东吴证券晨会纪要

2020 年 11 月 11 日

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

宏观策略

策略周评：东吴策略·市场温度计-流动性小幅改善

机构行为：外资上周大幅流入，偏好银行、非银、电子、电力设备、食品饮料和房地产等行业。公募基金抱团减弱，风格偏向以消费为代表的价值板块。

股市流动性：最近一周 A 股资金净流入 594 亿元，上周净流入 109 亿元，净流入主要是由公募基金发行、外资净流入和融资买入额所贡献的。

头尾部对比：从绝对股价和市盈率来看尾部跑赢头部股票。从净利润同比增速角度来看头部跑赢尾部股票。

情绪及估值：所有板块融资买入额、杠杆率和换手率都出现较大幅度的增长；主要板块的市盈率均有所上升，大多维持在历史高位；行业间的分化较上周大幅减少。

固收金工

固收周报：大选靴子落地，全球债市首现净流出——股债资金流向双周报（2020 年第 7 期）

全球股债市场资金流向概述：近两周内（10 月 24 日-11 月 07 日），全球债券市场资金仍然维持净流入态势，但出现了流入量缓慢下滑趋势；股票市场整体维持大幅净流入，但近期呈现出了缩量态势，我们认为这主要系美国就业、通胀数据出现小幅回升和财政刺激计划的乐观预期带动投资者情绪高涨，而全国疫情的反复却导致避险情绪严重所致；疫苗进展顺利，但部分国家出现意外；即使经济复苏局面整体仍尚不明朗，各国货币政策逆周期倾向仍未消除的趋向等一系列因素带动全球避险情绪较快速下降。

风险提示：（1）疫情持续时间超预期；（2）逆全球化超预期；（3）民粹反弹超预期。

行业

机械设备行业：10 月挖机销量同比+61%，Q4 旺季可期

10 月挖机销量同比+60.5%，海外市场复苏强劲

2020 年 10 月挖机销量 27331 台，同比+60.5%，延续销售强增长态势。10 月国内 23892 台，同比+60.7%；出口 3439 台，同比+59.4%，海外市场复苏强劲。2020 年 1-10 月合计销售 263839 台，同比+34.5%，延续全年持续回升态势。其中国内 236712 台，同比+35.5%；出口 27127 台，同比+25.9%，在总销量中占比 11.5%，与出口增速同步回升，10 月以来海外出口复苏态势良好。

推荐个股及其他点评

先导智能（300450）：中标宁德时代 32 亿大订单，战投入主充分释放订单弹性

事件：先导智能于 11 月 10 日晚发布公告称，自 2020 年 9 月 21 日至该公告披露日，先导智能及子公司泰坦累计中标宁德时代及其控股子公司 32.28 亿元订单。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 7.04/10.85/14.76 亿，对应当前股价 PE85/55/41 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源车销量低于预期，下游投资扩产情况低于预期；盈利能力改善低于预期。

环旭电子（601231）：10 月营收亮眼，消费电子及通讯业务助力高成长

事件：公司于 2020 年 11 月 10 日发布 2020 年 10 月营业收入简报，公司 2020 年 10 月合并营业收入为 59.73 亿元，同比增加 57.94%，环比增加 17.23%。公司 2020 年 1 至 10 月合并营业收入为 354.51 亿元，同比增加 19.15%。

万里扬（002434）：10 月出货量继续增加，CVT+G 表现靓丽

我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 7.50/9.50/12.12 亿元，同比+87.4%/+26.7%/+27.5%，对应 EPS 为 0.56/0.71/0.90 元，对应 PE 为 17.63/13.92/10.92 倍。维持“买入”评级。

宏观策略

策略周评：东吴策略·市场温度计-流动性小幅改善

机构行为：外资上周大幅流入，偏好银行、非银、电子、电力设备、食品饮料和房地产等行业。公募基金抱团减弱，风格偏向以消费为代表的价值板块。

股市流动性：最近一周 A 股资金净流入 594 亿元，上周净流入 109 亿元，净流入主要是由公募基金发行、外资净流入和融资买入额所贡献的。

头尾部对比：从绝对股价和市盈率来看尾部跑赢头部股票。从净利润同比增速角度来看头部跑赢尾部股票。

情绪及估值：所有板块融资买入额、杠杆率和换手率都出现较大幅度的增长；主要板块的市盈率均有所上升，大多维持在历史高位；行业间的分化较上周大幅减少。

风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考；疫情二次爆发造成企业业绩不及预期；通胀上行超预期。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收周报：大选靴子落地，全球债市首现净流出——股债资金流向双周报（2020 年第 7 期）

全球股债市场资金流向概述：近两周内（10 月 24 日-11 月 07 日），全球债券市场资金仍然维持净流入态势，但出现了流入量缓慢下滑趋势；股票市场整体维持大幅净流入，但近期呈现出了缩量态势，我们认为这主要系美国就业、通胀数据出现小幅回升和财政刺激计划的乐观预期带动投资者情绪高涨，而全国疫情的反复却导致避险情绪严重所致；疫苗进展顺利，但部分国家出现意外；即使经济复苏局面整体仍尚不明朗，各国货币政策逆周期倾向仍未消除的趋向等一系列因素带动全球避险情绪较快速下降。尽管市场对美国财政刺激政策产生了乐观预期，但是第二波疫情再现和美国经济数据边际放缓等一系列因素表明，全球经济发展前景再度出现一系列不确定性因素使得，近期投资者情绪转换极端。

全球债市整体资金流向：全球债市本周出现流出 129.72 亿美元的规模，为 2020 年 3 月以来首次。目前来看，本轮资金流入出于近期美国大选相关性较强：美国大选结束后，美国政策方向落地，不确定性走低，带动 VIX 期货曲线整体走低，避险情绪有所回落。结合美联储货币政策委员会成员近期发言，美国将会更加倚重采取更有利的货币政策，给美国当前走弱的实体经济注入了一针强心剂。

全球股市整体资金流向：本周美股股市再度上涨，一别前期的震荡形势，权益市场的资金流向分化可能和如下情况有关：（1）美国大选落地，不确定性降低，显示为 VIX 指数期货期限曲线整体下行，带动投资者信心走强；（2）美国财政刺激法案将不会成为美国大选中的筹码，短期来看，刺激法案推出进程将会进一步加速。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

发达、新兴经济体股债市场资金流向概览：从股市看，近两周内，新兴市场国家股票市场资金 10 月第二周和第三周录得大幅净流入。发达国家股票市场资金近两周资金流出入波动巨大，总体流入速度放缓。从债市看，近两周，发达国家及新兴市场国家的债券市场资金均呈现出大幅净流入，新兴市场避险情绪居高不下。

全球各主要经济体股债市场资金流向概览：从全球股债市场资金流向可以看出，投资者的情绪分化，以及偏好分化较大。目前，中国、日本、中国香港为代表的亚洲国家获得了重大青睐，而欧洲由于二次疫情的阴霾的笼罩，投资者缓慢“用脚投票”。目前仅有中国成功控制新冠病毒，经济恢复良好，经济基本面异常强劲，使得中国经济和金融市场成为了全球经济舞台下的“主角”，展望中长期来看，对疫情有力的控制可以使得中国民众恐惧情绪减少，经济运行摩擦成本降低。对比海外的情况，人民币计价资产将会变得更加有吸引力。这吸引了大量的资管机构投资中国的国债市场和权益市场。

风险提示：（1）疫情持续时间超预期；（2）逆全球化超预期；（3）民粹反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

机械设备行业：10 月挖机销量同比+61%，Q4 旺季可期

投资要点

10 月挖机销量同比+60.5%，海外市场复苏强劲

2020 年 10 月挖机销量 27331 台，同比+60.5%，延续销售强增长态势。10 月国内 23892 台，同比+60.7%；出口 3439 台，同比+59.4%，海外市场复苏强劲。2020 年 1-10 月合计销售 263839 台，同比+34.5%，延续全年持续回升态势。其中国内 236712 台，同比+35.5%；出口 27127 台，同比+25.9%，在总销量中占比 11.5%，与出口增速同步回升，10 月以来海外出口复苏态势良好。

中挖继续引领行业增长，龙头品牌集中趋势延续

国内市场分吨位来看：10 月小挖(0-18.5t)销量 14,340 台，同比+53.3%；中挖(18.5-28.5t)销量 6,476 台，同比+96.7%；大挖(>28.5t)销量 3,076 台，同比+38.5%。10 月国内小挖/中挖/大挖销量占比分别 60.0%/27.1%/12.9%，同比-3.0pct/+5.1pct/-2.1pct。伴随着大型基建及地产项目开工，Q2 以来中大挖增速持续回升。

龙头厂商引领行业增长，份额持续提升。10 月国产龙头挖机单月同比增长接近翻倍，单月市占率高达 31%创历史新高，累计同比+41%，累计市占率 27%。国产第二名单月同比+76%，累计市占率 16%；海外龙头单月同比+27%，累计市占率 11%。

工程机械下游需求强劲，Q4 旺季可期

11 月挖机同期基数扩大至 1.9 万台，而上游核心零部件厂商排产同比+26%、环比正增长，下游需求旺盛依旧。展望四季度，年底国四法规切换，海外出口逐步回暖，融资环境改善及基建地产投资增速上升，疫情

请务必阅读正文之后的免责声明部分

影响下旺季后移，我们预计工程机械整体需求依然强劲。

投资建议

重点推荐【三一重工】：数字智能化+国际化持续带来业绩弹性，全球竞争力逐步体现带来估值溢价，看好公司戴维斯双击的机会。【中联重科】起重机+混凝土机龙头，预计未来三年业绩 CAGR 达 26%，估值存在修复空间。【恒立液压】国内液压行业龙头，海外拓展+泵阀全面放量，增长可期。

风险提示：宏观经济下行风险；行业竞争加剧导致利润率下滑；全球贸易争端加剧。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

推荐个股及其他点评

先导智能（300450）：中标宁德时代 32 亿大订单，战投入主充分释放订单弹性

事件：先导智能于 11 月 10 日晚发布公告称，自 2020 年 9 月 21 日至该公告披露日，先导智能及子公司泰坦累计中标宁德时代及其控股子公司 32.28 亿元订单。

投资要点

短期：CATL32 亿大订单落地，21 年业绩驱动力充沛

先导此次中标符合我们预期：10 月赢合科技公告中标 CATL14 亿大订单（前段设备为主），我们就预计 CATL 新一轮招标已开启。由于电池厂一般按照前、中、后段的顺序采购设备，因此先导于年底前中标 CATL 大订单符合预期。

本次中标金额为 32 亿元，约占先导 2019 年营收的 69%。我们预计先导 2020H1 新签订单超 35 亿，加上此次中标 CATL 的 32 亿，总共已超过 67 亿元，我们预计先导 2020 全年新签订单或达 80 亿元以上，短期业绩增长动力充沛。

中期：与全球电池龙头深度绑定，高度受益 CATL 大规模扩产

9 月先导公告 25 亿元定增，CATL 认购此次发行的全部股份，发行完成后，CATL 持股比例为 7.3%，成为先导长期的战略投资者。CATL 是先导的第一大客户，先导是 CATL 最大的设备供应商，通过战略投资，双方业务绑定将会进一步加深。

根据我们的统计，未来几年 CATL 新增产能有望达 244GWh，对应设备投资超 600 亿元，我们预计先导将从两方面充分受益 CATL 未来几年的大规模扩产。（1）订单：先导获得 CATL 长期稳定的订单的确定性增强；（2）盈利能力：过去市场普遍认为 CATL 会要求以先导为代表的设备商逐年降本，但我们认为二者长期合作后，CATL 将会给予战略设备商一个稳定合理的盈利水平，促进设备商良性发展，更专注研发新产品更好服务 CATL 的前沿技术。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

长期看：身处蓝海行业，先导与 CATL 强强联合共赢黄金时代

2025 年大众、奔驰等巨头计划达到 15-25%电动化率目标，引领全球电动化趋势。根据各主机厂的规划数据，我们预计至 2025 年全球电动车将突破 1640 万辆，电动化率达到 12.2%；至 2030 年达 3800 万辆，电动化率有望突破 27.5%，全球电动化趋势将势不可挡。电动车行业在未来 5 年将开启 8-10 倍增长，CAGR 达 35-39%，成为未来几年少数高速成长的万亿级别行业。设备环节成为电动车产业链中最早兑现的环节：未来几年电池供需缺口较大，尤其高端产能严重不足，电池将进入扩产高峰。

通过和 CATL 的深度绑定，先导有望在高端产能不足、市场加速整合的背景下引领行业。（1）技术领先：二者通过加深技术合作实现产品的技术升级，引领电池行业的前沿发展。（2）资源优化：CATL 的全球优质资源助力先导加快实现战略转型升级。CATL 拥有全球范围内新能源汽车的行业资源，与先导的全球化发展方向高度吻合，未来双方将加强在全球范围内的资源协调，为先导的全球业务拓展提供战略支撑和商务协同。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 7.04/10.85/14.76 亿，对应当前股价 PE85/55/41 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源车销量低于预期，下游投资扩产情况低于预期；盈利能力改善低于预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

环旭电子（601231）：10 月营收亮眼，消费电子及通讯业务助力高成长

事件：公司于 2020 年 11 月 10 日发布 2020 年 10 月营业收入简报，公司 2020 年 10 月合并营业收入为 59.73 亿元，同比增加 57.94%，环比增加 17.23%。公司 2020 年 1 至 10 月合并营业收入为 354.51 亿元，同比增加 19.15%。

投资要点

10 月营收大幅增长：公司 2020 年 10 月营收同比实现大幅增长，主要是消费电子增幅大，由于 A 客户新机发布延期，同时新款机型在美国等部分国家支持 mmWave，所以 10 月 AiP 开始起量并有一定贡献，同时手表和耳机出货量亦有不错增长。此外，通讯类 Wifi 模组业务也有较大贡献。

SiP 紧跟大客户，AiP 业务开始放量：公司是 SiP 微小化技术领导者。借助日月光集团的力量，“微小化”产品的设计制造能力已经是公司与竞争者拉开差距的利器。SiP 是公司未来发展的重心，公司 SiP 业务有望充分受益于 A 客户产品出货量提升，同时在 Wifi 模组、手表、耳机等产品中的份额，公司将有望继续保持竞争优势。此外，随着 5G 网络建设逐步完善，未来将可能有更多国家逐渐支持 mmWave，公司 AiP 在 Q4 已经起量，未来有望实现新突破。

内生发展+外延并购双驱动，non-SiP 业务潜力大：在 non-SiP 领域，公司目前拥有电脑及存储、工业和汽车电子三大类业务，随着疫情影响逐步减弱，经济逐步恢复，公司 non-SiP 原有业务将恢复至常态。此外，公司在内生发展的同时，也积极通过外延并购扩大业务版图，未来随着并购飞旭集团相关事宜逐步落地，公司将加快 OEM 业务成长，non-SiP 将有望进一步高成长。

盈利预测与投资评级：随着 5G 网络逐步完善，公司依托 SiP 等核心电子

请务必阅读正文之后的免责声明部分

制造技术，切入 A 客户等世界知名厂商供应链，有望获得充足订单，同时将通过外延并购加快 OEM 业务成长。我们预计 2020/2021/2022 年公司营收分别为 443.85/538.91/634.39 亿元，同比增速分别为 19.3%/21.4%/17.7%；2020/2021/2022 年归母净利润分别 15.73/20.23/23.69 亿元，同比增速分别为 24.6%/28.6%/17.1%，实现 EPS 分别为 0.72/0.93/1.09 元，当前股价对应 PE 分别为 32/25/21 倍。我们看好公司迎来业绩高增长，维持“买入”评级。

风险提示：客户集中度较高；行业竞争加剧；技术升级不及预期。

（证券分析师：王平阳　证券分析师：王少南）

万里扬（002434）：10 月出货量继续增加，CVT+G 表现靓丽

投资要点

公告要点：

2020 年 10 月变速器总销量 147511 台，同比+1.33%。商用车变速器销量 65610 台，同比+4.30%，其中 G 系列高端变速器销量 29915 台，同比+30.93%。乘用车变速器销量 81881 台，同比+3.97%，其中 CVT 变速器销量 46418 台，同比+34.69%。新能源汽车驱动总成销量为 20 台。

10 月出货量同比继续收窄，CVT+G 系列表现靓丽。10 月狭义乘用车产量实现 202.9 万辆，同比+6.6%；批发销量实现 207.2 万辆，同比+8.7%，符合预期。疫情影响逐步减弱+中央/地方刺激政策+汽车消费旺季来临+车展刺激四大因素影响下，乘用车产批向好。10 月出货量同比有所收窄核心原因为去年同期基数较高。CVT+G 系列同比依然保持领先。

公司是自主变速器优秀企业。内生+外延双管齐下，从商用车变速器—乘用车手动变速器—乘用车 CVT 自动变速器，万里扬不断拓展变速器产品线。早期专注于商用车（轻卡、中卡、重卡）的变速器研发，2015 年 6 月收购吉利汽车的乘用车手动变速器资产，于 2016 年 5 月，以 26 亿元的交易价格收购奇瑞变速器 100%股权，获得奇瑞 CVT 自动变速器技术。商用车变速器是公司传统拳头产品，营收规模从一直稳定在 11 亿元以上，而轿车手动变速器目前已经稳定在 8-10 亿元，乘用车 CVT 自动变速器业务成为公司 2017 年以来核心增长点。

CVT 格局生变，万里扬综合实力逐步增强。“加特可+万里扬+邦奇”是国内主要独立第三方 CVT 供应商。加特可目前只配套于日系品牌。邦奇是目前自主品牌 CVT 变速箱主要配套商。万里扬是国内自主 CVT 供应商之一，主要配套奇瑞等。未来国内自主品牌 CVT 变速器格局核心看万里扬与邦奇之间的竞争。受股东方影响及自身研发和服务能力响应国内客户较慢，邦奇下游配套综合能力有所拖累，而相比之下，万里扬综合实力逐步增强。

2020-2021 年公司业绩有望迎来反转。1）CVT 配套吉利渐入收获期，将成为业绩最大的弹性点。根据公告目前已经配套吉利五款车型：远景 X3+远景 SUV+帝豪 GL+帝豪 GS+缤瑞，2020-2021 年将是核心上量阶段。2）随着自主品牌渗透率提升，乘用车手动变速器稳步发展。3）受益国六升级，商用车 G 系列有望迎来量价齐升。4）前期亏损的内饰业务已经完成剥离。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 7.50/9.50/12.12 亿元，同比+87.4%/+26.7%/+27.5%，对应 EPS 为 0.56/0.71/0.90 元，对应 PE 为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

17.63/13.92/10.92 倍。维持“买入”评级。

风险提示：乘用车需求复苏低于预期；CVT 格局出现新进入者。

（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