速百分比）	-0.028
对 2020 年 2 月全球需求的影响（万桶/天）	-280
对 2020Q1 全球原油需求影响（万桶/天）	>100

资料来源：EIA，天风证券研究所

展望 2020 年全年，按照 IEA 原来预期全球需求增长 120 万桶/天。考虑到中国疫情对一季度需求影响超爱过 100 万桶/天，相当于年度影响在 25 万桶/天。因此 2020 年全年原油需求大概率低于 100 万桶/天。

油价观点：我们在年度策略报告中强调，原油市场 2020 年供给端没有利空因素。美国页岩油产量增速见顶回落、常规油产量增长今年是相对低点、OPEC 减产动力足。当时我们判断原油唯一潜在的利空是需求，但是飞来疫情这只黑天鹅完全在意料之外。下调 2020 年 Brent 油价预测至 60 美金桶中枢，节奏上应该是前低后高，2020Q1 大概率是全年低点。

7.7.2. 天然气：居民气需求有刚性，需求损失在工商业和交通用气

1、疫情影响天然气消费减少 28 亿方，降低天然气需求增速 1pct

预计疫情影响天然气需求减少 28 亿方左右，我们预测 20 年天然气需求增速约 9%，因疫情影响预计增速降至 8%。根据重庆石油天然气交易中心测算，2020 年 2 月，预计在无疫情的情况下，消费量为 270 亿方左右，而疫情爆发会导致消费下降至 242 亿方，单月减少 28 亿方。若疫情持续发酵，影响将会更大。

工业用气：疫情影响主要在于复工的延期和开工率的下降，预计会导致工业用天然气消费量下降 16%。

商业用气：疫情导致商业用气大幅减少，有的区域商业天然气消费几乎为零，预计全国商业用气下降 50%。

交通用气：疫情导致居民出行大幅减少，长途货运受限，预计降幅约 50%。

发电用气：疫情对于电厂的影响较小，主要疫区的发电量预计同比减少 10%，而天然气发电由于整体占比较小，预计影响程度仅 1% 左右；

居民用气：疫情对于居民用气有正向效应，由于市民居家增多，预计气量增长 10%。

表 41：疫情对 2 月天然气消费量的影响（亿方）

	居民	商业	工业	交通	集中供热	发电	化工	其他	合计
消费占比	10.12%	5.98%	44.1%	1.84%	3.22%	22.04%	8.1%	4.6%	100%
消费量（无疫情时）	27.3	16.1	119.1	5	8.7	59.5	21.9	12.4	270
疫情影响程度	10%	-50%	-16%	-50%	无影响	-1%	无影响	无影响	-10.2%
疫情引起的消费量变动	2.7	-8.1	-19.1	-2.5	无影响	-0.6	无影响	无影响	-27.6
消费量（考虑疫情）	30	8	100	2.5	8.7	58.9	21.9	12.4	242.4

资料来源：重庆石油天然气交易中心测算，天风证券研究所

2、疫情导致天然气价格下跌，但存在结构性利好

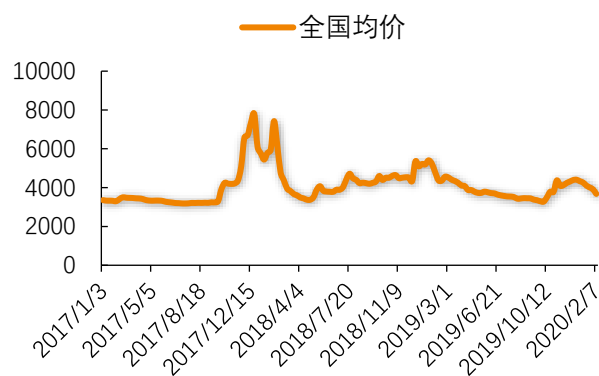
回顾历史上疫情对天然气价格的影响，多数情况下疫情都会导致天然气价格的下跌。我们统计 2 月 6 日当周 LNG 工厂开工率仅为 30%，相比节前大幅下跌 8 个百分点，不考虑 17-18 年冬季“气荒”的影响，已经达到近几年的最低点。开工率的降低很大程度上是由于下游需求萎靡、交通不畅等原因导致，反映了库存的升高，使得全国 LNG 价格持续下跌。

图 303：世界主要疫情与天然气价格（美元/百万英热）



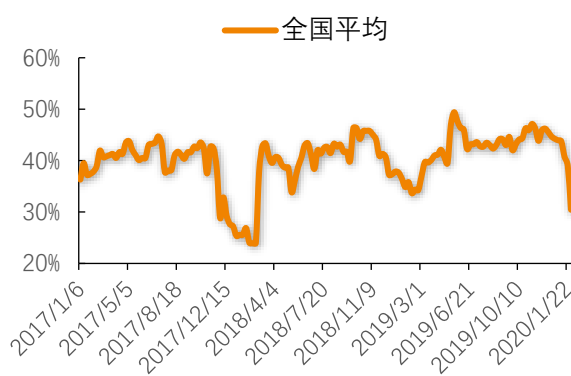
资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 304：LNG 出厂价（元/吨）



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 305：LNG 工厂开工率



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

疫情在降低 LNG 下游消化能力的同时，也使得国内运费的提升。一方面，各地为有效切断病毒通过交通工具传播的途径，严格管理道路，高速封路、限行，部分地区路况检查较为严厉，运输环节受限；另一方面，司机大面积返程受阻，导致运力不足。

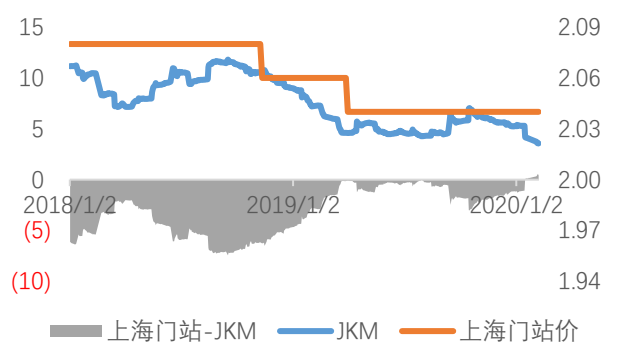
表 42: 国内 LNG 运费情况

区域	运输距离	2 月份运费	1 月份运费
北方	100 公里以内	300 元/吨	120-180 元/吨
	100-200 公里	300-500 元/吨	150-200 元/吨
	200-500 公里	0.8-1.2 元/吨/公里	0.68-0.75 元/吨/公里
	500 以上	0.8-1.2 元/吨/公里	0.7 元/吨/公里
南方	100 公里以内	100-130 元/吨	100-130 元/吨
	100-200 公里	130-150 元/吨	130-150 元/吨
	200-500 公里	0.65-0.7 元/吨/公里	0.65-0.7 元/吨/公里
	500 以上	0.55-0.65 元/吨/公里	0.55-0.65 元/吨/公里

资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

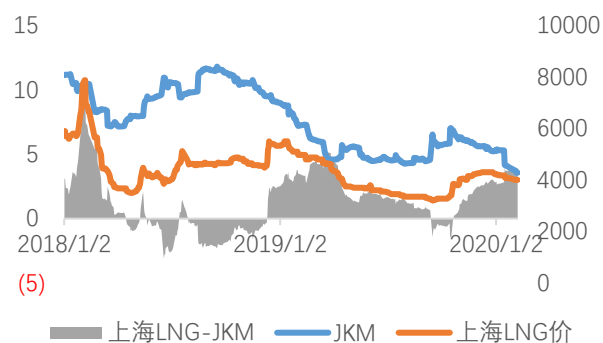
国际 LNG 跌价结构性利好进口 LNG 企业。受疫情影响, LNG 终端需求萎缩, 国内 LNG 接收站计划减少 2 月进口量, 为缓解销售压力, 国内部分 LNG 进口商拟与国际供应商协商执行不可抗力条款, 来适当延期或减少 LNG 进口。此举导致部分原计划 2 月在中国靠岸的 LNG 资源在新加坡进行交易, 加剧了现货供应过剩的局面, 使得亚太市场 LNG 价格的继续下行, 结构性利好具有 LNG 接收站可进行天然气进口现货贸易的公司。

图 306: 上海门站 (右, 元/方) 与 JKM 价差 (左, 美元/百万英热)



资料来源: wind, bloomberg, 天风证券研究所

图 307: 上海 LNG (右, 元/吨) 与 JKM 价差 (左, 美元/百万英热)

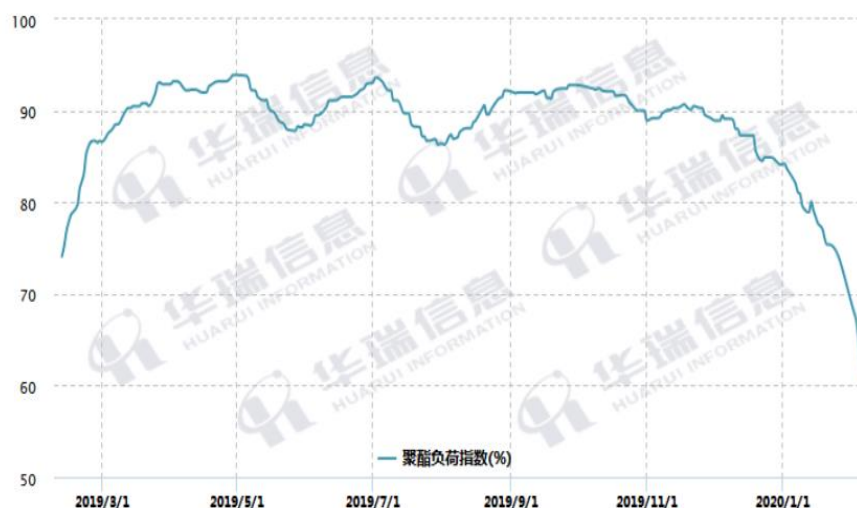


资料来源: wind, bloomberg, 天风证券研究所

7.7.3. 聚酯: 终端订单将减少, 中性估计需求损失 144 万吨/年 (4.4pct)

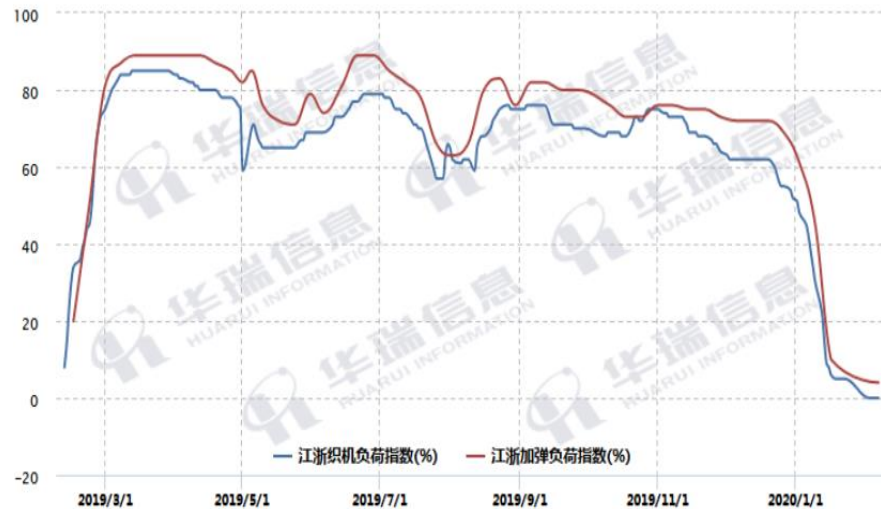
聚酯产业链受疫情影响较大, 现阶段聚酯负荷为 60% (图 6), 低于去年同期; 涤纶长丝的下游加弹、织机受政策及用工人员影响, 目前开工负荷接近为 0% (图 7)。

图 308: 聚酯负荷走势图



资料来源: 华瑞信息, 天风证券研究所

图 309：涤丝下游加弹、织机开工负荷走势图



资料来源：华瑞信息，天风证券研究所

需求分析：我们认为疫情对 2020 年聚酯需求的变化取决于终端环节。假设疫情能够在第一季度疫情得以陆续能有效控制，所受影响主要是一季度对应的终端消费。2-3 月是线下门店销售黄金时间，春装上新+冬装清货，现阶段实体店铺客流销售骤降，造成服装库存积压，占用仓储，企业缺少现金流，直接影响下个季度的采购与良性周转。2-3 月也服装企业也要陆续准备夏装生产，一方面因复工问题导致夏季订单生产和交付延后，另一方面冬装和春装滞销带来的库存压力造成服装企业和经销商现金流短缺也会导致未来复工以后夏装生产和订货量减少，从而拖累未来上游织造企业复工以后的接单情况。如果一季度终端订单减少量分别为 10%/20%/30%，对应影响涤纶需求分别为 72/144/216 万吨。

表 43：涤纶需求测算（万吨）

Q1 终端订单量减少比例	10%	20%	30%
影响涤纶需求（万吨）	72	144	216
总需求占比	2.2%	4.4%	6.6%

资料来源：中纤网，天风证券研究所

下阶段需重点关注各织造基地恢复生产进度，根据隆众资讯对国内主要织造生产基地的调研数据显示，部分规上企业又符合复工条件的已于 2 月 10 日开工，其他符合条件的规上企业预计在 2 月 25 日之前陆续恢复运行，规下企业开工时间或推迟至 2 月底或 3 月初。

表 44：国内主要织造生产基地具体复工安排

地区	具体复工安排
盛泽	盛泽镇总商会建议各会员企业、总商会理事单位延期至 2 月 14 日 24 时后复工，结合员工到岗等其他因素，预计 2 月 20 日附近开机率有所恢复
常熟	计划 2 月 10 日复工，但工人未到位，预计 3 月中旬开机率恢复至正常水平
太仓	目前未见明显复工情况，预计 2 月 20 日附近开机率或有所恢复，具体情况仍待观察
江阴	江阴地区开工时间分三步，部分大厂计划 2 月 10 日可开工，部分大厂计划 2 月 20 日可开工，其余企业计划在 3 月 1 日开工
泗阳	部分大厂 2 月 10 日开工，大部分工厂预计 2 月 17 日以后陆续复工
常州	计划 2 月 10 日复工，但工人未到位，具体情况仍待观察
萧山	分批分类开工，个别大厂 2 月 10 日开工，大部分工厂预计 2 月 20 日前后或者 2 月底开工
绍兴	当地企业开工时间普遍不早于 2 月 17 日

海宁	规上企业又符合复工条件的 2 月 10 日开始陆续开工，规下企业开工时间原则上推迟至 2 月底开工
湖州	未有明确开工时间，预计 2 月 20 日附近开机率或有所恢复，具体情况仍待观察
台州	预计 2 月 18 日开始陆续复工，具体情况仍待观察
秀洲	规上工业企业 2 月 10 日-2 月 24 日分 5 个批次复工审批，规下工业企业 2 月 25 日-3 月 4 日分 3 个批次复工审批
宁波	北仑:分批分类复工，2 月 10 日至 2 月 16 日原则上允许区内上市企业及拟上市企业等复工，2 月 17 日允许其他企业申请复工
长乐	部分大厂 2 月 10 日开工，其他工厂预计 2 月 20 日-2 月底陆续开工
石狮	2 月 10 日-2 月 13 日分片区错峰复工。2 月 10 日（正月十七）开工范围为石狮高新技术产业开发区；2 月 11 日（正月十八）开工范围为三大印染集控区；2 月 12 日（正月十九）开工范围为宝盖科技园、宝盖鞋城、灵秀创业园、纺织服装产业发展基地；2 月 13 日（正月二十）开工范围为园区外企业。

资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

7.7.4. 烯烃产业链：终端消费递延，观察下游开工进度

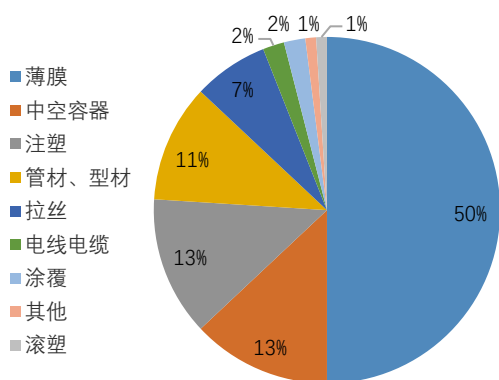
聚乙烯下游主要是薄膜，薄膜大概占到聚乙烯总需求的一半左右。聚丙烯下游需求主要是拉丝和注塑，两者合计占到聚丙烯总需求的 70%以上。

聚乙烯需求方面：大部分农膜企业仍处于停工状态，仅有少部分企业 2.10 号恢复生产，开工率降至 2 成左右。包装膜企业基本未复工，管材企业开工率仅 15%左右，部分企业在申报复工，但难度较大。

聚丙烯需求方面：一般而言，医疗卫材用的聚丙烯主要为高熔指聚丙烯纤维料，2019 年，国内高熔指聚丙烯纤维料产量 95 万吨，占总消费量比重不到 4%。疫情期间，虽然口罩对高熔指聚丙烯纤维料需求有所拉动，但就总量而言，仍然微乎其微。从终端需求来看，BOPP 膜行业 60%企业仍然处于延期复工中，行业开工率降至三年来新低，仅有 13%左右。管材方面，目前处于管材行业的淡季，加上疫情影响，管材下游大部分未复工；塑编行业目前开工 3 成左右。

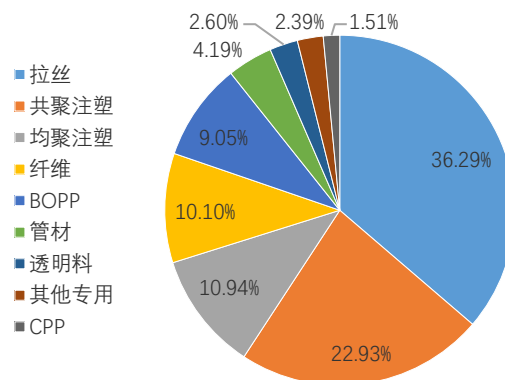
就需求性质而言，聚烯烃下游主要领域农膜、食品包装、管材等领域需求相对刚性，疫情对需求影响以递延为主，真正消失的需求很少。

图 310：聚乙烯下游需求结构



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 311：聚丙烯下游需求结构



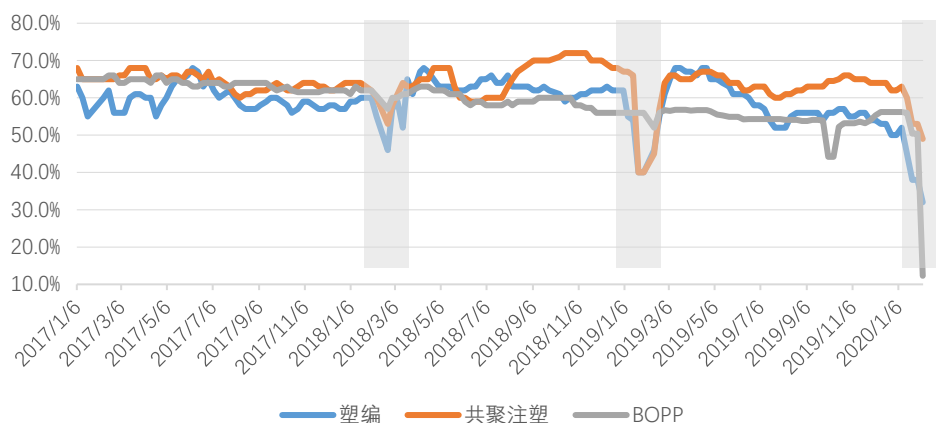
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

表 45: 聚乙烯下游企业复工情况调研汇总

地区	农膜	包装膜	管材
华北地区	个别企业已复工, 少量生产, 开工率 2 成左右 。小部分企业申请复工中, 大部分企业未开工 。	基本上未复工 , 开工需要报备审批。	山东宏管业开工 15%, 沧州明珠管业计划开工, 其他企业开工时间根据政府通知再议
西北地区	个别企业开工。	未开工	未开工
华东地区	未开工 , 江苏一规模企业第一批审批, 40 个企业, 10-14 号审批完成, 方可开工。	未开工 , 开工需要报备审批。安徽桐城, 当地政府部门没有要求开工, 企业也更不敢开工, 估计可能还要延迟到下周开工	浙江中财 4 个基地计划开工, 仍在商议中
华南地区	个别企业开工, 开工不足 3 成	部分企业开工, 开工不到一半 。	个别小企业报备后有开工, 大型企业无开工 , 联塑管业预计 3 月 1 日开工
东北地区	东北部分地区封城, 无法开工 。	未开工 , 复工手续好了, 等待原料到位恢复生产。	未开工
华中地区	未开工, 开工时间另行通知	未开工 , 开工时间另行通知, 公司有值班人员, 可接单, 但不能生产。运输成问题。	未开工
西南地区	个别企业开工, 开工率较低 。	开工三成	未开工

资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

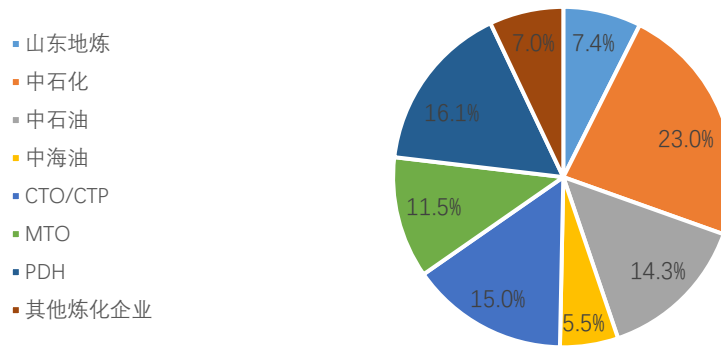
图 312: 聚丙烯下游开工率



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所, 注: 阴影部分为春节前后

供给端存在结构性利好: 受疫情影响, 成品油需求骤降, 炼厂库存压力巨大, 导致大面积降负荷成为常态, 地炼降负荷程度可能超过 3 成。国内丙烯产能结构中, 43%来自自主营炼厂 (考虑开工率因素, 实际产量贡献高于该数字), 7.4%来自地炼。按照国内炼厂平均降负荷程度 20%估算, 将影响丙烯国内供给量 10%左右。地炼的二次加工以 FCC 为主, FCC 主要产品是汽油组分, 副产丙烯。而汽油又是在本次疫情中受影响最严重的品种。炼厂在降负荷过程中会尽力压缩 FCC 进料量, 地炼 FCC 停车的或不在少数。因此, 丙烯国内产量损失应超过 10%。供应端损失有利于丙烯市场。

图 313：国内丙烯产能结构



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

表 46：山东部分丙烯装置运行统计，产能：万吨

市区	样本数	总产能	影响产能	开工状态
东营	10	69	19.3	多数企业降负 2-3 成，少数直接停工，更有部分生产企业因上游汽柴油库存承压面临随时停工风险
淄博	4	37.5	13.5	多数维持最低负荷运行，个别企业负荷调降 3 成左右
菏泽	1	19.5	19.5	上游汽柴油库存承压，丙烯暂不做销售计划，随时可能面临停工风险
合计	15	126	52.3	

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

7.7.5. 风险提示

疫情控制不良的风险，下游复工慢于预期的风险，油价大跌带来库存跌价损失的风险等。

7.8. 煤炭：供需双弱，看好后期需求递延释放

（——天风煤炭：彭鑫）

7.8.1. 复盘：2003 年非典疫情对煤炭影响较小，疫情期间行业运行较平稳

为了研究预测疫情对于煤炭行业的影响，我们对 2003 年的非典疫情进行了复盘。2003 年的非典疫情扩散期至爆发期为当年 3 月-5 月，期间二季度 GDP 增速 9.1%，较一季度增速 11.1% 下滑 2 个百分点。地域性来看，疫情重灾区如北京、天津、广东等经济下滑明显。03 年非典疫情使制造业受到了一定冲击，不过当时中国宏观经济正处在工业化、城镇化和消费升级的高增长阶段，因此疫情后期得到控制后，经济快速复苏重回高增通道，GDP 增速于第三季度继续上升至 10%。

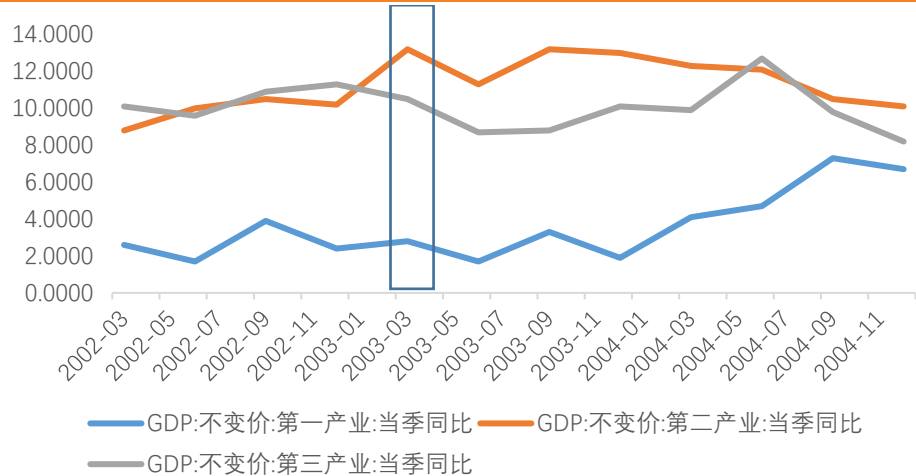
图 314：非典期间 GDP 同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

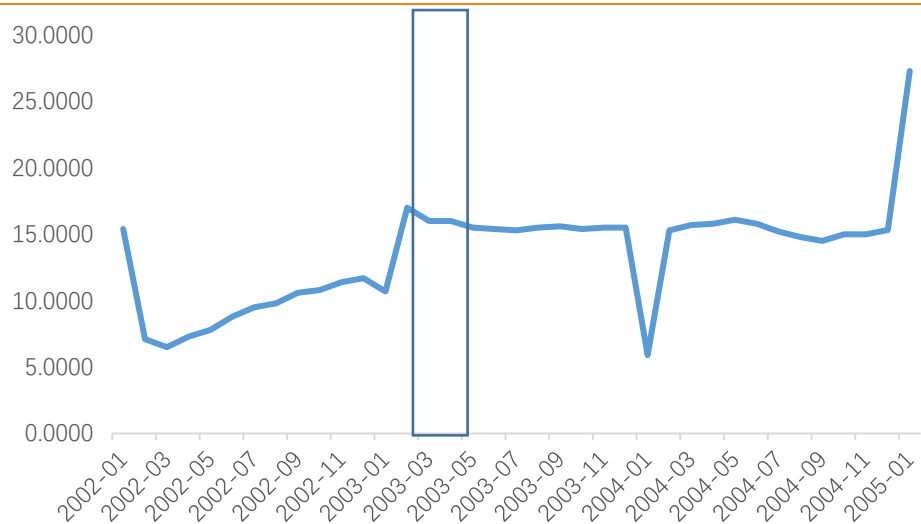
以煤炭细分子行业动力煤和焦煤分，下游需求主要为火电和钢铁。动力煤下游需求火电端与全社会用电量有关，而第二产业用电量又占据全社会用电量的 70%以上。从历史数据看，非典扩散和爆发期间（2003 年 2 月-5 月）整体出现不同程度的增速回落。分结构来看，第二产业在疫情期间的受到的冲击较小，2003 年第二季度第二产业 GDP 当季同比增速较一季度下滑 1.9 个百分点，并在三季度迅速回升至疫情前水平，较第三产业受影响较低。由于 2003 年第二产业用电量占全社会用电量的 73%，电力产业受到的冲击亦较弱，疫情期间发电量同比增速下降约 1.5 个百分点，对电力需求仅略有冲击。

图 315：非典期间三大产业 GDP 增速变动



资料来源：wind，天风证券研究所

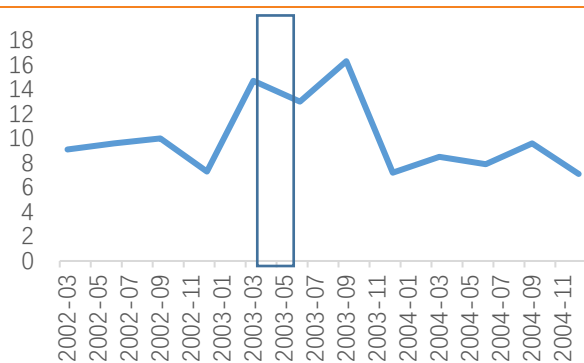
图 316：非典疫情期间发电量同比变动



资料来源：wind，天风证券研究所

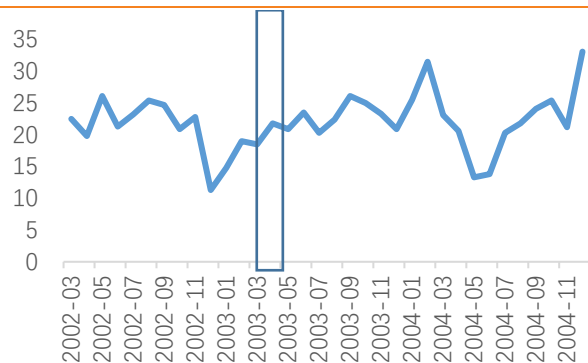
焦煤需求钢铁端来看，2003 年第二季度建筑业 GDP 当季同比增速较一季度下滑 1.7 个百分点，并在三季度迅速回升至高于疫情前水平，建筑业受疫情冲击较弱主要源于非典扩散和爆发主要发生在春节后，农民工已返工叠加政府主导的基建建设平稳，共同支撑建筑开工相对坚挺。建筑业和工业受冲击有限，使焦煤下游钢铁行业受疫情影响较弱，就粗钢产量来看，2003 年 3、4、5 月粗钢产量同比分别变动+18.5%，+21.8%，+20.9%，仍延续持续增长趋势。

图 317：非典疫情期间建筑 GDP 同比变动



资料来源：wind，天风证券研究所

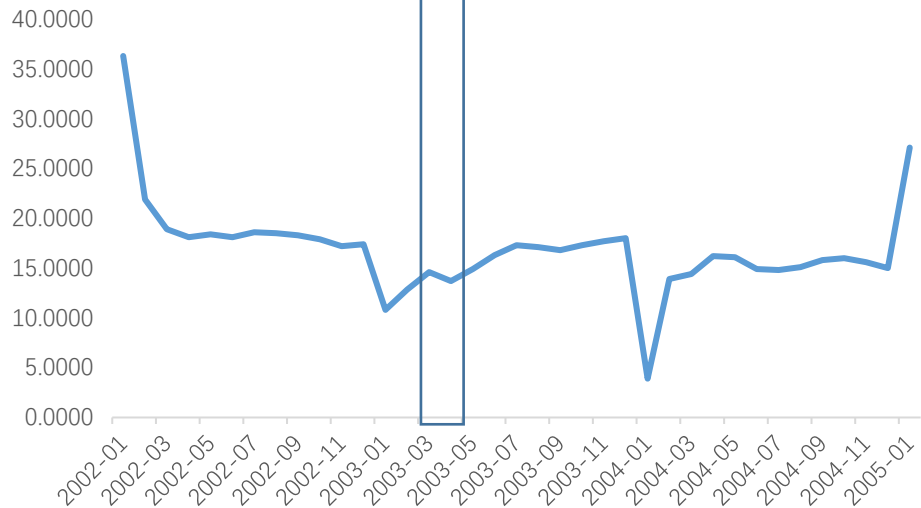
图 318：非典疫情期间粗钢产量同比变动



资料来源：wind，天风证券研究所

对煤炭供给方面，非典期间受疫情对煤炭行业供给影响较小。生产方面由于非典扩散期 3 月份，大部分煤矿已经复工，且煤炭企业控制非典措施较严，外人难以随意进入矿区，生产受影响不大，运输方面由于煤炭主要通过铁路和水路运输，而疫情主要影响公路运输领域，因此煤炭运输端受冲击亦较小。从煤炭产量来看，2003 年 5 月原煤产量同比累积增速较 2 月增长 2.55%，供给充足且运行较为平稳。

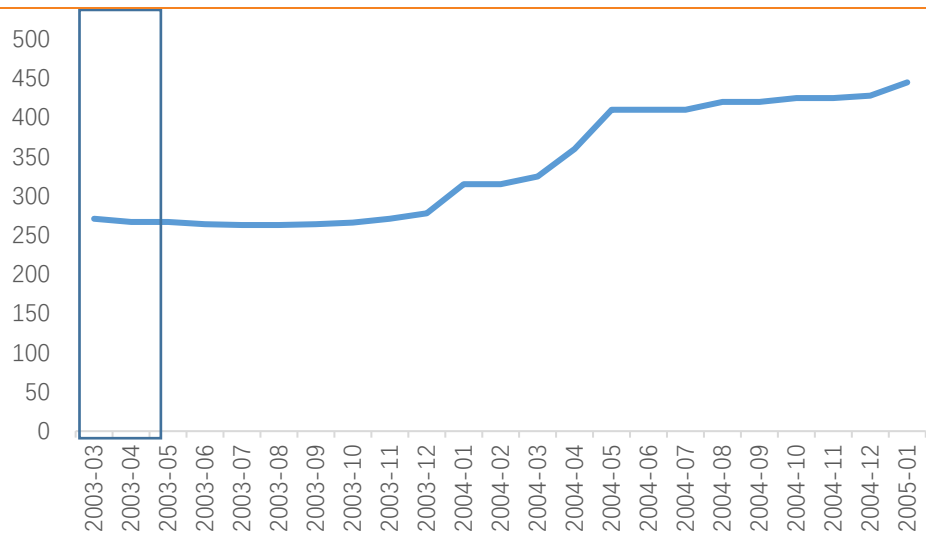
图 319：非典疫情期间原煤产量增速



资料来源：wind，天风证券研究所

综合来看，秦皇岛 Q5500 动力煤平仓价于 2003 年 3 月-5 月平稳运行，反映了疫情期间较为平衡的供需结构。由于 2003 年非典疫情对于煤炭供给、动力煤下游火电和焦煤下游钢铁行业的影响均较低，又基于当时宏观经济高增长支撑下游电力、钢铁行业持续增长，虽然疫情冲击使下游需求增速短期回调，对煤炭基本面影响亦较低。

图 320：秦皇岛动力煤 Q5500K 平仓价



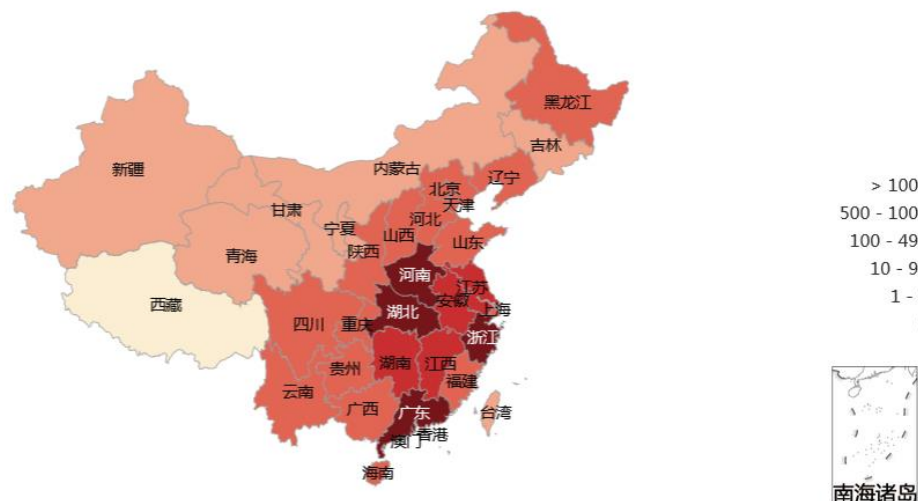
资料来源：wind，天风证券研究所

7.8.2. 本次疫情对于动力煤下游需求影响：复工推迟致使电力需求削弱，疫情后期看好需求递延释放

1、疫情依然处于扩散期间，第二产业复工时间大部分为 2 月 10 日后，电厂日耗低，短期电力需求偏弱

就本次疫情来看，较 2003 年非典，基于本次新型病毒的更强传染性，本轮感染人数更多且受影响地区更广。截止 2020 年 2 月 11 日 14:00，本次疫情全国确诊人数 42735 人，主要集中于湖北、浙江、广东、河南等地。

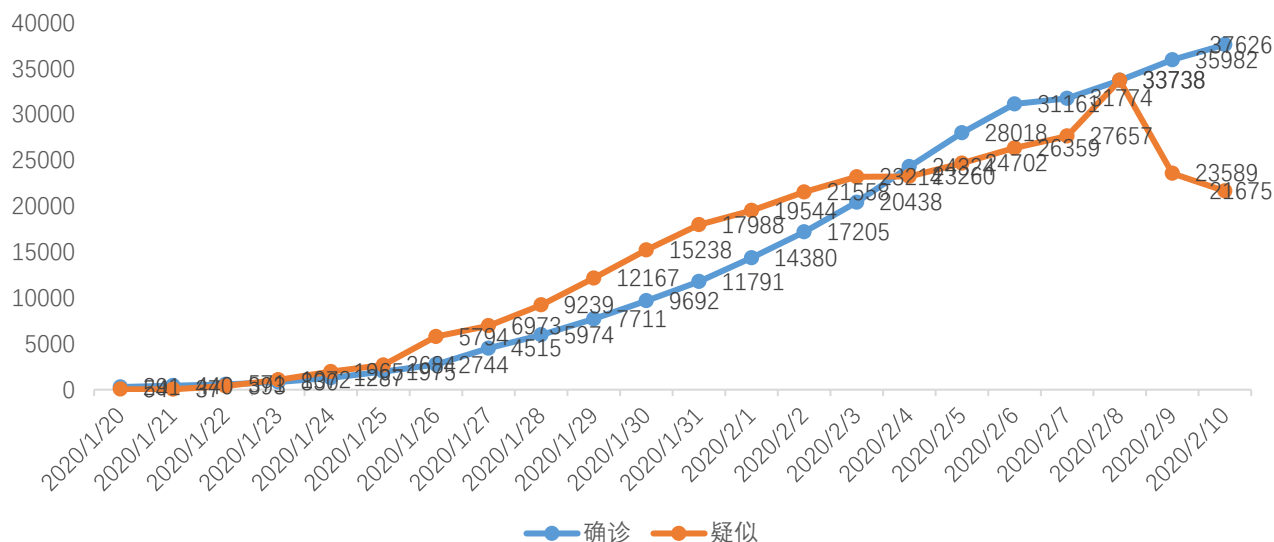
图 321: 肺炎疫情地图



资料来源: 新浪新闻、天风证券研究所

就数据来看, 目前肺炎疫情每日新增确诊和疑似人数都有改善现象, 然而距离确诊总人数出现明显拐点尚有一定距离, 疫情依然在扩散过程中。

图 322: 新冠肺炎疫情全国新增确诊及疑似人数



资料来源: 卫健委, 天风证券研究所

动力煤下游需求主要为火电, 我们认为本次疫情对于火电需求将会存在一定程度的削弱。短期来看, 削弱主要在于复工推迟。出于防止疫情扩散, 减少集聚机会的考虑, 各地政府在春节期间纷纷下达了推迟复工的要求。

表 47: 各地政府规定复工时间

省份	复工时间	省份	复工时间
北京	企业灵活安排, 建筑工地不早于 2 月 9 日	贵州	2 月 10 日
海南	企业灵活安排	云南	2 月 10 日
四川	企业灵活安排	福建	2 月 10 日
天津	延迟开工, 时间未定	安徽	2 月 10 日
湖北	2 月 14 日	内蒙古	2 月 10 日
上海	2 月 10 日	湖南	2 月 10 日

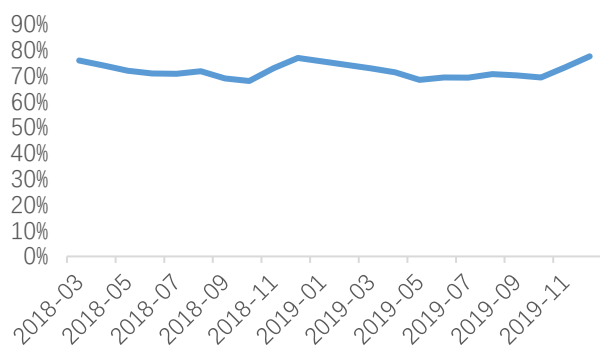
浙江	2月10日	黑龙江	2月10日
江苏	2月10日	山东	2月10日
广东	2月10日	陕西	2月10日
重庆	2月10日	山西	2月10日
辽宁	2月10日	广西	2月10日
河北	2月10日	宁夏	2月10日
河南	2月10日	西藏	2月3日
江西	2月10日	甘肃	2月3日
吉林	2月10日	新疆	2月3日

资料来源：SMM、人民网、网易新闻、新浪新闻、天风证券研究所

就时间来看，需求最低点在于复工前的2月上旬和中旬，而后随着第二产业复工推进，动力煤需求端将得到回升。中期来看，疫情持续将在一定程度上削弱火电需求，使其同比增速下滑，但由于已经复工的第二产业用电量占据全社会用电量的绝大部分，因此动力煤需求端存在一定保证。长期来看，当疫情得到控制后的后期，一方面社会生活生产恢复将会拉动动力煤需求达到正常水平，另一方面中央可能会对经济加大投资刺激力度，从而进一步拉升动力煤后期需求递延释放，支撑行业需求走高。

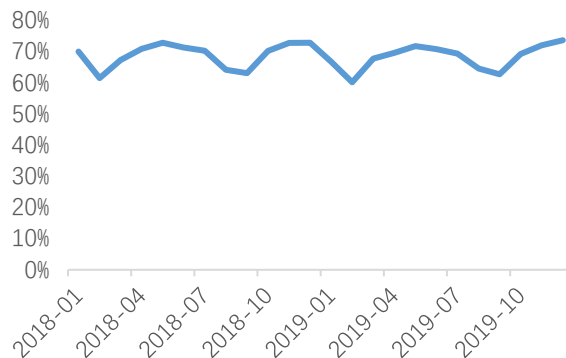
就目前我国电力结构而言，火电依然占据发电量的绝大部分，截止2019年12月，当月火力发电量占总发电量比例为78%。而在全社会用电结构中，又以第二产业用电量最高，截止2019年12月，第二产业用电量占全社会用电量的74%。因此，分析火电需求主要应从第二产业情况分析入手。

图 323：火电占总发电量比例



资料来源：wind，天风证券研究所

图 324：第二产业占全社会用电量比例



资料来源：wind，天风证券研究所

就第二产业来看，本次疫情对于第二产业的影响目前主要在于复工推迟。受疫情影响，各地纷纷下发推迟复工文件。目前，除少部分行业如采掘、医药生物、交通运输等春节期间依然开工外，大部分行业复工时间推迟到了2月10日-17日。除了因疫情原因延期开工外，部分行业还因交通运输或上游原材料采购受阻，而无法顺利开工。

分行业来看，煤炭产业中国有煤矿陆续复工，民营煤矿复产进度较慢，焦化行业春节基本正常生产，但受运输受阻、原材料采购困难等影响，部分焦企有不同程度的限产。有色金属行业除矿区外，目前总体复工率低，并且受下游采购和上游材料影响，复工困难，产能利用率较低，如锂行业需要等待下游电池厂商开工，锌行业由于加工厂附近道路封锁，复工较为困难。建筑行业中，钢结构、装饰灯复工时间基本为2月10日，水泥目前部分南方水泥厂停产，大部分水泥厂处于错峰生产阶段，玻璃将在2月10日后复工。机械行业中以2月10日复工为主。汽车行业，多数企业按当地政府要求时间复工。钢铁行业主流大高炉厂几乎处于正常生产状态。

表 48：各行业复工情况

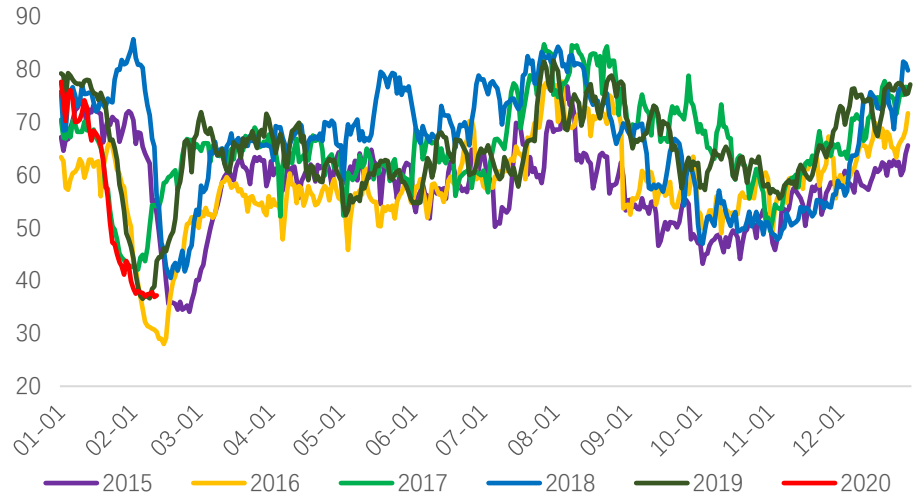
行业	细分	复工情况
整体情况		多数企业推迟至 2 月 10 日左右复工、部分企业推迟至 2 月 17 日左右或仍然待定、小部分企业春节期间正常生产。
能源	煤炭	全国煤矿逐步复工，截止 2 月 10 日，全国煤矿复产率已达 57.8%。其中内蒙古全区累计复工复产煤矿 73 处，产能为 2019 年底生产煤矿产能的 68.3%；安徽省 94.5%煤炭产能已复产；陕西省恢复生产煤矿 51 处，产能 31255 万吨/年。部分煤矿春节期间正常生产，其中占内蒙古全区煤炭生产 70%的主产区鄂尔多斯，28 处煤矿春节期间没有停产，这部分煤矿工人基本全员在岗。
	总体	除了冶炼厂受影响较小，总体复工率低，并且受到下游采购和上游材料的影响，复工困难，复工时间待定，部分推迟至 2 月 10 日复工。
	铜行业	冶炼厂春节期间正常生产，受疫情影响不大，下游加工则最早推迟至 2 月 10 日，最晚 2 月 17 日复工。
金属	铅行业	再生铅企业部分推迟至 2 月 10 日复工，小部分春节期间小炉仍在产，半数企业复工仍然待定。铅蓄电池企业大则部分推迟至 2 月 10 日或 15 日复工。
	锌行业	大部分锌企推迟至最早 2 月 17 日复工。
	钢行业	钢厂基本没有受到疫情影响不停产，但有部门钢厂有检修产线、高炉等
	铝行业	半数左右铝企于 2 月 10 日开始复产申请，实际复产仍有延期。其余企业多数复产预计在下周，中小企业复产时间仍不确定。
建筑	基建	为了支援抗“疫”医院建设，不少基建企业提前复工，保障物资供应。其中山河智能截至 2 月 6 日约 90%的员工已复工；三一重工 2 月 5 日正式复产；中联重科截至 2 月 7 日，公司返岗员工已超 50%。
	建材	水泥行业部分企业逐渐恢复生产。
机械	总体	主要公司于 2 月 10 日复工。
轻工制造	造纸，家具	大部分于 2 月 10 日复工，部分企业复工时间将继续延迟。
汽车	总体	2 月 10 日复工或待定。

资料来源：煤炭资源网、SMM、财经网、中国路面机械网、中华纸业网、中华橱柜网、盖世汽车资讯、天风证券研究所

总体来看，大部分第二产业行业将于 2 月 10 日后开始复工。但同时需要注意的是，受疫情影响，及工人返工后隔离措施，即使复工开始后，预计行业的产能利用率依然将维持在较低水平，相应导致行业对应用电量较低，削弱电力下游需求的增幅。

从电厂日耗来看，目前电厂日耗处于历年低位。由于今年春节时间较早，1 月中旬开始随各地开始放假，电厂日耗下跌。但本次日耗下行持续时间较长，对比 17 年同样 1 月底春节，17 年的电厂日耗在 2 月 4 日就到达底部拐点开始回升。而受本次疫情扩散，各地纷纷推迟复工影响，目前电厂日耗依然处于低位，尚未到达上行拐点。我们预计随元宵节结束，各地纷纷开始复工，电厂日耗将缓慢上行，从而拉升煤炭需求上行。

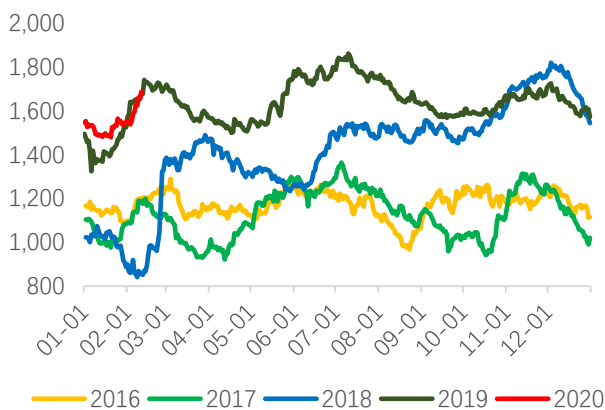
图 325：六大电厂日耗合计（万吨）



资料来源：wind、天风证券研究所

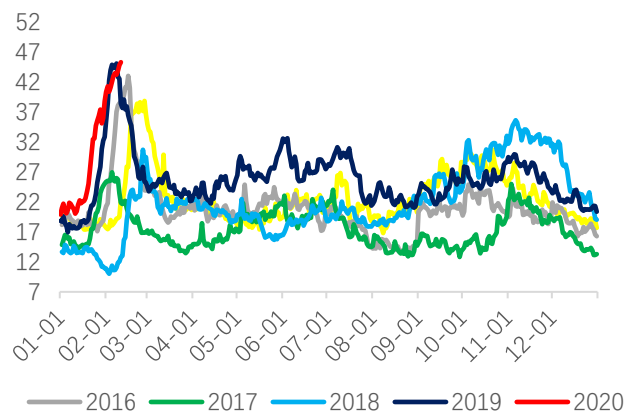
库存方面，目前为了防止复工后期带来的电力需求上涨，电厂依然在持续进行煤炭补库。就目前来看，沿海六大电厂库存及库存可用天数分别为 1688.01 万吨和 45.38 天，均处于历年同期高位。

图 326：六大电厂煤炭库存合计（万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 327：沿海六大电厂煤炭库存可用天数



资料来源：wind，天风证券研究所

2、后期：随行业复工推进，兼国家可能将加大投资力度，需求递延释放预计将拉升动力煤需求持续上行

根据上文分析，由于第二产业各行业大部分将在 2 月 10 日之后陆续复工，从而拉升对应用电量，因此我们预计动力煤下游对应火电需求将得到提升。但值得注意的是，由于本次疫情扩散期间对第三产业的影响较大，将会影响第三产业对应用电量；此外，考虑到防疫措施，第二产业企业开工力度可能减小，导致其对应产能利用率较低，也会对用电量形成削弱。但总体而言，考虑到 2003 年非典疫情对第二产业的影响较小，同时对电力需求的影响也较弱，预计削弱程度并不强。因此在本次疫情影响下，随着各行业复工下游火电需求上行，但短期内，预计电厂日耗依然低于往年同期。

另一方面，需要看到的是，且自疫情扩散以来，各级政府高度重视、快速响应，在春节期间密集出台了多项防控和支援措施，并利用货币和财政政策等对经济进行逆周期调节。如税务总局发布了《国家税务总局关于优化纳税缴费服务配合做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，财政部发布《关于防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情进口物资免税政策的公告》《关于支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控有关税收政策的公告》《关于支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控有关个人所得税政策的公告》等文件，此外，央行也

进行了逆回购操作，通过货币调节对稳定市场预期，提升企业和居民信心。

表 49：疫情期间中央支持性政策

时间	政策	发布机构	具体内容
1 月 30 日	关于优化纳税缴费服务 配合做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知	国家税务总局	一、严格落实疫情防控工作的各项要求。二、根据疫情防控需要延长申报纳税期限。三、积极拓展“非接触式”办税缴费服务。四、着力营造安全高效的办税缴费环境。
1 月 31 日	关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知	中国人民银行 财政部 银保监会 证监会 国家外汇管理局	<p>一、保持流动性合理充裕，人民银行继续强化预期引导，通过公开市场操作、常备借贷便利、再贷款、再贴现等多种货币政策工具，提供充足流动性，保持金融市场流动性合理充裕，维护货币市场利率平稳运行。</p> <p>二、为受疫情影响较大的地区、行业和企业提供差异化优惠的金融服务。金融机构要通过调整区域融资政策、内部资金转移定价、实施差异化的绩效考核办法等措施，提升受疫情影响严重地区的金融供给能力。</p> <p>三、支持开发性、政策性银行加大信贷支持力度。国家开发银行、进出口银行、农业发展银行要结合自身业务范围，加强统筹协调，合理调整信贷安排，加大对市场化融资有困难的防疫单位和企业的生产研发、医药用品进口采购，以及重要生活物资供应企业的生产、运输和销售的资金支持力度，合理满足疫情防控的需要。</p> <p>四、加强流通中现金管理。合理调配现金资源，确保现金供应充足。加大对医院、居民社区以及应急建设项目等的现金供应，及时满足疫情物资采购相关单位和企业的现金需求。</p> <p>五、加强制造业、小微企业、民营企业等重点领域信贷支持。金融机构要围绕内部资源配置、激励考核安排等加强服务能力建设，继续加大对小微企业、民营企业支持力度，要保持贷款增速，切实落实综合融资成本压降要求。增加制造业中长期贷款投放。</p> <p>六、提高债券发行等服务效率。中国银行间市场交易商协会、上海证券交易所、深圳证券交易所等要优化公司信用类债券发行工作流程，鼓励金融机构线上提交公司信用类债券的发行申报材料，远程办理备案、注册等，减少疫情传播风险。</p> <p>七、灵活妥善调整企业信息披露等监管事项。上市公司、挂牌公司、公司债券发行人受疫情影响，在法定期限内披露 2019 年年报或 2020 年第一季度季报有困难的，证监会、证券交易所、全国中小企业股份转让系统要依法妥善安排。上市公司受疫情影响，难以按期披露业绩预告或业绩快报的，可向证券交易所申请延期办理；</p>
2 月 1 日	关于支持金融强化服务 做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知	财政部	<p>一、对疫情防控重点保障企业贷款给予财政贴息支持。对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按人民银行再贷款利率的 50% 给予贴息，贴息期限不超过 1 年，贴息资金从普惠金融发展专项资金中安排。</p> <p>二、加大对受疫情影响个人和企业的创业担保贷款贴息支持力度。对已发放的个人创业担保贷款，借款人患新型冠状病毒感染肺炎的，可向贷款银行申请展期还款，展期期限原则上不超过 1 年，财政部门继续给予贴息支持</p> <p>三、优化对受疫情影响企业的融资担保服务。鼓励金融机构对疫情防控重点保障企业和受疫情影响较大的小微企业提供信用贷款支持，各级政府性融资担保、再担保机构应当提高业务办理效率，取消反担保要求，降低担保和再担保费率，帮助企业与金融机构对接，争取尽快放贷、不抽贷、不压贷、不断贷。</p> <p>四、加强资金使用绩效监督管理。各级财政部门应及时公开疫情防控重点保障</p>

企业获得贴息支持情况，并督促相关贷款银行加强贷后管理，确保贴息贷款专款专用。

一、对疫情防控重点保障物资生产企业为扩大产能新购置的相关设备，允许一次性计入当期成本费用在企业所得税税前扣除。

二、疫情防控重点保障物资生产企业可以按月向主管税务机关申请全额退还增值税增量留抵税额。

三、对纳税人运输疫情防控重点保障物资取得的收入，免征增值税。

四、受疫情影响较大的困难行业企业 2020 年度发生的亏损，最长结转年限由 5 年延长

至 8 年。

五、对纳税人提供公共交通运输服务、生活服务，以及为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入，免征增值税。

一、规范疫情防控重点保障企业名单管理，发展改革委、工业和信息化部对以下疫情防控重点保障企业实施名单制管理：生产对疫情防控物资保障有重要作用的重点医用物资、生活必需品生产企业

二、通过专项再贷款支持金融机构加大信贷支持力度，每月专项再贷款发放利率为上月一年期贷款市场报价利率（LPR）减 250 基点。再贷款期限为 1 年。金融机构向相关企业提供优惠利率的信贷支持，贷款利率上限为贷款发放时最近一次公布的一年期 LPR 减 100 基点。

三、中央财政安排贴息资金支持降低企业融资成本（一）贴息范围。对享受人民银行专项再贷款支持的企业，中央财政给予贴息支持。（二）贴息标准和期限。在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷支持的基础上，中央财政按企业实际获得贷款利率的 50%进行贴息。贴息期限不超过 1 年。

2 月 6 日
关于支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控有关税收政策的公告
财政部

2 月 7 日
关于打赢疫情防控阻击战 强化疫情防控重点保障企业资金支持的紧急通知
财政部
发展改革委
工业和信息化部
人民银行
审计署

资料来源：各中央机构网站、天风证券研究所

2020 年是全面小康目标和十三五计划的收官年，目前来看，疫情对我国经济和居民生产生活带来了较大的冲击，而从国家目前以发布政策的态度看，政府在经济逆周期调节方面持续加码，显示出了较为乐观积极的调控态度。我们认为，后续中央可能会在逆周期调节政策上继续加码，加大投资力度，拉升经济基本面，从而带动产业继续上行，释放出对电力的递延需求，在疫情中后期对电力需求形成持续拉升，推动煤炭需求基本面继续上行。

7.8.3. 本次疫情对于双焦下游需求影响：地产复工推迟，疫情后期看好需求递延释放

双焦产业链的下游主要是焦化厂、钢厂及最终端的房地产。终端房地产方面，复盘 2003 年数据，可以看到当年非典疫情对建筑业 GDP 影响并不大。主要是由于非典扩散和爆发主要发生在春节后，农民工已返工叠加政府主导的基建建设平稳，共同支撑建筑开工相对坚挺。相比之下，本轮疫情扩散和爆发时间主要在春节期间，目前全国和各地复工纷纷延后，且目前地产在建筑产业的权重超过政府主导的基建，因此我们预计相比于 03 年非典，本轮疫情将会导致焦煤产业链终端地产行业受到较大冲击。

从目前收集到的信息来看，地产公司部分售楼处已经开工，但工地方面目前开工仍然较困难，从农民工返工，到之后的约两周隔离，预计开工时间还将进一步推迟。目前重点房企大部分需要到 2 月 17 日后才可能开工。

表 50：房企开工情况

企业	情况
中海	全线上班
首创	正式上班，售楼处对外开放
泰禾	全线上班（返沪人员需隔离 14 天），售楼处不开
浦开集团	公司上班，项目暂时都不开
复地	开工，不过就去开个会，然后实行值班制

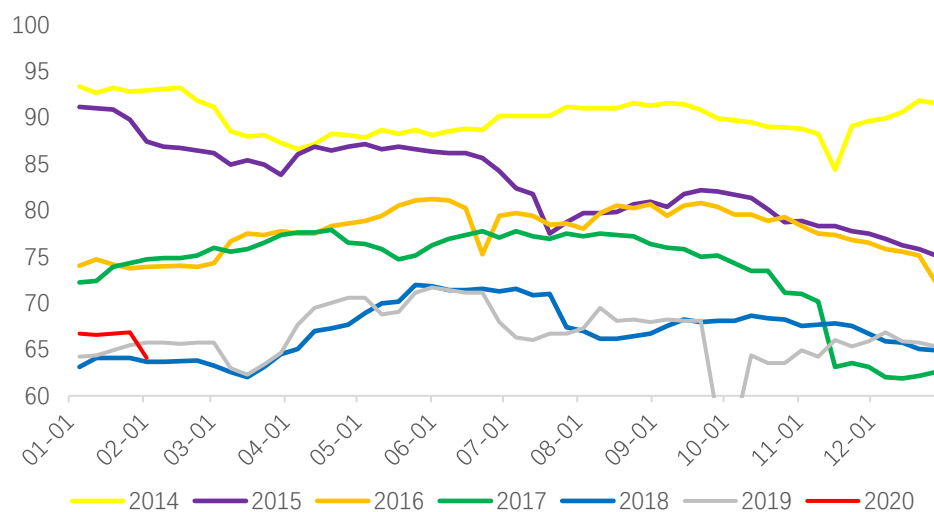
阳光城	正式上班
宝华	部分人上班, 售楼处都不开
东航置业	公司轮流值班, 云锦东方售楼处不开放
永业	公司办公, 梧桐公馆售楼处关闭
仁恒	开工, 分布式办公
紫江	公司上班, 旗下紫竹半岛, 紫晶南园售楼处不开放
花样年	公司上班, 售楼处不开放
融创	居家办公, 所有售楼处暂时关闭
招商蛇口	居家办公, 有人值班
保利	各项目线上办公
瑞安房地产	居家办公一周
上海建工	居家办公, 售楼处不开
星河湾	居家办公
华润	线上办公
华发	线上办公
大华	各项目延后到 2 月 17 日开放, 及上班, 线上售楼处
金茂	各项目售楼处有人值班, 不开放
金地	居家办公
大名城	公司 17 号上班, 售楼处不开放
城开	各项目售楼处不开放
光明地产	各项目不上班, 不开售楼处
禹洲	不上班
三盛宏业	不上班
中铁建	居家办公, 售楼处不开
新城	居家办公, 售楼处不开
碧桂园	线上办公, 售楼处除了东原碧桂园关闭外, 其他的都开着, (返沪人员需隔离 14 天)
龙湖	公司 17 号开工, 售楼处暂时不开放
孔雀城	居家办公、售楼处不开放
复兴珑御	公司办公, 售楼处暂不开放
御沁园	公司办公, 售楼处不开, 值班制
静安天御	售楼处有值班, 不算正式开工
虹桥融景	居家办公一周
华府天地愉园	公司办公, 售楼处 2 月 17 日开放
泰府名邸	不开工, 等集团通知
中鹰黑森林	远程办公, 售楼处不开放
上实上海湾	周二公司开会, 之后轮流值班, 售楼处不开
上海长滩	2 月 17 日开工
联仲都悦汇	公司、售楼处都安排值班, 但是售楼处不对外开放
东方颐城	公司上班, 售楼处有人值班
亲水湾风华	部分员工上班, 部分员工居家办公
绿城诚园	公司、售楼处暂定 2 月 20 日
中原	目前公司和门店都开工
同策	公司办公, 后面可能会劝休

资料来源: 腾讯网, 天风证券研究所

中游焦化厂和钢厂方面, 大部分企业在春节期间还在生产, 只是存在不同程度的限产检修。受制于下游地产开工推迟需求放缓和上游焦煤原料采购受阻, 钢厂和焦化厂开工率也有所下降。截止 2 月 7 日, 钢厂高炉开工率为 64.09%, 环比下降 2.62%, 焦化厂开工率 64.75 %,

环比下降 3.27%。

图 328：全国高炉开工率



资料来源：wind，天风证券研究所

表 51：钢厂开工及限产情况

区域	钢厂	设备	影响品种	检修周期	检修天数	日均影响产量 (万吨)	
东北	包钢	产线	螺纹	2.1-	-	0.38	
		高炉	铁水	2.16-4.25	70	1.2	
	首钢京唐	产线	热轧	2.16-4.26	70	0.75	
	新武安	产线	高线	2.7-	-	0.4	
	山西宏达	高炉	铁水	2.5-	-	0.34	
		产线	建材	2.5-	-	0.55	
	华北	承钢	高炉	铁水	2.20-	-	0.6
		包头亚新	高炉	铁水	2.1-	-	0.2
		美锦	高炉	铁水	2.7-3.7	30	0.3
		东海特钢	降低高炉利用系数	铁水/成材	2.1-	-	减产 30%
东华		高炉	铁水	2.6-	-	1.2	
济源钢铁		高炉	铁水	2.1-	-	0.18	
华中	鄂钢	产线	螺纹	2.9-2.14	6	0.25	
		高炉	铁水	2.3-	-	0.4	
	永钢	产线	线材	2.11-2.19	9	0.23	
	中天	产线	优线	2.3-	-	0.5	
	西王特钢	产线	铁水	2.1-2.9	9	0.7	
华东	马钢	产线	建材	2.2-2.11	10	0.44	
		高炉	铁水	2.1-	-	0.27	
	彭钢东亚	产线	螺纹	2.1-	-	0.3	
		高炉	铁水	2.1-	-	0.8	
	山东传洋	高炉	铁水	2.1-	-	0.8	
	临沂江鑫	降低高炉利用系数	工业线材/管坯	2.1-	-	0.1	
	山东闽源	高炉	铁水	2.1-	-	0.2	
产线		螺纹	2.1-	-	0.3		
西南	德胜	高炉	铁水	2.15-3.8	23	0.34	
	达钢	产线	建材	2.3-3.4	30	0.4	
	威刚	5 座高炉轮流检修	铁水	2.2-3.23	-	-	

	泸州江阳	全部	螺纹	2.3-2.12	10	0.15
	攀钢钢城	全部	螺纹	延期复产	-	0.15
	盛隆冶金	产线	线材	2.4-	-	0.5
华南	贵港钢铁	全部	螺纹	2.6-	-	0.35
	粤裕丰	高线	高线	2.3-2.20	18	0.45

资料来源：SMM，天风证券研究所

短期来看，由于目前下游终端房地产复工依然处于推迟状态，我们预计双焦的需求短期内将低位运行。后期随着房地产复工进程推进，预计需求将不断提升。此外，如上文分析，从国家目前以发布政策的态度看，政府在经济逆周期调节方面持续加码，显示出了较为乐观积极的调控态度。我们认为，后续中央可能会在逆周期调节政策上继续加码，加大投资力度，拉升经济基本面，从而带动产业继续上行。目前房地产依然为我国经济的支柱之一，具有较强韧性。预计随着后期房地产复工进程推进，叠加政府加码逆周期调节和投资，对应的需求将会递延释放，双重作用下将进一步拉升双焦终端需求持续走高。

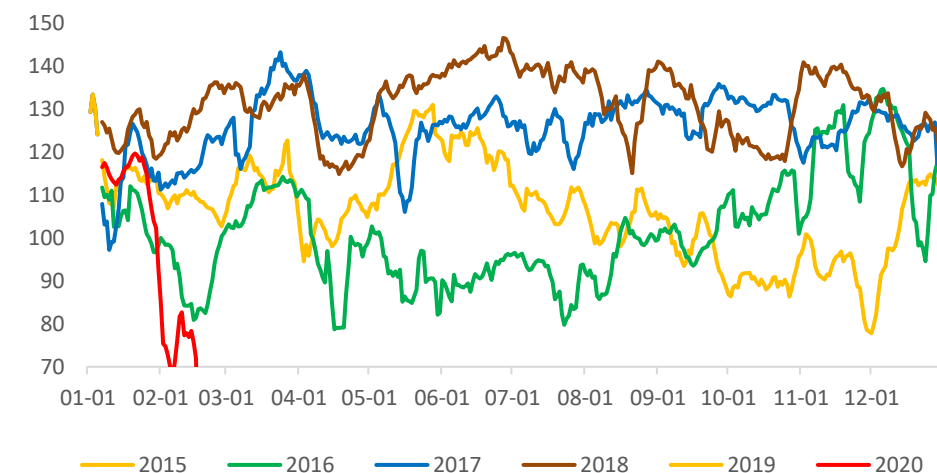
7.8.4. 供给侧冲击较大，复工进度存在不确定性

1、运输及进口受限

从运输端来看，疫情对公路运输的影响要远远大于铁路和航运。陕北榆林市外公路运输已基本叫停，基本只走地销或供应本地企业。短途汽运只允许上站台，且主要以保证长协供应为主。

但受汽运上站台掣肘，铁路运输有不同幅度的下降，目前运输多以长协调运为主。截止目前，2月大秦港铁路日均调入量为34.99万吨，较上月减少8.91万吨；2月朔黄铁路日均调入量42.63万吨，较上月下降10.63万吨；

图 329：北方三港铁路调入量（万吨）

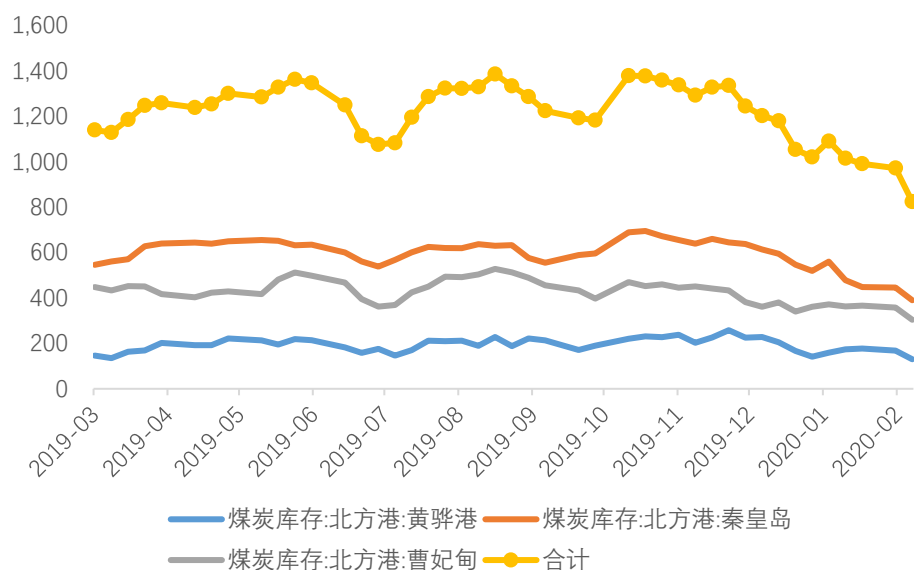


资料来源：wind、天风证券研究所

受疫情影响，浩吉铁路作为南北煤运大通道重要性得以凸显。2020年春运期间经铁路运输入湘的电煤较去年同期增加了28%。

港口煤炭库存方面，截止2月11日，秦皇岛港存煤402万吨，为16年10月以来最低；黄骅港库存130万吨，较月初下降了38万吨；曹妃甸港煤炭库存304万吨，近两年最低。北方三港库存合计降至1000万吨以下。

图 330：北方三港煤炭库存（单位：万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

进口方面，蒙煤受影响较大，澳煤和印尼煤相对影响较小。2月10日，甘其毛都口岸旗域周边所有入旗通道全部关闭，所有车辆、人员只出不进，通道开启时间暂定14天后。意味着通过甘其毛都口岸的低硫主焦煤进口量在未来14天内将归零。

2、生产端：国营煤矿复工进度好于民营煤矿，全国煤矿复产率达57.8%

从生产端看，疫情对复工产生较大影响，但是动力煤作为重要的一次能源，对民生有着重要的保障作用。各地煤企千方百计加快复工进度，截止2月10日，全国煤矿复产率已达57.8%，主要为国有动力煤企业。

表 52：各地复工情况：

各省复工状况

山东省	山东能源集团，42座省内煤矿全部复产；兖煤集团8座煤矿全部复产。
内蒙古	[1]内蒙地区某煤矿表示，煤矿仍处于停产，观望9日后的复产政策，焦化厂厂内库存精煤约20天的量，目前限产30%，如煤矿不能如期复产，会加大限产力度。 [2]鄂尔多斯市统筹抓好企业复产复工，目前全市62座煤矿实现复工复产，总产能3.4亿吨。截止2月9日，已向全国各地紧急调运煤炭112万吨，支援全国疫情防控工作。
陕西省	陕西省省属大煤矿大多已恢复生产，截至2月9日，全省恢复生产煤矿51处，产能31255万吨/年，全省日产量75.74万吨，省内煤炭库存139.99万吨，可以保证全省生产生活需要。电力企业全部正常发电。春节期间国有煤化工企业基本保持正常生产。
山西省	山西临汾地区某煤矿表示，临汾地区的煤矿没有政府规定不得擅自复产，暂时没有复产计划，还在停产，预计在正月二十二开工恢复；山西吕梁地区某煤矿表示吕梁在正月十六后才开始复产，视具体情况，生产仍然会受影响。

资料来源：煤炭资源网，榆林煤炭交易中心，天风证券研究所

表 53：部分企业复工情况

煤企复工情况	
陕西煤业	截止2月8日，陕煤集团35对生产矿井中30对矿井已恢复生产
中国神华	主要矿井、铁路、港口均未停产，运输导致产能受限
兖州煤业	截止2月2日，山东本部煤矿复产，产量略微受限；内蒙煤矿尚未复产；澳洲煤矿正常生产
同煤集团	截止2月4日，复工生产的30座矿井要正常组织生产，而未复工生产的34座矿井，一律不得复产。
阳煤集团	截至2月9日阳煤集团已有15座煤矿复产 日产能达22万吨

冀中能源	从1月30日到2月3日,已经累计完成电煤供货4.1万吨,比正常时期供货提高了一倍以上。
山西焦煤	截至2月7日,山西焦煤集团已有20座矿井通过上级有关部门验收正式复工,每日生产原煤约15万吨、精煤约7万吨。
平煤股份	春节期间煤矿正常生产,1月份完成生产计划101%,
靖远煤业	生产营销较小,截至2月6日,累计生产原煤79.2万吨,销售煤炭108.4万吨,节前每天发运量维持在30000吨,春节期间每天发运量维持在25000吨。

资料来源:煤炭资源网,榆林煤炭交易中心,天风证券研究所

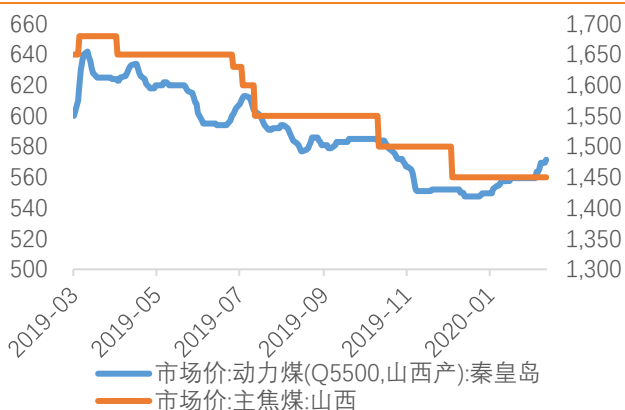
3、进口及产地受限,煤价有望强势运行

分煤种看,焦煤的供给端收缩幅度强于动力煤。一是焦煤企业民企占比较动力煤高,复工缓慢,国内主流低硫矿井多处于停产状态;二是以焦煤为主的蒙煤进口受阻严重,低硫焦煤资源紧缺,下游需求难以满足,焦企也陆续增加进口澳煤采购比重。

从现货价格来看,秦皇岛Q5500动力煤市场价相比年初上涨了22元/吨;山西焦煤市场价格暂时维稳。由于现货价格波动相对缺乏弹性,我们再搜集相应现货的期货活跃合约价格,自年后开市以来至2月11日,动力煤主力连续合约上涨24.3元/吨或4.43%;焦煤主力合约上涨46.5元/吨或3.82%。

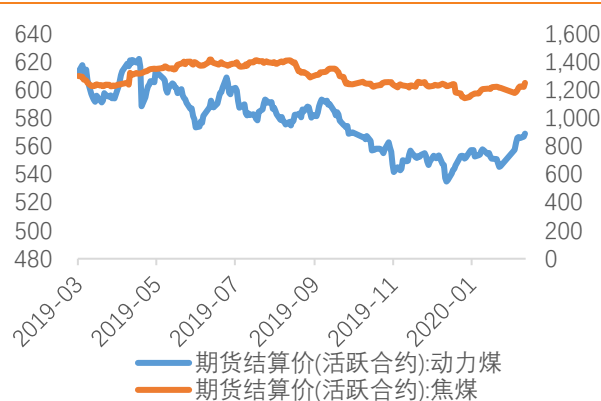
值得一提的是,新年开市第一天,焦煤主力合约大幅下跌49元/吨,但在随后的恐慌情绪逐步收敛后,截止2月11日,焦煤期货活跃合约价格相创出年前新高,从侧面反映了焦煤供给端的紧张。

图 331: 动力煤及焦煤现货价格



资料来源:wind,天风证券研究所

图 332: 动力煤及焦煤期货主连价格



资料来源:wind,天风证券研究所

本轮疫情导致的生产及运输受限,类似于行业的一次被动去库存。展望疫情中后期和疫情结束后的煤炭价格,受煤炭港口库存因疫情影响快速去化、国家需求刺激政策预期较强的影响,补库叠加需求预期,煤炭价格有望在全年保持强势运行。

截止目前,国家刺激经济的政策已经初见端倪,2月11日晚,财政部提前下达2020年新增地方政府债务限额8480亿元,加上此前提前下达的专项债务1万亿元,共提前下达2020年新增地方政府债务限额18480亿元,占2019年全部专项债额度的85.95%。专项债建设将主要投向用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施等基建民生领域。逆周期调节力度加强,对周期行业需求端形成支撑。

7.8.5. 投资建议: 关注优质动力煤企业

本轮疫情周期对行业的影响冲击将显著大于非典时期,一是由于春节期间传播难以控制,后续不确定性大,节后复工进度受影响;二是经济下行压力叠加行业供给过剩,但此时疫情对行业库存去化起到推动作用。

全年经济增长目标受到冲击,疫情逐步控制后,为保全年经济目标实现,可能会有较为强劲的经济刺激政策出现。春节前,十年期国债收益率自8月后再次向下突破3%,目前收于2.8%。

对于煤炭上市公司，参照 03 年周期股的走势以及目前经济形式，现金流充沛、高股息的动力煤企业有望迎来行情。

03 年周期股本身处于较强势周期，在 5 月下旬疫情基本控制后，周期股迎来一波行情。对比 03 非典疫情期间和本轮新冠肺炎：

(1) 03 年对开工影响较小，今年以国有动力煤企业为主的上市公司复工进度良好，且 19 年坑口高库存对销售有很好的缓冲作用；

(2) 03 年行业景气度较好，今年疫情前行业预期正由差转暖，疫情对供给侧的打击加速了行业转好的速度，前期的悲观预期同时带来修复性机会；

(3) 对公司来说，上市煤企集中了煤炭行业最优质的前 30%资源，因此疫情对销售的影响将小于行业整体；

结合目前煤炭板块超低估值，陕西煤业和中国神华市盈率处于较低水平，年股利支付率，ROIC 皆为市场领先水平，疫情很可能使得煤炭行业加速向上拐点，在视疫情发展、复工情况煤炭行业有望在疫情稳定后左右迎来修复性+估值提升行情。

7.8.6. 风险提示

产业复工持续推迟，疫情难以得到控制，需求持续低迷等风险。

8. 疫情对中游制造行业影响分析及展望

8.1. 机械：不畏浮云遮望眼，风物长宜放眼量

（——天风机械：邹润芳/曾帅/崔宇等）

机械行业作为传统的中游行业，细分子行业众多，下游基本覆盖整个制造业。肺炎疫情暴发后，大部分下游都按政府要求延期开工甚至停工（目前部分企业已经逐步复工），因而短期影响不可避免。工程机械作为机械行业第一大子板块，受疫情的影响很具有代表性，本文将着重分析疫情对工程机械板块的影响、疫情后行业趋势的判断和投资思路，同时针对疫情对油服行业和自动化设备的影响进行简要分析。

8.1.1. 工程机械：开工旺季后移看好全年表现，龙头市占率有望逆势提升

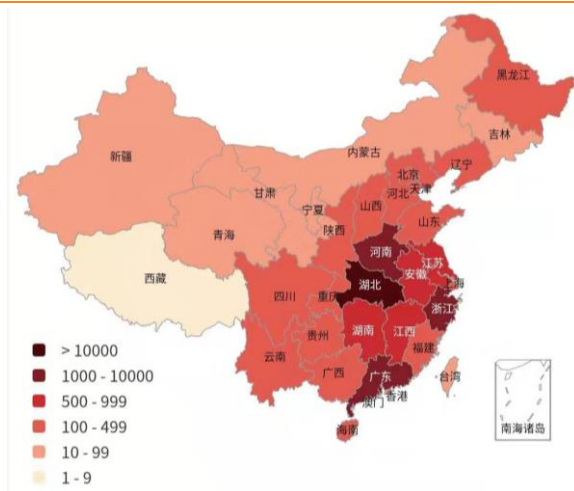
整体而言，肺炎疫情对于工程机械的影响主要表现在以下几方面：

- 需求端，工程机械最重要的下游包括基建项目、地产项目以及矿山开采项目，肺炎疫情爆发后，各项目普遍处于停工或延期开工状态，预计一季度挖掘机销量同比有所下降，同时预计开工旺季后移，对工程机械全年需求保持谨慎乐观；
- 生产端，生产工人延期复工，叠加供应链和物流等不到位，前期生产和交付节奏或将放缓，目前主流企业均已复工，预计 2 月底基本实现全面复工；
- 2018 年以来，工程机械行业竞争日益激烈，产业链面临不同程度的价格压力，而供需两弱的背景下，价格压力或将缓解；
- 龙头企业的供应链管理和精细化管理能力有望得到充分发挥，行业集中度有望进一步提升，龙头市占率有望逆势提升。

1、需求端：Q1 挖掘机销量压力较大，开工旺季后移看好全年表现

根据卫健委数据，截至 2020 年 2 月 11 日晚上 20:23 分，全国范围内共确诊 42,744 例新冠病毒感染病例，21,675 例疑似病例，其中湖北省、广东省、浙江省以及河南省确诊人数均超过 1000 人，当地各类项目普遍延期开工。

图 333：疫情地图（截至 2 月 11 日晚 20:23）



资料来源：国家及各省市地区卫健委，天风证券研究所

图 334：受疫情影响较大的省份（截至 2 月 11 日晚 20:23）

地区	确诊	死亡	治愈
湖北	31728	974	2277
广东	1177	1	211
浙江	1117		270
河南	1105	7	216
湖南	912	1	247
安徽	860	4	105
江西	804	1	127
江苏	515		93

资料来源：国家及各省市地区卫健委，天风证券研究所

疫情较严重的四个省份挖掘机销量占全行业销量的比例接近 20%，预计 2020Q1 挖机销量可能同比回落。我们梳理了近 10 年湖北、广东、浙江以及河南四个省份的挖掘机销量及其占全年销量的比例，结果表明，2010-2019 年，四个省份合计挖掘机销量从 23781 台提升到 44116 台，占全行业销量（含出口）的比例从 14.26%提升到 18.72%，近十年平均值为 16.30%。综合考虑 1 月小松挖机开机时间同比下降 42.6%（疫情+春季共同影响）以及 2019Q1 挖掘机销量为 74,779 台，创历史新高，我们估计，2020Q1 挖机销量可能同比有所回落。

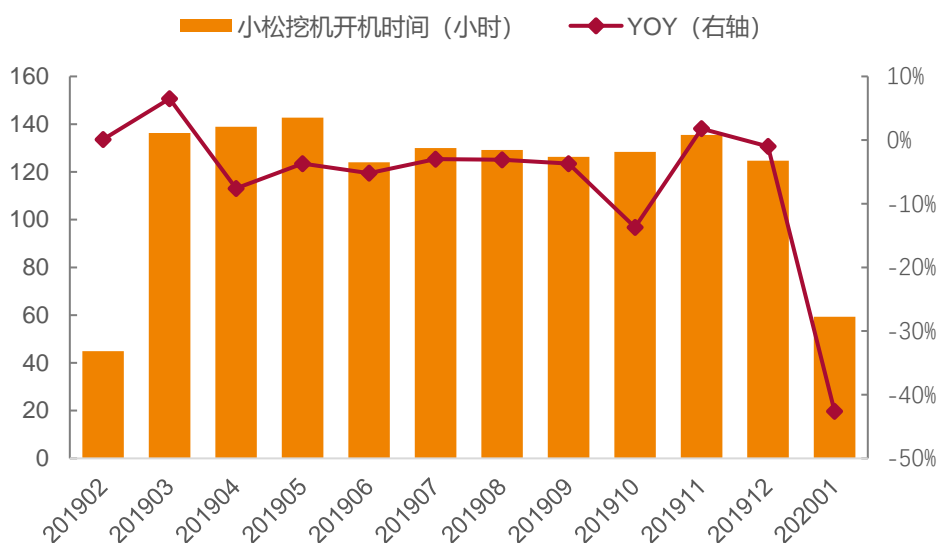
而挖掘机作为工程机械最前瞻、最先导的指标，对行业景气度具有较强前瞻意义，因而短期我们对后周期的汽车起重机和混凝土机械同样持谨慎态度。

图 335：2010-2019 年湖北、广东、浙江以及挖掘机销量及其占全年销量比例

年份	挖掘机销量 (辆)					挖掘机市占率 (%)				
	湖北	广东	浙江	河南	4省合计	湖北	广东	浙江	河南	4省合计
2010	7,606	2,274	6,108	7,793	23,781	4.56%	1.36%	3.66%	4.67%	14.26%
2011	8,550	2,944	6,025	9,047	26,566	4.79%	1.65%	3.38%	5.07%	14.90%
2012	5,702	2,153	3,506	6,239	17,600	4.93%	1.86%	3.03%	5.40%	15.23%
2013	5,610	2,603	3,826	5,260	17,299	4.99%	2.32%	3.40%	4.68%	15.39%
2014	4,209	2,229	3,349	4,518	14,305	4.65%	2.46%	3.70%	4.99%	15.81%
2015	2,852	1,598	1,914	2,753	9,117	5.06%	2.84%	3.40%	4.89%	16.18%
2016	3,825	1,865	2,298	3,244	11,232	5.44%	2.65%	3.27%	4.61%	15.97%
2017	6,963	4,022	4,542	7,354	22,881	4.96%	2.87%	3.24%	5.24%	16.31%
2018	9,968	6,673	6,830	12,869	36,340	4.90%	3.28%	3.36%	6.33%	17.86%
2019	11,275	9,993	10,129	12,719	44,116	4.78%	4.24%	4.30%	5.40%	18.72%
合计	66,560	36,354	48,527	71,796	223,237	4.86%	2.65%	3.54%	5.24%	16.30%

资料来源：中国工程机械工业协会，Wind，天风证券研究所

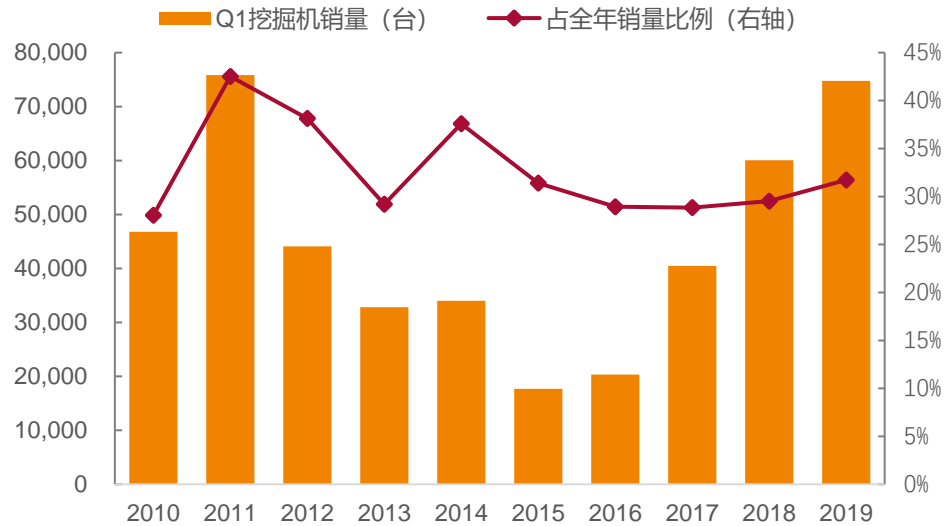
图 336：小松挖机开机时间同比下降 42.6%



资料来源：小松官网，天风证券研究所

受疫情影响本年度开工旺季有望后延至二季度。历年 Q1 为开工旺季，挖掘机销量占全年销量的比例超过 30%。根据历史经验，通常春节后为全年新开工高峰期，元宵节前后挖掘机销量开始出现大幅增加，并在 3 月实现月销量最高。本次受疫情影响，各地基建和地产项目普遍延迟开工 2-3 周，考虑到此次疫情需至少 2 周的隔离期，因而复工率也会经历爬坡过程，预计全年新开工高峰期将在 Q2 来临。

图 337：历年 Q1 为开工旺季，挖掘机销量占全年销量的平均比例超过 30%



资料来源：Wind，中国工程机械工业协会，天风证券研究所

当前时点，我们对 2020 年全年的需求不悲观，主要原因：

- 宏观上 2020 年面临经济翻番的历史任务，中观上中小企业债务和资金压力大，叠加肺炎疫情影响，逆周期政策有望加速到来；
- 更新需求仍将持续，根据我们测算，2020 年挖掘机行业年更新量仍在 10 万台以上；
- 地产投资保持韧性，强施工模式带动搅拌车和混凝土机械需求；
- 2020 年底有望迎来非道路机械的国标升级，刺激销量；
- 海外市场渠道建设逐渐步入收获期，龙头发力全球市场；

基于我们的保有量模型（详细测算过程可参考已发布报告《三一重工：工程机械静水流深，制造龙头行稳致远》），按照 2020 年需求增速排序，预计混凝土机械 > 起重机 > 挖掘机，同时海外销售保持高增速：

- 挖掘机：预计 2020 年销量增速为 5%-15%，海外市场潜力较大。
- 起重机：预计 2020 年销量增速 5-15%；风电装机带动大吨位履带起重机需求，装配式建筑带动大吨位塔吊需求。
- 混凝土机械：保守估计，预计 2019 年泵车销量 7500 台以上，新机销量同比 66%+，2020 年行业销量 9000 台以上，同比 20%-30%；结构上短臂架泵车增速放缓，长臂架泵车占比提升，带动毛利率提升。治超严格带动小吨位搅拌车销量高增长。

图 338：挖掘机保有量模型测算结果汇总（销量单位：万台）

	2018	2019	2020E-乐观	2020E-中性	2020E-悲观
挖机合计销量	20.34	23.56	26.87	24.92	22.71
同比增速		15.82%	14.06%	5.77%	-3.60%
挖机内销	18.43	20.90	23.42	21.56	19.35
同比增速		13.39%	12.04%	3.16%	-7.41%
挖机出口	1.91	2.66	3.46	3.36	3.36
同比增速		39.27%	30.00%	26.33%	26.33%
挖机更新需求	14.56	15.09	12.66	12.66	12.66
更新需求占比	79.02%	72.22%	54.08%	58.74%	65.44%
小挖更新占比	52.51%	43.86%	34.48%	37.79%	41.79%
中挖更新占比	125.72%	105.28%	89.67%	94.90%	107.43%
大挖更新占比	69.37%	194.97%	95.13%	105.28%	117.86%
新增需求占比	20.98%	27.78%	45.92%	41.26%	34.56%

资料来源：Wind，国家统计局，中国工程机械工业协会，天风证券研究所

图 339：汽车起重机保有量模型测算结果汇总（销量单位：台）

	2019	2020E-乐观	2020E-中性	2020E-悲观
汽车起重机合计销量	42,471	49,028	46,890	44,852
同比增速	31.42%	15.44%	10.40%	5.61%
汽车起重机内销	39,671	45,528	43,690	41,852
同比增速	33.49%	14.76%	10.13%	5.50%
汽车起重机出口	2,800	3,500	3,200	3,000
同比增速	7.69%	25.00%	14.29%	7.14%
汽车起重机更新需求	30,206	27,966	27,966	27,966
更新需求占内销比例	76.14%	61.43%	64.01%	66.82%
汽车起重机新增需求	9,465	17,562	15,724	13,886
新增需求占内销比例	23.86%	38.57%	35.99%	33.18%
泵车合计销量	7,500	9,840	9,488	9,135
同比增速	15.38%	31.21%	26.50%	21.79%
泵车更新需求	4,856	6,099	6,099	6,099
泵车更新需求占比	64.75%	61.98%	64.29%	66.77%
泵车新增需求	2,644	3,741	3,388	3,035
泵车新增需求占比	35.25%	38.02%	35.71%	33.23%

资料来源：Wind，国家统计局，中国工程机械工业协会，天风证券研究所

2、供给端：各地企业复工率爬坡，预计 2 月底基本实现全面复工

疫情爆发后，国务院办公厅下发通知，延长春节假期至 2 月 2 日，随后各省市又进一步延长假期，控制疫情蔓延。整体来看，大部分省市要求各类企业复工时间不得早于 2 月 9 日 24 时，其中湖北不得早于 2 月 13 日 24 时，随后各省市相机抉择制定复工方案。

据我们跟踪，目前各大主机厂正处于有序复工状态，但考虑到返工人员需至少隔离 14 天才能复工，预计复工率会有爬坡过程，同时供应链及物流瓶颈也在逐步缓解，预计 2 月底能够基本实现全面复工：

- 三一重工：自从 2 月 5 日开始逐步复工，18 号智能车间 2 月 5 日复工，17 个国内产业园已做好防控措施具备复工条件，首批开工主要满足急需产品和国际订单。
- 中联重科：自 2 月 5 日开始分步、有序组织复工复产，保证安全的前提下复工率逐步提升。
- 徐工机械：2 月 10 日开始复工，工厂、车间、办公室、食堂等均投入使用。
- 艾迪精密：2 月 10 日开始复工，工厂、车间、办公室、食堂等均投入使用。

与此同时，疫情也催生了线上直播营销的新模式，各大主机厂积极通过快手、抖音等线上平台推广产品，为复工后的正常销售做准备。

图 340：主机厂采用线上直播的新营销模式



资料来源：快手，抖音，天风证券研究所

3、供需两弱或促进行业集中度提升，重点关注对冲政策落地

供需两弱背景下，我们认为行业的投资机会主要集中在以下几方面：

- 1) 预计宽松的对冲政策有望加速到来，基建作为逆周期调节的重要方式，有望成为稳定经济增长的重要抓手，对全年基建投资保持乐观，看好全年工程机械需求；
- 2) 2018 年以来工程机械行业竞争日益激烈，受此影响，挖掘机等主流产品价格出现一定下降，短期供需两弱背景下，或将缓解降价压力；
- 3) 龙头企业的供应链管理和精细化管理能力有望得到充分发挥，行业集中度有望进一步提升，龙头市占率有望逆势提升。以龙头企业三一重工为例，订单方面，公司在 2019 年 12 月份组织团购活动，3 分钟实现团购订单 7074 台，占全年销量的比例 11.6%，支撑 Q1 销量；供应链管理方面，三一重工借助集团旗下的树根互联平台，利用大数据和物联网技术，实现设备资产购入后全生命周期运营管理，有助于公司提高对产业链管理能力，降本增效；自动化生产方面，2019 年底，三一在行业率先启动 6 大“灯塔工厂”建设，全面引入三现数据集控、柔性生产岛等新型生产组织方式，建成后将大幅提高生产效率和产品质量。

投资建议：看好工程机械板块全年表现，尤其龙头在产业链中具备较强的议价权，有望实现行业集中度的进一步提升，当前龙头主机厂平均估值不足 10 倍，持续重点推荐【三一重工】【恒立液压】【浙江鼎力】【中联重科】【建设机械】，重点关注【艾迪精密】【徐工机械】。

8.1.2. 油服装备：能源自主可控意义重大，疫情对需求影响较弱

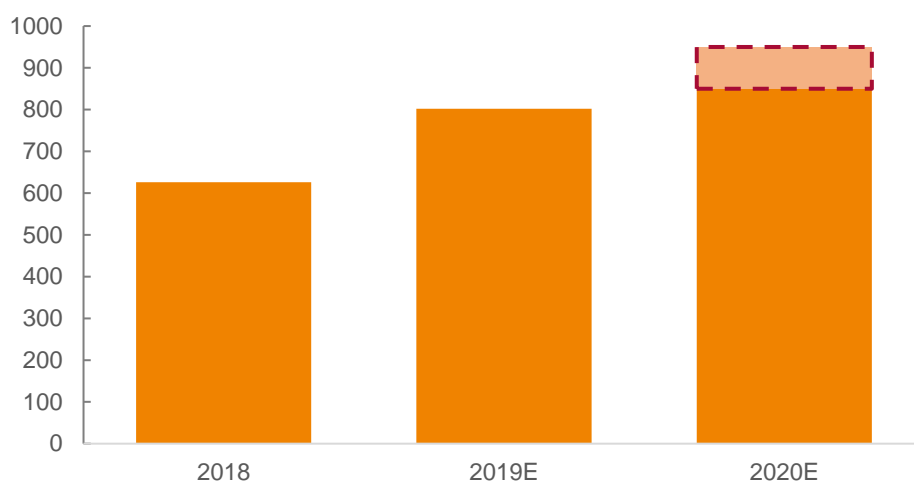
本轮油服复苏主要的驱动力来自原油自给率不断降低、且油价稳定的背景下国内资本开支的新一轮增长。长期来看是国家对于能源安全的诉求不断加强，油气作为特殊的投资品，与国家战略和经济正常运转息息相关，因而疫情对需求端的影响较弱。

供给端来看，主要油服公司在手订单充足，甚至春节期间依然加班加点。以石化机械为例，在春节期间落实订单生产方面，除天然气项目部全力保供武汉市公交车、出租车天然气，三机分公司 72 名技术服务人员驻外开展天然气压缩机服务保障等群体无休之外，四机公司、江钻公司从初三开始陆续安排人员加班，两家单位加班人员数量从 200 多人增至 500 人以上，其他单位根据需要组织开展加班工作。

“三桶油”继续加大资本开支力度，未来 2-3 年油服装备持续保持高景气。近日，中海油发布 2020 年经营策略和发展计划：1) 2020 年净产量目标为 520 到 530 百万桶油当量(2019 年为 503 百万桶当量)，其中中国约占 64%、海外约占 36%。2021 和 2022 年的净产量目标分别为约 555 百万桶油当量和约 590 百万桶油当量；2) 2020 年，公司的资本支出预算总额为人民币 850 亿至 950 亿元，其中，勘探、开发、生产资本化和其他资本支出预计分别占资本支出预算总额的约 20%、58%、20%和 2%；2020 年，公司计划钻探 227 口勘探井，计划采集三维地震数据约 2.7 万平方公里。与此同时，中石油强调大力提升勘探开发力度，推动国内油气产量迈上 2 亿吨的历史新水平，中石化也表示将大力推进稳油增气降本，我们看好未来 2-3 年油服装备需求。

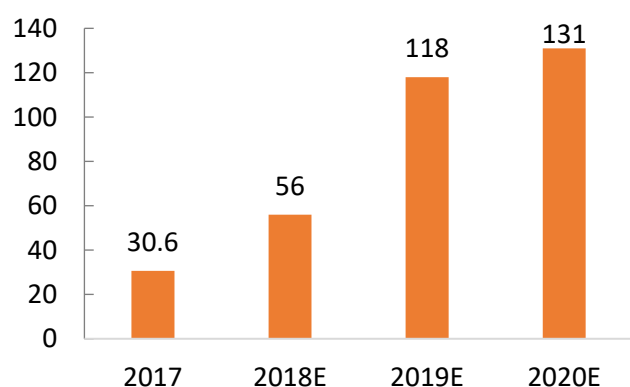
投资建议：重点推荐杰瑞股份、中海油服（石化覆盖），关注石化机械、华油能源等。

图 341：中海油近三年资本开支稳步提升（亿元）



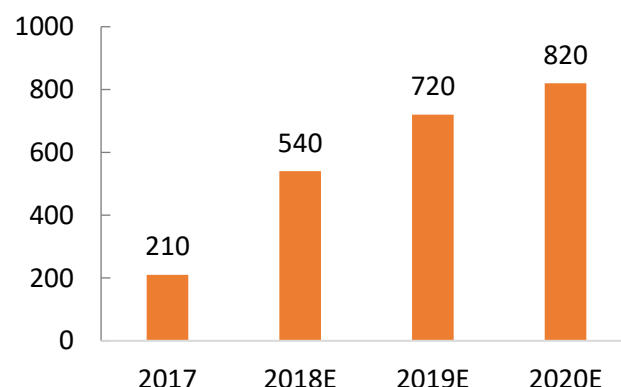
资料来源：海洋油气网，天风证券研究所

图 342：中石油四川页岩气开采计划（亿立方米）



资料来源：财新网，天风证券研究所

图 343：中石油十三五期间累计打井数量规划（口）



资料来源：财新网，天风证券研究所

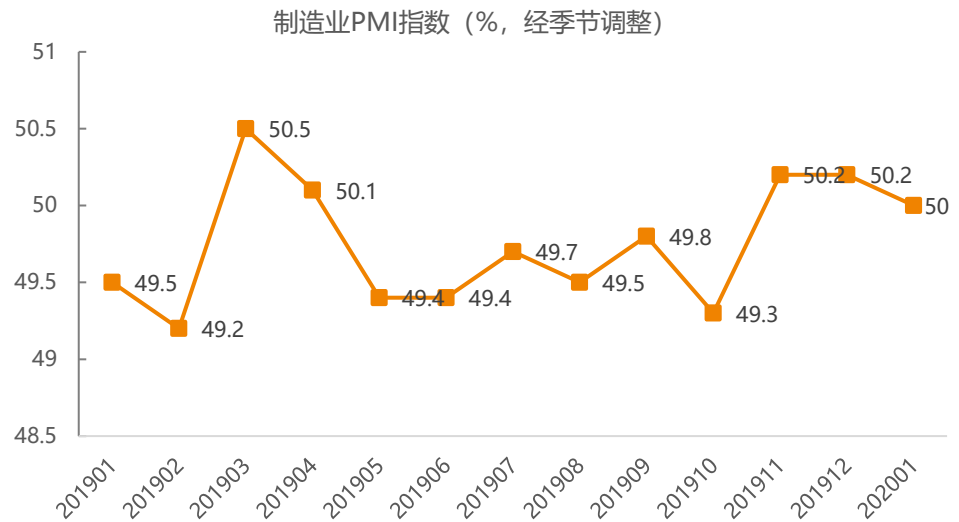
8.1.3. 自动化装备：疫情短期扰乱复苏节奏，长期看好自动化率提升

1、19Q4 以来制造业呈现复苏态势，疫情短期或将扰乱节奏

根据国家统计局数据，2020年1月制造业 PMI 为 50.0%，环比小幅回落 0.2pct，位于临界点。从分类指数看，生产指数和新订单指数均高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送指数均低于临界点。从重点行业看，高技术制造业、装备制造业和消费品行业 PMI 为 52.9%、50.7%和 50.5%，分别高于制造业总体 2.9、0.7 和 0.5pct，其中高技术制造业自 2019 年 9 月以来扩张步伐持续加快。

考虑到本次制造业 PMI 统计范围为 1 月前 20 天，并未充分反映疫情带来的影响，而当前大部分制造业企业均经历停工或延迟开工，预计制造业短期承压，复苏节奏或将扰乱，预计 Q1 制造业投资有所回落，并有望于 Q2 恢复增长。

图 344：2020 年 1 月制造业 PMI 为 50.0%，环比小幅回落 0.2pct



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

表 54：中国制造业 PMI 及构成指数 (%，经季节调整)

时间	PMI	生产	新订单	原材料库存	从业人员	供应商配送时间
2019 年 1 月	49.5	50.9	49.6	48.1	47.8	50.1
2019 年 2 月	49.2	49.5	50.6	46.3	47.5	49.8
2019 年 3 月	50.5	52.7	51.6	48.4	47.6	50.2
2019 年 4 月	50.1	52.1	51.4	47.2	47.2	49.9
2019 年 5 月	49.4	51.7	49.8	47.4	47	50.9
2019 年 6 月	49.4	51.3	49.6	48.2	46.9	50.2
2019 年 7 月	49.7	52.1	49.8	48	47.1	50.1
2019 年 8 月	49.5	51.9	49.7	47.5	46.9	50.3
2019 年 9 月	49.8	52.3	50.5	47.6	47	50.5
2019 年 10 月	49.3	50.8	49.6	47.4	47.3	50.1
2019 年 11 月	50.2	52.6	51.3	47.8	47.3	50.5
2019 年 12 月	50.2	53.2	51.2	47.2	47.3	51.1
2020 年 1 月	50.0	51.3	51.4	47.1	47.5	49.9

资料来源：国家统计局，天风证券研究所

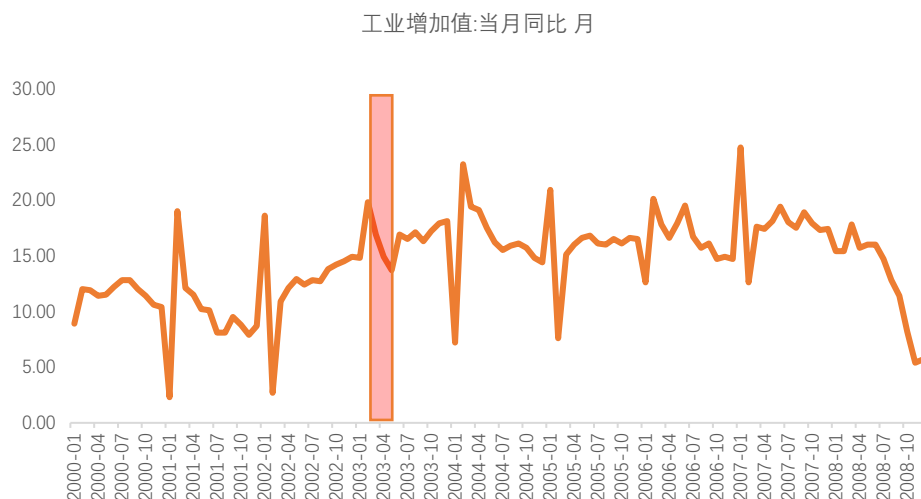
2、机器人有望加速演绎，长期看好制造业自动化率提升

1) 短期需求：受到抑制，制造业库存周期复苏遭扰动，但需求并非消失而是递延

2003 年的“非典”，按疫情发展，大致上可分三个阶段：扩散期（2002 年 11 月-2003 年 2 月）、爆发期（2003 年 3 月-2003 年 5 月）、衰退期（2003 年 6 月之后）。

非典爆发期工业增加值短暂回落，对制造业库存周期复苏节奏造成一定扰动，但全年看需求并未消失而是递延。在非典疫情扩散期，我国工业增加值依然保持较高同比增速，但进入爆发期后，制造业普遍停工，拖累 4 月和 5 月工业增加值同比增速降低至 15%以下，但随后在衰退期迅速恢复增长，并于当年 12 月恢复至 18%以上的同比增速。

图 345：非典期间我国工业增加值短暂剧烈下行（%）

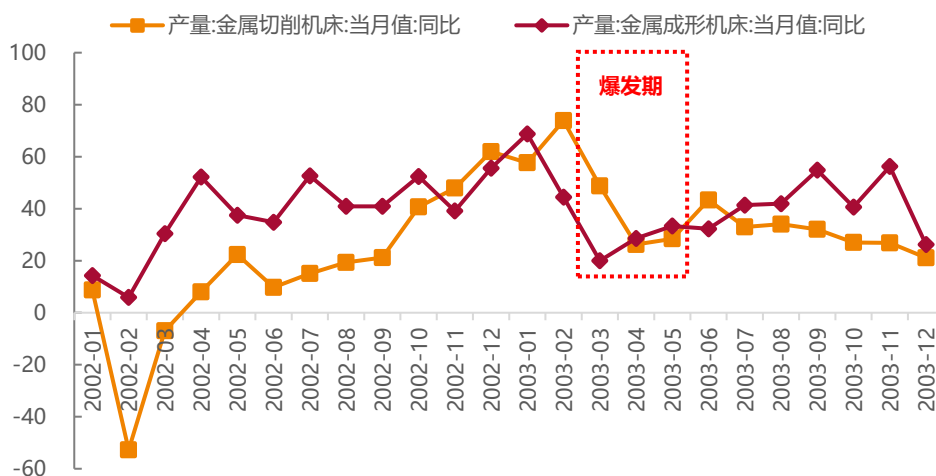


资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

2) 中长期需求：国内自动化设备需求后置，肺炎或将催生旺盛机器人换人需求

复盘非典，疫情短期影响机床生产节奏，但需求保持一定刚性。由于机器人在 2003 年缺乏月度数据，我们用机床这一自动化程度较高的设备进行代替。“非典”疫情扩散期恰逢国内机床高景气度时期，2002Q4 国内金属切削机床和金属成形机床当月产量平均增速均保持在 40%以上，伴随疫情进入爆发期（2003 年 3-5 月），国内机床产量同比增速回调至 30%以下，随后伴随疫情进入衰退期，机床产量恢复高增长态势，2003 年 6-9 月，机床产量同比增速回升至 40%以上。

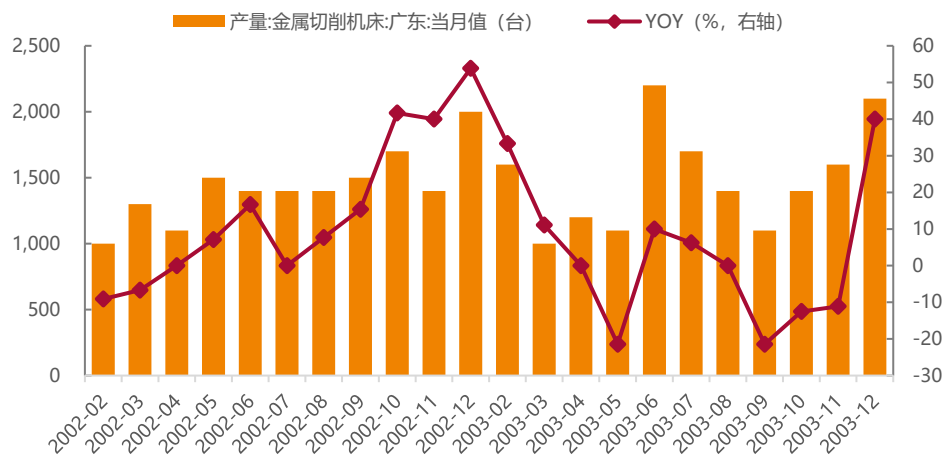
图 346：“非典”期间国内机床月产值同比增速（%）



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

我们单独对当时受“非典”疫情影响较大广东省进行分析，得到的结论也是相似的。2002年12月广东省金属切削机床产量达到2000台，创新高，同比增速也高达53.85%，但从03年1月开始，受非典疫情影响，工厂处于停工状态，当月产量和同比增速逐月回落，并最终于5月触底，6月开始疫情进入衰退期，当月产量迅速反弹至2200台，超过疫情爆期之前的最高水平。

图 347：非典期间广东省金属切削机床产量及同比增速

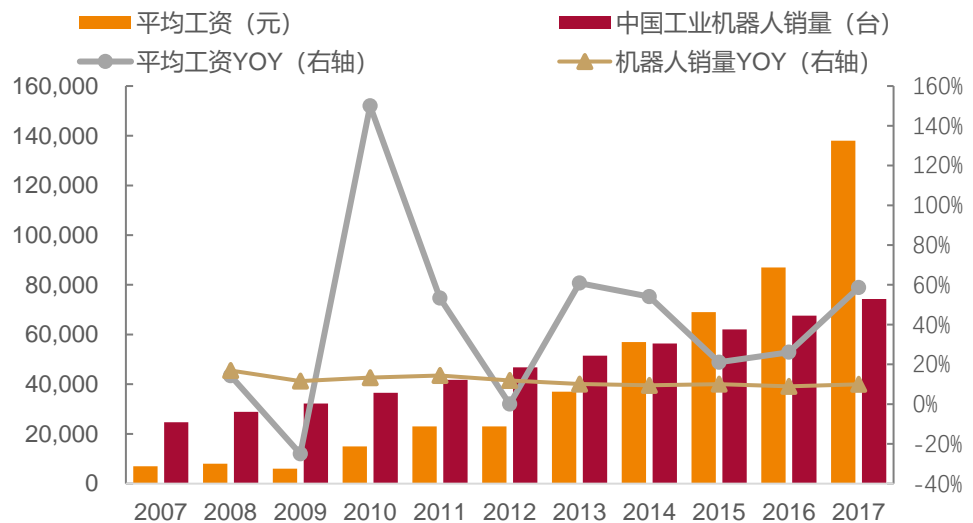


资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

经过此次肺炎疫情，制造业企业对自动化生产的认知有望得到大幅提升，拉长来看，在人力成本逐步上升、人口老龄化、供应链国产化率提升以及企业提高生产效率的综合驱动下，我国制造业企业有望经历漫长的自动化率提升，从而支撑相关通用设备和专用设备保持较高景气度。

以工业机器人为例，最核心的逻辑是人力成本的上升。从2010年开始，我国工业机器人销量明显上升，在这之后工人工资以每年9%左右的增速上涨，机器人价格不断下降，投资回收期不断缩短，预计2019年投资回收期将缩短至1.4年以下。长期来看，对标日本300台/万人的工业机器人密度，我国仍有相当大的提升空间。

图 348：我国平均工资增速与机器人销量增速的关系



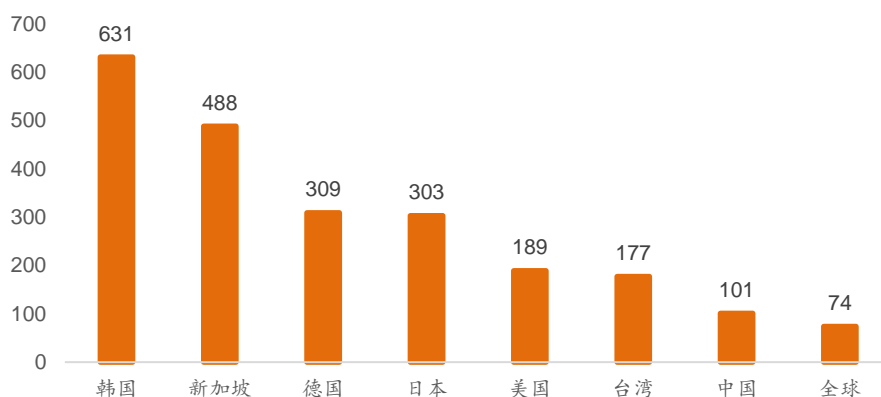
资料来源：Wind，天风证券研究所

表 55：工业机器人投资回收期不断缩短

	2017	2018	2019
工业机器人均价（元/台）	150000	135000	121500
机器人价格变动（%）		-10%	-10%
人力成本	36000	38880	41990
人力成本变动（%）		8%	8%
每台机器人替代工人数量	3	3	3
折旧年限（年）	6	6	6
折旧费用	25000	22500	20250
维护费用	22500	20250	18225
总费用	47500	42750	38475
总人力成本	108000	116640	125971
节省费用	60500	73890	87496
投资回收期(年)	2.48	1.83	1.39

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 349：工业机器人密度对比（单位：台/万人）



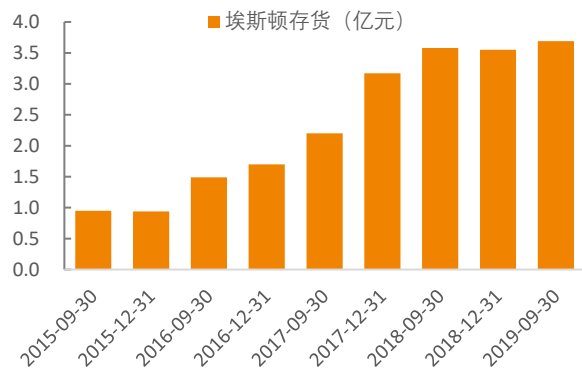
资料来源：OF Week 机器人网，天风证券研究所

3) 供应链分析：机器人公司储备一定存货、支撑 Q1 物料基础

我们选择典型的两家机器人公司埃斯顿与拓斯达进行分析。从供应链角度，我们认为，机器人 Q1 具备一定的生产物料基础，如疫情能够控制在 Q1 季度，供应链影响可控。这主要是因为，机器人公司存货周转速度相对偏慢，公司会针对未来的需求进行一定的备货，这是由机器人产品存在规模效应、批量采购零配件价格更低决定的。我们看到拓斯达的存货周转天数在 2019 年 Q3 为 102 天、埃斯顿为 159 天左右，均在一个季度以上。因此，我们认为，机器人公司本身在 Q1 的设备生产与交付受影响程度较低。

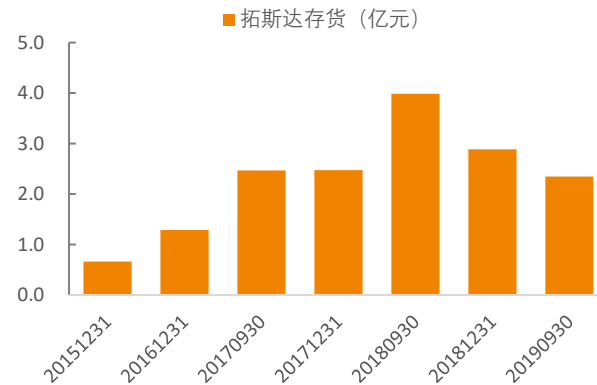
悲观情况下，如疫情后续恶化，则供应链压力在 Q2 会明显增大。这是因为机器人为精密设备，需采购多种零配件，包括减速机、伺服马达、控制器、导轨、风机、泵浦等等，单一类零配件的缺失会对设备生产影响较大。且现阶段，工业物流限制较多，也会对公司零配件采购构成一定影响。

图 350：埃斯顿存货变化



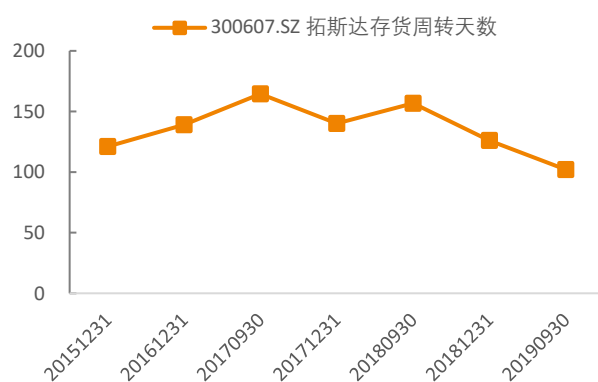
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 351：拓斯达存货变化



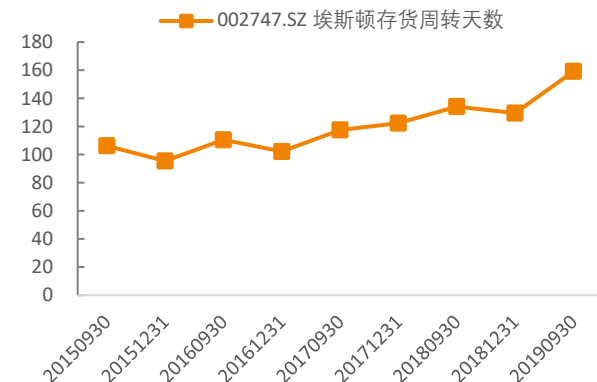
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 352：拓斯达存货周转天数为 100 天以上



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 353：埃斯顿存货周转天数为 100 天以上



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 56：拓斯达原材料拆分

材料类别	2016H1		2015		2014		2013	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
定制件	2,205.78	22.47	4,431.48	27	2,245.06	23.3	1,229.45	18.3
钢材	628.25	6.4	1,124.32	6.85	803.66	8.34	797.66	11.87
泵浦	221.51	2.26	956.48	5.83	417.23	4.33	229.84	3.42
多关节机器人裸机	1,551.03	15.8	1,017.52	6.2	94.53	0.98	--	--
伺服驱动器	365.89	3.73	871.04	5.31	688.67	7.15	448.37	6.67
线缆	289.11	2.95	672.61	4.1	365.83	3.8	398.51	5.93
伺服马达	334.72	3.41	670.39	4.08	545.31	5.66	295.76	4.4
减速机	236.53	2.41	455.82	2.78	469.53	4.87	276.5	4.12
风机	206.49	2.1	362.68	2.21	277.89	2.88	224.39	3.34
导轨	233.28	2.38	410.48	2.5	284.3	2.95	306.22	4.56
控制器	157.21	1.6	328.96	2	283.24	2.94	201.96	3.01
电磁阀	127.28	1.3	254.44	1.55	228.47	2.37	164.66	2.45
气缸	151.67	1.55	219.87	1.34	213.96	2.22	186.35	2.77
其他	3,106.23	31.65	4,639.68	28.26	2,719.20	28.22	1,959.50	29.16
合计	9,814.98	100	16,415.76	100	9,636.87	100	6,719.17	100

资料来源：拓斯达招股说明书，天风证券研究所

3、持续看好高技术制造业，半导体/锂电/光伏为投资重点

考虑到高技术制造业自 2019 年 9 月以来扩张步伐持续加快，在国内经济新旧动能转换的大背景下，看好当前景气度较高的先进制造业，包括半导体装备、锂电装备和光伏装备：

- **半导体装备**：伴随中芯国际拿下华为 14nm 订单，密切关注产业链国产化进展，从长江存储来看，PVD、刻蚀、清洗、研磨等环节国产化进展较快。
- **锂电装备**：特斯拉 Q4 业绩全面超预期，2020 年指引乐观，提振行业信心；欧洲与韩国开启新能源车补贴，未来海外需求将支撑国产装备订单；国内燃油车销量下滑趋势有望扭转，未来车企进入利润上行期后有望进入新一轮新能源车投资周期。
- **光伏装备**：重点关注 12 寸大硅片和 HIT 技术变革带来全行业设备升级需求。
- **激光器**：激光切割市场规模持续扩大，高功率对于传统切割方式的渗透度更低，未来有望保持高速增长。

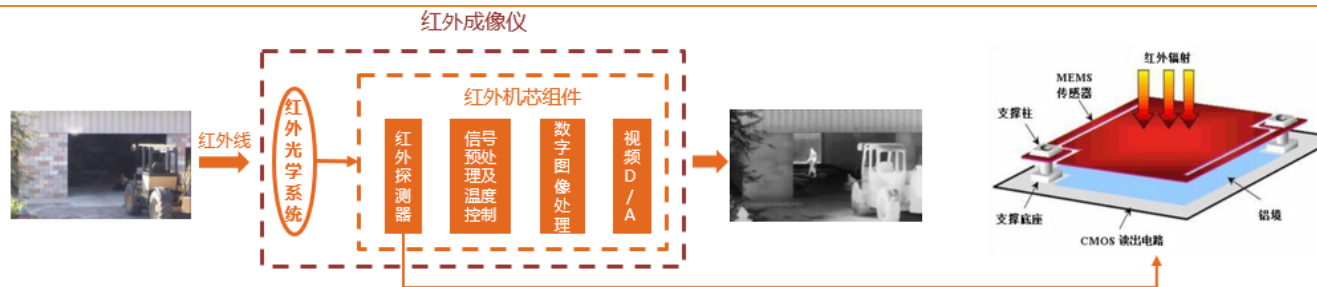
重点推荐：华特气体，先导智能，晶盛机电，锐科激光，中环股份；关注：中芯国际、中微公司、捷佳伟创、迈为股份、诺力股份、赢合科技、柏楚电子等。

8.1.4. 疫情催生红外成像和口罩设备需求紧俏，关注质地优良公司

1、温度测量成为刚需，红外成像技术有望得到快速普及

一切高于绝对零度的物体均会对外辐射热量、即对外发射红外线（波长 760nm~1mm），辐射能量的大小由物体表面温度决定，该波长超出人眼观测范围。基于此特性，**红外热像仪**可以将目标物体的温度分布图像转换成视频图像的产品，实现肉眼能力意外的观测或测量。转换过程主要分为三步：1）红外探测器将红外辐射转变为微弱电信号；2）后续电路将电信号进行放大；3）图像处理软件将电信号转换为电子视频信号。

图 354：红外信号处理专业性高，核心技术包括光学系统、探测器、图像处理算法等



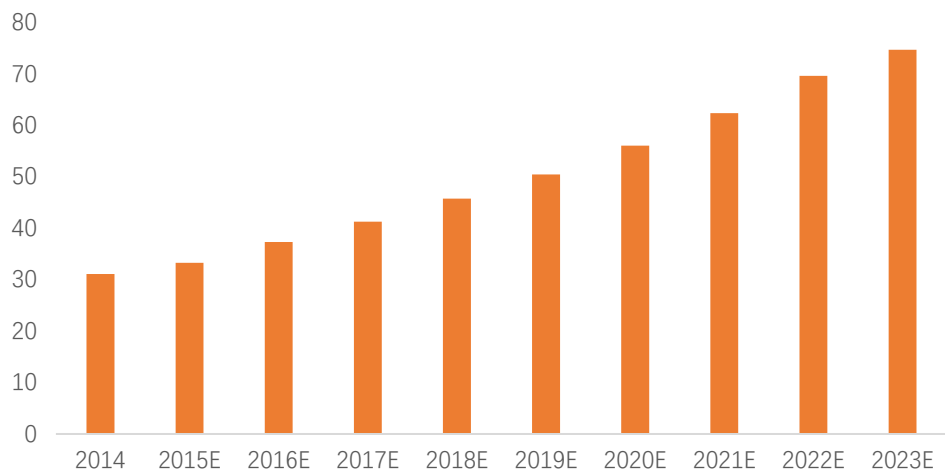
资料来源：睿创微纳招股书、天风证券研究所

图 355：红外成像仪用于人群密集区域的温度热点的快速捕捉



资料来源：睿创微纳官网，天风证券研究所

图 356：2014-2023 年全球民用红外市场规模及预测（亿美元）



资料来源：Maxtech International、北京欧立信咨询中心、天风证券研究所

国内的热成像仪市场目前规模还没有明显在全球占优，但在本次疫情之后，有望加速公共服务部门和私营企业部门的配置率，由此明显提高国内行业规模。根据我们的测算，全国公共服务单位（学校、医院、交通枢纽、商业楼宇）和企业用户的总计需求量非常大，按照 15 万元/套的需求测算，全国需求超过 700 亿元。

表 57：国内热成像仪潜在市场市场需求（按 15 万元/套测算）

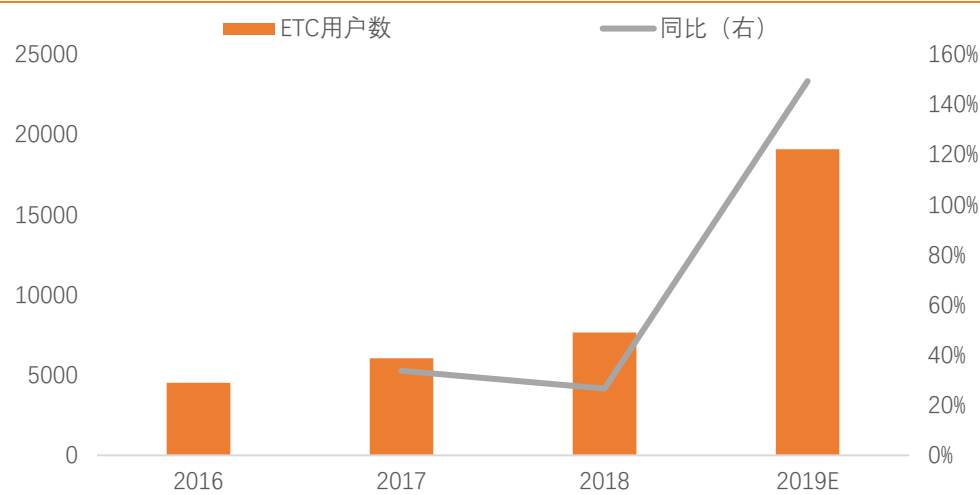
	单位/数量	市场需求（亿元）
医院（家）	33,972	36.5
学校（所）	412,088	333.5
机场（个）	235	1.4
汽车站（个）	2,964	2.3
火车站（个）	6,338	1.4
城市轨交站（个）	3,412	10.2
商业（万平方米）	199,911	145.9

规上工业企业（户）	376,803	226.1
合计		757.4

资料来源：国家统计局、教育部、卫生部、铁道部、wind 数据，天风证券研究所

事件性的影响可以参考 2019 年 ETC 行业爆发力。当然，与 ETC 行业有所不同，热成像仪未来的需求有望和视频监控一样成为标配，未来的持续力更强。关注：睿纳微创、高德红外、大立科技、聚光科技、华中数控、金盾股份、久之洋等。

图 357：事件/政策驱动带来的行业井喷在 2019 年 ETC 领域出现过(万人)

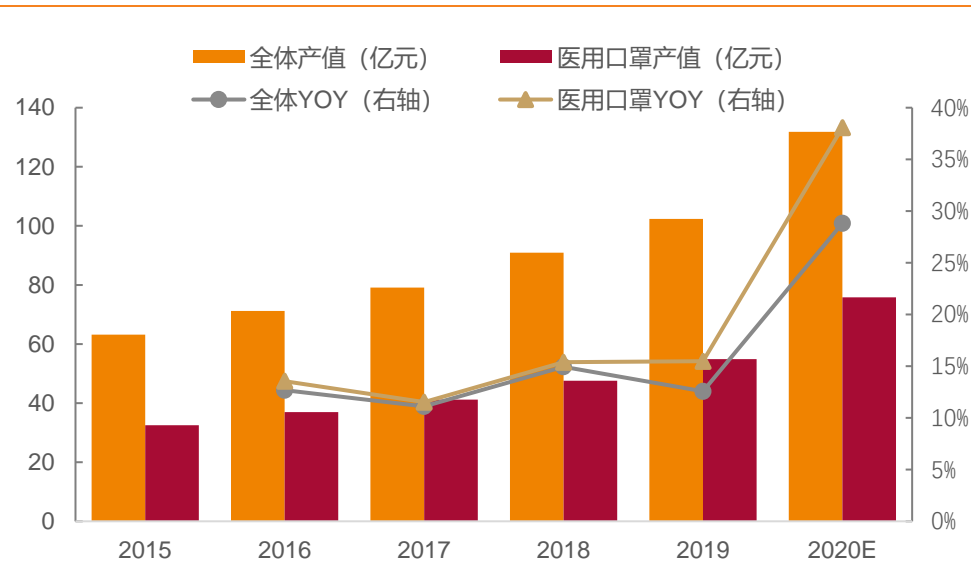


资料来源：交通运输部、中商产业研究院、天风证券研究所

2、预计 2020 年医用口罩增速达 28%，部分自动化公司积极布局口罩生产设备

根据工信部赛迪研究院直属单位赛迪顾问数据，2019 年中国大陆地区口罩产量超过 50 亿只，产值达到 102.35 亿元。疫情爆发后，受前期储备不足、春节假期开工不足以及民众对不同环境口罩选择认知不足等因素共同影响，短期内口罩出现供不应求的局面。同时，赛迪预计 2020 年医用口罩增速可达 28%，全年口罩产值将突破 130 亿元。

图 358：2015-2020 年中国大陆地区口罩总体与医用口罩产值对比



资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所

口罩产业链清晰，上下游衔接顺畅，产品成熟度高。产业链中所需生产设备主要包括口罩达片机、口罩带电焊机、口罩包装机，涉及企业包括南方力劲、斯凯瑞、宏祥机械等，多为非上市公司，同时，由于制造业企业工人密集度较高，部分企业自主研发了口罩机等生产设备，相关上市公司主要关注赢合科技、克来机电、南兴股份、拓斯达、山东威达（包

装设备)等。

图 359：口罩产业链相对成熟，分工明确



资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所

8.1.5. 风险提示

上游资源品/油价下跌，重点公司业绩不达预期，基建投资大幅下滑，重大政策变化，中美贸易摩擦等影响国内投资情绪，页岩气项目、基建项目投资落地不及预期，肺炎疫情超预期等。

8.2. 国防军工：一季度淡季受疫情影响较小，军工或将具备基本面比较优势

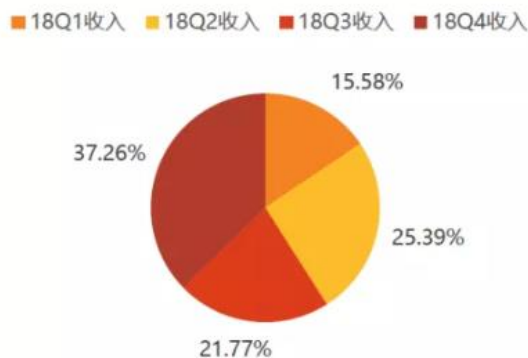
(——天风军工：邹润芳/李鲁靖等)

8.2.1. 基本面分析：一季度为军工传统淡季，全年业绩受疫情影响有限

从丁香医生公众号统计数据来看，本次疫情爆发在 1 月 22 日。回顾 2003 年 SARS，我国首例病人于 12 月 10 日发病。据医学论坛网，钟南山院士表示“当年 SARS 持续了差不多五六个月，但我相信这个新型冠状病毒不会持续那么长”。我们初步预判本次新冠疫情对经济影响主要在 2020 年一季度。

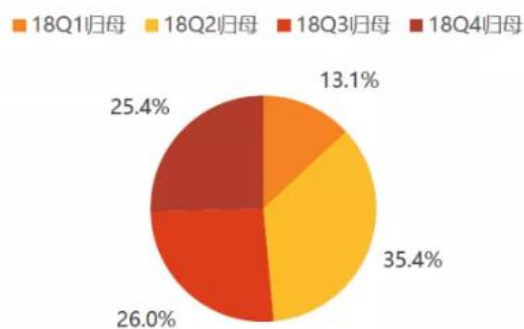
军工上市公司 2020 年基本面是否受新冠疫情对一季度生产销售的影响？我们认为影响是有限的。由于 2019 年年报尚未公布，我们对 2018 年军工 Q1-Q4 的单季度业绩进行分析，结果表明，18Q1-18Q4 军工板块营收占全年比重分别为 15.6%/25.4%/21.8%/37.3%，归母净利润营收占全年比重分别为 13.1%/35.4%/26%/25.4%。因此，军工板块一季度业绩对全年业绩贡献占比有限，基本控制在 13%-16%的水平，生产经营活动延期一周对单季度及全年影响预计十分有限。

图 360：2018Q1-Q4 各季度收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 361：2018Q1-Q4 各季度归母净利润占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

8.2.2. 地理分布分析：大量公司集中于北京市、陕西省，距离疫情中心较远

我们统计了军工板块上市公司及其核心子公司所在地址，结果表明：截至 2 月 2 日，军工板块仅有 5 家上市公司或子公司位于湖北省（确诊 9074 人）；此外，军工企业上市公司大量聚集于北京市（确诊 225 人，23 家）、陕西省（确诊 159 人，15 家），目前两地区疫情可控，我们认为，在防护措施得当条件下，预计军工板块上市公司在返工后的生产经营工作将逐步开展，疫情解除后也将较快恢复生产。

图 362：军工上市公司所在地统计表

地区	确诊数(截至 2月2日下午2:43)	军工上市公司数量(家)	军工上市公司(明细)
湖北省	9074	5	菲利华、高德红外、中国应急、中航机电(部分子公司)、久之洋
浙江省	661	2	和而泰(子公司铖昌科技)、大立科技
广东省	604	9	和而泰、金信诺、海格通信、中船防务、航锦科技(子公司威科电子)、航新科技、杰赛科技、欧比特、华讯方舟
河南省	493	4	中航光电、中兵红箭、中光学、中航机电(部分子公司)
湖南省	463	3	景嘉微、宏达电子、航锦科技(子公司长沙韶光)
安徽省	340	3	长城军工、四创电子、中航电子(部分子公司)
江西省	333	2	中直股份(部分子公司)、洪都航空
江苏省	262	5	雷科防务、航天发展(子公司南京长峰)、国睿科技、中航高科、航发控制
四川省	236	7	爱乐达、卫士通、天奥电子、振芯科技、亚光科技、中航机电(部分子公司)、中航电子(部分子公司)
山东省	231	2	睿创微纳、光威复材
北京市	225	23	中国卫星、中国卫通、航天电子、航天宏图、中航机电、中航电子、鸿远电子、海兰信、中国动力、中国重工、中国海防、耐威科技、航天彩虹、新兴装备、航天长峰、北斗星通、旋极信息、华力创通、钢研高纳、北方导航、星网宇达、安达维尔、雷科防务
上海市	183	2	中航电子(部分子公司)、中国船舶
福建省	182	1	火炬电子
陕西省	159	15	中航飞机、航发动力(子公司黎明发动机)、中直股份(部分子公司)、中航机电(部分子公司)、中航电子(部分子公司)、天和防务、宝钛股份、西部超导、西部材料、炼石航空、三角防务、中航电测、烽火电子、晨曦航空、铂力特
黑龙江省	95	1	中直股份(子公司哈飞)
辽宁省	64	3	中航沈飞、航发动力(子公司黎明发动机)、航锦科技
贵州省	38	3	振华科技、航天电器、中航重机
内蒙古	27	1	内蒙一机
吉林省	23	1	奥普光电

资料来源：Wind，天风证券研究所

8.2.3. 投资建议

军工一季度业绩历年来占比较低(2018 年一季度净利润占全年仅 16%)，大部分企业均已在 2 月 10 日开工，疫情对军工板块影响十分有限，军工板块或迎来基本面的投资机遇。我们强调卫星互联网新产业趋势，军工新材料、自主化半导体科技股的戴维斯双击优势，以及军工白马股业绩优势下的低估值反弹机遇。在我国经济基本面存在恶化的可能下，军工或具备基本面增速比较优势，关注：

- 国产化半导体产业：苏试试验、和而泰、振华科技、鸿远电子、耐威科技
- 卫星互联网：中国卫星、中国卫通、和而泰、航天电子、上海沪工
- 新材料：中航高科、光威复材

此外，疫情平缓后，湖北地区因疫情导致调整的企业或出现反弹机会，核心关注菲利华。

8.2.4. 风险提示

肺炎控制情况不及预期，2019 年业绩低于预告，一季度业绩风险，A 股系统性风险。

8.3. 汽车：“非典”复盘，疫情对汽车消费影响几何？

（——天风汽车：邓学/娄周鑫/文康等）

8.3.1. “非典”时期——中国汽车“黄金时代”的短插曲

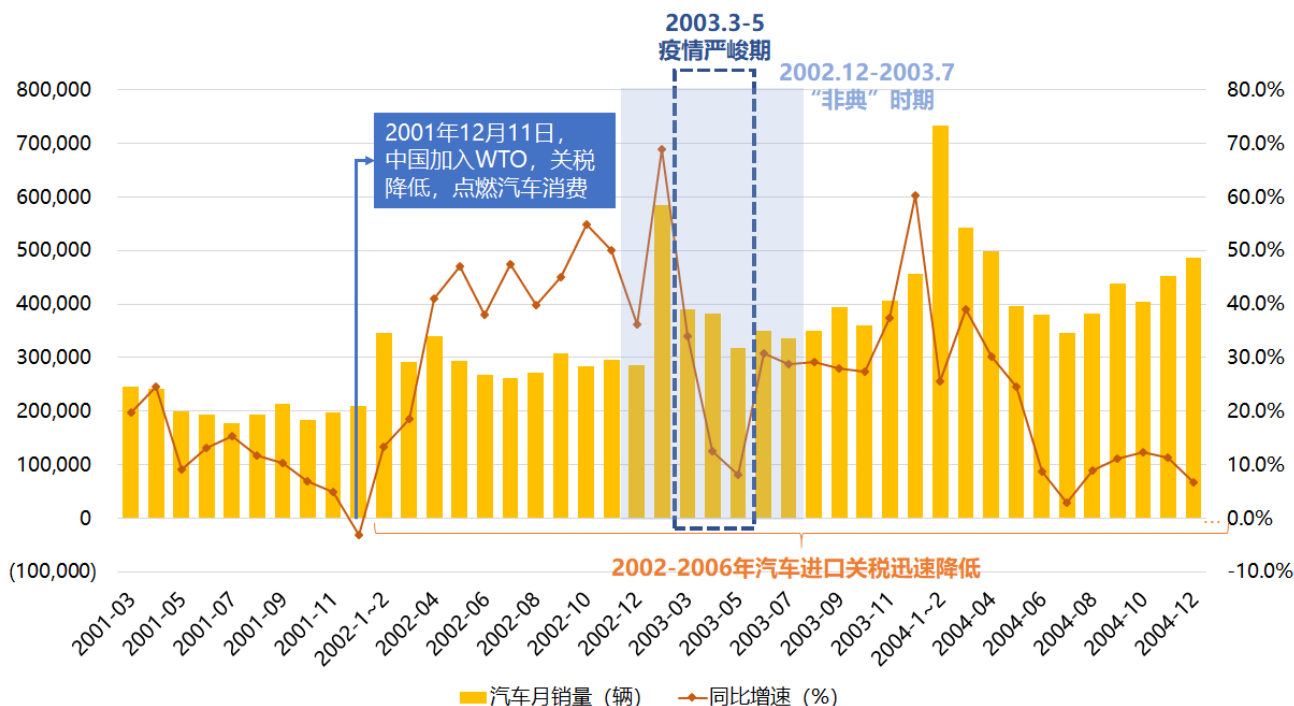
“非典”发生于中国加入 WTO 后汽车消费的黄金年代。2001 年 12 月 11 日，中国正式加入世界贸易组织，成为其第 143 个成员。随后，中国结束了汽车工业“高关税保护时代”，乘用车关税税率从 2002 年的 70%-80%下降至 2006 年的 25%，进口配额也由 60 亿美元每年增长 15%直至 2005 年取消配额。关税的迅速降低促进了家庭小轿车消费，汽车销量增速从 2002 年开始迅速增长，增速一度维持在 40%以上。

疫情控制后，一个月内销量增速迅速回升。2002 年 12 月开始的“非典”疫情短暂地降低了消费热情，在疫情严峻时期（2003 年 3-5 月）销量增速下滑了 25.8 个 pct，但随着 5 月下旬非典得到控制，疑似病例人数逐渐减少，汽车消费热情在 2003 年 6 月迅速恢复，月度销量增速迅速回升了 22.7 个 pct。

非典疫情时间表：

- **初期（2002.12-2003.2）：**2002 年 12 月 5 日或 6 日，非典的第一例病人出现病症；2003 年 2 月 9 日，广州市病例超百人。
- **中期（2003.3-5）：**2003 年 3 月 12 日，世界卫生组织发出全球警告；病情迅速扩散，愈发严重。
- **后期（2003.6-10）：**2003 年 5 月下旬，非典病例大幅下降；7 月全球非典患者人数、疑似病例人数均不再增长。

图 363：2001-2004 年汽车月度销量及同比增速（辆，%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

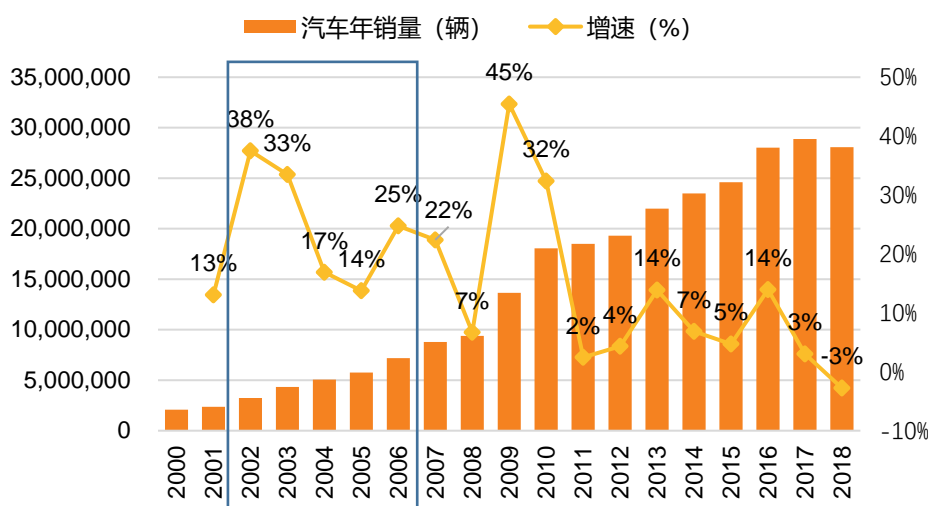
表 58：中国汽车关税下降历程

车型	2001	2002	2003	2004	2005	2006.1	2006.7
乘用车	70-80%	43.8%-50.7%	38.2-43%	34.2%-37.6%	30%	28%	25%
货车	25-50%	21-37.5%	18-33.3%	15-29.2%	15-25%	15-25%	15-25%
大中型客车	45-65%	37.5%-47.5%	33.3%-40%	29.2%-32.5%	25%	25%	25%
零部件	22.27%	16.28%	14.27%	12.62%	11.47%	10.53%	10.40%
特种车	3-25%	3-17.5%	3-15%	3-15%	3-15%	3-15%	3-15%

资料来源：CATARC，天风证券研究所

短期疫情不改长期需求，仅为消费时间后移。中国入世开启了汽车销量的快速增长阶段，2002-2006 年降关税期年销量复合增速为 22%。疫情的迅速控制、进口车消费开闸使得“非典”疫情并未对车市实际需求造成明显影响，而仅为消费时间的短暂后移，在非典爆发的 2003 年汽车销量增速也高达 33%。

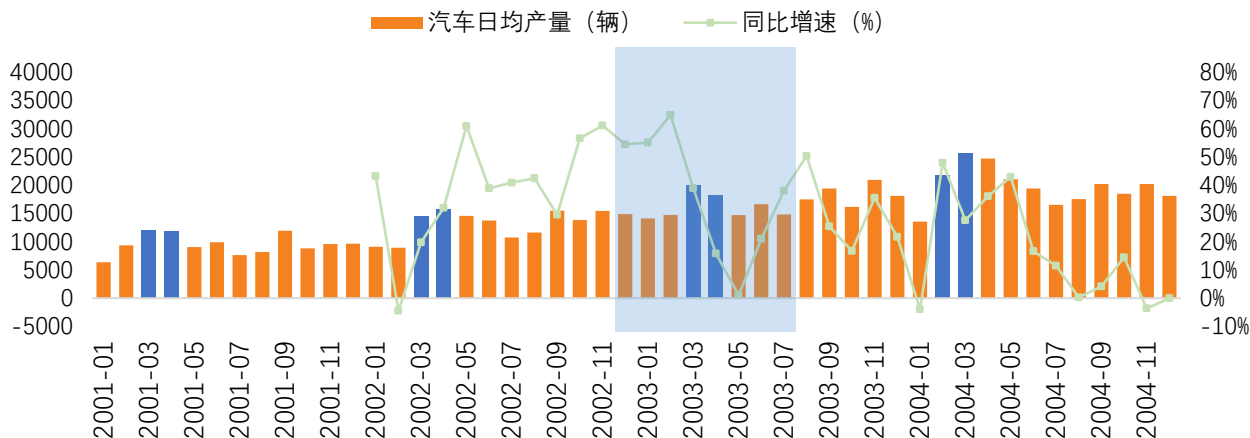
图 364：中国汽车年销量及增速（辆，%）



资料来源：中国汽车工业年鉴，天风证券研究所

非典疫情下汽车扩产受短暂影响。每年二季度为汽车工业开工旺季，其历年工作日日均产量均在二季度达到小高峰，“非典”疫情期间正赶上汽车开工季，虽全国汽车的日均产量规模未见下降，但受谨慎情绪影响，疫情进入严峻期后，增速迅速放缓，待 2003 年 5 月病情有所控制后，扩产步伐才逐月恢复。

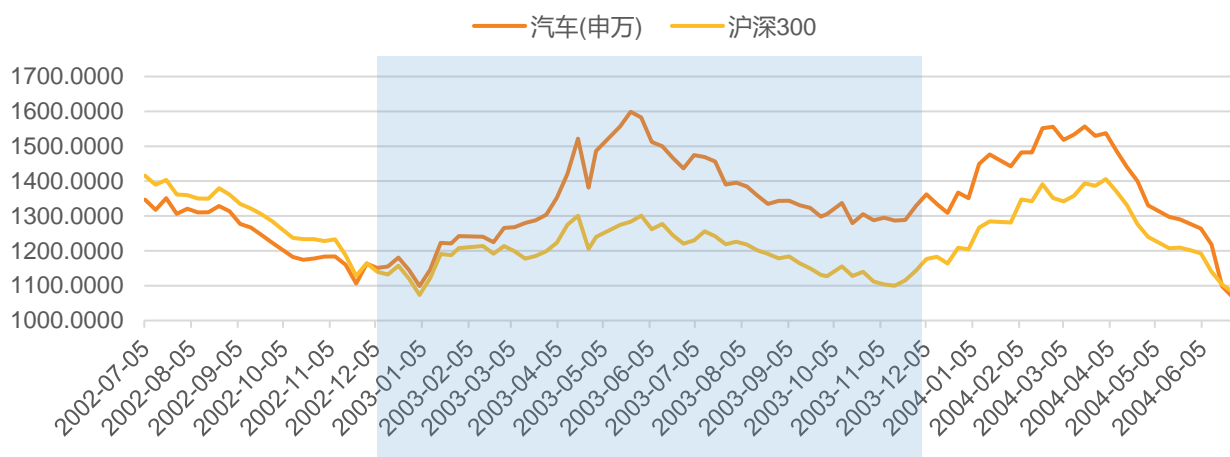
图 365：中国汽车工作日日均产量及增速（辆，%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

汽车板块具备强抗短期风险属性，非典期间汽车板块行情跑赢市场。03 年汽车关税降低，售价下移，需求释放下销量强劲增长，使得汽车行业营收、利润增速优异，而汽车本身具备的长产业链、长流通渠道属性使得其承受短周期内生产、消费波动的影响较小，因而具备较强的业绩稳定性。

图 366：申万汽车及沪深 300 行情走势



资料来源：wind，天风证券研究所

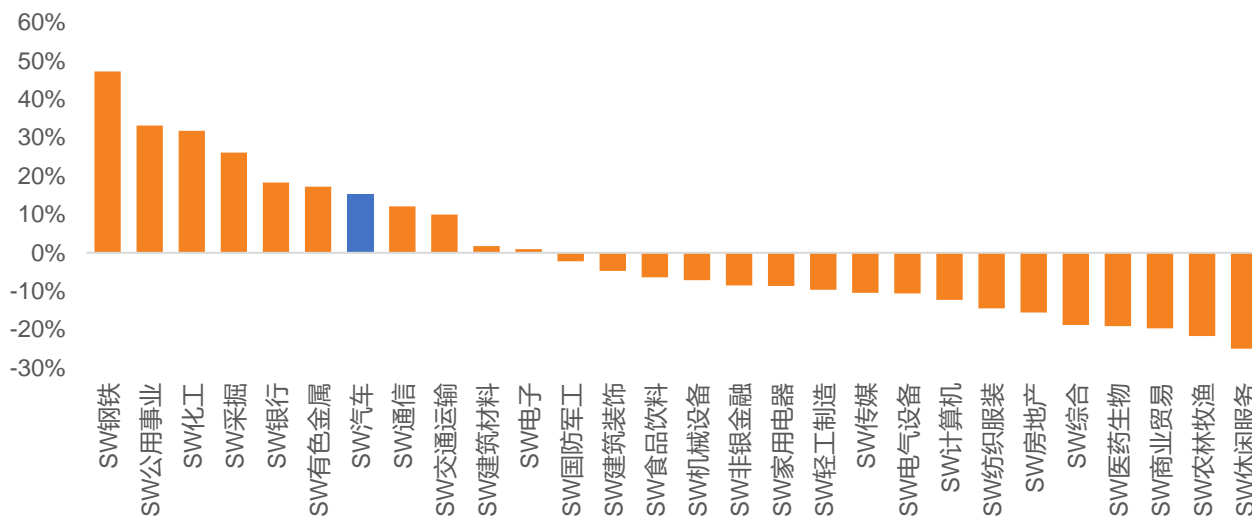
表 59：2002-2004 年汽车板块营收及归母净利润增速

业绩期	营收同比增速 (%)	归母净利润同比增速 (%)
2002-12-31	30.0	97.8
2003-03-31	93.2	5,897.2
2003-06-30	100.9	254.9
2003-09-30	109.7	421.5
2003-12-31	101.8	345.4
2004-03-31	23.7	8.2
2004-06-30	27.2	-19.4
2004-09-30	22.8	38.5
2004-12-31	12.9	255.7

资料来源：wind，天风证券研究所

2003 年，国民经济结构性调整的进一步深化，在“价值投资”理念下，钢铁、汽车、石化、能源电力及金融板块等低估值行业受益于景气度提升，走出了“五朵金花”行情。

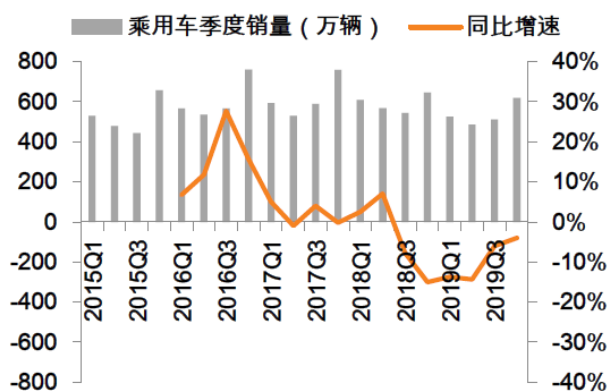
图 367：2003 年各行业涨跌幅（总市值加权平均）



资料来源：wind，天风证券研究所

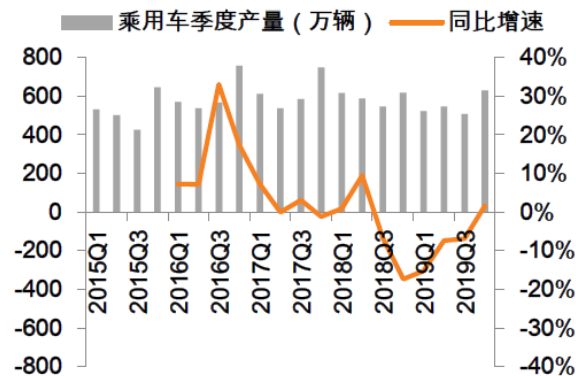
2020 年汽车行业景气度将边际改善。2019 年下半年以来，购置税优惠透支影响逐步消退，2019 年 12 月全国狭义乘用车销量 216.2 万辆，同比下降 1%，6 月及 7 月国六切换带来的扰动逐步减少，相关汽车促进汽车消费政策的效果逐步显现，汽车行业景气度逐步从低点恢复，自今年 4 月以来批发销量同比降幅不断缩窄：-18%、-17%、-8%、-4%、-8%、-6%、-5.9%、-4.6%、-1%。产量增速也于 19Q4 恢复至+1.7%，11、12 月产量增速分别为+1.9%、+6.4%。疫情恢复后，受去年下半年低基数影响，汽车行业景气度改善程度将明显增加。

图 368：乘用车季度销量及增速



资料来源：中汽协，天风证券研究所

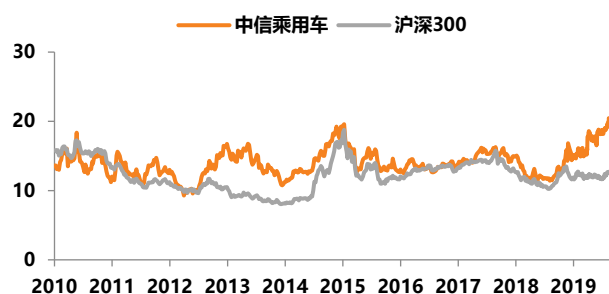
图 369：乘用车季度产量及增速



资料来源：中汽协，天风证券研究所

目前汽车板块尤其是零部件板块也处于较低估值水平，有望通过业绩拐点收获“戴维斯双击”。

图 370：乘用车板块 PE TTM (整体法,剔除负值)



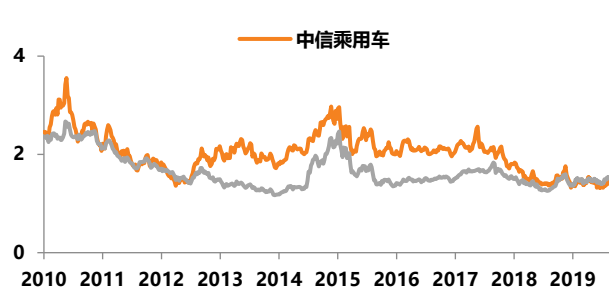
资料来源：wind，天风证券研究所

图 371：零部件板块 PE TTM (整体法,剔除负值)



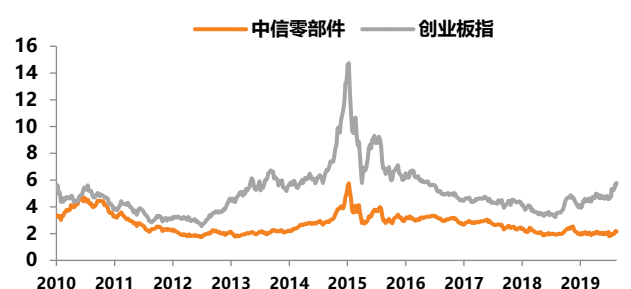
资料来源：wind，天风证券研究所

图 372：乘用车板块 PB



资料来源：wind，天风证券研究所

图 373：零部件板块 PB



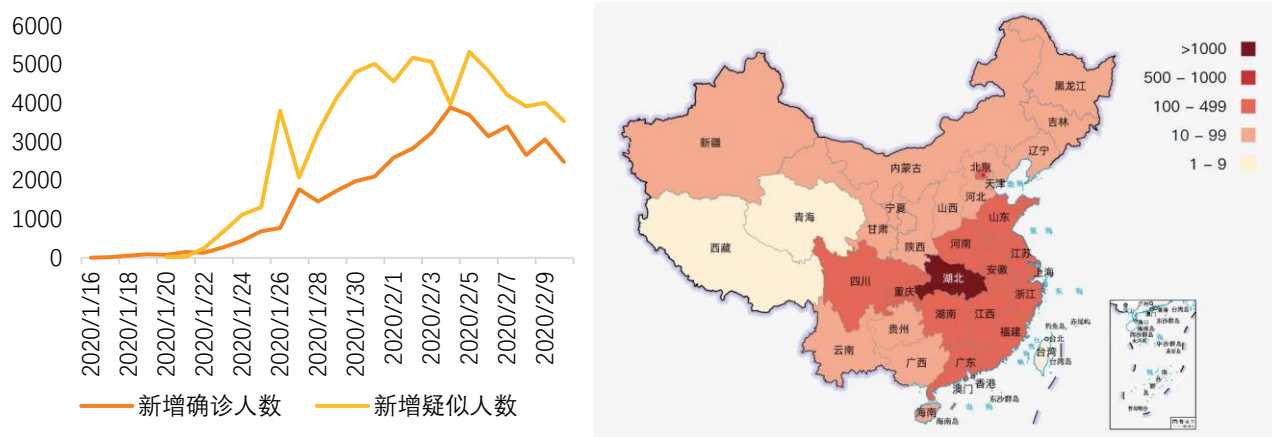
资料来源：wind，天风证券研究所

8.3.2. 乘用车

1、乘用车：春节销车规模较小 购车需求将递延

自19年底武汉陆续出现不明肺炎患者至今年2月10日，新型肺炎已确诊近4.3万人，目前日新增确诊人次已下降。疫情有望被逐渐控制。

图 374：武汉新型肺炎每日新增确诊及疑似病例人数及感染地域分布情况



资料来源：国家卫健委，丁香医生，天风证券研究所

2、前 2 月乘用车销量预计将递延释放

全年来看历年春节销车规模较小。肺炎扩散导致区域封锁，活动范围受限，春节时间延长，对车市直接影响为营销端——4S 店营业时间骤减，生产端——车厂复工时间推迟，零售端——消费热情骤减等。由于 4S 店关店，春节期间乘用车销售往往较少，根据乘联会披露的日均销量测算，春节七天对应的乘用车销量规模在 30 万辆以内，且春节销车规模在近年呈不断减少趋势，全年来看对总体车市影响较小。

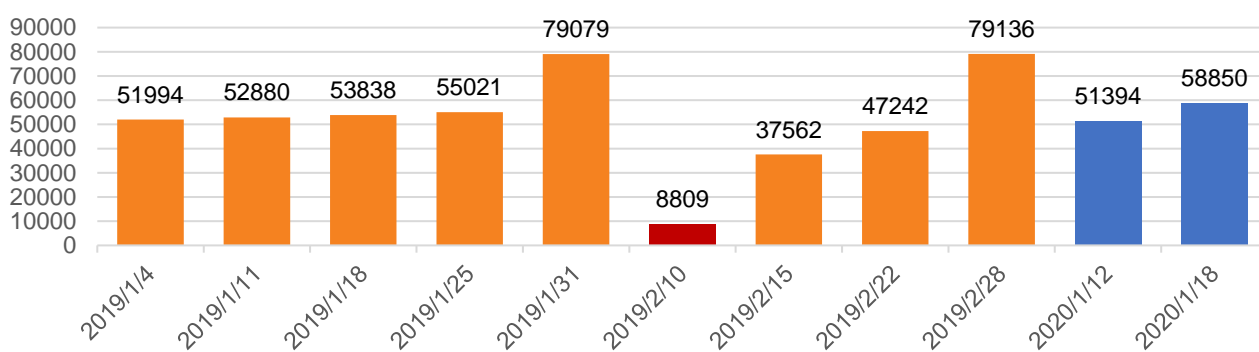
表 60：历年春节对应乘用车销量规模

历年春节所在星期	乘用车当周日均销量（辆）	对应春节放假期间销量（万辆）
2016 年 2 月 19 日	42,944	30.06
2017 年 2 月 10 日	34,202	23.94
2018 年 2 月 21 日	27,944	19.56
2019 年 2 月 10 日	8,809	6.17

资料来源：乘联会，天风证券研究所

1-2 月乘用车日销量呈现节前抢装，节后逐渐恢复特征。从 19 年 1-2 月的周披露日均销量来看，19 年 2 月 4 日过年，前一周日均销售冲高达到 7.9 万辆/天，春节期间日均销量骤减至 0.9 万辆/天，节后日均销量才逐周恢复到正常 5 万辆/天的销售水平。

图 375：乘用车当周日均销量（辆）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

2020 年 1-2 月狭义乘用车销量测算：

核心假设：

- 肺炎影响销售区间主要为 1.19-2.15；
- 2.15 以后肺炎影响逐步减小，主机厂、4S 店复工基本完成；

- 悲观预期下，肺炎影响区间完全没有销量，此为托底增速预测；
- 中性预期下，肺炎影响区间日均销量为 5000 辆，过后销量恢复至 5 万辆/天的正常平均水平；

根据测算，我们预计，疫情对 19 年 1-2 月的销量影响为同比下滑 3-5 成，托底销量增速为 -54%。但此期间影响的购车需求会逐渐在 2-3 季度释放，无需过于担忧。

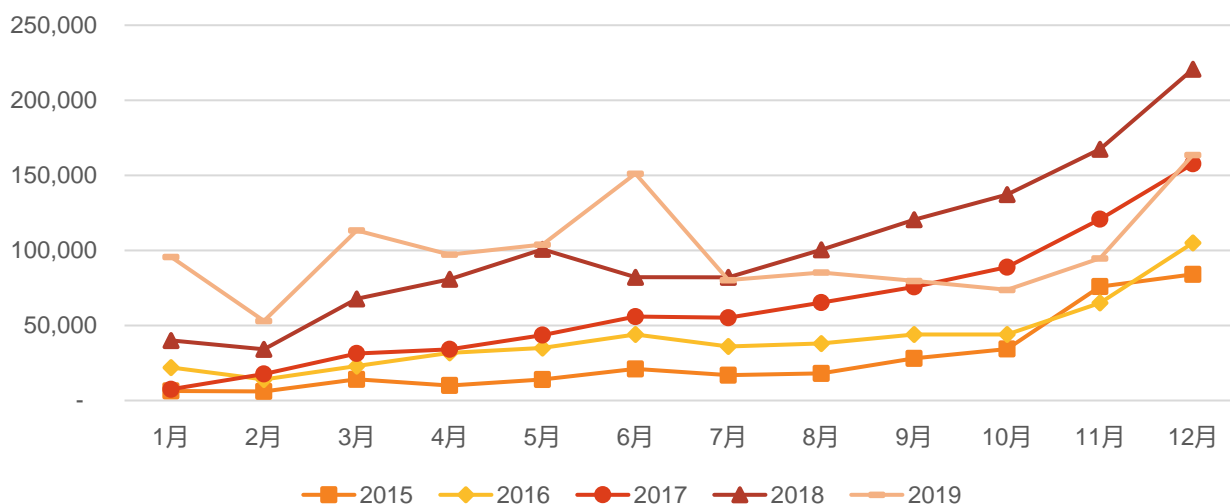
表 61：狭义乘用车销量测算（万辆）

		悲观假设	中性假设	乐观假设
2018	1-2 月销量（万辆）	333.7	333.7	333.7
	1.1-1.12	61.7	61.7	61.7
	1.13-1.18	35.3	35.3	35.3
	1.19-2.15【疫情区间】	0	14	28
2019	假设：日均销量（万辆）	0	0.5	1
	2.16-2.29	56	70	84
	假设：日均销量（万辆）	4	5	6
	1-2 月销量（万辆）	153.0	181.0	209.0
	同比增速（%）	-54%	-46%	-37%

资料来源：乘联会，天风证券研究所

新能源：特斯拉国产化将带来新能源市场重要需求增量，递延于疫情后释放。2018H2 补贴的大幅缩减，较大影响了国内新能源市场，从 2019 年 7 月起，新能源销量连续负增长。19 年全年，新能源汽车产销完成 124.2 万辆和 120.6 万辆，分别下滑 2.3%和 4.0%。2020 年年初，新能源市场消费情绪较低迷，疫情将加重这一低迷程度，加上今年过年在 1 月，工作日天数较少，预计 1 月新能源行业销量将有较大幅度的下滑。2020 年特斯拉正式国产，预计给中国电动车市场带来重要增量，随着疫情控制，消费情绪回暖，递延的电动车消费将迅速释放。

图 376：新能源汽车月度销量（辆）

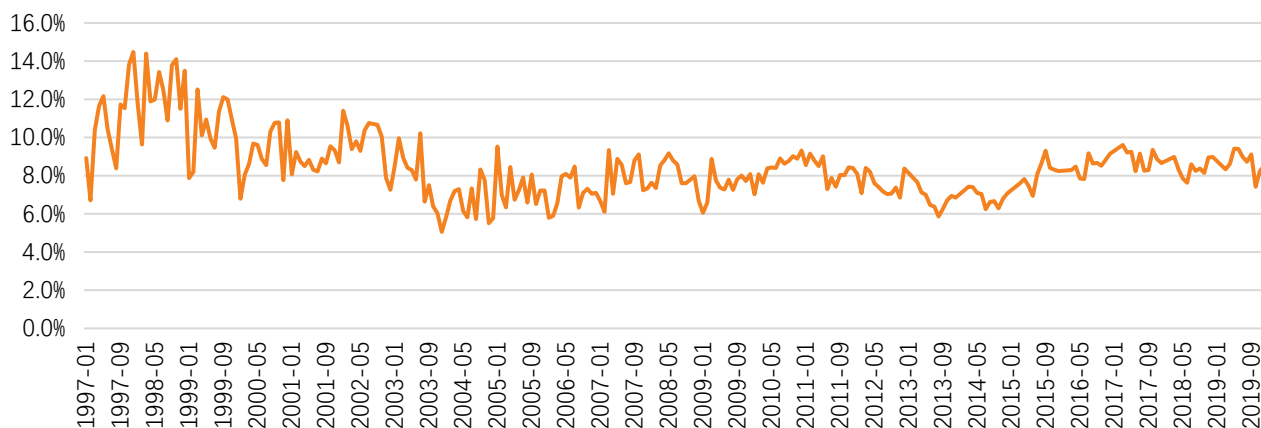


资料来源：中汽协，天风证券研究所

3、乘用车具备较强抗短期风险能力

乘用车长产业链属性使得抗短期风险能力较强。湖北为汽车工业大省，其年度产量占比约为 8-9%。为应对肺炎，神龙汽车等多家车企将推迟生产时间，对年后生产带来一定影响，但由于汽车产业链较长，备货周期较长，我们预计在现有渠道下不会对交车形成明显阻碍，若疫情在开工旺季 3 月前达到可控状态，对车企年度生产计划的影响很小。

图 377：湖北省汽车产量全国占比（%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

湖北地区云集了以东风集团为核心的主机厂及零部件、新能源动力电池及上游原材料企业，其后续复工情况为判断疫情影响的关键。相关企业列表如下：

表 62：湖北地区汽车相关企业

行业分类	湖北地区相关企业
车企	东风汽车、扬子江汽车、湖北三环、武汉客车、力唯新能源、中船重工
零部件	斯太尔、襄阳轴承
动力电池	众宇动力、骆驼股份、睿驰新能源动力、雄韬股份
正极材料	容百锂电、诺邦科技、天力锂电、集创云天、中一新能源
负极材料	集创云天、莱格特、恩耐吉、卓越新能源、兆烯新能源
电解液	诺邦科技、天力锂电、九邦新能源、集创云天
隔膜	江升新材、中兴创新材、惠强新能源

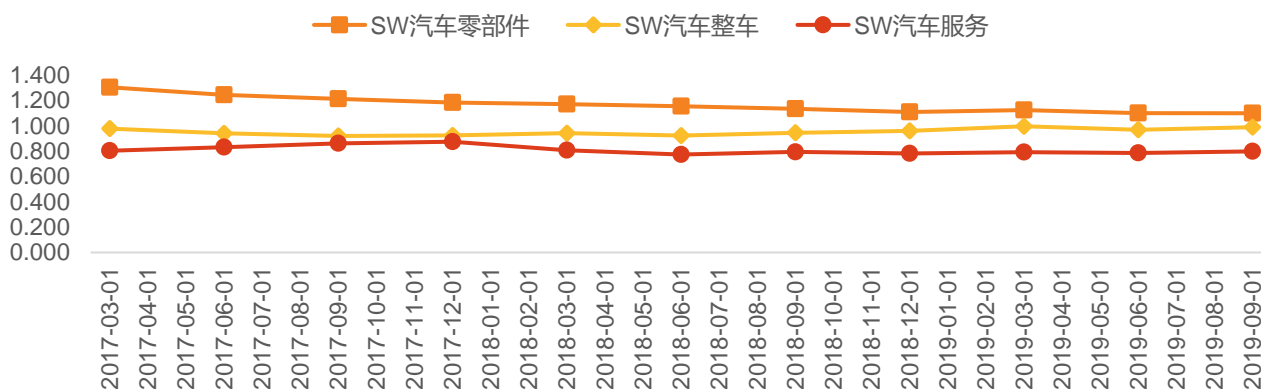
资料来源：电池中国，新材料，天风证券研究所

4、经销商：疫情持续下 经销商现金流压力较大

经销商现金流充裕程度为汽车子板块最低。经销商需准备大量现金用于提车、门店建造装修、支付租金和人员工资，因而为典型的重现金流行业。从速动比率看，汽车服务速动比率最低，且长期低于 1，现金流不足风险较大。疫情若持续，对经销商现金压力将逐渐增大，主要影响为：

- 1) 疫情下物流运输受阻，人员到店提车较难，批车提车交车难以进行；
- 2) 债息、租金、工资等固定开支仍需持续支付，经营压力加大；
- 3) 疫情下与银行对接业务进展缓慢，金融衍生业务难以开展。

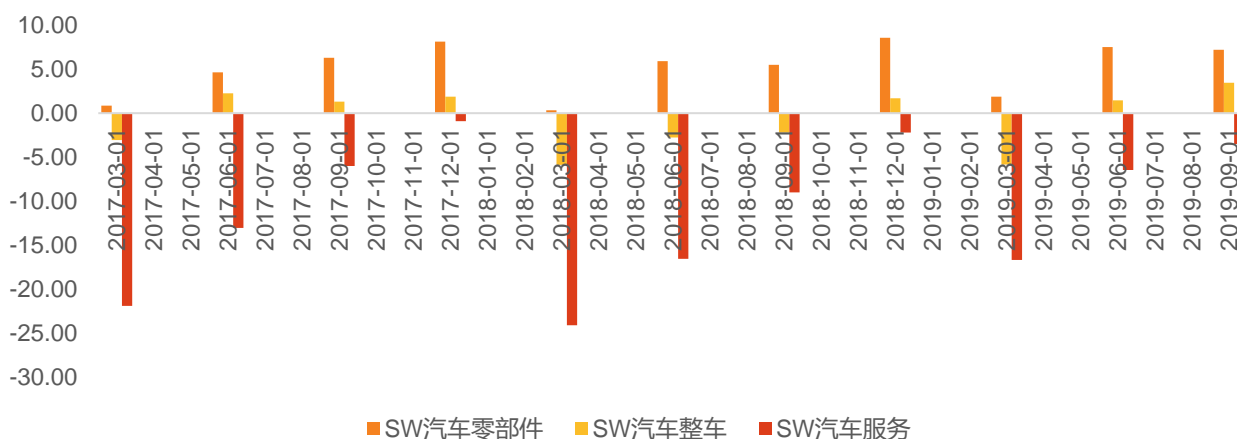
图 378：经销商速动比率为汽车各子板块最低



资料来源：wind，天风证券研究所

从经营现金流看，经销商行业特征为一季度资金净流出较多，回款主要在三四季度完成。此次武汉疫情主要发于一季度，这对本身一季度现金流紧张的经销商行业来说更为雪上加霜。

图 379：汽车各子板块经营活动产生的现金流量净额/营业收入(整体法) (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

5、零部件：短期承压 快速复苏

零部件行业短期承压，长期将随零售快速复苏。汽车消费的传导由经销商-主机厂-零部件企业，目前受疫情影响，终端滞销将致使传导链短期处于停滞状态。从零部件出厂到汽车被主机厂销售至经销商，正常情况下约为 1 个半月。我们预计，疫情恢复初期（Q1 末至 Q2 初），由于终端需求恢复较缓及厂家库存积压，传导所需时间或高于 1 个半月。但随着疫情逐步得以控制至结束，零部件行业有望随汽车零售复苏，加速传导。

零部件企业短期业绩承压，长期业绩加速释放。从全年维度来看，我们认为居民购车的需求不会因疫情而消失，只会推迟；此外，本次疫情中私家车的重要性显现，或刺激部分家庭的首次购车。疫情结束后，零部件行业将随乘用车终端的复苏而加速复苏。**从 1 季度来看**，在营收大幅下滑的情况下，经营杠杆亦是影响企业利润的重要因素。在疫情期间，折旧摊销、人工工资等不会减少，因此或将造成企业利润率的下滑。复盘 2003 年非典，3-5 月份为疫情最为严重的时期，因此疫情对 2 季度车市影响最为严重。期间零部件行业利润下滑幅度高于营收，营收增速由 2003Q1 的 25.8% 降至 12.2%，利润增速则由 35.5% 降至 9.0%。而当非典疫情结束后，零部件行业 2003Q3 和 2003Q4 归母净利润增速分别达 46.5% 和 213.7%，远超营收增速。

表 63：2003-2004 年零部件板块营收及归母净利增速

日期	营业总收入同比增长 (%)	归属净利润同比增长率 (%)
2003-03-31	25.8	35.5
2003-06-30	12.2	9.0
2003-09-30	13.5	46.5
2003-12-31	34.3	213.7
2004-03-31	24.9	14.8
2004-06-30	26.5	16.1
2004-09-30	19.4	4.4
2004-12-31	23.0	-17.2

资料来源：Wind、天风证券研究所 注：参数选取为 SW 汽车零部件

短期看，海外营收占比高、经营杠杆较低的公司利润将相对稳定；长期看，专注国内业务的公司将获更大利润弹性。如今相较 2003 年，除了经营杠杆（固定资产折旧、员工工资等）之外，越来越多的零部件公司走向全球。此次疫情主要影响国内市场，对于海外车市影响较小。如岱美股份和新泉股份，假设 1 季度汽车销量下滑 30%，疫情对岱美的营收影响仅为 6%，但对于新泉或达 30%；从利润率角度来看，岱美和新泉毛利率分别或下滑 1.0% 和 4.8%。短期来看，海外业务占比较高、经营杠杆较低的【岱美股份、均胜电子、爱柯迪、中鼎股份】等受疫情冲击较小。中长期来看，随行业复苏，专注国内业务的零部件公司有望获得更大业绩弹性，如【新泉股份、拓普集团、万里扬、伯特利】等。

图 380：零部件标的筛选

公司	19H1固定资产占比	19H1人均营收贡献 (万元)	18年海外营收占比 (%)
迪生力	12.1%	58	96.0%
金麒麟	24.7%	25	85.3%
耐世特	30.1%	97	81.0%
岱美股份	17.7%	27	79.9%
旭升股份	30.5%	29	79.5%
德尔股份	19.6%	40	76.9%
万通智控	19.4%	33	76.3%
均胜电子	21.8%	52	75.6%
赛轮金宇	35.7%	67	72.9%
中鼎股份	19.9%	28	67.1%
爱柯迪	29.0%	25	65.9%
保隆科技	21.1%	41	58.2%
万丰奥威	33.7%	48	54.6%
三角轮胎	31.8%	73	53.4%
玲珑轮胎	40.1%	55	48.7%
圣龙股份	32.2%	34	47.4%
今飞凯达	30.9%	29	44.6%
福耀玻璃	35.1%	40	41.1%
贝斯特	34.4%	33	40.5%
风神股份	39.1%	43	40.3%
敏实集团	39.8%	33	39.1%
西泵股份	38.9%	35	38.0%
科博达	19.1%	72	35.6%
青岛双星	32.1%	48	34.6%
铁流股份	28.0%	40	34.6%
黔轮胎A	36.6%	51	34.6%
雷迪克	13.3%	28	31.0%
金固股份	13.6%	57	29.6%
信义玻璃	37.7%	56	28.6%
银轮股份	22.7%	41	24.3%
云意电气	18.7%	44	23.8%
精锻科技	39.3%	36	23.8%
奥特佳	14.8%	28	23.3%
宁波华翔	19.5%	48	22.0%
天汽模	16.5%	34	21.6%
广东鸿图	28.5%	30	21.0%
天成自控	25.2%	36	20.1%

资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

注：筛选剔除：1) 海外营收占比低于 30%；2) 人均营收贡献 25 万以下。

图 381：零部件标的比较：高海外营收占比 VS 专注国内

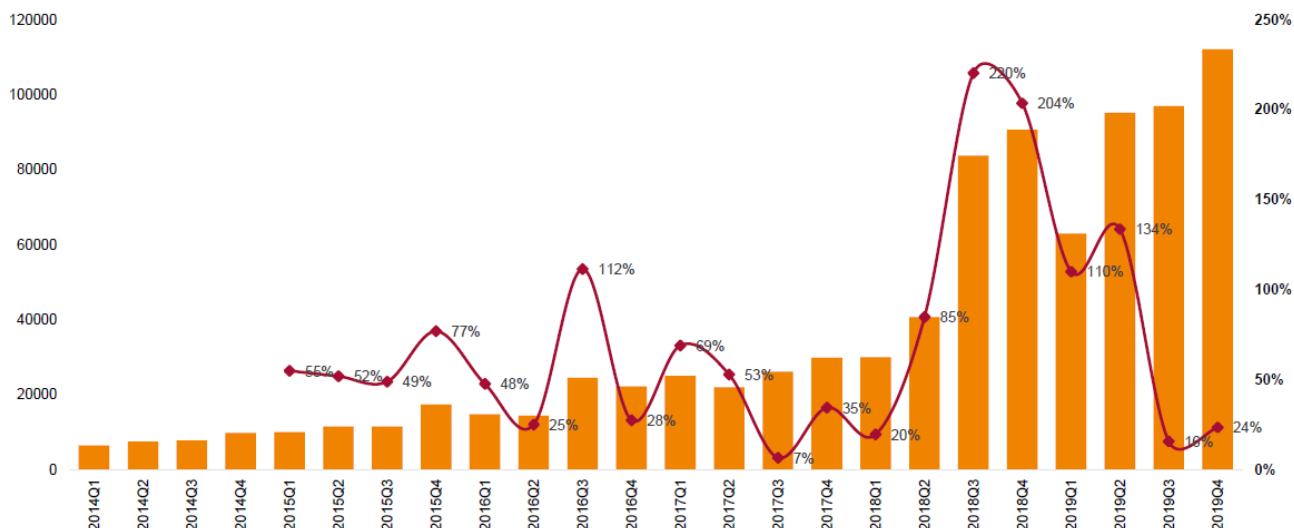
岱美股份				新泉股份			
国内产量/销量减少		0%	30%	国内产量/销量减少		0%	30%
总营收下滑		0%	6%	总营收下滑		0%	30%
国外收入	80%	0.80	0.80	国外收入	0%	0.00	0.00
国内收入	20%	0.20	0.14	国内收入	100%	1.00	0.70
成本占比				成本占比			
直接材料	51%	26.03	25.25	直接材料	52%	279.60	237.66
直接人工	12%	6.02	6.39	直接人工	4%	19.23	25.00
折旧&摊销	3%	1.34	1.42	折旧&摊销	3%	15.51	20.16
其他	34%	17.18	18.21	其他	42%	227.74	296.06
合计	100%	50.56	51.26	合计	100%	542.07	578.87
售价 (元/件)		71.22	71.22	售价 (元/件)		763.48	763.48
毛利 (元/件)		20.65	19.95	毛利 (元/件)		221.41	184.61
毛利率		29.0%	28.0%	毛利率		29.0%	24.2%
毛利率差值		1.0%		毛利率差值		4.8%	
收入占比				收入占比			
销售费用	6%	4.17	3.92	销售费用	4%	33.46	23.42
管理费用	5%	3.91	4.14	管理费用	4%	34.17	44.42
研发费用	4%	2.50	2.50	研发费用	4%	33.10	33.10
财务费用	-1%	-0.43	-0.43	财务费用	1%	8.19	8.19
三费费用 (元/件)		10.15	10.13	三费费用 (元/件)		108.92	109.13
三费费用率		14.2%	14.2%	三费费用率		14.3%	14.3%
毛利率-三费率		14.8%	13.8%	毛利率-三费率		14.7%	9.9%

资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

注：图中假设：1) 疫情期间人工、折旧、财务费用、研发费用等保持不变；2) 直接原材料费用难以快速且全部转移至上游，固假设直接材料成本减少幅度为营收的一般；3) 疫情期间业务拓展、产品运输受限制，销售费用同比例下降。等。

2020 年特斯拉国产将带来重要机遇。2019 年 12 月 30 日，特斯拉国产 Model 3 交付仪式上，高层表示目前下线车辆国产率 30%，2020 年中可达 80%，年底全面实现国产化。根据财报，2019Q4 特斯拉交付 112,095 辆，同比上升 23.6%，其中 Model 3 为 92,620 辆，同比上升 46.7%；2019 特斯拉全年交付量为 367,295 辆，同比上升 50.0%。在 Q4 财报中，特斯拉表示在 2019 年 4 季度末开始不断提高电池组的本地产能，计划在现有设施的基础上进一步提高 Model 3 产能，将 Model Y 的产能提升到至少相当于 Model 3 的水平，预计 2020 全年总体汽车交付量将稳步超越 50 万辆，其中中国工厂 15 万产能释放，将给中国汽车零部件企业带来众多增量配套机会。

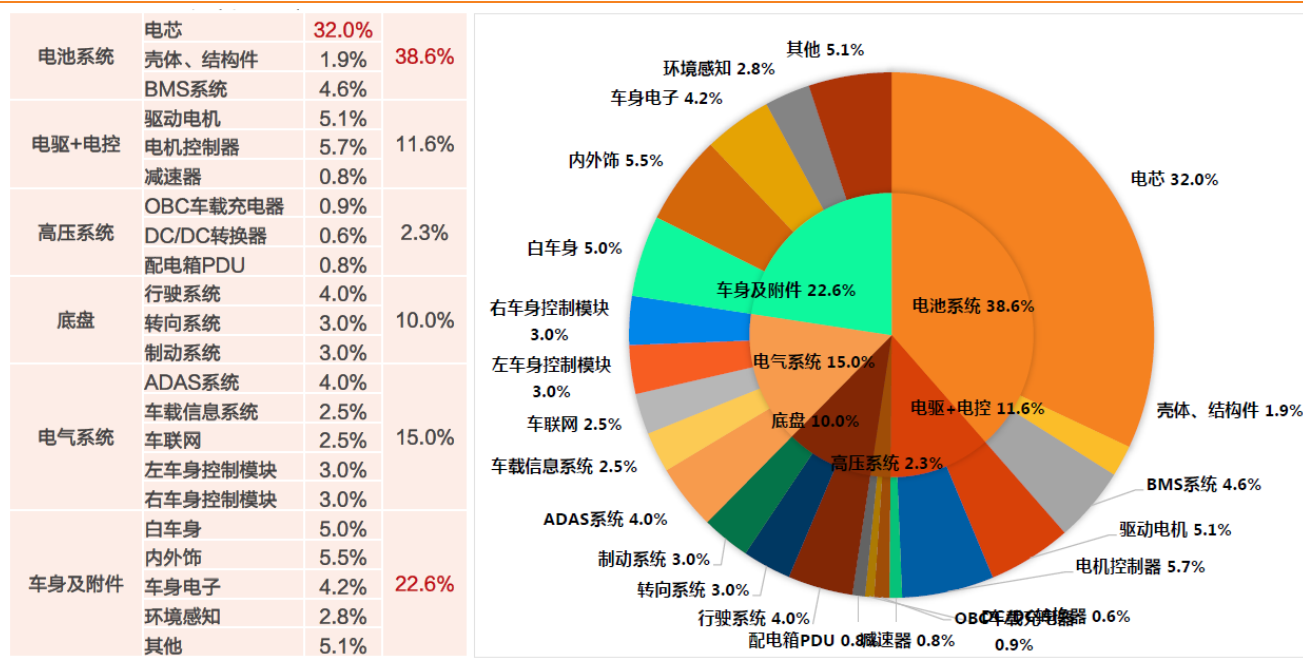
图 382：2014-2019 年特斯拉季度销量及同比变化（辆，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

特斯拉国产化以电池系统价值量较高。以 Model 3 为例，其电池系统价值量占比约 38.6%，其中电芯占比约 32%，为价值量最大的部件板块。特斯拉国产将给国内以 CATL 为代表的电池龙头带来重要机遇。

图 383：Model 3 国产价值量拆分



资料来源：第一电动，腾讯科技，天风证券研究所

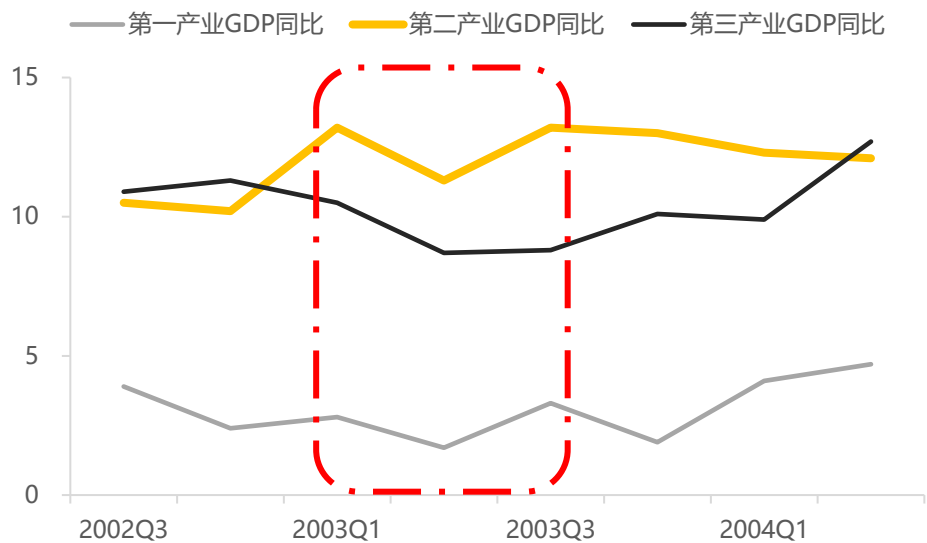
8.3.3. 商用车

1、重卡：此次疫情对重卡的影响或有限

“非典”疫情对第二产业影响相对较小，对第三产业影响相对较大。03年Q2是非典疫情最严峻的时期，03Q1-03Q3 各大产业的 GDP 同比增速分别为，第一产业：2.8%、1.7%、3.3%；第二产业：13.2%、11.3%、13.2%；第三产业 10.5%、8.7%、8.8%。很明显可以看到第二产业在疫情严峻时期受的影响相对较小，疫情结束后恢复也更快（03Q3 和 03Q1 第二产业的 GDP 增速均为 13.2%）

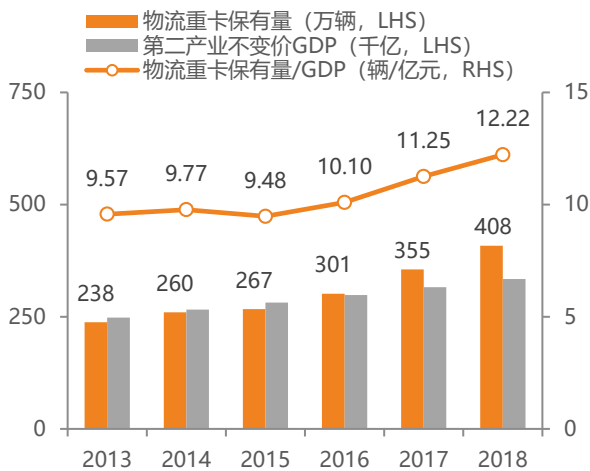
重卡需求与第二产业的相关性更高，因此受此次新型肺炎疫情疫情影响或较小。尽管实际上交通运输业是归属于第三产业，但交通运输业的需求受第二产业影响更大。我们在 18 年 10 月 25 日发布的《国之重器，潍柴动力——掘金重卡预期差》已经提到过重卡的保有量（特别是物流重卡的保有量）与第二产业的 GDP 的增速比较相关，而保有量就是重卡的需求反映。

图 384：2003 年前后各大产业分季度 GDP 增速（%）



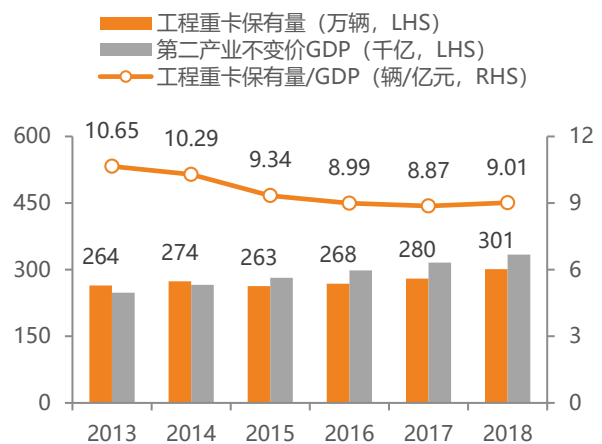
资料来源：统计局，天风证券研究所

图 385：物流重卡保有量与 GDP 的相关性



资料来源：中汽协，统计局，天风证券研究所

图 386：工程重卡保有量与 GDP 的相关性



资料来源：中汽协，统计局，天风证券研究所

1) 对短期销量的影响

在疫情的最严重的时期，重卡销量出现了 2 个月的同比下滑。从短期月度销量上来看，在“非典”疫情严峻时期（03 年 4 月-5 月），由于疫情的影响，社会生产受到一定抑制，重

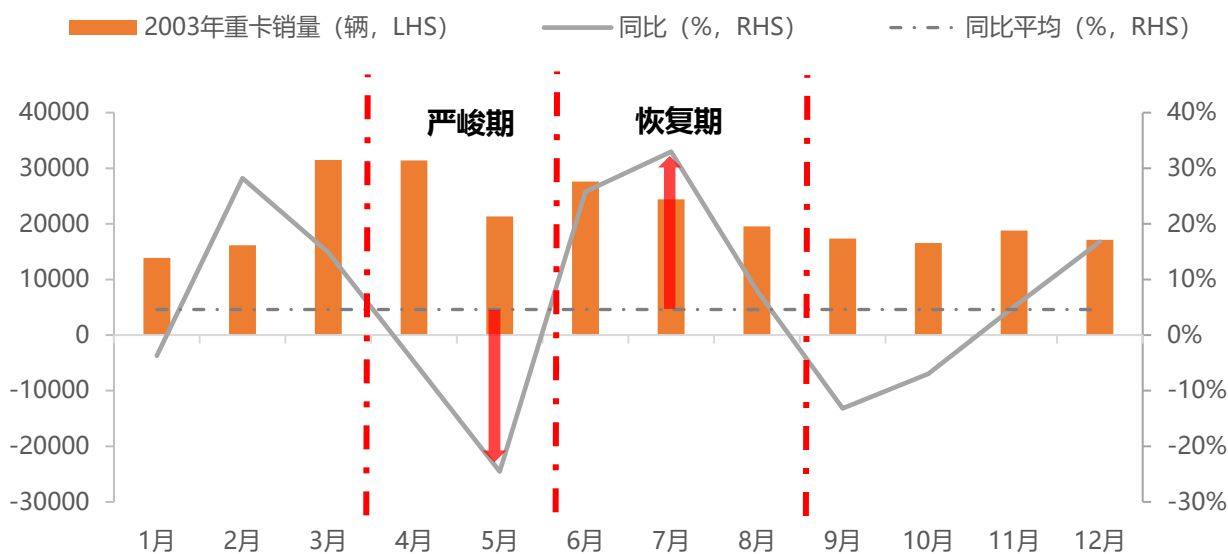
卡同比销量增速出现了下滑，4、5月同比分别为-5%和-25%，相比全年的平均同比着呢故事+5%分别低了10个百分点和30个百分点。

严峻期被压制的需求会在恢复期释放。但在疫情被控制的恢复期，重卡销量出现了明显的超越全年平均数据的同比增长，03年6月-8月的同比增幅分别为26%、33%和8%，均明显高于全年的平均增速。这主要也是之前两个月被压制的需求的一次性释放。

从另一个角度上来看，03年3-8月重卡整体销量为15.6万辆，相比02年3-8月的销量只和14.7万辆还增长了6%，与03年全年的销量增速（+5%）接近。

因此我们认为在疫情对整体宏观经济不产生极度重大的影响时，疫情只会影响短期销量（短期月度的下滑），但不会影响中长期物流运输的需求以及基础设施建设的需求（长期的保有量继续增长）

图 387：2003 年重卡月度销量及同比（辆，%）

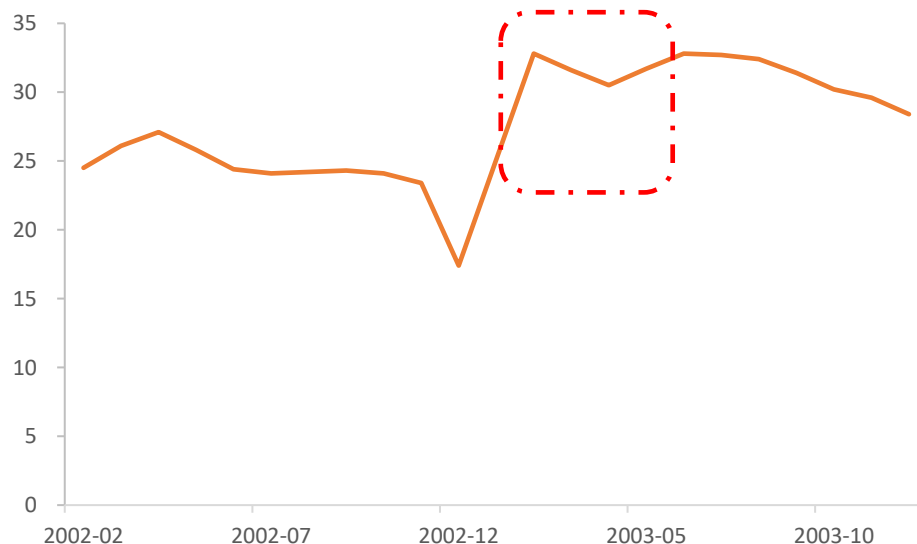


资料来源：中汽协，天风证券研究所

2) 基建逆周期调节或发力

在非典疫情最严重的期间，固定资产投资并没有下降，反而维持在高位。

图 388：非典对投资的负面影响不显著 (%)



资料来源：统计局，天风证券研究所

倘若此次新型肺炎的疫情对经济影响较大，包括基建在内的逆周期调节工具或发力，将有力支撑工程重卡的销量。

3) 对行业格局的影响

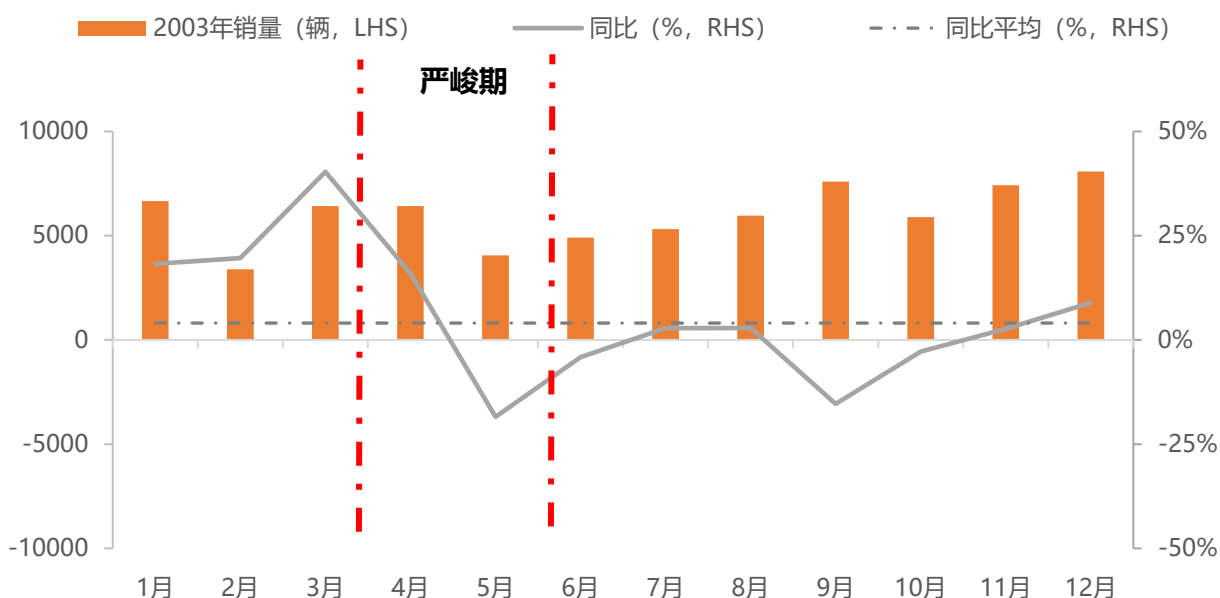
我们前面已经讨论过了此次疫情对重卡行业的长期影响有限，但短期由于疫情分布的状态，行业格局短期或发生一定改变。湖北境内的企业短期受疫情影响较大，停工停产或长于其他地区，从供给端来说，东风重卡的节后生成可能会受到一定的负面影响，因此重卡整车厂中的中国重汽和陕重汽份额或短期有所提高。重卡发动机企业潍柴动力主要客户是陕重汽、一汽解放，因此发动机份额短期或也能有所上升。

2、客车：疫情下客车行业将受一定影响

相比于汽车行业的其他子板块，客车行业受疫情的影响可能相对较大。

对标非典疫情时期，大中客（大中客的盈利能力比轻客更高，因此更多地分析大中客的销量）销量的同比增速从03年的3月开始迅速由正转负，在当年5月达到全年最大的月度同比降幅-18%。而随着疫情的消退，尽管同比增速有所转好，但并未出现重卡类似的需求反弹，6-9月的同比增速都低于全年同比增速。这或是因为在疫情恢复期，更多的资金可能去支持基建等领域，相对来说支持客车领域的资金会较少。

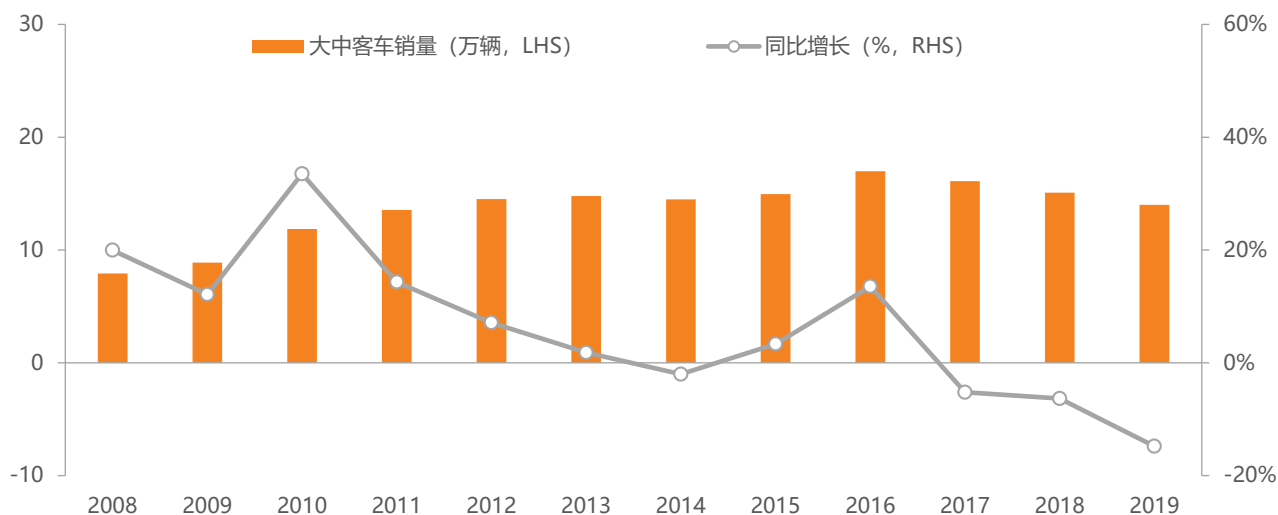
图 389：2003 年中大客月度销量及同比（辆，%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

旅游客车、公交客车都会受到一定负面影响。由于非典疫情的影响，大家对于公共出行的担心增加，在有可能的情况下或会更多地选择私人交通出现，使得客车领域中的公交车板块受到一定的负面影响。在旅游客车方面，由于疫情对旅游业的打击较大，旅游业购置新的旅游座位客车的需求会受到压制，而且该影响或会在疫情消退后持续一段时间。

图 390：2008-2018 年中大客车销量及同比（万辆，%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

8.3.4. 投资建议

1、乘用车

汽车行业回暖趋势基本明确。19Q3 及 19Q4 乘用车销量同比增速为-6.0%和-4.0%，较 19Q2 的-14.3%大幅收窄；产量同比-6.9%和+1.7%，已实现正增长。随景气复苏，低基数下 2020 年销量重回正增长的概率较大，有望带动汽车板块整体景气度拐点向上。

汽车行业抗肺炎短期风险属性明显，估值较低，继续推荐。此次肺炎疫情或对一季度汽车消费有明显影响，但由于汽车行业本身具备长产业链，长流通链属性，短期波动对汽车生产计划、潜在全年需求的实际影响不大，具备明显的抗风险属性，具备配置价值。

推荐主线一：新能源、智能网联板块调整后将扮演年后科技主力。依次推荐【宁波华翔、常熟汽饰、拓普集团、均胜电子、岱美股份、科博达、旭升股份、恩捷股份（电新组覆盖）、科达利（电新组覆盖）、宁德时代（电新组覆盖）、比亚迪】等。

推荐主线二：优质赛道下的龙头主机厂。推荐自主龙头【长城汽车、吉利汽车 H】；日系高成长【广汽集团 A/H】；

2、商用车

重卡：复盘非典疫情的影响，我们认为在新型肺炎最严重的的阶段，重卡的销量短期（2 个月维度）或比正常状态（无疫情影响的情况下）低 15 个百分点左右，但是随着疫情的控制，被压制的需求会被释放，疫情对全年销量影响不大，同时叠加逆周期调节工具，重卡发生断崖式下跌的概率较小。**继续推荐重卡发动机龙头【潍柴动力】、重卡整车龙头【中国重汽】。**

客车：目前大中客已经连续下滑三年，在这样的低基数下，未来下滑进一步下滑空间也有限。在这种阶段，行业洗牌将加速，行业集中度进一步提高，龙头企业强者恒强，**继续看好客车龙头【宇通客车】。**

8.3.5. 风险提示

汽车消费情绪回暖不达预期，疫情持续时间超出预期。

8.4. 电力设备与新能源：整体影响较小，关注 EV 产业链经营杠杆率问题

（——天风电新：王纪斌/龙巩/马妍等）

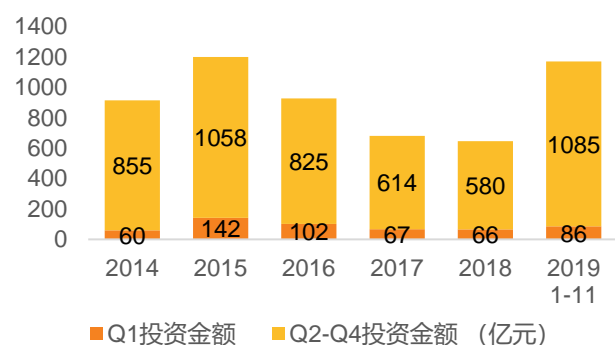
8.4.1. 疫情对风电行业发展的影响

风电行业极具季节性特点，一季度为传统淡季，主要工作是制定全年生产计划，协调零部件厂商供应，而四季度是产品集中交付期。从风电投资占比角度分析，根据中电联数据，一季度风电投资占比很低，约在 6-12% 之间。例如 2018 年一季度风电投资占全年风电投资 10.22%，2019 年一季度风电投资占 2019 年 1-11 月风电投资 7.34%。

从营收角度分析，我们选取了风电主机、塔筒、叶片和变流器龙头企业，分析 2018 年一季度收入占公司全年营收比重。整机龙头金风科技营收占比 13.43%，运达股份营收占比 5.04%，塔筒龙头天顺风能和泰胜风能一季度营收占比均约 16%，叶片龙头中材科技营收占比 18.21%，变流器龙头禾望电气营收占比 10.58%。

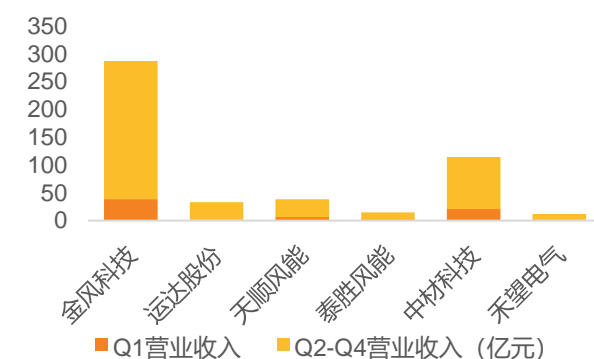
由于行业一季度行业投资和产业龙头公司营收占比普遍偏低，我们认为一季度开工延期对全年产量的影响有限。

图 391：2014-2019 风电一季度投资占比情况（单位：亿元）



资料来源：中电联、天风证券研究所

图 392：2018 年一季度风电龙头企业营收占比情况（单位：亿元）

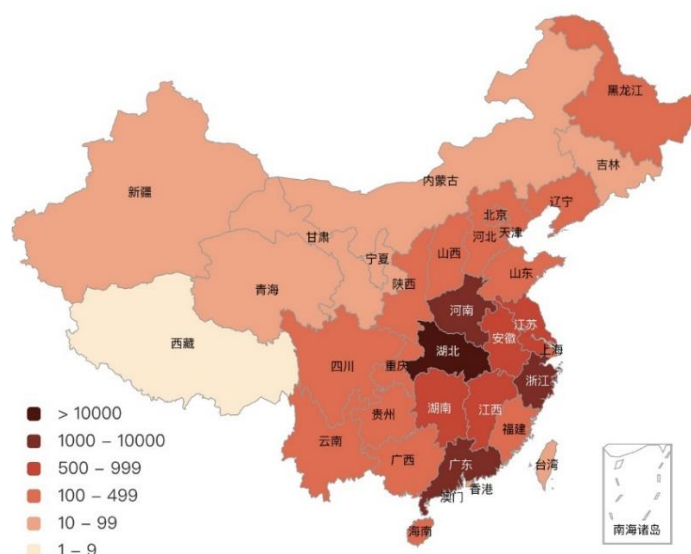


资料来源：wind、天风证券研究所

2、疫情影响的区域

本次新型冠状病毒肺炎从武汉开始爆发，很快发展至湖北省。截至 2 月 11 日 23 点，全国确诊病例 42747 人，筛查疑似病例 21675 人，其中湖北省确诊病例 31728 人。除湖北省外受影响较为严重的地区还有浙江温州，确诊病例 474 人。

图 393：疫情影响情况（单位：人）



资料来源：各省卫健委、天风证券研究所

为了直观的观察疫情影响情况，我们对风电核心企业的总部及工厂所在地进行了统计。这些企业的工厂大多位于江苏、福建、内蒙古、新疆、浙江宁波等地，暂不涉及湖北省及浙江温州等疫情较为严重的地区。因此，从疫情地域分布情况角度来看，风电行业主力公司受疫情影响有限。

表 64：风电核心企业总部及工厂涉及地区

公司	总部地区	工厂涉及地区	涉及行业领域
金风科技	北京	张家口、江苏大丰、连云港、新疆哈密、福建	整机厂
运达股份	杭州	宁夏、河北张北、浙江	整机厂
上海电气	上海	莆田、如东、汕头、东台、北安、金昌、哈密	整机厂
东方电缆	宁波	宁波、江阳、南昌	海洋电缆
天顺风能	上海	广东、内蒙、江苏、山东	塔筒、叶片
泰胜风能	上海	上海、南通、东台、包头、哈密、木垒、朔州	塔筒
日月股份	宁波	宁波鄞州区及象山县	风电铸件
大金重工	辽宁	山东、大连	塔筒
禾望电气	深圳	深圳、苏州、东莞	风电逆变器

资料来源：wind、天风证券研究所

3、供给端：整机厂商及零部件厂商现状

1) 整机厂商

春节前，为了满足节后复产需求，主机厂商会储备零件。我们预计整机厂大约储备了 2-3 周的生产所需零部件，在无法获得新的零部件情况下，预期生产基本能够维持到 2 月末。我们认为，若 3 月份交通得以恢复，对生产将并不会产生显著影响，若交通无法恢复，那么桨叶、齿轮箱、铸件等部件将开始出现短缺，工厂持续生产面临困难。并且，由于运输限制，生产的产品无法交付，将导致库存量大幅上升。

零部件齐套率是主机厂面临的核心问题。由于零部件厂商分布在不同区域，复工日期差异较大，并且疫情停工导致各家企业生产节奏被打乱，产品交付期和原定计划有所出入。我们认为，由于 2020 年风电抢装，各大主机厂商已将产能安排到极限生产水平。倘若 3 月份交通尚未恢复，受零部件供给制约，影响到的产量难以在后期完全弥补。因此，各大厂商大多面临受零部件齐套率及运输问题影响，无法按时交付产品，导致未能如期并网，造成合同违约的风险。

2) 叶片

叶片厂商面临的主要问题是原材料巴沙木紧缺和运输问题。巴沙木目前全球紧缺，厄瓜多尔是巴沙木最大出口国，各大叶片制造商及材料代理商常驻厄瓜多尔紧盯巴沙木，当地对外出口巴沙木报价混乱。并且，由于厄瓜多尔交通运输不发达，木材从原料到加工厂需要长时间的运输，在运输过程中被要求加价，导致叶片原材料成本较高。疫情爆发后，由于运输管制，原材料更加难以获取。我们认为，受巴沙木等原材料限制，叶片产能跟不上产业链的交付进度，这将在一定程度上制约整机交付量。此外，产品运输也存在一定障碍，短期内若交通限制无法解除，产品库存量将出现一定程度的上升。

3) 塔筒

塔筒的原材料为钢材，由于企业普遍年前补库存，目前钢材价格处于下行通道，企业生产成本可控。运输方面，部分公司遇到了原材料运输受阻情况，难以获得原材料，只能暂时使用春节的储备原料。我们认为，若交通不能及时恢复，产品交付期可能出现递延。出口方面，我国塔筒的海外客户主要是 Vestas、GE、Nordex 等企业，暂时没有公司公告出现退单情况。

4) 风电变流器

由于 2020 年风电抢装，原本预期一季度会同比 2019 年有大幅度的提升，因为历史上这个

行业除了个别抢装的年份以外，由于春节等一系列因素影响，一季度都是淡季。今年 1 月份整体的产能利用率和交货的压力预期基本饱和。现在受到了整个供应链上下游以及交通环境一系列的影响，导致原计划的一季度供货有所推迟。我们认为，年前各企业已经做了生产原料储备，目前对生产的影响可能较小。但是下游客户因为交通受阻问题，项目执行还是受了一些影响，对整个行业存在一定冲击。

5) 铸件

由于多数企业复工时间推迟了 10 天左右，对工厂 2 月份的生产有一定的影响。如果疫情后续不再恶化，行业整体不会受到显著影响。防护方面，由于铸件行业有部分场地存在扬尘的现象，大多提供口罩。按照行业惯例，未为了满足春节复工后的生产需求，节前将准备各种生产所需物资，包括口罩，因此行业的物资储备相对充足。运输方面，从供给端来看，行业上游主要的原材料是生铁，由于 2020 年风电抢装，生产任务比较重，我们估计生产企业在春节前囤积的原材料基本上能够保证 2 月份生产。

4、需求端：短期暂未出现变化

我们认为，目前需求端暂时没出现显著变化。2020 年底是陆上风电补贴的最后期限，行业年内将进行最后一轮补贴抢装。这一年，我们需要重点关注吊装量和并网量。

1) 2020 吊装量预期

目前国内各大主机厂 2020 年排产均已满产，由于受到零部件齐套率、产品运输距离等多方面影响，按照目前各大企业的产能、市占率情况，我们预期 2020 年主机交付量约在 35-37GW 之间。主力厂商为金风科技、远景能源、运达股份、明阳智能、上海电气，这五家厂商将贡献约 82%的装机量。

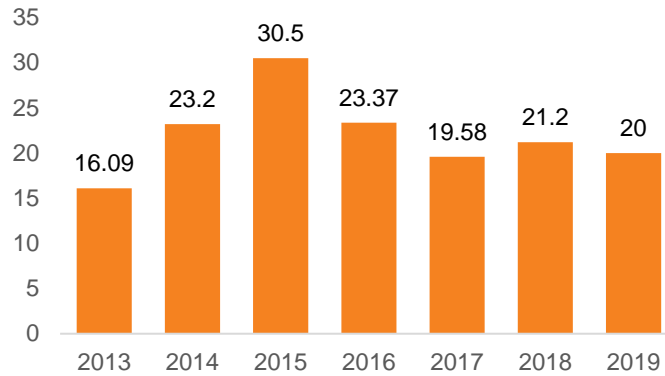
表 65：2016-2020E 市占率前十位主机厂供货量预期（单位：GW）

主机厂商	2016	2017	2018	2019E	2020E
金风科技	6.34	5.23	6.71	7.00	13.00
远景能源	2.00	3.04	4.18	6.30	8.50
联合动力	1.91	1.31	1.24	1.10	1.20
上海电气	1.73	1.12	1.41	1.80	2.40
运达风电	0.72	0.83	0.85	1.50	3.00
中国海装	1.83	1.16	0.81	0.90	1.00
湘电风能	1.24	0.93	0.55	0.30	0.50
Vestas	0.51	0.39	0.54	0.60	1.00
东方电气	1.23	0.80	0.38	0.70	1.30
其他	5.87	4.85	4	4.2	5.1
合计	23.37	19.66	21.14	24.40	37.00

资料来源：公司公告、天风证券研究所

风机交付一般是和其他部件（如塔筒）同一时间运输到现场，工程方统一进行吊装，因此风机交付后基本能尽快完成吊装。根据 2013-2019E 风电吊装量数据，风机的交付量和风机吊装量基本吻合，因此我们预期 2020 年的风机吊装量约为 33-37GW。

图 394：2013-2019 全国风机吊装量（单位：GW）

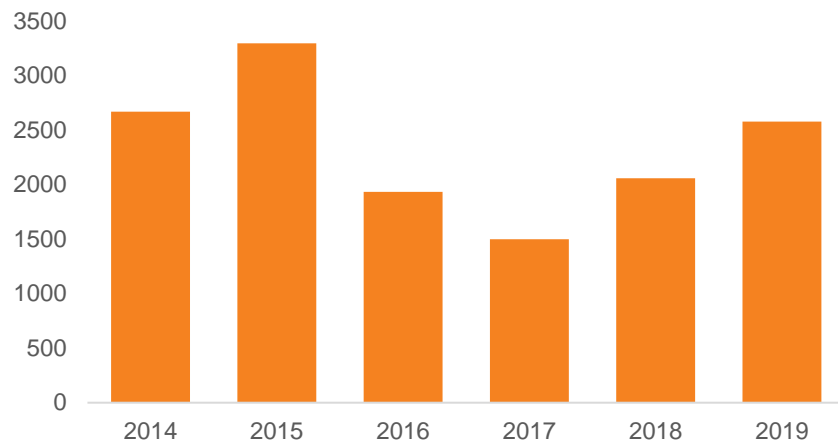


资料来源：国家能源局、天风证券研究所

2) 2020 年并网量预期

电网的并网容量要分为保障弃风率不出现显著上升情况下的健康并网量（最小并网量）及电网承受能力极限（最大并网量）两种情况讨论，得出 2020 年的并网容量区间。

图 395：2014-2019 新增并网容量（单位：万千瓦）



资料来源：国家能源局、天风证券研究所

2014 至 2019 年，全国年度新增并网容量区间为 14.99GW-32.97GW。近两年来，年新增并网容量均在 20GW 左右波动，全国弃风率呈现下滑态势，意味着 20GW 的年新增容量是可以消纳掉的。从用电看，根据国家发改委数据，2019 年 1—11 月全国全社会用电量同比增长 4.5%，用电量稳步增长。并且，火电持续控制发电量，给新能源发电让步，我们预期在保证弃风率没有出现显著上涨的情况下，2020 年的健康并网量可以达到 27-28GW。若从电网承受极限来分析，2015 年的新增并网容量为 32.97GW，基本是当年电网所能承受的极限水平。经过 5 年的发展，我们预期 2020 年电网承受极限约为 35GW，略高于 2015 年。我们预期并网量范围为 27-35GW 之间，实际并网量大概率在 27-30GW 之间。

5、行业发展预期

在疫情背景下，我们认为行业可能在原始状态上发生一定程度的改变。我们分为乐观、中观、悲观三个情况进行条件假设，逐一进行讨论。

1) 乐观

假设前提：疫情在 2 月下旬得到控制，新增病例显著下降。3 月初公司开工率达到 90%以上的，高速公路运输恢复通畅。

在这种前提下，我们认为疫情的对整个风电行业的影响是阶段性的，不会对全年的整机交

付量、吊装量和并网量造成实质性影响。陆上风电抢装行情将带动装机量和并网量大幅上升。我们预期全年并网量有望达到 30GW，风机吊装量达到 35GW。

2) 中观

假设前提：疫情延续 4 月中旬，4 月末公司开工率达到 80%以上的，高速公路基本通畅。在这种前提下，如果能够在一定程度上保障生产原材料供应，那么整机厂及零部件供应商所受的影响在可控范围内。我们预期全年并网量约 25GW，风机吊装量约为 28-30GW。

3) 悲观

假设前提：疫情延续到 6 月，公司开工率达到 70%以上的，高速公路运输部分受阻。

风电场的建设周期是 12-18 个月，对于开发商来讲，到 6 月尚未开工建设的电场已来不及建设并网。项目延期将会接连引发风机、塔筒、叶片等需求量下滑。这种情况下，我们预期全年并网量 20GW，风机吊装量 23-25GW。

6、预期可能采取的措施

1) 运输问题亟待解决

目前，从整机厂到零部件厂商面临最大的问题就是高速公路限行，运输不畅。限制运输导致各大企业难以获取生产原材料，也难以将产品交付客户。我们认为，运输车，特别是大型零部件运输采用的专用车一般只载 1-2 人，这种运输不会带来大面积人员流动。若能有效跟踪人员健康状况、活动区域，做好疫情防护工作，原料运输及产品交付运输不会对疫情控制产生消极影响。如果能将运输问题解决，行业各环节受疫情影响幅度将大幅减弱。

2) 陆上风电补贴适当延期

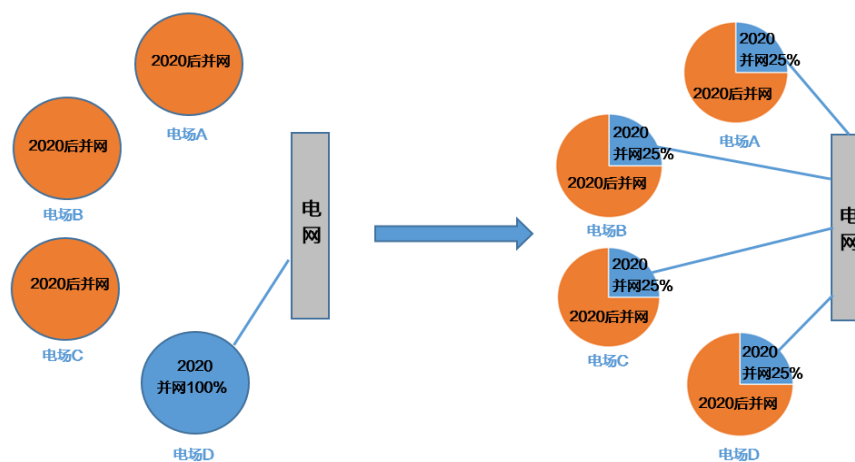
① 顺延并网截止日期，有序并网

为减轻疫情对开发商、供应商的影响，预期会有部分地区尝试顺延并网截止日。例如，在一定日期前完成风机吊装，但受电网、消纳等影响没能在 2020 年底并网的机组，可将并网截止日期顺延 1-2 个季度，并网后电场仍享受 2020 年的补贴电价，超过顺延时限后不再补贴。

② 部分并网，获得补贴电价

若并网截止日期不能顺延，或可采取部分并网的方式。将可并网的装机量分配给待并网的电场，让这些电场都有一部分风机可在 2020 年内并网，默认该电场整场并网，享受补贴电价，未并网部分在 2020 年后有序并网。

图 396：并网情况假设



资料来源：天风证券研究所

3) 湖北项目补贴政策放宽

以目前的疫情发展态势来看，湖北地区将是最晚复工的地区，该地区风电场建设受疫情影响较为严重。2019年，湖北省政府加强了风电开发，并在《湖北省2019年省级重点建设计划》中安排重点建设10个风电项目，总装机容量为811.4MW，总投资64.12亿元。

表 66：2019 年湖北省省级重点建设风电项目

序号	项目名称	装机容量 (MW)	总投资(万元)	项目单位	建设地点
1	华润宜城喜山二期和红花堰一、二期风电	28、30	/	华润风电(宜城)有限公司	襄阳市宜城市
2	远安茅坪风电场	100	86979.21	湖北能源集团新能源发展有限公司全资子公司湖北能源集团远安茅坪新能源有限公司	宜昌市远安县
3	长阳云台荒风电场	100	85162	国家电投集团湖北长原新能源有限公司	宜昌市长阳县和秭归县
4	中节能五峰牛庄风电场	120	107823.15	中节能风力发电股份有限公司全资子公司中节能(五峰)风力发电有限公司	宜昌市五峰县
5	丰华黄梅界岭四面山风电场	48	42913.46	丰华能源投资集团有限公司全资子公司黄梅四面山风电开发有限公司	黄冈市黄梅县
6	协合荆门大泉风电场	70	58593.27	协合风电投资有限公司全资子公司荆门大泉泰合风力发电有限公司	荆门市东宝区
7	华润沙洋马即丸风电场	50	39162.83	华润电力新能源投资有限公司	荆门市沙洋县
8	华润随县万和、朝阳风电场	50、36	43376、32269.88	华润新能源(随县天河口)风能有限公司	随州市随县
9	华润随县龙泉、迎风风电场	50、48	42010.96、41302.94	华润新能源第八风能有限公司全资子公司华润新能源(随县天河口)风能有限公司	随州市随县
10	远景天门胡市风电场	81.4	61622.67	远景能源(江苏)有限公司全资子公司天门谢家湾风电有限责任公司	天门市
合计		811.4	641216.37		

资料来源：湖北省发改委、天风证券研究所

此外，2019-2020年初，湖北省发改委核准了70MW分散式项目，按照当前情况，开工时间将被推迟。

表 67：湖北待执行分散式项目

序号	项目规模(MW)	项目名称	项目单位
1	50	武汉合煜潜江广华分散式风电项目	湖北三潜能源发展有限公司
2	34	中广核天门分散式风电项目一期(岳口、佛子山、皂市)工程	中广核新能源投资(深圳)有限公司
3	40	宜城刘猴分散式风电项目	宜城市综电工程新能源有限公司
4	30	宜城经开分散式风电项目	宜城市综电工程新能源有限公司
合计	70.00		

资料来源：湖北省发改委、天风证券研究所

我们认为，湖北地区部分风电项目由于受疫情影响，建设面临推迟，难以如期并网。倘若无法普遍延迟并网截止日期，我们预期湖北政府能够给予补贴延期或其他利好政策，将有效缓解开发商和供应商的压力。

7、结论

基于对疫情影响的乐观判断，我们认为疫情对于2020年国内风电行业的影响有限。由于2020年存在抢装这一特殊因素，目前整机需求显著大于供给，并且难以改变。因此，我们认为2020年风电行业景气度相对较高。一季度是风电行业淡季，产量减少对全年影响较

小，若疫情能够在 3 月前得到有效控制，工厂顺利开展生产工作，交通运输恢复畅通，我们认为行业将会按照疫情爆发前的预期发展，全年并网量有望达到 30GW，风机吊装量达到 35GW。

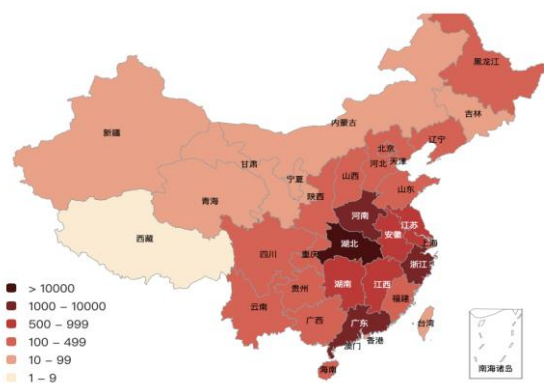
8.4.2. 疫情对光伏行业影响

1、疫情对光伏行业影响总体相对较小

1) 供给端来看，光伏产业链分布区域受疫情影响相对较小

根据丁香医生数据，目前我国受疫情影响最严重的为湖北、河南、广东、浙江等省份。据 CIPA，我国光伏产业链主要产能分布在东部（电池组件制造）和西部（硅料、硅片），受疫情影响严重的中部、华南地区并非光伏产业链的主要产能集中区域。整体来说，光伏产业链产能集中区域受疫情冲击不大；具体来讲，产业链上游产能受疫情影响相对较小，下游浙江省部分产能可能会受到影响。

图 397：中部地区受疫情影响较大



资料来源：丁香医生，天风证券研究所

图 398：我国光伏产业链产能主要分布在东部和西部



资料来源：CIPA，天风证券研究所

2) 需求端来看，光伏需求主要来自海外，受疫情影响不大

度电成本持续下降，光伏平价时代即将到来：根据 CIPA 数据，2013-2020 年全球光伏中标电价持续下降，2020 年初光伏发电的中标电价再创新低。2019 年 6 月巴西 A-4 项目平均电价为 1.75 美分/kWh，2019.7 月葡萄牙的招标项目最低报价 1.644 美分/kWh，2019 年 10 月阿联酋项目的中标电价为 1.69 美分/kWh，2020 年初葡萄牙项目中标电价再创新低，低至 1.60 美分/kWh，光伏电价已经具备很强的竞争力。考虑到 2020 年光伏组件的效率将进一步提升，并且单 W 的价格还将持续下降，光伏度电成本有望在 2020 年持续降低，这将进一步扩大光伏发电在全球市场范围内的竞争力。

图 399：全球光伏中标电价持续下降



资料来源：CIPA，天风证券研究所

图 400：2019-2020 年各地区光伏中标电价

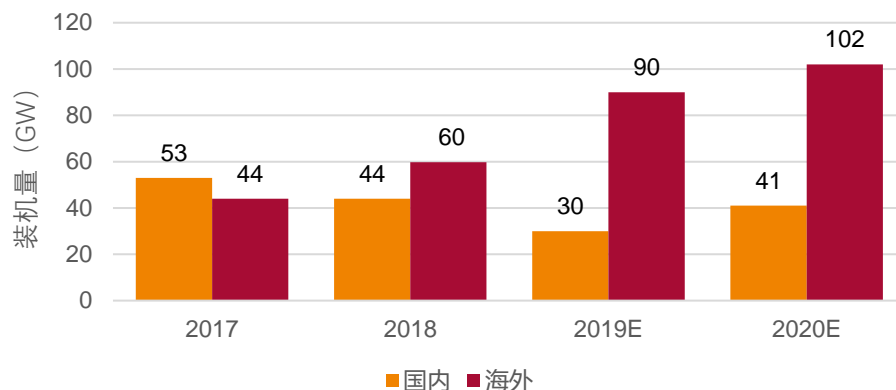


资料来源：CIPA，天风证券研究所

海外需求旺盛，支撑行业增长：2019 年海外装机达到 90GW，远超国内 30GW 的装机量。

预计 2020 年国海外装机量将达到 102GW，是国内装机量的 2.5 倍，旺盛的海外需求将支撑光伏行业持续快速增长。

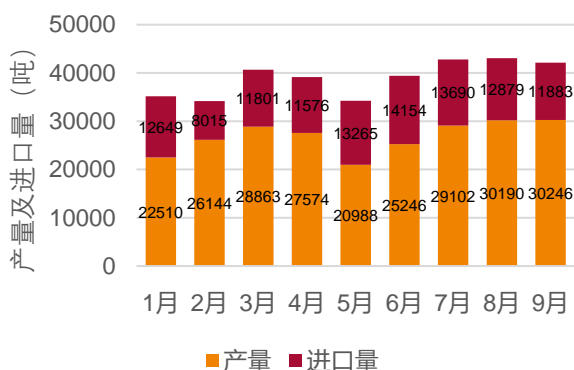
图 401：2020 年海外需求旺盛



资料来源：CIPA, HIS, 天风证券研究所

我国光伏产业链各个环节中，硅料自供不足，需要进口；组件、电池片、硅片主要供出口。根据中国有色金属工业协会硅业分会数据，2019 年 Q1-Q3 硅料进口量占 31.33%。根据 CIPA 数据，2019 年我国光伏产品出口额达到 207.8 亿美元，同比增长 31.3%，其中组件出口额 173.1 亿美元，占比为 83.30%，出口价值量最大。

图 402：2019 年 Q1-Q3 硅料国产及进口情况



资料来源：硅业分会，天风证券研究所

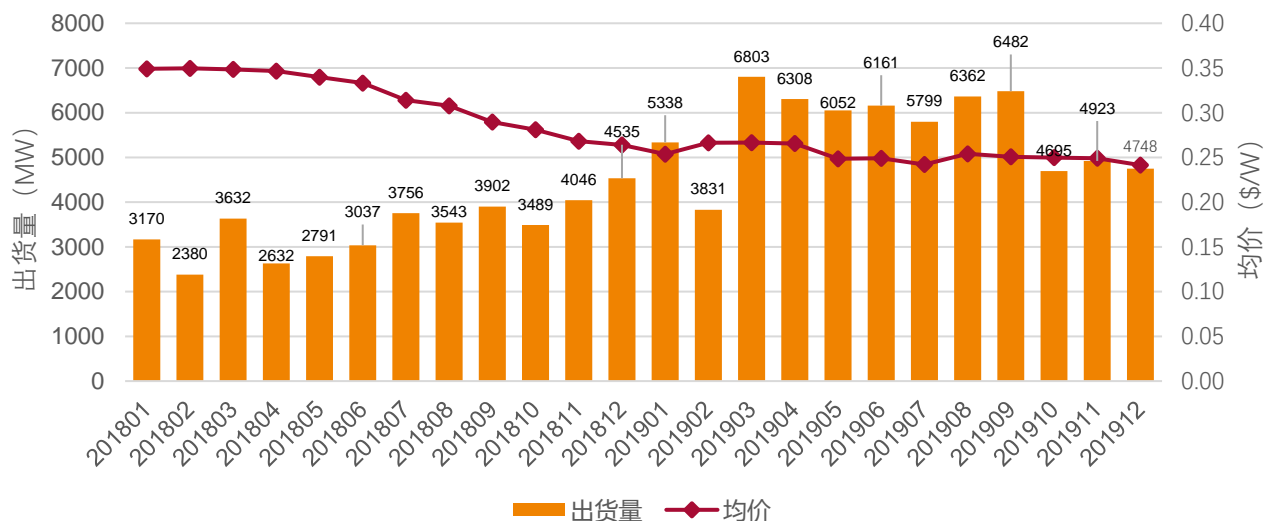
图 403：2019 年组件、电池片、硅片出口情况



资料来源：CIPA, 天风证券研究所

根据盖锡咨询数据，2019 年我国组件出口量达到 67.50GW，同比增长 64.99%，头部厂商出口比例很高，预期 2020 年国内组件出口量仍将保持增长趋势。从需求端看，疫情带来的国内需求短期递延对行业的影响不大。

图 404：我国 2019 年组件出口量同比大增



资料来源：盖锡咨询，天风证券研究所

表 68：2019 年组件企业出口占比高

	2017 出货量 (MW)	2018 出货量 (MW)	2019E 出货量 (MW)	2019E 出口占比
1 晶科	9792	11170	14000	64.62%
2 晶澳	7500	8800	11600	59.64%
3 天合	9100	8100	11200	53.54%
5 乐叶	4450	6581	8700	48.86%
4 阿特斯	6828	6615	8500	72.24%
6 东方日升	2806	3350	7200	76.93%
7 韩华 Qcell	5400	5600	7000-7500	26.11%
8 协鑫	4840	4560	4300-4500	26.11%-27.97%
9 尚德	2475	3301	4100-4500	69.83%-76.64%
10 正泰	2043	3095	4000	70.01%
11 中利腾晖	2400	2900	3700	23.20%
12 赛拉弗	2900	3200	2500	29.79%

资料来源：盖锡咨询，天风证券研究所

表 69：2019 年企业组件出口量 (MW)

排名	企业	非洲	美洲	亚太	欧洲	中东	总计
1	晶科	341	1950	3640	2787	328	9046
2	晶澳	265	1308	2638	2163	544	6918
3	阿特斯	301	1620	2802	1269	148	6140
4	天合	51	1091	2461	1887	506	5997
5	东方日升	146	1026	1982	2330	54	5539
6	乐叶	460	1033	1075	1668	15	4251
7	尚德	375	46	1366	1321	34	3142
8	正泰	13	579	732	1001	475	2800
9	协鑫	13	216	825	1023	33	2110
10	韩华 Qcell	15	381	794	699	69	1958
11	东方环晟	9	60	915	183	19	1187

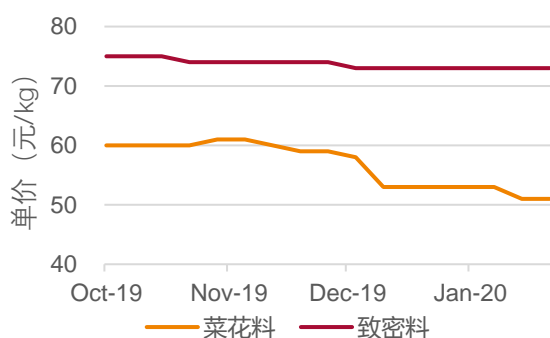
12	正信	9	82	719	229	35	1074
13	中利腾晖	12	245	84	516	1	858
14	比亚迪	22	606	17	114	5	764
15	赛拉弗	14	53	444	231	3	745
16	英利	36	39	316	265	29	686
17	锦州阳光	5	2	451	124		582
18	亿晶	0	3	45	475	20	543
19	苏州爱康	1	1	256	264	0	522
20	苏美达	78	18	105	310	4	516

资料来源：盖锡咨询，天风证券研究所

2、产业链价格受疫情影响较小

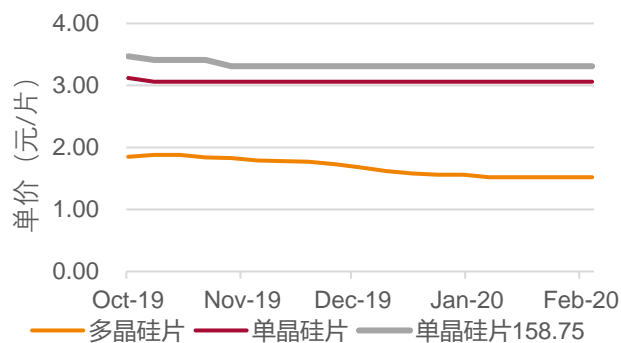
根据 PVInfoLink 数据，2019 年 12 月底疫情发生后至 2020 年 2 月 6 日，光伏产业链整体价格受影响较小，除多晶硅料和组件价格有所下跌以外，基本维持平稳。其中，根据 PVInfoLink 调研数据，一月份硅料企业的多晶硅产量基本上不受影响，不过由于疫情发生时间点落在春节期间，因此二月生产多晶硅所需的原材料硅粉，在节后人员返工的问题导致开工不足供应短少，另一方面物流通路也受阻碍，部分硅料企业面临硅粉短缺的情况，不排除下调开工率进行。除原材料硅粉供应不足，物流运输同步酝酿调涨价格，种种的原因使得现况单多晶用料价格调涨氛围相当浓厚。目前来看，单多晶用料价格，有机会调涨每公斤 1 元人民币左右。组件价格方面，在疫情发生前组件价格就开始下跌，年后尚未复工，成交量很小，目前价格受疫情影响还不明显。

图 405：硅料价格



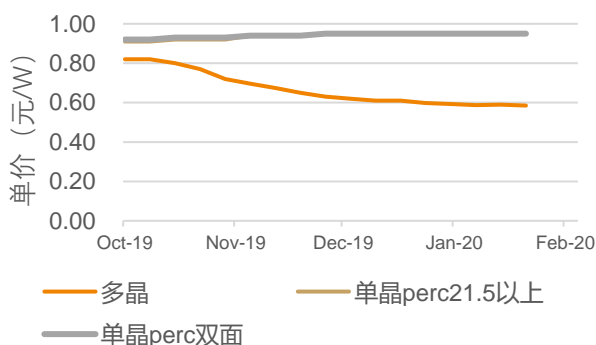
资料来源：PVInfoLink，天风证券研究所

图 406：硅片价格



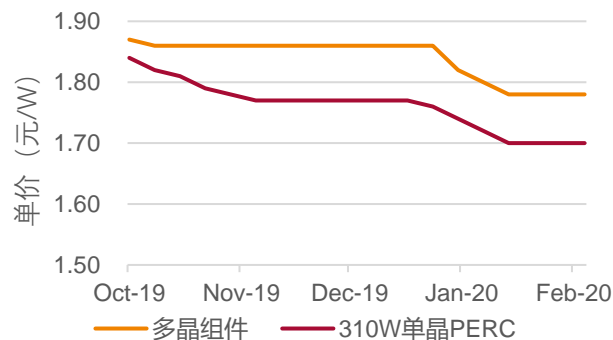
资料来源：PVInfoLink，天风证券研究所

图 407：电池片价格



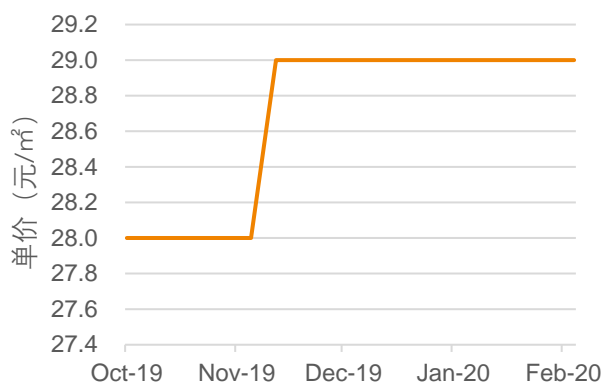
资料来源：PVInfoLink，天风证券研究所

图 408：组件价格



资料来源：PVInfoLink，天风证券研究所

图 409：光伏玻璃价格



资料来源：PVInfoLink，天风证券研究所

3、疫情主要影响行业原料和辅料环节

1) 疫情对行业各环节的影响

物流受限，疫情对原料和辅料环节影响最大：截止目前，多地采取不同的交通限制措施，物流环节受到限制，对于光伏产业链的运输有一定影响。组件出货环节，因为一线厂商多布局有海外产能，且有一定的物流协调缓解措施，总体影响有限。一些原料和辅料环节受到的影响较大，主要是硅料端的硅粉、电池端的网版、组件端的铝框和接线盒等物料，这是由这些环节的特点决定的：其一，这些环节生产弹性较大，春节放假居多，开工率大部分较低，节后复工可能存在一定问题；其二，这些环节格局分散，中小企业居多，高度依赖物流但物流协调能力有限。原料运输受限叠加疫情前毛利率处于低位，硅料和电池片环节受到的影响相对更大。此外，光伏玻璃产能相对分散，且部分产能位于受疫情影响较为严重的省份（河南、浙江、湖南等），也会受到一定影响。

表 70：光伏玻璃产能分布相对分散

省份	企业名称	在产产能(吨/日)	地址
陕西	彩虹集团新能源股份有限公司	850	陕西省咸阳市秦都区新产业园 陕西省延安市高新区
	陕西拓日新能源科技有限公司	600	陕西省渭南市澄城县
河北	唐山金信太阳能玻璃有限公司	1900	河北省唐山市迁西县
天津	天津信义玻璃有限公司	500	天津市武清开发区广源道北侧
河南	河南裕华高白玻璃有限公司	150	河南省焦作市博爱县泗沟工业区
	河南安彩高科股份有限公司	900	河南省安阳市中州路南段
	河南思可达光伏材料有限公司	150	河南省焦作市沁阳市
江苏	吴江南玻玻璃有限公司	670	江苏省苏州市吴江经济开发区同津大道东
	沭阳鑫达新材料有限公司	650	江苏省沭阳县经济开发区瑞声大道西
	南通泰德光电玻璃科技有限公司	150	江苏省南通市通州区
	中建材(宜兴)新能源有限公司	250	江苏省无锡市宜兴市高陵县
		280	江苏省无锡市宜兴市高陵县
	索拉特特种玻璃(江苏)股份有限公司	300	江苏省常州市金坛亿晶路8号

	南通德力特种玻璃有限公司	0	江苏南通通州市工农路 681 号附近
浙江	福莱特玻璃有限公司	2400	浙江省嘉兴市秀洲区秀园路
安徽	信义光能控股有限公司	5400	安徽省芜湖市经济技术开发区信义路 2 号
	中航三鑫(蚌埠)股份有限公司	980	安徽省蚌埠市龙子湖区
	中建材(合肥)新能源有限公司	660	安徽省合肥市高新区新能源产业基地
	中国建材桐城新能源材料有限公司	320	安徽省桐城经济开发区北三路
	彩虹(合肥)光伏有限公司	1550	安徽省合肥市新站区平板产业园万罗山路
	安徽盛世新能源材料科技有限公司	650	安徽省蚌埠市淮上区蚌埠工业园长征北路东侧一龙华路 1381 号
	安徽福莱特光伏玻璃有限公司	1000	安徽省滁州市凤阳硅工业园区
		1000	
		1000	
	凤阳硅谷智能有限公司	650	安徽省滁州市凤阳县宁国现代产业园
广东	东莞南玻太阳能玻璃有限公司	650	广东省东莞市麻涌镇南玻绿色能源产业园区
江西	江西赣悦光伏玻璃有限公司	250	江西省赣州市定南县老城镇
福建	福建新福兴玻璃有限公司	550	福建省福清市元洪投资区 A 区
	福建台玻光伏玻璃有限公司	0	福建省漳州市漳浦县旧镇开发区台玻工业园
山西	山西日盛达太阳能科技有限公司	500	山西省长治县科工贸园区
山东	巨野县弘力玻璃有限公司	300	山东巨野弘盛光伏材料有限公司
青海	青海光科光伏玻璃有限公司	0	青海省西宁市经济技术开发区
湖南	湖南巨强再生资源科技发展有限公司	150	湖南省湘乡经济开发区
马来西亚	Xinyi Solar(Malaysia) Sdn Bhd(信义光能)	1900	
在产		27260	
总计			

资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

并网延后, 存量电站开发项目存在一定影响: 2019 年国内光伏并网规模为 26.81GW, 同比减少 39.59%, 主要是由于 2019 年竞价指标在 7 月下发, 时间较晚, 2019 年的竞价项目在 12 月底并未全部并网; 可以预期, 部分项目将递延至 2020 年 Q1-Q2 并网。2020 年 1 月 31 日, 国家能源局发布《国家能源局综合司关于切实做好疫情防控电力保障服务和当前电力安全生产工作的通知》, 要求电力企业要坚持时间服从安全和质量, 科学确定复工复产时间节点, 及时修订施工作业方案, 重新确定合理工期, 严禁抢进度、赶工期。根据此前政策规定, 2019 年竞价项目如果不能在 331 之前并网, 上网电价将抵扣 1 分钱, 如果不能在 630 并网, 将取消补贴资格。此次疫情将毫无疑问的延缓电站开发企业的建设节奏, 政策如果不调整, 会使得这些电站开发企业遭受损失。

4、结论: 疫情对光伏行业影响小, 国内物流恢复通畅后, 行业各环节龙头企业能快速恢复。

从供给端看, 光伏产业链的大部分产能并未分布在疫情严重的中部地区和华南地区, 受到的影响相对较小; 从需求端看, 光伏装机需求主要位于海外, 虽然 2020 年国内需求会因疫情递延, 但旺盛的海外需求仍将推动行业持续增长; 从产业链价格来看, 目前各环节价格没有明显受疫情冲击的迹象。我们认为, 此次疫情导致物流受限, 对原料和辅料环节产

生影响；同时，递延竞价项目并网延后，存在一定影响；总体来讲，疫情影响较小，国内物流恢复通畅后，行业各环节龙头企业能快速从中恢复过来。

8.4.3. 疫情对 EV 产业链影响探讨：首要关注经营杠杆

站在当前时点看，2020 为全球新能源汽车的拐点。欧洲一月电动车销量数据超预期，德国 2020 年 1 月销量 1.61 万辆，YOY+138%；法国 1 月电动车销量 1.46 万辆，YOY+212%；英国 1 月电动车销量 0.87 万辆，YOY+146%。同时国产特斯拉逐步放量，行业整体向上趋势明确。

但短期由于疫情影响导致行业开工率下降，产量减少。对于制造行业，我们不仅需要关注需求和产量，更应关注由量减少带动的“经营杠杆”问题。产量减少，对应成本中的折旧摊销费用会增加。在疫情期间，如果工人工资照发，对应的人工成本也会因产量减少而分摊的金额更多。本篇报告探讨减产带动的“经营杠杆”问题。

我们的研究方法是根据公司的完全成本拆分，找出成本结构中人工成本和折旧成本占比较高的公司。由于完全成本拆分只在招股说明书比较新的公司才有，因此我们只能选取部分公司。

我们另外选取 2019Q3 的固定资产占总资产比例、2019H1 的生产人员占人员总数的比例作为指标，观测哪些公司可能会收到减产的影响较大。

1、企业完全成本拆分

1) 人工、折旧成本受经营杠杆影响较大

- 为从企业完全成本拆分来看，人工、折旧占比较高的企业可能受减产影响较大，因为产量减少导致分摊金额增加。
- 因为只有新的招股说明书才有完全成本拆分，因此我们只能选取部分公司，对应年份在 2016-2018 年之间。
- 根据招股说明书上的成本结构，宁德时代：人工 13%+折旧 8%，恩捷股份：人工 10%+折旧 9%，科达利：人工 15%+折旧 4%，天奈科技：人工 12%+折旧 7%。

图 410：新能源汽车企业完全成本拆分

完全成本 (亿元)	2017年	2018年	2018年	2016年	2017年	2017年	2018年	2018年	2018年	2016年
	电池 宁德时代	电池 孚能科技	正极 容柏科技	负极 璞泰来	负极 凯金能源	隔膜 恩捷股份	磷酸铁锂正极 德方纳米	碳纳米管 天奈科技	铜箔 嘉元科技	结构件 科达利
原材料	105.6	18.6	22.4	5.3	2.4	9.5	6.4	1.3	6.8	5.5
人工	21.3	2.2	1.4	1.0	0.5	1.8	0.7	0.3	0.5	1.8
折旧	13.5	0.7	0.5	0.2	0.2	1.7	0.4	0.2	0.5	0.4
外协				4.3	4.6					
能源动力						1.4		0.1		
外购										0.9
其他	28.3	3.7	3.9	2.5	3.6	3.5	2.2	0.6	1.7	4.1
总成本	168.8	25.2	28.3	13.2	11.3	17.8	9.6	2.5	9.5	11.8
占比	2017年	2018年	2018年	2017年	2018年	2018年	2019年	2019年	2019年	2017年
	电池 宁德时代	电池 孚能科技	正极 容百科技	负极 璞泰来	负极 凯金能源	隔膜 恩捷股份	磷酸铁锂正极 德方纳米	碳纳米管 天奈科技	铜箔 嘉元科技	结构件 科达利
原材料	63%	74%	79%	40%	21%	53%	67%	51%	72%	46%
人工	13%	9%	5%	8%	4%	10%	7%	12%	5%	15%
折旧	8%	3%	2%	1%	2%	9%	4%	7%	5%	4%
外协				32%	40%					
能源动力						8%		5%		
外购										8%
其他	17%	15%	14%	19%	32%	19%	23%	25%	18%	35%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所电新团队整理

2) 产量减少三费分摊金额增加, 三费率预计提升

- 从三费率的影响来看, 假设工人工资照发, 销售费用、管理费用、研发费用预计分摊金额都随产量减少而增加, 因为三费中的多数成本为固定成本。
- 销售费用主要包括: 售后综合服务费、销售佣金、运输费、职工薪酬等。
- 管理费用主要包括: 员工薪酬、折旧摊销、后勤及办公费等。
- 研发费用主要包括: 员工薪酬、折旧摊销、材料费等。

图 411: 新能源汽车企业营业成本与三费、工资薪酬

单位: 亿元	项目	2017年	2018年	2018年	2016年	2018年	2018年	2019年	2019年	2019年	2017年
		电池	电池	三元正极	负极	负极	隔膜	磷酸铁锂正极	碳纳米管	铜箔	结构件
		宁德时代	孚能科技	容百科技	璞泰来	凯金能源	恩捷股份	德方纳米	天奈科技	嘉元科技	科达利
营业成本	直接材料	105.56	18.58	22.38	5.29	2.42	9.48	6.41	1.29	6.83	5.45
	人工费用	5.36	1.35	0.49	0.25	0.06	0.87	0.28	0.10	0.36	1.44
	制造费用	15.11	1.12	1.99	0.63	0.48	2.27	1.71	0.44	1.20	2.31
	外协				4.26	4.56					
	能源动力						1.39		0.13		
	外购										0.91
	合计	126.03	21.04	24.86	10.43	7.52	14.01	8.40	1.95	8.39	10.12
三费	销售费用	0.52	0.08	0.03	0.22	0.04	0.11	0.03	0.04	0.02	0.02
	管理费用	8.00	0.36	0.38	0.30	0.17	0.46	0.20	0.08	0.07	0.36
	研发费用	7.44	0.40	0.54	0.27	0.22	0.36	0.15	0.08	0.06	0.00
现金流量表	折旧&摊销	13.55	0.69	0.54	0.17	0.21	1.67	0.36	0.18	0.48	0.44
	总成本	168.75	25.20	28.30	13.24	11.34	17.80	9.61	2.53	9.49	11.84
	总收入	199.97	22.76	30.41	16.77	12.59	24.57	10.54	3.28	11.53	14.55
	营业利润	31.22	-2.44	2.11	3.54	1.25	6.77	1.13	0.78	2.12	2.71

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所电新团队整理

2、另外关注的两个指标: 1) 固定资产占比 2) 生产人员占比

- 设我们重点关注固定资产占比较大的企业, 固定资产折旧会因减产而分摊更多, 影响成本。固定资产占比大的企业有科达利 42%、恩捷股份 30%、天赐材料 29%。
- 我们同样关注生产人员人数占比较高的企业, 疫情影响生产人员复工, 对产量造成较大影响。生产人员人数占比较高的企业有: 嘉元科技 83%、恩捷股份 72%、璞泰来 71%、亿纬锂能 70%。

图 412: 新能车公司固定资产占比

板块	证券代码	证券简称	固定资产 (亿)	总资产 (亿)	占比 (%)
电池	300750.SZ	宁德时代	168.86	963.11	17.53
	300014.SZ	亿纬锂能	32.74	141.56	23.13
	300207.SZ	欣旺达	37.09	221.40	16.75
三元正极	300073.SZ	当升科技	4.24	44.61	9.51
	600884.SH	杉杉股份	43.19	241.78	17.86
磷酸铁锂正极	300769.SZ	德方纳米	3.14	15.30	20.55
负极	603659.SH	璞泰来	12.68	80.52	15.75
	300035.SZ	中科电气	3.40	23.16	14.70
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	32.12	105.52	30.44
	300568.SZ	星源材质	11.22	53.46	20.98
电解液	002709.SZ	天赐材料	15.67	53.76	29.15
	300037.SZ	新宙邦	8.95	45.64	19.60
铜箔	688388.SH	嘉元科技	5.57	25.55	21.82
碳纳米管	688116.SH	天奈科技	2.43	17.69	13.75
结构件和汽零	002850.SZ	科达利	15.12	36.29	41.65
	002050.SZ	三花智控	30.94	142.50	21.71
	600885.SH	宏发股份	25.38	104.92	24.19

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 413: 新能车公司生产人员占比

板块	证券代码	证券简称	生产人员个数 (个)	生产人员人数占比 (%)
电池	300750.SZ	宁德时代	15924	64.02
	300014.SZ	亿纬锂能	4928	69.90
	300207.SZ	欣旺达	12554	60.72
三元正极	300073.SZ	当升科技	453	53.86
	600884.SH	杉杉股份	2097	48.28
磷酸铁锂正极	300769.SZ	德方纳米	488	56.61
负极	603659.SH	璞泰来	1741	70.86
	300035.SZ	中科电气	279	37.70
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	2222	71.52
	300568.SZ	星源材质	788	63.81
电解液	002709.SZ	天赐材料	1328	58.02
	300037.SZ	新宙邦	1056	50.33
铜箔	688388.SH	嘉元科技	639	82.77
碳纳米管	688116.SH	天奈科技	101	48.79
结构件和汽零	002850.SZ	科达利	2388	66.04
	002050.SZ	三花智控	6191	62.16
	600885.SH	宏发股份	7940	58.83

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3、以宁德时代为例, 减产 10%、20%、30%分别影响利润率 5%、9%、15%

- 假设 2020 年动力电池平均售价 0.95 元/wh, 在不减产的情况下毛利率为 24%。由于

CATL 的完全拆分在招股说明书,因此我们选取 2017 年的成本结构。在减产的情况下,假设工人工资不变,人工和折旧会因为减产而导致分摊的金额增加。我们对减产 10%、20%、30%分别进行测算,毛利率分别为 22%、19%、17%。

- 在三费率环节,同样假设工人工资照发,因此销售、管理、研发费用也会因减产而增加分摊金额,假设财务费用不变。我们选取 2019Q1-3 的三费率进行测算,在减产 10%、20%、30%的情况下,三费率分别为 16%、18%、21%。
- 毛利率与三费率的差在不减产的情况下为 10%,而在减产 10%、20%、30%的情况下分别为 5%、1%、-5%,共计影响利润率 5%、9%、15%。短期来看,行业开工率下降会造成产销量减少,经营杠杆会放大亏损。但如果疫情结束,企业复工后加班加点赶上,将有效改善。

图 414: 减产对宁德时代利润率的影响

成本拆分 (元/wh)		产量/销售量减少			
	成本占比	0%	10%	20%	30%
原材料	63%	0.45	0.45	0.45	0.45
人工	13%	0.09	0.10	0.11	0.13
折旧	8%	0.06	0.06	0.07	0.08
其他	17%	0.12	0.13	0.13	0.13
合计	100%	0.72	0.75	0.77	0.79
售价(元/wh)		0.95	0.95	0.95	0.95
毛利(元/wh)		0.23	0.20	0.18	0.16
毛利率		24%	22%	19%	17%
收入占比					
销售费用	4.5%	0.04	0.05	0.05	0.06
管理费用	5.0%	0.05	0.05	0.06	0.07
研发费用	6.9%	0.07	0.07	0.08	0.09
财务费用	-1.9%	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02
三费金额 (元/wh)		0.14	0.15	0.18	0.20
三费率		14%	16%	18%	21%
毛利率-三费率		10%	5%	1%	-5%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

8.4.4. 风险提示

疫情控制效果不及预期,政策性风险,经济性风险,其他不可抗力因素等。

8.5. 交通运输: 短期承压, 长期厮守

(——天风交运: 姜明/黄盈/曾凡喆等)

2020 年疫情对交运板块的冲击显而易见,一方面体现在出行行业的大幅下滑;另一方面,由于政府的限行、封闭、隔离等防范措施,节后复工和交通阻断导致物流行业整体受到了冲击。

我们认为交运子板块中航空、机场、公共出行板块影响最大,疫情的持续度或对行业盈利有重大不确定影响,其中机场板块虽有利空,但并不改变长期偏消费(免税商业)的投资属性,叠加核心上市公司依然有不可复制的地域优势,本次疫情为交运板块带来一定投资机遇;快递板块的影响则是“短空长多”,短期冲击在于其人力密集的行业属性以及各类小区监管、复工隔离等应急政策,长期的利好则在于疫情时期的电商潜在客户的培育所带来的新增业务量;高速公路、港口航运等板块更多则是疫情后阶段的经济冲击,投资价值不高;

近期政府出台了如减免快递、民航等民生相关交运子行业的增值税、民航发展基金,但我们解读上述政策更多是基于“保民生”的诉求,对于行业及上市公司影响有限。

投资建议: 推荐上海机场、密尔克卫、安车检测、顺丰控股,关注京沪高铁、圆通、申通

和韵达。

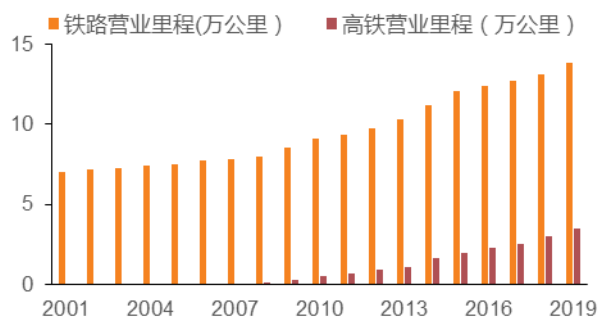
8.5.1. 春运加大疫情防范难度，节后客流同比断崖下挫

2020 年春节前夕，一场突如其来的新型肺炎疫情自武汉席卷全国，截至 2020 年 2 月 10 日 24 时，全国累计确诊病例达到 42638 人，疑似病例 21675 人，重症病患 7333 人，死亡病例 1016 人，治愈病例 3996 人。

如果从交运的角度对比本次疫情和 03 年非典期间的数据，本次疫情扩散更为迅速，涉及范围更广，主要有以下几个因素：

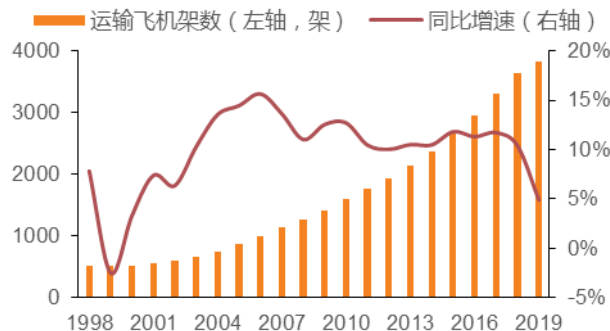
- **爆发期正值春运节前客流高峰：**2003 年春运旅客发送量为 18 亿人次；2019 年（去年）春运旅客发送量已达到 29.8 亿人次，人口流动体量显著扩大。在旅客密集返乡的节前旅客高峰期，对比 03 年疫情爆发期的 5 月（偏淡季），疫情的防范难度并不在一个量级上。
- **基建加持下的疏运能力大幅提升：**如果说以上数据只是“果”，那核心的“因”则是中国的城市化进程以及支撑人员集疏运的出行能力。2019 年我国铁路营业里程 13.9 万公里，是 2003 年的 1.9 倍，高铁实现从无到有，2019 年营业里程已经达到 3.5 万公里，19 年铁路累计旅客发送量 35.7 亿人次，约为 2003 年的 3.67 倍，其中动车组列车发送旅客 22.9 亿人次；民航方面，飞机保有量 3818 架，是 2003 年的近 6 倍，民航旅客流量达到 6.6 亿人次，是 2003 年的 7.56 倍；公路方面，2018 年我国高速公路营业里程 14.26 万公里，是 2003 年的 3.8 倍。日趋便利的出行方式使路途时间不再是居民出行的桎梏，刺激客流量持续攀升。可以在一定程度上认为，春运的刚性出行需求及远距离运输方式的日趋发达在一定程度上助长了疫情快速扩散至全国。

图 415：铁路及高铁营业里程



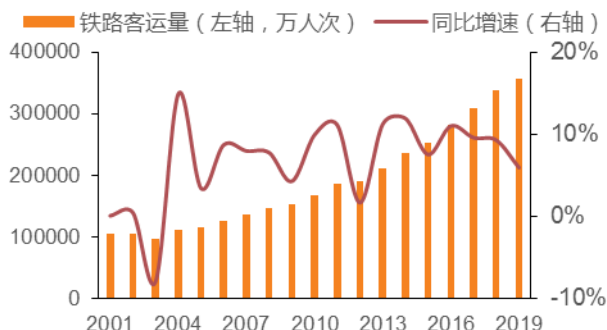
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 416：民航运输飞机数量及同比增速



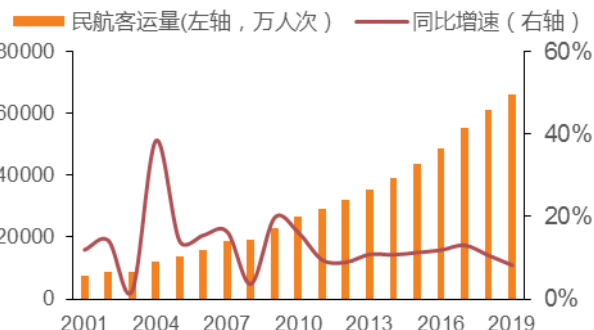
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 417：铁路旅客发送量及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 418：民航旅客运输量及同比增速



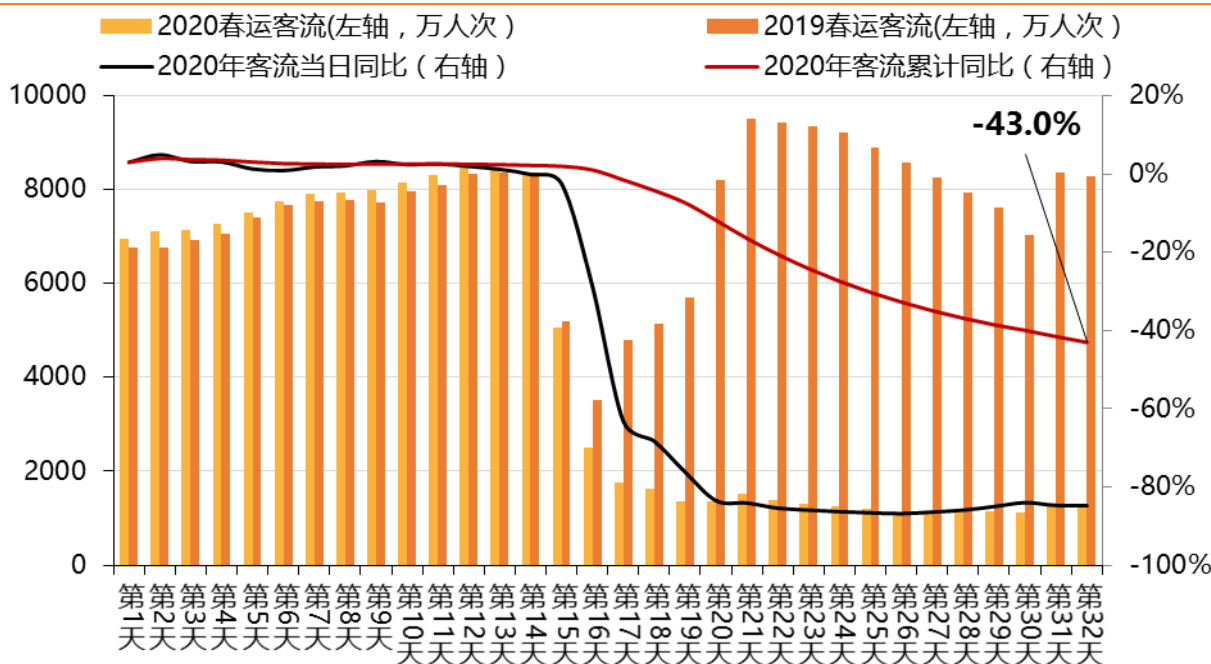
资料来源：Wind，天风证券研究所

因疫情快速扩散，各级主管部门迅速通过种种手段限制人员密集流动，大如封城、全面暂停旅行社团队游、暂停公路客运大巴运行等政策的出台，小如封闭村落、街巷、社区，总之能降低居民外出频率的指令层出不穷，此外，政府公开信息，居民通过微信等方式迅速传递至基层民众，基于保护意识下的国民出行意愿骤减。

截至 2020 年 2 月 10 日（农历正月十七），春运前 32 天全国旅客发送量 13.78 亿人次，农

历同比(2020年1月10日-2月10日比2019年1月21日-2月21日,下同)下降43.0%,其中节前客流11.44亿人次,农历同比(2020年1月10日-1月24日比2019年1月21日-2月4日)增长2.0%,节后17天客流2.34亿人次,农历同比(2020年1月25日-2月10日比2019年2月5日-2月21日)下降81.9%。

图 419: 2020 年春运客运数据阶段性表现——总量



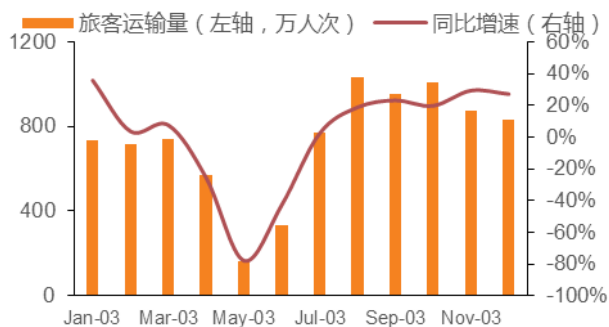
资料来源: 交通运输部, 天风证券研究所

8.5.2. 本次疫情对客流的影响接近或超过非典疫情

“肺炎”、“冠状病毒”将我们的目光拉回到17年前。2003年4月中旬中国决定将非典列入法定传染病名单,同期WHO正式宣布确定非典病原为SARS病毒,4月下旬起确诊病例快速提升,非典疫情对交通运输行业的负面影响方才逐步体现,5月各交通方式客流均受到显著冲击,但疫情影响扩大化至疫情被控制的时间跨度很短,至7月非典疫情影响便基本结束,客流下降幅度明显的月份为5月,因此我们更倾向于以2003年5月的客运数据与当下对比。

- 2003年5月: 民航旅客运输量仅163.7万人次,同比下降77.9%,铁路、公路、水运客流量分别为0.33亿人次、7.65亿人次、0.10亿人次,同比分别下降61.2%、39.8%、37.5%,下滑趋势略好于民航。

图 420: 2003 年逐月民航旅客运输量及同比增速



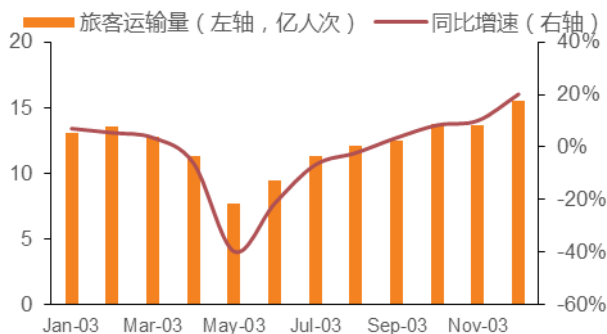
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 421: 2003 年逐月铁路旅客运输量及同比增速



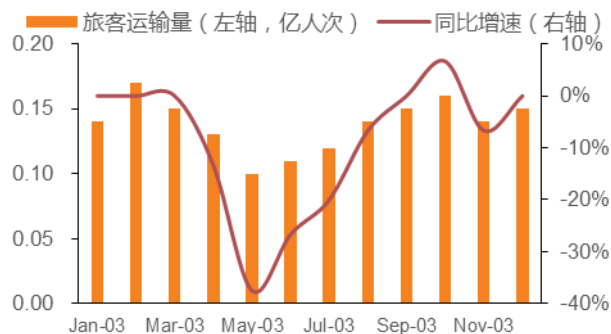
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 422：2003 年逐月公路旅客运输量及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 423：2003 年逐月水运旅客运输量及同比增速

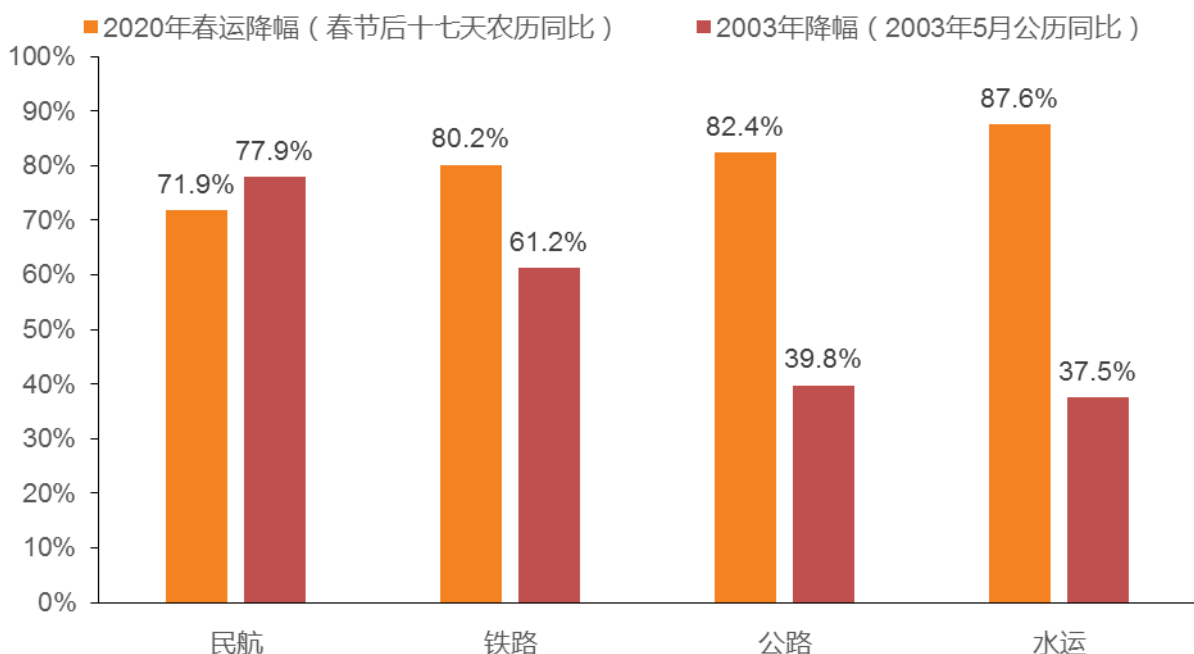


资料来源：Wind，天风证券研究所

互联网日趋发达使信息的传播速度远快于 2003 年，因此人们对疫情的反应速度也同样更为迅速，出行数据同比走势下滑的斜率也更为陡峭。目前春运客流同比表现已经趋于稳定，疫情对交运的阶段性影响已基本达到极限，而从细分出行方式的表现来看，节后 17 天民航、铁路、公路、水运旅客运输量同比降幅分别达到 71.9%、80.2%、82.4%、87.6%，除民航外，铁路、公路、水运客流降幅已经显著大于非典时期，因此即便假设 2 月底开始疫情逐步消退，客流逐步恢复、至 4 月客流恢复正常，本次新型肺炎疫情对整体客流的影响也应接近或超过 2003 年非典时期。

值得一提的是，就短期数据而言，恰恰也是由于本次疫情时点与春运重叠，因此返乡旅客的回程需求是刚性的，疫情并不会导致返程需求消失，各地延期复工也只会导致返程需求推后。春运返程的刚性需求会导致随着疫情逐步得到控制及消退时客运需求强反弹，因此我们认为后续客流量降幅大概率会逐步修复。

图 424：2020 年及 2003 年疫情严重时期客运数据降幅对比



资料来源：交通部，Wind，天风证券研究所

8.5.3. 疫情下的交运——板块众多，疫情影响幅度不一

交运行业子板块众多，各子板块受疫情影响不可从一而论。本次疫情对出行相关的航空、机场、铁路客运、公路客运等行业的影响无疑是显著的，客流的下降会导致相关公司的收入阶段性显著走低；居民因疫情禁足，不可避免的“宅”无疑会在一定程度上刺激线上消

费相关的快递行业，且疫情加剧陌生人间的距离感在相当程度上为快递柜产业的发展带来一次绝佳的机遇；不同于客运，本次疫情对航运港口行业的影响虽不会像客运行业一样迅猛，但是影响周期或更长久。

1、航空机场：客流降低冲击收入，减税降费政策发力疗伤

1) 航空减班为主要应对方式，影响主要体现在一季度

航空公司应对本次疫情的方法同 2003 年类似，均以减班为主，因此我们认为其实际影响或仍然是运力运量短期显著下滑。受其影响，航空公司的客运收入及客运相关辅助收入均将随客运量降低等比例下降；成本端，伴随着班次量下降，航油、起降费、民航发展基金、餐食费、飞行员小时工资等变动成本将同步下降，而折旧等固定成本照常计提。预计疫情对上市公司业绩的冲击应主要体现在一季度。

表 71：2003 年上半年南航、东航运营数据表现

南航	1H03	1H02	YOY
客运收入（亿元）	59.99	81.70	-26.6%
RPK（亿）	100.97	139.84	-27.8%
客公里收益（元）	0.5942	0.5843	1.7%
客座率	57.6%	64.5%	-6.9%
东航	1H03	1H02	YOY
客运收入	38.81	49.08	-20.9%
RPK	67.74	85.06	-20.4%
客公里收益	0.5729	0.5771	-0.7%
客座率	49.89%	62.82%	-12.9%

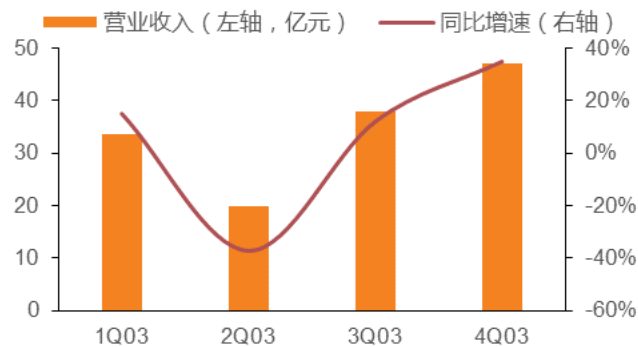
资料来源：Wind，天风证券研究所

表 72：2003 年下半年南航、东航运营数据表现

南航	2H03	2H02	YOY
客运收入（亿元）	93.43	87.30	7.0%
RPK（亿）	162.90	149.56	8.9%
客公里收益（元）	0.5736	0.5837	-1.7%
客座率	69.8%	66.3%	3.5%
东航	2H03	2H02	YOY
客运收入（亿元）	64.49	55.19	16.9%
RPK（亿）	112.29	97.01	15.7%
客公里收益（元）	0.5743	0.5689	1.0%
客座率	69.30%	67.26%	2.0%

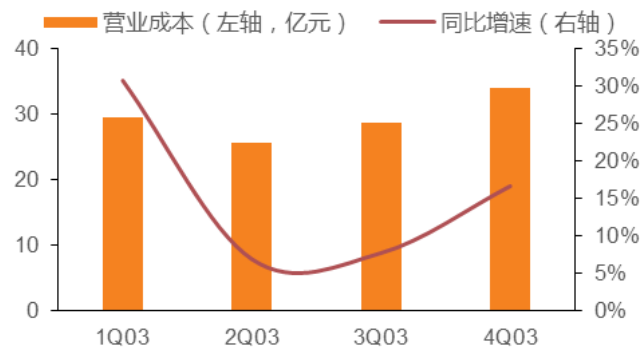
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 425：东航 2003 年季度收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 426：东航 2003 年季度成本及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

2) 航空减税降费政策发力疗伤，民航发展基金暂免征收

2020 年 2 月 5 日，国常会决定再推出一批支持保供的财税金融政策，其中包括暂免征收民航企业缴纳的民航发展基金。航空公司缴纳的民航发展基金收费依据包括航线类别、航线距离、执飞航班飞机起飞全重及航班数量。2018 年国航、南航、东航、春秋、吉祥的民航发展基金成本分别为 23 亿、29.4 亿、22.35 亿、3.31 亿、3.44 亿，分别占营业成本的 2.0%、2.3%、2.2%、2.8%、2.8%。2019 年 7 月 1 日起民航发展基金已经减半征收，因此免征民航发展基金对民航成本端将带来一定程度削减。

3) 机场客流下降影响营收，国际线恢复尚待时日

鉴于机场收入构成中绝大部分与旅客流量相关，因此收入或随着客流量下降等比例降低；成本方面，由于机场几乎没有与旅客流量相关的变动成本，因此成本不会有太大波动。本次疫情的冲击对客流的影响或主要集中在一季度，而值得一提的是，2003 年疫情结束之时，国际线的恢复速度慢于国内航线，这或意味着国际层面的旅客交流尤其是海外旅客赴我国旅游交流的热情恢复相对较慢，且各国因疫情单方面暂停航线的恢复也是个循序渐进的过程，这可能导致国际客流的恢复相对国内线将经历相对较长的时间跨度。但在主导枢纽机场业绩的免税层面，即便国际客流恢复尚需时日，鉴于我国枢纽机场核心购买群体为我国居民，免税销售受冲击的幅度或明显低于国际线旅客降幅，因此枢纽机场的业绩阵痛期也主要集中在一季度。

表 73：各机场 2003 年上半年起降架次及旅客吞吐量表现

机场	1H03	1H02	YOY
白云机场			
起降架次 (架)	60755	73911	-17.8%
旅客吞吐量 (万人次)	583.69	771.05	-24.3%
上海机场			
起降架次 (架)	106239	107247	-0.9%
旅客吞吐量 (万人次)	940.43	1149.11	-18.2%
深圳机场			
起降架次 (架)	52958	52104	1.6%
旅客吞吐量 (万人次)	422.25	45.56	-7.3%
厦门空港			
起降架次 (架)	24436	25585	-4.5%
旅客吞吐量 (万人次)	168.9	206.8	-18.3%

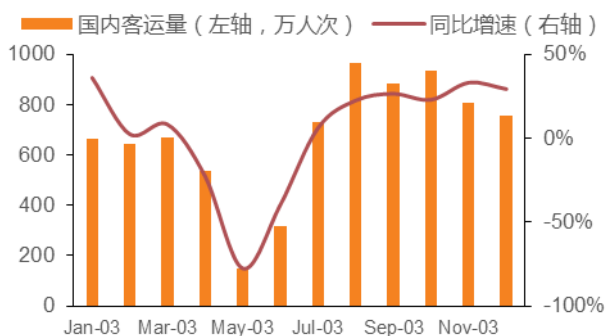
资料来源：Wind，天风证券研究所

表 74：各机场 2003 年下半年起降架次及旅客吞吐量表现

白云机场	2H03	2H02	YOY
起降架次 (架)	81528	73685	10.6%
旅客吞吐量 (万人次)	917.61	831.19	10.4%
上海机场	2H03	2H02	YOY
起降架次 (架)	137440	117965	16.5%
旅客吞吐量 (万人次)	1535	1322	16.1%
深圳机场	2H03	2H02	YOY
起降架次 (架)	66566	54614	21.9%
旅客吞吐量 (万人次)	661.75	479.36	38.0%
厦门空港	2H03	2H02	YOY
起降架次 (架)	30464	27315	11.5%
旅客吞吐量 (万人次)	261	219	19.0%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 427：2003 年国内航线旅客运输量及同比增速



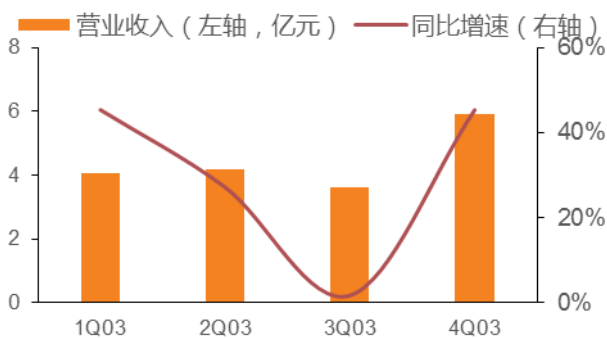
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 428：2003 年国际航线旅客运输量及同比增速



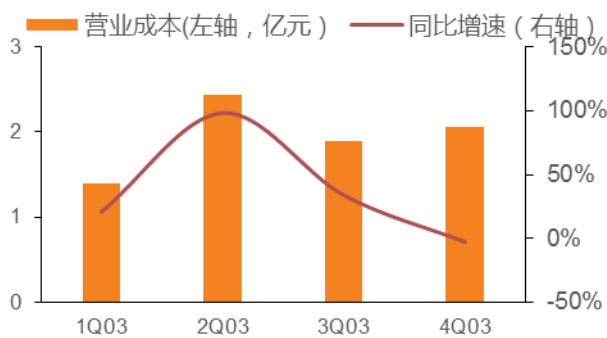
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 429：上海机场 2003 年季度收入及同比增速



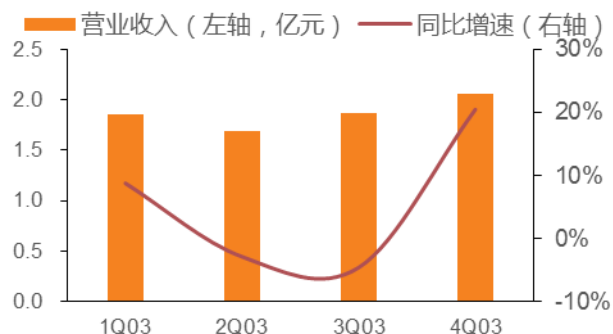
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 430：上海机场 2003 年季度成本及同比增速



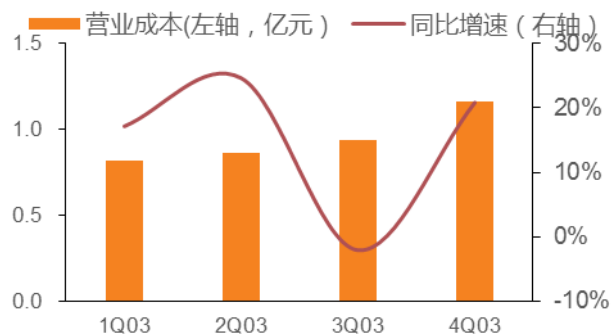
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 431：深圳机场 2020 年季度收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 432：深圳机场 2020 年季度成本及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

4) 机场国企担当，或阶段性减免部分商铺租金，但体量基本可控

深圳机场于 2 月 10 日发布公告，减免 2020 年 2-3 月非机关事业单位、非国有企业、个体工商户租户在 T3 航站楼商业、仓储物流设施、厂房、配套服务用房在内的四大类别物业资源租金约 8000 万元；上海市国资委制定并印发《关于本市国有企业减免中小企业房屋租金的实施细则》，对于符合条件的中小企业，由房产所属国有企业免除 2020 年 2 月、3 月两个月租金，上海机场亦或对相关商户进行租金减免。

以深圳机场为例，租金减免的对象主要为非国营企业，因此中免所支付的免税商业租金或不在减免范围之内，因此上海、白云机场如出台类似政策，租金收入下降的幅度亦大概率基本可控。

5) 投资建议

航空板块：疫情影响航空短期需求，但不改长期发展向好的趋势，关注超跌后进入低 PB 区间的三大航，春秋、吉祥；机场板块：疫情对机场业绩的影响或主要集中在一季度，不改变长期投资价值，推荐上海机场、首都机场股份，关注白云机场、深圳机场。

2、快递物流：需求增长，关注快递柜板块

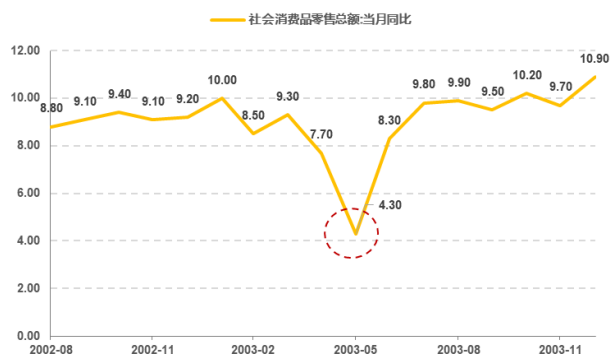
1) 快递：线上利好，需求正面

回顾 2020 年，当时的非典疫情导致 2003 年第二季度的社零增长大幅度放缓，4-6 月份的社零增速分别为 7.7%、4.3%与 8.3%。本次疫情防控期间，舆论引导建议人员减少流动，“宅”的基调下，线下商铺仅有本地生活必需品相关的超市等正常运营，百货、酒店、餐饮等线下业态受到较大影响，**我们预计线下被挤压的消费力将大部分转移至线上，因此快递行业需求预计将较旺盛。**

根据国家邮政局对疫情防控期间快递物流情况的通报，1 月 24 日至 29 日，全国邮政业揽收包裹 8125 万件，同比增长 76.6%，投递包裹 7817 万件，同比增长 110.34%。**该数字基数小、增速高，2019 年 12 月，快递行业日均业务量 2.2 亿件，而 1.24-29 期间，日均业务量仅 1303 万件，主因为春节期间快递业产能有限，而高增速则是快递企业深度参与疫情防控工作的体现。**

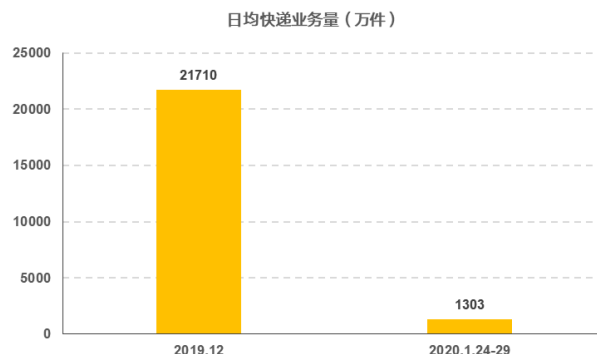
根据国家邮政局，截至 2 月 8 日，邮政企业、快递企业承运、寄递疫情防控物资累计 10552 吨、包裹 4751 万件，发运车辆 3331 辆次，货运航班 120 架次。

图 433：2002.8-2003.12 社零总额同比增长 (%)



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 434：快递日均业务量对比 (2019 年 12 月 VS 2020.1.24-29)



资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

■ 复工是核心问题

快递业为人工密集型行业。按历史经验，自年前 6-7 日起，大部分基层快递员工进入返乡高峰期。春节期间大部分快递业务由值班员工比例相对高的邮政、顺丰、京东共同完成。当前快递业的产能与节前水平差距较大，主要受到工厂开工、高速省际通行、电商开工情况与快递员到岗情况的共同制约。国家邮政局局长马军胜表示，计划在本月中旬，快递业生产要恢复到正常产能的 4 成以上，当前，监管、电商平台和快递公司都为保障快递企业产能做出各项扶持与调整。

- 1) **监管方**：根据财政部公告，将对纳税人提供公共交通运输服务、生活服务，以及为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入，免征增值税。

直接监管层面，国家邮政局已经颁布《疫情防控期间营业网点操作规范（建议版）》，对人员、场所的消毒等作出指引，并且鼓励“非接触取件”，并检查指导快递业复工。

- 2) **电商平台**：天猫、拼多多（百亿补贴）均有对春节期间到大年十五的快递发货做出补贴，按照揽派件时效，每票快递对网点的补贴金额在 0.5-1 元不等。节后 2 月 10 日，阿里巴巴集团与蚂蚁金服集团发布《阿里巴巴告商家书》，宣布淘宝、天猫联合菜鸟设立 10 亿元专项基金，用于补贴供应链和物流，并通过菜鸟裹裹给予各类补贴奖励、免费保险等。

此外，阿里巴巴同时针对了线上商家给予一定补贴与减免，能够有效减轻商家经营压力，商家的逐步复工将会对快递量形成有效支撑。

表 75：菜鸟对物流、商家等扶持主要措施

主要措施	具体措施
奖励快递员，保障商家顺利发货	联合淘宝、天猫设立 10 亿专项基金，用于补贴供应链和物流； 菜鸟裹裹通过复工红包、揽收补贴、配送奖励等多项措施，激励快递员； 全国范围内菜鸟裹裹面授技术服务费，促进快递网络尽快恢复； 为菜鸟裹裹快递员提供免费保险，最高 10 万赔付，免除后顾之忧； 菜鸟驿站为各站点推出防疫物资补贴，做好员工防护、站点消毒安全
减免仓租，帮助商家降低成本	菜鸟供应链为商家开辟入仓绿色通道； 生产防疫类物资商家享受 24 小时紧急入仓服务； 2020 年 3 月 31 日前新入仓商家免除 2 个月仓租，已入仓商家降低仓租减免门槛； 家电行业入湖北地区菜鸟仓的商家免除 2 月份仓租，全国范围入仓的家电防疫类商品免除 1-2 个月仓租，免收上门提货干线费用； 对菜鸟物流园区的湖北租户减免疫情期间部分租金、水电、物业费
跨境补贴，保障商家物流服务	菜鸟联合全球速卖通升级无忧标准物流保障，确保所有使用菜鸟无忧标准的商品订单全球范围内送达时效不降级； 2 月 1 日至 3 月 31 日使用菜鸟无忧标准发货的出口商家，因疫情原因导致的干线运输额外成本、退运费、货物损失等，速卖通和菜鸟共同分担

开放技术，助力商家更好决策	免费开放菜鸟智慧供应链大脑等数智产品和专属服务，帮助商家更好地做供应链决策
人才共享，帮助未开工人员就业	菜鸟供应链启动智慧物流人才共享计划，提供就业机会； 为仓储物流企业复工人员提供安全暂居场所

资料来源：公司官微，天风证券研究所

- 3) **快递企业**：一线快递企业均在 2 月 10 日宣布复工，但实际操作中，由于疫情相对严重的河南、湖南、广东为快递员输出大省，员工实际复工也存在一定难度。目前各家快递公司均出台有专项基金，用于保障员工安全、保险、给予网点支持等。

表 76：通达系快递公司成立基金不完全统计

公司	详情
中通	设立 1 亿元新冠肺炎疫情防控专项基金，用于确保中通员工的生命安全与身体健康
圆通	设立总额 3 亿元的扶持基金、为全网员工免费购买防疫保险、灵活调整业务考核指标等
韵达	设立 1 亿元“新型冠状病毒肺炎”疫情防控基金

资料来源：公司官网/官微，天风证券研究所

- 4) **疫情对行业与竞争的中期影响**：行业全面复工后，前期受压抑的需求可能集中体现，利好快递业务量。短期内电商商家短期对快递网点的依赖性可能增强，网点间恶性竞争有望缓和，利于快递业价格的短期修复。中期看，疫情防控期间，直营系公司如顺丰、京东在复工一事上体现出更强的能力；对通达系而言，特殊时期，网点压力甚于总部，因此十分考验总部对网点的管理能力和网点的基础能力。

总结来看，我们认为疫情影响下，消费需求将被挤压至线上，快递相关需求将会旺盛，供给层面，当前人力紧张将在激励+操作规范化能够获得缓解，快递业务量受此次疫情的影响是较为正面的。另外，疫情或对快递价格带来正面作用。

2) 快递柜：刷新认知，培养消费习惯的时点

疫情防控期间，快递末端派送方式也在发生变化，快递柜的使用在此期间受到各方鼓励。快递柜减少了人与人之间的直接接触，在此刻被认可接受。2 月 6 日，国家邮政局在新闻发布会上表态将积极推广智能快件箱模式，丰巢快递柜迅速在湖北等地推出了“快餐入柜”功能。

我们认为快递柜板块的变化，短期利好快递柜运营商效率的提升，具体标的为顺丰控股（顺丰投资持有丰巢 14.42%股权）、三泰控股（中邮速递易），中长期看，消费习惯的培养有利于快递末端的变革，成为快递柜渗透率加速的拐点，利好运营商及制造商（智莱科技、新北洋）。

图 435：丰巢快递柜给出的建议



资料来源：公司官微，天风证券研究所

3) 快递物流板块投资建议

综合以上几点因素考虑，我们对快递业的观点正面，全面复工后快递企业业务量受到利好，关注此次疫情下担当重要任务的顺丰，全面复工速度或较快，另外公司当前仍持有 14.42% 丰巢股份，快递柜周转速度上行将直接利好公司业绩与丰巢估值；通达系快递方面，业务量整体利好+上半年价格下降有望受到控制，建议关注申通、圆通、韵达。另外建议关注情绪助推下的快递柜相关运营与制造商，具体标的三泰控股、智莱科技、新北洋。

3、航运港口：外贸货量影响的核心因素或为国内复工进度

1月30日晚，世界卫生组织宣布，将新型冠状病毒疫情列为国际关注的突发公共卫生事件（Public Health Emergency of International Concern，即 PHEIC），但强调不建议实施旅行和贸易限制。也就是说，世卫组织对中国可以控制疫情具备较高信心，也未将中国纳入被染地区（疫区）。但是我们认为，本次疫情对航运港口行业的影响虽不会像客运行业一样迅猛，但是影响周期或更长久，彼时信息传播速度较慢且中国刚加入 WTO，本次疫情对行业影响程度可能大于 2003 年。

1) 航运：短期冲击有限，但影响周期或将偏长

PHEIC 事件本身对外贸货量的影响较为有限，核心变量或在于全国的年后复工情况。2019 年全年，预计中国海运总进口量占全球 22%，集装箱货物出口量占全球 31%，且这一数据可能还受到了中美贸易摩擦的干扰而被低估，可见中国的消费及制造已经成为全球产业链中无法绕开的一环，换言之中国的开工率可能影响到全球第二产业的开工率，全球贸易货量受到的影响具备乘数效应。但本次疫情发生于中国春节期间，截至 2 月 9 日，春节节后客流同比下降 81.7%，其中一线生产人口更多选择的铁路、公路、水路节后客流分别下降 79.6%、82.3%、87.3%，由此可见目前综合复工率可能并不乐观，对国内的基础设施建设、制造业均将造成较大影响，预计 Q1 甚至全年海运货量都会承受压力。

航运货物可能在中期面临额外检验检疫，造成进出口成本增加及效率降低。对于中国而言，疫情构成全球突发卫生事件，最大的冲击或许并不将来自世卫组织，因为世卫组织提出的临时或者长期建议，都属于非约束性。但是一旦世卫组织做出了定性，对当事国真正的杀伤力在于，其他国家会据此做出相应反应，途经中国的货物将接受密度更高甚至全面的额外检验检疫，这一举措将大幅拉长全球海运贸易的周转效率，亦将给货主带来更高的成本，且影响将偏向中长期。

短期货量冲击可能导致船东的长期协议谈判议价权降低，美国相关航线运价或被影响。虽然贸易货量大概率在疫情得以抑制后迎来反弹并逐步回归至温和增长区间，但是由于美国货代对航运企业具备较强的议价权，如长协谈判前夕行业运价较为低迷，将会削弱船东的议价权，造成美国相关航线的盈利能力偏弱。

造船和修船厂复工可能影响供给侧，但影响或将有限。今年全年中国船厂计划交付新造船船共计 3760 万载重吨，略高于去年全年交付量。大部分船厂原计划元宵节后陆续复工，短期复工时间会受到影响，出现招工困难和赶工情况，且造修船厂普遍湖北籍劳工占比较高，新船交付量可能会受到一定影响。此外，就脱硫塔设备安装问题，船东也将面临更多安装拖期，进一步加剧安装时间的延长，未来进厂船舶也有可能面临被取消的风险。

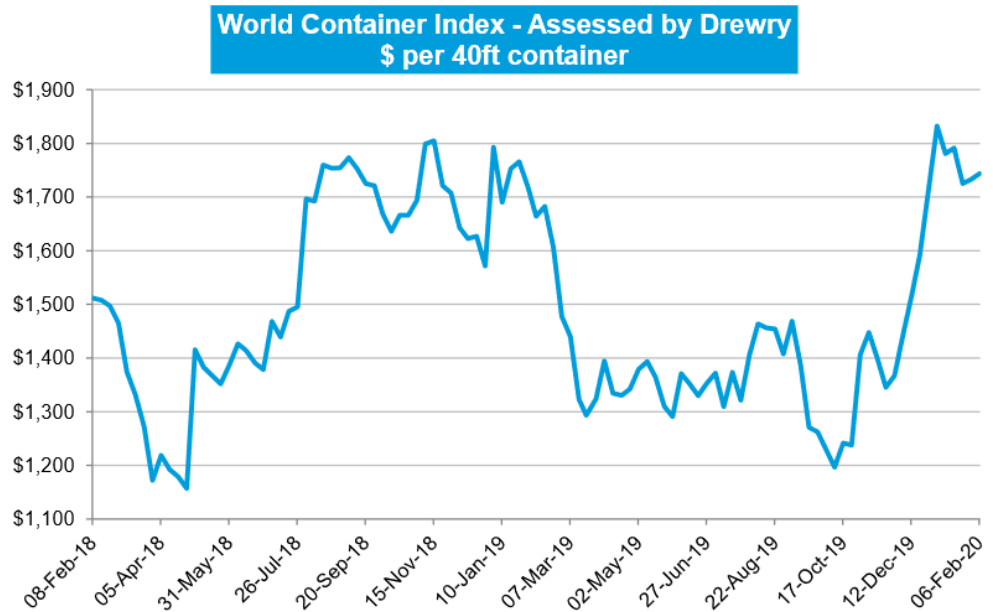
分行业来看，集运受到的影响可能相对较小，散运的压力较为明显。从驱动因素看，集装箱货量（需求）主要取决于海外制造业订单数量；干散货的货量主要取决于国内的基础建设开工率；油运的货量取决于经济活跃度，本轮疫情海外受到的波及较为有限，因而集装箱的货量受影响的程度可能相对较小，散货的货量影响可能较大。运价方面，由于集运行业集中度较高，三大联盟对行业供给具备约束力，目前 2 月计划停航比例已超 35%，且节前降价囤货为行业传统，预计运价压力会逐步显现但降幅较为有限，而油散的运营模式及集中度较低的行业格局使其运价可能承受较大压力。

表 77：中国对世界贸易货量的影响力较 2003 年已明显提升

海运贸易	2003 年（百万吨）	全球占比%	2019 年（百万吨）	全球占比
铁矿石进口	146.8	29%	1047.3	72%
煤炭进口	10.3	2%	260.8	20%
粮食进口	22.5	10%	101.8	21%
原油进口	86.5	5%	456.2	23%
液化天然气进口	/	/	60.7	17%
海运总进口量	807.6	12%	2639.1	22%
集装箱货物进口	137.1	18%	264.8	31%
海运总出口量	432.4	6%	586.5	5%

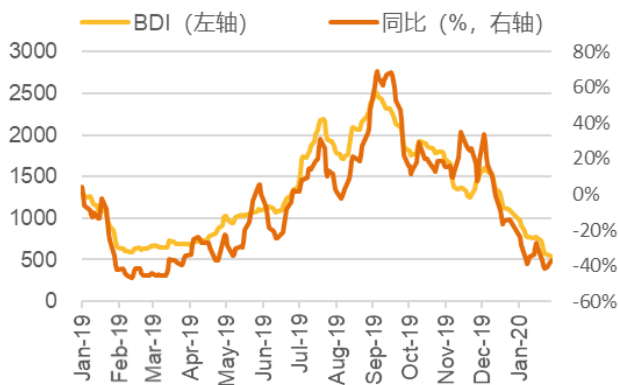
资料来源：Clarksons，天风证券研究所

图 436：集运运价指数有望相对坚挺



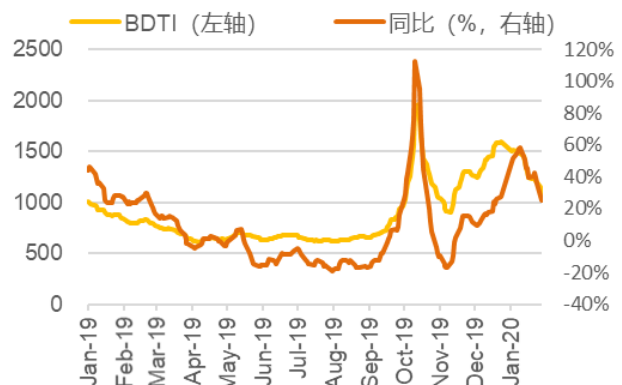
资料来源：Drewry，天风证券研究所

图 437：19 年起散运运价指数及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 438：19 年起油运运价指数及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

投资建议：本次疫情的影响较 2003 年 SARS 的影响来看可能更为深远，行业整体景气程度回升的节奏可能被打乱，但是我们认为危中有机，如航运行业的盈利能力受到进一步的挑战，供给侧可能迎来兼并整合及部分运力退出，龙头效应或进一步显现，2 月 3 日以来，航运股价均出现了较为明显的下跌，我们认为风险已经得到了一定程度的反应，建议关注中远海控、中远海能。

2) 港口：短期盈利可能受到影响，疫情控制有望较快修复

根据克拉克森 Sea/net 数据显示，过去一年中中国大陆的港口被全球船队挂靠共计约 28 万次，占全球港口挂靠数量的 7%。其中散货船和集装箱船在中国水域的时间占全球活动时间的份额最高，分别达到 10%和 9%。内贸方面，短期国内的经济活动可能被拖累，国内港口吞吐量可能随之承压；外贸方面，班轮公司 2 月停航比例近 35%，短期吞吐量将大概率下滑、额外的检验检疫需求将导致港口行业周转率下降，且各大港口的堆场使用费减免措施亦将小幅影响盈利。整体看，吞吐量、周转率的下降将导致港口行业短期盈利承受较大压力，且不同于 03 年我国外贸正处高速发展阶段，本次疫情的影响可能明显高于当时，但是在疫情得到控制后有望较快恢复，建议关注上港集团、招商港口、北部湾港。

8.5.4. 投资建议

本次疫情对交运子板块中航空、机场、公共出行板块影响最大，疫情的持续度或对行业盈利有重大不确定影响，其中机场板块虽有利空，但并不改变长期偏消费（免税商业）的投资属性，叠加核心上市公司依然有不可复制的地域优势，本次疫情为交运板块带来一定投资机遇；快递板块的影响则是“短空长多”，短期冲击在于其人力密集的行业属性以及各类小区监管、复工隔离等应急政策，长期的利好则在于疫情时期的电商潜在客户的培育所带来的新增业务量；高速公路、港口航运等板块更多则是疫情后阶段的经济冲击，投资价值不高；综上，我们推荐上海机场、密尔克卫、安车检测、顺丰控股，关注京沪高铁、圆通、申通和韵达。

8.5.5. 风险提示

经济超预期下滑，油价汇率波动，疫情超预期，旅客回流偏弱。

8.6. 环保与公用事业：环卫消杀与医废处置需求快速提升，电力燃气需求受疫情冲击

（——天风环保公用：石家骏/何文雯等）

8.6.1. 创造需求：消杀需求提升，环卫设备与服务受益

疫情发生后，各地开展消杀工作。随着疫情在全国的发展，30个省份启动重大突发公共卫生事件一级响应，实行最严格防控措施。武汉、西安、石家庄等多城区县已展开疫情防控全面消杀工作，包括针对城市道路的全面消杀，针对药店、菜市场、商场、医院、火车站、酒店等公共场所的重点消杀，针对垃圾桶、垃圾清运车辆、垃圾转运站等的集中消杀。我们预计，此次疫情引起政府对城市卫生的重视，在疫情结束后有望延续，消杀工作或成为环卫常态化工作内容。

图 439：武汉市消杀作业情景



资料来源：新浪网，天风证券研究所

图 440：郑州市对于市区道路进行消杀作业



资料来源：河南交通广播，天风证券研究所

清洁消毒设备需求或将迎来发展。从目前疫情期间的消杀情况来看，按照作业范围的不同，消杀工作主要分为道路消杀和重点区域消杀。两种工作情形对清洁消毒设备的需求略有差异：

1、道路消杀作业——清洁消毒车

城市主干道的消毒工作可通过大型清洗车、多功能抑尘车来完成。同时，环卫装备企业推出了针对城市重大疫情事件而设计的清洁消毒车，产品具备多模式消毒作业功能，智能自动消毒操作，高耐腐等特点：

- **多模式消毒作业装置：**装备冲洗、喷洒，喷雾等多种消毒作业模块，既可以对生活垃圾站等固定场所喷洒消毒液，也可以向广场、街道等公共场所喷洒雾化消毒剂，防止病毒细菌传播；

- **智能自动控制系统：**驾驶员可在驾驶室内一键操作，确保人员安全作业；
- **进口专业防腐材料：**消毒液罐体全覆盖专业化防腐涂层，可防腐蚀，确保车辆安全、无泄漏。

图 441：盈峰环境清洁消毒车



资料来源：公司官网，天风证券研究所

重点区域消杀作业——清洁消毒机器人

对于人群聚集的海鲜/农副市场、医院广场、居民社区、背街小巷等区域，大型清洗设备无法进入，人力消毒作业效率低、存在疫情感染风险，清洁消毒机器人的优势凸显。清洁消毒机器人可以采用无人化智能操作技术，高效替代人工作业（约相当于人工作业效率的8~10倍）。

图 442：盈峰环境清洁消毒机器人



资料来源：公司官网，天风证券研究所

消杀服务为环卫市场化打开增量空间。除了清洁消毒设备需求的增长，消杀大部分工作将由环卫企业最终承担，我国当前的环卫行业处于市场化加速发展阶段，据环卫科技网披露，目前市场化水平约 50%，传统环卫行业指道路清扫、垃圾清运、公厕管理等，随着作业内容的扩充，单位作业单价有提升空间。

图 443：环卫市场化发展、各阶段催化因素及新进入者

1989-2000年 双创活动	▪ 北京环卫（2001）、侨银环保（2001）、名城环境（2001）
2000-2005年 市政公用行业市场化改革	▪ 深圳升阳升（2003）、无锡环境卫生服务（2003）、成都行健城市环卫服务（2005）
2005-2010年 城市卫生体系建设	▪ 玉禾田（2007年进入）、升和环保（2008）、昌邑康洁（2010）、新安洁（2011）
2013-2014年 政府购买服务	▪ 龙马环卫（2013年进入）、启迪桑德（2014年进入）
2014-2016年 PPP模式	▪ 中联重科（2015年进入）、北控水务（2016年进入）、徐工环境（2016年进入）、首创环境（2016年进入）、中国天楹（2016年进入）
2017年至今 垃圾分类	▪ 杭州锦江（2017年进入）、国祯集团（2017年进入）、美欣达（2017年进入）、伏泰科技（2017年进入）

资料来源：北极星节能环保网，天风证券研究所

参考环卫科技网披露的信息，疫情期间潮州市嘉宝园林绿化有限公司的工作量增加30%-40%，考虑到广东省和全国各地区的实际疫情情况，全国环卫行业工作量平均增加30%左右，假设疫情结束后，常态化的消杀工作强度和频率降低至疫情期的30%-50%，消杀常态化服务有望为环卫市场化带来9%-15%的增量空间。

图 444：环卫服务市场空间测算

作业内容	测算指标	城市		县城		市场空间	
		2016	2020E	2016	2020E	2016	2020E
道路清扫	道路清扫面积（亿平方米）	79.49	116.38	25.06	30.46		
	清扫费用（元/平米）	10	10.41	5	5.20	920	1370
	市场空间（亿元）	795	1211	125	158		
垃圾清运	垃圾清运量（万吨）	20362	29812.00	6666	8102.56		
	垃圾清运费（元/吨）	70	72.84	55	57.23	179	264
	市场空间（亿元）	143	217	37	46		
公厕维护	公厕数量（万座）	12.98	19.00	4.36	5.30		
	厕所清洁管理费用（万元/座）	12	12.49	5	5.20	178	265
	市场空间（亿元）	156	237	22	28		
合计（亿元）						1277	1898

资料来源：住建部，天风证券研究所

注：假设道路清扫面积、垃圾清运量、公厕数量城市年均符合增速10%，县城年均复合增速5%；单价与CPI同比例上涨，假设按年均复合增速1%计算

综上，环卫装备类企业短期或将受益于清洁消毒设备需求的增长，建议关注盈峰环境、龙马环卫；中长期看，消杀服务或为环卫服务市场带来15%-25%的增量空间，建议关注玉禾田、侨银环保。

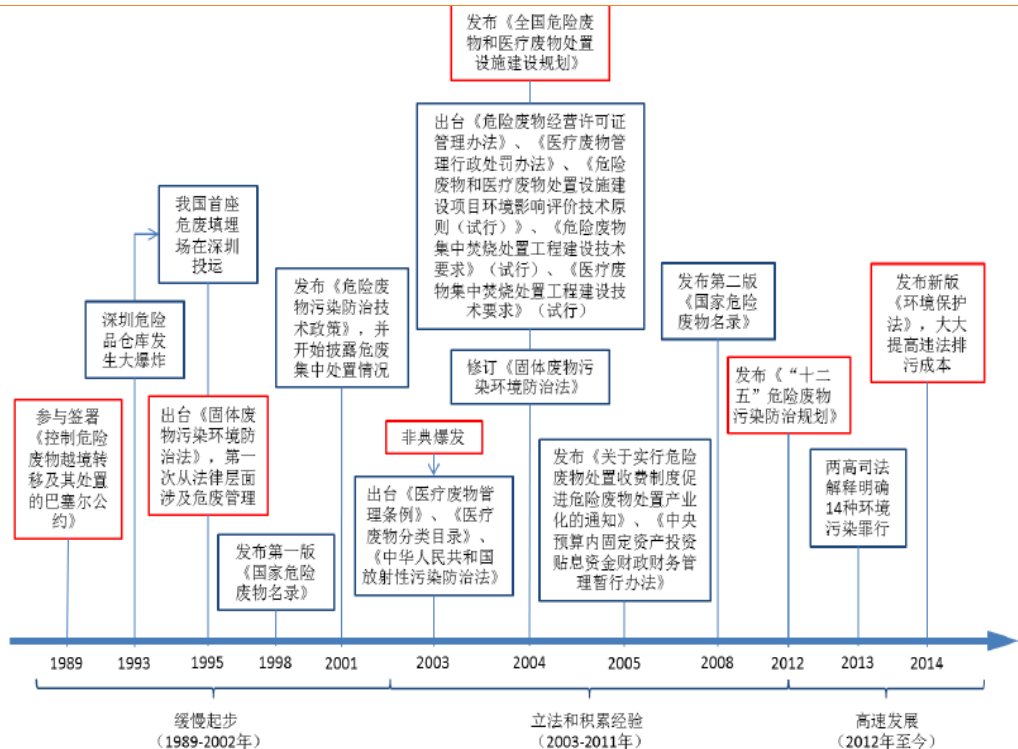
8.6.2. 创造需求：医疗危废需求激增

1、2003年非典疫情打开国内危废处理市场

2003年春季SARS疫情爆发后，国家非常重视医疗废弃物的安全处置，将医疗废物划分为环保废弃物，由原来的卫生部门负责，改为环保部门处置。同年6月16日国务院颁发了《医

疗废物管理条例》，条例中明确规定“尚无集中处置设施或者处置能力不足的城市，自条例施行之日起，设区的市级以上城市应当在 1 年内建成医疗废物集中处置设施；县级市应当在 2 年内建成医疗废物集中处置设施。”医疗废物和医药废物在《国家危险废物名录》中代码分别 HW01 和 HW02，位列在前。

图 445：中国危废产业政策发展三阶段



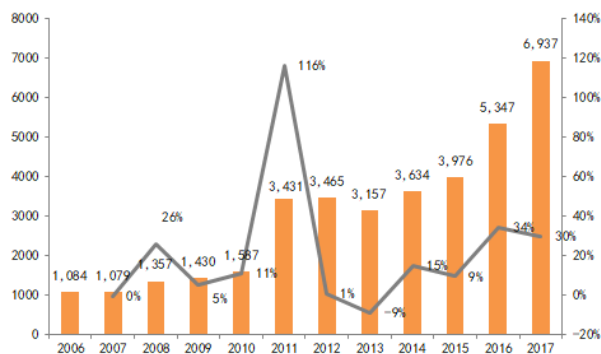
资料来源：生态环境部，天风证券研究所环保公用事业团队整理

危废处置市场从计划经济转向市场经济。起初，危废处置设施建设是按照国家规划建立全国三十个省市的危废处置中心，带有浓厚的计划经济色彩，属于垄断性审批项目。由于全国的规划没有考虑各地的产业特点和产能需求，直接导致建设的处置设施与实际需求不匹配。

2008 年，危废价格机制从行政事业型收费转向经营服务型收费。2015 年，环境保护部下放审批权到各省，此后出现向市级继续下放审批权（如江苏省）。危废处置资质审批权限不断放开，根本性的缓解危废处置供不应求的矛盾，市场准入总量上的不断放宽，使危废处置不再具备实施 a 类政府监管类特许经营的基础（绝对或相对的行政垄断性）。据环保部门数据，截止到 2019 年 6 月共计发放 2630 张危废经营许可证。

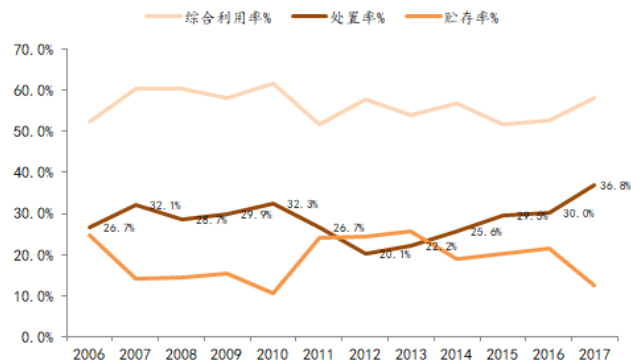
监管趋严，处置需求快速增长。随着十三五期间环境监管的趋严，危废处置需求大量释放。2013 年，“两高司法解释”发布，明确 14 种环境污染罪行；2014 年，新版《环境保护法》发布，违法排污者受按日连续计罚，大大提高了企业违法成本；“清废行动 2018”启动，各地政府启动自查，排污许可证及环境税各项制度倒逼工业企业规范处置，危废产能缺口加剧。2018 年部分省份已经出现危废处置价格的上涨，安徽、江西省份已经不再接收跨省转移的危废。

图 446：我国历年危废产量及增速（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 447：危废综合利用率、处置率和贮存率



资料来源：Wind，天风证券研究所

集中度较分散，但仍然存在产能缺口。全国各省 TOP5 处置能力的企业的产能占比的平均值在 47%，集中度相对比较分散，处理设施的负荷率在 25%左右。在核准经营规模中包括综合利用、无害化处置以及医疗废物和收集。综合利用的占比达到 75%，但是我国的综合利用的产能一直处于过剩状态，处置设施的负荷率意义不大，不能反映危废产业的真实缺口的结构特点。产能缺口主要在无害化处置，特别是填埋处置。

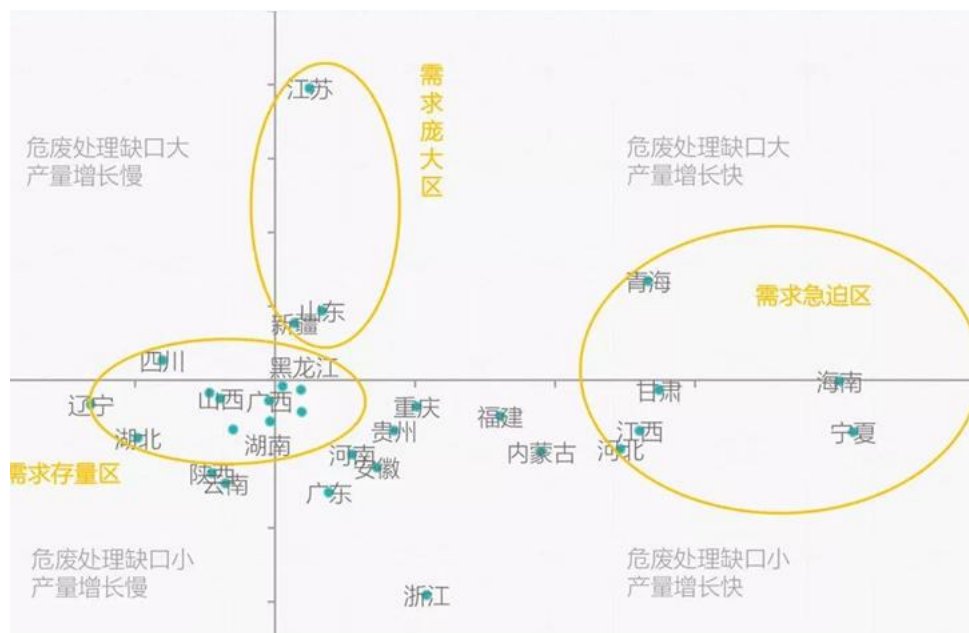
图 448：各省 TOP5 危废处置能力占比

省份地区	TOP5 总处理能力(吨/年)	该地区总处理能力(吨/年)	TOP5 占该地区比例(%)
山东	2490000	5221349	47.69
河北	861713	2257657.7	38.17
山西	403400	722440	55.84
辽宁	591120	1638756	36.07
吉林	1376328	2383828	57.74
黑龙江	212480	576628.5	36.85
江苏	1497800	10336382	14.49
浙江	1598250	7397308	21.61
安徽	1149000	3146308	36.52
福建	385500	1258690	30.63
江西	770000	1840174	41.84
河南	1118000	2685455	41.63
湖北	807400	2297708	35.14
湖南	1147000	3721969	30.82
广东	1351700	4733442	28.56
海南	44790	50000	89.58
四川	331000	798007	41.48
贵州	710000	1693530	41.92
云南	1060560	2822490	37.58
陕西	1387750	3158067.5	43.94
甘肃	425215	618081	68.80
青海	390000	574575	67.88
广西	926840	1614080	57.42
内蒙古	1350000	3062080	44.09
宁夏	995657.5	1455430	68.41
新疆	950000	1650100	57.57
重庆	813200	1092602.35	74.43

上海	591481	976379.3	60.58
天津	570000	979865	58.17
北京	219330	316015	69.40
平均值			47.0

资料来源：北极星节能环保网，天风证券研究所

图 449：我国主要危废市场的供需情况分布



资料来源：宇墨咨询，天风证券研究所

2、新冠疫情激增医疗危废处置需求

疫情较重地区的医疗危废运输和处置能力紧张，短期存量项目受益。据湖北中油优艺环保公司的官方微博显示，1月27日，武汉医废收集转运运力趋紧，湖北省生态环境厅在省内征集医疗废物运输车辆，位于湖北省襄阳市的中油环保襄阳公司启动预案。

医疗危废新增量测算。根据《第一次全国污染源普查城镇生活源产排污系数手册》，医疗废物产生量可按床位数测算，其中医疗废物产生系数约为0.58（公斤/床·天），估算医疗危废新增量=新增床位数×天数×医疗废物产生系数×床位使用率修正系数。

图 450：医疗危废增量敏感性测算（单位：吨）

床位数（张）	30天	60天	90天
3000	47	94	141
4000	63	125	188
5000	78	157	235
6000	94	188	282
7000	110	219	329
8000	125	251	376
9000	141	282	423
10000	157	313	470

资料来源：天风证券研究所环保公用事业团队根据医废产量公式测算（采用床位使用率0.9修正）

图 451：湖北省医疗危废处置设施汇总（单位：吨）

企业名称	上市公司	经营方式	经营范围	焚烧处置规模（吨/年）
湖北省天银危险废物集中处置有限公司	东江环保	收集、贮存、利用、处置	HW02	20000
湖北中油优艺环保科技有限公司	润邦股份	收集、贮存、处置、利用	HW02	20000
宜昌桑德环保科技有限公司	启迪桑德	收集、贮存、利用、处置	HW01, HW02	9500
湖北汇楚危险废物处置有限公司	启迪桑德	收集、贮存、处置	HW02	28600
华新环境工程（武穴）有限公司	华新水泥	收集、贮存、处置	HW02	11500
湖北京兰环保科技有限公司	-	收集、贮存、处置	HW02	130
湖北佰智昂生物化工有限公司	BB1 生命科学	收集、贮存、利用	HW02	1000
北控城市环境资源（宜昌）有限公司	北控城市环保资源投资	收集、贮存、处置	HW02 医药废物	27000
湖北润恒环境科技有限公司	自然人	收集、贮存、处置	HW02	1500
华新环境（十堰）再生资源利用有限公司	华新水泥	收集、贮存、处置	HW02	10.5
潜江东园深蓝环保科技有限公司	雅居乐	收集、贮存、处置	HW02	29100
武汉汉氏环保工程有限公司	-	收集、贮存、处置	HW01	18000
黄石中油环保科技发展有限公司	自然人	收集、贮存、处置	HW01	3960
东风（十堰）环保工程有限公司	天汽模	收集、贮存、处置	HW01	2825
襄阳万清源环保有限公司	润邦股份	收集、高温蒸煮	HW01	4000
湖北七朵云环保科技有限公司	-	收集、暂存、处置	HW01	10
荆州市中环环境治理有限公司	中节能	收集、运输、贮存、处置	HW01	16
荆门京环环保科技有限公司	中节能	收集、贮存（病理性废物、化学系废物、药物性废物）；收集、贮存、处置（感染性废物、损伤性废物、为防止动物传染病而需要收集和处置的废物）	HW01	3285 吨/年（831-001-01、831-002-01、900-001-01）；30 吨/年（831-003-01）；2 吨/年（831-004-01）；2 吨/年（831-005-01）
孝感市中环环境治理有限公司	中节能	处置	HW01	1825
湖北汇楚危险废物处置有限公司	启迪桑德	收集、贮存、处置	HW01	3000
随州市一片净环保有限公司	自然人	收集、贮存、处置	HW01	1080
恩施州蓝坤医疗废物处置有限公司	-	收集、贮存、处置	HW01	4000
黄冈市隆中环保有限公司	-	收集、贮存、处置	HW01	3600

资料来源：湖北省环保厅网站、企查查、天风证券研究所环保公用事业团队整理（注：HW01 为医疗废物、HW02 为医药废物）

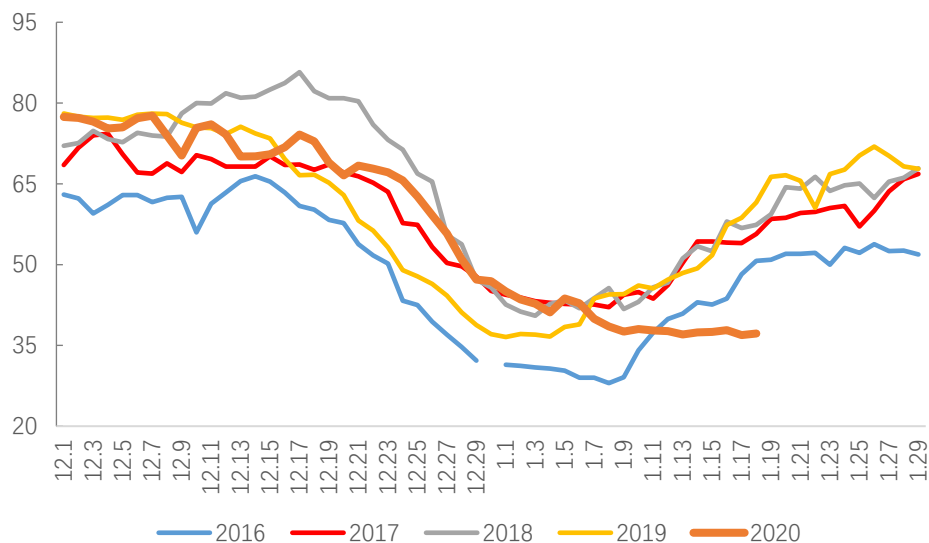
目前，除了湖北省外，四川、甘肃、河南、江苏、宁夏、青海、辽宁、广东、福建、黑龙江、湖南、陕西、山西、江西、安徽、天津、上海、重庆等 20 地都对医疗废物管理工作进行部署，这次疫情短期将直接影响存量设施利用率满负荷运转，长期将促使我国的医疗废物处置能力提升。

8.6.3. 递延与消失的需求：疫情影响用电增速，但对发电行业影响有限

疫情导致延迟复工对用电需求产生较大影响。农历正月初七至正月初十八，沿海六大发电集团日均煤耗均值为 37.38 万吨/天，同比去年下降了 24.3%，出现较为明显的降幅。延迟

复工导致用电需求同比下滑，从具体数据上看，今年正月初七煤耗数据同去年产生明显的背离趋势，日均煤耗同比降幅数据在持续扩大，正月十八日均煤耗同比降幅已经达到 39.57%。

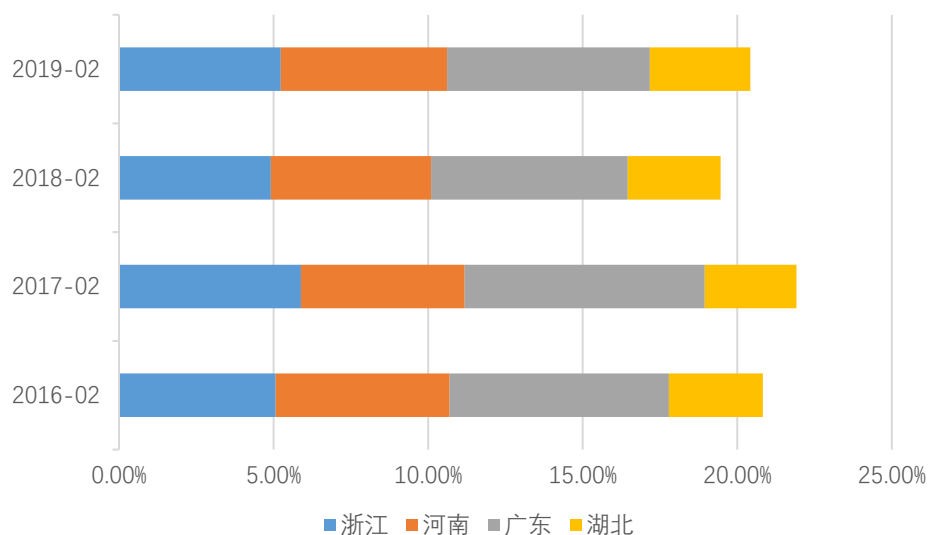
图 452：农历沿海六大发电集团日均煤耗（单位：万吨/天）



资料来源：Wind，天风证券研究所

疫情严重地区用电量占比 20%左右。目前除湖北之外，广东、浙江和河南三大省份是疫情较为严重地区，四个地区在历年 2 月份的用电量占比在 20%左右，其中 2019 年 2 月湖北、广东、河南和浙江占比分别为 3.25%、6.56%、5.38%和 5.23%。疫情的持续发展或将影响该地区的复工复产，进而影响用电量需求。

图 453：浙江、河南、广东、湖北用电量占比情况（单位：%）

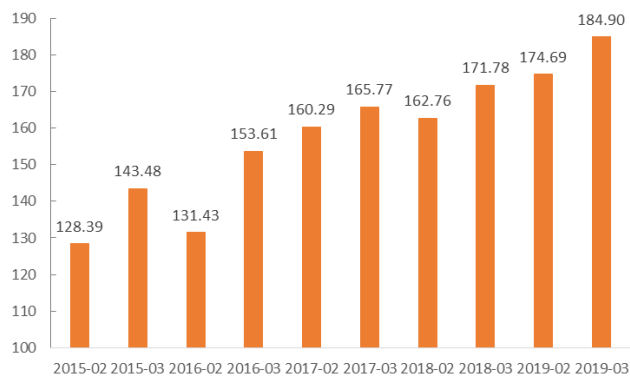


资料来源：Wind，天风证券研究所

春节期间三产和居民用电需求近年有明显提升。历年春节位于 2 月居多，近五年来仅 2017 年是春节处于 1 月，所以我们分析 2 月和 3 月的日均用电需求，以期能够获得更多量化数据。近五年 2 月和 3 月的日均用电需求差额在逐步缩小，2017 年两个月的日均用差额跌至 5.47 亿千瓦时，或同 2017 年春节较早有关，但 2018 年和 2019 年的数据可现实春节对用电量需求的影响较 2015-2016 年期间有明显下降。

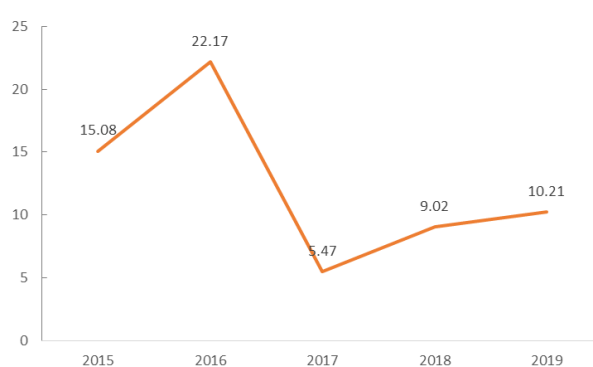
主要原因是三产和居民在春节期间的用电需求在提升，从近五年的数据看，2 月的三产和居民的用电需求明显要强于 3 月，主要得益于近年服务业的快速发展和居民取暖用电需求的持续提升。

图 454：日均用电量（单位：亿千瓦时）



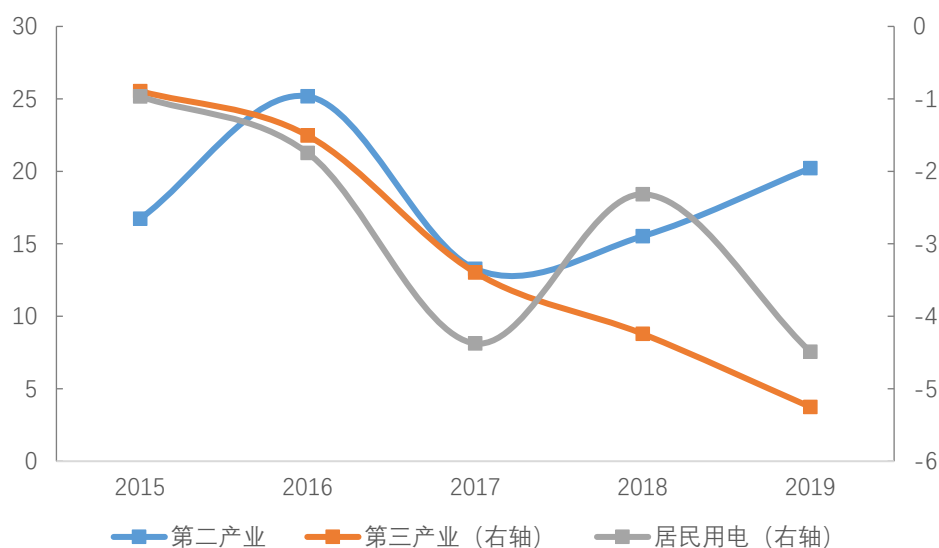
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 455：3 月和 2 月日均用电量差额（单位：亿千瓦时）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 456：二产、三产和居民 3 月和 2 月日均用电量差额（单位：亿千瓦时）



资料来源：Wind，天风证券研究所

延迟复工一周将影响用电增速为 0.36-0.42 个百分点。本次疫情主要对第三产业影响较大，2019 年 2 月第三产业日均用电量为 33.28 亿千瓦时，假设本次疫情使第三产业用电需求下降 50%-70%，则日均将减少第三产业用电约 16.7-23.3 亿千瓦时；第二产业方面，2019 年第二产业在 3 月和 2 月的日均用电差额为 20.22 亿千瓦时，疫情的影响主要来自于延迟复工的影响。目前来看，疫情对居民用电和第一产业用电影响不大。

总体来看，我们预估疫情对于日均用电量的影响在 37-43 亿千瓦时之间，若延迟复工一周，则新增用电需求将减少 259-301 亿千瓦时，对应全社会用电量为 0.36-0.42%。

火电：发电量将受挤压，对盈利影响。由于不同电源上网顺序的原因，火电排在新能源发电的上网次序后，因此用电量的减少或将全部挤压至火电端，发电量将受到一定影响。但从当前行业盈利模式看，利用小时数的影响远小于煤价和电价的影响，煤价和电价是当前火电盈利的主要矛盾。

煤价方面，开工延迟致使短期内供给不足，同时下游需求受疫情冲击影响暂时疲软，整体格局供需双弱，煤价上扬可能性不大，目前煤价已运行至低位，全国电煤价格指数 2019 年全年下跌 8.55%至 477.57 元/吨，在供需双弱背景下煤价将保持低位企稳。电价方面，从主要省份电力市场交易结果来看，电价下调幅度低于市场预期，更低于煤价下挫幅度，火电企业整体盈利大概率改善。同时在疫情带来的系统性危机冲击下，火电估值已跌至历史低点，PB 仅为 0.81。

图 457：火电行业历史 PB 值



资料来源：Wind，天风证券研究所

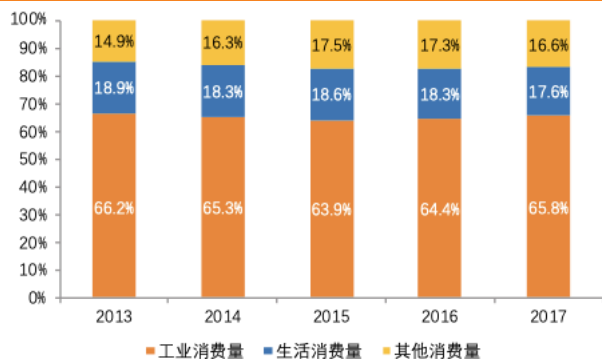
水电：清洁能源保障消纳，受需求走弱影响较小。水电正属来水枯期，发电量处于一年低谷，加之水电上网优先级较高，受末端需求波动的影响较小。此次疫情造成了第二、三产业的延后开工以及部分产业的重创，但相对于火电而言，水电受用电需求下滑影响不明显。反而在市场不确定性加剧背景下，水电的现金流优势、高股息等特点将进一步凸显，可以继续关注长江电力、华能水电、国投电力。

8.6.4. 递延与消失的需求：燃气需求受冲击明显，但供给影响有限、气价持续承压

1、工业是天然气终端需求的主体，复工延后挫伤需求

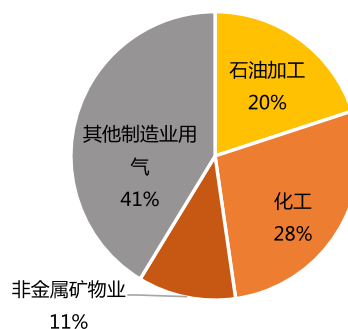
行业层面，工业是天然气行业的需求端主体。第二产业是我国天然气终端消费的主力军。从第二产业内部结构来看，高耗能行业同时也是二产耗气的主力军，石油加工、化工及非金属矿物业耗气占比接近制造业 60%。第二产业，尤其是高耗能产业的基本面与天然气行业景气度关联紧密，其开工状况对天然气需求端影响权重较大。

图 458：中国天然气消费结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

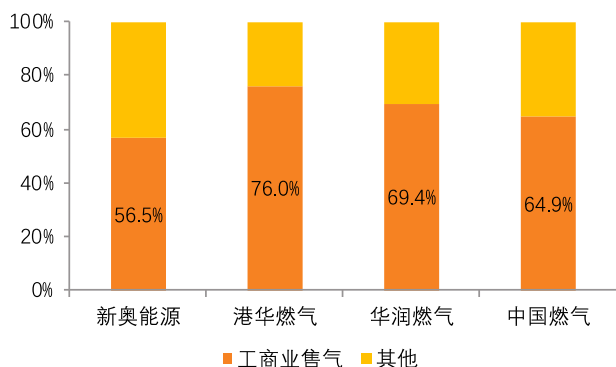
图 459：2017 年高耗能行业天然气消费量占制造业比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

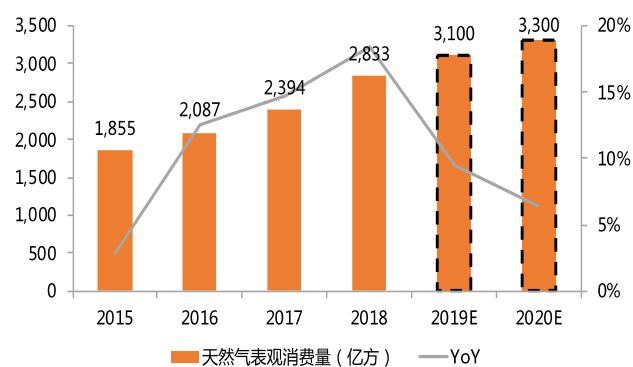
公司层面，城燃公司的主要售气客户也集中于工商业。以新奥、港华、华润及中燃四大全国性城市燃气服务商为例，工商业售气占比均超过 50%，最高接近 80%左右。在工商业与居民生活用气毛差差距不大的情况下，工商业用气量成为公司的主要利润来源。工商业的天然气需求量很大程度上决定了城燃公司的业绩走向。

图 460：中国城镇燃气售气结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 461：中国天然气表观消费量



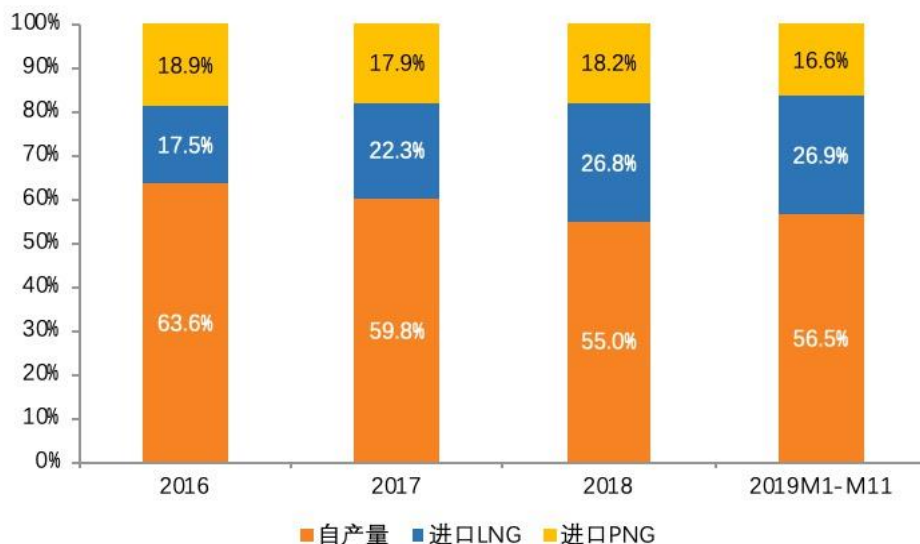
资料来源：Wind，天风证券研究所

工业复工延后，天然气需求端受到强烈冲击。受疫情影响，除防疫产品生产等特殊保供行业以外，第二产业普遍推迟复工，工商业用气需求将产生一段空档期，造成整体天然气需求量的同比剧烈下挫。疫情结束之后，部分厂商在订单压力下将对工期进行调整，提速生产保证进度，因此结构上会产生一部分天然气补偿需求。但大部分工业企业的天然气需求的同比下挫将难以弥补，在这次疫情中，天然气行业整体属于相对受损型行业。

2、自产冲击有限，进口承压走弱，疫情冲击整体弹性较小

我国天然气供给分为自产及进口两部分。近年在“煤改气”的政策东风下，需求增长迅猛，短时间内自产跟进不足，进口占总供给比例持续提升。2019 年以来随着政策红利收尾，需求趋于平缓；同时国内油气开采开始发力，进口增速逐步平缓，对外依存度稳定于 43% 左右水平。从 2019 年前 11 个月数据来看，自产占比 56.5%，进口占比 43.5%，其中进口液化天然气（LNG）占比 26.9%，进口管道气（PNG）占比 16.6%。

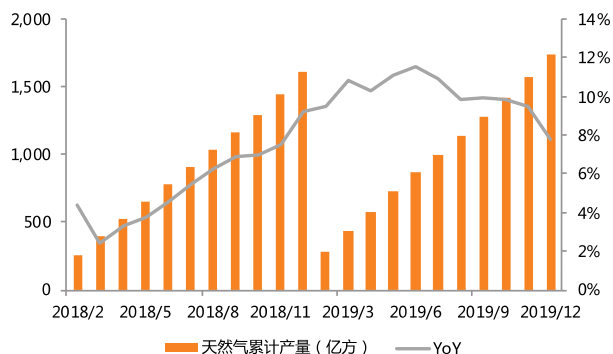
图 462：中国天然气进口结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

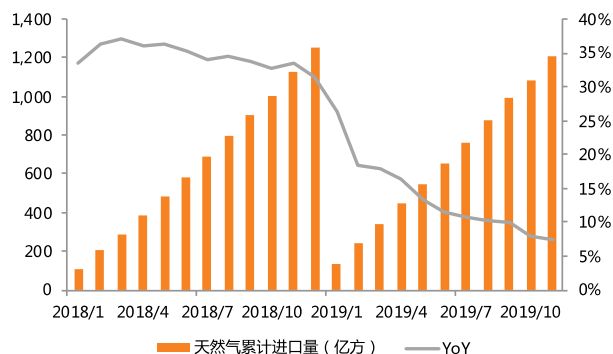
整体来看，疫情将对供给形成一定冲击，但相较需求端影响较小。自产方面，天然气开采由于气田运行的生产特点，延迟复工因素对产量影响不大；同时天然气作为关键能源，开采主体承担保供的关键任务，因此自产方面受疫情冲击较小。进口方面，受内部需求走弱预期影响，较为灵活的进口合约将被取消，尤其是部分海运 LNG 订单，而进口 LNG 作为我国天然气进口的高权重渠道，其削减将显著降低我国整体供给规模。因此供给端短期内也将呈现出走弱趋势，但相较需求规模的下滑，供给量变化弹性不足，且滞后明显。

图 463：2018-2019 年天然气累计产量及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 464：2018-2019 年天然气累计进口量及增速

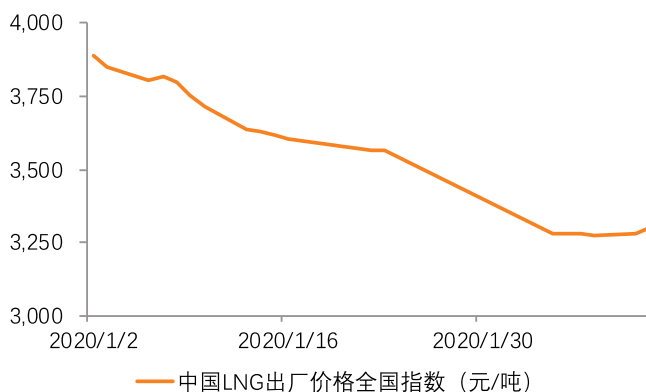


资料来源：Wind，天风证券研究所

3、价格持续承压，全年结构性需求、成本优化逻辑强化

需求短期内是主要矛盾，价格走低预期加强。疫情对燃气行业冲击明显，尤其是对终端需求产生剧烈冲击，供给虽受疫情及需求预期变化受到联动影响，但存在滞后性，短期内变化弹性较小。供需层面来看价格下行压力较大，短期内市场化价格承压。同时，作为重要的基础能源供给，疫情特殊时期下，其公用事业外部性属性得到突出，下游工商业暂处困境的局面下，政策层面基础能源价格的调控补贴是帮助企业纾困的重要手段，价格下行趋势较强。1月20日疫情防控升级以来，LNG 出厂价格指数已下挫 7.8%；2020 年以来已累计下挫 16%，表现出市场需求疲软。

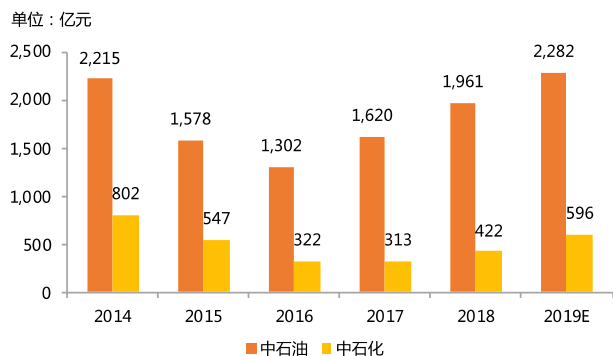
图 465：全国 LNG 出厂价格指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

全年供需格局进一步宽松，下游城燃企业成本优化预期增强，结构性需求机会增大。需求端，政策红利收尾背景下，需求同比走弱本就是 2020 年大势，我们判断若无此次疫情，表观消费量同比增速也将下滑至 7% 左右，此次疫情加剧了全年需求的下挫量；供给端，疫情冲击相对有限，同时产能在“七年行动计划”下加速释放，开采力度加剧，进口渠道在 LNG 接收站加速开放以及俄气东线投运背景下持续疏通；整体来看，供需平衡不断向宽松方向发展。

图 466：主要油气开采商资本开支情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

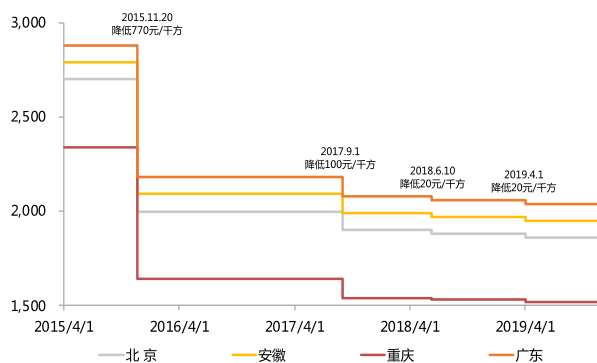
图 467：中国天然气四大进口渠道

项目	子项目	投产时间	境内全长 (公里)	设计年供气 (亿方)	气源地
中亚天然气管道	A线	2009	8000	300	土库曼斯坦
	B线	2010		300	哈萨克斯坦
	C线	2014		250	乌兹别克斯坦
	D线	在建		300	哈萨克斯坦
中俄天然气管道	东线	2019	3342	380	俄罗斯
	西线	-	2800	300	
中缅油气管道		2013	1727	120	皎漂港 Shwe气田
沿海LNG通道			-		

资料来源：公司官网，天风证券研究所

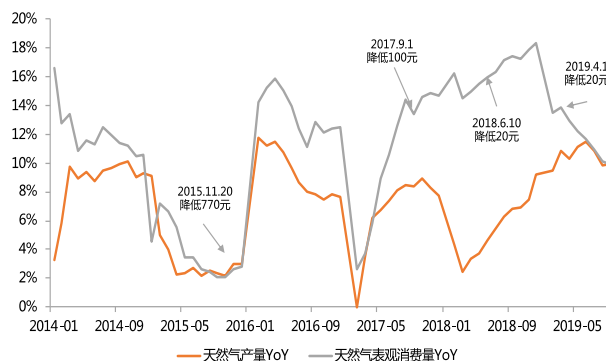
供需紧平衡格局持续弱化的节奏下，上游天然气价格抬升动能渐弱，涨价预期见顶，旺季涨价幅度有望降低，同时门站价下调概率增大，而门站价对应城燃公司的成本端，其下行压力同时带来了成本优化确定性的增强。在降价背景下，部分对价格敏感度较高，同时顺价渠道通畅的需求有望得到刺激，如天然气分布式能源。因此，总的来看，短期内天然气需求冲击较为明显，但全年成本优化及结构性需求逻辑在这一轮疫情冲击下得到强化。

图 468：中国历次天然气门站价下调



资料来源：国家发改委，天风证券研究所

图 469：天然气门站价下调与行业走势



资料来源：Wind，国家发改委，天风证券研究所

8.6.5. 风险提示

宏观经济波动，疫情持续时间较长，企业复工时间较晚，电价政策性下调，用电量下滑幅度超出预期。

9. 疫情对下游消费行业影响分析及展望

9.1. 商贸&社服：线上消费需求被激发，线下消费短期延后

（——天风商社：刘章明/孙海洋等）

9.1.1. 激发的需求：刺激线上消费行为，引发物业管理、人力资源管理关注

1、超市：疫情短期利好超市销售，到家业务迎来爆发性增长

在疫情的大背景下，由于消费者囤货、在家做饭、菜市场关闭等原因，优质超市公司短期销售额受益。在新冠疫情升级扩散的背景下，消费者呈现出①疫情导致消费者产生恐慌情绪或者为了少出门，消费者对超市部分品类进行疯狂囤货，品类集中在生鲜、粮油米面、防疫物资等，使得客单价明显提高；②疫情期间消费者会避免外出就餐，倾向于在家里做饭，提高了消费者对于生鲜的需求；③疫情期间全国各地关闭了大量菜市场，更加安全卫生的超市成为了消费者的首选。从跟踪各家超市公司数据，我们可以发现疫情对于超市销售额短期有明显促进作用，永辉超市、家家悦、红旗连锁 1 月份&春节期间同店都高增长，步步高 1 月超市销售收入同比增长 43%。

表 78：1 月份&疫情期间重点超市公司经营情况

公司名称	具体情况
永辉超市	1 月和春节期间同店高增长。由于疫情的存在导致消费者对于部分商品出现囤货现象，蔬菜、蛋奶、粮油米面、防疫物资等基础民生商品销售明显提升，同时公司积极拓展线上业务，线上订单出现激增的状况。
家家悦	1 月和春节期间同店高增长。①从客流客单角度：疫情的存在对于客流有所负面影响，但是由于消费者囤货现象导致客单价有明显提升；②从品类角度：消费者对于生鲜品类、粮油米面、防疫物资等生活必需品需求激增，对于酒类、年货礼盒等商品需求有所下降；
红旗连锁	1 月和春节期间同店高增长。由于疫情的存在导致消费者对于部分商品出现囤货现象，部分商品甚至出现缺货的情况，公司积极通过各个渠道去备货满足市民的日常需求。
步步高	1 月步步高超市销售收入同比增长 43%。步步高 2020 年开年的反应是比较快的，大年初一步步高已经派出采购团队前往云南、海南、广西、山东寿光进行物资采购。针对米面、肉类、蔬果等目前需求量大的品类，从初四开始确保每天 1000 吨的量分到门店，是平日的 6 倍多。疫情期间，步步高还陆续投放了 300 吨国家储备肉，平抑市场物价。

资料来源：联商网、商业观察家，天风证券研究所

同时，在此次疫情过程中，到家业务实现了爆发性增长，消费者为了减少出门，更加倾向于在线上下单。①从传统超市角度来看，永辉超市、家家悦、步步高、苏宁超市业务等到家业务需求明显提升，其中步步高 1 月线上到家业务环比增长 3 倍，平均客单价超过 120 元。其中，大年初一到初八，线上订单销售占比超 10%；苏宁超市业态到家业务同比增长了接近 4 倍；②从新零售初创企业角度来看，叮咚买菜、每日优鲜、盒马、京东到家等到家业务明显提升，其中叮咚买菜春节期间每天的订单增长了三到四倍；京东到家除夕到大年初三销售额同比增长了 540%。新冠疫情推动到家业务短期大爆发，使得面临严重融资困境的新零售初创企业有了一定的喘息机会，同时也暴露除了供应链体系不足、配送时效性延后等问题，未来疫情过后到家业务还需进一步观察。

表 79：疫情期间各家公司到家业务情况

公司名称	具体情况
永辉超市	永辉在 2020 年春节期间，全力保障用户基础物资供应，永辉生活·到家粮油储备是平时的 3 倍供应量；饮水是平常 2.5 倍供应量；海鲜河鲜贝类货源充足随时调货；民生肉类根据平日供应量增加 5 成；奶类商品是平时的 2-3 倍供应量；大米是平时的 1-2 倍供应量；蔬菜备货 20 万份以上，是平时的 3 倍。
步步高	1 月份步步高线上到家业务环比增长 3 倍，平均客单价超过 120 元。其中，大年初一到初八，线上订单销售占比超 10%。步步高在 2020 年及时升级了到家服务，大年初三步步高集团董事长王填召集所有高管召开会议表态，要全力开展线上到家业务，跑通“小步到家”三个波段配送：上午订单下午送到，下午订货到晚上送到，晚上订货到第二天上午送到。

苏宁易购 在疫情期间，苏宁到家业务发展迅猛，相关业务规模同比增长近 4 倍。

叮咚买菜 春节期间每天的订单增长了三到四倍，接下来的元宵节再往后走，预计市场会不断增长，业绩也可能增长三到五倍。

京东到家 除夕至正月初三期间，京东到家全平台销售额同比去年春节增长 540%。其中，粮油副食、日配冷藏、水果蔬菜和肉类成为销售额最高的品类。同时，超市商品销售额同比去年春节增长 600%，医药产品增长 430%，水果和蔬菜均增长达 200%。

每日优鲜 每日优鲜的供给量已经超过了历史峰值，春节期间交易额实现 3-4 倍的增长。随着新老用户的大量涌入，客单价也提升了 30 元，达到 120 多元。

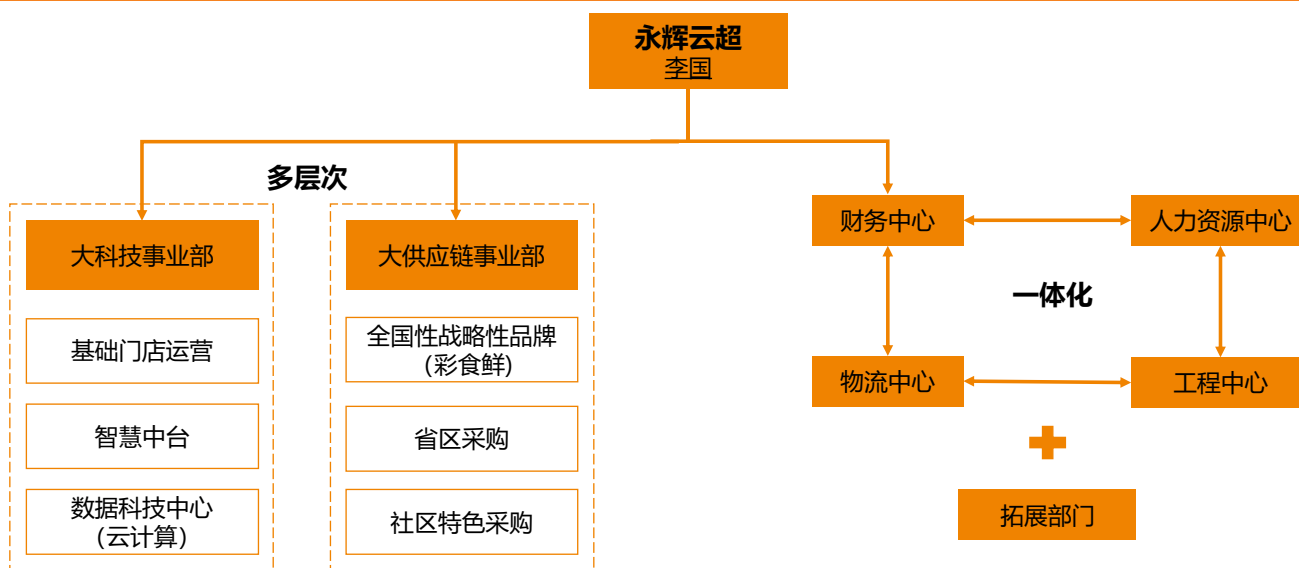
资料来源：苏宁蓝话筒、零售老板参考，天风证券研究所

通过以上对于疫情期间超市公司的经营情况以及到家业务爆发性增长的分析，我们认为具备生鲜核心竞争优势叠加一定到家能力的优质超市公司价值凸显，优质超市公司具备长期投资价值，**重点关注永辉超市、家家悦、红旗连锁等。**

①永辉超市：全国性超市龙头企业，聚焦云超线下线上全渠道发展

聚焦云超拓展全国：从公司战略管理角度出发，公司决定将云超一、二集群进行合并管理，任命李国为永辉超市总裁。云超下设大供应链事业部、大科技事业部，实现财务中心、人力资源中心、物流中心、工程中心四个中心一体化。同时，公司将全国分为 10 大战区，10 大省区总作为核心合伙人，充分调动各大省区总的积极性。公司推进“大店+mini 店”协同发展，推出“永辉买菜”APP 发力线上业务。

图 470：永辉云超组织架构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

“大店+mini 店”协同发展：云超大卖场是永辉的基石，截至 2019 年 12 月底，公司大卖场已开业门店合计 910 家，筹建储备门店 233 家，门店覆盖全国 28 个省份、529 个市（区、县），其中 2019 年新开 205 家（含并购百佳）大卖场，大卖场开店再提速；mini 店是公司在社区业态创新方面的新举措，截至 2019 年底，mini 店共开业 560+家，目前 mini 店还处于迭代期。

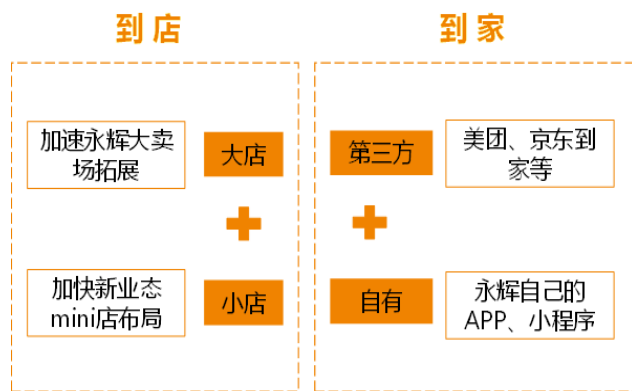
推出“永辉买菜”APP 发力线上：公司于 19 年 3 月筹划发展线上业务，耗时 3 月梳理会员系统，再耗时 3 月迭代出“永辉买菜”APP，10 月开始全面推广“永辉买菜”APP，目前在福建、四川、重庆、北京等优势区域加速布局，目前由于新冠疫情影响导致线上订单激增，对于公司线上业务拓展有所助力。

图 471：公司十大战区分布



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 472：永辉到店和到家业务布局



资料来源：36 氪，亿邦动力网，天天风证券研究所

②家家悦：新冠疫情利好同店，同店持续向好，省内省外加速发展！

同店持续向好：2020 年 1 月同店增长主要是：①春节错位；②疫情导致消费者囤货&线上订单激增，公司凭借供应链优势能够稳定供货；③CPI 上行等，预计 1-2 月份合计同店会较好。农历口径看，正月初一到初八同店为正，累计来看同店在双位数以上。

加速新开门店：2019Q1-3 公司新开门店 53 家，2019 年新店门店目标在 80-90 家，以大卖场与综合超市为主，预计 2020 年新开门店为 100+家。

内生外延提升山东省内市占率：公司在山东省内不仅通过自身加速新开门店，还通过外延并购的方式加快布局。①可转债：公司拟发行可转债的募资不超过 6.45 亿元，投资于连锁超市改造项目（2.03 亿）、威海物流改扩建项目（1.77 亿）、烟台临港综合物流园项目（2.55 亿）、补充流动资金（0.1 亿）；②外延并购：公司一方面通过收购青岛维客进入青岛市场，另一方面拟竞买华润万家山东省内七家门店，其中青岛 3 家、济南 2 家、烟台 1 家、淄博 1 家，转让低价 3200 万，对应 2018 年营收 PS 为 0.046，估值相当便宜。

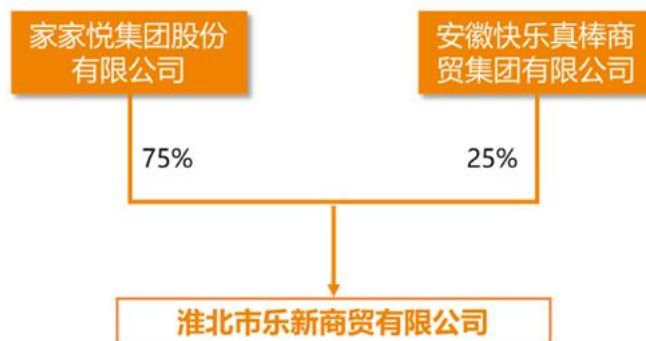
收购张家口福悦祥和淮北真棒跨省发展：公司以自有资金 1.56 亿元投资持有张家口福悦祥 67%股权，加快在张家口及周边华北地区（内蒙、山西等）的连锁网络布局。同时，公司拟以自有资金投资 2.1 亿元收购淮北乐新商贸 75%股权，拥有已开业的直营连锁门店 31 处，经营业态主要为超市，门店的面积总计约 109,491 平方米，并自建了支撑超市业务发展的物流中心和食品加工厂，跨省发展战略再迈出一步。

图 473：公司收购张家口福悦祥 67%股权



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 474：公司收购淮北乐新商贸 75%股权



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 80：淮北乐新商贸利润简表

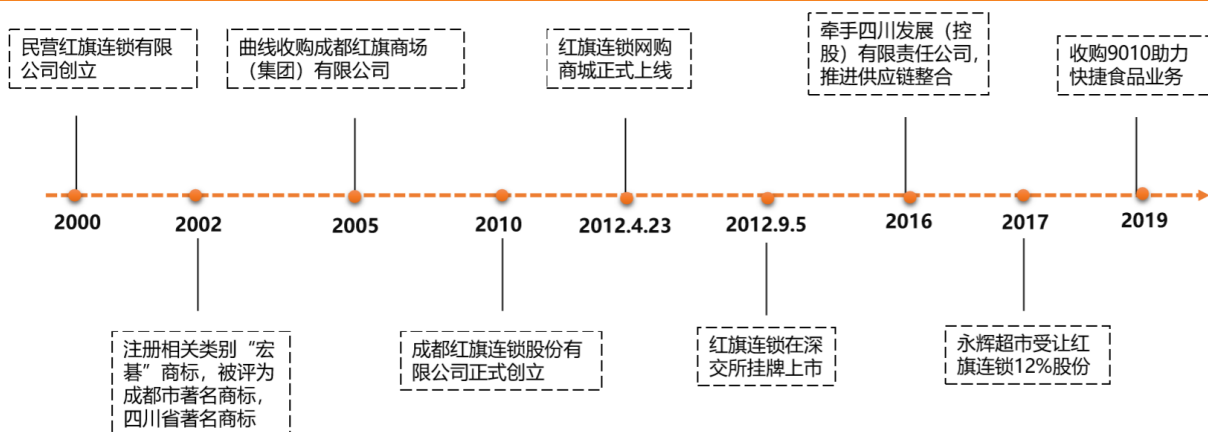
项目	2018 年度（未经审计）	2019 年 1-9 月（未经审计）
营业收入（万元）	66675.74	55398.17
净利润（万元）	-2932.93	-2480.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

③红旗连锁：主业增长&新网推动业绩高增长，内生外延&永辉赋能加速发展

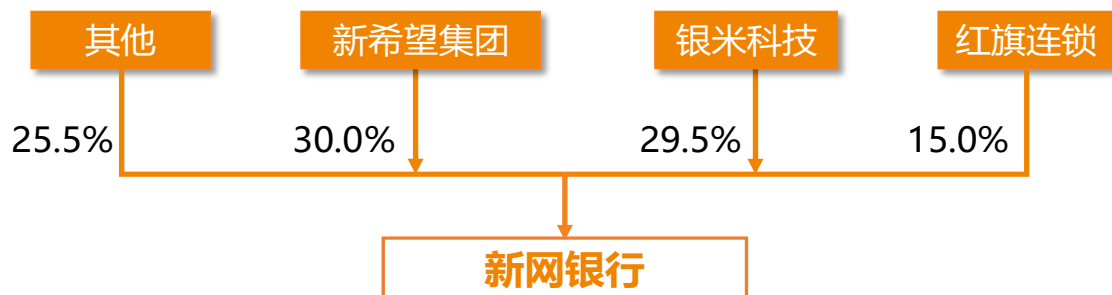
内生外延提升公司市占率，新网银行贡献投资收益增厚业绩：公司一方面自己加速新开门店，2019 年公司预计新增门店 100+家，门店数量达到 3000+家。另一方面，公司近年来不断外延并购提升市占率，收购红艳超市、互惠超市、乐山四海超市以及 9010 便利店等。同时，公司联合新希望集团、银米科技设立的四川新网银行，公司持股比例为 15%。新网银行自 2018 年开始贡献投资收益，2018 年贡献投资收益 0.55 亿，2019 年盈利能力将进一步增强。

图 475：红旗连锁发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

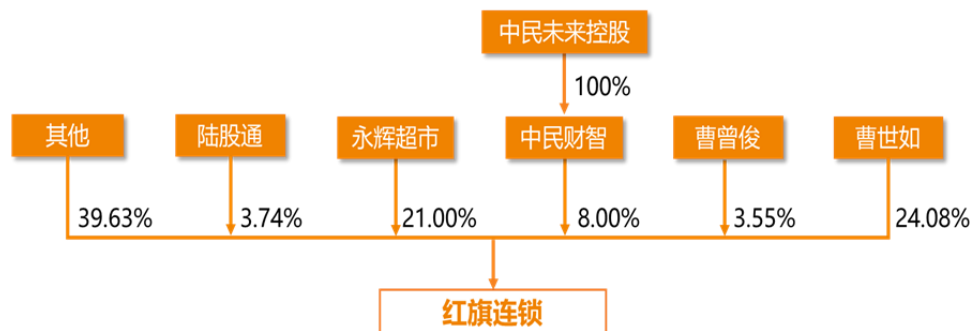
图 476：新网银行股权结构



资料来源：腾讯科技，天风证券研究所

永辉持股 21%成为第二大股东，加速生鲜供应链&门店改造赋能：永辉超市持股 21.00%，成为为第二大股东，永辉在供应链、门店升级、商品品类调整、社区增值服务等方面给予公司大力支持。截止 2018 年底，公司携手永辉团队打造的生鲜型便利店已突破 100 家，后续改造升级计划正有序推进中，预计 2019 年生鲜门店新增 300 家。

图 477：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2、电商：疫情刺激电商需求爆发，短期受制于快递运力紧缺

疫情导致消费者更倾向于电商购物，不过短期受制于快递运力紧缺，未来随着快递运力恢复电商需求将进一步爆发。春节假期本来是电商购物的淡季，在新冠疫情肆虐的大背景下，消费者需要减少出门，所以电商购物的需求有明显提升。短期来看，由于快递运力的暂时性缺失，电商购物的需求没有办法得到充分满足，同时各地假期延长使得快递运力比往年更加延迟恢复。中长期来看，随着未来快递运力得到有效缓解，消费者电商需求将得到进一步释放，同时即使未来疫情得到缓和，消费者在一段时间内依然会将避免前往百货或购物中心等公共场所，消费者的需求将很大程度上通过电商渠道得到满足。

表 81：各大电商公司疫情期间的经营情况和措施

	具体经营情况	防疫举措
阿里巴巴	2月10日，阿里巴巴集团与蚂蚁金服集团发布《阿里巴巴告商家书》，推出六大方面20项特殊措施，扶助中小企业发展。阿里巴巴此次推出的六大举措旨在支持和鼓励全国特别是湖北等疫情较重地区的中小企业发展，包括减免平台商家经营费用、提供免息低息贷款、开放灵活就业岗位、补贴快递物流、提供数字化服务、支持远程办公等，来帮助商家应对暂时的困难，打赢疫情中的经济仗。	1月25日，阿里巴巴宣布设立10亿元医疗物资供给专项基金，从海内外直接采购医疗物资，定点送往武汉及湖北的医院。阿里国际站携手LAZADA、天猫国际、菜鸟网络、速卖通、考拉、天猫海外等多个阿里巴巴国际业务团队，在全球数十个国家实地采购口罩、防护服、护目镜等重点物资。
京东	京东数据显示，从除夕-初九（同比去年春节同期）全站包括米面粮油及乳制品等在内的民生类商品成	京东集团抗击疫情专项行动自1月21日启动以来，截至2月2日已累计投入人民币近2亿元，分别用于：防

成交额增长 154%。“宅”生活少不了娱乐和充电。元宵节前，棋牌麻将类商品成交额同比增长了 110%，游戏设备成交额增长超过 90%。图书类商品中，国学古籍类图书增长最高，增速超过了 90%，其次是中小学教辅成交额增长了 80%，真是什么情况都不能忘了学习

拼多多 1 月底至今，拼多多商家后台发布的多封站内信显示，拼多多将对于在疫情期间坚持承担物流补贴成本、维持运营和发货服务消费者的商家给予补贴，每笔订单将补贴奖励金 2-3 元。据拼多多平台方透露，该补贴不设上限，目前平台已经划拨出 10 亿元首批专项补贴资金，用于激励所有在疫情期间坚持服务消费者的商家。

护和医疗物资捐赠、驰援湖北专线运力投入以及针对湖北及其他疫情严重地区的民生保障投入等项目。接下来，京东将继续发挥供应链、物流、技术、服务等方面的优势，继续全力支持湖北及全国的抗击疫情战役，保障供应。

1 月 31 日，拼多多宣布向湖北地区捐赠 100 万只医疗专用口罩，2 万套防护服，20 万只医用手套，以及 30 吨德国进口医用消毒液等物资，以缓解当地医疗物资短缺的局面。除驰援武汉外，该批物资中近半将陆续运往黄冈、孝感、天门、襄阳等湖北省其他地区，上述地区是武汉春运期间人口净流出的主要区域，目前广泛存在医疗物资短缺现象。据拼多多“抗疫工作组”组长介绍，公司目前已经联合顺丰、中国邮政，开辟了直达湖北省 12 个地级市、27 个县的绿色通道，首批捐赠物资已在配送途中。

苏宁易购 由于疫情的原因，大量消费者选择在网上购买商品。据悉，苏宁易购主站流量在春节期间同比增长超过 50%，线上苏宁超市业务也呈现翻倍增长。线下门店则利用各类互联网工具，通过 14 万个线上社群进行产品传播，社群转化率超过 25%，其中推客销售额在春节期间同比增长迅猛，并且下单用户超过三分之一为新用户。

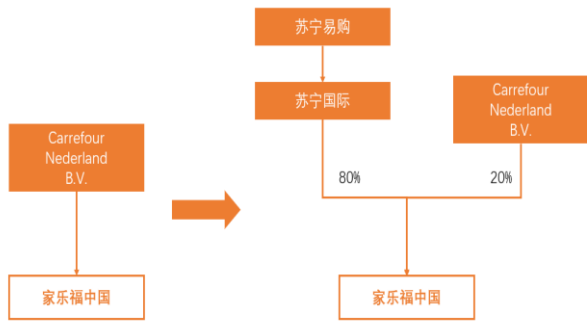
面对疫情，苏宁第一时间成立由张近东董事长牵头的防疫工作领导小组，并在武汉成立支援工作小组，拨付专项基金用于急需物资捐助，利用全球供应链资源，积极筹措和捐赠前方亟需的防疫物资，包括 42.5 万只防护口罩、77 万双医用手套等，并在第一时间向武汉“火神山”、“雷神山”医院捐赠约 350 万元物资，提供医院建设需要的电脑、空调、热水器、微波炉、插线板等家电及办公用品，食品、饮用水等物资。

资料来源：联商网等，天风证券研究所

①苏宁易购：疾风急浪推动竞争重组，苏宁全渠道&全品类优势凸显

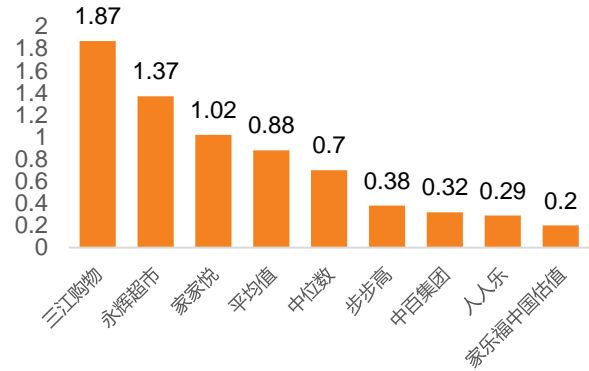
新冠疫情推动消费者线下囤货&线上订单激增，家乐福&苏宁小店业态实现高增长。新型冠状病毒肺炎疫情升级扩散的背景下，绝大部分零售业都受到了一定的冲击，但是对于销售必选消费品的大卖场、社区生鲜超市、便利店、生鲜电商等业态依然能保持稳定的发展，并且在春节期间由于线下消费者囤货行为&线上订单激增等原因，甚至能够实现逆势成长。苏宁易购在快消品方面线下实现“大店+小店”协同发展，通过家乐福&苏宁小店两种业态实现全覆盖，同时推进线上线下全渠道发展。①家乐福方面，截止 2019 年 9 月，公司拥有家乐福超市店面 210 家，家乐福便利店 25 家，通过家乐福一小时达布局线上业务，目前家乐福中国业务的整合效应初有成效，2019Q4 家乐福中国实现扭亏为盈，同时 1 月截止目前家乐福销售同比增长 20%，家乐福一小时达同比增长也很快；②苏宁小店方面，公司依托苏宁小店布局高频次的快消品，具备拓品类、线上引流和卡位社区流量入口的价值，春节期间苏宁小店销售同比增长 50%，菜场自提业务环比有几百的增长，苏宁小店社区优势将进一步体现。

图 478：收购前后家乐福中国股权结构变动



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 479：主要公司 2018 年股权价值/收入倍数



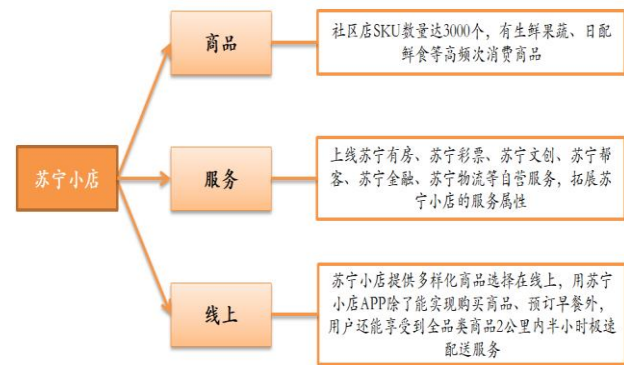
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 480：苏宁小店是依托于苏宁生态的智慧零售模式



资料来源：联商网，天风证券研究所

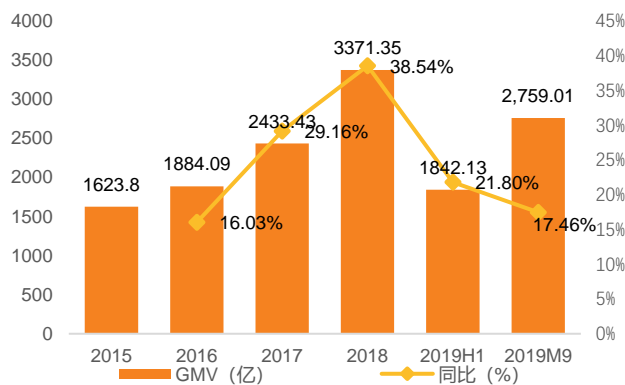
图 481：苏宁小店示意图：商品+服务+线上



资料来源：公司公告，天风证券研究所商社团队整理

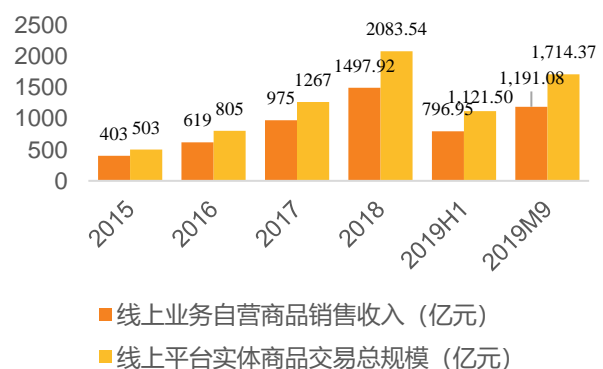
新冠疫情促进电商购物需求激增，主站线上销售&DAU 实现高增长。由于新冠疫情存在，春节期间消费者需要尽量不出门，消费者在电商购物的需求旺盛，随着疫情不断升级扩散，消费者网购的需求将不断持续。苏宁线上聚焦社交、社区、内容电商能力的提升，不断完善苏宁推客的运营管理体系，完善苏宁拼购的商品规划及创新玩法，推进对外赋能输出，实现线上业务规模的快速发展。截止 2019 年 9 月，公司实现线上平台商品交易规模为 1,714.37 亿元（含税），同比增长 24.27%。其中自营商品销售规模 1,191.08 亿元（含税），同比增长 19.46%；开放平台商品交易规模 523.29 亿元（含税），同比增长 36.82%。

图 482：公司 GMV 快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 483：公司自营与开放平台增长情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 484：苏宁线上线下相融合全渠道发展



资料来源：公司官网，天风证券研究所商社团队整理

图 485：苏宁线下多业态产品族群



资料来源：公司官网，天风证券研究所商社团队整理

春节期间电器销售本身为全年最低阶段，新冠疫情对线下电器业务影响相对较小。在新冠疫情肆虐的春节期间，对于必选消费品尤其是生活必需品影响相对较小，但是对于可选消费品影响则比较大，电器业务属于可选消费品则不可避免受到冲击，不过由于春节期间是电器业务销售全年最淡季，所以整体受到新冠疫情影响不大。公司线下积极应对市场变化，调整升级店面业态布局，加快推进低线市场的网络覆盖。截止 2019 年 9 月，公司拥有家电 3C 家居生活专业店 2,295 家，苏宁易购直营店 1,456 家，苏宁易购零售云加盟店 4,131 家。虽然新冠疫情对于线下电器业务销售有所冲击，但是由于春节期间为淡季整体影响不大，1 月截止目前线下电器业务含零售云保持基本持平，同时恶劣的大环境对竞争对手来说更加被动，上游品牌商压力也更大，公司的议价能力将进一步提升。

3、在线教育：利好在线教育机构，在线消费习惯进一步成熟，同时春节前后流量有效增

厚后续转化蓄水池；头部机构借助品牌资源优势加剧行业集中度提升。

第一，疫情造就天然流量红利，为在线教育提供历史发展机遇。疫情前好未来新东方等传统教培巨头以及猿辅导、跟谁学、作业帮等早期在线教育机构已针对全国在线教育市场展开激烈争夺，重金培养用户习惯教育市场同时抢占客户。本次疫情由于导致线下机构延期授课，有效助推全国巨大存量用户走向线上，体验在线教育模式效果；此前行业通过低价班、广告等形式吸引，目前用户主动寻求在线机构学习。

第二，倒逼部分线下机构发展线上，行业竞争程度或不减此前。一段时间的停课对传统线下教培成一定不利影响，其或借机补足线上短板；或坚持度过阵痛期，最终结果是行业供给侧进一步优化，集中度或有提升。

目前在线教育技术已相对成熟，在线大班、小班、交互、答疑等功能被广泛应用；传统机构可相对容易地借助技术手段将授课过程从线下转移线上，进一步完善线上供给；此外，从本次疫情开始各头部在线教育机构已展开竞争，相对推出大力度送课、平台系统免费试用等举措。因此在需求大幅扩容的同时，供给也将显著增长，机构间竞争或持续激烈。

第三，长期利好具有较高授课品质，教师培养管理能力强的机构，行业集中度或进一步提升。疫情终将结束，在本次流量红利中只有赢得学生认可才能真正将其转化为自己的客户；制约教培发展一个重要因素就是师资的培养管理，在线能一定程度上降低管理成本，未来真正具有较高授课品质，较强教师招聘培养能力的机构将胜出，在线领域马太效应或强于线下。

推荐：新东方在线、思考乐、立思辰、好未来（美）、跟谁学（美）等；我们同时发布在线教育深度报告细致梳理头部机构。

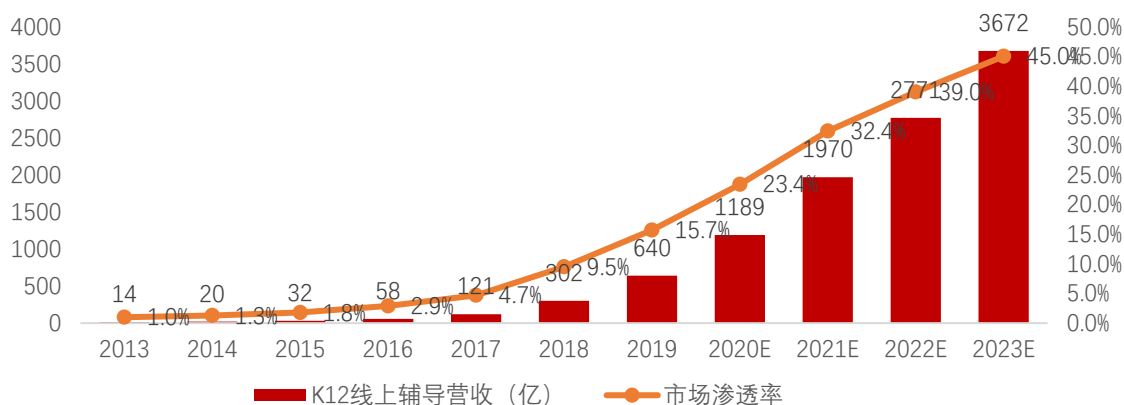
1) 在线教育加速证券化背后是内容、技术、模式对行业的推动

● 传统线下教培龙头发力线上，成效凸显

驱动因素：教育消费意愿不断增加；传统线下教培三四线城市渗透力度不足，传统教培机构进军在线市场；教育行业技术发展及人口结构高技术化，学习经验和课程质量不断提高；对定制化、个性化教育内容服务需求增长。

不同于此前概念、工具性在线教育产品，本轮快速增长的在线教育机构，以好未来、新东方为例，均有较强的线下运营基因及教研师资储备。

图 486：据 Frost and Sullivan 预测，到 2023 年我国 K12 在线课外教培市场达 3672 亿元



资料来源：Frost and Sullivan，天风证券研究所

表 82：线下线上教育对比

	线上	线下
易于获得性及灵活性	无地域或时间限制 无需通勤，节约时间和金钱	地点及时间的限制 存在交通安全隐患 需要时间通勤
课程选择	课程选择范围广泛 更易接触教育资源有限的地区	由于时间及地点限制，课程选择范围有限
效率	学生可按需要灵活跳过若干部分的课程	尽管知识水平不同，但所有学生必须修完整 个课程
课堂可管理性	相对较少机会受到其他学生的干扰及出现 歧视或欺凌行为	较易受周围环境的干扰及存在歧视及欺凌行 为
成绩及评估	可在这个课程中记录及分析学生的行为 使用复杂算法进行电脑标准化准确评估	须接受由具有不同标准及能力水平的个别评 估 记录保存及评估较为基本

资料来源：天风证券研究所商社团队整理

2) 一二线中低收入家庭、三四线城市仍有获取高性价比教育内容的旺盛需求

就一二线城市而言，目前培训机构收费约在 100-150 元/小时，以 15 次课为例，一次课两小时，单学期单科目培训费用约在 3000 元-4500 元；若考虑到上下学期，3-4 门应试培训科目，花费约在 3 万元以上，对部分家庭或存在一定经济负担；**同时对于三四线城市**，当地教培在服务体系、教研深度等方面较一线头部机构仍存一定差距。**因而，一二线中低收入家庭、三四线城市仍有低价获取优质教育内容的旺盛需求，在线直播课则定位于此部分需求。**

教培整顿有利于行业向头部集中，18 年国务院下发校外培训整顿意见，办学资质、教学质量、师资团队等成为重点考虑因素，一批小型不合规培训机构被整改，行业马太效应显现。此外，线下扩张受限更加快龙头加码线上业务的决心态度。

大数据+AI 技术提供学员个性化场景，科技驱动在线教育区域下沉。国内在线教育经过 2015 年以来的野蛮生长和市场检验后，逐渐步入初步成熟期，整体市场也进一步回归到教育本质。

3) 以小班、大班为主的在线直播形态在行业中快速成长

录播课和工具类产品是在线教育最早的形态，其中工具类产品由于缺乏核心教育内容，导致用户付费意愿普遍较低故现在大多面临变现难的困境；录播课约在 2005 年前后以北京四中网校、101 网校为代表，依托名校或线下课外培训，将其课程进行录制后到网上售卖。

不过录播课较直播课存在较多缺陷：互动性差；学生自控力弱，特别是完全自主选择听课后易产生惰性心理；课堂问题得不到及时解决等。

● 大班模式分析：优势突出，规模效应显著，痛点在前端获客、粘性弱导致盈利难

大班直播人数通常在 30 人以上，发展相对较早，大多选择双师形式，即主讲教师和辅导教师的角色和责任分开，主讲教师负责授课，辅导教师负责课后作业的批改与答疑；学生通过答题器与老师进行互动。

大班可最大限度地利用优质教师资源和课程研发，并且为大型学生群体提供相对标准的教育体验。大班模式更具标准化，从课程本身到课后的作业与答疑都有一套相对固定模式。

大班直播规模效应显著，主要体现在人力和课程研发方面规模效应提升，一位教师负责大量学生教学，一方面打开教师收入上限，另一方面学员可通过较低的成本获得优质课程内容。

● 小班模式分析：扬长避短，实现质、价双优；传统线下扩张思路，模式相对较重

小班模式保持大班模式的一对多形式，但是将老师面对的学生人数减少，一定程度上弱化了针对性差的问题，同时避免高收费，结合两种优点。

小班直播整体价格亲民，性价比高。大班直播通常收费 50 元/小时，一对一直播收费 100 元-300 元/小时，小班直播收费通常 50-100 元，保证教学服务高性价比，覆盖广泛客群；**小班直播班级容量减小，整体提高教学中互动性和针对性；小班直播还未出现头部公司，市场发展空间大。**

小班直播运营成本较高，一是体现在需求老师数量较多，进而带来运营管理难度，模式较大班重；同时体现在学员管理端，较大班课需要摄像头、更稳定的接入设备等，故发展后期或面临教师招聘管理成本上升等问题，前期面临模式推广普及等工作。

● **一对一模式分析：高针对性+高互动性保障体验，定位普遍较高，规模不经济**

一对一是在线一对一培训的线上化，一名教师与一名学生进行线上教学活动，每个学生都具有不同的特点与需求，一对一可以最大化考虑学生间的差异。教师可针对每名学生对教学进行私人订制，做到对症下药；将所有时间花费在单个学生身上，提升时间利用率。

师生间交流方便，保证教学过程中互动，整体提高了管理服务的质量。一对一直播互动性更强，教与学真正实现双向互动，学生疑问和老师解惑之间几乎不存滞后。尽管线上完成，但是由于老师只面对 1 名学生，教学体验佳。

高价格缩减受众人群，规模不经济浪费教师资源，一对一收费通常在 150 元-300 元/小时，显著高于小班及大班，该价格基本同线下培训持平，能够负担家长有限；同时，名师通常上小班及大班课以提升个人收入，故一对一教师质量或参差不齐。

表 83：1.1.3. 以小班、大班为主的在线直播形态在行业中快速成长

	直播大班	直播小班	直播一对一
收费及覆盖客群	收费低；覆盖学员广	收费适中；覆盖学员充足	收费高；覆盖学员少
课程体验及效果	体验一般	效果适中	反馈最好
运营亮点	最大化利用优质师资及教研； 规模增长快	在兼顾规模经济基础上，保证学 员体验	充分满足个性化需求，教学 体验最佳
运营痛点	营销费用高；学年粘性弱	重老师重运营；模式相对较重， 扩张性不如大班	规模不经济，覆盖客群少
盈利状况	盈利难	部分机构出现盈利	盈利难
代表机构	学而思网校；跟谁学	东方优播	VIPKID

资料来源：天风证券研究所商社团队整理

4、物业：利好专业化社会化物业公司，产业价值凸显

● **品质物业价值凸显，优质公司得到行业认可**

这次疫情对于物业公司来说是社会认可度提高以及甲方认可度提高的过程。平时无论是社会上或是物业公司的客户，普遍认为物业公司无非提供普通保洁、安保，最多是偶尔有点维修和客服；但这次疫情开始和升级以后，甲方完全可以看出专业物业公司在专业化以及一些应急化能力。

本次疫情发生后，部分地区针对管理不好的物业公司或者小区通报批评，没有第一时间能够根据政府的措施采取预案，对小区造成防疫风险。专业的外包物管公司在特殊事件爆发时，在人员储备、在日常管理等方面会有一套完整的流程来做，体现专业公司的好处和力量。

此次疫情，对物业公司而言既是挑战，又是契机。一方面，疫情对物业公司来讲是对响应能力、作战能力、物资调配能力、与业主紧密联系能力的考验，也会造成采购物资成本的增加。另一方面，是重塑物业企业，加强与业主间关系的契机，有望进一步巩固品牌护城河。物业服务企业的抗周期、抗风险、政策支持属性显著体现，不仅赢得客户认同，为

物业费收缴与定价奠定基础，另外智能运用推广，服务模式转变，为社区增值服务发展提供契机。

● **非住宅物业相关增量成本可部分转移甲方，毛利率影响有限**

不同于住宅物业，非住宅物业通过招标形式获得项目服务，通常来说每年可就服务价格进行约定；同时若发生重大事件进而带来额外较多的成本费用支出时，可与甲方协商服务价格，进而或进行部分成本转让，降低成本压力，维持毛利率。

推荐：新大正等

5、人力资源：疫情催化行业变革

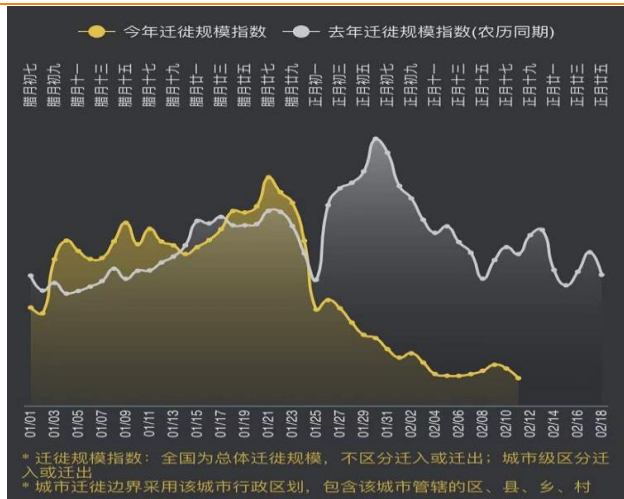
1) 短期来看：快速解决用工需求不匹配问题

春运返程延后，全国大面积延迟复工。春节期间新冠疫情发展形势严峻，随着国家防控力度的推进和居民自我防护意识的提高，2020年春运返程时间整体明显延后。根据百度地图迁徙大数据平台统计，初一至初八全国春运返程规模较去年同期同比下降约60%，仅往年的返程高峰期正月初八一天，规模便同比大幅下降78%。多地亦下发延迟复工通知，全国大部分省市明确要求开工时间不得早于2月9日24时。2月5日，国家人力资源社会保障部、教育部、财政部、交通运输部和卫生健康委五部门下发《关于做好疫情防控期间有关就业工作的通知》，明确疫情期间就业工作举措，确保重点企业用工，支持中小企业稳定工作。

行业用工需求不平衡。整体来看疫情爆发适逢春运，员工集体返乡劳动力资源大幅减少，企业用工需求萎缩。国内人力资源服务龙头企业科锐国际的客户调研数据显示，认为本次疫情期间业务受到一定冲击和严重冲击的企业数量最多，合计占比为50%，其次是暂时无法判断的企业，数量占比为26%。分行业来看，不同行业服务属性不同，用工需求存在很大差异。餐饮、酒店、旅游、百货等人员密集服务类行业受到的影响首当其冲，西贝餐饮董事长贾国龙预计春节停工一月将损失收入7-8亿，按2万多员工每月人工成本支出1.5亿计算，现有账面现金仅能维持3个月；华住酒店集团创始人季琦表示，公司每个月人工成本6亿，如果疫情在2至3个月内无法得到有效控制，公司将面临严重危机。另一方面，医疗、在线教育、生鲜电商、外卖快递等行业服务需求快速提升，口罩、防护服等医用耗材奇缺，截止2月11日全国口罩产能利用率已经达到94%，特别是一线防控急需的医用n95口罩，产能利用率达到了128%；京东生鲜从除夕至初九销售同比增长215%，在全国卖出了近15,000吨生鲜产品；盒马全国经营管理总经理胡秋根表示，春节期间近七成盒马员工留岗正常工作，但还是难以应对疫情期间需求激增导致的用工缺口。

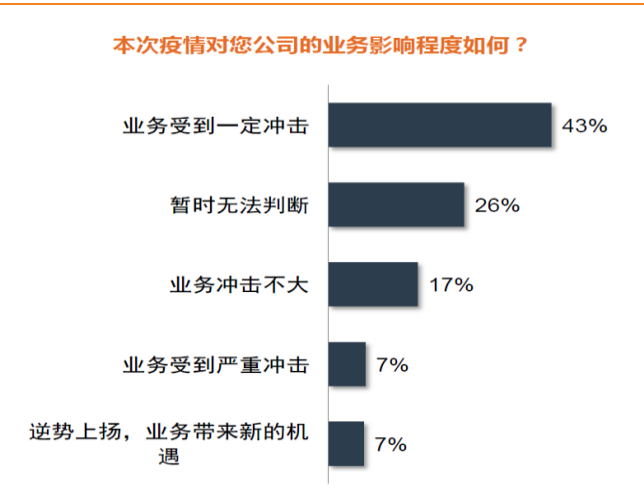
企业自发开展互救。一边是门店关闭大量员工待业，一边是人员短缺难以维持正常运转，供应端和需求端的不匹配使得企业自发对接开展互救工作。2月3日盒马率先宣布接受餐饮公司员工方案，与云海肴、青年餐厅、西贝、蜀大侠、望湘园等多家餐饮名企积极接洽共享员工。阿里本地生活服务公司随之推出“蓝海”就业共享平台，计划第一批招收1万名蜂鸟骑手，通过短期用工形式缓解企业人工成本压力。京东旗下的生鲜超市7FRESH也发布了“人才共享”计划，邀请暂时歇业的商户员工以短期打工方式加盟。另外，苏宁、联想、沃尔玛亦纷纷推出共享员工计划，提供临时就业机会。行业大形势不利下企业抱团取暖，充分发挥人力适配的灵活性。

图 487：春运期间全国总体迁徙趋势




资料来源：百度地图，天风证券研究所

图 488：疫情对公司业务影响的数据调研



资料来源：科锐国际《疫情后企业招聘及人力资源管理趋势调研》，天风证券研究所

图 489：盒马与餐饮企业开展灵活用工业务



云海肴、青年餐厅员工将赴盒马“上班”

受新冠肺炎疫情影响，在此期间云海肴、青年餐厅（北京）部分员工将经面试、培训、体检，并确认劳务合同后，入驻盒马各地门店，参与打包、分拣、上架、餐饮等工作。相关合作涉及上海、北京、南京、西安、深圳、广州、昆明等多地，共计近500人，目前已有部分员工到岗。盒马将支付相应的劳务报酬。

为保证服务人员健康安全，所有员工需进行防护措施规范培训，并佩戴口罩、测量体温后上岗。

有了你们的并肩作战，相信盒马能更好地服务不断攀升的需求。感谢火线驰援！

资料来源：盒马官网，天风证券研究所

图 490：沃尔玛短期用工招聘



Walmart 沃尔玛 Sam's CLUB 山姆会员商店 Walmart 沃尔玛 社区店

共抗疫情 与“沃”同行

欢迎社会暂时歇业员工来沃尔玛“上班”

2020新年伊始全社会迎来巨大挑战，受新冠肺炎疫情影响，一些企业暂停营业；民众减少外出抵御疫情；而民生商品也急需保障。面对疫情，沃尔玛作为民生服务行业始终坚守防线，全心全意为顾客提供安全放心的服务环境，全力保障市民的基本生活所需。但同时，门店也面临着巨大的人力挑战。

这个特殊的时期，沃尔玛需要大家的力量！您可以利用歇业期间的时间，到当地沃尔玛门店兼职，为抗击疫情保障民生出一份力！也欢迎各企业与我们一起合作，安排有意愿的暂时歇业员工到当地沃尔玛上班。所有人员一经录用，沃尔玛依法支付劳动报酬。为保障大家的健康安全，所有员工须进行防护措施规范培训，确保14天内无疫情接触史，并佩戴口罩、测量体温后上岗。

在这关键时刻，有您的加入，温暖一座座城市的万千家庭！

“沃”们齐心协力，共度难关！
“沃”们同舟共济，战胜疫情！

欢迎到就近的沃尔玛大卖场、沃尔玛社区店及山姆会员商店咨询，也可通过“沃尔玛”官网及微信公众号查询门店地址及电话联系。

资料来源：沃尔玛官网，天风证券研究所

2) 长期来看：人力资源行业变革正当时

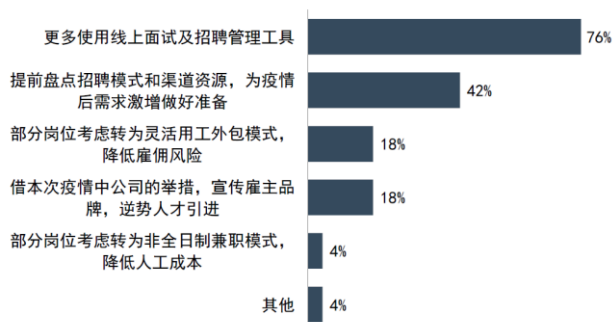
疫情爆发危中有机。此次疫情突发影响范围广、程度深，倒逼很多企业采用新的人力资源解决方案和技术，暴露了传统人力资源服务行业的痛点，也明确了新形势下人服行业的发展机遇和长期趋势。科锐国际的客户调研数据显示，基于疫情有 76%的企业更多使用线上面试及招聘管理工具；42%的企业提前盘点招聘模式和渠道资源，为疫情后需求激增做好准备；18%的企业将部分岗位考虑转为灵活用工外包模式，降低雇佣风险。

灵活用工平滑企业用工需求，长期赛道红利显著。此次疫情爆发将灵活用工引入了更多的大众视野，灵活用工是在传统劳务派遣模式上衍生出来的新的用工模式，包含以非全日制用工为代表的时间上的灵活、以劳务派遣为代表的雇佣形式上的灵活，以及以业务外包为代表的服务形态上的灵活。除劳动关系以外，其他用工关系（如非全日制、劳务派遣、退休返聘、实习、岗位外包、众包、业务外包、自雇、平台用工等）都可以统称为灵活用工的范畴。疫情期间，盒马与餐饮企业合作共享员工的方式是一种自发灵活用工行为，58同城、斗米等中介平台也相继推出“企业灵活用工专场招聘”活动，通过人员灵活调配缓解用工不平衡问题。近年来国家政策亦大力鼓励在稳就业的宏观调控前提下，实施就业优先政策创造流动机会，抓紧研究灵活就业人员的社保政策。考虑到我国经济结构转型、人口红利消退，企业用人有着降本增效的需求，且年轻人就业观念革新，预计灵活用工赛道红

利显著发展可期。

图 491：疫情期间公司招聘雇佣模式变化的数据调研

基于疫情，您的招聘及雇佣模式可能有哪些变化和举措？



资料来源：科锐国际《疫情后企业招聘及人力资源管理趋势调研》，天风证券研究所

图 492：58 同城灵活用工招聘活动

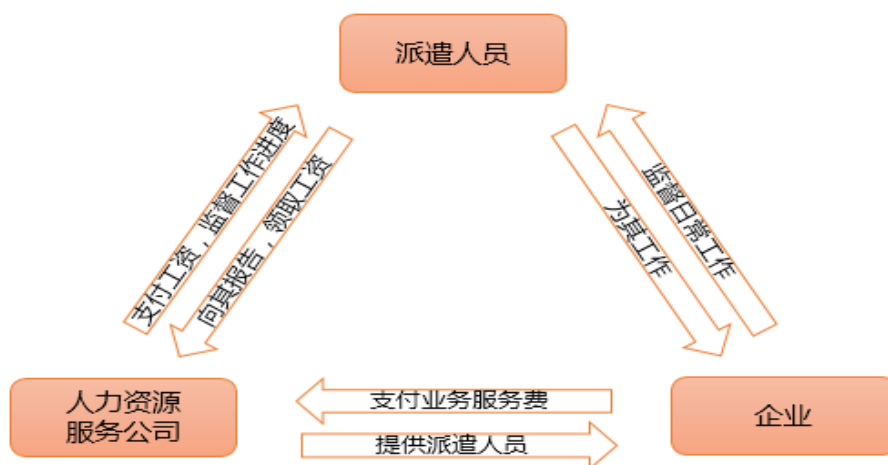


资料来源：58 同城官网，天风证券研究所

3) 灵活用工能够满足企业哪些需求？

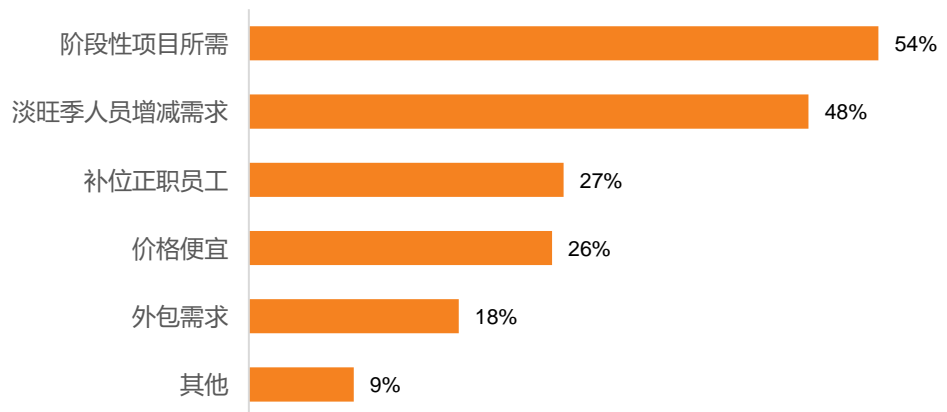
灵活用工在用工人数、工作周期及人才筛选等方面均具有极强灵活性，能够满足企业对劳动力的弹性需求，解决企业在人才招聘中的痛点。

图 493：灵活用工业务模式



资料来源：科锐国际招股书，天风证券研究所

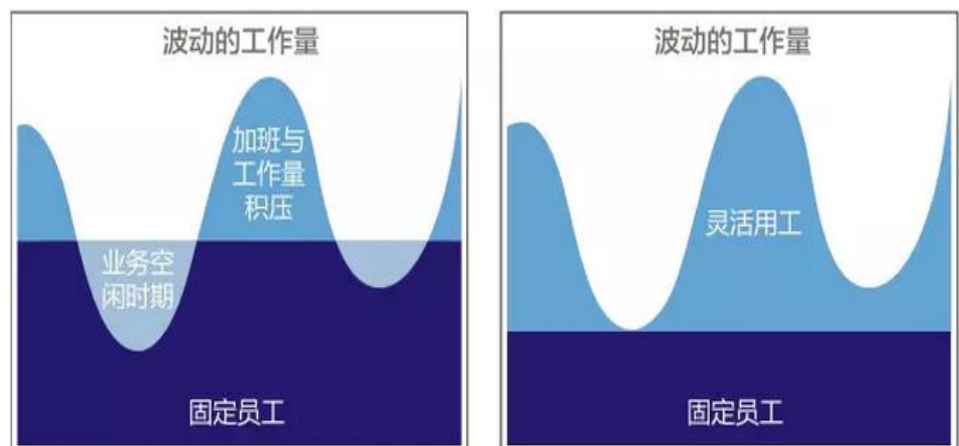
图 494：企业选择灵活用工原因



资料来源：兼职猫，HRoot，天风证券研究所

解决企业短期人力需求及淡旺季需求波动问题。企业对劳动力的需求不是稳定不变的，如企业进行一个短期项目时，需要投入一定额外的人力；同时，部分企业经营受到季节影响，淡旺季业务量不同，对人力资源的需求也就不同。灵活用工能够帮助企业根据不同时期的需求灵活调配劳动力，避免裁员问题对企业声誉的损害及人工成本浪费。另一方面，针对“二胎”政策放开为企业带来更多“三期”困惑，灵活用工可为企业及时补充临时性岗位空缺。

图 495：灵活用工有效应对企业劳动力需求波动



资料来源：Drake International，天风证券研究所

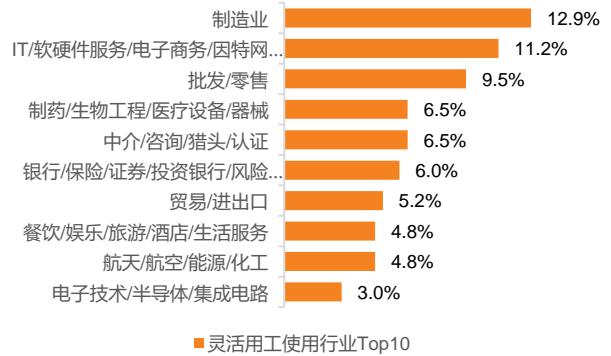
缩短招聘周期，快速满足企业对各类人才的需求。灵活用工外包岗位一般分为通用型和专业型，派遣人员岗位基本已覆盖各行各业，能够匹配企业多样化的用人需求。人力资源公司有充足的人才储备，可快速按照客户的要求调配员工，为企业缩短招聘周期，及时满足企业用人需求，这一优势在招聘难度较大的专业技术型人才方面体现更加显著。

图 496：灵活用工岗位包括通用类、专业类

通用类	办公室类	人事、行政、前台、秘书、助理 财务 客服 其他（法务、采购、进出口、项目管理）
	生产及服务类	工厂线上类岗位 交通物流类岗位 休闲娱乐服务类岗位 销售终端类岗位 其他（汽车、建筑）
专业类	生命科学类	
	IT类	
	工程项目类	
	其他	

资料来源：HRoot，天风证券研究所

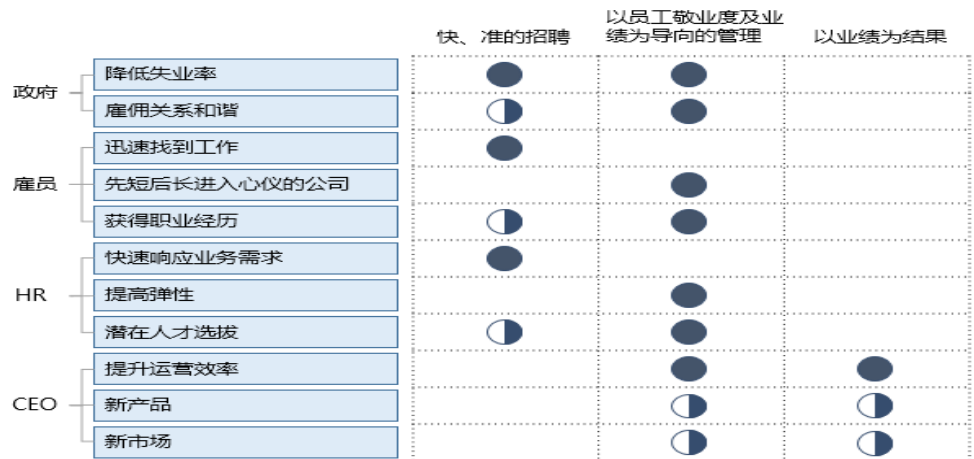
图 497：灵活用工提供岗位覆盖各行各业



资料来源：上海外服，天风证券研究所

降低企业人工管理成本及用人风险。不同于传统劳务派遣，在灵活用工模式下，人力资源服务机构代替企业承担派遣人员的法定雇主责任，提供对派遣人员的招聘、薪酬、培训、业务现场管理等服务，同时承担所有用人风险，而企业仅需根据工作量及工作完成情况与人力资源服务机构进行结算。通过灵活用工，企业可免去招聘员工的繁琐流程，节省为员工缴纳社保等相关费用，降低运营成本；同时，企业将用人风险转移至人力资源服务机构减少用人不合规行为。

图 498：灵活用工业务价值



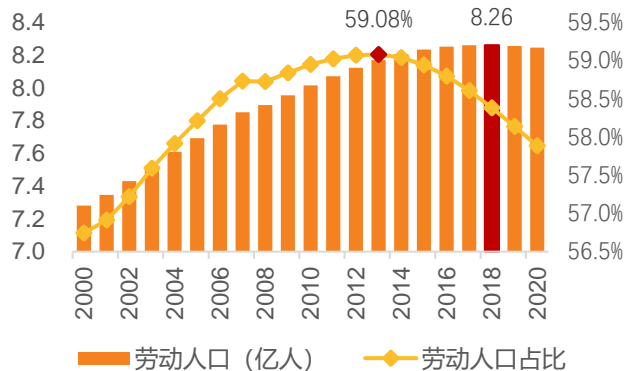
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

4) 多重利好行业迎发展风口，尚处初期市场空间巨大

中国当前在人口、产业结构相关政策有望逐渐推进，企业用工体制演变至岗位专业化程度提高，对灵活的用工形式需求增加，叠加此次疫情催化，我们认为中国灵活用工有望迎来发展风口：

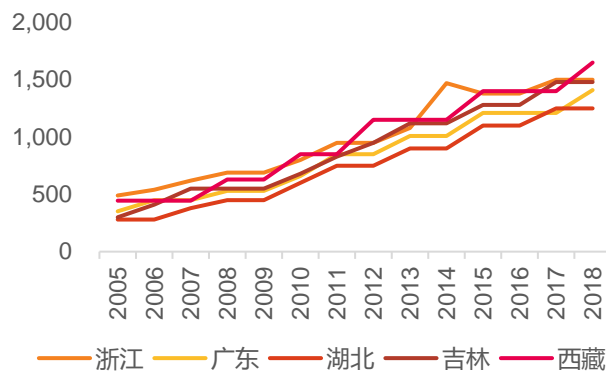
第一，人口红利消退导致劳动成本上升。由于人口增长趋缓、老龄化问题日益凸显，中国亦出现一定程度劳动力人口占比下降。伴随人口红利逐渐消退，最低工资标准持续提升，人工成本呈上升趋势。同时，随着高等教育普及，高素质人口比例增加亦使得平均人工成本上升。为有效控制用工成本，企业对灵活用工的需求增多。

图 499：劳动人口数量、占比相继出现下行



资料来源：联合国贸易和发展会议，天风证券研究所

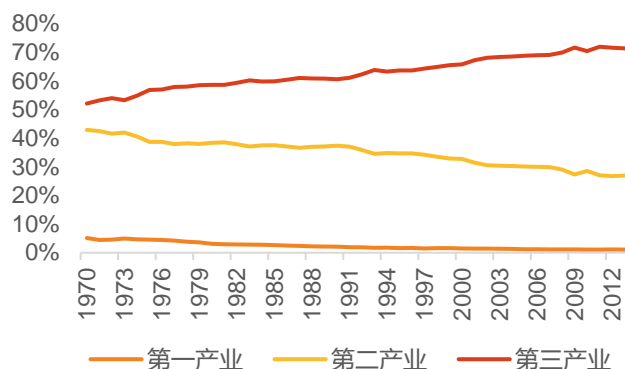
图 500：最低工资标准逐渐提升（按区域分布选取五省作为样本）



资料来源：人力资源和社会保障部，天风证券研究所

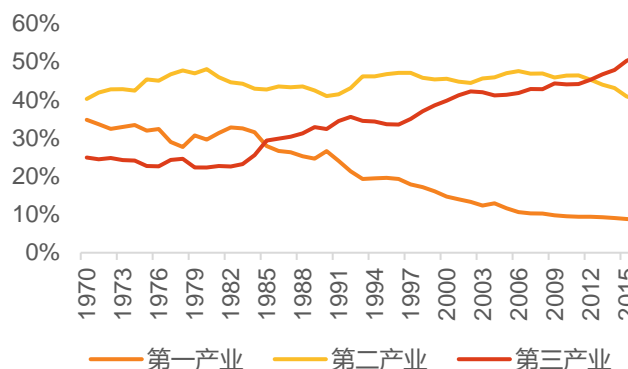
第二，产业结构调整，第三产业就业增加。自 2008 年经济危机之后，中国政府出台十大产业调整和振兴计划，以促进向第三产业发展的产业转型之路，第三产业占比持续提升，使得更多劳动力流向第三产业。由于第一、第二产业多为长期用工，第三产业中旅游、餐饮等行业周期性、季节性需求波动显著，灵活用工需求增加。

图 501：日本三大产业占 GDP 比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 502：中国三大产业占 GDP 比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

第三，灵活用工相关政策有望逐步落地。为促进国内人力资源行业规范化发展，相关政策相继出台，其中，2014 年的《劳务派遣暂行规定》和新的劳动合同法对灵活用工行业有很大推动，极大程度抑制了劳务派遣市场，使企业转向灵活用工。随着企业对灵活用工需求增加，我们认为相关政策有望逐渐落地，以保障行业稳健化、规范化发展。

表 84：《劳务派遣暂行规定》推动灵活用工相关条款

条款	内容
第二章第三条	用工单位只能在临时性、复制性或者替代性的工作岗位上使用被派遣劳动者
第二章第四条	用工单位应当严格控制劳务派遣用工数量,使用的被派遣劳动者数量不得超过其用工总量的 10%
第三章第五条	劳务派遣单位应当与被派遣劳动者订立二年以上的固定期限劳动合同

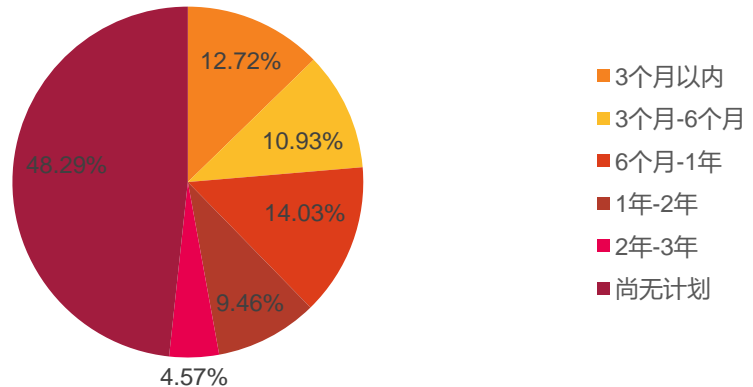
资料来源：国家人力资源和社会保障部，天风证券研究所

第四，一人一岗制度催生灵活用工需求。目前，企业中仍然存在较多岗位代理现象，即当某岗位临时空缺时，由企业内另一岗位员工顶替代理。随着政策规范化、岗位专业化发展，一人一岗制度越来越严格，不同岗位替代难度较大。灵活用工能够帮助企业及时解决岗位空缺问题，活化企业人事关系。

第五，企业对用工灵活性要求升级，新项目、新区域是灵活用工主要增长点。在传统用工制度下，市场需求波动时企业往往面临人工成本浪费或员工负担过重等问题，而随着灵活用工进入大众视野，企业开始趋向于采用更灵活的用工形式使工作量与劳动力更好匹配。企业在开展新项目、扩展新区域时，往往趋于采用灵活用工应对短期劳动力需求，我们预

期企业新项目、新区域将会是未来灵活用工主要发力点。

图 503：近五成企业在 2 年内有使用灵活用工计划



资料来源：《2018 年中国灵活用工发展白皮书》，天风证券研究所

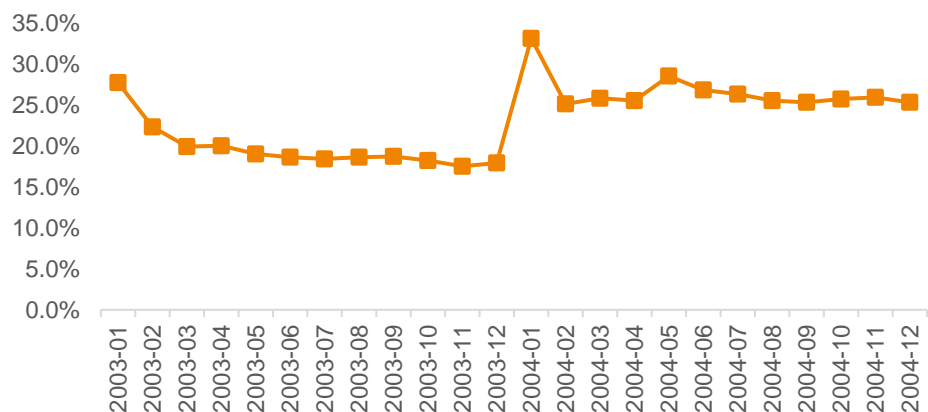
投资建议：本次疫情引发企业对于用工模式、员工效率的关注，有望催生企业用工变革，促进人力资源行业发展。在我国人口红利由数量向质量转变和经济调整结构过程中，人力资源服务行业所扮演的经济角色变得越来越重要。且受益于国内产业结构向高附加值上游发展、企业转型升级以及全球化发展，市场对人力资源服务的整体需求或将快速增长。我国或将进入人力资源行业尤其灵活用工细分市场绝佳发展时期。推荐关注【科锐国际】。

9.1.2. 递延的需求：线下消费短期延后，静待疫情结束需求反弹

1、化妆品：短期需求延后，看好黄金赛道需求反弹

短期线下消费受影响，中长期不改增长趋势。根据社零数据，03 年“非典”期间，限额以上化妆品消费零售总额当月累计同比呈现降低态势，基本和 02 年持平；伴随疫情结束，化妆品社零呈现阶梯式增长。线下受影响的原因主要系，消费者不再愿意去人员聚集的地方，百货、部分商超、CS 渠道等门店关店也对渠道造成比较大的影响，对于线下活动、促销等非常不利。雅诗兰黛在 19 年疫情期间关闭 2/3 线下百货门店，其他销售网点也缩短了营业时间，预计下一财报季净销售额有机增长降放缓至 0%-1%。

图 504：非典期间化妆品消费增速呈下降态势，04 年疫情结束后恢复增长



资料来源：wind，天风证券研究所

分品类来看，短期彩妆影响相对护肤品来说更大。因为假期延长和口罩遮容等因素，核心化妆人口对美妆的需求度降低，转而更偏向于清洁类日化产品；护肤品相对彩妆来说更加刚需，受到的影响相对较小。同时我们也看到，部分美妆新锐品牌也借助社交广告和优惠券引流等方式，在春节期间依然取得正增长。

图 505：春节期间化妆品消费受到冲击

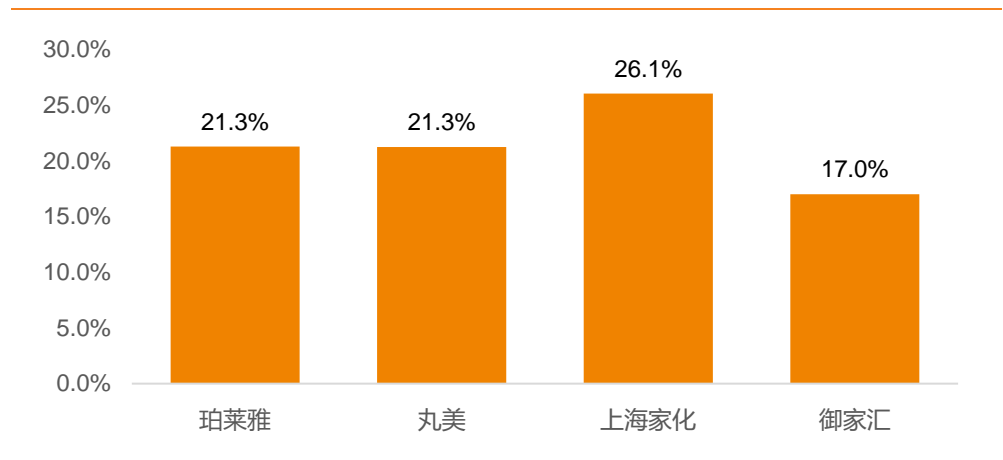
天猫官方旗舰店	2020年春节销售额 (万元)	同比增长幅度
国货品牌		
珀莱雅	543.65	↓ -74.17%
丸美	178.60	↓ -77.63%
润百颜	421.27	↑ +35.95%
佰草集	153.83	↓ -62.52%
百雀羚	301.62	↓ -83.71%
自然堂	713.43	↓ -65.54%
御泥坊	278.64	↓ -79.87%
小迷糊	238.17	↓ -67.61%
欧诗漫	143.23	↓ -91.39%
一叶子	2148.07	↑ +43.90%
六神	34.01	↓ -55.16%
高夫	76.51	↓ -80.87%
韩束	1453.05	↑ +13.47%
国际大牌		
雅诗兰黛	2588.65	↓ -59.64%
兰蔻	3712.24	↓ -29.67%
Olay	2343.73	↓ -42.16%
SK-II	1667.98	↓ -64.12%
欧莱雅	2893.95	↓ -28.41%
资生堂	809.14	↓ -24.14%
LAMER海蓝之谜	1967.69	↑ +3.84%
YSL圣罗兰	3492.34	↓ -7.22%
ARMANI阿玛尼	2204.60	↑ +6.93%
MAC魅可	3040.18	↓ -1.14%
美宝莲	927.11	↓ -59.03%
欧珀莱	88.75	↓ -66.48%
DrCiLabo	139.31	↓ -59.18%
新锐品牌		
完美日记	6787.28	↑ +4.71%
HFP	3005.20	↓ -12.89%
薇诺娜	1184.02	↑ +9.54%

资料来源：天猫淘宝，天风证券研究所

注：春节期间至大年三十至正月十五期间

一季度需求淡季，对全年影响逐渐在下半年释放。化妆品消费本身受春节影响，一季度为需求淡季。由上市公司经营情况来看，Q1 占全年收入的比例都在 20-25%之间。由于化妆品公司线上占比相对较高，受电商节奏影响，需求逐渐在下半年开始释放。同时由于结构性影响，我们认为品牌方会逐渐加大线上比例投放，尤其是新营销赛道广告铺设，借助线上业务对冲一季度短期损失。

图 506：一般而言，化妆品公司 Q1 占全年收入比重不到 1/4



资料来源：wind，天风证券研究所

全年来看，我们认为对于国货化妆品中期来看是新机遇。线上业务在短期遭受的冲击和实体渠道大致相同，当时电商能在业务复苏时起到带头作用；此外，不少国际品牌会对中国市场产生观望心态，这段时间可能会是国产化妆品的机会。同时，消毒、卫生相关话题会

趋热，功能性化妆品、与清洁卫生有关的化妆品会受到更多关注，国货在策略上相对海外化妆品更灵活，相对来说更加容易转型。看好线上占比高&公司策略灵活的化妆品公司，推荐【珀莱雅】、【丸美股份】、【华熙生物】。

2、新媒体营销：在线化利好新媒体营销，生态服务商产业快速增长

疫情之下，购物时空的转化和线上时间的拉长，驱动在线娱乐和购物的发展。疫情期间鼓励减少出行和人群聚集，商场超市、娱乐场所等营业时间也大幅缩短，消费行为发生购物时空的转化和线上时间的拉长：

①**购物时空转化**：消费者逐渐由线下购物转换到在线购物，如2月11日头部网红主播薇娅的零食节直播，观看人数达到1918万人，甚至高于春节前的年货节直播的观看量，李佳琪2月5号以来的三次直播观看人数均在1500万人左右，由于减少出行和商场超市营业时间缩短，消费者增加“云购物”消费需求。

②**在线时间的拉长**：由于减少出行和聚会，消费者在线时间显著拉长，在线娱乐需求增多，宅经济下推动红人经济发展。

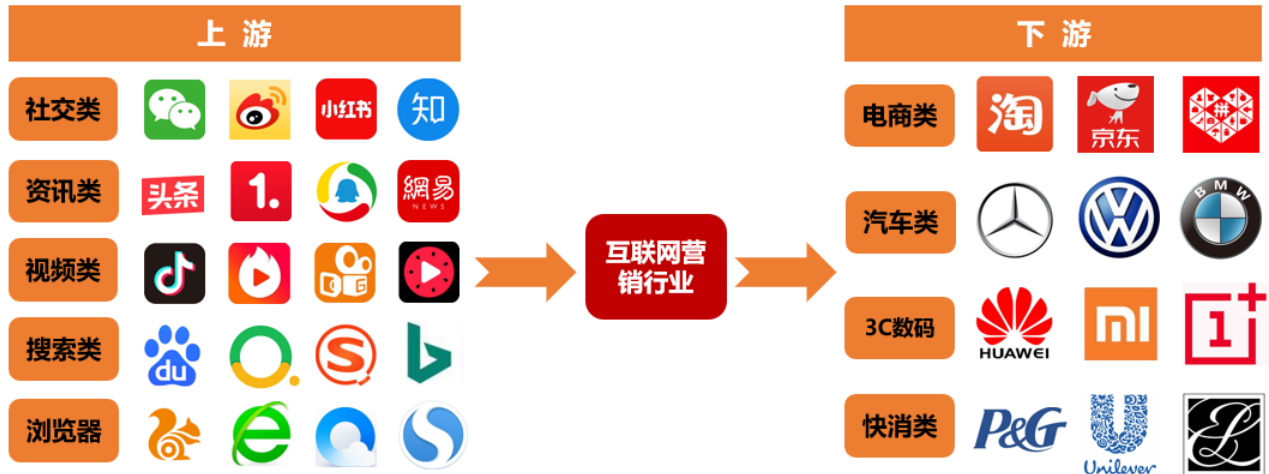
表 85：2月11日薇娅零食节直播带货情况

序号	产品	月销量	序号	产品	月销量
1	李子柒柳州螺蛳粉	40万+	20	亲亲吸吸果冻	6.5万+
2	海狸先生碳烤鳕鱼片	25万+	21	煌上煌猪肉脯靖江零食小吃	6.0万+
3	果园老农加州有核西梅	25万+	22	苏小糖雪花酥	6.0万+
4	北垣峨眉无添加山楂条	20万+	23	丹夫格乐华夫饼	5.5万+
5	吉香居牛肉酱	20万+	24	茱蒂丝奶油苏打饼干	5.0万+
6	春江泡椒脱骨鸭爪	15万+	25	认养一头牛全脂纯牛奶	4.5万+
7	嘴痒网红休闲小零食	15万+	26	三只松鼠尖角脆	4.0万+
8	溜溜梅芒果干	10万+	27	南方黑芝麻糊	4.0万+
9	李子柒桂花坚果藕粉羹	10万+	28	沃隆每日坚果	4.0万+
10	贝夫南瓜小米蒸蛋糕点	10万+	29	江中越光米稀养胃代餐瓶装饮料	3.5万+
11	好人家麻辣牛油手工火锅底料	10万+	30	长白工坊野生蒲公英根茶	3.0万+
12	洽洽藤椒味瓜子	9.5万+	31	瑞琪奥兰麦卢卡蜂蜜	3.0万+
13	阿宽自热烧烤	9.5万+	32	李锦记财神蚝油	2.5万+
14	好麦多奇亚籽酸奶桃桃水果麦片	9.0万+	33	皇上皇珍珠腊肠	2.5万+
15	卡尔顿迷你一口小面包	8.5万+	34	寿全斋红糖姜茶	2.5万+
16	伊利畅意芒果树莓味乳酸菌饮品	8.5万+	35	广州酒家红罐曲奇饼干	2.0万+
17	伊利益小生乳酸菌冻干酸奶块	8.5万+	36	中茶心柑情愿罐装茶叶	2.0万+
18	君乐宝筒醇酸奶	6.5万+	37	佳宝网红维C陈皮含片海盐薄荷糖	1.5万+
19	三只松鼠酸辣粉	6.5万+			

资料来源：淘宝直播、淘宝，天风证券研究所

品牌方更加重视线上投放效率，新媒体营销龙头有望受益。消费者在线时间大幅增多的背景下，品牌方更加重视线上投放效率，更加注重互联网营销服务综合化、整体化以及对精准营销、营销结果的量化分析。目前大部分互联网营销服务商仅扮演简单的代理服务角色，具备资源整合能力、提供智能化的新媒体营销解决方案的新媒体营销龙头有望受益。新媒体营销行业龙头 ST 慧球（天下秀）基于大数据的技术驱动，拥有 WEIQ（全球领先的新媒体营销云平台）、克劳锐（最权威的自媒体数据分析服务及排行机构）、SMART 三大品牌矩阵（专注品牌社会化媒体营销全案服务）三大品牌矩阵，致力于为广告主提供智能化的新媒体营销解决方案，链接 450 余家大品牌和 8 万家中小企业与自媒体工作者。

图 507：互联网营销行业的上下游情况



资料来源：公司官网，天风证券研究所

在线化利好新媒体营销，推荐【壹网壹创】、【ST 慧球（天下秀）】。在线时间拉长，品牌方更加重视线上投放销量，新媒体营销龙头受益。但是，新媒体营销行业的上下游企业不免受到疫情的不利影响，客户的账期或许对新媒体营销公司的现金流有制约。

3、高端酒流通：To B 龙头公司未受冲击，疫情或掀起老酒热潮

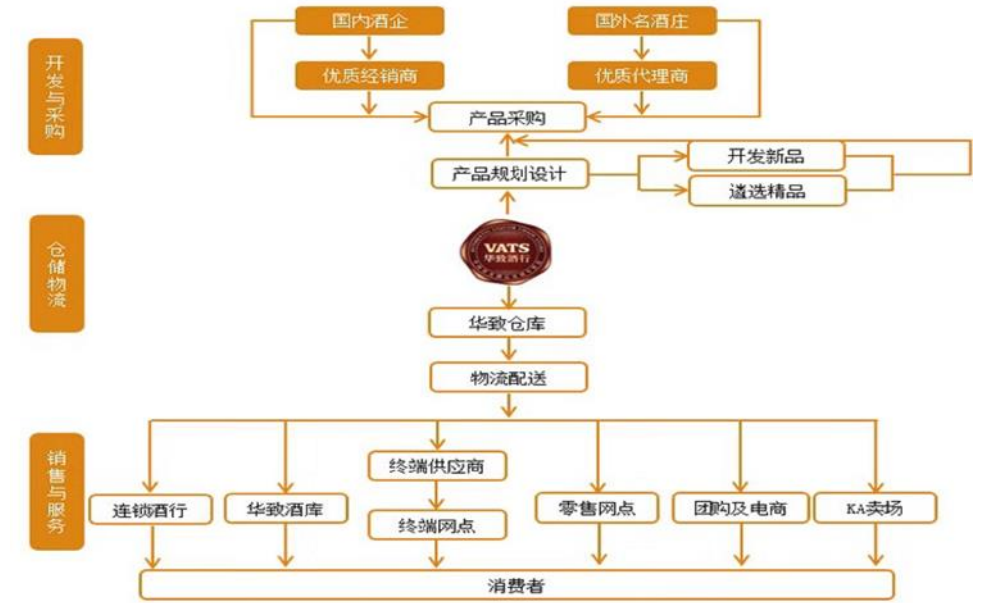
1) 疫情主要影响终端销售，对中低端酒类影响较大，高端白酒及其渠道受影响十分有限，需求递延

从整体消费上来看，目前虽还没有一个精确的官方或者第三方数据去评估本次疫情对酒类消费所带来的影响，但从终端和消费端的现实反映来分析，销量受挫的主要在终端和消费端。一方面零售终端提前备货，由于疫情影响下“拜年”等行为受到阻断，造成了一定库存积压；另一方面，春节酒类的消费场景被叫停，聚餐类消费受到抑制。

但不同档次产品受到的影响不尽相同，疫情期间高端酒影响十分有限，中低端酒受到影响较大。首先，以茅台、五粮液等为代表的高端产品，主要作为礼品赠送，基本上都在春节前已经完成了礼品赠送，所以受疫情影响较小；而中低端酒以及礼盒装产品是春节期间礼品消费和聚餐消费的主流，受到疫情影响较大。

从高端酒流通龙头华致酒行看，B2B 酒水经销模式决定其一季度销售主要发生在春节前，疫情对公司影响有限。从公司经营模式上看，公司先向上游酒企或经销商直接采购白酒、红酒，同时和酒企、经销商合作，获取高品质较低价格的定制酒，通过自有的高效渠道，将酒类分销给小 B 终端。所以华致对终端门店的销售提前于终端的销售旺季。一般春节前为酒水销售旺季，鉴于 2020 年春节相对往年较早，华致酒行已在 1 月 20 日前完成旺季销售任务，疫情对一季度业绩影响十分有限。

图 508：华致酒行 B2B 模式



资料来源：招股书，天风证券研究所

2) 疫情影响下或迎来老酒风口

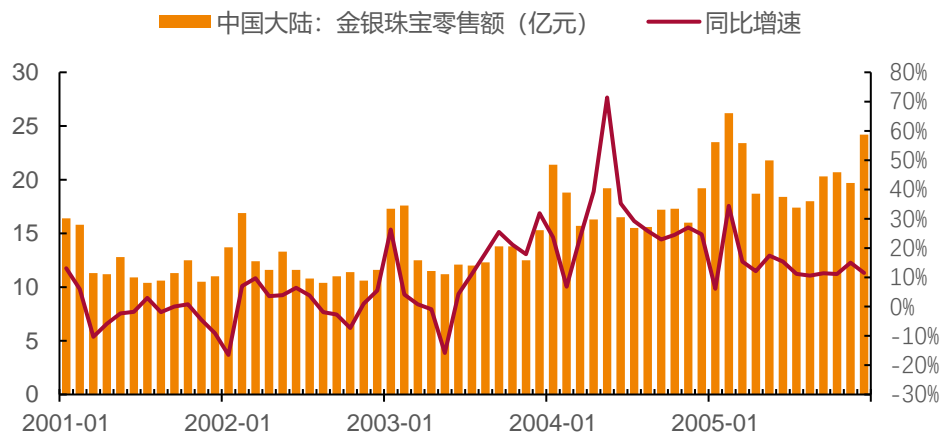
疫情影响下，白酒消费场景暂时停滞，有望带动老酒市场发展，老酒风口或借此机会掀起热潮。白酒相对于其他消费品有天然优势，那就是“越陈越好、越老越值钱”，尤其是酱酒。酱香酒由于制曲堆积，发酵工艺都是在高温条件下进行，高沸点的生香型酸类物质较多，不易挥发，经长时间储存，低沸点的带刺激的成分尽量挥发，使酒酱香更加突出。一般情况下，酱香型白酒随着储藏的时间增加，口感会变得越来越好。酒中的有害物质会随着时间慢慢挥发掉，酒体中的杂质也就越来越来也少。其次，经过不断的老熟反应，酱香酒的辛辣味不断减弱，口感也会变得越来越柔和。高端白酒有望在此次行业变化中迎来新机遇。

4、黄金珠宝：疫情对行业短期冲击明显，行业需求有望在疫情平息后反弹

1) 回顾 03 年“非典”，珠宝等可选消费受冲击明显

回顾 03 年非典，国内金银珠宝零售额在疫情较为严重的 2 季度同比大幅下滑 15 pct 至 -4.7%；按月度看，随着疫情的逐步控制，行业增速逐渐回升，其中 6 月单月金银珠宝零售增速由负转正至 4.3%。随后在疫情得以控制的三季度开始报复性反弹，3 季度金银珠宝零售同比增速超 18%。

图 509：国内金银珠宝销售受 SARS 影响情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

从行业龙头公司周大生情况看，疫情的影响实际发生在淡季，影响总体有限且可控：

① 节前最重要的婚庆需求产生的销售已经发生。疫情的影响是从1月25日（正月初一）左右开始，开始关商场是在1月底。春节旺季的驱动因素最主要的就是婚庆，而结婚需求基本在春节前已经发生购买。

② 从品类上看，春节主要是黄金的消费，钻石影响不大。

③ 疫情发生在淡季，总体影响可控。从二月底到五月前都是销售淡季，旺季是五一、七夕、国庆、春节、圣诞。春节之后到五一之前是中国黄金珠宝行业的淡季，期间除了情人节和三八妇女节以外没有特别重大的节日，因此终端受到的影响不是特别大，主要是对情人节的销售有点冲击。

④ 情人节并非传统重要季节，且去年同期基数低，总体影响有限。去年元宵节和情人节在一起，情人节销售不比五一、七夕、国庆、春节、圣诞等节日，按照以往经验，加盟商会把春节和情人节的货备完。去年元宵节和情人节在一起，去年情人节销售一般，所以今年情人节的影响有限。

2) 立足于长期，品牌建设和渠道管理更加重要，行业向龙头集中趋势不改

珠宝行业与经济情况强相关，近年行业增速明显收敛，品牌竞争激烈，头部品牌凭借多年积累的优质经销商资源和渠道管理能力快速展店，小品牌挤出效应明显。头部品牌对加盟商的服务更加全面，使得加盟商开店更加容易，此次疫情影响下，小品牌有望加速出清，龙头市占率持续提升。

5、免税：机场店客流下滑，市内店暂停营业

机场免税：正常营业，多国限制中国公民入境，出境游客流下滑。中国国旅旗下机场免税店仍旧照常营业，但受肺炎疫情影响，一些国家相继采取入境管制措施，中国公民出境受限，出境客流量预计下滑明显，线下免税店不可避免受到一定冲击，但公司将疫情期间经营重点逐步转移到线上销售，引导旅客线上购买、远程预订，最大程度满足消费者需求。后续随着疫情缓解，出境游需求有望实现反弹，拉动机场免税全面复苏。

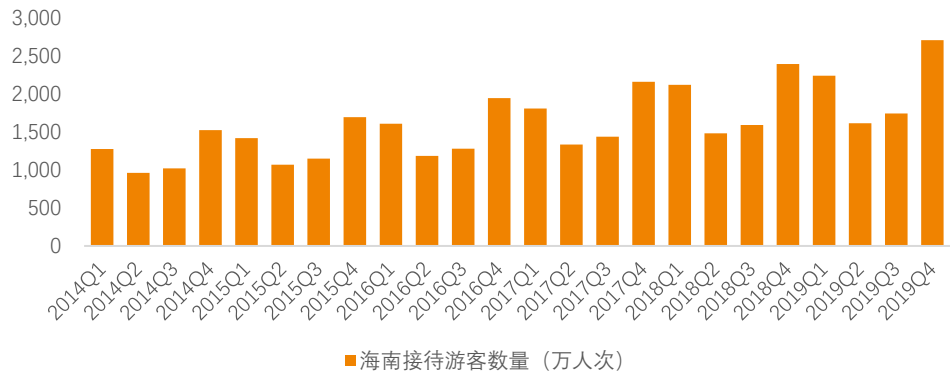
表 86：多国限制中国公民入境

国家	入境政策
朝鲜	限制中国游客、公务出差人员包括政府代表团等入境
菲律宾	暂时收紧向来自湖北的游客颁发签证，暂停向中国公民签发落地签证
哈萨克斯坦	暂停中国公民 72 小时过境免签政策，暂停霍尔果斯边境合作中心哈方一侧工作，暂时停运哈中陆空客运，暂停向中国公民签发签证
马来西亚	暂停中国湖北省公民的各项签证和入境便利措施
斯里兰卡	暂停中国游客落地签政策
新加坡	暂停所有在过去 14 天内到访过湖北的中国公民，以及持有湖北省签发护照的中国公民入境或转机。暂停为持有湖北省签发护照的中国公民发放各类签证，暂不享受 96 小时过境免签政策。持有湖北省签发护照的中国公民所持各类新加坡签证将暂时失效，无法入境新加坡
北马里亚纳群岛联邦（塞班岛）	自当地时间 2020 年 1 月 29 日起 30 天内，暂停所有来自中国大陆地区的旅客入境
日本、韩国、越南、印度、英国、印度尼西亚、法国、缅甸、意大利、阿联酋、斯里兰卡、澳大利亚等国家	中国公民须填写并提交健康状况申报表

资料来源：携程旅行网官方微博，天风证券研究所

离岛免税：海南离岛免税店暂停营业，影响 Q1 传统旺季销售。琼海博鳌免税店于 1 月 25 日暂停营业，海口日月广场免税店、三亚国际免税城已于 1 月 26 日暂停营业，通常 10 月 -3 月为海南岛旅游旺季，本次疫情预计对 Q1 旺季客流有较大影响，但相比出境游，国内航线、旅游复苏韧性更强，海南作为热门旅游胜地有望在疫情结束后实现快速反弹。

图 510：Q1/Q4 为海南传统旅游旺季



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 87：免税店停业时间

暂停开放时间	景区	相关上市公司
1月25日	琼海博鳌免税店	中国国旅
1月26日	三亚国际免税城	中国国旅
1月26日	海口日月广场免税店	中国国旅

资料来源：看看新闻、三亚日报、中新网海南、天风证券研究所

6、餐饮：聚餐扩大感染风险，餐饮堂食需求受冲击

聚餐扩大感染风险，餐饮堂食需求受冲击。随着疫情影响逐步严重，外出就餐具有较大感染风险，餐饮消费中的堂食消费受到较大影响，海底捞公告自1月26日起大陆地区餐厅暂停营业，九毛九同样公告自1月26日起所有餐厅暂停营业，西贝董事长曾表示现金流仅能支持3个月，整体餐饮行业在疫情影响下受到较大冲击，考虑到餐饮消费相较旅游消费具有较强刚需属性，餐饮堂食消费需求或向外卖消费与餐饮零售消费倾斜。

疫情恢复后具有强内部管理能力、高品牌影响力餐饮企业将率先恢复。短期内餐饮板块预计受疫情影响有所扰动，但考虑到餐饮具有较强刚需属性，且相比于2003年的“非典”时期，餐饮业线上消费更为发达，整体影响有望控制在有限范围内。新生消费崛起叠加国民整体消费水平提升为餐饮业中长期稳步发展奠定良好基础，现代科技发展叠加信息化程度提升促进产业链优化，产业结构向精细化进步，餐饮业态向丰富化发展。建议关注管理模式突出、产业链完备、食品安全有保障、产品风味佳、服务质量好、具有独特竞争壁垒的餐饮企业，建议关注【海底捞】、【九毛九】。

7、学历教育：学历资产经营模式优势显著，基本不受疫情任何影响，抗风险能力强，板块错杀

学历资产包括小初高（K12）及高等教育（本科+高职）学校；

收入：所有学校于每年9月开学后收取未来一年的学费住宿费，并按照学期时间段结转，不同于培训机构按课耗确认收入，**延期开学不会导致退费及收入结转减少**；此外学校有寒暑假两次合计3个月缓冲期，若有部分课程延后或可适当延后放假时间，**总之次年9月前，上一学年学费住宿费现金收款可全部结转为当期收入，无任何影响。**

成本费用：延期开学将减少除教师工资外的运营开支（譬如部分北方地区供暖等），同时后期或增加部分防疫物资开支，**整体可控影响不大。**

现金流：预收学费制保证充沛现金流及运营开支，无影响。

综上疫情对学历资产基本没有任何财务影响。

需求端：其中高等教育特别是本科教育供需红利显著，需求不受疫情影响；此外，以非典时期为例，2002年发生，03年4-5月高峰，6月前后消退；2003年6月的高考正常举行，

当年全国高考人数 613 万人，录取 382 万人，均较上一年增长约 20%。此外 K12 学历，优质资源始终紧缺，疫情所致延期开学不影响整体需求。

政策面：目前民促法实施条例尚无进展，我们预计进一步收紧概率较低，方向仍为坚持公平均等前提下，民办教育有序健康发展。2020 年 1 月 10 日，成都发布民办教育文件，其内容相对细致，相对系统地规定阐述民办教育分类管理办法（譬如学费、税收、退出清偿、监管办法等或首次提出），或为实操落地、其他地方政府推出相应落地文件提供较强借鉴意义。

推荐：天立教育、宇华教育、中国科培、中教控股、中汇集团等

8、职业教育：职教资产长期需求逻辑不改，短期部分线下培训或有延后，头部机构通过在线形式有效对冲

职教属于培训类资产，目前行业两大龙头中公教育、中国东方教育先后登陆 A 股市场，其中中公聚焦大学生就业，立足招录及职业能力培养；东方专注厨师、汽修、电脑、美业等实战类技能提升。两者具有较强行业代表性，我们以此为例，其中

中公教育：部分招录时间出现延后，整体需求不变且一二季度收入占比低；疫情暴露出底层医疗等公共服务类人力短缺或推动扩招；品质沉淀助力线上业务发展，技术更迭完善产品矩阵。

目前从已公告信息来看，**省考：**江苏省考面试原定 2 月中旬，目前往后推延，具体时间待定；浙江省考原定 2 月 22-23 日，重启时间将根据疫情稳控情况另行安排；京考采取线上资格复审，面试时间另行通知；目前尚未有 2020 各省公务员联考笔试时间推迟的官方声明；

事业单位：武汉市事业单位招聘笔试原定 3 月 1 日举行，重启时间将根据疫情稳控情况另行安排。

考试延后并不影响最终招录人数，且历史来看公司一二季度收入占比相对较低，整体影响可控；从本次疫情所反映的地方公共服务类资源短缺等现象来看，未来或推动地方公共服务类领域扩招。我国地方公共服务特别是医疗、教师长期存在较大缺口，生师比高人均医疗资源低，在经济增速减缓背景下，扩大社会保障教育卫生等社会部门，通过社会支出归位恢复被挤占的私人消费能力进而拉动内需或成为一种方式。

中公 2016 年就已深度布局在线教育，有效对冲部分线下影响。目前中公线上培训主要包括直播、录播和 OAO 课程；复盘中公在线业务发展历史：2016 年大力发展线上，包括：（1）对互联网平台升级，提升学员体验和粘度；（2）对传统在线录播视频进行迭代，向精细化发展；（3）推广 OAO 课程，学员报名后线上自学一段时间，再线下集中面授培训满足学员个性化需求。2017 年继续推出“中公 19 课堂”扩大影响力。

中国东方教育：线上招生咨询有所增长，新华电脑开启线上授课，部分线下培训或有延后。疫情结束后，招生有望快速修复。

推荐：中公教育、中国东方教育

9.1.3. 消失的需求：具有季节性、人群聚集特征消费板块受冲击

1、百货：疫情对于百货冲击明显，未来恢复时间周期较长

疫情期间为了防止人群聚集，大量百货&购物中心需要暂时关闭或者缩短开业时间，同时减免租金政策提升刚性成本，疫情对于百货业态直接冲击。短期来看，在新冠疫情肆虐全国的大背景下，国家为了避免人群聚集，全国各地大量百货、购物中心、奥特莱斯等都需要暂时性彻底关闭、缩短开业时间或者关闭餐饮、娱乐等租赁业态，疫情期间百货的客流量明显下降。同时，万达、天虹等推出减免商户租金政策，能够在特殊时期一定程度上缓解商户压力，但却提升了自身的刚性成本，疫情对于百货业态的收入、刚性成本等都有明显的负面冲击。中长期来看，未来即使疫情得到缓和，消费者在一段时间内依然会将避免前往百货或购物中心等公共场所，对于百货或购物中心的冲击持续时间会相对较长。

表 88: 疫情期间天虹股份的情况

地区	门店	营业时间调整
华南区	坂田天虹	除夕(1月24日) 超市 8:30-18:00 百货 9:30-18:00 初一、初二、初三(1月25-27日) 超市 9:30-21:30 百货 10:00-21:00 初四(1月28日)起恢复正常营业时间
	常兴天虹	除夕(1月24日) 超市 8:30-18:00 百货 9:30-18:00 初一、初二、初三(1月25-27日) 百货&超市 10:00-21:30 初四(1月28日)起恢复正常营业时间
购物中心	宝安天虹购物中心	除夕(1月24日) 百货、购物中心 9:30-18:00 生活超市 8:00-18:00 初一、初二初三(1月25-27日) 超市、百货、购物中心 营业时间 10:00-21:00 初四(1月28日)起恢复正常营业时间
	吉安天虹购物中心	除夕(1月24日) 购物中心 9:30-16:00 超市 7:30-16:00 初一(1月25日) 购物中心 10:00-21:00 超市 10:00-21:00 初二初三(1月26-27日) 购物中心 10:00-21:30 超市 8:00-21:30 初四(1月28日)起恢复正常营业时间
湖南区	芙蓉天虹	除夕(1月24日) 百货 9:30-18:00 超市 8:00-18:00 初一(1月25日) 百货 10:00-21:00 超市 9:30-21:00 初二(1月26日)起恢复正常营业时间
	沙湾天虹	除夕(1月24日) 百货 10:00-18:00 超市 8:00-18:00 初一(1月25日) 百货 10:00-21:00 超市 9:00-21:00 初二(1月26日)起恢复正常营业时间
江西区	中山天虹	除夕(1月24日) 超市 8:00-18:00 百货 9:30-18:00 初一(1月25日)恢复正常营业
	余干天虹	除夕(1月24日) 百货 9:30-16:00 超市 7:30-16:00 初一至初三(1月25日-1月27日) 百货 10:00-21:30 超市 8:30-21:30 初四(1月28日)恢复正常营业时间
东南区	厦门五缘湾天虹购物中心	除夕(1月24日) 购物中心 10:00-18:00 超市 8:00-18:00 初一(1月25日) 购物中心&超市 10:00-21:00 初二(1月26日)起恢复正常营业时间
	厦门会展北天虹购物中心	除夕(1月24日) 超市 8:30-18:00 百货 10:00-18:00 初一(1月25日) 超市&百货 10:00-21:00 初二(1月26日)起恢复正常营业时间
华东区	金鸡湖天虹	除夕(1月24日) 10:00-18:00 初一(1月25日) 10:00-22:00 初二(1月26日)起恢复正常营业时间
	嘉兴天虹	除夕(1月24日) 9:30-18:00 初一(1月25日) 9:30-20:00 初二、初三(1月26-27日) 9:30-21:30 初四(1月28日)起恢复正常营业时间
北京区	国展天虹	除夕(1月24日) 10:00-18:00 初一(1月25日)起恢复正常营业时间
	宣武天虹	除夕(1月24日) 超市 8:30-18:00 百货 10:00-18:00 初一(1月25日) 超市&百货 10:00-21:30 初二(1月26日)起恢复正常营业时间
成都区	高新天虹	除夕(1月24日) 超市 8:00-18:00 百货 10:00-18:00 初一、初二(1月25-26日) 百货 11:00-20:00 超市 10:00-20:00 初三(1月27日)起恢复正常

资料来源: 天虹官方公众号, 天风证券研究所

表 89: 减免租金的情况

公司	采取的相应措施
天虹股份	2月1日, 天虹向各品牌供应商发函, 告知供应商伙伴们: 天虹全国27个城市92家百货、购物中心门店对所有租赁商户免除1月25日至2月8日(初一至十五)期间全部租金。
苏宁广场	1月31日晚间, 苏宁广场商业管理公司宣布, 对旗下苏宁(易购)广场合作品牌免除1月25日至2月8日(初一至十五)期间的租金。
龙湖集团	1月30日, 龙湖集团正式宣布, 对旗下商场的商户, 2020年1月25日(农历大年初一)至2020年3月31日期间, 租金费用(含物业费、推广费)减半。
万达集团	1月28日, 万达商管将对全国各地所有万达广场的商户自1月24日至2月25日时间内的租金及物业费实行全免政策。

保利商业	1月27日，保利商业发布公告，保利商业全国旗下22家购物中心年初一至年初六期间，减免品牌商户6天租金。
红星美凯龙	1月29日，红星美凯龙控股集团提议自营家居商场减租一个月，同时提议旗下全部自有爱琴海购物公园系列购物中心减租一个月。
新城吾悦广场	1月30日，新城控股宣布，旗下分布全国各地的吾悦广场，对全体商户自1月25日至2月13日期间的租金，实施减半政策，携手共渡难关。

资料来源：联商网，天风证券研究所

①天虹股份：全国性百货公司龙头，加速新开门店拓展全国

全国性百货龙头公司，加速新开门店拓展全国。公司拥有百货、超市和便利店三种业态，形成多业态战略发展格局。截至2019年9月，公司已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计8省/市的26个城市，共经营购物中心业态门店16家（含加盟、管理输出5家），百货业态门店69家（含加盟3家），超市业态门店84家（含独立超市10家），便利店164家，面积合计逾322万平方米。公司将继续加快新开门店，给公司持续提供新的增长点。

表 90：截止 2019Q3 末公司门店数量与面积

地区	业态							
	百货		超市		购物中心		便利店	
	数量(家)	面积(m ²)	数量(家)	面积(m ²)	数量(家)	面积(m ²)	数量(家)	面积(m ²)
华南区	37	865,259	48	227,115	4	272,526	129	12,657
华中区	19	498,684	24	117,433	6	421,776	-	-
东南区	5	122,132	6	26,254	3	153,230	35	3,907
华东区	4	139,220	3	12,670	3	229,233	-	-
北京	3	72,680	2	11,457	-	-	-	-
成都	1	34,865	1	4,980	-	-	-	-
合计	69	1,732,840	84	399,909	16	1,076,765	164	16,564

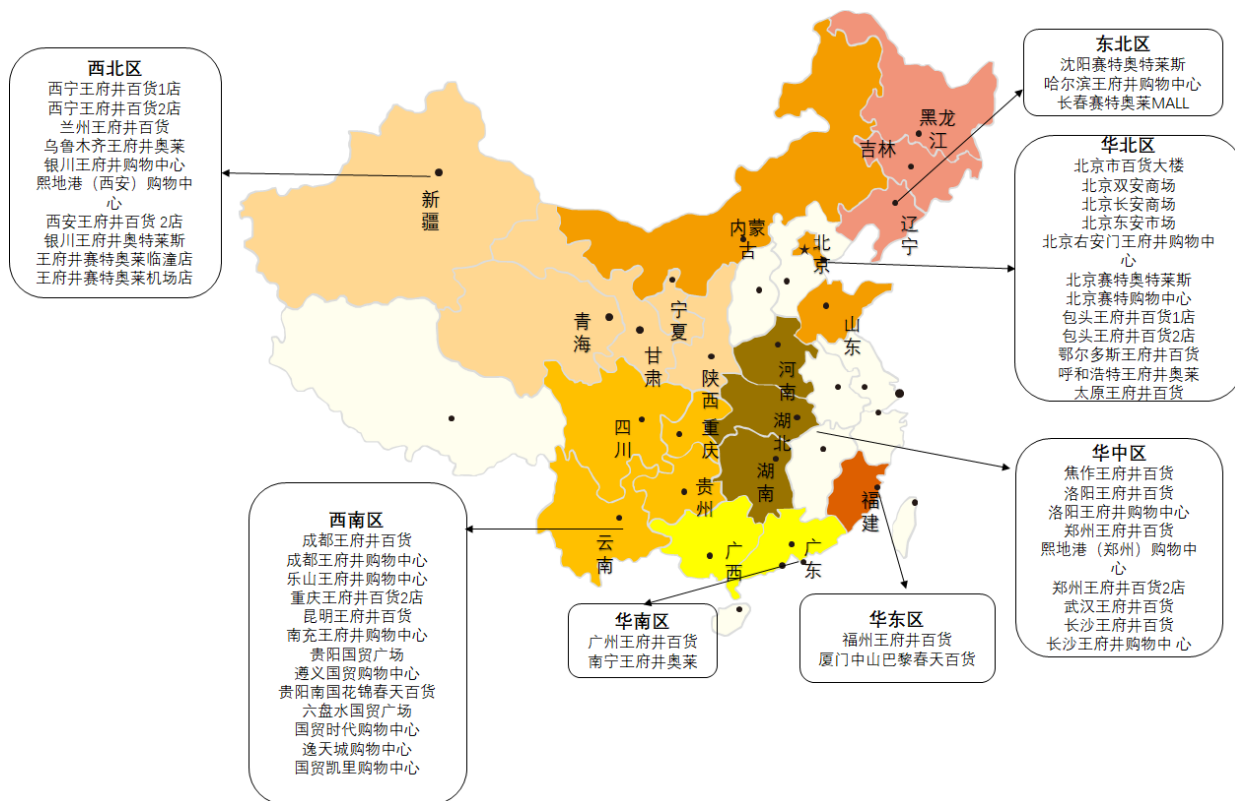
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司持续推出员工持股计划，彰显信心调动积极性。2017年12月，公司推出第一期员工持股计划，参加增持计划的总人数不超过242人，其中董事长高书林认购82万元，董事总经理张旭华认购84万元，董秘万颖认购66万元，最终该计划通过二级市场累计987万股，占公司总股本的0.82%，交易金额1.18亿元，交易均价11.96元。公司推出第二场员工持股计划，筹集资金总额上限为9309万元，总人数不超过295人，参与对象是主要管理人员及业务骨干，能够充分调动员工的积极性和创造性，提高公司员工的凝聚力和竞争力，同时彰显了公司对于未来发展的信心。

②王府井：全国性百货公司龙头，奥莱业态成为新增长点

全国性百货龙头企业，百货&奥莱协同发展。公司作为纯正的全国百货龙头企业，形成集百货、奥特莱斯、购物中心和超市四大业态协同发展的业务格局。公司加速全面提升百货业态商品经营能力和顾客经营能力，持续深化创新模式，推进全渠道建设，大力发展购物中心及奥莱业态，借力资本手段发展商品自营及超市业态。截至2019年9月，公司共运营52家大型门店，其中百货37家，奥特莱斯9家，购物中心6家。公司涉及东北、华北、华中、华南、华东、西南、西北七大经济区域，已覆盖北京、内蒙古、山西、河南等共计22个省、市、自治区，32个城市。

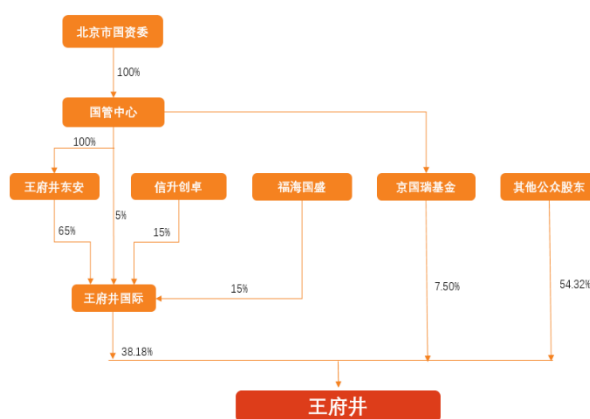
图 511：王府井门店全国分布情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

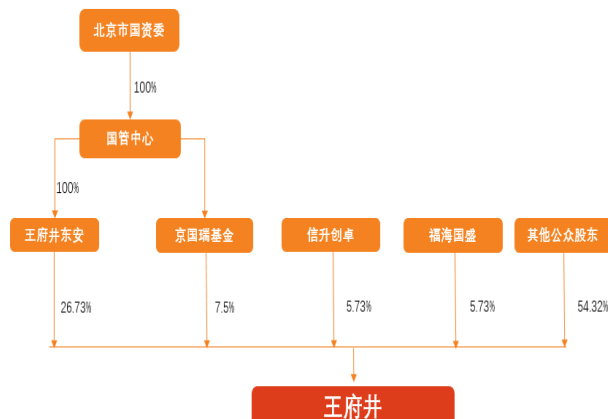
王府井东安股权无偿划转首旅集团，国企改革有望加速推进。随着王府井东安股权无偿划转首旅集团，首旅集团直接持有公司 26.73% 的股份，首旅集团成为上市公司控股股东。北京国资委旗下共有王府井、首商股份、北京城乡三家零售国企，此前北京国资委已经将西友集团 20.03% 的股权无偿划至首旅集团，实现王府井和首商股份都属于首旅集团。股权划转将进一步深化北京国资委对于零售国企的改革，进一步推进首旅集团“6+2”产业布局，实现资源共享与优势互补，解决同业竞争问题。

图 512：吸收合并前王府井股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 513：吸收合并后王府井股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

③重庆百货：重庆地区零售龙头公司，马上金融&混改双驱动

重庆地区零售龙头，百货、超市、电器&汽贸齐发力。公司立足于重庆加速向外拓展，网点规模不断扩大，市场辐射能力、规模效应将进一步体现。截止 2019 年 9 月 30 日，公司经营网点按业态口径计算有 313 个，其中：百货业态 55 个，超市业态 177 个，电器业态 47 个，汽贸业态 34 个。公司对于百货、超市、电器和汽贸四大主业加速经营调改，优化

商品结构，持续优化供应链，夯实经营能力，加强数字化改造，推进技术赋能。

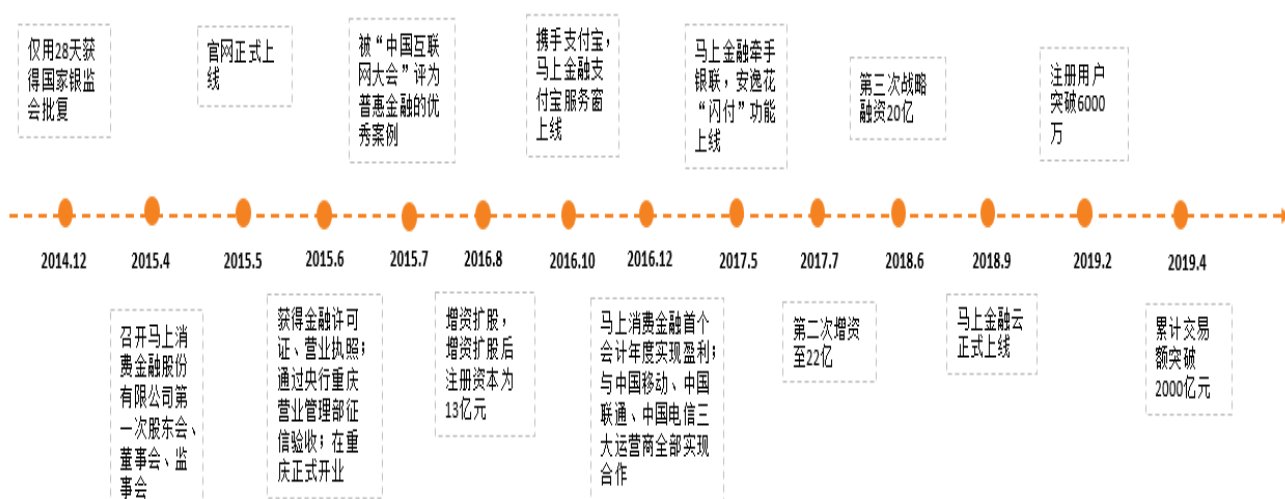
表 91：2019Q3 末重庆百货门店情况

地区	经营业态	门店数量 (个)	建筑面积 (万平方米)
重庆地区	百货业态	44	99.07
	超市业态	163	77.59
	电器业态	45	18.83
	汽贸业态	33	11.16
四川地区	百货业态	9	20.06
	超市业态	13	6.80
	电器业态	2	0.64
	汽贸业态	1	0.03
贵州地区	百货业态	1	1.76
湖北地区	百货业态	1	2.01
	超市业态	1	0.53
合计		313	238.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

马上金融第一大股东持股 31.06%，为公司提供持续投资收益。马上消费金融是一家经中国银保监会批准，持有消费金融牌照的科技驱动的金融机构。马上消费金融于 2015 年 6 月正式开业，引入了重庆百货、重庆银行等国有股东，以及物美集团、阳光保险、浙江小商品城等社会化股东，形成极具活力的多元化混合所有制股东结构，其中公司持有马上金融 31.06% 股份为第一大股东。马上金融为公司持续贡献利润，2018 年马上金融实现营业收入 82.4 亿元，同比增长 +76.5%；实现净利润 8.01 亿，同比增长 38.7%。按照权益法核算长期股权投资，2018 年公司确认投资收益 2.47 亿元。截止 2019 年 9 月，马上金融贡献投资收益 2.18 亿元，分季度来看贡献投资收益分别为 0.56、0.38 和 1.24 亿元，同比分别 -27%/+7%/+91%，马上金融贡献投资收益的趋势持续向好。

图 514：马上消费金融发展史

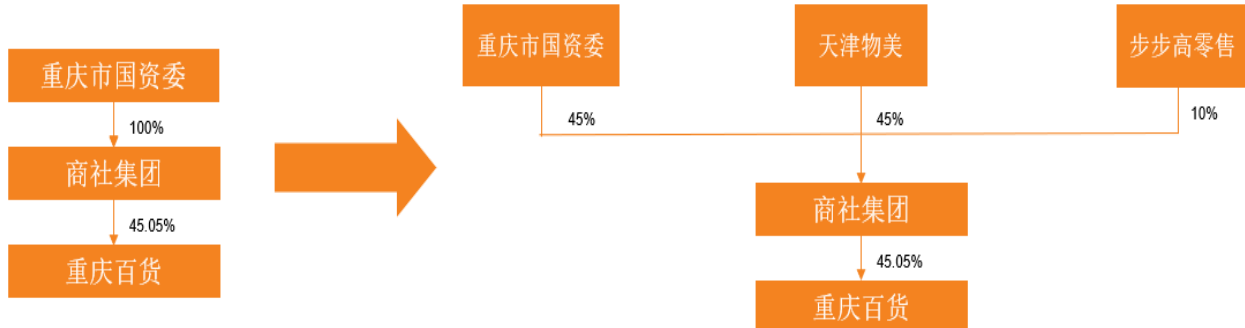


资料来源：马上金融官网，天风证券研究所

物美、步步高参与商社集团混改，进一步释放经营发展潜力。公司混改持续多年终于落地，混改完成后，商社集团将由重庆市国资委持股 100% 变更为重庆市国资委持股 45%、物美持股 45%、步步高持股 10%，治理结构的优化有望进一步释放公司潜力。①三方资源整合互补：重庆百货、步步高、物美三方携手，将有望在数字化、供应链、场景、用户等方面进行资源的整合互补，重塑西南商超市场的协同与布局；②市场化机制激发经营活力：随着商社集团变更为无任何一个股东能够单独实现对商社集团和公司的实际控制，市场化机制引入将进一步激发公司经营活力；③激励或将落地释放业绩：随着混改的告一段落，未来

有望伴随着激励的落地，公司 2015-2018 年持续计提资产减值损失，将进一步激发释放业绩潜力。

图 515：重庆百货混改前后股权结构示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2、景区：多地景区暂停开放，行业经历首个“春节淡季”

继“非典”之后，经历 17 年来首个“春节淡季”。以往春节作为我国唯二七天长假，为旅游黄金期，2019 年春节全国实现旅游收入 5139 亿元，旅游人数达 4.15 亿人次。今年受肺炎疫情影响，春节期间多地景区相继公告暂停开放，景区继“非典”之后，经历 17 年来的首个“春节淡季”。

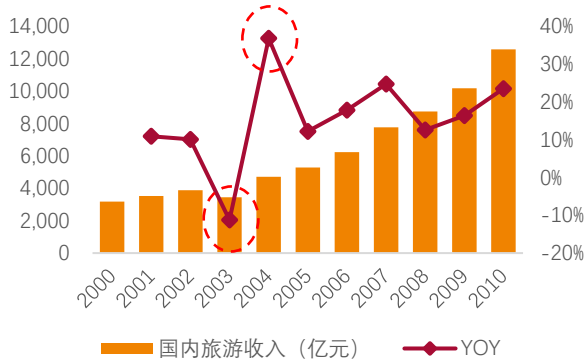
表 92：全国多地景区暂停开放

暂停开放时间	景区	相关上市公司
1 月 24 日	峨眉山	峨眉山 A
1 月 24 日	长白山	长白山
1 月 24 日	天目湖	天目湖
1 月 24 日	大唐芙蓉园	曲江文旅
1 月 25 日	黄山	黄山旅游
1 月 25 日	乌镇	中青旅
1 月 25 日	古北水镇	中青旅
1 月 25 日	琼海博鳌免税店	中国国旅
1 月 25 日	玉龙雪山	丽江旅游
1 月 25 日	丽江千古情	宋城演艺

资料来源：峨眉山风景区管委会、黄山风景区管理委员会、新京报、吉林新闻网、中国新闻网、天目湖官网、新华网、腾讯新闻、天风证券研究所

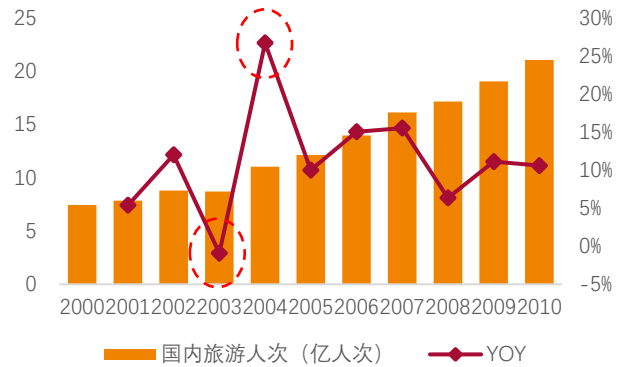
复盘 SARS，国内游具备高弹性。改革开放后，国民收入水平迅速提升，90 年代至 21 世纪初，国内旅游业一直处于快速增长通道，1993-2002 年国内旅游收入复合增速 18.2%，国内旅游人次复合增速 8.8%。2003 年，在“非典”疫情影响下，旅游业首当其冲，当年国内旅游收入/国内旅游人次分别下降 11.2%/0.9%。2004 年，“非典”疫情已结束，居民情绪性恐慌缓解，旅游需求迅速释放，当年国内旅游收入/国内旅游人次分别增长 36.8%/26.7%。我们认为“非典”疫情对于旅游业影响局限于 2003 年，2004 年迅速实现复苏。

图 516：2003 年国内旅游收入表现低迷，2004 年迅速实现反弹



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 517：2003 年国内旅游人数小幅下跌，2004 年迅速反弹



资料来源：Wind，天风证券研究所

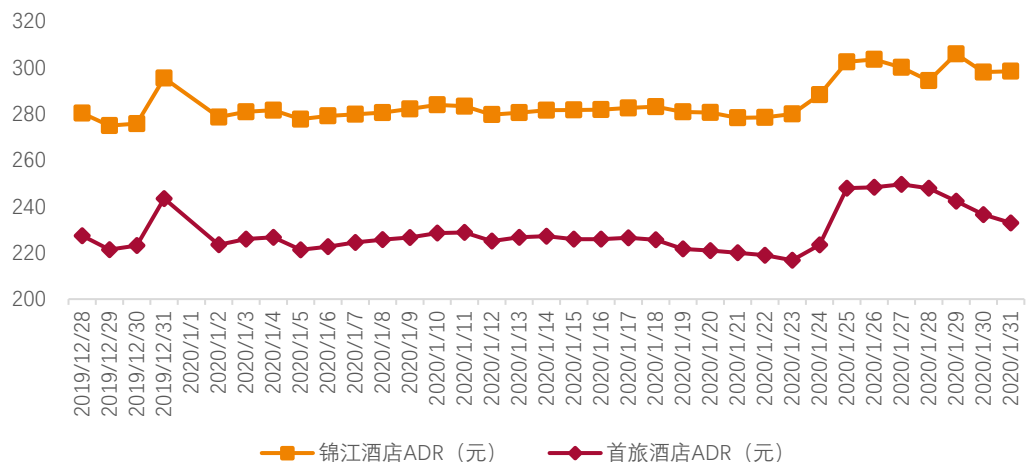
短期内受疫情影响，居民旅游意愿削弱，景区板块受到直接冲击。但景区板块公司资源壁垒深厚，在全国景区中颇具竞争力，建议关注掌握核心景区资源、具备异地复制管理能力、具备多业务协同发展能力的景区企业，建议关注【中青旅】。

3、酒店：旅游出行人数下滑，酒店短期承压

酒店受休闲需求下滑影响短期承压。春节期间本身为酒店淡季，酒店住宿需求主要以休闲需求为主，今年春节受景区暂停开放、居民出行意愿减弱等因素影响，旅游出行人数断崖式下滑，酒店受到短期冲击。根据我们对首旅酒店与锦江酒店春节期间数据的跟踪，可得出如下结论：

①平均房价：春节期间有所提价，后稳中有降。从近一个月锦江酒店与首旅酒店全国门店数据看，平均房价整体表现平稳，春节假期初期（1月24日，除夕）两家酒店集团平均房价均有一定提升，随后锦江酒店、首旅酒店相继有一定回落，推测受中高端酒店平均房价下降或闭店影响。

图 518：锦江酒店&首旅酒店春节假期有所提价，后稳中有降



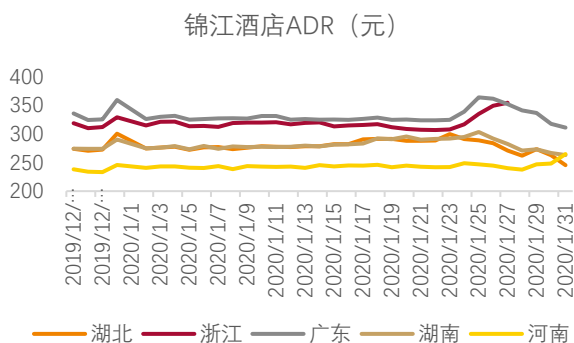
资料来源：独道数智，天风证券研究所

注：数据由 OTA 平台爬虫获取，与真实数据之间可能存在误差

疫情严重地区平均房价有所下滑，疫情轻微地区平均房价较为平稳。进一步地，我们依据确认感染病毒性肺炎的人数作为衡量标准，分为疫情严重地区（包括湖北、浙江、广东、湖南、河南）和疫情轻微地区（包括西藏、青海、吉林、贵州、宁夏）。锦江酒店在疫情严重地区和疫情轻微地区平均房价表现分化，疫情严重地区湖北、浙江、广东、湖南地区自 1 月 25 日前后有所下滑，疫情轻微地区平均房价整体较为平稳。我们认为锦江酒店平均房价的差异化表现主要因为：①疫情严重地区旅游业受到冲击更大，中高端酒店平均房

价有所下滑；②疫情轻微地区地理位置均较为偏远，整体平均房价水平较低，波动较小。首旅酒店在疫情严重地区浙江、广东、湖南地区自1月28日前后有所下滑，疫情轻微地区平均房价表现均较为平稳。

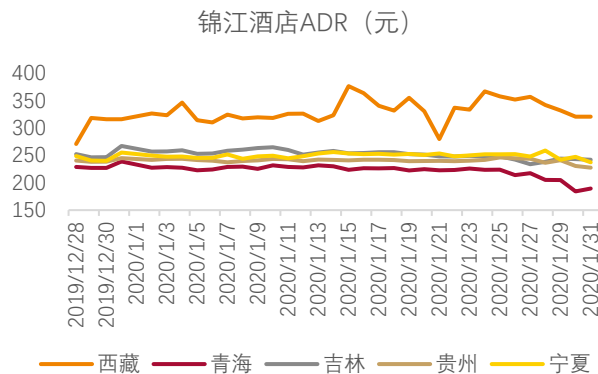
图 519：锦江酒店疫情严重地区平均房价自 1 月 25 日前后有所下滑



资料来源：独道数智，天风证券研究所

注：数据由 OTA 平台爬虫获取，与真实数据之间或存在误差

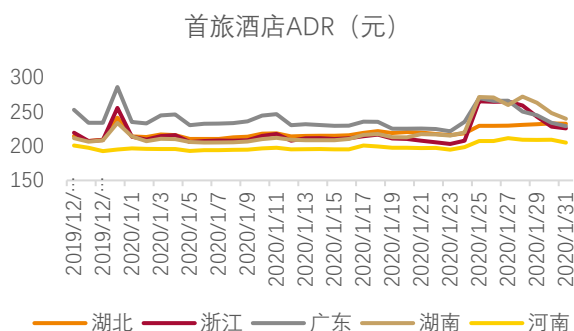
图 520：锦江酒店疫情轻微地区平均房价整体较为平稳



资料来源：独道数智，天风证券研究所

注：数据由 OTA 平台爬虫获取，与真实数据之间或存在误差

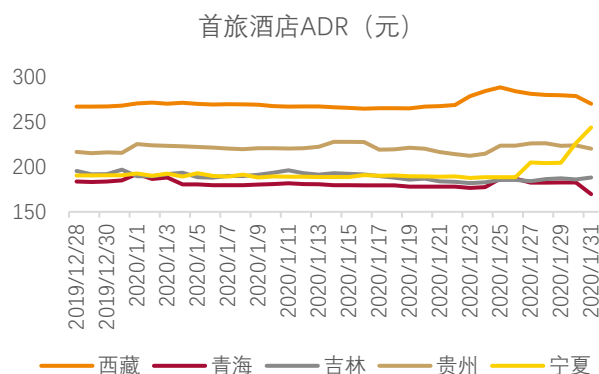
图 521：首旅酒店疫情严重地区平均房价自 1 月 28 日前后有所下滑



资料来源：独道数智，天风证券研究所

注：数据由 OTA 平台爬虫获取，与真实数据之间或存在误差

图 522：首旅酒店疫情轻微地区平均房价整体较为平稳

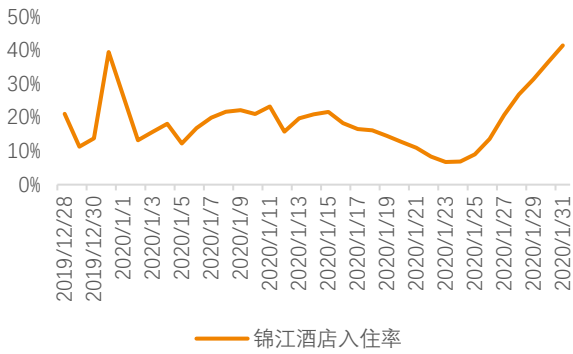


资料来源：独道数智，天风证券研究所

注：数据由 OTA 平台爬虫获取，与真实数据之间或存在误差

②**入住率：呈现先降后升趋势。**从近一个月锦江酒店与首旅酒店全国门店数据看，两者入住率趋势较为一致，我们认为入住率在1月23日（腊月二十九）前后达到最低点，主要因为：①多数国民选择在家度过春节，除夕前后两天为酒店入住率低点；②1月21日后国民防疫意识增强，减少外出度假。此后入住率快速上升，我们认为主要原因包括：①部分疑似患者或是相关接触史人员在酒店进行自行隔离；②多家酒店为医护人员提供免费住宿；③部分门店关店。

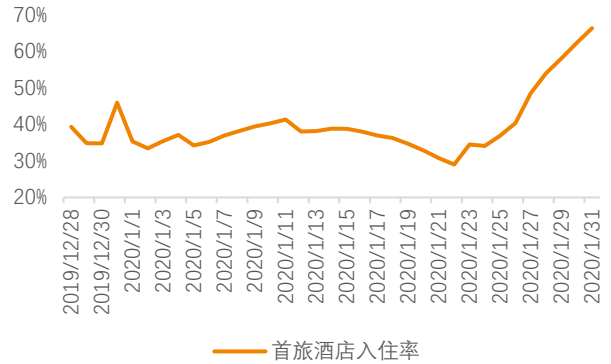
图 523：锦江酒店入住率呈现先降后升趋势



资料来源：独道数智，天风证券研究所

注：数据由 OTA 平台爬虫获取，与真实数据之间可能存在误差

图 524：首旅酒店入住率呈现先降后升趋势

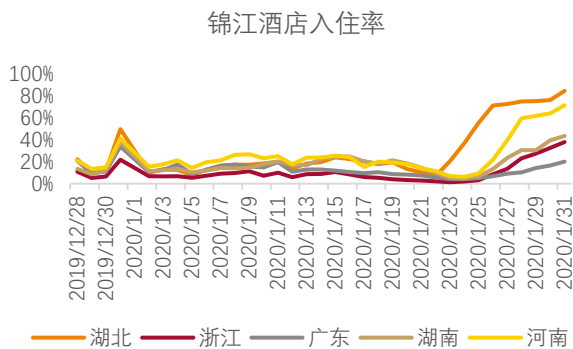


资料来源：独道数智，天风证券研究所

注：数据由 OTA 平台爬虫获取，与真实数据之间可能存在误差

疫情严重地区入住率上升更快，反弹时间与疫情爆发时点吻合。同样分疫情严重地区和疫情轻微地区看，锦江酒店及首旅酒店均出现疫情严重地区入住率快速反弹的情况，尤其是湖北地区、河南地区首旅酒店入住率高达 90%以上，且反弹时间与该地区疫情爆发时间相吻合，如湖北地区入住率于 1 月 22 日开始反弹，浙江、河南等省份则在 1 月 26 日前后开始反弹。相比之下，疫情轻微地区入住率同样有所反弹，但反弹幅度稍小、反弹速度稍慢。

图 525：锦江酒店疫情严重地区入住率上升较快

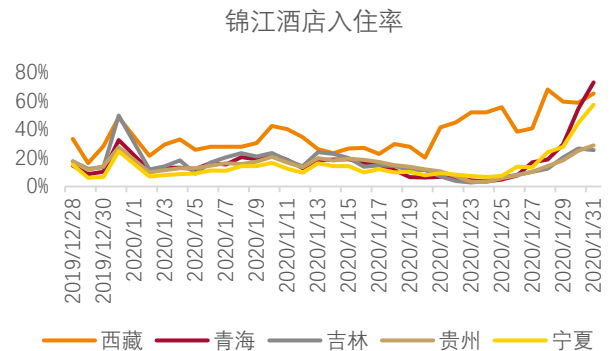


资料来源：独道数智，天风证券研究所

注：数据由 OTA 平台爬虫获取，与真实数据之间可能存在误差

出于数据可得性考虑，锦江酒店入住率=已定满房型数量/总房型数量

图 526：锦江酒店疫情轻微地区入住率整体较为平稳

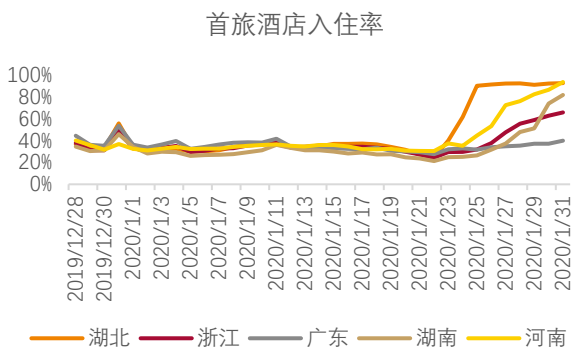


资料来源：独道数智，天风证券研究所

注：数据由 OTA 平台爬虫获取，与真实数据之间可能存在误差

出于数据可得性考虑，锦江酒店入住率=已定满房型数量/总房型数量

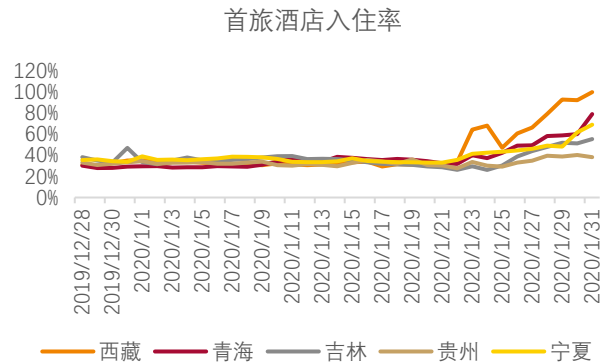
图 527：首旅酒店疫情严重地区入住率上升较快



资料来源：独道数智，天风证券研究所

注：数据由 OTA 平台爬虫获取，与真实数据之间可能存在误差

图 528：首旅酒店疫情轻微地区入住率呈现先降后升趋势



资料来源：独道数智，天风证券研究所

注：数据由 OTA 平台爬虫获取，与真实数据之间可能存在误差

短期内受疫情影响，酒店休闲需求与商务需求预计双双受到冲击。按照历史经验，行业低谷期为龙头加速整合、提升市占率的黄金期，面对宏观环境变化敏感性相对较弱。与大量单体酒店相比，大型连锁酒店龙头具备如下优势：①资金充足，内生拓店+外延并购增长动力充足；②前瞻性布局中高端，为中高端需求释放做好准备；③自有会员体系构筑渠道壁垒。建议关注【首旅酒店】、【锦江酒店】、【华住】。

9.1.4. 风险提示

疫情扩散快于预期，居民情绪恐慌，行业复苏不及预期，行业竞争加剧等。

9.2. 食品饮料：从需求类别看疫情对食品饮料行业的影响

（——天风食饮：刘畅等）

核心论点：

新冠疫情对于食品饮料，特别是与餐饮产业链相关的行业影响较大。食品饮料作为满足消费者日常需求的行业，在国家政策的支持下，正有序复工，保障生产和供应。而疫情对于行业的影响，我们将从三个维度来分析，分别是在疫情的影响下：创造的需求，递延的需求和消失的需求。通过分析，我们对食品饮料各细分子行业有做出如下判断：

- ◆ **白酒：递延的需求，短期影响大于中长期影响。**疫情对白酒行业的影响本质是白酒消费端需求出现的阶段性骤降所带来的递延类需求转变，社交活动的大幅下滑导致消费者及经销商库存消化周期变长，进而影响酒企出货情况。根据白酒的消费属性，我们预计正常动销情况将在 2020 年下半年恢复，并且不排除“报复补偿式”的反弹性消费出现的可能。短期来看，春节前打款发货情况正常，对各酒企 Q1 财报影响有限，主要影响在于春节及上半年库存消化周期加长带来的增速放缓。对此，已茅五泸为首的龙头企业已于 2 月 10 日陆续开展复工工作，并就应对措施进行有序规划。长期来看，此次疫情将加速白酒行业总量下降、品牌集中、结构升级的趋势，而不会对行业景气度产生负面影响。
- ◆ **啤酒：递延的需求，淡季影响较小，需求有望快速恢复。**疫情期间，啤酒行业主要受餐饮端影响，啤酒约 50% 的消费来自餐饮端，该部分影响较大。但当下啤酒主要处于淡季，一季度销量占比约 20%。节前啤酒行业铺货基本完成，1 月影响不大，主要影响 2、3 月份终端的动销，测算全年影响约 5%。啤酒生产端影响不大，一季度工厂一般处于产能过剩状态，通常安排技改等相关工作。疫情后，啤酒行业的需求有望率先得到复苏，企业或将通过促销等动作帮助终端恢复动销，产品结构趋势也不会因疫情而改变。
- ◆ **餐饮产业链：短期 B 端受损影响，符合调味品和冻品需求创造明显。**疫情对整个链条的影响是从下游传导到上游的。对于下游来说，疫情使得餐饮行业短期进项骤减，现金流面临较大压力，从而加速行业出清。短期来看，餐饮停业对于调味品 B 端影响较大，但同时使得上游冻品和料包企业获得 C 端替代需求。**复合调味品正处于行业导入期，在疫情的影响下，消费习惯有望逐步培育。**而下游餐饮行业损失较重，也加速了行业集中度提升的趋势，打开了上游企业 B 端业务的发展空间。
- ◆ **肉制品：必需品属性，人造肉需求有望得到创造。**疫情期间肉制品囤货需求高，需求有望迎来阶段性上涨。肉制品作为重要的民生产品，受到政府大力扶持，复工进度较快，原料、物流有保障。在动物疫情下，人造肉可以避免动物疫病对人畜安全的影响，人造肉行业或将引起消费者的重视，成为在疫情中创造出的新需求。同时，人造肉的健康、环保属性叠加中国肉类市场缺口大，人造肉行业市场规模或将迎来高速发展。
- ◆ **食品：礼盒-消失的需求，休闲零食-递延的需求，短保面包等-创造的需求。**休闲属性食品因礼品类休闲食品短期受到冲击而受抑制，疫情冲击可能会推动行业加速洗牌，市场份额向龙头集中。大多社交属性的食品短期内销量将受抑制，只能依赖线上订单。但短期的抑制将在疫情结束后将迎来报复性增长，消费得到递延。而必选属性食品，

例如面条、面包等食品，为消费者的刚需产品，性价比高，抗风险能力强，将在疫情发生期间迎来快速增长。

- ◆ **乳制品：消失的需求，春节期间超额送礼需求一次性消失，日常消费部分平稳略受影响。**全年来看收入影响在 3-5%。乳制品行业需求全年平稳，一季度收入占比在 25% 左右，春节时间点上需求的小高峰。乳企运营、产品供应和复工均有序进行。乳制品节前备货不受影响，尽管春节前后动销受到一次性冲击影响，失去大部分送礼需求和少量日常消费需求，但在一季度后，随着疫情相对受控，乳制品行业会迅速回复至正常的销售水平。

9.2.1. 白酒行业：疫情加速行业集中，递延式消费特点明显

1、疫情对高端白酒影响有限，区域型酒企静待其变

春节是白酒销售旺季，无论是高端还是次高端，基本上占到全年销量 40% 左右。以茅台、五粮液和国窖为代表的高端的品牌和产品，商业和终端之间以及终端对其核心消费人群的交易已在年前基本完成，影响相对有限。分价格带来看，疫情影响排序：高端酒 < 低端光瓶酒 < 次高端及地产酒。对高端白酒来说，实际动销的量的影响应该是在整个春节期间，主要的影响在于节后及上半年库存积压导致的周转和去库存周期变长，影响全年的量大约在 10% 左右。对于次高端而言，在春节期间的实际动销情况影响要大于高端，预计在 30-40% 左右，此次疫情影响的量占全年的 12% 至 18%。

茅五泸复工进展较快，地方酒企尚未明确时间。以茅台、五粮液、泸州老窖、汾酒为首的行业龙头企业均已就复工时间和应对措施做出具体规划，并于 2 月 10 日起逐渐有序安排复工工作，复工所需防疫物资已均由企业和政府合作协调全球资源，进行调配和抢运工作。各地方酒企尚未对复工时期做出明确安排，将视疫情发展情况决定。自年后疫情蔓延导致正常复工状态延迟，各大名酒企业纷纷召开紧急会议，并出台政策积极应对疫情影响。应对措施主要分为三个方面：1. 积极调配防疫物资，调整复工计划；2. 坚定完成目标信心，强化发展意识；3. 针对经销商积极出台相应措施，协助经销商度过难关。

图 529：主要酒企复工进展

公司	生产基地	复工情况	应对措施
贵州茅台	贵州仁怀	复工时间：2月13日	坚持“计划不变、任务不减、指标不调”。近期还会围绕“双过半”目标优化方案计划，“补齐欠账、完成任务”
五粮液	四川宜宾	复工时间：2月10日	坚定目标、灵活应变；在坚持年初制定的“稳中求进，一管控三强化”工作方针的基础上进一步突出加强“三个优化”（计划优化、渠道优化、结构优化），加快“三个转型（机制转型、团队转型、数字化转型）”，推动全年营收保持两位数以上的增长。
泸州老窖	四川泸州	复工时间：2月10日	“五大措施”保生产；销售体系“三不变”“三加强”即“战略不变、目标不变、任务不变”“加强销售攻坚、加强营销创新、加强支撑保障”携手完成2020发展目标
山西汾酒	山西汾阳	复工时间：2月10日	分三阶段精准有序推动复工复产，第一阶段是2月10号——2月20号，第二阶段是2月20号——2月底，第三阶段是3月以后。汾酒还要求企业各单位复工复产的子方案必须依据总方案制定、细化落实总体方案，责任到人，确保复工复产工作顺利进行

资料来源：新浪财经，腾讯网等，天风证券研究所

2、疫情对白酒消费的抑制，将通过递延式需求的方式在下半年显现

短期来看，本次疫情对白酒行业影响相对大于其他食品饮料子行业。白酒消费端需求出现的阶段性骤降所产生的影响是根本性原因，历年春节期间是白酒消费旺季，聚集性餐饮和节日送礼需求带动白酒消费动力。受疫情影响，春节及节后数月，社交性消费将大幅下滑，消费者实际开瓶率减少，进而导致库存增多，消化周期变长。因此，终端渠道和经销商出货受到直接影响，动销不足使大量产品积压在库存，资金周转难度加大，进而传导至酒企层面的业绩回落。预计疫情在 4、5 月份得到有效控制，白酒消费将会出现补偿式反弹，预计下半年销售情况将逐渐恢复，不排除反弹式消费的可能性。

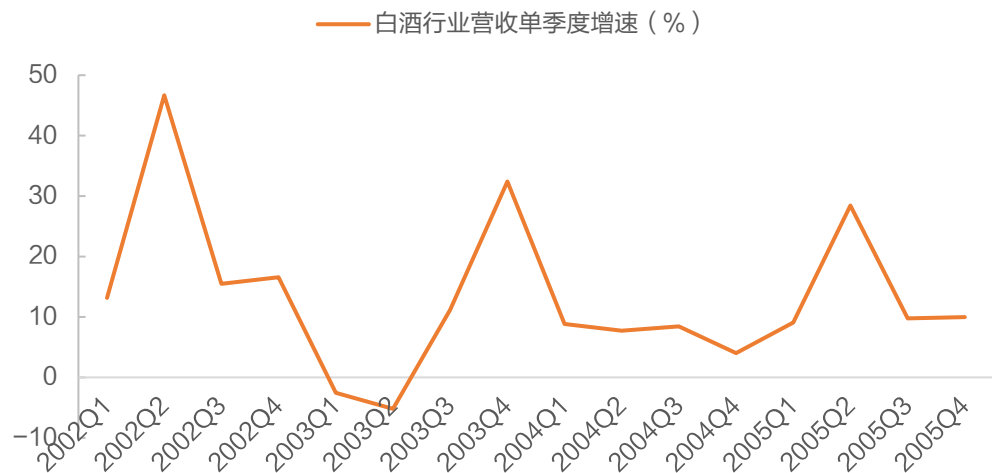
图 530：白酒消费链



资料来源：天风证券研究所食品饮料团队整理

对比非典，疫情只影响短期业绩，行业恐慌情绪有望逐步缓解。白酒行业在经历过塑化剂事件和三公消费的政策抑制后，企业及行业抗风险能力及处理突发性事件反应和能力相对成熟，且行业本身正处于集中度快速提升，优质产能淘汰劣质产能的过程中，因此短期冲击不可避免，非典期间，上市公司业绩受疫情影响，在 03 年 Q2 录得负增长。对比 03 年非典，此次疫情的不同之处在于 1. 爆发时间方面，2003 年疫情最严重的时期是在二季度的 4-5 月，处于淡季，并未对春节旺季销售造成实质性影响，此次疫情最严重主要在春节，消费需求受到压制较大，终端库存在春节期间未正常消化，预计会影响后续二季度的动销。2. 地域范围方面，2003 年集中于广东、北京、山西等，本次新冠病毒影响更加广泛，目前安徽、广东、河南等地出现了聚集性感染，餐饮和零售行业遭遇重挫对行业影响更大。

图 531：白酒行业受非典影响 2003Q2 呈现负增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

3、中长期负面影响较小，加速行业集中度提升趋势

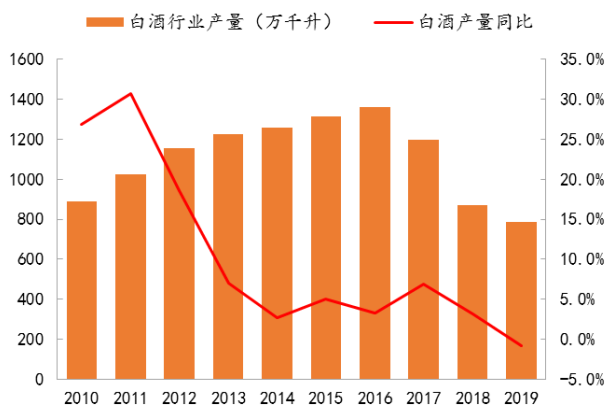
长期来看，本次疫情对白酒行业影响较为有限。从历史上来看，中国白酒行业自上世纪 90 年代历经山西毒酒案、三公消费政策抑制、塑化剂事件都曾在短期内对行业形成更大冲击，但都未曾改变中国白酒行业长期供求关系。我们认为主要有三点原因：首先，拥有历史沉淀且深度融入当今中国社交文化的行业很难被单次突发性事件改变。其次，代表白酒行业优质产能的名酒企业在品质层面的长期坚持以及遇到突发性事件时的积极的态度和应急处理能力保证了企业和行业长期发展的基础。第三，白酒行业每逢突发性事件后的结果得出，事件产生的影响并非挑战消费者对白酒消费的态度，而是引导消费者更加理性的进行选择消费。因此基于以上三点，我们认为，此次疫情将长期影响民众对健康方面的认知和重视，对于有一定社交刚性需求的白酒行业而言，消费者降低饮酒频次强化适度饮酒的理念，使得白酒行业总量下降、品牌集中和价位升级的趋势将更加显现。

白酒行业总量下降，存量竞争加剧，疫情或加速落后产能出清。我国当前白酒行业整体呈现容量萎缩的趋势，根据国家统计局的数据，2018、2019 两年白酒行业产量同比 3.14%/-0.8%。在产销量下滑的趋势下，企业数量也在加速减少，2017 年以来白酒行业规模以上酒企数量

大幅度减少，从 2017 年 1593 家减少到 2018 年 1445 家再减少到 2019 年 8 月 1175 家，数量变动速度分别为 1%，-9%和-19%（中国产业信息网）。与此同时，规模以上名酒企业营收及利润增速从 2015 年开始步入快车道，行业马太效应、集中度提升的趋势已经显现。

疫情将加速集中度提升趋势。本次疫情对于白酒行业的影响是全方位的，然而各地方以上名酒企业无论从生产端管理恢复能力、基酒储存情况、客户忠诚度和现金流状况等方面都优于小型酒厂，拥有较强的抗风险能力。且本次疫情将会长期改变消费者对健康的重视程度“少喝酒，喝好酒”的理念将长期影响白酒行业，中国饮酒文化的一部分改变将从本质上影响行业发展轨迹。因此白酒行业未来资源将更向名优酒企集中。

图 532：白酒行业历年产量及增速



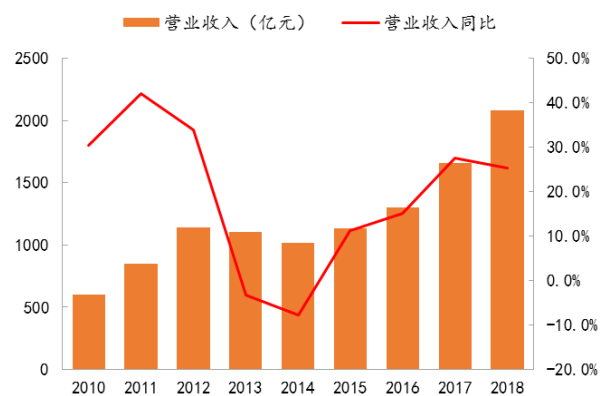
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 533：白酒行业历年销量和产销率变动情况



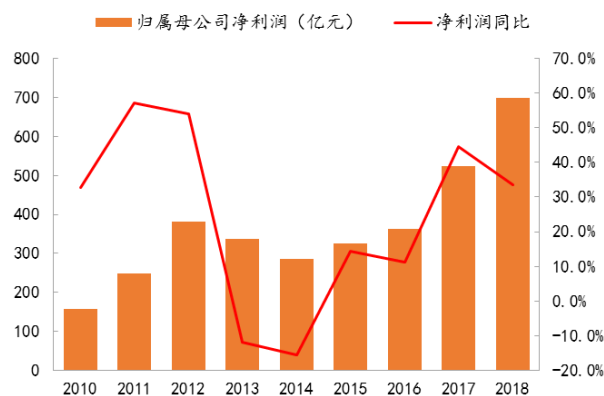
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 534：上市白酒企业营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 535：上市白酒企业净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

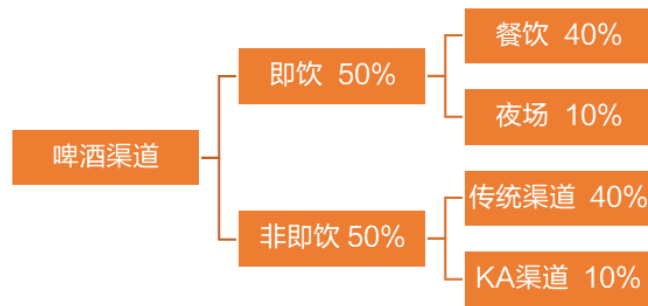
9.2.2. 啤酒行业：淡季影响较小，消费需求有望快速恢复

1、消费端：行业处于淡季，全年影响有限

疫情对于行业的影响主要来自餐饮端。啤酒行业的消费结构主要由即饮和非即饮组成，其占比基本为 1:1，即饮中餐饮和夜场分别占比 40%和 10%，非即饮中 KA 和传统流通渠道占比为 10%和 40%。此次疫情对于啤酒行业的影响主要来自即饮端，受疫情影响，餐饮和夜场基本停业，此类场景的啤酒消费基本为 0，是行业的主要影响。而非即饮部分，家庭饮用的需求被激发，预计此部分受影响较小。

一季度行业销量占比约 23%，属于行业淡季，全年影响约为 5%。根据国家统计局数据，从 15-19 年啤酒产量一季度占比平均值为 22.6%，而从上市公司营收角度看，15-18 年一季度营收占全年的比例平均值在 23.4%左右。疫情主要影响 2-3 月份的销量，这一部分预计占一季度的 20%-30%，综合来看，疫情对全年的影响约为 5%。

图 536：啤酒行业渠道构成

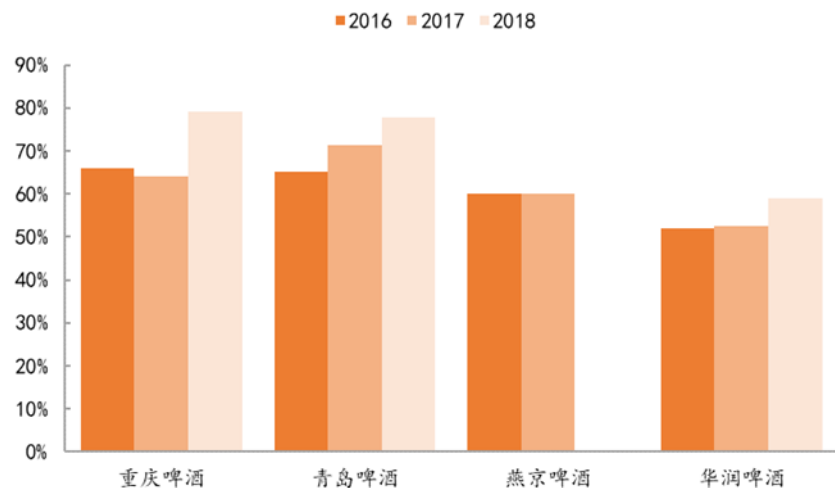


资料来源：中国酒业，天风证券研究所

2、生产端：一季度行业产能过剩，复工对行业影响较小

目前啤酒行业仍处于产能过剩的阶段，2018 年重啤、青啤和华润的产能利用率分别为 79%、78%和 59%，均低于 85%（产能过剩的标准）。行业产能利用率不高，一是因为产能过剩，二是行业的季节性较强。一般来说，行业的二、三季度为旺季，产能通常处于供不应求的状态，尤其是 7 月和 8 月份，而一季度企业生产较少，通常在节后企业会安排工厂进行技改等。所以复工对行业生产端来说影响不大。

图 537：各公司产能利用率情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3、疫情不改结构升级趋势，消费信心有望快速恢复

疫情对于啤酒消费来说只是短期的限制消费，并不会改变啤酒的消费习惯，结构升级趋势不改。疫情只是短期抑制餐饮渠道啤酒的饮用频次，但并不会因此而改变消费者餐饮的啤酒需求。这一部分消费只是被延后了，并没有消失。同时，疫情也不会影响结构升级的趋势，与成熟市场相比，我国啤酒吨酒价仍有较大的改善空间，疫情不改变结构升级的趋势。

疫情结束后，啤酒消费信心有望快速恢复。我们认为在疫情结束之后，啤酒行业的消费会迅速恢复。一方面是因为啤酒的主力消费人群主要集中在 20-34 岁，这一群体在疫情结束后或将率先开展社会活动。另一方面，由于一季度库存的积压，二季度企业或将推出一系列促销活动，帮助终端恢复动销。此外，疫情限制了餐饮社交，在疫情结束后，基于人们的社交需求，餐饮或将迎来报复性反弹，而餐饮作为啤酒的主要销售渠道将受益。参考非典时期，啤酒产量在疫情技术之后快速反弹，预计在二三季度高温、体育赛事和餐饮需求反弹的催化下，啤酒消费有望迎来大幅上涨。

图 538：啤酒产量在非典结束后快速反弹

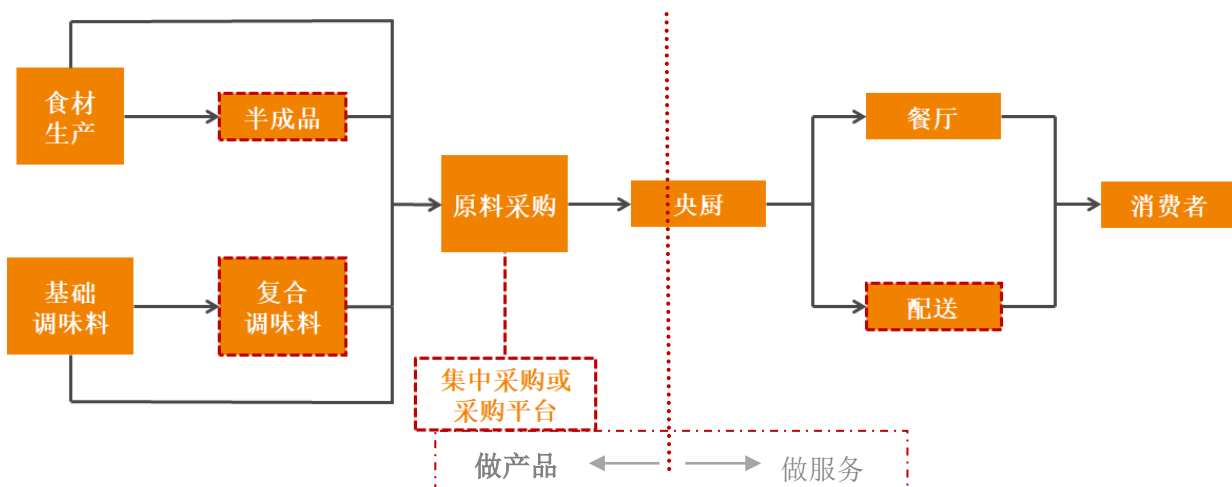


资料来源：Wind，天风证券研究所

9.2.3. 餐饮产业链：疫情加速集中度提升，需求创造明显

餐饮产业链受此次疫情影响较大，链条上不同环节的企业影响不一。餐饮供应链包括从食材生产到消费者的整条产业链，包含上游原料生产、采购、央厨、餐厅或配送消费。疫情对整个链条的影响是从下游传导到上游的。对于下游来说，疫情使得餐饮行业短期进项骤减，现金流面临较大压力，从而加速行业出清。

图 539：餐饮产业链主要组成部分



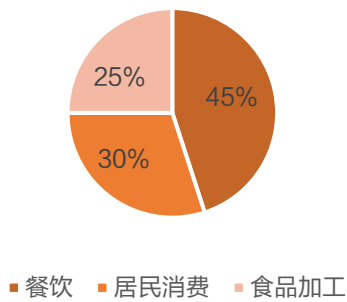
资料来源：天风证券研究所食品饮料团队整理

1、基础调味品：疫情影响较为中性，囤货需求激增

疫情对基础调味品的影响较小，家庭消费替代 B 端需求。基础调味品主要为酱油、醋等产品，其必选属性较强。从消费端来看，餐饮作为基础调味品的第一大渠道，受损严重，疫情下家庭对基础调味品的需求增加能够弥补部分需求，全年来看，影响较小。从生产端来看，调味品保质期长，库存天数较高，能较好应对复工带来的问题。

- ◆ 消费端：基础调味品渠道主要以居民消费、餐饮和食品加工为主，占比分别为 30%、45% 和 25%。疫情影响下，餐饮一季度需求基本为 0，而居民消费频次将提升，在一定程度上弥补餐饮渠道的损失。假设二季度以后，餐饮需求激增，并恢复往常，则整体上来看，疫情对于基础调味品的影响较小。对于企业来说，不同渠道结构的企业，疫情对其影响不同。对于流通渠道占比较高的企业，例如中炬高新、恒顺醋业和干禾味业，其业绩影响较小。

图 540：基础调味品渠道占比情况



资料来源：调味品协会，天风证券研究所

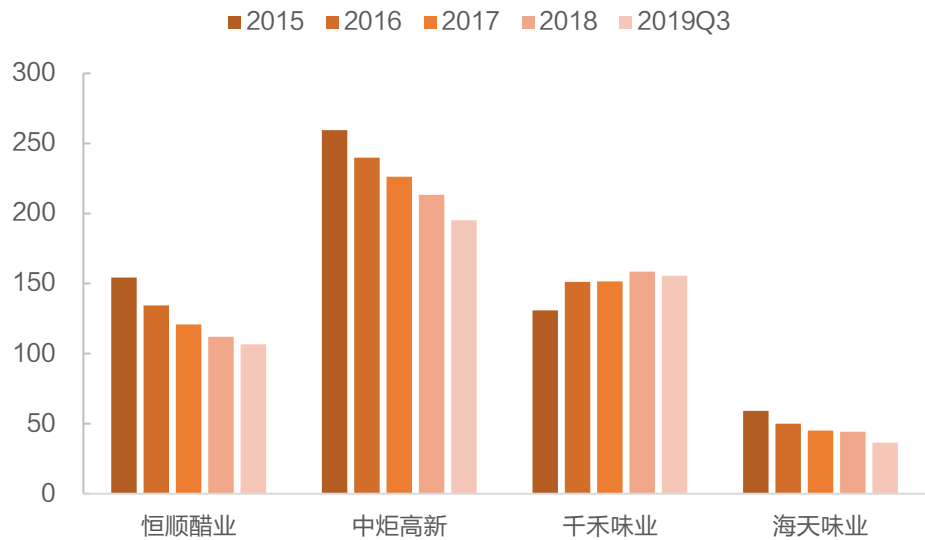
图 541：主要公司渠道占比情况

公司	渠道分布
海天味业	餐饮60%、商超20%
美味鲜	60%商超、20%餐饮
李锦记	餐饮商超全覆盖
山东欣和	商超为主
加加食品	商超为主
千禾味业	商超为主，发力电商

资料来源：公司公告，前瞻产业研究院，天风证券研究所

- ◆ 生产端：根据 2019Q3 主要调味品上市公司存货周转天数的情况看，除海天周转天数为 36 天外，其他的企业基本维持在 100 天以上。疫情延后复工，对调味品企业生产端的影响不大，相反能够帮助企业去库存。目前调味品企业主要面临的问题在于物流，由于有些物流仍处于中断状态，终端需求激增导致无法及时补货，对企业的收入有一定影响。

图 542：主要调味品企业存货周转天数（单位：天）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2、复合调味品+冻品：受益餐饮连锁化率提升，需求创造明显

下游餐饮因疫情影响无法营业，使得上游冻品和料包企业获得替代需求；而下游餐饮行业损失较重，也加速了行业集中度提升的趋势，打开了上游企业 B 端业务的发展空间。

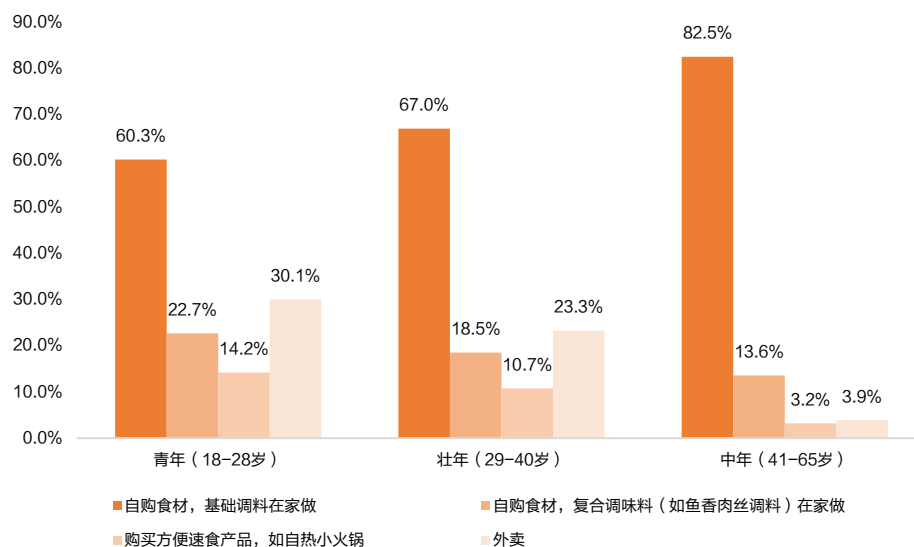
1) 复合调味品：需求创造，加速行业导入和发展

复合调味品目前处于行业导入期，高增长，空间大。复合调味品虽处于早期阶段，但其具备较强的标准化、工业化和便捷化优势，顺应行业和消费趋势，有望获得快速发展。2011-2017 年我国调味品市场 CAGR 8.7%，预计未来 5 年内收入增速平均 8%附近。而复合调味料市场规模由 2010 年的 355 亿元增长至 2017 年的 978 亿元，年复合增长率为 15.83%，远高于调味品的 8%。预计 2020 年中国复合调味品市场规模有望达 1488 亿元。

疫情有望加速复合调味品消费习惯的培养。在疫情的影响下，餐饮消费由居家消费所替代，而不同于基础调味品的强刚需，复合调味品具备一定的可选属性。我们认为当前行业处在发展初期，需要加大市场投入，不断地培育消费者，而此次疫情对于复合调味品来说，或加速市场培育。一方面，复合调味品具备便捷性和标准化优势，能够较好的替代餐饮需求；另一方面，复合调味品的使用人群大部分是年轻的消费者，尝鲜偏好强，在疫情的影响下，

年轻消费者对于复合调味品的需求有望被激发。而一旦复合调味品的使用习惯具备一定的不可逆性，在此次疫情的影响下，能够快速培养消费者的使用习惯。

图 543：不同年龄群体对就餐方式的选择



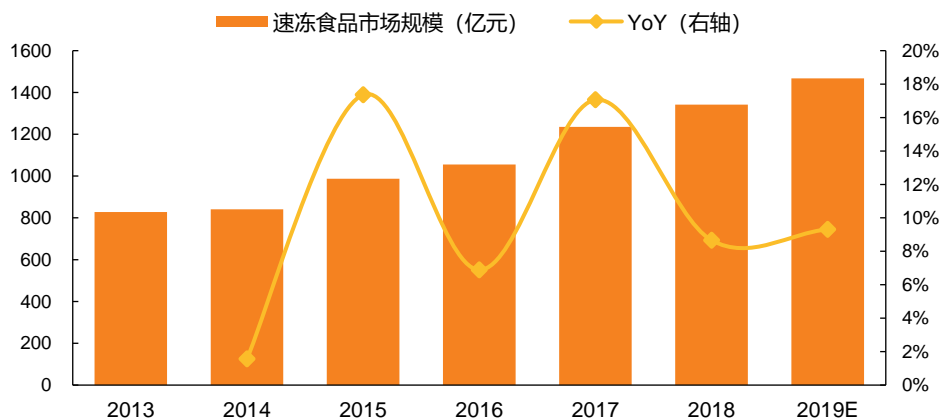
资料来源：天风证券问卷调查，天风证券研究所

餐饮行业连锁化率的提升，将激发定制餐调的需求。新冠疫情影响下，餐饮行业由于缺乏现金流，可能迎来行业出清，行业的连锁化趋势将愈发明显。近年来，我国的连锁化趋势有所加速，连锁餐饮通常向上游采购标准的冻品和复合调味品，这也催生了复合调味品企业定制餐调业务的发展。以天味食品为例，公司的定制餐调业务逐年高增，收入从 2015 年的 0.18 亿元快速增加至 2018 年的 1.52 亿元，CAGR 高达 102%，也符合行业连锁化趋势的表现。而此次疫情将加速餐饮连锁化率的提升，进而推动上游产业链的整合，具备规模优势的企业能够在此轮中受益。

2) 速冻食品：疫情加速行业整合，增量需求有望延续

速冻食品行业规模稳健增长，以速冻火锅料、米面产品为主。随着餐饮市场的迅速发展、消费者需求提升及冷链的完善，速冻食品市场保持稳健增长，根据中商产业研究院数据，2018 年我国速冻食品市场规模约 1342 亿元，预计 2019 年可达 1467 亿元，保持 9% 稳健增速。

图 544：速冻食品行业保持稳健增长

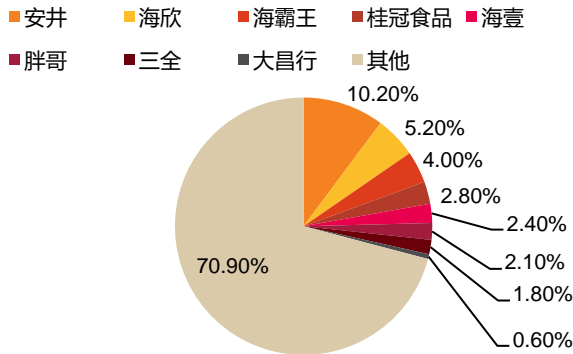


资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

疫情凸显供应链地位，有望加速行业集中度提升。速冻行业整体格局较为分散，其中速冻米面 CR3 为 41.1%，而火锅料只有 19.4%，还有较大上升空间。1) 速冻米面制品集中度较

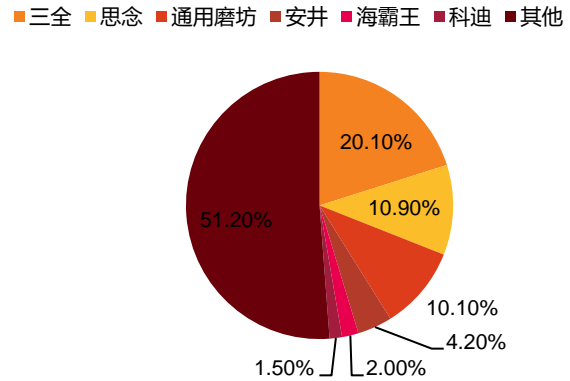
高。一线城市市场主要由全国性品牌三全、思念、湾仔码头等主导，在二三线城市还存在部分强势区域品牌，如五丰等。2) 速冻火锅料市场较为分散，但在福建、广东等东南沿海等市场龙头已形成了明显竞争优势，包括安井、海霸王、海欣等。**速冻食品的发展离不开冷链物流的快速发展，而此次疫情对产业链的影响，也凸显了物流的重要性。**龙头企业如安井、三全等，在全国建立完善的物流体系，能够快速应对疫情带来的物流问题，抢占小企业丢失的份额，加速集中度提升。

图 545：2018 年速冻火锅料市场集中度



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 546：2018 年速冻米面市场竞争格局



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

疫情下创造出的速冻食品需求，有望在疫情结束后延续。疫情对速冻食品的需求主要分为两方面，一是 C 端，二是 B 端。从 C 端来看，疫情对于速冻水饺、面点、火锅料等需求催化明显。根据三全食品 2 月 2 日公布的调研信息，疫情期间家庭就餐频次提高，水饺面点等作为家庭备餐的作用凸显，速冻食品需求量上升，部分渠道终端出现缺货现象，库存明显低于往年同期。从 B 端来看，受益于下游餐饮连锁化，龙头在供给稳定性、规模化、成本低几个方面完美胜出中小企业，未来行业将加速集中。总的来看，疫情后 B 端需求增长的可持续性要强于 C 端。

9.2.4. 肉制品行业：必需品受疫情影响小，或将创造人造肉行业需求

1、肉制品偏刚性，囤货需求高

肉制品作为生活必需品，受疫情影响小。同时，疫情期间囤货需求高，有望迎来阶段性上涨。2002-2003 年非典疫情期间，肉制品及副产品加工行业营收累计同比始终大于 10%，利润增速也呈上升趋势，系疫情爆发期间必需品囤货需求高，造成阶段性上涨。2004 年，虽营收增速仍持续走高，利润却出现下滑，我们认为是疫情对上游造成冲击，导致成本增加，整体来看肉制品行业受疫情影响小。

图 547：肉制品及副产品加工:主营业务收入:累计同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 548：肉制品及副产品加工:利润总额:累计同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

疫情下肉制品行业复工进度较快。肉制品作为重要的民生产品，在新冠疫情期间需要保证充足和持续的供应。在政府的支持下，肉制品企业复工进程快，在原料和配送环均得到保

障。疫情期间，河南省发改委下发通知，积极支持双汇复工，加大复工复产保障力度，着力帮助解决用工、原料、资金、物流配送等实际问题，全力支持和有序组织双汇供应链企业复工复产。2月3号，双汇开始复工，2月9日人员基本全部到岗，有序生产，保证市场供应。

2、动物疫情或将创造国内人造肉行业需求

1) 健康安全趋势下，人造肉优势显著

截至2月11日24时，新型冠状病毒已累计确诊超4万例，中国疾控中心表示，新型冠状病毒的来源于野生动物。动物和牲畜易感染各种疾病，除冠状病毒外，疯牛病，猪流感、口蹄疫、禽流感等疾病均来自于动物，造成健康风险。此外，长期食用普通肉类会增加16%的癌症以及21%的心脏病患病风险。2015年，世界卫生组织将加工肉类（例如热狗，火腿，培根和香肠）添加到其第一类致癌物中。而人造肉可以避免动物疫病对人畜安全的影响，疫情结束后，人造肉行业或将引起消费者的重视，成为在疫情中创造出的新需求。

表 93：动物疫病

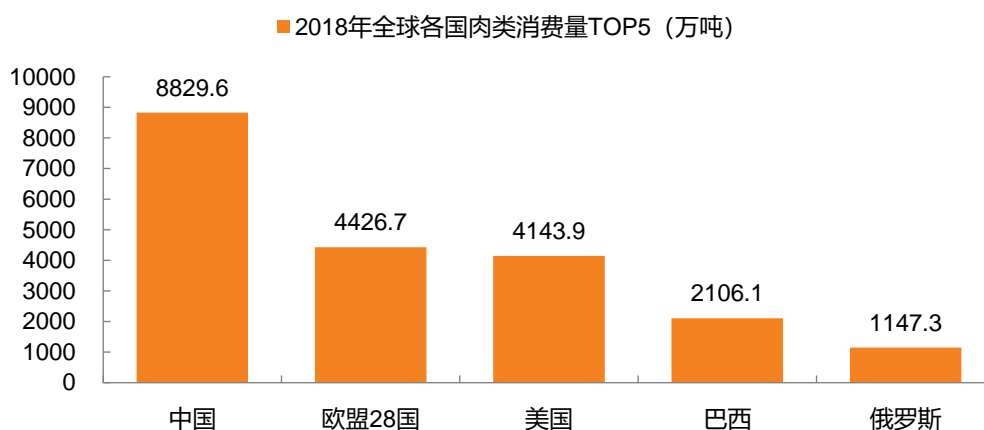
时间	传染病名	传染源	具体事件
2013	禽&猪流感	水生鸟类：甲型 H5N1、甲型 H7N9 和甲型 H9N2 等 猪：甲型 H1N1 和 H3N2 等	中国报告了甲型 H7N9 禽流感病毒人类感染病例。之后，病毒在全国各地的家禽群体中传播，造成数百起人间病例和多起人类死亡。
2010-2015	鼠疫	小哺乳动物及其跳蚤	全球共报告了 3248 例鼠疫，其中包括 584 例死亡。
2017	猴痘	啮齿动物和灵长类动物等各种野生动物	尼日利亚暴发了有记录以来规模最大的疫情
2019	新型冠状病毒	野生动物	新型冠状病毒，因 2019 年武汉病毒性肺炎病例而被发现，截至 2020 年 2 月 11 日，国内已累计确诊超 40000 例

资料来源：WHO，天风证券研究所

2) 中国肉类市场缺口大，人造肉千亿市场可期

根据 OECD 的数据，2018 年中国肉类消费量为 8829.6 万吨，且目前中国肉类人均消费量仅为美国的一半左右，伴随着城市化率不断增加，预计未来中国的肉类消费量将进一步增加，2030 年中国肉类产品的供给缺口或将达到 3800 万吨以上。若肉类缺口部分人造肉渗透率为 10%，以目前国内人造肉售价约为 56 元/斤左右来看，估计 2030 年市场规模上千亿。

图 549：2018 年全球各国肉类消费量 TOP5（万吨）



资料来源：OECD、天风证券研究所

人造肉行业在国内才刚刚起步，整个市场相当分散，由大量小规模企业构成。且中国的人造肉还处在传统型植物蛋白素肉阶段，这类素肉多以豆粉、豆粕、大豆蛋白、小麦蛋白等为原料，通过挤压膨化方法制取，实际口感与肉制品相比有一定差距，不能满足消费者对口感的需求，暂时并不能够替代肉类消费。但国内公司已经开始大量投入研发，逐步掌握核心技术，引领人造肉蓝海。2019 年，双塔食品推出了豌豆蛋白素肉月饼，首次涉足人造

肉领域，填补了国内豌豆蛋白素肉领域的空白。

图 550：启伴植物蛋白肉月饼



资料来源：官方旗舰店、天风证券研究所

伴随着人均可支配收入的提高和消费观念的升级，人们对饮食的要求提高，健康饮食成为主流趋势。同时，城市化进程加快和人口的不断增长导致肉制品需求总量增加，肉类替代品市场规模将迎来高速发展。在人造肉的大趋势下，动物疫病所带来健康危害或将引起人们的重视，颠覆国内人造肉行业的发展。

9.2.5. 休闲食品：必选属性食品抗风险能力强

1、休闲属性食品短期受到抑制，社交属性消费递延

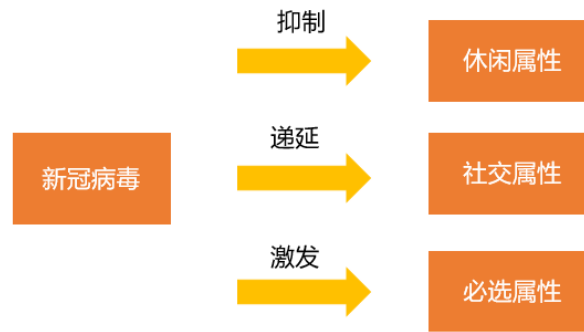
礼品类休闲食品短期受到冲击。春节一直以来都是休闲食品行业消费激增的重要窗口，一方面，在这期间家庭团聚，存在购买年货的需求；另一方面，年节社交习惯带来了大量的休闲食品礼品需求。年货一般于年前提前购置，处于疫情爆发期前，受影响较小。而在疫情期间，主打礼品包装的休闲食品消费场景几乎全部消失，销量将会受到冲击。中小休闲类食品企业在疫情的冲击下，库存压力上升、产品销量、成本压力、物流等因素影响，或出现较大规模的倒闭潮。因此，疫情冲击可能会推动行业加速洗牌，市场份额向龙头集中。

社交属性消费递延。由于人传人为新型冠状病毒肺炎传播途径之一，在疫情爆发期间，人们大都减少人员见面与聚集，提倡关闭服务性门店，大多社交属性的食品短期内销量将受抑制，如星巴克、喜茶、奈雪的茶等服务属性产品，只能依赖线上订单。但短期的抑制将在疫情结束后将迎来报复性增长，消费得到递延，对社交属性消费整体来说影响不大。

2、必选属性食品供不应求，迎快速增长

在疫情爆发期间，休闲属性食品短期遭受冲击，发展受到抑制；社交属性食品由于短期内社交活动大规模减少受到抑制，消费将递延至疫情结束后。而必选属性食品，例如面条、面包等食品，为消费者的刚需产品，性价比高，具有抗风险能力强，将在疫情发生期间迎来快速增长。

图 551：疫情激发必选属性食品



资料来源：天风证券研究所食品饮料团队整理

在严格控制人群居家隔离期间，必选属性食品由于适合家庭场景消费，受益于疫情期间的囤积。克明面业 2 月 7 日披露的投资者交流显示，公司作为挂面行业龙头，部分地方已经出现了断货的情况甚至、断货，目前订单的满足率在 50%以下，随着产能的逐步恢复和物流困难的缓解，订单满足率会逐步提高。同样，面包行业需求旺盛。短保面包作为方便类食品之一，在囤货趋势下需求量上升，销量得到保证。

从供给端来看，由于工人到岗推迟和物流运输问题，必需属性食品供应端产生供不应求的局面。但挂面、面包等行业作为民生类食品，由于其方便速食性，在疫情期间将受到政府的大力支持，抗风险能力较强。政府将大力确保公司产品的稳定供应和物流的及时运输，为必需属性食品行业内优质企业保驾护航，目前生产人员复工是较为关键的问题，但供不应求的产品属性企业基本已于 2 月 10 日之前有序开展复工。必需属性食品将在疫情发生期间需求激增，供给端逐渐跟上，或将迎来快速增长。

9.2.6. 乳制品：礼品型需求消失，必选需求影响不大

1、企业面临的主要问题和复工情况

新冠疫情爆发及其防控措施导致消费者外出减少，社区封闭，生产和生活性交通物流受阻。由于新型冠状病毒肺炎疫情爆发，普通消费者需要采用宅家封闭式自我隔离的非常手段，而随着各地政府疫情防控等级的提升，城市社区和农村街道几乎都采用了封闭式隔离，各地为保障抗疫“战事”顺利推进的交通管控也带来了物流难题。

从乳品加工企业的需求来看，短期内乳制品的送礼型需求受到压制，属于一次性的消失，对乳品加工企业的高端线产品影响较大，但必需消费属性的需求基本不变，影响不大。液奶产品的消费，主要分为日常饮用性需求和节庆送礼性需求。（1）疫情爆发引起大众关注的时间点恰逢春节，在严格防控的情况下，消费者在商超渠道的采购大幅减少，尤其是具备送礼属性的高端线产品受影响较大。（2）乳制品本身的日常饮用性需求具备必选消费属性，由于乳制品富含高蛋白，以及富含益生菌的酸奶能够激发人体免疫力，消费者会采取囤货行为来对冲出门次数的减少。

疫情防控过程中一度出现物流受阻，供应短时间脱节情况，该现象仅在少部分区域出现，且已在逐渐解决。如 1 月 27 日，济南市周边部分地区交通管制，跨地市的生鲜乳运输受到影响，部分农村封路造成生鲜乳无法运出场。农业农村部 2 月 3 日向各省市发布紧急通知，明确要求：不得拦截仔猪雏禽及种畜禽运输车辆、不得拦截饲料运输车辆、不得拦截畜产品运输车辆、不得关闭屠宰场、不得封村断路、支持企业尽早复工。政策文件下发后，全国部分地区的道路得到纾解，目前山东省地区生鲜乳运输基本畅通。

乳企整体需求影响不大，财务和现金流上压力不大。而且核心大中型企业均在春节期间有序持续运营，保障乳制品的民生供应；在 2 月 10 日以后，在做到疫情防控的前提下，主要乳企均已全面复工。1 月 29 日，国家市场监督管理总局通过视频会议启动了“保质量、保价格、保供应”（以下简称“三保”）系列行动，乳企纷纷响应，以实际行动保障民生乳品供应，为抗击疫情做出贡献。

表 94：主要乳企复工情况

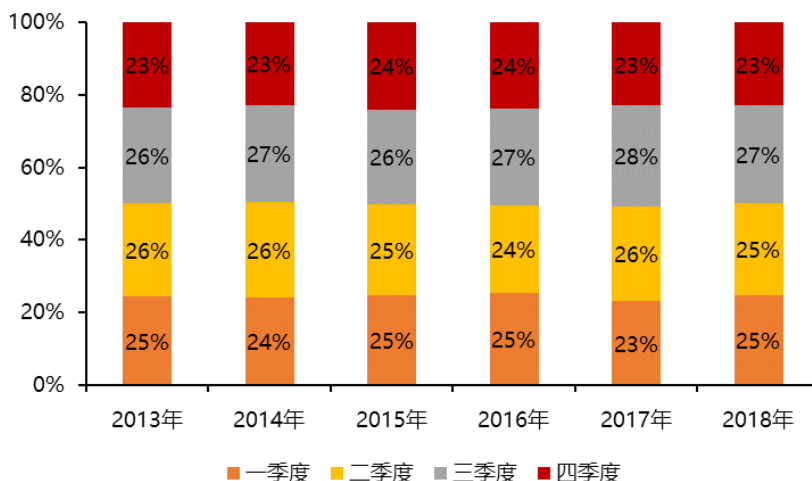
公司	复工情况	相关情况
伊利股份	2月10日复工	2月1日，伊利集团发布参与“三保”行动承诺书，“在加大生产的同时，严把产品质量关，确保产品质量不因疫情而下降或偷工减料，让人民吃得放心。”
蒙牛乳业	2月10日复工	春节期间，生产系统、销售系统也有部分员工上班。2月10日后在全国范围内，除岗位需要或各单位要求必须到达办公场所履职人员（如保障供应的生产、物流和部分销售人员）外，其余人员在家办公。
光明乳业	2月10日复工	华东中心工厂在严格防疫下，自2月10日起全面复工。春节期间，为保供应，调整生产计划，并多留三成员工在沪过年。
新希望乳业	2月10日复工	春节期间，按照“保质量、保价格、保供应”的要求，严格按照质量体系和产品标准全程管控，确保新鲜营养的产品上市。

资料来源：经济日报，中国奶业协会，饮品观察家，天风证券研究所

2、疫情加速行业集中度提升，后续促销政策有望延续

乳制品消费季节性不强，全年大致均匀分布，春节和中秋期间会有小高峰，主因送礼需求在节庆时刻体现。以伊利股份为例，其四个季度收入基本均匀分布，而一季度收入占比稳定在 25%左右。我们认为乳制品全年消费稳定，这是日常饮用性质，必需型消费的特征，而在春节和中秋会有部分小送礼需求的小高峰。

图 552：伊利股份历年各季度收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

据光明乳业副总裁贲敏表示，目前全国市场的常温奶产品销售业绩和去年同期相比下降 50% 以上，而光明乳业的常温产品以高端常温酸奶莫斯利安为主。蒙牛旗下的鲜牛奶品牌“每日鲜语”的市场部总经理杨菲表示：“疫情爆发的前期，传统商超渠道人流量突然下滑，各地交通管制开启，该工厂在生产经营环节准备不充分，鲜奶用奶量曾下滑 50%。但消费者在电商端的需求非常强劲。”同时结合新希望乳业公告和调研显示，牛奶作为刚需产品的消费需求并未因此而消失，而与正常春节期间相比，消费者出现的场景还变得更加有确定性，通过电商渠道和送奶到户等方式的推动，新希望乳业近期鲜奶仍同比去年有所提升。

综上，我们认为短期内乳制品的送礼型需求受到压制，属于一次性的消失，对乳品加工企业的高端线产品影响较大，但必需消费属性的需求基本不变，影响不大。基于当前情况，我们假设疫情能够在 2 月底之前得到相对控制，乳企受影响时间段在一个月左右，假设超额送礼需求消失和日常消费小幅下滑的情况下，受影响的全年收入占比或在 3-5%左右。

受疫情影响，乳制品渠道动销受阻，库存量增加，乳企也各自采取措施应对特殊情况。在疫情影响下，消费者外出减少，大中型 KA 渠道顾客数量减少，各地之间的货物运输在一段时间受到阻碍，导致渠道库存有所增加。大中型乳企主要采取措施包括给予渠道政策支

持，在终端实施打折和买赠，帮助处理和消化库存；拓展销售网点和临时有效的销售方式；引导进行线上销售。而以鲜奶为主的乳企，还能通过原有的订奶入户渠道，推动无接触送奶，以加强销售。

表 95：疫情影响下，乳企的应对措施

公司	应对措施
伊利股份	给予经销商费用等政策支持，帮助其消化库存； 积极拓展社区菜市场网点等
蒙牛乳业	为确保疫情期间和复工后货架产品的新鲜度，启动了终端产品临期调返货信息预警，同时进一步加强全国物流配送系统与工厂的紧密衔接； 打通非常时期运输的各个环节，尽可能保持网点之间的通畅； 在一些卖场终端保持销售力度，安排导购坚守岗位 逐步引导消费者进行网购
光明乳业	随心订业务推出无接触送奶服务。 在全行业率先承诺：对于签订采购协议的合作牧场，不拒收一滴奶，并且不随意降价。 多收的原奶主要做成常温产品，通过买赠、打折等方式让利消费者
新希望乳业	积极拓展线上业务； 大力推动订奶到户、送奶到家业务； 走近社区，在社区外摆点销售； 加大鲜奶宣传； 发挥公司核心区域管控力强、供应链反应及时的特点，在更贴近消费者的社区店、便利连锁店加大销售力度

资料来源：小食代，五谷财经，快消公众号，天风证券研究所

上游牧业方面，物流受限和乳企因动销受阻减少收奶是主要面临的问题，其中中小型养殖散户受冲击大，后续或出现集中度提升的情况。如今，物流受限问题已逐渐得到解决。农村道路封堵，会给生鲜乳运出和牧场饲草料运进造成一些影响，全国多地牧场一度发出“断粮”的预警信号，部分牧场的储备饲料只能撑到月底。据国家奶牛产业技术体系调研显示：从疫情对生鲜乳运输和奶价影响方面看，我国大中型牧场生产与生鲜乳运输基本正常，奶价平稳，第一季度生鲜乳价格存在下行趋势。

对于上游奶农，由于受疫情防控影响，乳制品销售不畅，国内大型乳企已经开始用鲜奶喷粉储藏，且喷粉资源供不应求。部分中小牧场没有和乳企签订购销合同，出现有奶难卖的情况。

整体上我们认为，乳业公司的节前备货不受影响，尽管春节前后动销受到一次性冲击影响，失去大部分送礼需求和少量日常消费需求，但在一季度后，随着疫情相对受控，交通运输以及各地限制人员流动措施解禁后，乳制品行业会迅速回复至正常的销售水平。我们估测，疫情对龙头乳业公司全年收入影响在 3-5%左右，龙头供应链能力和库存处置能强的龙头优势，行业集中度或有所提升；受疫情影响小的区域乳企相对受益；上游牧业的中小养殖散户在去年恢复盈利不久后，重新短暂陷入亏损。

9.2.7. 风险提示

宏观经济下行风险，疫情时间延长等。

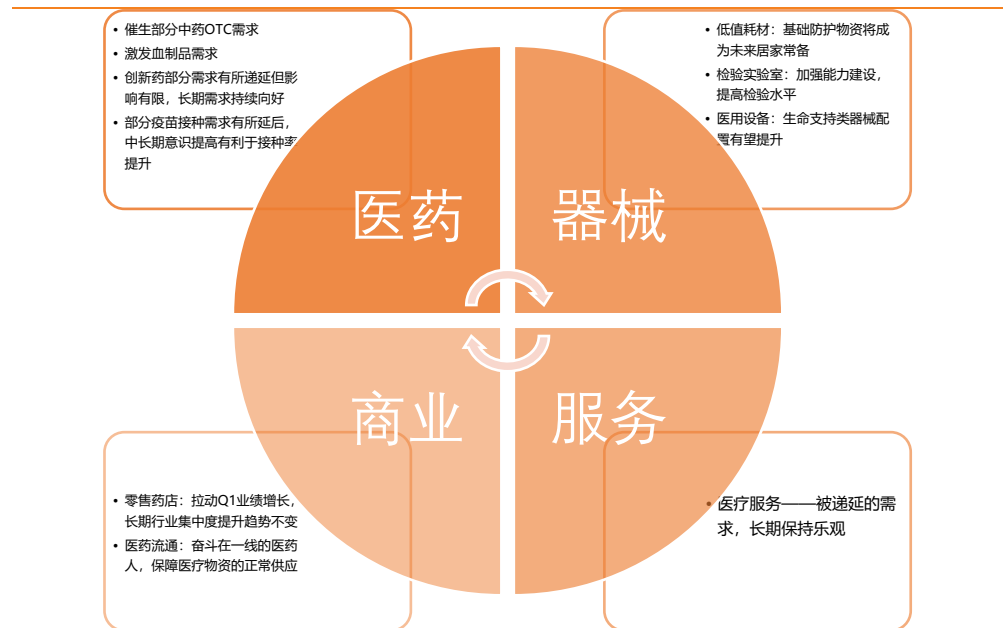
9.3. 医药生物：疫情催生医疗大行业多领域需求提升

（——天风医药：郑薇/潘海洋等）

疫情持续进展，牵动 14 亿人口每个人的心。医药行业作为此次疫情中的支柱行业，备受瞩目。无论疫情如何发展，无论各个细分如何表现，我们都觉得疫情只是一过性的事件冲击，所带来的正面影响和负面影响在历史长河中都是不足为道，但是此次疫情，更重要的意义在于，它是一次全民的医疗科普，最大范围的公共安全卫生意识的教育。疫情带来的

深远意义不容忽视，工商业发展的短暂停摆、消费的冻结或许会给大家更多的思考，没有健康这个 1，则没有后面的 N 个 0。我们认为自此疫情后，人们从理念上，更会把健康放在最重要的位置，人均医疗支出有提升的预期，国家也有很大可能提高基础医疗设施的配置，提高应对重大公共安全卫生事件的能力，做好医疗物质收储。

图 553：医疗大行业四大板块影响概览



资料来源：天风证券研究所医药团队整理

我们把医疗大行业分为四大板块，医药、器械、药店和流通、医疗服务，将详细探讨。总体来看，医疗行业不存在消失的需求，却有很多新增的需求。

9.3.1. 疫情催生医药多领域需求提升，长期需求持续向好

1、疫情催生部分中药 OTC 需求提升

疫情下居民的自我保健意识提升，尤其是对感冒发烧、清热解毒类的中药 OTC 需求加大，推动渠道去库存，企业补库存力度加大。从长期来看，企业需要从产品终端出发，通过渠道开拓和终端推广，实现产品的持续增长。从当前整个 OTC 的景气度和企业持续的渠道布局角度，我们建议在 OTC 领域持续重点关注品牌中药和受疫情推动，核心产品销售有望大幅提升的标的等。

建议继续重点关注具备提价能力的品牌 OTC 药品，2019 年板块表现相对一般，2020 年有望迎来更好的发展态势。

1) OTC 稀缺性（原料或处方稀缺）品种能持续提价；2) OTC 行业近年来改变销售模式，由渠道拉动模式向终端驱动模式转变，更多的举措促使终端纯销的增长，提振业绩并减少业绩波动性。

我们认为提价一方面是公司产品定价力、核心力的根本体现，有利于提升公司估值，另一方面来讲，合适的提价能有效的推动经销商的积极性，利于产品的动销，提升销量。

我们建议关注潜在的中药涨价主线，重点关注稀缺属性标的片仔癀、广誉远等，关注疫情下业绩有望显著推动的标的如以岭药业等。

片仔癀：国家一级中药保护品种，处方、公司双绝密；原料资源稀缺，主要原料天然麝香、蛇胆的供应需获得行政许可，持续存在成本压力，公司公告 1 月 21 日鉴于片仔癀产品主要原料及人工成本上涨等原因，公司主导产品片仔癀锭剂国内市场零售价格将从 530 元/粒上调到 590 元/粒，供应价格相应上调约 40 元/粒；海外市场供应价格相应上调约 5.80 美元/粒。

广誉远：品牌宣传持续加强，龟龄集、定坤丹、安宫牛黄等国药品牌知名度不断深入；采取积极的价格策略，近年来渠道拓展迅速，2019 年公司持续去库存，2020 年有望恢复良好增长。安宫牛黄丸入选卫健委新冠肺炎诊疗方案，有利于促进产品的销售。

云南白药：云南白药是国家一级中药保护品种，其处方国家绝密级，是代表性的处方稀缺性品种，2019 年公司激励落地，2020 年有望边际有望继续改善。

同仁堂：金字招牌，底蕴深厚，拥有安宫牛黄丸等经典产品，品牌溢价能力强，产品定价能力强，双天然安宫牛黄丸等受上游天然麝香、天然牛黄等影响提价积极性高，2020 年业绩有望恢复增长，同样受益于安宫牛黄丸入选卫健委新冠肺炎诊疗方案。

以岭药业：核心品种连花清瘟入选卫健委新冠肺炎诊疗方案，医疗端及 OTC 端销售火爆，需求量大，有望推动 1 季报业绩实现高增长。

2、疫情激发血制品需求

2017 年两票制过后，血制品企业处于库存消化的大周期下，经过 2 年左右的消化调整，目前血制品企业库存处于合理的水平之下，采浆量和投浆量也处于相对平衡之中，2019 年 12 月以来的新冠疫情，带来了静丙等治疗性血液制品的大量需求。需求中除了来自于病人的治疗用途、医护人员的防护用途，还有医院对于静丙等血液制品的战略性储备需求。

供给端：受制于浆站设立困难，全国采浆量增速维持在 10%左右，企业普遍库存血浆一个检疫期时间段。目前情况下出于安全考虑，主要企业已经停止血浆采集，恢复时间需要根据疫情控制情况确定。因此疫情持续的时间直接影响到血制品来源——血浆的供应。再考虑到血浆采集时 3 个月的检疫期的存在，就近 3 个月（去年 11、12 月、今年 1 月）的血浆无法投产，实际上能投产的血浆量有限。如果疫情持续 2 个月以上，预计血浆供应将十分紧张。

需求端：北京协和医院关于“新型冠状病毒感染的肺炎”诊疗建议方案（V2.0）中，重症患者依据病情可酌情早期使用静丙，相比于 2003 年的 SARS，本次疫情中对于静丙对重症患者的治疗作用认知大大提升，已经进入地方诊疗方案之中。考虑到重症病人、医护人员以及医院战略储备的需求，静丙需求大大提升。对于新冠感染人群，有大部分患者血清白蛋白下降，需要白蛋白辅助治疗，重症肺炎患者常出现并发症如弥漫性血管内凝血（DIC）需要纤原治疗。因此除静丙外，其他治疗性血制品如白蛋白、纤原在本次疫情中的需求也很大。

价格：随着血制品库存出清，在采浆量提升有限的情况下，如果市场对于血制品的需求持续旺盛，血制品价格有提升的可能性。

建议关注静丙收入在 Q1 占比高的血制品企业：如天坛生物、华兰生物、博雅生物。

3、创新药部分需求有所递延但影响有限，长期需求持续向好

创新药：当前国内上市公司中涉及疫情相关的创新药较少，短期来看疫情可能对部分创新药产品的终端销售有些许影响，部分品种的终端需求有所递延，但肿瘤等强刚需药品影响较为有限。长期来看，疫情过后人们对疗效确切、能满足临床急需的创新药的认可度有望进一步提升，长期需求预计持续向好。

从业绩角度，国内以恒瑞医药为代表的一批创新药企业已开始步入收获期，未来业绩有望持续跑赢行业整体。以龙头恒瑞医药为例，2018-2019 年包括 19K、吡咯替尼、PD-1 等多款重磅创新药迎来集中获批上市，以 PD-1 为代表的强刚需创新品种今年存在超预期可能。而随着仿制药集采落地，公司以白蛋白紫杉醇为代表的产品顺利中标，终端销量有望迎来快速增长。短期来看，公司创新药业绩有望迎来高速增长期；长期来看，公司研发管线储备众多潜力品种，靶点布局全面，研发进度国内领先，长期业绩有望持续稳定增长，建议长期持续关注。此外，建议关注贝达药业，公司核心产品埃克替尼作为强刚需品种，在“医保+基药”双目录加持下需求端高增长仍有望持续，后续产品恩沙替尼有望于 2020Q1 末前后获批，贡献新的业绩增量；此外，贝伐单抗类似物、埃克替尼术后辅助治疗新适应症、三代 EGFR 抑制剂 D-0316、CM-082、X-396 全球多中心一线治疗有望陆续 NDA，带

来多个催化剂。

4、部分疫苗接种需求有所延后，中长期意识提高有利于接种率提升

受疫情影响，目前疾控对于疫苗接种精力有所降低，部分疫苗的接种预计有所延后，随着疫情的逐步控制，疫苗将迎来集中补种，从全年角度看，影响较小。同时，此次疫情对于居民的健康意识的提升，对疫苗的认知度有望大幅提升，从中长期看有利于非规划疫苗接种率的持续提升。

我们看好我国疫苗的增长空间：

1、从我国目前疫苗的消费品种结构和全球十大疫苗品种看，我们大品种还有很大的增长空间。未来我国疫苗行业将以品种取胜，拥有潜力品种的企业有望在市场中脱颖而出。

2、未来监管趋严，质量标准进一步提升，行业整合将是重要的发展趋势，国企和骨干型民企有望在竞争中胜出，优势将进一步凸显。建议关注康泰生物、智飞生物、沃森生物。

康泰生物（13价肺炎疫苗已经报产，紧跟沃森生物步伐，产品储备丰富、未来在多联多价苗方面大有作为）

智飞生物（微卡疫苗已在审评中，未来有望成为重磅品种，15家肺炎疫苗等重磅品种在研）

沃森生物（重磅13价肺炎结合疫苗在2019年底已经获批上市，二价HPV疫苗进入疫苗临床研究III期临床试验数据揭盲进入统计分析与临床研究总结阶段）

9.3.2. 器械多领域需求提升并具有持续性

此次疫情带动医疗器械多个领域的需求提升，随着国民健康防护意识的提升，我们认为具有持续性。

1、低值耗材：基础防护物资将成为未来居家常备

疫情持续发展，和疫情防护相关的耗材成为紧缺物资，包括口罩、手套、防护服、消毒液等，我国是低值耗材的重要制造供应区域，但是面对激增的需求，无论是医护人员还是普通民众，都无法完全满足。

以口罩为例，根据工信部数据显示，2019年中国大陆口罩产量超过50亿只，日产能达到2000万只，平均0.5秒/只，疫情期间经过企业复工复产紧急协调，截至2月7日，全国口罩生产企业产能利用率已经达到73%，其中医用口罩产能利用率已经达到87%。但是这个产能依然无法满足需求。

根据《中国卫生健康统计年鉴2019》数据显示，全国各类医疗机构共有医护人员1230万人，其中执业医师超过205万人，注册护士超过382万人。以每人每天两个口罩计算，则需要2460万个口罩，医护工作者日消耗量超过了供给量。

此外居民家庭日用需求仍未被满足，多数地区出现口罩紧缺现象。以《中国家庭发展报告2014》数据，中国家庭数为4.3亿户，户均3.02人，假设每个家庭每天需要消耗3个口罩，口罩需求量则接近13亿，供需极度紧张。

图 554：每日国内口罩供需情况

需求	供给
<ul style="list-style-type: none"> • 医护人员日均消耗2460万个口罩 • 家庭需求日均13亿个口罩 	<ul style="list-style-type: none"> • 日最大产能2000万个口罩

资料来源：工信部，天风证券研究所

我们认为疫情过后，口罩等物资需求将提升。基础防疫物资会成为家庭标配，同时也会提高相关健康防护意识，在传染病高发的季度会提高使用频率，加强防护。

2、检验实验室：加强能力建设，提高检验水平

上个世纪，全球经历过三次大范围的流感，上世纪末美国将传染病提升至国家战略层面，提出潜在的威胁国家安全的风险。自 2003 年 SRAS 后，美国总统布什签发《流感防控国家战略》，为应对可能爆发的流感疫情在准备、监测、相应等管理环节上提供指导性纲领。2006 年，美国又发布了《流感防控战略的实施计划》，为有效地应对流感的爆发提出了 300 多项具体行动措施。在战略中提及为了迅速、及时的报告流感疫情，需要提高实验室的研究和开发能力，及时地确认流感疫情，同时可以进行实时的临床观察，及时地诊断。

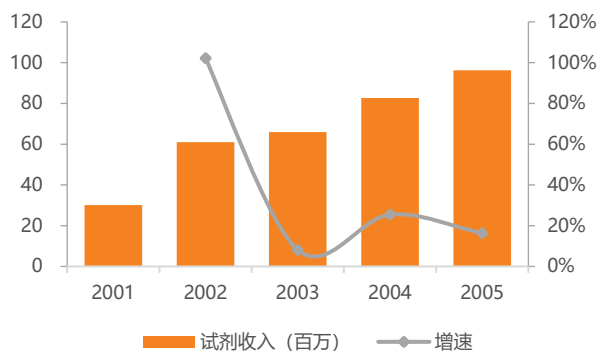
美国建立了一个整合公共卫生有关资源、完善的公共卫生信息网，即：美国公共卫生信息网(Public Health Information Network, PHIN)，其中一个部分是实验室链接(LRN)。LRN 是一个完整的包含国际、联邦、州、地方和军队实验室网络，LRN 包含国家实验室、参照实验室和哨点实验室。自创立以来，LRN 通过加强实验室能力，提高网络实验室装备和人员水平，引进了先进检验技术。同时改善州和地方公共卫生系统人员的条件，提高信息资料的收集和传递的能力。

疫情同样受到了全球的关注。世界卫生组织发布了 2019 年至 2030 年全球流感防控战略，这一战略有两个重点目标：首先，加强各国在流感监测、应对、防控等方面的能力建设，为此呼吁各国制定符合国情的流感应对规划；其次，开发更好的流感预防、检测、控制及治疗工具，如更有效的疫苗、抗病毒药物和治疗方法等，并努力使所有国家都能使用这些工具。

我国加强实验室的能力建设，以应对突发急性传染病。根据 2016 年国家卫生计生委关于印发突发急性传染病防治“十三五”规划（2016-2020 年）的通知，要求提升国家级实验室对未知病原体筛查和已知病原体的快速检测能力；90%以上省级实验室实现 48 小时内对至少 60 种已知突发急性传染病病原体的快速排查；90%以上地市级实验室具备 48 小时内完成人感染禽流感、中东呼吸综合征、“非典”和鼠疫等重点病原体的检测；85%以上县级疾控机构具备规范采集突发急性传染病检测样本的能力。

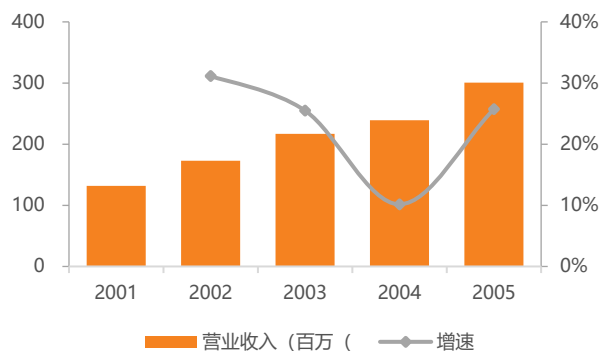
从 2003 年 SARS 疫情前后体外诊断企业收入增速，我们能够看到 2003 年后，收入依然保持高速增长态势。

图 555：达安基因试剂产品收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 556：科华生物营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

检验实验室具有急性传染病监测、发现、诊断的重要功能，参考国内外的经验，疫情将进一步提高检验实验室的重视程度，有望提高能力建设。

3、医用设备：生命支持类器械配置有望提升

新冠肺炎目前暂未有特效药，仅能对症治疗支持，相关器械包括监护仪、呼吸机、输注泵等医疗设备，我国在专业性医用设备的配置上与发达国家依然存在差距。

某大型公立医院，22 个外科护理单元均配置有心电监护仪，但因开放床位数、收治患者的科室性质、收治病种等因素影响，各护理单元配置数量存在较大差异，从 4 到 56 台不等。大部分护理单元反映现有心电监护仪能满足使用需求，5 个护理单元提出需增加共 17 台设备，同时反映在高峰时段或设备故障频繁时不够用，经常处于到处借用的状态。

图 557：某大型医院 2018 年外科护理单元心电监护仪现状

表 1 某大型医院 2018 年外科护理单元心电监护仪现状

护理单元序号	核定床位数(张)	床位使用率(%)	心电监护仪			
			总数(台)	是否够用	需增加数(台)	影响配置相关因素
1	84	102.10	16	否	4	手术后
2	84	105.98	31	否	3~5	手术后、乙级病危
3	84	98.60	14	否	3	手术、急诊、抢救
4	68	119.22	32	否	5	手术、急诊
5	72	100.77	26	否	0	小手术后 6~8 h, 大手术后 2~5 d
6	84	106.38	15	是	0	手术量
7	72	108.69	20	是	0	手术量
8	50	90.70	12	是	0	良性手术术后 8 h 内, 恶性手术术后 20 h 内
9	72	104.51	20	是	0	术后 2 d、急诊、病危
10	72	107.91	19	是	0	术后
11	72	96.96	19	是	0	-
12	72	101.70	21	是	0	术后
13	72	96.34	15	是	0	-
14	50	99.69	12	是	0	手术量
15	74	110.48	45	是	0	抢救、术后 3 d、ICU 转入转回患者
16	84	106.93	56	是	0	术后
17	84	104.57	20	是	0	手术量
18	84	103.33	23	是	0	术后、急诊、抢救
19	84	93.99	4	是	0	-
20	140	97.52	36	是	0	小手术后 24 h, 大手术后 48 h
21	63	103.64	14	是	0	术后、抢救
22	28	67.54	8	是	0	术后

-：科室未提出影响配置相关因素；ICU：重症监护病房

资料来源：《基于层次分析法的某大型公立医院外科护理单元心电监护仪合理配置标准研究》，天风证券研究所

耳鼻咽喉-头颈外科手术量多，但严重程度低，对心电监护仪需求不大，因此将耳鼻咽喉头颈外科护理单元归为丙级护理单元；心脏外科护理单元对心电监护仪需求较大，因此归为乙级护理单元。眼科护理单元则直接列为戊级护理单元。分级后依据调研所得各级护理单元核定床位数和高峰需求心电监护仪数量比值确定配置比例，形成具体标准。

图 558：某大型医院外科护理单元心电监护仪配置标准

护理单元等级	调研情况(核定床位数:高峰需求心电监护仪数量)	配置标准(核定床位数:心电监护数量)
甲	1.50 : 1	1.5 : 1
乙	2.49 : 1	2.0 : 1
丙	3.85 : 1	3.0 : 1
丁	4.58 : 1	4.0 : 1
戊	21.00 : 1	10.0 : 1

有介入手术或常规收治患者中重症患者比例较高的护理单元可按照同类别高一级别护理单元标准配置;有特殊需求者,可根据实际情况经评估后调整配置数量

资料来源:《基于层次分析法的某大型公立医院外科护理单元心电监护仪合理配置标准研究》,天风证券研究所

根据某三甲医院住院部科室调研数据,关于 2013 年有创血压监测功能监护仪的配置情况如下图:可以看出胸外 ICU 科室的有创血压监测功能监护仪配置数量是远远不够的。

图 559：有创血压监测功能监护仪的配置情况

科室	现配置台数	使用人次数	使用台数×小时数	理论配置台数		理想配置数
				按使用人次数	按使用台数×小时数	
胸外 ICU	18	1201	117978	41.9	24.5	33.2
神外 ICU	6	220	27083	7.7	5.6	6.6
普外 ICU	5	161	22454	5.6	4.7	5.1
心胸外科	4	92	11992	3.2	2.5	2.8
烧伤整形科	4	58	17730	2.0	3.7	2.9
普外胰胆病区	2	54	7529	1.9	1.6	1.7
心内科	2	31	6421	1.1	1.3	1.2
普外胃肠病区	2	30	3030	1.0	0.6	0.8
普外肝胆病区	1	27	2550	0.9	0.5	0.7
泌尿外科	1	4	557	0.1	0.1	0.1
呼吸 ICU	1	11	1332	0.4	0.3	0.3
耳鼻喉科	0	19	988	0.7	0.2	0.4

资料来源:《探讨有创血压监测功能监护仪的合理配置》,天风证券研究所

基层医院配置情况同样不足。根据重庆市和苏州市共 59 家基层非盈利医疗机构调查,调查 25 类设备在区县、乡镇、社区的分布情况:

图 560：25 类设备在区县、乡镇、社区的分布情况

设备类型	区县		乡镇		社区		总计	
	总数	院均	总数	院均	总数	院均	总数	院均
CT	13	1.18	1	0.04	-	-	14	0.24
X 光机	41	3.73	43	1.79	33	1.38	117	1.98
超声诊断仪	51	4.64	48	2.00	37	1.54	136	2.31
除颤机	25	2.27	1	0.04	-	-	26	0.44
高频电刀	48	4.36	-	-	-	-	48	0.81
核磁共振	5	0.45	-	-	-	-	5	0.08
呼吸机	74	6.73	11	0.46	10	0.42	95	1.61
救护车	17	1.55	23	0.96	9	0.38	49	0.83
康复类	53	4.82	21	0.88	64	2.67	138	2.34

麻醉机	50	4.55	0	0.00	-	-	50	0.85
免疫分析仪	6	0.55	2	0.08	3	0.13	11	0.19
生化分析仪	21	1.91	25	1.04	28	1.17	74	1.25
手术内镜	26	2.36	-	-	-	-	26	0.44
碎石机	10	0.91	-	-	-	-	10	0.17
吸痰器	92	8.36	34	1.42	11	0.46	137	2.32
洗胃机	25	2.27	23	0.96	17	0.71	65	1.10
消毒灭菌设备	72	6.55	8	0.33	0	0.00	80	1.36
心电监护仪	509	46.27	64	2.67	38	1.58	611	10.36
心电图机	65	5.91	65	2.71	51	2.13	181	3.07
血细胞分析仪	23	2.09	27	1.13	29	1.21	79	1.34
血液净化机	98	8.91	-	-	-	-	98	1.66
影像存档传输 PACS	1	0.09	-	-	-	-	1	0.02
远程医疗	-	-	2	0.08	2	0.08	4	0.07
诊断内镜	46	4.18	8	0.33	3	0.13	57	0.97
中医设备	174	15.82	24	1.00	17	0.71	215	3.64
总计	1545	140.45	430	17.92	352	14.67	2327	39.44

资料来源：《基层医疗机构常用医疗设备配置、使用与需求分析》，天风证券研究所

医用设备配置是医院的固定资产，是一次性投入项，与医院收入、财政拨款相关，我国在人均医用设备的配置上是不足的，并且在产品类别上也不够丰富，未来仍然有很大的提升空间。

9.3.3. “药店+流通” 疫情带来正向影响，战略地位凸显

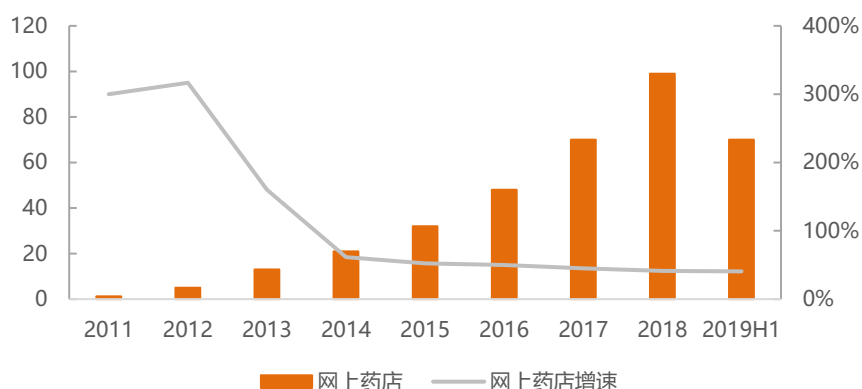
自疫情爆发以来，居民采购防护类产品以及相关药品的频次与购买量不断提升，尤其是防护类的口罩、消毒液等市场整体呈现供不应求的状态。医药流通企业主要承担了从供应商采购、调货、配送（到医疗机构已经零售药店）等工作职能，是保持疫情期间，医疗物资正常供应的一环；零售药店作为直接对接客户的 C 端药品销售机构，在本次疫情期间同样为保障居民的正常的防护用品、药品供应了非常积极的很重要。我们认为在疫情对医药商业板块（药店+流通）的有相对的正向影响，拉动 Q1 业绩的增长。

1、零售药店：拉动 Q1 业绩增长，长期行业集中度提升趋势不变

1) 作为居民的终端消费渠道，连锁药店承接广大居民对于防护类用品以及一些药品需求。受疫情影响，防疫类相关产品的（口罩、温度计、医用酒精、药品）的销售有较为明显的增幅，虽然在人力成本等方面可能会有所提升，但我们判断整体销售额的增长能抵消一部分成本，一季度预计带来 5%-10% 的业绩弹性。

2) 疫情期间，部分居民采用线上购买方式采购防护用品以及药品，但一些线上购买药品的消费需求受到快递停运等影响，发生延后或转为线下药店购买。2019 年 H1 我国网上药店实现收入 70 亿，但销售占比仅为 3.34%，我们认为即使疫情导致部分医药电商的下单量提升，但目前我国实体药店约 48.9 万家，是相对密集式的分布，相比于通过电商购买药品具有更高的便捷性，实体药店依旧会是居民购药的主要场景。

图 561：2011-2019H1 网上药店销售额（亿元）及增速（右轴）



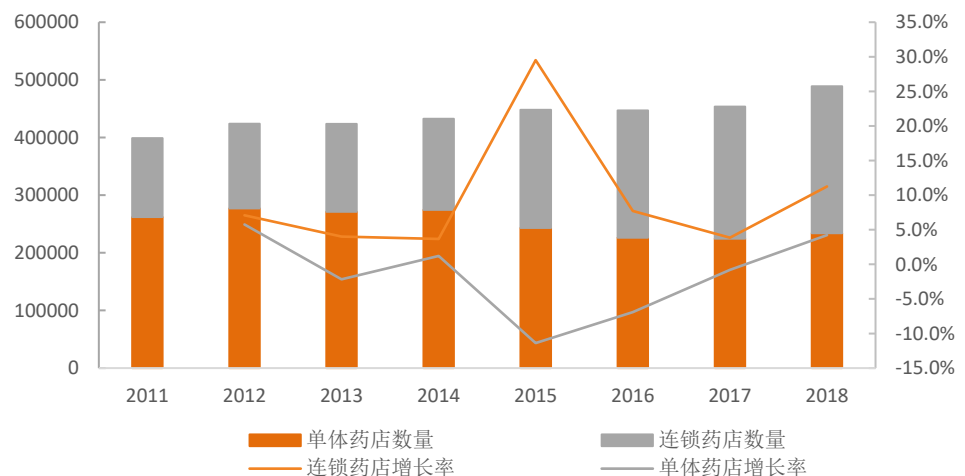
资料来源：米内网，天风证券研究所

3) 另一方面, 我们认为连锁药店具备长逻辑, 疫情发生更加显示了其作为医疗终端应对突发公共卫生事件的重要力量, 促进了居民健康防患意识的提高。考虑到部分医院停诊, 以及部分慢病患者为避免医院购药增加受感风险而会选择药店购药, 我们认为这对连锁药店的业绩也将有部分拉动, 长远来看, 这部分患者有望转化为药店的长期稳定客户, 形成一定的客户黏性。

疫情作为突发事件, 只是进一步凸显了零售药店在医药产业链中的位置, 同时拉动 Q1 业绩的增长。但我们认为不考虑疫情影响, 从三个维度也能验证连锁药店是具备长期发展前景:

- ◆ 需求端——老龄化程度的提升, 包括自我诊疗意识的提升, 院外市场的销售会有比较好的需求场景;
- ◆ 政策维度——处方外流带来行业市场规模的扩容后, 同时未来对接统筹支付也会更加的完善; 另一方面, 在 4+7 带量采购背景下, 院外市场的终端渠道价值逐步凸显, 未来连锁药店的品类、供应链、销售能力等多方面都有望得到提升;
- ◆ 竞争格局——行业集中度提升的趋势不变, 同时在行业的规范程度不断提升的背景下, 中小连锁、单体药店经营压力会提升, 头部企业会恒者恒强, 在目前相对分散的行业格局下, 龙头企业具备资金优势、供应链优势、品类优势等, 行业集中度处于集中提升的过程。重点推荐: 大参林、益丰药房, 老百姓, 一心堂。

图 562: 2011-2018 年我国连锁药店、单体药店数量 (家) 及增速 (右)



资料来源: 米内网, 天风证券研究所

2、医药流通: 奋斗在一线的医药人, 保障医疗物资的正常供应

医药流通作为中游企业, 在本次疫情中积极向上游供应商协调医疗物资的采购, 运输以及配送, 保障零售药店、医疗机构, 在防疫药物、器械的正常供应。疫情的爆发导致医疗机构对防护用品以及相关的药品、检测试剂的需求度提升, 流通企业作为中间渠道环节, 具有一定正向影响。另一方疫情医疗机构部分科室的需求有所降低, 但这部分需求不会消失只会递延, 我们判断整体的出货量依旧是正向影响, 尤其是与第三终端相关的医药流通企业受益将最为明显, 重点推荐: 九州通、上海医药、柳药股份、国药股份等。

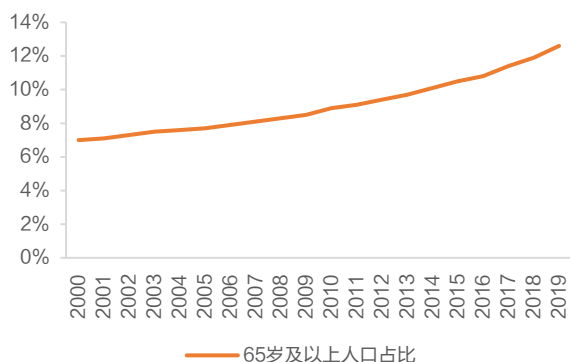
医药流通企业的发展主要是依靠一规模、周转、资金成本等, 本次肺炎疫情导致医疗终端的需求释放, 同时商品存货周转提升; 在资金方面, 部分银行给到防疫医疗物资的专项贷款利率较低, 对医药流通企业而言, 资金成本进一步降低, 虽然在人力成本以及运输成本等方面会所有提升, 但我们认为正向的影响更大。重点推荐: 九州通、上海医药、柳药股份、国药股份等。

9.3.4. 医疗服务——被递延的需求, 长期保持乐观

医疗服务属于“刚需性”消费, 行业自身景气度高, 受益国民健康消费的升级以及对专科医

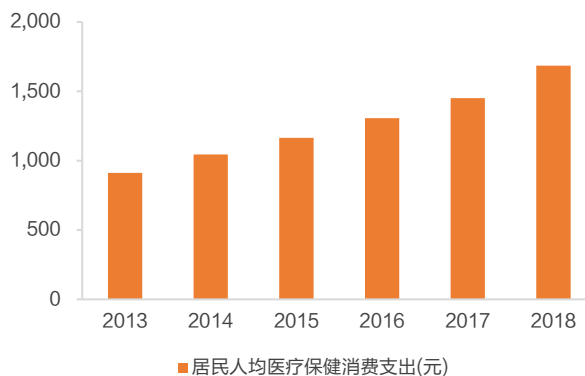
疗的需求增长，行业具备较大的成长空间。在我国现行的医疗卫生体制中，公立医院依旧承担了较为重要的角色，但随着社会资本的介入，一些优质的民营专科医疗服务机构自身设备实力、学术能力、对优质医疗人才的吸引力不断提升，逐步建立了规模化、专业化的发展模式，自身竞争实力不断增强。

图 563：我国老龄化程度不断提升



资料来源：wind, 天风证券研究所

图 564：2013-2018 年我国人均医疗保健消费支出（元）



资料来源：wind, 天风证券研究所

从投资角度来看，医疗服务是医药行业的“堡垒”，一方面，医疗服务受医保控费、药品降价的影响较小，具有政策免疫性；另一方，民营专科医疗连锁服务机构作为我国医疗资源的重要补充，一直受到国家政策支持与鼓励，是重要的发展方向。

直观来看，我们认为本次疫情对医疗服务行业 Q1 季度业绩影响是存在的，但深层次来看，本次疫情对医疗服务行业的影响或不将仅仅是“业绩”，而是未来我国民营医疗卫生机构在医疗卫生体制中的定位与长远变化。因此我们从两维度来分析 2019-nCoV 疫情对医疗服务行业的影响。

(1) 需求递延影响 Q1 业绩，但一次性的事件冲击，对具备十年以上长逻辑的赛道影响有限。目前上市的医疗服务标的中 Q1 季度收入占比情况：爱尔眼科 (20-23%) > 通策医疗 (20%左右) > 锦欣生殖 (15-20%) > 美年健康 (10-15%)；我们认为 Q1 是否会对全年业绩产生影响，需要根据疫情的演绎来判断：

i 假如疫情在 2 月底能得到相对较好的控制，3 月恢复正常状态；则疫情实际影响大约在 40 天左右（含春节假期），则我们认为对医疗服务类公司全年的业绩影响相对有限，疫情结束后，被递延的需求会集中爆发，对上市公司全年的业绩保持乐观。

ii 假如疫情在 3 月尚未得到完全有效的控制，疫情对 Q1 季度居民出行会形成较大影响，则我们认为对医疗服务类公司全年的业绩或会出现一定调整。但依旧强调医疗服务的需求只是递延，不是替代；行业长期增长内在逻辑依旧未发生实质的改变，短暂调整反倒是带来了较合适的投资机会。

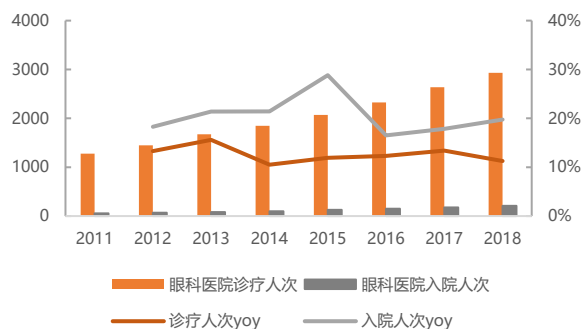
(2) 本次疫情从另一方面反映出，我国医疗资源的丰富程度还有较大的提升空间，而公立医院的改革绝非朝夕，因此对于作为我国医疗资源重要补充的民营医疗卫生机构或将迎来更加丰富的资源支持，同时积极调动社会资源，促进我国民营医疗卫生机构的发展。

另外，我们同样看到在疫情控制下，各大互联网医疗平台同样在防控疫情方面发挥着自身的重要作用，“互联网+医疗”的服务模式，有望拉开快速发展的序幕。

从细分赛道来看，眼科、口腔、体检、辅助生殖赛道长期发展的核心逻辑依旧坚挺，能维持企业的长期发展：

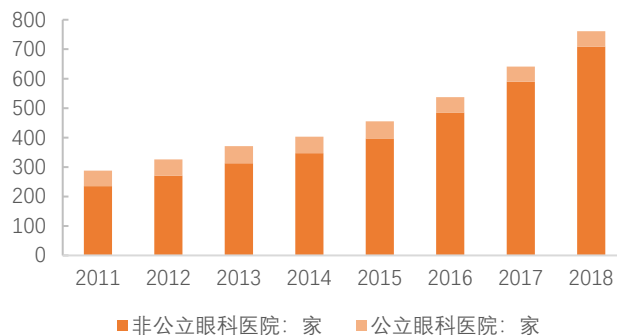
爱尔眼科：全国眼科专科连锁医院龙头，预计 Q1 受疫情影响有限，长期的眼科服务需求依旧旺盛，眼科医疗服务的渗透率还存在较大的提升空间，公司“内生+外延”共同推动公司的稳步发展。公司具备优秀的管理层，以及良好的激励制度，积累了大批的医生资源，随着口碑的逐步提升，其医生资源与口碑效应建立的护城河逐步提升。

图 565：2011-2018 眼科医院诊疗情况（万人次）及增速（右轴）



资料来源：卫生健康统计年鉴，天风证券研究所

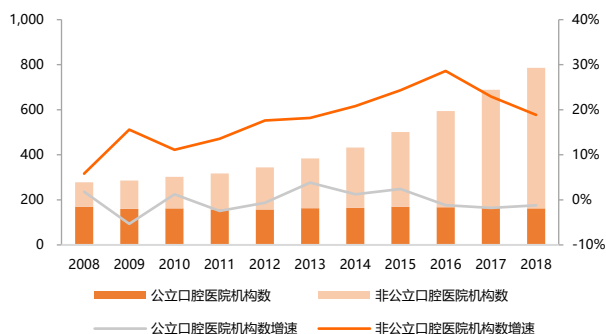
图 566：眼科医院公立&非公立医院数量情况（家）



资料来源：卫生健康统计年鉴，天风证券研究所

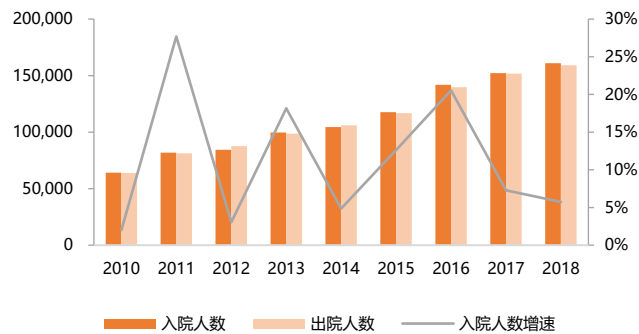
通策医疗：浙江省口腔医疗服务龙头，旗下“杭州口腔医院”在当地拥有较高的口碑与行业地位，品牌医院效应强。疫情虽然影响杭州口腔医院的正常营业，但长期来看口腔医疗服务的空间大，人口老龄化带来种植牙的需求将不断提升，被递延的口腔医疗服务，有望在疫情结束后迎来快速增长。

图 567：2008-2018 年非公立&公立口腔医院（家）及增速（右轴）



资料来源：卫生健康统计年鉴，天风证券研究所

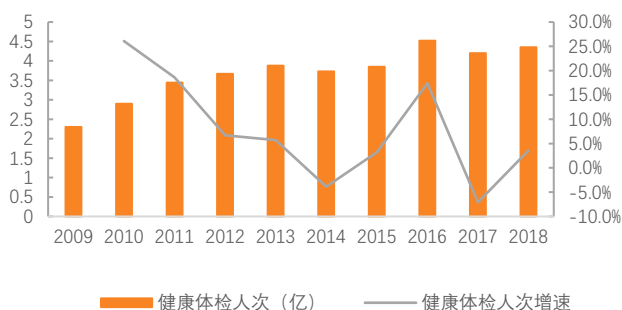
图 568：2010-2018 年口腔医院出院/入院人次以及入院人数增速（右）



资料来源：卫生健康统计年鉴，天风证券研究所

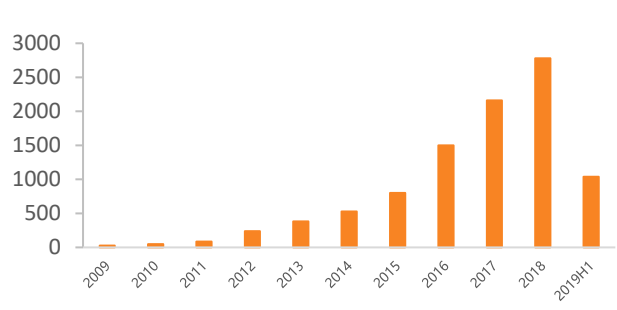
美年健康：我国体检龙头，阿里战略入股给公司注入一剂强心剂。Q1 为体检的传统淡季，针对本次疫情后的返工潮，公司给予全国 600 余家门店的布局，以及 CT 等设备的高配置率，推出返岗复工防疫筛查预约服务，展开以 2019-nCoV 核酸检测试剂盒荧光 PCR 法检测或低剂量螺旋 CT 影像检查为主要内容的团体复工体检，积极参加疫情防控工作，我们预计或能减弱本次疫情对公司一季度的影响，产生积极作用。

图 569：2009-2018 年我国健康体检人次（亿）及增速（右）



资料来源：卫生统计年鉴，天风证券研究所

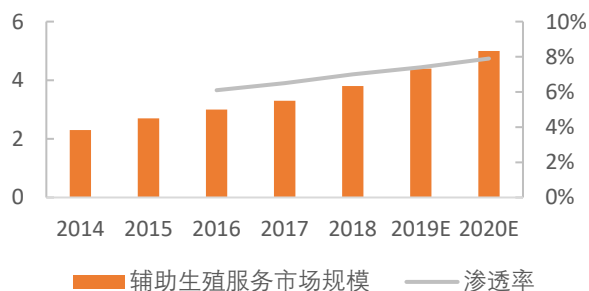
图 570：2009-2019H1 公司体检服务人次（万人）



资料来源：公司公告，年报，半年报，天风证券研究所

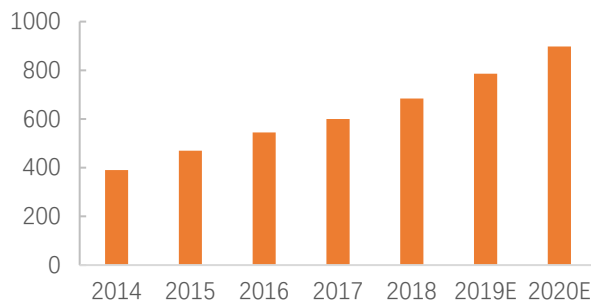
锦欣生殖：辅助生殖赛道行业壁垒高，护城河高，公司是布局“中国+美国”的优质国际辅助生殖机构，在四川、广东均建立了一定的自身口碑。辅助生殖服务相对更具“刚性”，因此我们认为本次疫情对公司存量的患者影响较小，对新增病人或有一定影响，但需求只是递延，会集中反应到公司后面几个季度中。

图 571：2014-2020E 我国辅助生殖市场规模（十亿美元）与渗透率（右）



资料来源：锦欣生殖招股说明书，天风证券研究所

图 572：2014-2020E 我国 IVF 取卵周期数（千）



资料来源：锦欣生殖招股说明书，天风证券研究所

9.3.5. 风险提示

疫情发展具有不确定性，企业经营风险，宏观环境不确定性等。

9.4. 家用电器：肺炎疫情对家电行业的影响

（——天风家电：蔡雯娟等）

我们在《新冠肺炎疫情对家电行业的影响：危机 or 契机？》报告中曾复盘过“非典”时期的家电行业，结论是疫情确实会在一定程度上对家电销售造成影响，但消费品不同于旅游、酒店等服务业，需求会延后但不会消失，突发性事件往往影响短期需求，会推迟需求的兑现，而在后续疫情结束后，家电零售快速恢复。因此，我们认为，对于家电行业整体，此次肺炎的影响更多也是会延后需求的发生，但基于技术的进步、行业的发展等因素，不乏有部分新生需求产生。

图 573：2003 年 5 月社零增速出现明显下降（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 574：社零细分项中，家电表现优于平均水平

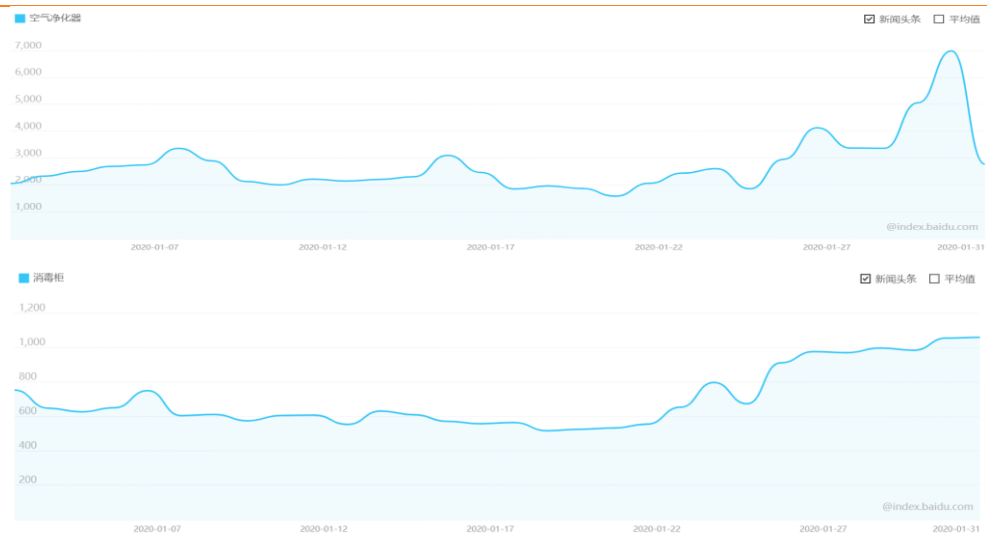


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

9.4.1. 需求端：短期需求压制，关注企业的应对策略

参考之前“非典”时期的情况，疫情对于短期需求的压制以及有关消毒、健康等产品需求的促进基本上是可以预见的，但由于疫情发生在春节前夕，物流进入暂停期，不少企业处于放假阶段，包括后续的假期延长，同时全国性的物流基本处于休整状态，购物的便利程度下降，直接会影响到需求的落实。

图 575：空气净化器、消毒柜搜索频率 1 月下旬快速提升



资料来源：百度热度指数，天风证券研究所

奥维线下数据显示，受春节物流停运以及疫情进一步管控升级影响，自 W3 开始线下销售额连续三周呈较为明显的下滑，人们在疫情蔓延情况下避免外出从而线下消费场景大幅减少，更多的需求从线下转化至线上。但随着近期物流行业的全面复工，我们判断部分家电品类的需求有望逐步恢复。

图 576：近期线下周度数据

品类	零售额同比增速 (%)		
	20W05(20/1/27-2/2)	20W04(20/1/20-1/26)	20W03 (20/1/13-1/19)
空调	-81.2%	-77.2%	-51.4%
冰箱	-87.7%	-54.1%	-30.9%
洗衣机	-86.1%	-61.9%	-36.6%
洗碗机	-66.7%	-75.4%	-50.3%
净水器	-86.1%	-71.7%	-52.1%
电饭煲	-86.6%	-49.1%	-11.7%
吸尘器	-84.9%	-61.6%	-23.7%
电热水器	-73.3%	-71.0%	-35.4%
冷柜	-90.0%	-46.6%	29.8%

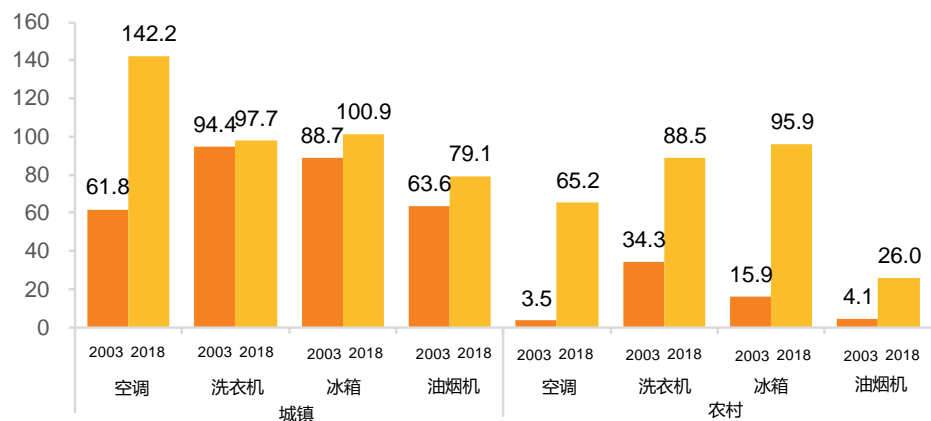
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

我们对家电子行业从需求角度进行了一个划分，分别是递延类需求，如白电、厨电，以及受益类需求，如小家电、黑电。

1、递延类需求：白电&厨电

对于白电、厨电等大家电来说，鉴于其刚需属性，需求并不会消失，但考虑到线下体验及安装等因素，疫情的发生一定程度上会推迟该需求的兑现，在后续疫情结束后，其零售有望快速恢复。尤其是和 03 年相比，当时房地产还处于一个快速扩张的阶段，农村各品类保有量相对较低，目前房地产增速放缓且保有量稳定在较高水平，更新需求占比更高，从迫切程度的角度考虑，更新需求更容易产生推迟。

图 577：2003 年及 2018 年我国城镇、农村白电&厨电销量对比（单位：万台）



资料来源：Wind，天风证券研究所

但在疫情期间居家时间增加后，将会提升家庭舒适度必备品的需求，比如囤货的时候发现冰箱不够大、保鲜功能不够，所以衍生出升级冰箱产品的需求，能支持杀菌消毒但又不用直接洗衣服、具备空气洗功能的洗衣机，具备消毒杀菌、帮助室内通风换气的新风空调等。随着消费观念在此次肺炎事件下被重塑，健康化、品质化将成为日常必备大家电的升级方向。

图 578：提高家庭舒适度的大家电产品



资料来源：天猫商城，天风证券研究所

2、受益类需求：小家电&黑电

除了大家电的健康化、品质化趋势，伴随着物流和电商运营的恢复，在疫情未明显好转的情况下，消费者日常生活必将产生一些延续性影响，在这其中小家电及黑电品类的需求无疑会更快被激发出来：

一是能够提供远程教育以及满足家庭娱乐方面的支出会提升，例如智能电视、激光电视等。教育部已发出通知推迟春节开学，同时提倡停课不停学，搭载在线教育平台的智能电视使用频率无疑会大大提升，同时综合儿童的护眼需求以及娱乐方面的大屏化需求，激光电视或许会在疫情期间迎来一个不错的推广契机。

图 579：海信聚好看为全国用户免费开通教育VIP



资料来源：小聚学堂，天风证券研究所

二是针对企业的商显方面需求，远程办公、远程教学、远程会诊都是在疫情期间帮助社会得以保持高效率运转的方式之一，此次肺炎恰好也是给予其一个凸显的机会，后续也会进一步推动“远程”相关设备的发展。

三是外出聚餐行为减少后厨房小家电、消费者健康意识提升带来的清洁类小家电的购买需求，疫情的发生减少了线下购物频次，而在线上购买十分便利的小家电产品或因为使用频率的增加而带来销量提升。

这些被激发的需求正如三聚氰胺事件导致的豆浆机需求提升、雾霾导致空气净化器的销量

激增等，均是因突发性事件而产生的新需求，在这些细分需求短期出现后，后期无疑会面临需求量的下降，但的确会改变部分消费者的需求习惯，逐渐成为家庭内的常规性产品。

综合以上分析，我们对各子行业做出一个大致的量化判断。首先，湖北地区外的疫情已逐渐有所好转，但从消费者心理的角度看，尚需一定时间传递到线下的实际消费行动上，因此需求的下滑趋势仍会 Q1 持续，特别是前面提到的白电（以装修属性强的空调为主）和厨电，后续 Q2 需求逐渐步入好转周期。

其次，从供给角度看，生产供给上板块内大部分企业自 2 月 10 日起逐渐开工，考虑到部分返乡人员 14 天的隔离期，我们预计 2 月底能恢复正常生产，而渠道供给上，快递运力更多也会是一个逐步恢复的状态。在参考各板块线上和线下销量的占比情况后，我们主要的测算结果如下：

图 580：2020Q1 和 Q2 各板块销量的测算情况

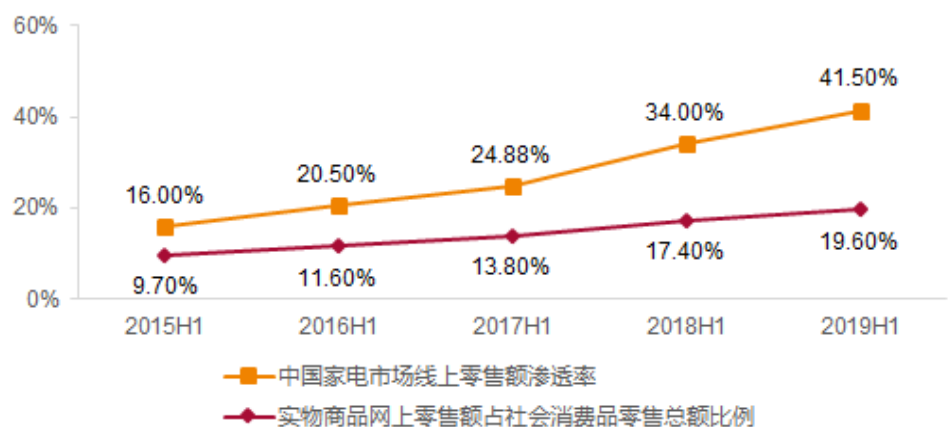
销量		占比	Q1	Q1(整体)	Q2	Q2(整体)
白电 (空调)	线上	43%	10%	-41.3%	10%	-12.8%
	线下	57%	-80%		-30%	
白电 (冰洗)	线上	52%	10%	-18.8%	10%	-4.4%
	线下	48%	-50%		-20%	
厨电	线上	20%	0%	-40.0%	5%	-15.0%
	线下	80%	-50%		-20%	
黑电	线上	54%	20%	-12.2%	20%	1.6%
	线下	46%	-50%		-20%	
小家电	线上	65%	30%	2.0%	30%	12.5%
	线下	35%	-50%		-20%	

资料来源：奥维云网，天风证券研究所家电团队测算

9.4.2. 供给端：线上渠道分担风险，密切关注复工情况

渠道供给方面，线上渠道一定程度减少家电消费受影响程度，尤其是方便快捷、免安装的小家电产品。根据《2019 上半年中国家电市场报告》，线上渠道对家电销售的贡献率进一步加大，首次超过 40%，比去年同期增 7.5 个百分点。从渠道供给角度来看，不同于非典时期基本没有电商业务，肺炎疫情期，大家更倾向于在家里网购。从购买渠道来看，相较于非典期间，线上渠道会一定程度更有利于小家电消费。

图 581：近年同期家电网购渗透率与我国网购平均渗透率比较



资料来源：《2019 上半年中国家电市场报告》，天风证券研究所

从厂商供给角度看，由于此次疫情存在区域集中爆发的特点，必然会对湖北地区家电行业产能造成直接影响。湖北各类企业复工时间不早于 2 月 13 日 24 时，春节假期延长两周，加上后期疫情发展存在不确定性，具体复工情况暂时难以判断。根据梳理情况看，美的、

海尔、格力工厂空调受影响产能合计超 1000 万台，TCL、苏泊尔、爱仕达等在湖北也有生产工厂。

图 582：家电企业在湖北地区工厂布局情况

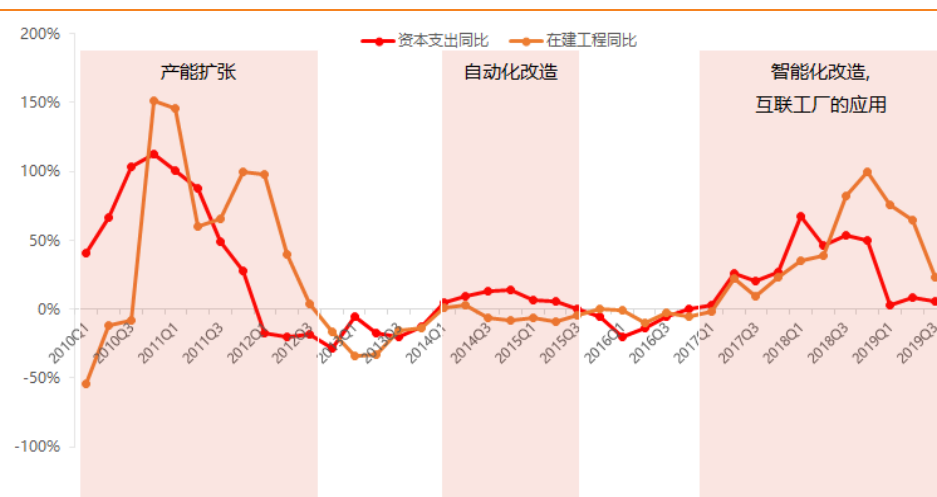
公司	生产基地	主要生产产品
苏泊尔	湖北武汉	生产炒锅、汤锅、蒸锅、刀具、厨房工具等炊具。
美的	湖北武汉 湖北荆州	武汉工业园是美的空调继顺德、芜湖之后的第三生产基地，总投资近8亿元，2005年形成300万套空调的生产能力。2011年，美的冰箱(荆州)工业园达到500万台产能，2014年将80%的冰箱产量调整至荆州工厂。
海尔	湖北武汉	总占地面积426亩，具有年产400万台空调、200万台电热水器、150万台燃气热水器和120万台电冰柜的生产能力。同时国内还配建有集营销和物流功能为一体的武汉HMS中心。
格力	湖北武汉	格力武汉工业园项目占地面积达1400亩，总投资超过30亿元，全部达产后实现商用空调年产值30亿元、家用空调年产600万套、压缩机年产600万台、电机年产2000万台。
TCL	湖北武汉	占地面积为30万平方米，厂房面积12万平方米，员工生活园区约5万平方米，总投资金额为3000万美元，设计年产量300万套，主要产品为TCL系列家用、商用、中央空调。
爱仕达	湖北陆安	公司占地面积近10万平方米，具有1000万套铝制品炊具、1000万套不锈钢炊具和1000万套小家电的生产产能，产品出口20%。
东方电热	湖北武汉	实施年产 500 万套电加热器一期装配生产线项目，目前新厂房主体接近建成
长虹华意	湖北荆州	华意压缩机(荆州)有限公司是一家环保、节能、高效冰箱压缩机的专业研发制造企业，年生产能力达1200万台。

资料来源：武汉开发区国土规划局，公司公告，齐鲁晚报，天立物业，腾讯科技，广电网，质检网，天风证券研究所

目前其他大部分地区政府规定的复工时间都推迟到元宵节以后，大部分家电企业预计从 2 月 10 日开始逐步复工。我们认为，一方面家电企业往年春节后的复工节奏普遍在正月十五后开启，因此今年政策层面推迟到 2 月 10 日左右，基于企业传统的生产制的角度看，影响的量可能并没有那么大；另一方面，今年春节提前至 1 月底，特别是考虑到一些出口业务的交付节点，12 月生产节奏加快，对今年一季度的订单有一个托底。

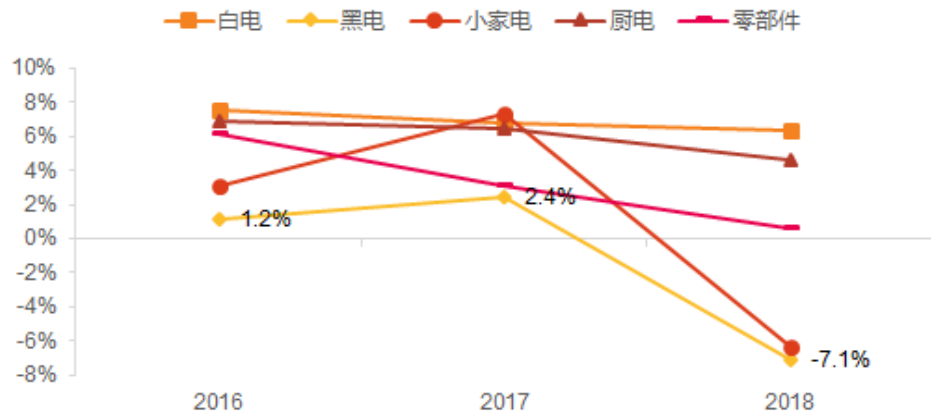
另外，从防护疫情的角度出发，目前人口流动受到抑制，劳动密集型生产线受到的影响会更大，而完成机器人、自动化改造的企业在复工生产方面影响会较小。在经历了产能扩张和自动化改造后，从 2017 年开始，在建工程增速再次提升，家电企业引入更高效的智能化制造，白电龙头尤为明显，比如海尔自 2014 年起率先布局互联工厂实现智能制造、2017 年美的首个智能工厂正式投入使用。

图 583：家电行业的龙头企业 2017 年以来不断进行智能化改造



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 584：家电行业上市公司生产人员数量同比增速下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

9.4.3. 定量分析：如何寻找肺炎疫情下的机会？

业绩方面的判断，主要影响来自于需求端和供给端的变化。对于疫情影响的时间窗口，我们大致将其分为三个情况，分别是持续至 3 月末、5 月中以及 6 月底，其他相关假设如下：

- 基于净利润公式进行测算，收入（需求端）- 变动成本（包括原材料、销售费用等）- 固定成本（包括人工、折旧等）= 净利润；
- 以 SW 空调板块 2018 年数据为参考，假设行业净利率 10%、毛利率 29%；
- 考虑到线上购买等因素的影响，我们假设疫情期间需求端的影响为 20%，即 80%*此前所预测的 20 年收入，且在极端假设下疫情期间损失的需求不会后移；
- 日常需求影响从 2 月 10 日开始受到影响，参考疫情公开时点，我们认为 1 月上旬需求暂未受到影响；
- 元宵节复工后，在疫情持续的时期内，在极端假设下，固定成本如人工等方面的支出不会减少，家电行业人工成本占比偏低，假设人工+折旧成本占总成本的 15%。

图 585：疫情对家电行业全年业绩的影响测算

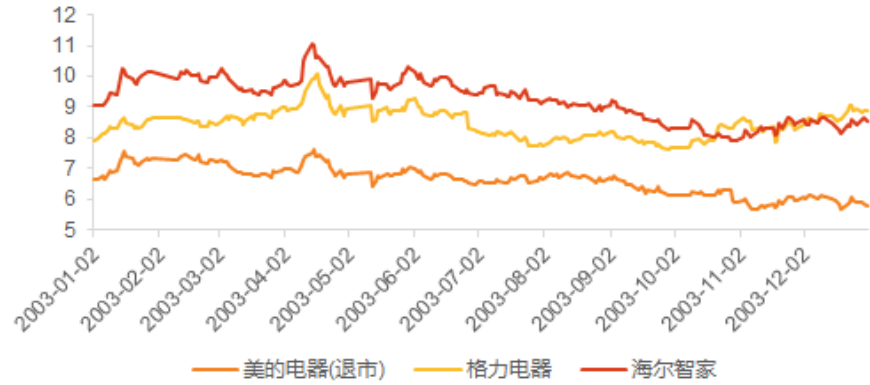
疫情持续时间	对应自然日天数	新20年预测收入/ 疫情发生前20年预测收入	新20年预测变动成本/ 疫情发生前20年预测收入	疫情对净利润的 影响幅度
3月末	20	98.9%	78.5%	-2.3%
5月中	96	94.8%	75.2%	-10.8%
6月底	142	92.2%	73.2%	-16.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所家电团队测算

从测算结果看，在疫情持续至 3 月末、5 月中、6 月底这三种情况下，净利润的影响幅度分别为 -2.3%、-10.8%、-16.0%，但需要强调的是，测算主要针对较为极端的情况。实际上前期需求的挤压大概率会和我们在前文中分析的一样不会消失，而是在一定程度上后延，同时从 19 年 12 月以来竣工数据的好转情况看，20 年的整体需求值得期待的。另外，还存在很多个体因素需要考虑，包括企业本身生产大多来自于 OEM，例如苏泊尔等，固定成本的损失对其来说可能影响更小，以及前面提到的小家电在线上渠道的优势，需求端的影响可能更小。

回顾 2003 年“非典”时期三大白电龙头的股票走势情况，以 4 月中旬世界卫生组织将中国广东省、山西省及香港等地列为疫区为起始事件，6 月中旬中国内地实现确诊病例、疑似病例、既往疑似转确诊病例数均为零的“三无”纪录为止。4 月中旬-6 月中旬间，美的电器、格力电器、青岛海尔的最大跌幅分别为 -15.4%、-15.1%、-15.6%，期间阶段跌幅分别为 -10.6%、-10.4%、-9.4%。

图 586：2003 年三大白电股价走势（单位：元/股）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从 2003 年全年角度看，Q3 美的电器、格力电器、海尔智家基本延续了下跌趋势。结合当时的业绩表现，二季度“非典”事件的影响主要体现在业绩端，三季度也仍未有明显好转，我们认为，这需要结合当时的行业大趋势考虑，03 年在价格战加剧和原材料涨价的双重压力下，业绩低于预期，并最终在股价走势上体现。因此我们更需要判断的是，在下半年是否会出现需求压力之下的价格战，亦或者是原材料价格上行等非疫情因素，来综合判断全年的业绩情况。单纯考虑一二季度的业绩影响，我们认为家电板块无需过多担忧。

图 587：2003 年家电板块上市公司单季度收入增速情况

收入	2003Q1	2003Q2	2003Q3	2003Q4
青岛海尔	3.45%	-1.15%	-1.48%	5.40%
澳柯玛	10.52%	0.56%	-0.16%	41.18%
春兰股份	81.37%	27.76%	101.16%	218.72%
长虹华意	245.32%	118.49%	-47.99%	-284.59%
海立股份	-10.54%	12.89%	179.35%	74.01%
海信电器	-10.40%	-6.52%	18.41%	9.07%
创维数字	54.52%	-25.09%	-7.35%	26.10%
四川长虹	-2.14%	-25.15%	4.18%	108.52%
海信科龙	19.66%	35.17%	46.58%	-1.77%
长虹美菱	1.34%	10.89%	37.19%	-5.02%
格力电器	60.36%	29.49%	40.90%	54.67%
美的电器	20.81%	11.57%	28.64%	55.68%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 588：2003 年家电板块上市公司单季度业绩增速情况

净利润	2003Q1	2003Q2	2003Q3	2003Q4
青岛海尔	-2.07%	-21.25%	-16.27%	39.71%
澳柯玛	-58.95%	-10.01%	-36.54%	-61.94%
春兰股份	-46.40%	-49.38%	-48.50%	-52.29%
长虹华意	-3371%	-990.48%	-2766.67%	518150%
海立股份	-85.55%	-46.29%	-17.85%	-133.06%
海信电器	-5.73%	-106.90%	18.84%	386.49%
创维数字	519.78%	-27.65%	-23.28%	-36.06%
四川长虹	313.74%	-58.21%	86.50%	10.44%
海信科龙	211.32%	8.98%	54.02%	-177.65%
长虹美菱	-34.66%	176.25%	-29.83%	42008%
格力电器	19.48%	5.37%	10.09%	49.84%
美的电器	-21.90%	0.50%	-12.97%	320.76%

资料来源：Wind，天风证券研究所

此外，从一季报占全年业绩比重的平均值来看（16-18年），一季度通常都是家电行业的相对淡季，主要也是因为并非传统的旺季销售，综合来看，我们认为业绩影响相对会有限。

图 589：家电板块公司 2016-2018 年一季度收入占全年收入比重的平均值

公司名称	Q1营收占比	公司名称	Q1营收占比	公司名称	Q1营收占比
依米康	12.8%	新宝股份	20.9%	海信家电	23.3%
浙江美大	14.8%	春兰股份	21.2%	莱克电气	23.8%
奋达科技	15.0%	科沃斯	21.3%	阳光照明	23.8%
视源股份	15.9%	哈尔斯	21.3%	澳柯玛	24.0%
深康佳A	16.9%	华帝股份	21.3%	天银机电	24.3%
亿利达	17.1%	海信视像	21.7%	天际股份	24.6%
欧普照明	17.4%	盾安环境	21.8%	创维数字	24.6%
英唐智控	17.9%	得邦照明	21.9%	爱仕达	24.8%
开能健康	17.9%	三花智控	21.9%	和晶科技	24.9%
日出东方	18.1%	青岛海尔	22.2%	美的集团	25.4%
万家乐	19.2%	四川长虹	22.3%	海立股份	26.1%
老板电器	19.6%	汉宇集团	22.4%	长虹华意	26.3%
兆驰股份	20.5%	荣泰健康	22.7%	万和电气	26.7%
九阳股份	20.7%	小熊电器	22.9%	苏泊尔	27.2%
格力电器	20.7%	长虹美菱	23.2%	惠而浦	27.3%
东方电热	20.8%	飞科电器	23.3%	佛山照明	28.5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 590：家电板块公司 2016-2018 年一季度业绩占全年业绩比重的平均值

公司名称	Q1归母净利占比	公司名称	Q1归母净利占比	公司名称	Q1归母净利占比
日出东方	-23.0%	老板电器	17.3%	创维数字	27.1%
和晶科技	-13.9%	哈尔斯	17.8%	青岛海尔	27.4%
万家乐	-5.9%	科沃斯	19.0%	长虹华意	27.5%
盾安环境	-5.5%	九阳股份	19.4%	天银机电	27.6%
深康佳A	1.6%	格力电器	19.9%	万和电气	28.4%
依米康	2.3%	海立股份	21.2%	英唐智控	28.6%
欧普照明	7.2%	亿利达	21.7%	兆驰股份	29.1%
新宝股份	11.2%	飞科电器	22.7%	爱仕达	30.7%
视源股份	13.7%	汉宇集团	22.8%	海信视像	34.8%
佛山照明	14.8%	小熊电器	22.9%	天际股份	58.4%
浙江美大	14.9%	阳光照明	23.3%	长虹美菱	58.8%
海信家电	15.4%	荣泰健康	24.2%	开能健康	61.5%
华帝股份	15.9%	四川长虹	25.1%	惠而浦	67.7%
东方电热	16.0%	莱克电气	25.4%	澳柯玛	72.4%
三花智控	16.3%	美的集团	25.9%	春兰股份	116.0%
得邦照明	17.3%	苏泊尔	27.0%	奋达科技	312.9%

资料来源：Wind，天风证券研究所

9.4.4. 投资建议

悲观情绪下必然会带来短期调整，但仍然要相信龙头公司的韧性，我们认为，疫情对需求与供给的影响主要体现在当前的阶段，后续复工与需求的恢复都是逐步体现的。且即使考虑了极端的EPS下调的比例，也能够控制在20%以内，考虑到外资及长期投资者的占比不断提升，龙头的估值中枢不断上移，我们认为如果短期回调较多，建议结合行业中长期趋势从全年角度进行标的筛选。一季度以防御配置为主，优选抗风险能力更强的龙头公司，建议积极关注三大白电龙头海尔智家、美的集团、格力电器，以及中高端品牌及新品类布局最完善的小家电龙头苏泊尔。基于行业长期发展趋势，短期波动对全年需求影响较小，

因此从全年角度看建议关注极具成长性的标的业绩进入困境反转期的**海信视像**，内销业务快速发展的**新宝股份**。

9.4.5. 风险提示

疫情持续时间超预期，家电线上销售情况不及预期等。

9.5. 轻工制造：再论“抗疫”下轻工各板块需求变动的演绎

（——天风轻工：范张翔等）

9.5.1. 新增需求：生活用纸、烟草创新制品等

1、生活用纸行业—生活必需品，关注疫情下使用率上升带来销量增加

生活用纸是生活必需品，疫情期间消费者居家时间变长，预计会提升生活用纸的使用时间和使用频次。另一方面，消费者为了减少外出活动，可能会采取囤货等行为，我们认为短期来看疫情不会对生活用纸销量产生负面影响。长期来看我国人均用纸消费量提升空间较大，我们看好生活用纸未来销售情况。建议关注生产端企业复工情况，销售端物流情况。

我们类比“非典”期间生活用纸产销变化情况：疫情发生会提高消费者卫生意识，相应产品使用率提升。2003 年生活用纸产量和消费量同比增速均较上年有所增加，生活用纸产量增速较 2002 年提升 1.08pct 至 9.58%，销量增速较 2002 年提升 0.31pct 至 8.09%，疫情期间消费者会加大对生活用纸类卫生产品的使用。此次新冠肺炎期间，由于封城、小区封闭管理等举措，相较“非典”期间情况更甚，预计新增需求更多。

图 591：生活用纸产量增速提升



资料来源：中国生活用纸年鉴、天风证券研究所

图 592：生活用纸销量增速提升



资料来源：中国生活用纸年鉴、天风证券研究所

生活用纸下游需求较稳定抗周期性，业绩弹性凸显。生活用纸刚需品，受经济周期影响较小，需求仍将平稳增长。对于生活用纸企业，木浆成本在总成本中占比 50%-60%，木浆价格下跌带来业绩弹性；而需求的平稳使得生活用纸价格相对稳定，并为销量的增长提供保障，从而将成本下降带来的利润留存在企业中。长期看，人均生活用纸的支出有望逐年提升，未来需求端有望稳健增长。供给端行业具有难攻难守特征，产能门槛低，但渠道和品牌壁垒很高，中小产能加速淘汰。短期看好生活用纸龙头企业通过产能和渠道扩张实现收入业绩扩张式增长；中长期看好龙头企业在产品创新和高端差异化、营销渠道服务能力的核心能力，看好【中顺洁柔】。

2、烟草创新制品——传统卷烟影响中性，有望推动烟草创新产品进程和烟草税率调整

烟草产品具有成瘾性，其消费替代属性较弱，卷烟拥有庞大且稳定的消费群体，且介于烟草税利在整体财政收入中的重要性，预计疫情对烟草消费负面影响有限。建议关注创新烟草产品发展趋势及后续消费税调整可能。

我们类比非典时期卷烟消费情况：卷烟产量受非典疫情影响，同比增速有所下降。从 2002

卷烟产业链企业有望优先受益。1) 深度绑定中烟公司。即便国内新型烟草政策放开，烟弹仍归为中烟公司专营，相应的配套生产订单中烟公司可能优先给予前期合作过的企业，将利好集友和劲嘉这种与中烟持续合作的民营企业。2) 烟具+烟标+烟弹，“一条龙”服务提升附加值。新型烟草中烟具并非盈利的核心，因此未来单纯的烟具制造商竞争力不足，而对于集友和劲嘉等烟标企业，可以顺利切入烟弹产业链，承包烟弹薄片、烟具、整体包装的生产服务，“一条龙”服务不仅有利于风格统一，也提升企业产品附加值，增强盈利能力。

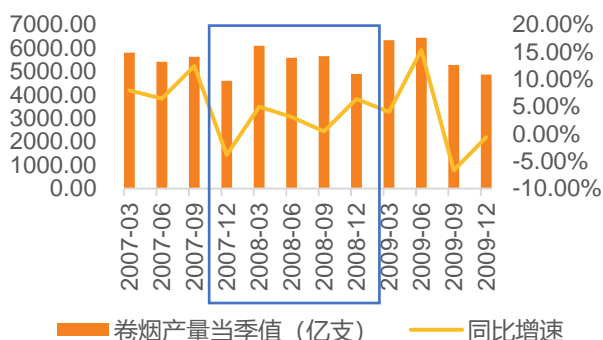
重点推荐烟标放量+新型烟草薄片双轮驱动的【集友股份】。集友股份相继签约江苏中烟和重庆中烟，共同推进加热不燃烧烟弹薄片的研究和成果产业化。公司在 HNB 薄片技术的卡位优势获中烟认可，同时彰显中烟体系推动中国版加热不燃烧产品的决心。看好 19 年烟标进入快速放量期、加热不燃烧薄片率先牵手中烟布局领先的【集友股份】，关注【劲嘉股份】【亿纬锂能】。

● 烟草加税可能

金融危机时期：2008 年

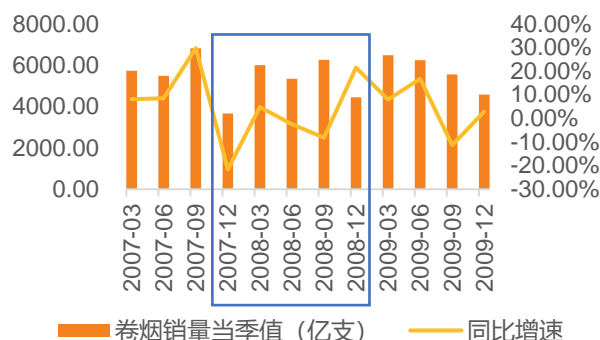
卷烟产销量受金融危机负面影响，同比增速降低。2007 年 12 月卷烟的产销量均达到连续几年内的最低值，产量、销量分别为 4597.80 亿支、3662.40 亿支，同比增速也大幅降低为 -3.84% 和 -21.60%。2008 年前三季度的产量同比增速一直呈下降趋势，分别为 4.97%、3.10% 和 0.47%，增速明显放缓。2008 年前三季度的销量同比增速也持续下降，增速由正转负，分别为 4.79%、-2.48% 和 -8.16%。

图 596：卷烟产量增速连续两季度环比下降



资料来源：Wind、天风证券研究所

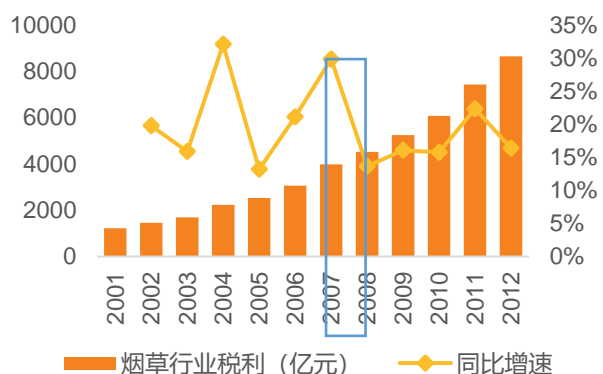
图 597：卷烟销量增速连续两季度环比下降



资料来源：Wind、天风证券研究所

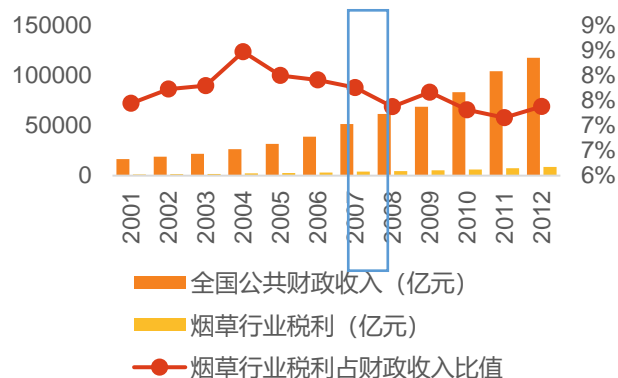
烟草税利受金融危机影响较大。2008 年受金融危机影响，烟草行业税利增速大幅降低至 13.64%。烟草税利占财政收入比例也有所降低，2008 年税利占比仅有 7.37%，较 2007 年下降 0.38pct。

图 598：烟草行业税利增速小幅放缓



资料来源：中国烟草、天风证券研究所

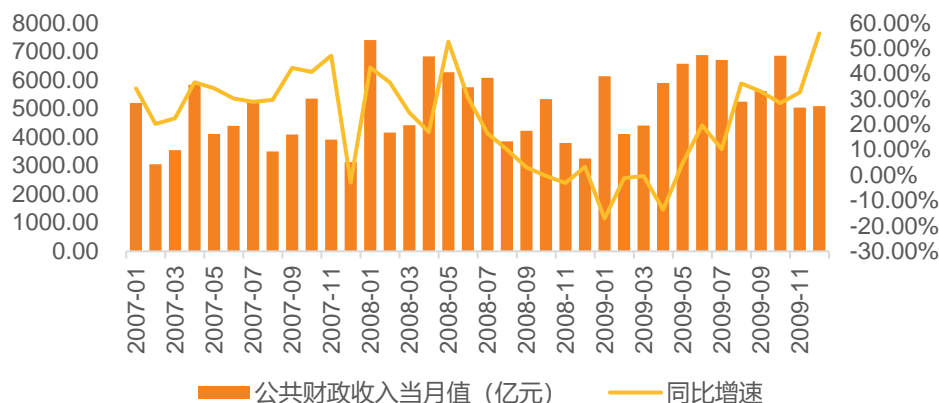
图 599：烟草税利占财政收入小幅下滑



资料来源：统计局、中国烟草、天风证券研究所

2009 年卷烟提税。金融危机时期财政收入增速明显放缓，为缓解国家财政税收压力，适当增加财政收入，2009 年 6 月国家调整了卷烟消费税政策。一，调整烟产品生产环节消费税政策。调整卷烟生产环节消费税计税价格；调整卷烟生产环节(含进口)消费税的从价税税率；调整雪茄烟生产环节(含进口)消费税的从价税税率。二，在卷烟批发环节加征一道从价税。适用税率：5%。

图 600：全国公共财政收入及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

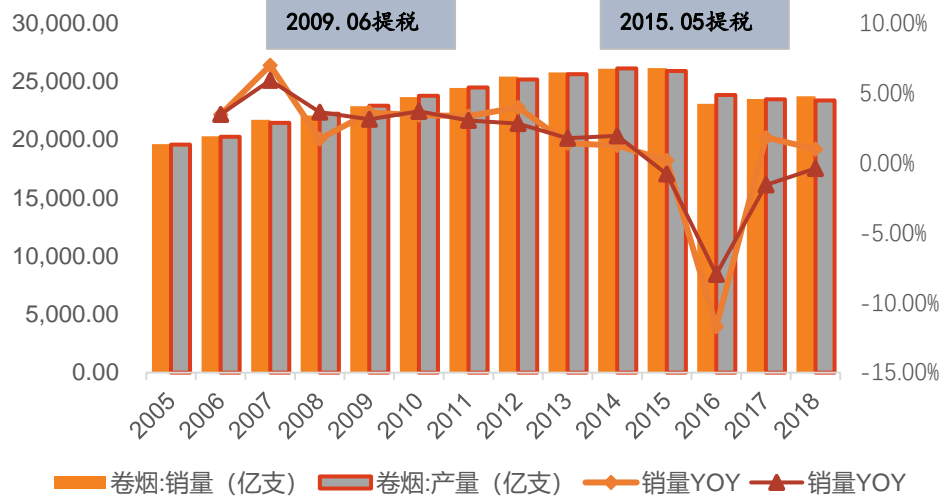
表 96：卷烟提税进程

提税进程	税收条例
-1994	60%产品税
1994	按出厂价统一计征 40%的消费税
1998.7	消费税率一类烟 50%，二、三类烟 40%，四、五类烟 25%
2001.6	实行从量与从价相结合的复合计税方法，即按量每 5 万支卷烟计征 150 元的定额税，从价计征从过去的三档调整为二档，即每条调拨价为 50 元以上的税率为 45%，50 元以下的税率为 30%
2009.6	一，调整烟产品生产环节消费税政策。调整卷烟生产环节消费税计税价格；调整卷烟生产环节(含进口)消费税的从价税税率（1.甲类卷烟，即每标准条(200 支，下同)调拨价格在 70 元(不含增值税)以上(含 70 元)的卷烟，税率调整为 56%。2.乙类卷烟，即每标准条调拨价格在 70 元(不含增值税)以下的卷烟，税率调整为 36%。卷烟的从量定额税率不变，即 0.003/支。); 调整雪茄烟生产环节(含进口)消费税的从价税税率。 二，在卷烟批发环节加征一道从价税。适用税率：5%。
2015.5	卷烟批发环节从价税税率由 5%提高到 11%，并按 0.005 元/支加征从量税

资料来源：国家税务总局、天风证券研究所

近两次提税来看，2009 年提税对烟草产销量并无明显影响，2015 年提税与烟草产销量有较大负相关关系。由此显示提税并非是烟草产销量明显下滑的充分条件，需结合当年具体情况来看。2016 年烟草产销量下滑是多方因素作用的结果，限制三公消费和行业去库存的综合影响占比更大。13 年政府开始限制三公消费，发布《党政机关厉行节约反对浪费条例》等相关条例，烟草销量增速由此受到一定影响。随后几年库存不断增加，16 年行业去库存导致产量下滑。我们认为提税对烟草产销量影响有限，目前行业需求、库存都保持稳定水平。

图 601：烟草加税对卷烟产量影响



资料来源：Wind、天风证券研究所

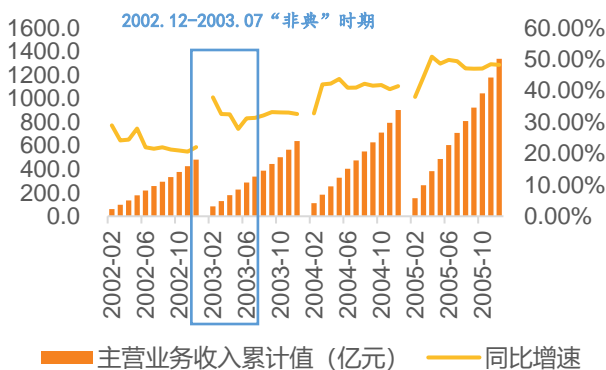
9.5.2. 递延需求：家居行业

1、家居行业——短期零售端受客流影响较大，需求刚性将后置

疫情期间由于外出时间受限，短期家居零售端受到影响较大，长期来看家居行业整体受疫情影响可控。一、家居行业需求以刚性需求为主，疫情仅会使消费需求后置，对整体消费需求影响不大；二、每年一季度对家居行业是淡季，产量和营收占比相对较低，整体影响有限。此次新冠肺炎疫情后续建议关注企业复工及接单情况。

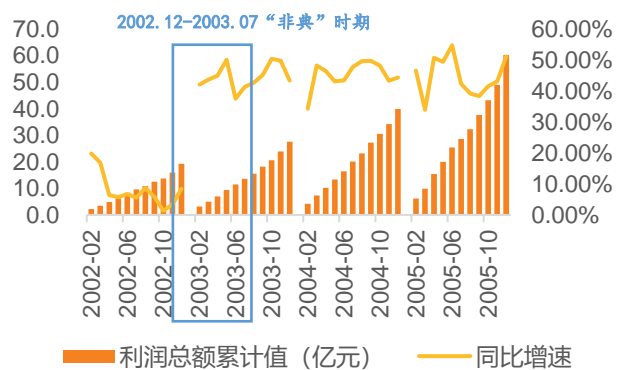
在“非典”疫情爆发期间，我国家居行业表现稳健。2003年家具制造业主营业务收入增速较2002年同比有所增加，分月度来看，2003年2月起至6月家具制造业主营业务收入同比增速逐月下降，从1月37.84%的增速下降至6月的31.19%，7月后增速逐步恢复，虽疫情期间业务增速有所波动，但整体保持在平稳水平。家具制造业利润总额在“非典”期间增速基本维持增长态势，除7月有短暂波动外，整体稳步增加。

图 602：家具制造业主营业务收入增速略有下滑



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 603：家具制造业利润总额增速保持增长态势



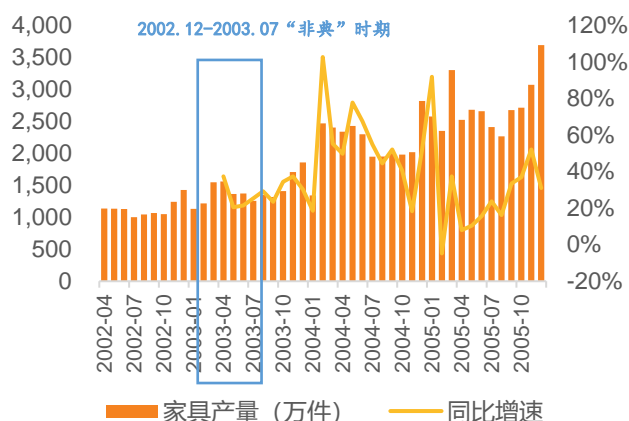
资料来源：Wind、天风证券研究所

家具产量增速平稳。家具生产存在季节性特征，受春节假期停工影响，每年第一季度尤其是1月份和2月份家具产量较12月份均有所降低，之后逐步回升。在疫情爆发的2003年上半年，产量变动基本符合这一规律。同时，全国家具月产量规模未见显著下降，在疫情期间，家具产量同比增速均保持在20%以上。

家具及其零件出口额增速保持稳步提升。每年第一季度尤其是1月份和2月份，受春节假期影响，家具及其零件出口额较低，在疫情期间出口额变动符合这一趋势。2003年1月至7月家具及零件出口额保持增长，同比增速均不低于20%。预计与以出口为主的企业受到

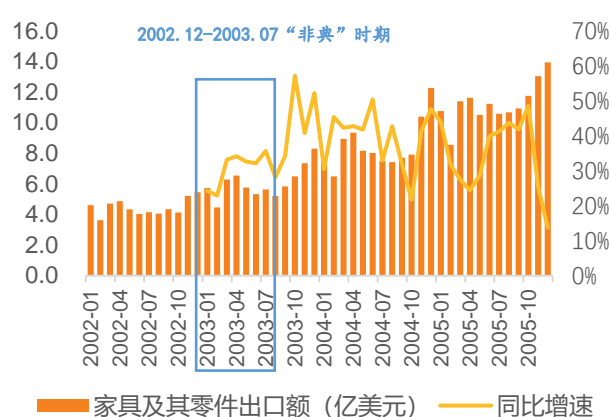
疫情影响相对较小。

图 604：“非典”时期家具产量未受明显影响



资料来源：Wind、天风证券研究所

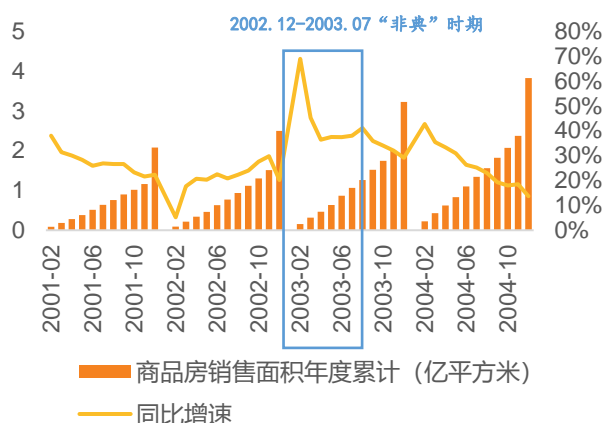
图 605：家具及其零件出口额增速保持稳步增长态势



资料来源：Wind、天风证券研究所

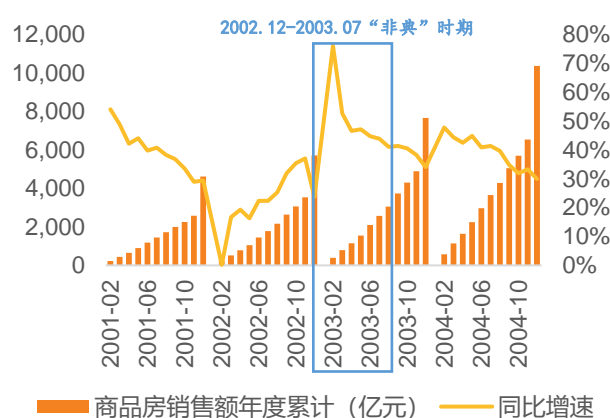
家居行业受地产影响因素较大，2003年全国商品房销售面积和销售金额同比增速均小幅上升，但考虑到家居销售滞后地产销售平均2年左右，所以“非典”期间地产销售对家具的影响较小。

图 606：全国商品房销售面积及其增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 607：全国商品房销售金额及其增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

鉴于今年新冠疫情较“非典”期间对人口流动限制更大，多地实行封城、小区封闭管理等措施，整体短期对需求影响预计比“非典”期间严峻。短期零售端受客流骤减影响较大，拉长看我们认为家居行业整体受疫情影响可控，偏刚需消费需求仅受疫情递延。

表 97：新冠疫情期间各省市防护措施（截至 2020.02.09）

时间	地点	事件
2020.1.23	湖北武汉	10点起，全市城市公交、地铁、轮渡、长途客运暂停运营，机场、火车站离汉通道暂时关闭
2020.1.23	湖北省	鄂州、仙桃、枝江、潜江、天门封闭式管理
2020.1.24	湖北省	黄冈、咸宁、赤壁、孝感、黄石、荆门、宜昌、恩施、当阳、十堰封闭式管理
2020.1.25	湖北省	随州封闭式管理
2020.1.26	全国	国务院批准春节假期延长至2月2日。
2020.1.27	上海市、浙江省	各类企业不迟于2月9日24时前复工。
2020.1.28	重庆市、广东省、江苏省	除必需行业，全省各类企业复工时间不迟于2月9日24时。
2020.1.29	湖北省	全省各类企业复工时间不迟于2月13日24时
2020.1.29	安徽省、山东省、福建省、云南省	除必需行业，全省各类企业复工时间不迟于2月9日24时。

2020.1.30	江西省、河北省、内蒙古自治区、黑龙江省、山东省	除必需行业，全省各类企业复工时间不早于 2 月 9 日 24 时。
2020.1.31	北京市	除必需行业外，各企业 2 月 10 日复工
2020.1.31	贵州省、河南省、辽宁省、吉林省、湖南省	除必需行业外，省内各类企业不早于 2 月 9 日 24 时前复工复产
2020.2.4	浙江省	杭州市、乐清市、宁波市封闭式管理
2020.2.4	河南省	郑州市、驻马店市封闭式管理
2020.2.4	山东省	临沂市封闭式管理
2020.2.4	黑龙江省	哈尔滨市封闭式管理
2020.2.4	江苏省	南京市、徐州市、南通市封闭式管理
2020.2.4	福建省	福州市封闭式管理
2020.2.4	江西省	景德镇市、九江市封闭式管理
2020.2.5	辽宁省	全省村庄、居民小区实行封闭式管理，14 个城市仅留一个出入口
2020.2.5	云南省	昆明市封闭式管理
2020.2.5	山东省	济南市、泰安市、日照市、青岛市封闭式管理
2020.2.5	江西省	南昌市封闭式管理
2020.2.5	安徽省	合肥市、宣城市、宿州市封闭式管理
2020.2.5	广西自治区	南宁市封闭式管理
2020.2.5	江西省	宜宾市、内江市封闭式管理
2020.2.5	河北省	石家庄市封闭式管理
2020.2.5	海南省	海口市封闭式管理
2020.2.5	重庆市	渝北市封闭式管理
2020.2.6	江西省	全省 11 个城市实行封闭式管理
2020.2.7	广东省	深圳市、广州市宣布所有小区封闭式管理

资料来源：各地方政府官网，天风证券研究所

附：

新冠肺炎期间，各上市家居企业纷纷出台帮扶措施，承担社会责任及稳定经营。

表 98：上市企业新冠肺炎期间帮扶措施

公司名称	代码	家居企业新冠肺炎帮扶措施
红星美凯龙	601828.SH	82 家自营商场免租 1 个月，联合多家银行为经销商提供总计 40 亿元专项贷款额度
居然之家	000785.SZ	为全体员工购买泰康“爱心保”团体保险，保障 1 年，感染新冠每人赔付 20 万元
索菲亚	002572.SZ	为重疫情区优质经销商提供 3 亿元信用支持
志邦家居	603801.SH	三个月出厂价直减 10%，全年线上引流派单费全免，公司承担全年 20 场线上直播费用
曲美家居	603818.SH	为经销商让利出厂价下降 10%
喜临门	603008.SH	承担加盟商导购员 1 个月底薪
敏华控股	1999.HK	投入 7 亿元人民币帮扶全国经销商和商场
欧派家居	603833.SH	为经销商提供 10 亿元多方面补贴
好莱客	603898.SH	1 亿支持经销商新零售转型
金牌橱柜	603180.SH	为全国经销商承担 1 万多员工 1 个月工资，倡议“2020 年拒绝裁员”
大亚圣象	000910.SZ	300 万一线导购战役金，提供经销商房租补贴

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

19Q4 零售渠道同比增速回暖至 0 或正增长，成品软体家居增速已至两位数，伴随竣工持续回暖，我们预计疫情结束后零售渠道增速继续提升。我们 2019 年一直强调，零售负增长 ≠ 零售渠道无价值，2020 年将迎来业绩和估值共振的零售渠道价值回归。

根据我们交房模型判断，20 年竣工仍将持续改善，由于 16-18 年精装修开盘套数都是高增

长，结构上未来精装房交付有望增长，零售端弹性也需重视。家居行业 1-2 年的逻辑是交房回暖周期，长期逻辑是家居消费属性显现带来的估值修复，从国外经验看新房成交见顶后，家居消费仍会持续增长。两条思路选股，一是可以享受精装修工程业务高增长红利的企业，二是管理优异、产品、渠道战略布局领先，可以在行业整合期持续成长的公司。此外出口型企业受影响更小，个股 Alpha 属性更强。重点推荐：【顾家家居】、【欧派家居】、【志邦家居】、【惠达卫浴】；关注【麒盛科技】、【敏华控股】、【江山欧派】、【尚品宅配】、【索菲亚】、【好莱客】、【梦百合】等。

9.5.3. 风险提示

疫情扩散程度超预期，企业复工情况不及预期。

9.6. 纺织服装：相关医用产品需求激增，电商、纺织制造等相关行业短期受压制

（——天风纺服：吕明等）

本次新冠肺炎疫情发生后，政府相关部门采取强力举措进行有效控制，由此带来的消费需求和消费行为的改变对于行业内不同细分行业有不同的影响。

1) **激增的需求**：从消费需求的变化来看，由于消费者对于口罩、消毒湿巾等医用产品的需求激增，导致上游生产端的需求激增；由于非织造布是口罩、消毒湿巾产品的重要原材料，导致市场对于非织造布的需求大幅提升，与非织造布材料和产品生产相关企业在此催化下短期将会受益。推荐标的【诺邦股份】。

2) **递延的需求**：由于政府采取一系列措施如延期复工、居家隔离、减少外出等来控制疫情的进一步传播，我们认为对于电商子行业及纺织制造行业的需求产生了短期压制。主要系电商子行业由于快递物流的复工推迟，导致发货收到影响，需求有所递延；由于延期复工导致生产制造企业在订单交期上产生较大压力，新订单的接受上稍显谨慎，对需求产生短期压制。但未来随着疫情的逐渐缓和，复工后生产、发货进入正常状态，这部分需求将会逐渐释放。推荐标的【南极电商】、【开润股份】、【申洲国际】、【健盛集团】。

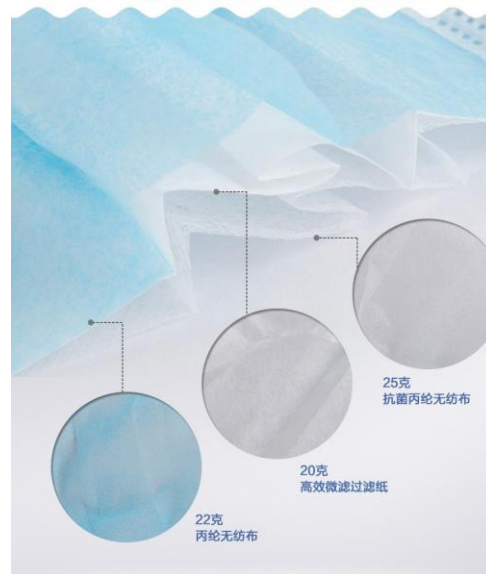
3) **消失的需求**：由于部分商场减少营业时间或暂时关闭，消费者外出意愿减弱，造成客流量锐减；加之疫情控制时期处在春节、元宵节等大促的销售旺季，所以对于服装品牌的线下零售业务造成较大影响。另外，由于天气逐渐转暖，消费者对于冬装需求逐渐减弱，甚至消失，由此带来的品牌公司的库存积压产生较大的资产减值损失，以及折扣力度加大对毛利率产生一定负面影响，预计将会对线下渠道占比较大的品牌服饰公司的业绩带来较大影响。但在这样的背景下，优质龙头的长期投资逻辑和竞争优势没有发生改变，我们建议投资者持续关注超跌优质龙头公司【安踏体育】、【李宁】、【海澜之家】、【森马服饰】。

9.6.1. 激发的需求：用于口罩、消毒湿巾等医用防护类材料的非织造布的需求激增

在本次疫情影响下，消费者对于口罩、防护服、消毒湿巾等医用产品的需求大幅增加；由此，下游需求激增导致上游生产供应端产生的需求大幅提升，对于用于医用防护类产品的原材料——非织造布的需求得到激发。我们以近期消费者需求最多的产品之一口罩为例，医用口罩一般分为三层，由面层、滤层及里层构成；从各层的材料来看，口罩的面层和里层多采用无纺布即非织造布，里层则采用熔喷布制造，主要系非织造布具有较高的透气性、吸湿性、质轻柔韧。

由此，在口罩等产品的需求大幅提升的背景下，作为口罩重要原材料的非织造布的需求得到激增。另外，由于非织造布在医用领域的应用除了口罩之外，还可以用于消毒清洁（如消毒湿巾）、伤口护理产品、感染防护等产品。在整体医用防护类产品的需求大幅提升的背景下，对于非织造布行业的需求得到增加。

图 608：口罩的面层和里层一般由非织造布构成



资料来源：义乌商品网，天风证券研究所

由此，我们认为行业内生产非织造布和非织造布产品的相关标的在短期将会收益，推荐标的：【诺邦股份】。

诺邦股份主业所生产的水刺无纺布作为消毒湿巾等医用防护材料的主要原料，受此次疫情的催化，有望短期受益；同时随着市场对于消毒湿巾需求的增加，有望为公司带来业务增量，业绩有望超我们此前预期。诺邦股份是集水刺非织造材料与制品于一体的公司，其中非织造材料是消毒湿巾、口罩等医用防护材料的重要原料。公司为完善企业布局，通过成立新公司及并购持续向非织造材料制品拓展产业链。目前，公司控股子公司共 4 家，全资子公司杭州邦怡科技有限公司，控股子公司杭州国光旅游用品有限公司；其中邦怡科技下有全资子公司杭州小植家科技有限公司，国光下设全资子公司纳奇科化妆品有限公司。

诺邦股份主要为旗下子公司提供水刺非织造材料；邦怡科技主要致力于干巾业务的拓展；杭州国光则致力于湿巾业务的拓展，共同依托诺邦股份的原材料优势，实现公司干巾和湿巾业务领域的互补，提升行业影响力和盈利能力。在 2017 年公司收购杭州国光之后，诺邦股份业绩持续快速增长。考虑到公司非织造材料制品的产能未来将持续释放，我们预计 2020 年净利润在 1 亿元以上；在目前疫情背景下，消毒湿巾需求大增，全年业绩有望超我们此前预期，建议大家继续关注。

9.6.2. 递延的需求：快递发货等因素影响电商子行业需求递延；延期复工等因素使得纺织制造行业的需求被短期压制

为了控制疫情的进一步加重，政府采取了一系列举措，如延期复工、居家隔离、限制出行等，我们认为从纺织服装行业来看，对于两个细分子行业的需求有所递延：线上电商业行业以及纺织制造子行业。

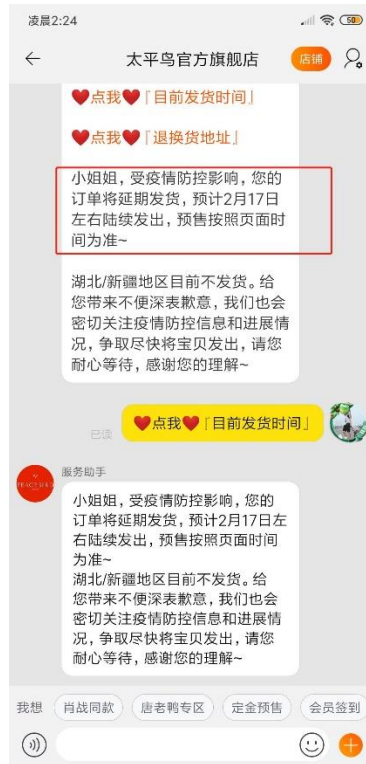
● 线上电商：主要系物流端的影响使得线上电商需求有所递延，未来将持续释放。

由于政府鼓励居民居家隔离，减少外出，消费者的消费意愿大幅下降，消费场景受限，由此对于线下零售端的影响较大；相较之下，电商成为消费者在疫情期间重要的消费渠道，所以我们认为本次疫情对于线上电商渠道的影响较小。

与此同时，由于延期复工，快递物流等方面受到影响，从而造成消费需求有所递延。2020 年电商无法发货的时间较往年延长一倍，根据国家邮政局官网发布的消息显示，直到 2 月 10 日，大部分快递公司才开始全面复工，由“春节模式”进入正常运营状态；但由于各地管理政策不一样，快递时效性目前仍无法保证。由于快递物流的复工时间推迟，导致线上电商产品的发货短期内受到影响；同时由于供应端推迟复工，可能会造成部分备货较少的产品出现缺货的情况，这种“被迫预售”使得线上产品的需求被压制。但随着后期疫情的

缓和、快递恢复、供给改善，这部分被递延的需求将会逐步释放。

图 609：以太平鸟为例，目前电商产品的发货时间相比 19 年同期拉长



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

在此背景下，我们推荐电商品牌优质企业：【南极电商】【开润股份】

【南极电商】 由于受到春节错期影响，我们预计 2020 年 1 月公司 GMV 相比 19 年同期持平或略降；2 月疫情影响背景下，电商发货放缓以及部分新品的供应端预计将会对 GMV 产生一些影响。但随着疫情缓和及快递发货恢复，公司在近期被压制的需求将持续释放，拉长全年来看，对于整体 GMV 的影响有限，仍能完成全年业绩增长目标，不改公司长期投资逻辑，继续推荐。

【开润股份】B2B 端：我们认为疫情对于公司 2B 端的影响有限，由于公司的生产基地分别在印尼和安徽，目前印尼的生产和复工照常，未受到较大影响，由此我们预计目前公司 2B 业务整体复工率在 80%左右，对于公司 B2B 业务的影响较小。

B2C 端：我们认为疫情对于出行消费品形成了短期的抑制，但随着疫情的缓和，返厂、旅行、求学的出行需求仍在，递延的需求将会得到释放。由此，我们认为公司长期投资逻辑不变，继续重点推荐。

- **纺织制造：**由于复工推迟，供给下降，客户下单谨慎，整体需求有所递延。

为了防止疫情大规模传播，国务院规定延长春节假期至 2 月 2 日（2 月 3 日正常上班），随后各地根据具体情况陆续出台地方政策延迟复工。延迟复工对于制造生产型企业来说有所影响。

首先，由于延迟复工一周，对于生产进度产生了一定压力；同时，由于部分城市村镇处于封城封镇的情况，部分工人不能按时到岗；加之部分城市在工人返城后须居家隔离观测 14 天才能上班，出现了用工紧张的情况，即在可以复工后，上游制造型企业也很难全部复工，达到疫情之前的生产状态。

在这样的背景下，对于上游制造公司订单的按时完成产生了较大压力；同时由于现有客户的交期无法保证，对于新客户的接单也会稍显谨慎；而客户在下单时考虑到交期问题，也会稍显谨慎。由此造成了短期内对于纺织制造型企业的需求的短期压制，未来当工人正常

复工，企业生产进度开始恢复正常后，该部分需求将会得以释放。

在此背景下，我们推荐拥有海外产能布局的优质制造公司【申洲国际】【健盛集团】。短期来看，国内由于复工延迟、用工紧缺等因素使需求受到递延，但海外生产基地受到的影响不大，正常复工生产，对于标的公司的影响有限。

【申洲国际】由于集团在越南、柬埔寨均有产能布局，且海外产业链完备，相比于国内延迟复工，柬埔寨和越南的生产基地均正常复工，所受影响较小，具备较强的抗风险能力；国内生产基地在 2 月 10 日开始复工，目前首批 1.4 万名员工已经复工，预计对于公司整体的生产影响有限。

【健盛集团】公司在越南有生产基地布局，复工正常，所受影响较小；国内产能由于推迟复工，对于生产进度有一些影响；但目前公司棉袜在越南的产能占比在 50%左右，且国内复工后生产进度将有所恢复，整体影响相对可控，具备一定的抗风险能力。

图 610：2 月 10 日申洲国际国内基地首批 1.4 万名员工复工



资料来源：中国国家品牌网，天风证券研究所

图 611：2 月 10 日申洲国际国内基地首批 1.4 万名员工复工



资料来源：中国国家品牌网，天风证券研究所

9.6.3. “消失”的需求：线下零售为主的服装品牌，尤其是冬装的需求逐渐消失

由于部分商场减少营业时间或暂时关闭，消费者外出意愿减弱，造成客流量锐减；加之疫情控制时期处在春节、元宵节等大促的销售旺季，所以对于服装品牌的线下零售业务，尤其是冬装需求产生了较大的影响。我们以部分国际品牌龙头为例：

1) 国际运动服饰巨头 NIKE 暂时关闭了中国市近 50%家自营门店，经销门店的大部分门店也暂时关闭；目前尚在营业的门店减少了营业时间，对于 NIKE 在中国市场的业务产生了较大影响。

2) VF 公司在中国有 60%的自营门店和经销门店由于受到疫情影响暂时闭店，开业的门店由于客流量减少及开店时间缩短，销售额大幅下降。2019 财年中国大陆市场占公司总收入的 6%；但供应链方面，公司有 16%的产品从中国大陆直接采购，而其中 7%左右的产品是销往美国市场，预计中国国内工厂复工推迟也会对于品牌服装的供应链和供货方面产生一定压力。

3) 此外，GAP、优衣库、Levi's 等品牌在中国市场的门店也有暂时关店的情况，会对品牌在中国市场的业务产生较大影响。

同时，由于线下春节、元宵节等大促的活动受到疫情的影响无法正常进行，加之天气逐渐转暖，消费者对于冬装的需求逐渐减弱，甚至消失。由此带来的品牌公司的库存积压产生较大的资产减值损失，以及折扣力度加大对毛利率产生一定负面影响，预计将会对线下渠道占比较大的品牌服饰公司的业绩带来较大影响。

- 优质龙头公司竞争优势没有发生改变，建议持续关注超跌龙头公司。

虽然在疫情影响下对于服装品牌的线下渠道的影响较大，可能会带来库存积压和存货减值风险，但是我们认为优质龙头公司的竞争优势并没有发生逻辑的改变，建议投资人持续关注超跌龙头公司：安踏体育、李宁、海澜之家、森马服饰。

我们梳理了疫情对于公司不同程度的影响下，对于标的公司全年业绩的影响，以便帮助投资人更直观的观测标的公司的业绩弹性。

首先，我们列示 2018Q1/Q2 及 2018H1 的营收和净利润占全年的比重，对于各季度占公司全年业绩的比重有一定的了解；根据我们对于 2020 年标的公司的预测增速，给予 2020Q1/Q2 相同的预测增速，即得到在没有疫情影响下，标的公司应该实现的业绩水平。

其次，考虑疫情对于标的公司业绩的影响，我们分成四档：即假设标的公司能够在 2020 年上半年完成我们预测业绩水平的 25%、30%、40%、50%，由此测算疫情对于公司全年业绩的影响，观测业绩弹性（在这里我们为了模型的简化，没有考虑由于折扣加大对于毛利率的影响，以及存货减值影响）。

图 612：疫情对纺织服装行业优质龙头公司业绩弹性表

(亿元, %)	Adidas (欧元)	海澜之家	森马服饰	安踏体育	李宁
标的自2020年1月20日以来涨跌幅	-8.31%	-11.49%	-17.64%	-13.19%	-21.03%
2018年营业收入	219.15	190.90	157.19	241.21	105.27
2018Q1占全年占比	25.32%	30.31%	15.98%	-	-
2018Q2占全年占比	24.01%	22.14%	19.21%	-	-
2018H1占全年占比	49.32%	52.45%	35.20%	44.77%	44.84%
2018年净利润	17.02	34.55	16.94	41.03	7.15
2018Q1占全年占比	31.84%	32.74%	18.45%	-	-
2018Q2占全年占比	24.56%	27.07%	20.96%	-	-
2018H1占全年占比	56.40%	59.80%	39.41%	47.40%	37.55%
2020年预测营业收入	-	222.69 (+6.04%)	229.25 (+12.94%)	402.27(+23.57%)	161.71 (+21%)
2020Q1 (按照全年营收增速预测)	-	64.56	46.51	-	-
2020Q2 (按照全年营收增速预测)	-	49.12	46.32	-	-
2020H1 (按照全年营收增速预测)	-	113.69	92.83	189.67	75.76
2020年预测净利润	-	38.16 (+8.40%)	21.16 (+13.54%)	73.64 (+34.86%)	16.61 (+46%)
2020Q1 (按照全年净利润增速预测)	-	13.11	3.94	-	-
2020Q2 (按照全年净利润增速预测)	-	9.93	4.26	-	-
2020H1 (按照全年净利润增速预测)	-	23.04	8.20	33.48	8.19
在疫情影响背景下，我们假设公司在2020H1能够完成上半年业绩目标（预测）的百分比分别为25%、30%、40%、50%、60%，观测对于公司全年业绩的弹性。					
假设2020H1能够完成预测业绩的25%	(与2020年原有盈利预测相比收入/净利润下调幅度)				
对于全年营收影响百分比	-	-38.29%	-30.37%	-35.36%	-35.14%
对于全年净利润影响百分比	-	-45.28%	-29.06%	-34.10%	-46.46%
假设2020H1能够完成预测业绩的30%	(与2020年原有盈利预测相比收入/净利润下调幅度)				
对于全年营收影响百分比	-	-35.74%	-28.35%	-33.00%	-32.79%
对于全年净利润影响百分比	-	-42.26%	-27.12%	-31.83%	-43.36%
假设2020H1能够完成预测业绩的40%	(与2020年原有盈利预测相比收入/净利润下调幅度)				
对于全年营收影响百分比	-	-30.63%	-24.30%	-28.29%	-28.11%
对于全年净利润影响百分比	-	-36.22%	-23.25%	-27.28%	-37.17%
假设2020H1能够完成预测业绩的50%	(与2020年原有盈利预测相比收入/净利润下调幅度)				
对于全年营收影响百分比	-	-25.53%	-20.25%	-23.57%	-23.42%
对于全年净利润影响百分比	-	-30.19%	-19.37%	-22.73%	-30.97%
假设2020H1能够完成预测业绩的60%	(与2020年原有盈利预测相比收入/净利润下调幅度)				
对于全年营收影响百分比	-	-20.42%	-16.20%	-18.86%	-18.74%
对于全年净利润影响百分比	-	-24.15%	-15.50%	-18.19%	-19.72%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价截至 2020 年 2 月 10 日；Adidas 为欧元单位计量；另，李宁 2020 年预测净利润及增速为扣非后净利润，其余净利润及增速为归母净利润数据。

9.6.4. 风险提示

疫情持续扩大，影响超出预期；品牌公司由于存货积压造成折扣力度加大，影响毛利率水平；存货减值大幅增加的风险。

10. 疫情对金融地产行业影响分析及展望

10.1. 银行：对息差、银行资产质量、业务开展等存在一定冲击

（——天风银行：廖志明/朱于旼）

10.1.1. 疫情对银行业息差有一定影响，体现为让利实体经济

新型冠状病毒肺炎疫情，各地普遍采取餐饮、景点、电影院等人员聚集场所停业、延迟复工等措施，延迟复工时间之长范围之广超过 2003 年 SARS 疫情。为了应对疫情对经济的冲击，央行货币政策更加宽松。

2020 年 2 月 3 日，央行开展了 1.2 万逆回购操作，并下调了 7 天和 14 天逆回购利率 10BP，预计 MLF 利率及本月 LPR 利率将同步下调 10BP。由于 2020 年存量浮动利率贷款定价基准将转换至 LPR，使得这部分贷款利率被动跟随 LPR 利率下降。当前，存款利率居高不下，贷款利率下降将直接影响银行净息差。

此外，我们预计为了应对疫情影响，后续 LPR 利率仍可能再下调 10BP。转换至 LPR 后，存量按揭贷款利率大多在 2021 年初重定价，使得 LPR 利率下调对银行业的影响部分在 2021 年反映。

基于对疫情相对审慎的假设，并考虑到 MLF 利率下调对同业负债成本及债券投资利息收入等的影响，根据我们测算，我们预计 2020 年 LPR 利率下降 20BP，将影响银行净息差 6.6BP，影响银行净利润增速 5.2 个百分点。不过，这些影响有一部分在 2021 年体现，预计影响 2020 年净利润增速约 3 个百分点。

10.1.2. 疫情对银行资产质量有短期冲击

疫情之下，餐饮、旅游业、交通运输业、住宿、线下娱乐业等行业受冲击大。大企业抗风险能力强，疫情冲击对大企业信贷质量影响较小。中小微企业受影响大，尤其是湖北等疫情严重地区，预计中小微企业贷款不良贷款率短期将上升。

此外，疫情对个贷资产质量有短期冲击。餐饮、住宿、旅游、线下娱乐业的小微商户收入受冲击大，资金周转难，这些行业的小微商户个人经营性贷款不良率短期或明显上升。疫情严重地区的信用卡贷款、消费贷款资产质量恐有短期冲击。

截至 2017 年末，商业银行餐饮住宿业贷款余额占比 0.87%，批发零售业贷款余额占比 10.92%，文旅业贷款余额占比 0.37%。餐饮住宿及文旅业贷款占比较低，对企业贷款整体资产质量冲击较小。

基于相对保守的假设，我们预计疫情将导致商业银行不良贷款增加 0.25 万亿元，影响盈利增速 6.3 个百分点。

10.1.3. 疫情对银行业务开展有短期影响

由于对公贷款发放涉及现场尽调等过程，由于企业复工延迟，预计将影响部分企业 2 月信贷发放，可能会影响信贷投放节奏。不过，另外一方面，央行 3000 亿疫情专项再贷款需尽快投放，医疗相关行业贷款投放预计会加快。

疫情之下，由于严格管控人员聚集，房地产销售短期或受明显冲击，将影响银行住房按揭贷款投放。个人经营性贷款投放往往需要现场及办理抵质押手续，业务开展受影响。

总而言之，基于相对保守的假设，我们预计疫情将对银行业产生不小的影响，预计实质影响 2020 年商业银行盈利增速约 9 个百分点。建议监管机构采取降低存款基准利率、进一步降准等方式帮助银行降低负债成本，以应对疫情对银行业的冲击。

不过，考虑到银行业往往会通过资产及信贷结构调整来应对息差压力，并通过拨备调节、加快核销等来平滑业绩波动及不良贷款数据，净利润增速波动预计会更小些。此外，考虑

到信贷投放力度预计加大，以量补价，资产规模增速或小幅上升，2020 年上市银行净利润增速预计同比小幅下降。倘若疫情能够更快得到控制，其影响会更小些。

10.1.4. 风险提示

疫情导致资产质量大幅恶化，贷款利率大幅下行等。

10.2. 非银金融：疫情对非银金融行业的影响

（——天风非银：夏昌盛/罗钻辉等）

10.2.1. 人身险行业：创造的需求

我们认为，此次疫情期间将带来 1-2 个季度的短期保费向下冲击，并影响增员，但后续（2020Q2 或下半年）需求有望迅速增长，且中长期利好健康险销售（医疗事件历来会促进人身险销售），另外事件对于保险公司赔付支出的影响很小：

疫情期间，社会公众活动量降低，新单和增员将受到冲击。从非典历史经验来看，受疫情影响，居民普遍减少外出活动，保险代理人活动量亦降低，拜访、接触、面谈的频次、时间显著下降，保险公司产说会普遍推迟或取消，对保险展业形成冲击。自 2003 年 2 月起，行业保费增速有所放缓，2 月/3 月/4 月人身险累计总保费同比增速分别为 +50.8%/+38.5%/+37.9%，单月总保费增速分别为 +38.1%/+22.3%/35.7%。此外，当年人力增员在短期内也受到冲击，一方面，展业减少造成代理人脱落；另一方面，受疫情影响，2003 年 4 月底保监会宣布暂停代理人资格考试，至 7 月恢复，这也造成了新增人员短期内无法持证上岗。

疫情结束后，居民保险意识得到空前提升，相关新险种蓬勃发展。疫情结束后，社会公众购买人寿保险及其他健康保险的热情显著增高，这主要基于：1）疫情的蔓延让公众感受到疾病对健康和经济增长的威胁，配合媒体宣传教育的推波助澜，唤醒居民空前的保险意识，潜在的购买需求开始大量转化成现实的购买行为；2）多家保险快速适时推出非典专项新兴险种和相关服务，满足社会公众的投保需求，截止 2003 年 5 月 6 日，11 家保险公司推出 17 项“非典”专项保险产品和服务，在产品创新方面，主要通过附加险囊括住院津贴保险、疾病保险和身故寿险等保险责任，在保险服务方面，采取缩短疾病等待期和免责期、简化管理手续等服务措施；3）保险公司积极响应，公众好感度有所提升，各保险公司基本都开通“非典”理赔绿色通道或 24 小时理赔服务热线，并通过大量参与抗击非典相关公益提升保险业形象。

预计此次疫情将带来 1-2 季度短期向下冲击，疫情结束后下半年将向上反转。我们认为，疫情期间部分地区延迟复工、居民活动量下降，将对代理人外出展业形成冲击，此外，部分保险公司改为线上早会形式，可能影响代理人出勤率、技能培训以及增员；一旦疫情结束，随着社会公众活动量逐步恢复正常，需求有望迎来前期抑制后的迅速增长，居民投保意识崛起有望促进健康险保单销售，后续若推出相关新险种，产品切换将利好新单增长。我们预计 2020Q1 国寿、平安、太保、新华的 NBV 增速分别为 +12%、-10%、-3%、-6%；全年 NBV 增速分别为 +15%、+2%、+10%、+9%。

10.2.2. 财产险行业：递延的需求

我们认为，财产险为受疫情冲击影响相对较小的金融子行业，车险业务将受益于疫情期间的赔付率下降+严监管下的费用率下降，意外健康险保费有望高速增长，若商车费改不全面推进，预计行业承保利润率将保持稳中有升；责任险、农险正处于发展机遇期，政策支持力度较大。

疫情对产险保费的影响相对较小。此次疫情通过拉低新车销量来抑制车险保费，但可促进意外健康险保费增长，对其他非车险保费影响很小：1）车险业务方面，疫情期间将短暂压低汽车消费热情，但汽车保有量（而非新车销量）是影响车险保费的核心，新车业务占比有限，而存量业务可通过线上渠道维护，整体而言，车险保费相对刚性，受疫情冲击有

限；2) **非车险业务方面**，预计此次疫情将利好意外健康险销售（历来医疗事件均提升居民投保意识），受出行减少影响的航空意外险、火车意外险等非车险业务整体规模很小，影响不大。本质上，寿险重视新单和 NBV，且主要靠代理人线下出单；而产险重视总保费和承保利润率，且可线上化，因此从疫情冲击角度而言，产险受影响程度显著小于寿险（疫情结束后，寿险出单和新车销量均有望反转，长期利于提升保险意识和需求）。另外，此次疫情有望驱动政策补齐医疗短板，后续若推进医疗体系改革，有望提升相关责任险的需求，其他新型非车险种亦有望推出。

疫情可短期改善车险赔付率，封城限行等措施将导致车险出险率大幅下降。自 1 月 23 日起武汉率先封城，部分其他城市亦推出封路、限行等举措，预计在疫情期间，车辆出险事故同比将大幅减少，车险赔付率亦将显著改善。借鉴 2003 年“非典”经验（部分地区亦有限行举措），2003 年 2 月、3 月、4 月、5 月、6 月财产险行业赔付支出的累计同比增速分别为 +37.1%、+30.4%、+28.9%、+27.2%、+24.6%，呈现逐月下降趋势，全年财产险行业赔付支出同比增速降至 +17.4%，预计此次疫情亦有望利好短期赔付率降低。非车险种方面，意外健康险的赔付支出将上升，但考虑目前理赔案件较少，且医疗费用大部分由社保支付，预计整体影响不大。

权益市场波动对财产险的影响相对较小。财产险公司的杠杆倍数显著低于寿险，2019 年上半年，人保财险的杠杆倍数为 3.84 倍（股票及权益类基金/净资产为 49.8%），而上市寿险公司的杠杆倍数约 8 倍-12 倍区间（股票及权益类基金/净资产平均为 77.8%），因此财产险公司业绩短期受到权益市场波动的影响相较于寿险公司更小。

10.2.3. 风险提示

肺炎疫情扩散超预期，新单销售不及预期，长端利率快速下行。

10.3. 房地产：疫情对房地产业的影响

（——天风地产：陈天诚等）

10.3.1. 疫情带来延迟的需求——房地产销售递延或形成小阳春

疫情的发展超出想象，对地产最直接的影响是售楼处的关闭以及开发项目的停工，销售受阻意味着未来的开发拿地也将受阻，但这些我们整体理解为是延迟了需求，因为住房需求并不是普通的消费需求，不大会因为短期的疫情影响而需求消失，更多是递延了，也即是 1-2 月整体销售可能不理想，但 3-4 月或许会出现小阳春，但是我们认为由于经济损失的客观存在，房价涨幅或将不及预期，导致商品房发销售额增速不及预期。同时，由于全年竣工体量较大，在工期紧张情况下，1 个月的停工期对竣工产生客观影响，或将导致部分项目无法如期竣工。

1、房地产行业目前的限制性政策梳理：河南和安徽复工最晚

自 1 月 23 日全国疫情调控趋严之后，地产首当其冲，整体而言，大部分地产项目的销售和施工都在 2 月 10 号左右原则上可以复工，河南和安徽整体复工可能最晚，销售最迟的是河南开封和南阳（2 月 24 日），开工最迟的是郑州（3 月 16 日）和合肥（3 月 9 日）。

图 613：全国各地房地产项目复工时间表

省份	城市/省份	房地产建设工程 复工时间（不得早于）	房地产销售 复工时间（不得早于）	来源
河南	河南	需经主管部门同意	2 月 9 日	湖南省人民政府办公厅
	郑州	3 月 16 日	2 月 17 日	郑州城建局、郑州市房管局
	开封	2 月 25 日	2 月 24 日	肺炎疫情防控指挥部
	洛阳	2 月 9 日	2 月 9 日	洛阳市住房保障和房产服务中心、洛阳市新型冠状病毒感染

				的肺炎疫情防控指挥部
	南阳	3月16日	2月24日	南阳市新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控指挥部办公室
湖南	湖南		2月9日	湖南省人民政府办公厅
	长沙	2月8日	2月8日	长沙市住房和城乡建设局
	株洲	2月8日	2月8日	株洲市住房和城乡建设局
	襄阳	2月13日	2月13日	襄阳市住建局
福建	福建		2月9日	福建省人民政府办公厅
	厦门		2月9日	厦门市人民政府
山西	山西		2月9日	山西省人民政府办公厅
	太原	3月1日	2月9日	太原市住房和城乡建设局
海南	海南	2月9日		海南省住房和城乡建设厅
上海	上海	2月9日	2月9日	上海市住建委、上海市人民政府
江西	江西		2月9日	江西省人民政府
南昌	南昌	2月9日		南昌市城乡建设局
重庆	重庆	2月9日	2月9日	重庆市住房和城乡建设委员会、重庆市新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作领导小组办公室
贵州	贵州	2月9日	2月9日	贵州省住房和城乡建设厅、贵州省人民政府办公厅
四川	四川		企业自行决定复工时间	四川省人民政府办公厅
辽宁	辽宁		2月9日	辽宁省人民政府办公厅
山东	山东	2月9日	2月9日	山东省人民政府办公厅、山东省住建厅
浙江	浙江		2月9日	浙江省人民政府办公厅
	杭州	2月20日	2月9日	杭州市住房保障和房产管理局
	嘉兴	2月9日	2月9日	
	宁波	2月9日	2月9日	宁波市住房和城乡建设管理局
江苏	江苏	2月9日	2月9日	江苏省政府办公厅
	淮安	2月13日	2月9日	淮安市住建局
	苏州	2月20日	2月9日	苏州市住房和城乡建设管理局
	南通	2月20日	2月9日	南通市住房和城乡建设管理局
	无锡	2月20日	2月9日	无锡市住房和城乡建设管理局
	南京	2月10日	2月9日	南京市住房和城乡建设管理局
广东	广东	2月9日	2月9日	广东省人民政府办公厅
	广州	2月10日	2月9日	广州市住房和城乡建设管理局、广州市房地产业协会
	深圳	2月10日	2月9日	深圳市住房和建设局
	东莞	2月10日	2月10日	东莞市住房和城乡建设局
	佛山	2月10日	2月9日	佛山市住房和城乡建设局
北京	北京	2月10日	2月10日	北京市住房和城乡建设委员会、北京市房地产业协会
天津	天津	暂不开复工	2月9日	天津市住房和城乡建设管理局
河北	河北	2月9日	2月9日	河北省住建厅
安徽	合肥	3月9日	2月9日	合肥市住房和城乡建设管理局

资料来源：对应地方政府官网，天风证券研究所

2、对房地产各项指标的影响：销售和拿地影响最小、资金和竣工影响大

我们统计了过去三年1-2月各项指标占全年的比值，发现占比从大到小依次为：竣工面积14.7%>到位资金14.3%>投资9.0%>开工8.8%>销售额8.1%>土地7.8%。

相对而言，销售和拿地受疫情冲击可能较小，传统来讲，销售和拿地在春节期间都是淡季，

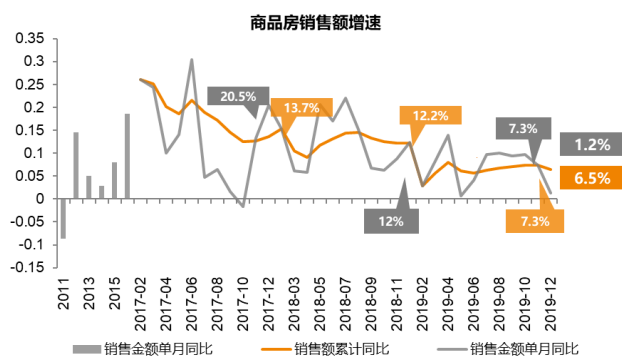
因此整体影响相对较小；而竣工和到位资金整体影响较大，如果疫情持续至 2 月底，则竣工和到位资金的压力将较大，由于竣工 1-2 月的占比较大，而全年竣工体量较多，工期较紧，将导致部分项目在年内无法如期竣工，冲击竣工数据。

图 614：房地产各指标 1-2 月占全年比值

1-2 月占全年比	投资额	开工面积	竣工面积	销售面积	销售额	到位资金	土地购置面积
2017	8.97%	9.65%	15.90%	8.30%	8.08%	14.66%	9.31%
2018	9.01%	8.48%	15.16%	8.52%	8.30%	14.45%	8.05%
2019	9.15%	8.28%	13.03%	8.22%	8.02%	13.72%	5.98%
平均值	9.04%	8.80%	14.70%	8.35%	8.13%	14.28%	7.78%

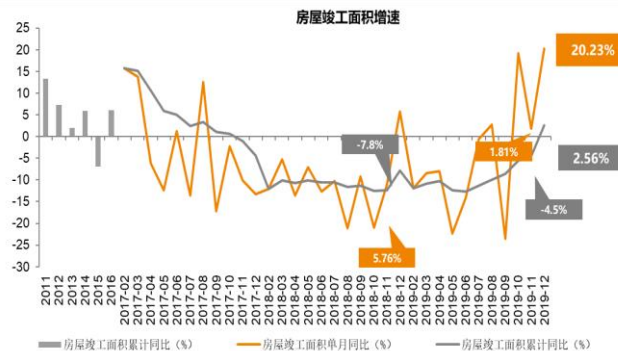
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 615：销售额影响较小



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 616：竣工影响较大



资料来源：Wind，天风证券研究所

3、1.3. 我们认为冲击是短暂的：将 2020 年商品房销售额涨幅从 0.15% 下调至 -0.82%、销售 3-4 月或迎小阳春、竣工增速下调至 16.5% 不改大增趋势

整体而言，我们认为疫情对开发企业的冲击是短暂的，我们下调年度策略中对销售的判断，主要是我们对房价涨幅判断趋于谨慎（在没有大幅货币宽松前提下）在 2019 年度策略中，我们在假定 2020 年房贷余额增长 16.1%、公积金贷款增长 6%、二手房比为 41%、LTV 为 36%、房价涨幅 3% 的中性假设情况下，预计 2020 年商品房销售面积 -2.8%、销售金额 0.2%，我们下调房价涨幅至 2%，维持销售面积预测，预计销售额增速将从 0.15% 的涨幅下调至 -0.82% 的跌幅。此外，由于 1-2 月销售促销活动的压制，我们预计 2-4 月开发商将大力促销，迎来一个小阳春。

图 617：将 2020 年商品房销售额 0.15% 下调至 -0.82%

	房贷余额	新增商贷	商贷偿还	商贷投放	公积金贷款	房贷总投放	商品房销售 额	商品房销售 面积	销售均价	二手房占比	一二手房总 销售量	LTV
2013A	98000	17000	10125	27125	7682	34807	81428	130551	6237	34%	123375.8	28.21%
2014A	115200	17200	12250	29450	6593	36043	76292	120649	6323	36%	119206.3	30.24%
2015A	141800	26600	14400	41000	11083	52083	87281	128495	6793	38%	140775.5	37.00%
2016A	191400	49600	17725	67325	12702	80027	117627	157349	7476	40%	196045	40.82%
2017A	219000	27600	23925	51525	9535	61060	133701	169408	7892	36%	208907.8	29.23%
2018A	257500	38500	27375	65875	10219	76094	149973	171654	8737	38%	241891.9	31.46%
2019E	302563	45063	32188	77250	10934	88184	160574	171722	9351	39%	263235.3	34%
2020E	351275	48713	37820	86533	11590	98123	159251	166968	9538	41%	272563.1	36%
	房贷余额增 速	新增房贷增 速	商贷偿还增 速	商贷投放增 速	公积金贷款 增速	房贷总投放 增速	销售额增速	销售面积增 速	房价涨幅		一二手房销 售总量涨幅	
2014A	17.55%	1.18%	20.99%	8.57%	-14.18%	3.55%	-6.31%	-7.58%	1.38%		-3.38%	
2015A	23.09%	54.65%	17.55%	39.22%	68.10%	44.50%	14.40%	6.50%	7.42%		18.09%	
2016A	34.98%	86.47%	23.09%	64.21%	14.61%	53.65%	34.77%	22.46%	10.06%		39.26%	
2017A	14.42%	-44.35%	34.98%	-23.47%	-24.93%	-23.70%	13.67%	7.66%	5.57%		6.56%	
2018A	17.58%	39.49%	14.42%	27.85%	7.17%	24.62%	12.17%	1.33%	10.70%		15.79%	
2019E	17.50%	17.05%	17.58%	17.27%	7%	15.89%	7.07%	0.04%	7.03%		8.82%	
2020E	16.10%	8.10%	17.50%	12.02%	6%	11.27%	-0.82%	-2.77%	2.00%		3.54%	

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们在2019年度策略中预测2020年竣工增速为21.6%，其中的大致数据逻辑是，2013-2015年平均销售面积为12.7亿平、平均竣工面积为10.3亿平；而2016-2019年平均的销售面积大幅上涨至16.7亿平，而平均的竣工面积则下降至9.9亿平，2020年随着交房期来临，漏报以及拖延的竣工将大幅修复。从竣工角度，由于1-2月竣工面积占比较大，且全年竣工量较多，1个月的停工将对竣工影响较多，我们中性假设，由于2020竣工体量较大，工期难赶，半个月的竣工将无法完成，会导致竣工量由原来预测的11.67亿平米下降至11.18亿平米，竣工增速从21.6%下降至16.3%。

图 618：将竣工增速从 21.6%下调至 16.5%

单位：万方	竣工面积	销售面积	月均竣工	月均销售
2009	72677	94755	6056	7896
2010	78744	104765	6562	8730
2011	92620	109367	7718	9114
2012	99425	111304	8285	9275
2013	101435	130551	8453	10879
2014	107459	120649	8955	10054
2015	100039	128495	8337	10708
2016	106128	157349	8844	13112
2017	101486	169408	8457	14117
2018	93550	171654	7796	14305
2019	95942	171558	7995	14297
2020E	116665	166806	9722	13900
新预测	111804	因工期难赶，扣除半个月的竣工面积		
新增速	16.53%	原预测为 21.6%		

资料来源：Wind，天风证券研究所

10.3.2. 疫情带来新增的需求——物业管理行业专业需求提升

疫情导致房地产开发领域的需求递延，但却新增了物业管理需求，一是物业管理的量要提升，二是物业管理的专业价值要提升，这一方面会增加物业管理的投入，另一方面却会让全社会系统性认识好的物业和差的物业的区别，以及物业管理的重要性。在抗疫成本投入方面，整体并不多，而且多地出台了补贴政策；而从中长期看，物业管理的有效需求将提升，专业和服务品质好的物业企业市占率将进一步提升，甚至出现部分物业提前更换物业公司的可能，行业价值持续体现。

1、物业管理抗疫投入较少且多地出现补贴政策

物业管理公司在本次抗疫战中成为的核心单元，各个地方也积极出台补贴及支持政策，其中杭州和深圳按每平方米补贴0.5元标准补贴两个月，其中西湖区按实际投入补贴不高于10万元的补助；上海给与楼宇和园区物业管理管理5-20万元补贴；更多区域给予了减免和延期支付税款等形式的政策支持。

图 619：各地方对物业管理企业的支持政策

省份	城市	优惠政策	来源
浙江	杭州	加大对物业企业扶持力度。对参与属地疫情防控工作的住宅小区物业服务企业，政府可按照在管面积每平方米 0.5 元的标准给予两个月补助。	中共杭州市委杭州市人民政府
	杭州（西湖区）	绩效管理原则。按照物业服务企业在本次疫情防控工作开展中，在各住宅小区项目的实际绩效管理情况，设定具体绩效考核标准，并根据考核结果确定考核档次。对于项目考核结果为“优秀”的，按照该项目因防控工作而发生的经审核后的实际投入资金（人力、物力、财力）总额的 90%且不高 于 10 万元进行补助以奖代补原则。各物业企业在本次疫情防控工作中额外投入的人力（临时聘用人员、员工加班费、误餐补助、特殊津贴等）、物力（防护用品、消杀用品、宣传用品等）和财力，按本办法进行相应工作补助。	《西湖区住宅小区物业服务企业新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作考核实施办法》
江苏	南京	受疫情影响严重企业，可适当缓交养老保险费	南京市人社局
	苏州	符合标准的中小物业公司能够获得税款延期缴纳或减免、稳岗支持等补助	苏州市人民政府
上海	上海（徐汇区）	对达到疫情防控工作标准的楼宇、园区物业管理公司，经认定，给予 5-20 万元工作补贴。	《徐汇区全力防控疫情支持服务企业平稳健康发展的实施办法》
重庆	重庆	各区县对采取减免租金措施的租赁企业可给予适度财政补贴。	《关于应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情支持中小企业共渡难关的二十条政策措施》，重庆市人民政府办公厅
广东	深圳	对辖区物业管理服务企业，按在管面积每平方米 0.5 元的标准实施两个月财政补助。	深圳市人民政府
	佛山	符合标准的中小物业公司能够获得税款延期缴纳或适当减免政策	佛山市人民政府
	东莞	符合标准的中小物业公司能够获得税款延期缴纳或适当减免政策	东莞市人民政府
福建	福州	符合标准的中小物业公司能够获得税款延期缴纳或减免、稳岗支持等补助	福州市人民政府
	厦门	符合标准的中小物业公司能够获得税款延期缴纳或适当减免政策	厦门市人民政府
北京	北京	对受影响较大的行业企业，经相关行业主管部门确认，可将疫情影响期间应缴社会保险费征收期延长至 7 月底。	北京市政府办公厅

资料来源：物业协会网站，对应地方政府官网，天风证券研究所

2、物业管理需求总量：推升物业管理渗透率的进一步提升

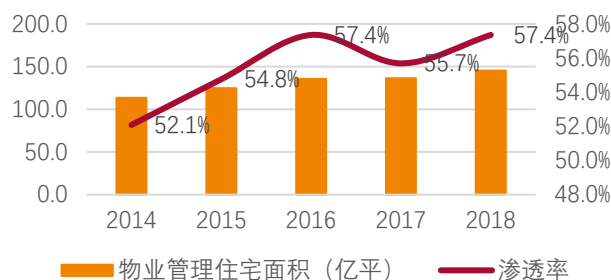
此次疫情的发生将提升居民对物业管理重要性的认知，对优质物业管理服务的需求将提升，物管行业的渗透率有望进一步提升，在 2019 年度策略中，我们预测 2018 年全国存量住宅约为 253 亿平，行业管理住宅面积不足 150 亿平，渗透率仅为 57%，未来仍然有提升空间；从结构来看，2016-2018 年 40 城销售面积中三四线平均占比 17%，竣工面积占比 14%，表明三四线城市未竣工面积较多，物管渗透率仍有空间。整体行业，尤其三四线物业管理的渗透率将加速提升。

图 620：全国物管规模持续提升



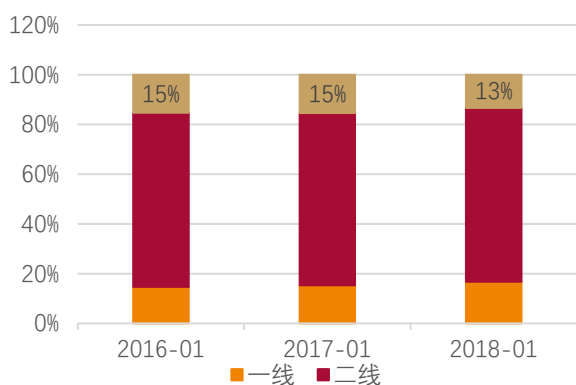
资料来源：中物研协，天风证券研究所

图 621：物管行业渗透率将进一步提升



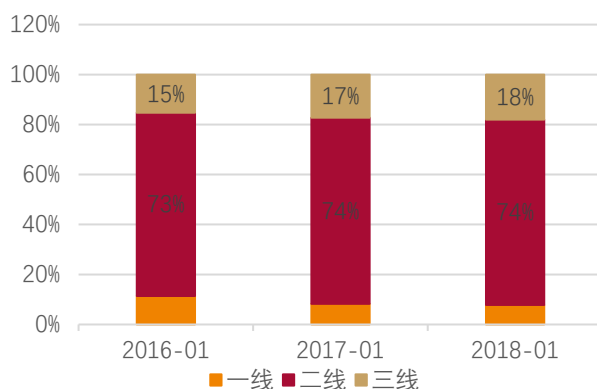
资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 622：40 城房屋销售面积比重，16-18 年三线占比 17%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 623：40 城房屋竣工面积比重，16-18 年三线占比 14%

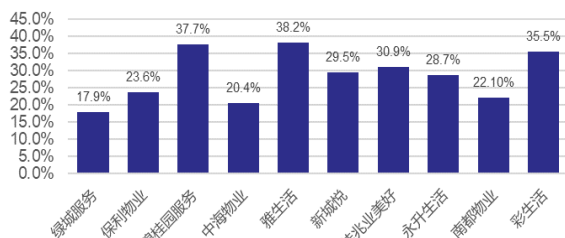


资料来源：Wind，天风证券研究所

3、物业管理需求结构：专业且优质需求强烈、行业集中度将进一步提升

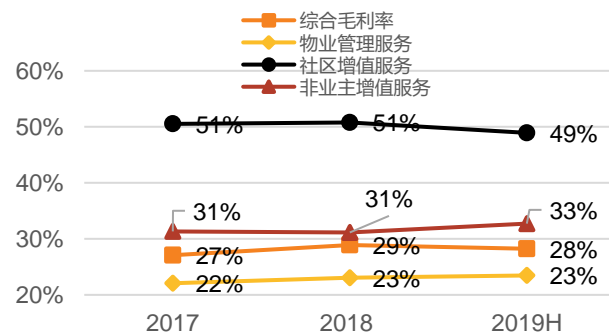
疫情的发展提升了居民对基础物业中保洁服务的专业性要求，未来专业且优质的物业管理需求将更加强烈，而目前龙头物业管理企业的服务品质和专业性认可度都相对较高，此次公共卫生事件的发生，会导致业务端支付专业的意愿提升，行业基础服务的毛利率或将有所提升。

图 624：龙头物管企业综合毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

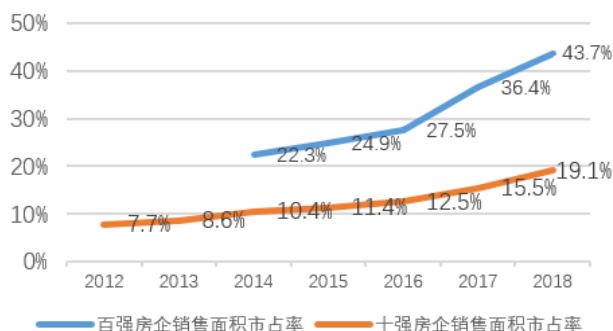
图 625：各项业务毛利率水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

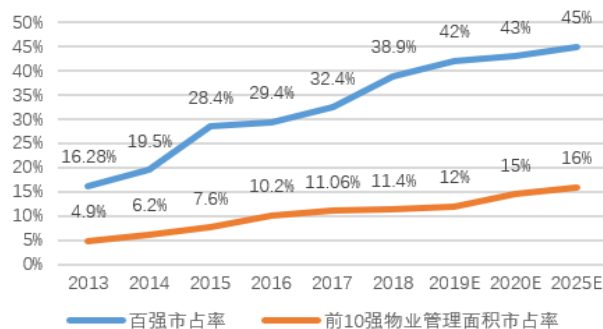
另一方面，行业的集中度或将进一步提升，截至 2018 年末，全国百强、十强房企销售面积市占率分别为 43.7%、19.1%，如果按照销售领先竣工 2-3 年估计，2 年后百强物业企业集中度有望达到 40%以上，由于物业为轻资产行业，因此十强的竞争或更加激烈，集中度或达到 15%。随着疫情结束，更多的小区或将更换更优质的物业管理服务，物业管理龙头的集中度有望进一步提升。

图 626：百强及十强房企销售面积市占率



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 627：百强及十强物业公司管理面积集中度及预测



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

10.3.3. 疫情带来减少的需求——零售物业类商业地产租金和出租率或降

疫情出现后，一方面大幅减少了居民到商场消费的机会；另一方面多家商业地产公司宣布对租户实施不同规模的租金减免，这势必会对行业短期租金产生影响；更长远的影响是，如果经济增长不及预期，消费不振，将导致零售物业的出租率和租金双降，空置率上升，对行业整体较为利空。

1、短期开业率大幅下降：整体开业率约 40-50%

根据万商俱乐部数据，针对购物中心全国开业情况速调（截止 2020 年 2 月 8 日 22 时），调研发现开业情况呈现以下特点：

- 1) 全国商场的总体开业率维持在 40-50%之间，开业商场普遍缩短了经营时间，但涉及民生的超市、药店大多数例外；
- 2) 开业率随城市等级向下依次下降，一线城市开业率普遍在 70-75%左右，到二线、三四线城市依次降至 40-50%；南方城市要高于北方；东部城市高于西部。
- 3) 目前部分城市的开业申请需要政府部门严格审批方可开业。

图 628：一二三线城市开业情况一览

序号	省/市	疫情等级	一线城市状况	疫情等级	二线/省会城市状况	疫情等级	三四线城市状况	疫情等级	备注
1	广东	2	广州除了时尚天河、海印又一城闭店，其他基本开业，但缩短时间，开业率 80%-90%	3	东莞多数营业，但缩短时间，开业率不足 20%	4	绝大部分开业	4 月 5 日	
			深圳基本开业，但缩短时间，开业率 80%-90%	3					
2	北京	3	北京除宜家荟聚、奥莱等闭店，大部分购物中心缩短时间	3					
3	上海	3	上海除爱琴海、佛罗伦萨、奥莱等闭店，大部分购物中心缩短时间	3					
4	湖北	1			武汉全部关闭	1	全部关闭	2 月 3 日	全省闭店
5	浙江	2			杭州全部闭店	3	绍兴、新昌和嵊州全部闭店	3 月 4 日	
					宁波全闭店，大部分上传 2.9 日后恢复营业	3			
6	河南	3			郑州全部关闭	3	全部关闭	3 月 4 日	全省闭店
7	湖南	3			长沙购物中心全闭店，2 个项目拟 10 号开业	3	全部闭店	4	全省闭店
8	安徽	3			合肥全部闭店	3	大部分地市全部关闭	4	
9	江西	3			南昌全部闭店	3	上饶等全部闭店	4	
10	江苏	3			南京大部分上传缩短开业时间	4	少部分开业约 20-30%	4	

				苏州除一些百货商店, 购物中心缩短时间	4			
				无锡2月7日起购物中心、批发市场等全部关停, 复工待政府审批	4			
				常州购物中心全部关闭	4			
11	重庆	3		重庆全部闭店	3			
12	山东	3		济南全部关闭	4	全部关闭	4	
				青岛全部关闭、2月10日或全部开业	4			
13	四川	3		成都开业商业约70%-75%, 开业项目店铺开业率约30%	3	南充、自贡等全部关闭、绵阳大型百货商店开业率70%	4月5日	
14	黑龙江	3		哈尔滨全部关闭, 开业时间等政府通知	3	少部分开业约20-30%	4月5日	
15	福建	3		福州全部闭店	4	厦门、泉州、莆田等城市大部分商场缩短时间	4	
16	河北	3		石家庄约50%关闭, 银泰中心开业30%	4	整体20-30%开业	4月5日	
17	陕西	3		西安全部关闭	4	汉中、宝鸡、安康、延安等全部关闭	4月5日	
18	广西	3		南宁大部分缩短时间开业	4	除部分地州外大部分开业	4月5日	
19	云南	3		昆明百货、奥莱全部闭店, 购物中心除金鹰、柏联、海乐城、富康城外多数营业	4	大部分80%开业, 旅游区闭店	4月5日	
20	海南	3		海口购物中心全部关闭, 2个项目拟2月9日审批	4	三亚、万宁等大部分关闭	4月5日	
21	辽宁	3		沈阳大部分开业, 约80%, 但缩短时间	4	大部分开业	5	
22	山西	3		太原20%左右开业	4	10-20%左右开业	4月5日	
23	贵州	4		贵阳全部闭店	4	部分开业	4月5日	
24	天津	4		天津大部分关闭, 开业率约20%	4			
25	甘肃	4		兰州全部关闭	4	全部关闭	5	全省关闭
26	吉林	4		长春全部关闭	4	少部分开业	5	
27	内蒙古	4		呼和浩特全部关闭	5	全部关闭	5	全省关闭
28	宁夏	4		银川全部关闭	4	全部关闭	5	全省关闭
29	新疆	4		乌鲁木齐全部关闭	4	全部关闭	5	全省关闭
30	青海	4		西宁全部关闭	4	全部关闭	5	全省关闭
31	西藏	5		拉萨部分关闭, 2月10日全部开业	5	全部关闭	5	全省关闭
32	香港地区	4	全部开业	4				
33	澳门地区	4	全部开业	4				

资料来源: 万商俱乐部, 乐居财经, 天风证券研究所

2、短期租金收入或有下降: 对持有型物业上市公司有影响

由于短期为了应对疫情, 不少持有型物业公司都宣布了减免政策。据赢商网数据, 1月28日, 王健林先生掌管的万达商管集团宣布对全国各地所有的万达广场的商户, 从1月24日到2月25日内的租金及物业费实行全免, 预计减免租金超过30亿。此外还有保利商业、华润置地、招商蛇口、大悦城控股、银泰集团、美的置业、新城控股、富力集团、华润置地等等众多商业集团纷纷出台免租金措施, 与广大商户共同承受经营压力。

此次减免将对短期业绩产生影响, 但整体影响幅度较小, 约为0.6-3.6%之间。

表 99：减免租金对开发+持有企业影响较小

	2018 年收入 (亿元)	商业部分收入 (亿元)	商业收入 占比	免租政策	免租 天数	免租估计 (亿元)	免租占总营收 比重
华润置地	1211.9	95.1	7.85%	1.25-2.9 租金减免	16 天	4.17	0.34%
招商蛇口	882.8	24.9	2.82%	以具体门店为准			
美的置业	301.2	1.62	0.54%	1.25-2.24	31 天	0.14	0.05%
新城控股	541.3	21.16	3.91%	1.25-2.13 减半	20 天	1	0.18%
富力集团	770.4	81.3	10.55%	1.24-2.2 租金免除	10 天	0.3	0.04%
大悦城控股	141.2	6.11	4.33%	春节期间减免部分租金	约 15 天	0.25	0.18%

资料来源：赢商网，Wind，天风证券研究所

对于部分持有型物业收入占比达到 70%的企业，免租 0.5-1.5 个月将直接影响总营收的 1%-8.7%，视不同的企业影响不同，但对于大部分的持有型物业公司，商业地产营收占比并不高，大多在 10-20%之间，对总营收的影响在 0.6%-3.6%之间。

表 100：减免租金对持有型物业上市公司影响粗估

	营业收入	持有型物业收入	持有型物业收入占比	免租 0.5 月	免租 1 个月	免租 1.5 个月
中国国贸	2018	31.7	21.86	69%		
	2017	27.7	19.07	69%		
	2016	23.5	16.40	70%		
	2015	22.7	15.80	70%		
	均值			69%	2.9%	5.8%
大悦城		营业收入	持有型物业收入	持有型物业收入占比		
	2019H1	182.7	19.35	11%		
	2018	141.2	31.30	22%		
	2017	140.42	27.87	20%		
	2016	180.25	26.34	15%		
	2015	135	26.34	20%		
均值			19%	0.8%	1.6%	2.4%
陆家嘴		营业收入	持有型物业收入	持有型物业收入占比		
	2019H1	81.89	17.97	22%		
	2018	126.39	31.89	25%		
	2017	93.24	30.49	33%		
	2016	128.07	27.00	21%		
	2015	56.31	19.50	35%		
均值			28%	1.2%	2.4%	3.6%
金融街		营业收入	出租物业收入	持有型物业收入占比		
	2019H1	95.18	15.05	16%		
	2018	211.13	32.19	15%		
	2017	255.19	30.76	12%		
	2016	198.52	25.37	13%		
	2015	155.65	21.05	14%		
均值			13%	0.6%	1.1%	1.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

3、空置率或短暂上升：零售物业空置率或将短暂上行

以一线城市零售地产为例，空置率北、广、深均处于低位（5%）附近，上海位于历史中值水平，受疫情影响以及整体经济的影响，行业的空置率或将短暂上行，但这是优质零售物业，对于大部分低能级城市或者高能级城市非核心商业地产，期空置率上行周期或将更长。但上行空间不会特别大，以 2008 年金融危机为例，大部分城市的空置率都在 8% 左右，并不比目前高多少。在整体中国经济转型的趋势中，消费越来越成为支撑力量，不存在大幅下滑的基础。

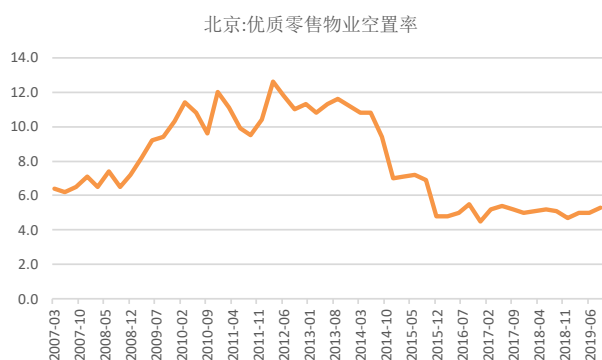
北京零售物业空置率在 07-10 年 9 月从 6% 单边上行至 12%，在 11 年-14 年 Q1 在 10%-12% 之间震荡，此后至 15 年 Q4 下降至 10 年低位 5% 附近维持震荡，此次疫情影响下，物业空置率或暂时出现上行。

上海零售物业空置率 2017 年之前 5%-10% 之间震荡，2017Q4 达到近年高点 12%，随后逐渐回落至 2018Q4 的 4%，2019 年以来反弹至 8%，受疫情影响或暂时出现上行。

广州零售物业空置率从 2007 年 17% 高位，下行至 2018Q2 的 8%，之后维持震荡，到 2015Q3 进一步下降至 4%，2015 年反弹至 10%，2016-2019Q3 重新降至 6%，受疫情影响或出现短暂回升。

深圳零售物业空置率从 2007 年-2009Q4 由 8% 升至 12%，随后在 2014 年升至 10%，之后逐渐下降至 2019Q3 的 4%，达到 10 年低位，受疫情影响或也将出现上行。

图 629：北京优质零售物业空置率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 630：上海优质零售物业空置率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 631：广州优质零售物业空置率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 632：深圳优质零售物业空置率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

10.3.4. 风险提示

地产政策大幅收紧，房屋价格大幅下跌，疫情防控不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com