# 东吴证券晨会纪要

2020 年 09 月 23 日

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

## 宏观策略

**策略周评：东吴策略？市场温度计—公募风格离散，市场小幅回升**

机构行为：最近一周外资偏好银行、房地产和医药，卖出电子、军工和家电较多。公募基金抱团趋弱，风格偏向价值，行业向周期、消费扩散。

股市流动性：近一周流入股市资金相比过往一周有所回升。虽然偏股公募基金发行金额有所下滑，但外资、ETF 和融资买入额的流入相比上周都有较大幅度的增长。

头尾部对比：从绝对股价和净利润同比增速角度来看头部均跑赢尾部股票，从市盈率角度看尾部追平头部。

情绪及估值：创业板市场情绪如成绩额、换手率等数据仍处在高位，而主板活跃度则出现了缓慢下行的态势，行业间的分化有小幅上升。

## 固收金工

**固收周报：债市维持净流入，发达经济体股市转向净流入——股债资金流向双周报（2020 年第四期）**

全球股债市场资金流向概述：近两周内（9 月 3 日-9 月 20 日），债券市场资金净流入虽然仍然维持净流入态势，但出现流入量缓慢下滑趋势；股票市场整体维持震荡趋势，全球权益市场资金流入增幅较大，我们认为这主要原因系美国就业、通胀数据出现小幅回升；疫苗进展顺利，捷报连连；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快速下降，即使经济复苏局面整体仍尚不明朗。

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

**光伏行业点评：欧盟上调减排目标，新能源革命势不可挡**

本次欧洲上调碳减排目标至 55%，对应于可再生能源消费目标由 32%提高至 38-40%，按照 38%测算，相当于光伏年均新增装机从 58GW 上调至 84GW，风+光年均新增装机从 76GW 上调至 110GW，碳减排目标上调对光伏装机刺激力度大。

**跨境电商行业深度：天时地利人和，中国制造到中国品牌的另一条路**

“跨境出口电商品牌化”和“国内电商品牌化”是一体两面，其本质上都是中国优质供应链通过电商实现品牌化。近年来跨境出口电商背靠国内优质产业链，随着全球电商渗透加深持续发展。疫情期间我国产业链复工早，且国外电商渗透率迅速增长，在双重利好下跨境电商有望实现突破。目前跨境电商的三种主要模式分别为：①泛品大卖家；②精品品牌商；③独立站平台。其中，品牌商在积累、价值、风险等维度取得平衡，发展较好。我们看好品牌跨境电商大发展，建议关注安克创新；其次泽宝创新（星徽精密旗下）等品牌商也值得关注；SheIn 等独立站高风险，高潜力，建议保持关注。



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

**秦川物联（688528）：一体化燃气表研发生产商，拥抱物联网燃气表时代**

公司是国内极少具备一体化生产燃气表基表和智能控制装置的企业。虽然我国燃气表智能化率已超过 70%，但 NB-IoT 燃气表的占比仅 10%左右，公司一体化的研发生产能力保证了公司产品的高性能和相对低成本，我们预计随着 IPO 产能投放（IPO 扩产后产能是 19 年的 2.5 倍），公司 2-3 年的公司规模将有翻倍的增长。

公司研发技术优势+一体化结构设计能力为公司筑起强有力的护城河。

燃气表行业的增长主要源于天然气行业增长带来的外生性需求以及此轮 NB-IoT 物联网燃气表替代 IC 表的产品升级带来的内生性需求。

## 宏观策略

**策略周评：东吴策略？市场温度计—公募风格离散，市场小幅回升**

机构行为：最近一周外资偏好银行、房地产和医药，卖出电子、军工和家电较多。公募基金抱团趋弱，风格偏向价值，行业向周期、消费扩散。

股市流动性：近一周流入股市资金相比过往一周有所回升。虽然偏股公募基金发行金额有所下滑，但外资、ETF 和融资买入额的流入相比上周都有较大幅度的增长。

头尾部对比：从绝对股价和净利润同比增速角度来看头部均跑赢尾部股票，从市盈率角度看尾部追平头部。

情绪及估值：创业板市场情绪如成绩额、换手率等数据仍处在高位，而主板活跃度则出现了缓慢下行的态势，行业间的分化有小幅上升。

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　研究助理：张家琦）

## 固收金工

**固收周报：债市维持净流入，发达经济体股市转向净流入——股债资金流向双周报（2020 年第四期）**

观点：

全球股债市场资金流向概述：近两周内（9 月 3 日-9 月 20 日），债券市场资金净流入虽然仍然维持净流入态势，但出现流入量缓慢下滑趋势；股票市场整体维持震荡趋势，全球权益市场资金流入增幅较大，我们认为这主要原因系美国就业、通胀数据出现小幅回升；疫苗进展顺利，捷报连连；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快速下降，即使经济复苏局面整体仍尚不明朗。

全球债市整体资金流向：债券市场整体延续今年 4 月以来资金净流入的趋势。主要原因在于：（1）疫情蔓延趋势仍在持续，主要经济体经济复苏放缓；（2）国际政治格局不确定性仍存，中美冲突持续，市场预期各国货币政策仍将继续转向宽松，且短期内实体经济仍处于低迷状态，构成通胀下行与经济下行的衰退局面，债券市场在此背景下是较好的投资标的。

全球股市整体资金流向：全球股市 9 月第 1 周股市资金转为净流入，9 月第 2 周股市资金净流入进一步加速，发达及新兴出现分化。从市场上来看，（1）美联储加大货币政策对于通胀的长期容忍度，货币政策宽松带动市场反弹；（2）随着欧美国家疫情逐渐得到控制，疫苗研究取得进展，通胀及就业数据有所回升，全球主要国家已逐渐进入经济复苏期，不确定性有所收窄；（3）新兴国家政策支持力度放缓，8 月受通胀抬升限制下，降息暂缓，未来财政发力难等新兴国家特有的政策桎梏或进一步恶化难以收束的疫情的破坏力度。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

全球各主要经济体股债市场资金流向概览：首先，美国债券市场连续四周资金小幅流入，股票市场净流出转向净流入。我们认为这主要系（1）美联储会议纪要明确货币政策保持宽松、持续贴底，通过宽松货币政策框架帮助经济复苏，债市收益率相对于股市略有保障，资金从美股转向美债；（2）经济放缓的整体局面仍未改变，初请失业金人数与续清失业金人数虽有所下降但仍高于年初水平 3.96 倍，实体经济复苏仍有不确定性，从而导致资金流入债市进行安全资产转移。其次，日本债市连续两周小幅净流入，股市净流出转向净流入；欧洲债市小幅净流入转向净流出，股市连续两周小幅净流入。值得关注的是（1）欧洲经济基本面逐渐向好，欧央行议息并未跟随联储调整当前货币政策框架，展示经济复苏的信心，推动风险类资产迎来资金净流入，但疫情反弹或加剧后续市场风险厌恶情绪，且 HICP 同比收负，通缩风险高启，脱欧未定，后市必先类资产或受到青睐；（2）日本工业恢复速度超出市场预期，暗示经济形势较快速改善，且新任首相菅义伟暗示将持续推进“安倍经济学”，持续的宽松货币政策；后市日本迎来九月四连休，东京都纳入“Go To Travel”国内旅游刺激计划，经济基本面有望持续边际改善。 再次，中国债券市场近四周出现较大规模资金净流入，而巴西股市近一周资金出现较大回撤。具体来看（1）新兴市场国家疫情虽出现边际改善，但是并未受到有效控制，不排除二次疫情爆发可能性；（2）美股三大股指全线下跌，带动全球权益市场波动率走高；（3）美国权益市场-债券市场债股跷跷板效应再度显现。

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

**光伏行业点评：欧盟上调减排目标，新能源革命势不可挡**

投资要点

事件：2020 年 9 月 17 日，欧盟委员会正式发布《2030 年气候目标计划》及政策影响评估报告，提出将 2030 年温室气体减排目标从 40%提高为 55%。按计划，欧洲议会将于今年 10 月就“气候法草案”投票表决，于 2021 年 6 月前修订相关立法。

减排核心是降低化石能源消费，将推动可再生能源消费占比提升：国际能源署（IEA）报告称，欧盟温室气体排放量的下降主要是受益于可再生能源发电的增长。而目前根据《2030 气候目标计划》，化石燃料燃烧产生的二氧化碳排放是欧盟最大的温室气体排放源，加上能源系统中无组织的非二氧化碳排放，占欧盟温室气体排放的 75%以上，未来减排的重点及核心是减少化石燃料燃烧。

复苏基金确保减排目标顺利实施：最新的《2030 气候目标计划》中提到，为了实现 2030 年减排 55%的新目标，在 2021-2030 年期间，欧盟每年需要比 2011-2020 年期间新增 3500 亿欧元投资；与实现当前 40%的减排目标相比，每年需额外新增约 900 亿欧元。资金主要来自于欧盟 7500 亿欧的复苏基金，其构成为：1）30%资金（约 2250 亿欧）来自欧盟发行绿色债券；2）欧盟长期预算；3）碳交易市场收入。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

基于减排目标测算，2020-2030 年间欧洲光伏年均装机量有望 80GW+：本次欧洲上调碳减排目标至 55%，对应于可再生能源消费目标由 32%提高至 38-40%，按照 38%测算，相当于光伏年均新增装机从 58GW 上调至 84GW，风+光年均新增装机从 76GW 上调至 110GW，碳减排目标上调对光伏装机刺激力度大。

光伏逐步成长为主力能源形式：从 2019 年欧洲发电结构看，主要能源还是以火电为主，占比 40%，可再生能源主要以水电、风电为主，合计占比 36.7%，光伏发电占比仅 3.9%。假设 2030 年可再生能源消费结构占比提高到 38%的水平，据我们测算，预计到 2030 年，火电地位弱化，发电占仅 22.2%；可再生能源发电占比约 65%，相比 2019 年提升超 20pct。光伏逐渐成长为主力能源形式，发电占比 27.1%，成为欧洲发电结构中占比最大的能源形式。

投资建议：强烈推荐隆基股份、通威股份、锦浪科技、福斯特、晶澳科技、爱旭股份、阳光电源、林洋能源、福莱特，关注固德威、太阳能、大唐新能源、大全新能源、亚玛顿、东方日升、捷佳伟创等。

风险提示：装机不及预期，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红）

**跨境电商行业深度：天时地利人和，中国制造到中国品牌的另一条路**

投资要点

“跨境出口电商品牌化”和“国内电商品牌化”是一体两面。跨境电商可分为跨境进口电商和跨境出口电商，本文聚焦于出口跨境电商。近年来，以安克、泽宝等品牌商为代表，跨境出口电商也在经历“品牌化”这个过程。这和国内电商品牌化（小米、南极、严选）是一体两面，其本质上都是中国优质供应链通过电商实现品牌化。

天时：全球电商零售处于增长期，疫情促进下渗透率进一步深入。eMarketer 在疫情前预测 2019-23 年全球零售电商市场 CAGR 为 16.6%，美国电商 CAGR 为 13.4%。疫情发生后线上消费需求被激发，据美国商务部，至 2020 年 4 月，美国电商渗透率已增长至 27%，较年初增长 11pct，疫情期间美国电商的渗透率在 8 周内完成了过去 10 年的增幅。

地利：背靠国内强大供应链，做到“低价+快反”。据世界银行数据，2019 年我国制造业增加值占年度 GDP 的 27.2%，在其统计的 200 多个国家中仅次于爱尔兰、瑞士，可见我国制造业整体实力在全球范围内处于顶尖水平。国内已形成数个优质产业链集群，可通过快速交付、小批量下单生产实现“低价+快反”。疫情期间我国供应链展现强韧性，根据各国制造业 PMI 推断，我国供应链恢复早，受影响时间短，3 月已基本恢复。

在品牌化、海外电商渗透加深的大趋势及强大供应链加持下，B2C 类出口跨境电商有望持高增速。据交易对象，跨境电商可分为 B2B 与 B2C。网经社数据显示，2019 年 B2B 类占比更高，达 80%；B2C 类增速更快，占比从 2015 年的 8%提升至 2019 年的 20%。B2C 跨境电商直接触达客户，能通过时间积累形成品牌认知掌握定价权，未来有望保持高增速。我们根据网经社与 Kantar 的数据预计 2020 年 B2C 类跨境出口电商市场规模将达到 598 亿美元，2020/21 年增速分别为 30.5%/25.2%。

目前跨境电商的三种主要模式分别为：①泛品大卖家；②精品品牌商；



请务必阅读正文之后的免责声明部分

③独立站平台。泛品模式低买高卖赚取差价；品牌模式通过积累形成品牌溢价；独立站聚合资源形成平台。三种模式分别对应传统零售及电商模式中的经销商、品牌商、平台，分属于行业发展的三个阶段。泛品模式没有积累，风险与价值最低；平台模式风险与价值最高；品牌商模式在有所积累的同时平衡风险与价值，是目前综合下来最好的赛道。

投资建议：跨境电商是一种更高效的出口模式，在疫情期间全球电商渗透率快速提升等利好因素的刺激下加速发展。三种主要模式中，品牌商在积累、价值、风险等维度取得平衡，发展较好。我们看好品牌跨境电商大发展，建议关注安克创新；其次泽宝创新（星徽精密旗下）等品牌商也值得关注；SheIn 等独立站高风险，高潜力，建议保持关注。

风险提示：贸易摩擦，境外法律/政策风险，海外疫情，汇率波动等

（证券分析师：吴劲草）

## 推荐个股及其他点评

**秦川物联（688528）：一体化燃气表研发生产商，拥抱物联网燃气表时代**

公司简介：公司是国内极少具备一体化生产燃气表基表和智能控制装置的企业。虽然我国燃气表智能化率已超过 70%，但 NB-IoT 燃气表的占比仅 10%左右，公司一体化的研发生产能力保证了公司产品的高性能和相对低成本，我们预计随着 IPO 产能投放（IPO 扩产后产能是 19 年的 2.5 倍），公司 2-3 年的公司规模将有翻倍的增长。公司客户覆盖全国 29 个省、直辖市、自治区共 700 余家燃气运营商，已有 300 余家燃气运营商使用公司开发的智能燃气表综合管理系统，公司已为 90 余家燃气运营商提供了云服务，满足其智慧化运营和管理的需要。

燃气表行业的增长主要源于天然气行业增长带来的外生性需求以及此轮 NB-IoT 物联网燃气表替代 IC 表的产品升级带来的内生性需求。外生性需求方面：2018 年我国天然气在一次能源消耗中占比仅 7%，与世界平均水平 23.4%有很大差距，预计未来十年天然气在一次能源占比将显著提升，与此同时燃气表需求应运而生；内生性需求方面：2018 年开始 NB-IoT 推广带来的智能水表、智能燃气表以及智慧烟感等应用，随着 NB-IoT 网络的加速健全，NB-IoT 物联网表替代 IC 卡智能表的进程有望加速进行，燃气表行业也将迅速进入 NB 物联网燃气表时代。

公司研发技术优势+一体化结构设计能力为公司筑起强有力的护城河。公司在燃气表制造领域的关键技术指标优于欧美、日本标准，截至 2019 年底，公司拥有发明专利 92 项，国家标准制定 17 项，远远高于可比公司。公司拥有世界领先的燃气表技术和行业标准制定优势。公司产品在智能计量、智能阀控方面的技术指标在行业乃至世界处于领先地位，在机电转换误差、电子计量误差、开关阀电流、开关阀时间、机电阀使用寿命、阀门泄漏量等指标上，优于欧洲标准和日本标准。公司早前受到资金、产能规模的限制，现有产能已经无法满足公司订单需求我们预计此次 IPO 募集资金后，企业资金实力增强，产能规模扩大至 2.5 倍，研发投入加大，产品结构丰富，整体信息化能力提高，营销网络完善，市场竞争力将进



请务必阅读正文之后的免责声明部分

一步提升。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.39、0.57、0.79 元，对应 PE 为 59、39、29 倍，考虑到：智慧城市大背景下 NB-IoT 加速推广，公司作为拥有一体化设计生产智能燃气表的公司，将充分受益于行业产品升级带来的红利，因此，我们首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：NB-IoT 网络推广不及预期；公司产能释放不及预期，公司订单不及预期

（证券分析师：刘博　证券分析师：唐亚辉）



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