东吴证券晨会纪要

2020 年 12 月 17 日

晨会编辑 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：意料之外，情理之中—12 月 15 日 MLF 超量续作点评

受货币政策边际收紧（预期）和银行长端资金供需矛盾影响，12 月之前 1 年期同业存单利率与 MLF 操作利率之间利差不断扩大。存单市场无疑是央行提高长端资金供给频率和规模的直接受益方，不过值得注意的是存单市场也存在分化：股份制银行存单发行利率下降明显，但城农商行则继续上行。原因或在于信用风险冲击下资金避险情绪浓厚，而城农商行更容易受到区域性风险的冲击。站在当前的时点，由于政策信号意义过强，央行进行降准操作的概率不大，MLF 等长端资金供给工具仍有空间：根据信用风险扩散的情况，央行仍有可能在每月 15 日之外进行额外的操作。

固收金工

固收点评：大秦转债：市场需求旺盛，核心技术助力腾飞——转债投资价值分析

大秦转债（113044.SH）于 12 月 14 开始网上申购，本次发行可转债拟募集资金不超过人民币 320.00 亿元（含 320.00 亿元）。大秦转债条款中规中矩，估计大秦转债的转股溢价率在 15%到 20%之间，估计大秦转债上市价格约 97 元到 111 元之间，建议积极申购。西煤东运服务企业，货物发送量增长迅速。煤炭行业供需波动，运营成本上升。营业收入额较稳定，净利润近年下行。考虑到供应链上端煤炭行业近些年的不景气，公司的原材料成本支出显著增加。风险提示：宏观经济波动风险，供应链上游传统行业发展受限风险。

行业

商业贸易行业点评：11 月社零数据发布，疫情后线下增速首次回正

线下零售持续恢复，继 9 月线下社零同比持平后，11 月线下增速在疫情后首次回正。随着近年来双 11 实质形态的转变，2020 年 11 月的线上增速为近年来的较低水平。我们认为未来电商的增长仍是社会消费的主要驱动力，但未来线上商家和品牌商对双 11 的态度可能会持续调整。建议关注：①消费反弹趋势明显的纺服、珠宝赛道优质标的波司登、周大生；②韧性强、国牌强势崛起的化妆品赛道优质标的华熙生物、珀莱雅、贝泰妮。

推荐个股及其他点评

长城汽车（601633）：打破合资技术垄断，助力混动产业突破

预计 2020-2022 年营业收入 1013.66/1375.97/1569.65 亿元，同比+5.4%/+35.7%/+14.1%，归母净利润 49.94/84.27/110.08 亿元，同比+11.0%/+68.7%/+30.6%，对应 PE 为 50.19/29.74/22.77。全面看多整车板块，首推燃油+纯电+混动技术布局全面的长城汽车，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评：意料之外，情理之中—12 月 15 日 MLF 超量续作点评

事件

12 月 15 日，人民银行开展 9500 亿元中期借贷便利（MLF）操作和 100 亿元逆回购操作，其中包含了对 12 月 7 日和 16 日两次 MLF 到期的续作（合计 6000 亿元）；投放利率均保持不变。

观点

MLF 投放创历史，资金期限继续拉长。12 月 15 日 9500 亿的 MLF 操作创下历史上最高投放量（图 1）。净投放方面，我们注意到 11 月 30 日的 MLF 投放有避免 12 月 7 日 MLF 到期造成流动性意外冲击的考虑，也将其归为 12 月的长端投放操作，经调整后 12 月 MLF 净投放量达到 5500 亿元，创年内新高（图 2）。不过结合央行短端逆回购操作自 10 月以来不断缩量，银行间市场流动性加权期限继续被拉长，货币政策边际趋紧、把好货币“总闸门“的基调并未改变。

更加注重防范信用债风险的冲击。央行在第三季度货币政策执行报告中明确指出“稳妥推进各项风险化解任务，坚决不让局部风险发展成系统性风险、区域性风险演化为全国性风险”。11 月中旬以来央行 MLF 操作频率和规模上升，除了应对年末跨年跨节资金需求以及明年年初监管逐步收紧（比如 GIBs 评分落地）外，信用风险的上升也是重要原因。近期部分地方国企违约引发信用债市场遭遇寒冬，11 月新增社融中企业债券融资同比少增 2468 亿，AA 级信用利差继续走阔（图 4）。由于非银机构多使用信用债作为融资抵押品，货币市场流行分层加剧、R007 与 DR007 的利差居高不下（图 5）。

存单市场受益，但影响分化。受货币政策边际收紧（预期）和银行长端资金供需矛盾影响，12 月之前 1 年期同业存单利率与 MLF 操作利率之间利差不断扩大。存单市场无疑是央行提高长端资金供给频率和规模的直接受益方，不过值得注意的是存单市场也存在分化：股份制银行存单发行利率下降明显，但城农商行则继续上行。原因或在于信用风险冲击下资金避险情绪浓厚，而城农商行更容易受到区域性风险的冲击。站在当前的时点，由于政策信号意义过强，央行进行降准操作的概率不大，MLF 等长端资金供给工具仍有空间：根据信用风险扩散的情况，央行仍有可能在每月 15 日之外进行额外的操作。

风险提示：监管政策影响超预期，信用风险超预期发酵

（证券分析师：陶川）

固收金工

固收点评：大秦转债：市场需求旺盛，核心技术助力腾飞——转债投资价值分析

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件

大秦转债（113044.SH）于 12 月 14 开始网上申购：本次发行可转债拟募集资金不超过人民币 320.00 亿元（含 320.00 亿元），在扣除相关发行费用后拟用于收购中国铁路太原局集团有限公司国有授权经营土地使用权和收购中国铁路太原局集团有限公司持有的太原铁路枢纽西南环线有限责任公司 51%股权项目。

大秦转债条款中规中矩；上市价格预计在 97-111 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 AAA/AAA，股价为 7.66 元/股。下修条款为“20/30、85”，有条件赎回为“15/30、130”，有条件回售为“30、70”，条款中规中矩。以 6 年 AAA 中债企业债到期收益率 4.03%（12/11）计算，纯债价值为 90.35 元，债底保护性较弱。按照 12 月 11 日大秦铁路的收盘价为 6.77 元，转换平价为 88.38 元，平价溢价率 13.15%。根据 2020 年 12 月 11 日大秦铁路的收盘价 6.77 元计算，初始转换平价为 88.38 元。综合考虑公司基本面、信用评级以及可比转债转股溢价率情况，我们估计大秦转债的转股溢价率在 15%到 20%之间。根据相对价值法估计大秦转债上市价格约 97 元到 111 元之间，建议积极申购。

观点

西煤东运服务企业，货物发送量增长迅速。公司是全国承担“西煤东运”任务的重要煤炭铁路运输企业之一，居于重要地位，货物发送量持续增长，整体盈利能力很强，债务负担轻。公司主营晋蒙陕等省区铁路客、货运输业务，同时向国内其他铁路运输企业提供服务。公司运输的货品以动力煤为主，客运业务，担当开行以太原、大同等为始发终到的旅客列车，通达全国大部分省市、自治区。大秦线是国内西煤东运的核心货运通道，产能利用率高。

煤炭行业供需波动，运营成本上升。公司经营煤炭运输主要货源地为晋、蒙、陕等“三西”地区，属于我国最重要的煤炭生产地。虽然上述区域煤炭储量丰富，但上游煤炭企业的生产能力、煤炭开采情况、安全经营状况、对铁路煤炭运能源、原材料费用和人工成本是铁路运输生产的主要成本，其中消耗的能源主要为电力及燃油，消耗的原材料主要为钢材。近年来，随着国内外经济形势的变化，燃料和钢材的价格有较大的波动，人工成本亦呈逐年上升的趋势。输的需求下降或自建铁路运输等因素仍然对公司的货运业务总量产生较大制约作用。

营业收入额较稳定，净利润近年下行。报告期内（2015-2020），主营业务收入占营业收入的比例超 95%，主营业务突出。报告期内（2015-2020），2018 年公司营业收入较 2017 年增幅达 35.45%，主要原因为：（1）受煤炭市场回暖等因素影响，2018 年货物发送量、货物运输量等指标显著增加；（2）公司自 2018 年 1 月 1 日起执行新货运清算办法，由承运企业取得全程货物运费进款，导致货运收入有所增长。2019 年，公司营业收入规模较 2018 年略有增长。受新冠肺炎疫情影响，2020 年上半年公司客、货运发送量下降，导致营业收入有所下降。今年受疫情影响，货运、客运量下降拖累了业绩。三季度国内宏观经济逐步修复，电厂补库、冬储拉运，煤炭需求增长，转债发行的资金用于收购土地使用权，降低运营成本，预计公司业绩将进一步改善。与营业收入相反的是，近三年来公司净利润呈现出下滑趋势，考虑到供应链上端煤炭行业近些年的不景气，公司的原材料成本支出显著增加。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：宏观经济波动风险，供应链上游传统行业发展受限风险。

（证券分析师：李勇）

行业

商业贸易行业点评：11 月社零数据发布，疫情后线下增速首次回正

投资要点

11 月我国社零总额同比+5.0%，疫情后线下社零增速首次回正：2020 年 11 月，社会消费品零售总额 3.95 万亿元，同比+5.0%。其中，网上商品零售额 1.22 万亿元，同比+12.1%；推算线下社会消费品零售额 2.73 万亿元，同比+0.4%。2020 年初至 11 月，社会消费品零售总额 35.14 万亿，同比-4.8%。网上商品零售 8.78 万亿，同比+15.7%，网上占比为 25%。推算线下社零总额为 26.36 万亿，同比-11.2%。

分品类看：可选消费品表现亮眼，消费反弹持续；化妆品类达近 3 年来单月增速最高值。①11 月限额以上服装鞋帽纺织品类同比+4.6%，年底冬装消费持续高增；②化妆品类同比+32.3%，这是近 3 年来单月增速的最高值，我们认为这主要归功于双 11 期间线上化妆品消费持续火热；③金银珠宝类同比+24.8%，反弹持续；④通讯器材同比+43.6%，部分原因是今年 iPhone12 发售时间推迟至 10 月中下旬及 11 月上旬。⑤其他品类：粮油食品同比+7.7%；饮料类同比 21.6%；烟酒类同比+11.4%；日用品类同比+8.1%；家电和音像器材同比+5.1%；办公用品同比+11.2%；汽车类同比+11.8%；家具类同比-2.2%。

从消费类型来看：商品零售增速环比提升，向常态增长恢复。11 月商品零售额为 3.45 万亿元，同比+5.8%，增速环比 10 月增长 1.0pct；餐饮业收入 4980 亿元，同比-0.6%。1-11 月，商品零售 31.68 万亿元，同比-3.0%；餐饮业收入 3.46 亿元，同比-18.6%。

11 月线上增速放缓，预示着“双 11”的实质形态已从“拉动增长”变为“聚集销售”。2014 年前，“双 11”通过巨大的让利将线下消费者吸引至线上，拉动电商行业的增长；2014 之后，线上消费者将消费提前或延后至“双 11”，其作用变为聚集消费，增速也愈发趋近于全年增速。品牌在“双 11”活动中可能陷入“赚名不赚利”的情况，未来品牌方对双 11 的态度和策略，可能会出现持续的调整。

投资建议：线下零售持续恢复，继 9 月线下社零同比持平后，11 月线下增速在疫情后首次回正。随着近年来双 11 实质形态的转变，2020 年 11 月的线上增速为近年来的较低水平。我们认为未来电商的增长仍是社会消费的主要驱动力，但未来线上商家和品牌商对双 11 的态度可能会持续调整。建议关注：①消费反弹趋势明显的纺服、珠宝赛道优质标的波司登、周大生等；②韧性强、国牌强势崛起的化妆品赛道优质标的华熙生物、珀莱雅、贝泰妮等。

风险提示：疫情复发、消费行业竞争加剧等

（证券分析师：吴劲草）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

推荐个股及其他点评

长城汽车（601633）：打破合资技术垄断，助力混动产业突破

投资要点

事件要点：2020 年 12 月 15 日，长城汽车在保定哈弗技术中心全球首发“柠檬混动 DHT”技术，通过高度集成、高效能的双电机混联混动技术，实现全速域、全场景下的经济性和动力性的完美平衡，打破合资品牌技术垄断。以“1-2-3”动力组合的前瞻性技术组合理念，搭建多样化动力组合，突破产品矩阵天花板，积极践行国家发展新能源战略。

打破合资品牌技术垄断，实现自主创新突破。混动市场目前主流方案代表为 1）日产 e-power 串联架构；2）本田 i-MMD 串并联混合架构；3）丰田 THS 动力分流架构。“柠檬混动 DHT”是由长城汽车完全独立自主设计、研发，具备完全自主知识产权的全新架构，打破了合资品牌在该领域的技术垄断，实现了自主品牌创新的突破，是自主崛起的重要力量。

全场景覆盖带来更佳体验，“1-2-3”混动组合满足多元化要求。“柠檬 DHT”系统采用一个双电机混联拓扑结构，拥有纯电、混联、串联、能量回收等多种工作模式，实现了城市/郊区/高速工况的全场景覆盖，并以该系统为基础，构建 HEV 和 PHEV 两种动力架构以及三套动力总成，对应不同级别产品，满足用户的多元化选择。

三高一低技术路线，经济性及动力性全面占优。“柠檬 DHT”技术路线满足 1）高效率，系统最高效率达到 50%；2）高集成度，优于传统方案的“七合一”小型高效动力系统；3）高续航，PHEV 车型搭载全球最大动力电池，续航里程达到 200km；4）低油耗，城市工况下可以做到 5L/100km。全新双电机拓扑架构的经济性和动力性能测试结果均优于市场主流的串联、串并联及动力分流架构。

契合行业技术方向，完善自身产品能源布局。长城以哈弗+长城炮主攻传统能源 SUV 和皮卡市场，以欧拉+光束 mini（宝马合资）提前布局纯电市场。近期发布的《新能源汽车技术路线图 2.0》强调“扩大混动市场”，混动作为传统燃油车向电动化转型必经之路，兼具前期开发成本低+车企转型压力小+能源环境友好三大特征，长城以自研混动技术突破产品矩阵天花板，未来混动车型量产后有望拓宽产品覆盖面，完善能源布局，多线驱动自身销量提升。

投资建议：预计 2020-2022 年营业收入 1013.66/1375.97/1569.65 亿元，同比+5.4%/+35.7%/+14.1%，归母净利润 49.94/84.27/110.08 亿元，同比+11.0%/+68.7%/+30.6%，对应 PE 为 50.19/29.74/22.77。全面看多整车板块，首推燃油+纯电+混动技术布局全面的长城汽车，维持“买入”评级。

风险提示：乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期.

（证券分析师：黄细里）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn