东吴证券晨会纪要

2020 年 09 月 26 日

晨会编辑 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

宏观策略

策略点评：历史上美国大选对证券市场的影响

最近四次电视辩论到选举日期间，证券市场日波动与支持率每日变动高度相关；

从选举日到总统交接日期间，党派更替或民主共和两党当选对证券市场产生影响；

研究机构普遍预期，新冠疫情蔓延下，邮寄选票的比例会大幅增加，选举结果或延迟知晓。

固收金工

固收点评：东缆转债：海缆系统领域龙头，技术优势助力腾飞

东缆转债（113603.SH）于 9 月 24 日开始网上申购：总发行规模为 8.00 亿元，所募集资金将用于“高端海洋能源装备系统应用示范项目”建设以及补充流动资金。东缆转债条款中规中矩；上市价格预计在 112-126 元之间，建议投资者积极参与。陆缆海缆系统全线覆盖，已成海缆系统高端龙头。近年营收净利迅猛攀升，疫情之下仍逆势增长。20 年上半年毛利率和净利率跃升至 29.53%和 17.21%。ROE 水平远超海缆领域同业公司。海上风电市场空间可观，海缆系统安装需求旺盛。2020 年上半年全球海上风电新增装机量达 2.5GW，其中国内装机量达 1.06GW，全球正在建设的海上风电装机容量超过 8GW，其中 57%在中国。

行业

汽车行业深度报告：软件定义汽车，应用层功能是试金石

受益四类标的：1）AI 芯片供应商；2）广义操作系统供应商：受益通过深度绑定英伟达的【德赛西威】（智能座舱+域控制器+ADAS 算法+传感器）+华为汽车产业链【华阳集团】（智能座舱+自动驾驶），高通+华为产业链【中科创达】（BSP+中间件），以及低估值标的【均胜电子】；3）核心软件算法供应商/车企：受益转型科技/出行服务的传统车企+互联网背景的造车新势力；4）其他：受益工具链（仿真、测试）+车路协同设备【中国汽研】+高精地图【四维图新】+传感器供应商。

推荐个股及其他点评

华新水泥（600801）：百年华新，深蹲起跳

盈利预测与投资评级：假设行业的供求关系的维持相对平衡，价格稳定，公司水泥熟料产能利用率的提高，我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 330.06 亿元、362.67 亿元、398.78 亿元，同比增长 5.0%、9.9%、10.0%；实现归母净利润分别为 69.23 亿元、85.01 亿元、82.18 亿元，同比增长 9.2%、22.8%、-3.3%，对应 PE 分别为 7.65 倍、6.23 倍、6.45 倍。PE 水平低于行业可比公司均值，作为水泥行业龙头之一，鉴于公司骨料业务增长，及全球布局产能扩张的潜在成长性，首次覆盖给予公司“买入”评级。

宏观策略

策略点评：历史上美国大选对证券市场的影响

事件

2020 年第一场总统辩论将于 9 月 29 日在印第安纳州圣母大学举行。11 月 3 日是 2020 年总统选举日，12 月 14 日是选举人团投票日。我们预计美国证券市场即将反应。

观点

最近四次电视辩论到选举日期间，证券市场日波动与支持率每日变动高度相关：

每日凌晨公布的大选支持率数据对当日股票市场产生较大影响，统计结果显示：执政党支持率超出在野党支持率每扩大 1%，四大股指（S&P500,Nasdaq,Russell3000,DowJones）当日平均上涨 1%。共和党支持率超出民主党支持率每扩大 1%，四大指数当日平均上涨 0.8%。

债券市场也受到类似影响，尽管幅度较小：执政党支持率超出在野党支持率每扩大 1%，十年期国债收益率提升 0.014%（显著性极高，P<1%）。

从选举日到总统交接日期间，证券市场产生反应如下：

我们发现相比党派更替，执政党连任更有利于股市上涨。例如，执政党连任时，道琼斯指数 79%的时间上涨；党派更替时，道琼斯指数 40%的时间上涨。党派连任相比党派更替，四大股指的平均回报率高出 6.1%。

我们发现共和党比民主党上台更利于股市上涨。历史上，共和党上台相比民主党上台，道琼斯指数的平均回报率高出 6.2%。

债券市场呈现一致规律，执政党连任，债券收益率上行。执政党连任时，十年期国债收益率 86%的时间抬升；党派更替时，十年期国债收益率 29%的时间抬升。党派连任相比党派更替，十年期国债收益率的平均回报率高出 4.5%。

研究机构普遍预期，新冠疫情蔓延下，邮寄选票的比例会大幅增加，选举结果或延迟知晓。2016 年美国有 20%的人选择邮寄投票，今年可能增至 39%；收集邮寄选票的截止日期由各州确定，可晚于大选日，最晚的华盛顿州是 11 月 23 日。相比现场投票，邮寄投票所需的计票流程更复杂，时间更久。因此，今届大选结果或要到 12 月初才见分晓。

风险提示：历史不一定重演；邮政投票存在延迟和造假可能性；特朗普与拜登若不承认选举结果，可能转向寻求法律裁决

（证券分析师：陈李）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固收金工

固收点评：东缆转债：海缆系统领域龙头，技术优势助力腾飞

事件

东缆转债（113603.SH）于 9 月 24 日开始网上申购：总发行规模为 8.00 亿元，所募集资金扣除相关发行费用的资金净额后将用于“高端海洋能源装备系统应用示范项目”建设，以及补充流动资金。

东缆转债条款中规中矩；上市价格预计在 112-126 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 AA/AA，初始转股价为 23.88 元/股。下修条款为“15/30、85”，有条件赎回为“15/30、130”，有条件回售为“30，70”，到期赎回价为面值 110%，条款中规中矩。以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.7133%（09/21）计算，纯债价值为 87.73 元，债底保护性一般。按照 9 月 21 日东方电缆的收盘价为 24.13 元，转换平价为 101.05 元。参考相似转债，我们预计东缆转债转股溢价率为 15%-20%左右，继而根据相对价值法估计上市价格在 112-126 元之间，建议投资者积极参与。

观点

陆缆海缆系统全线覆盖，已成海缆系统高端龙头。东方电缆于 1998 年在浙江省宁波市成立，于 2014 年上市。公司现覆盖陆缆系统、海缆系统、海洋工程三大产品领域，拥有 500kV 及以下交流海缆、陆缆，±535kV 及以下直流海缆、陆缆的系统研发生产能力，同时提供海洋工程用线缆的客户定制化服务（如：海洋脐带缆等）。从 19 年营收来看，陆缆系统和海缆系统为公司两大支柱业务，海缆系统因其高毛利率水平（19 年毛利率水平达 44.77%），在所有产品中毛利占比超 7 成，成为为主要盈利来源。

近年营收净利迅猛攀升，疫情之下仍逆势增长。东方电缆近年涨势可观，16 至 19 年营收累计复合增长率为 28.48%。2018 年公司对电缆业务进行整合，大力发展海缆板块业务，海缆产品的产销量显著提升，源于海缆产品技术含量较高，并且其中附加值高的高端海缆产品占比提升，致使 18 年以来净利润呈倍数爆发增长。18、19 年归母净利润分别为 1.71 亿元和 4.52 亿元，同比增长高达 241.55%和 163.74%。2020 年上半年虽受疫情影响，但海上风电装机空间巨大，公司作为海缆龙头乘行业东风，营收和归母净利润分别实现同比增长 42.4%和 102.75%，大超市场预期。

行业壁垒打造盈利空间，技术优势彰显盈利能力。海缆对生产设备要求较高，生产技术壁垒较高，公司从海外进口先进生产设备，并自主研发多项核心技术。目前公司拥有国内最高端的海底电缆和海洋脐带缆生产基地，是国内唯一掌握海洋脐带缆技术的企业。行业壁垒和技术优势促使其利润率水平大幅提高，20 年上半年毛利率和净利率已经跃升至 29.53%和 17.21%。海缆行业主要竞争对手为亨通光电和中天科技，中天科技和东方电缆为行业龙头，近两年东方电缆的 ROE 水平已经跃居前列，且远超海缆领域同业公司。

海上风电市场空间可观，海缆系统安装需求旺盛。根据世界海上风电论坛组织统计，11 年以来全球海上风电装机量稳步攀升，19 年达 29.84GW。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

根据 IRENA 预测，到 2050 年全球风电装机规模将达到 600GW，其中海上风电约为 100GW。全球海上风电市场空间巨大。疫情未阻海上风电增势，中国跃居市场领先者行列。2020 年上半年全球海上风电新增装机量达 2.5GW，其中国内装机量达 1.06GW，全球正在建设的海上风电装机容量超过 8GW，其中 57%在中国，中国已然跃居市场领先者之列。优质赛道上的优秀车手，有望乘行业东风扶摇而上。

风险提示：宏观经济波动风险，政策调整风险、市场竞争加剧。

（证券分析师：李勇）

行业

汽车行业深度报告：软件定义汽车，应用层功能是试金石

投资要点

算法软件实现汽车功能差异化，应用层功能直接影响驾驶体验。在智能网联汽车产业大变革下，软件定义汽车理念已成为共识。传统汽车采用的分布式 E/E 架构因计算能力不足、通讯带宽不足、不便于软件升级等瓶颈，不能满足现阶段汽车发展的需求，E/E 架构升级已成为智能网联汽车发展的关键。E/E 架构升级包括硬件、软件、通信架构三大升级，（由下至上）芯片+操作系统+中间件+应用算法软件+数据构建核心技术闭环，算法软件直接影响 ADAS 系统可靠性、准确度的表现，从而影响汽车产品功能体验。因此，算法软件工程集成化的应用层功能则是产品竞争力的试金石。

感知、决策、控制三大类算法，参与玩家不尽相同。算法系统主要为三大部分：感知融合、决策规划、控制。1）感知融合算法分为前端感知算法和后端融合算法系统，运算量大，需要 AI 芯片支持，此类玩家一般包括传感器供应商/科技互联网/造车创企。2）决策规划算法主要涉及全局路径规划、行为决策、运动规划三大类算法系统，运算量居中，涉及整车系统方案，此类玩家一般包括车企/科技互联网/L4 驾驶创企。3）控制算法主要涉及执行端，程序量少、运算量较小，一般 MCU 芯片即可支持运算，此类玩家一般包括传统底盘电子和车企。车企在软件布局由浅至深依次为：软件整合、决策规划、感知、基础软件（OS）。

特斯拉 ADAS 功能和体验引领行业，其他车企紧紧跟随。1）车企应用层功能现状：①特斯拉:已实现行车控制 L3 级功能+泊车控制 L3 级功能，引领 ADAS 产业发展。②四家造车新势力：凭借互联网背景技术优势紧随其后。③自主品牌：整体表现好于合资，各家智能化水平无明显差异。④合资：车型整体表现一般。2）从采用方案和供应商方面来看：①特斯拉从芯片-操作系统-应用算法等均源于自身研发，研发实力强劲。②造车新势力自身携带互联网科技基因，芯片采用外部供应商，部分软件算法由自己打造，在整合外部供应商提高的算法软件方面与传统车企相比有比较优势。③传统车企现阶段仍主要依赖外部供应商，近几年正加快设立相关的子公司/部门以布局应用算法软件领域。

投资建议：各大车企纷纷对内投资设立相关子公司/部门，对外与科技互联网巨头合作，以应对产业变革。车企定位应用层、集成化，实现产品差异化逐渐清晰。随着 L3 功能的应用，2021-2022 年或为传统车企 PK 造车新势力的关键时间点。我们看好“5G/AI 技术进步+特斯拉催化”带

请务必阅读正文之后的免责声明部分

来的新一轮自动驾驶行情。核心受益四类标的：1）AI 芯片供应商：受益 AI 芯片巨头【英伟达+Intel+华为】，芯片+算法创企【地平线+黑芝麻】+云边端 AI 芯片全领域覆盖且有望加速切入自动驾驶领域的【寒武纪】；2）广义操作系统（BSP+中间件+hypervisor+基础库）供应商：受益通过深度绑定英伟达的【德赛西威】（智能座舱+域控制器+ADAS 算法+传感器）+华为汽车产业链【华阳集团】（智能座舱+自动驾驶），高通+华为产业链【中科创达】（BSP+中间件），以及低估值标的【均胜电子】；3）核心软件算法供应商/车企：此次产业变革对于所有车企都将是一次重要机遇，谁能找准定位，把握机会，将率先突围。受益转型科技/出行服务的传统车企+互联网背景的造车新势力【特斯拉+蔚来+小鹏+威马+理想等】；受益以算法解决方案与车企合作的 L4/L5 级无人驾驶创企【百度+滴滴+AutoX+小马智行+图森未来等】；受益执行层核心算法【伯特利+科博达+拓普集团+华域汽车】；4）其他：受益工具链（仿真、测试）+车路协同设备【中国汽研】+高精地图【四维图新】+传感器供应商。

风险提示：自动驾驶行业发展不及预期，法律法规限制自动驾驶发展

（证券分析师：黄细里）

推荐个股及其他点评

华新水泥（600801）：百年华新，深蹲起跳

投资要点

百年华新，中国水泥工业引导者：华新水泥股份有限公司创始于 1907 年，前身为湖北水泥厂。1994 年，公司 A、B 股在上海证券交易所成功上市；1999 年，公司与瑞士 Holcim 集团（全球最大的水泥制造商之一）结为战略伙伴关系。公司目前拥有水泥、混凝土、骨料（混凝土及砂浆中起骨架和填充作用的粒状材料）、环保处置、装备制造及 EPC 工程、高新建材等业务。截至 2020 年 6 月底，公司拥有水泥产能近 1 亿吨/年、水泥设备制造 5 万吨/年、商品混凝土 2235 万立方/年、骨料 4900 万吨/年、综合环保墙材 1.2 亿块/年、砂浆生产能力 30 万吨/年、水泥包装袋 7 亿只/年及废弃物处置 570 万吨/年（含在建）。

水泥布局战略优势，规模效应与热点地区兼具：公司工厂大多数位于经济有活力、市场需求量相对有保障的长江经济带、西部开发重点或热点地区；其中核心地区湖北省市场集中度高，供需关系良好，公司的水泥产能份额达 36.56%。湖北省错峰生产政策严格执行，省内无新增产能；水泥需求端有韧性，有望迎来增长。

骨料业务量价齐升，打造第二增长极：2019 年公司已建设投产 10 余个骨料项目。另有超过 10 个骨料项目在建，建成达产后公司合计产能可超过 3500 万吨/年。由于骨料行业的供需关系仍持续紧张，近年骨料价格出现大幅上涨，公司骨料的毛利率持续快速上升，从 2016 年的 37.47%提升到了 2019 年的 64.76%。

水泥产能扩张转向海外，“填空式”布点建设回报率高：2011 年开始，公司逐步加快了在海外产能的扩张速度。公司有很强的专业技术能力，在海外的工厂常选址规划在“一带一路”与中国友好的国家，做“填空式”的布点建设。2019 年公司海外项目收益率远高于国内项目，公司的海外

请务必阅读正文之后的免责声明部分

扩张动力强，未来海外水泥项目产能将达 3000 万-5000 万吨/年。

盈利预测与投资评级：假设行业的供求关系的维持相对平衡，价格稳定，公司水泥熟料产能利用率的提高，我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 330.06 亿元、362.67 亿元、398.78 亿元，同比增长 5.0%、9.9%、10.0%；实现归母净利润分别为 69.23 亿元、85.01 亿元、82.18 亿元，同比增长 9.2%、22.8%、-3.3%，对应 PE 分别为 7.65 倍、6.23 倍、6.45 倍。PE 水平低于行业可比公司均值，作为水泥行业龙头之一，鉴于公司骨料业务增长，及全球布局产能扩张的潜在成长性，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：行业错峰生产不及预期；海外项目推进不及预期。

（证券分析师：杨件）

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