东吴证券晨会纪要

2020 年 09 月 18 日

晨会编辑 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

宏观策略

策略点评：2020 年基金发行真的“大爆发”吗？

今年是基金发行大年，截至 8 月底公募偏股基金发行近 1 万亿，基金“赎旧买新”引发广泛关注。我们研究发行，存量公募基金 1-8 月净赎回率均值 1.4%，过去十年均值 1.3%，存量市场赎回处于正常水平。

新发基金“赎旧买新”比较明显，今年一季度新发基金（股票型+偏股+灵活）二季度赎回率 29%，高于过去十年均值 24%，而我们发行上行行情中赎回率普遍都会抬升，背后是基民的获利兑现。

综上，今年 1-8 月公募基金净发行 9892 亿元，按一季度赎回率 29%，实际净流入 7023 亿元，相比之下，外资陆港通净流入 1265 亿元，公募仍是主力。

风险提示：中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

固收金工

固收点评：斯莱转债：国内易拉罐产业的绝对龙头

斯莱转债计划于 9 月 17 日申购：总发行规模为 3.88 亿元，其中 2.72 亿元用于易拉罐、盖及电池壳生产线项目，1.16 亿元用于补充流动资金。转债存续期为 6 年，中证鹏元评级为 AA-/AA-，初始转股价为 9.38 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%”。按照 9 月 16 日斯莱克的收盘价 9.41 元计算，转换价值为 100.32 元。参考相似转债，我们预计转股溢价率为 15%-20%左右，继而根据相对价值法估计上市价格在 111-125 元的区间。

行业

电气设备行业点评：8 月装机电量点评：装机量同环比改善，客车市场回升明显

投资建议：强烈推荐特斯拉和欧洲供应链龙头。欧洲政策强刺激，销量持续超预期；国内销量、排产、业绩三重拐点来临；特斯拉引领全球电动化浪潮，强烈看好电动化大趋势，重点推荐欧洲电动车及特斯拉产业链，强烈推荐中游龙头宁德时代、璞泰来、恩捷股份、新宙邦、科达利、比亚迪、天赐材料、当升科技，关注亿纬锂能、天奈科技、欣旺达、中材科技、嘉元科技、国轩高科等；核心零部件：宏发股份、三花智控、汇川技术；布局优质上游资源：华友钴业、关注赣锋锂业、天齐锂业。

推荐个股及其他点评

晶澳科技（002459）点评报告：扩产再加速&硅料长单签订，龙头重装出发！

光伏市场前景向好，公司回 A 后融资渠道顺利拓展，扩产进度不断加速，自 2019 年末至今共计公告扩产 34.2GW 拉棒及切片，27.1GW 电池、16.5GW 组件，合计投资 269.9 亿元。公司回 A

后快马加鞭推进各环节产能建设，在越南布局电池、组件产能，进一步加强公司对海外市场的，预计到 20 年末硅片、电池、组件产能分别达到 18、18、23GW，21 年末分别达到 23、23、28GW，一体化龙头重装出发！

宏观策略

策略点评：2020 年基金发行真的“大爆发”吗？

今年是基金发行大年，截至 8 月底公募偏股基金发行近 1 万亿，基金“赎旧买新”引发广泛关注。我们研究发现，存量公募基金 1-8 月净赎回率均值 1.4%，过去十年均值 1.3%，存量市场赎回处于正常水平。

新发基金“赎旧买新”比较明显，今年一季度新发基金（股票型+偏股+灵活）二季度赎回率 29%，高于过去十年均值 24%，而我们发现上行行情中赎回率普遍都会抬升，背后是基民的获利兑现。

综上，今年 1-8 月公募基金净发行 9892 亿元，按一季度赎回率 29%，实际净流入 7023 亿元，相比之下，外资陆港通净流入 1265 亿元，公募仍是主力。

此外基金业协会调查数据揭示：近年居民基金配置比例提升、持基时间增长。

风险提示：中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收点评：斯莱转债：国内易拉罐产业的绝对龙头

事件

斯莱转债（123067.SZ）计划于 9 月 17 日申购：总发行规模为 3.88 亿元，其中 2.72 亿元用于易拉罐、盖及电池壳生产线项目，1.16 亿元用于补充流动资金。

条款中规中矩，上市价格预计在 111-125 元的区间：转债存续期为 6 年，中证鹏元评级为 AA-/AA-，初始转股价为 9.38 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%”。以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.899%（09/15）计算，纯债价值为 84.22 元，债底保护一般。按照 9 月 16 日斯莱克的收盘价 9.41 元计算，转换价值为 100.32 元。参考相似转债，我们预计斯莱转债的转股溢价率为 15%-20%左右，继而根据相对价值法估计上市价格在 111-125 元的区间。

观点

公司广泛布局国内国外市场，具有行业龙头优势。公司是国内专业提供易拉罐、盖高速生产设备的生产商，目前国内企业中尚无在技术水平、产品性能上与公司相近的竞争对手。公司自成立以来，凭借技术和价格比较优势，国内市场占有率稳步提升，在新增组合盖设备市场已占据较高地位。公司同时布局海外市场，自 2015 年以后，公司开始与 STOLLE、DRT、CMB 等国际垄断公司同台竞争国际市场，海外客户遍及北美、西欧、北欧、东南亚、南美及中东等地。随着公司规模的扩大，技术水平的进一步提高，国内市场占有率将会进一步提升。

疫情后经济复苏，消费恢复带动下游需求上升。易拉罐下游行业主要是

请务必阅读正文之后的免责声明部分

食品饮料行业，其中饮料是最主要的易拉罐下游产业。随着我国消费水平的不断提升，饮料类的需求日益增加。但由于 2020 年新冠疫情，食品饮料消费和生产受到打击，2020 年 3 月份啤酒产量同比下降 21.9%。随着疫情的结束，消费恢复带动了啤酒产业的迅速恢复，2020 年 4~7 月产量同比增长 7.5%，14.6%，7.6%，0.7%。在下游需求上升的同时，啤酒行业为了节约成本，从瓶装啤酒转为罐装啤酒的趋势日益明显，在将来可以带动易拉罐产业的进一步增长。

拓展数码印罐业务，布局 C2M 商业模式。公司于 2019 年 12 月成功验收了第一条迷你数码印罐自动生产线，从而开启了易拉罐领域用于定制的自动化生产线的制造和销售，确立了在全球该领域该类技术上的领先地位。通过 C2M 模式，公司已经完成向乔家大院、江南味稻等公司提供小批量，定制化的数码印罐产品。后续公司将继续通过线上直播，微信商城等 C2M 商业模式，进一步拓展一罐一印的数码印罐业务。

综上所述，斯莱克行业地位较高，处于绝对龙头的地位，随着消费水平的上升，下游需求的提高，业务将会进一步拓展，建议打新。

风险提示：海外疫情对公司海外业务的影响，公司产品营业成本上升，经营规模扩张不及预期，竞争风险加剧。

（证券分析师：李勇）

行业

电气设备行业点评：8 月装机电量点评：装机量同环比改善，客车市场回升明显

投资要点

8 月电动车产量 10.56 万辆，同环比+43%/+10%，符合预期：根据合格证数据，2020 年 8 月新能源车产量 10.56 万辆，同比增 43%，由于过渡期与 7 月正式生效的补贴金额相当，行业基本没有抢装，8 月环比增 10%，市场持续回暖趋势不变。乘用车产量 9.55 万辆，同比增加 38%，环比增加 12%，其中纯电乘用车产量提升至 7.48 万辆，同比增长 28%，环比增加 10%；客车产量 5919 辆，同比增加 119%，环比增加 6%；专用车产量 4212 辆，同比增加 91%，环比减少 17%。20 年 1-8 月电动车累计产量达 55.32 万辆，同比下降 15%，降幅进一步收窄；乘用车累计生产 49.48 万辆，同比减少 16%；客车累计生产 2.63 万辆，同比减少 33%；专用车累计生产 3.21 万辆，同比增加 24%。

上汽通用五菱大增，比亚迪排产同环比改善。上汽通用五菱 8 月产量 1.71 万辆，同比增长 98%，环比上升 38%，20 年 1-8 月累计产量 4.25 万辆，其中宏光 MINIEV 快速放量，产量达 14508 辆，环比增长 263%。比亚迪排产逐步恢复，8 月产 1.3 万辆，同比上升 84%，环比上升 25%，20 年 1-8 月累计产量 6.87 万辆。国产特斯拉产量稳步增长，8 月生产 1.27 万辆，环比增长 1%，20 年 1-8 月累计产量达 7.51 万辆。广汽乘用车 8 月产量 5628 辆，同环比增长 13%/26%。长城汽车 8 月产量 4540 辆，同环比上升 230%/35%，20 年 1-8 月累计产量 1.78 万辆。造车新势力继续发力，蔚来汽车 8 月产量 3752 辆，同同环比 32%/2%，20 年 1-8 月累计产量达 2.22 万辆；理想汽车挤进车企月产量前十，产 3249 辆，同环比+2458%/47%，1-8 月累计产 1.65 万辆。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

根据 GGII 数据，8 月装机电量为 5.11gwh，同比增长 40%，环比上升 2%。2020 年 1-8 月累计装机电量为 27.58gwh，累计同比减少 28%，降幅缩窄。1）8 月三元同比增长 26%，环比增 9%，占比 68%；8 月三元装机电量 3.46gwh，同比上升 26%，环比上升 9%，占比略微上升至 68%；三元 2020 年 1-8 月累计装机电量为 18.98gwh，同比下降 24%，占比 69%。2）8 月磷酸铁锂同比升 100%，环比略降 5%：受五菱宏光和比亚迪汉拉动，8 月铁锂装机电量为 1.55gwh，同比上升 100%，环比略降 5%，占比 30%；2020 年 1-8 月磷酸铁锂累计装机电量 7.77gwh，同比下降 29%，占比 28%。

投资建议：电动车 8 月中汽协 10.56 万辆，同环比+43%/+10%，随着爆款新车型陆续上市，金九银十和年底冲量值期待，全年预期 120 万以上，下半年增长 40%+，9 月中游排产继续环比+10-20%，Q3 全球供应链排产同比 50-80%，国内同比 30%左右，拐点明确；欧洲 8 月主流国家销量 8.3 万，同增 170%，今年海外 150 万+，同增 45%+，欧洲强刺激之下今年预计超 110 万，同增 100%，全球电动化大趋势明确，Q3 国内外拐点开始，强烈推荐特斯拉和欧洲供应链龙头。欧洲政策强刺激，销量持续超预期；国内销量、排产、业绩三重拐点来临；特斯拉引领全球电动化浪潮，强烈看好电动化大趋势，重点推荐欧洲电动车及特斯拉产业链，强烈推荐中游龙头宁德时代、璞泰来、恩捷股份、新宙邦、科达利、比亚迪、天赐材料、当升科技，关注亿纬锂能、天奈科技、欣旺达、中材科技、嘉元科技、国轩高科等；核心零部件：宏发股份、三花智控、汇川技术；布局优质上游资源：华友钴业、关注赣锋锂业、天齐锂业。

风险提示：电动车销量不达预期，政策力度不达预期，降价幅度超预期。险提示：电动车销量不达预期，政策力度不达预期，降价幅度超预期。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

推荐个股及其他点评

晶澳科技（002459）点评报告：扩产再加速&硅料长单签订，龙头重装出发！

投资要点

事件：（1）公告一体化产能扩张：1）年产 1GW 拉晶及 5GW 切片项目，投资额 6.7 亿元；2）年产 20GW 拉晶及切片项目，投资额 58.3 亿元；3）越南年产 3.5GW 高效太阳能电池项目，投资额 14.7 亿元；4）年产 6GW 高效太阳能电池项目，投资额 17.2 亿元；5）越南年产 3.5GW 高功率组件项目，投资额 7 亿元，合计投资额约为 103.9 亿元。（2）战略合作买卖协议签订：公司与新特签订硅料长单协议，公司计划于 2020 年 10 月至 2025 年 12 月期间向新特采购原生多晶硅 9.72 万吨，产品单价以月度议价方式进行确定，据 PVinfolink 公布最新价格估算，合同金额约为 91.37 亿元。

扩产再加速，龙头重装出发：光伏市场前景向好，公司回 A 后融资渠道顺利拓展，扩产进度不断加速，自 2019 年末至今共计公告扩产 34.2GW 拉棒及切片，27.1GW 电池、16.5GW 组件，合计投资 269.9 亿元。公司回 A 后快马加鞭推进各环节产能建设，在越南布局电池、组件产能，进一步加强公司对海外市场的，预计到 20 年末硅片、电池、组件产能分别达到 18、18、23GW，21 年末分别达到 23、23、28GW，一体化龙头重

请务必阅读正文之后的免责声明部分

装出发！

海外加快布局，盈利能力有望进一步提升：海外组件更注重品牌，通常毛利率显著高于国内。公司是海外最早布局的组件厂商之一，截止目前在越南拥有 1.5GW 硅片和马来西亚拥有 1.3GW 的电池产能。本次公告公司在越南合计扩产 3.5GW 的电池和 3.5GW 的组件产能，海外加速布局有望进一步增强公司海外（特别是美国）组件竞争力。预计海外产能达产后，海外组件出货结构有望进一步改善，盈利能力有望进一步提升。

硅料签订长协订单，保障原料供应与明后年盈利:一方面，公司回 A 扩产提速，硅片产能迅速增长，对硅料需求持续增加；另一方面，硅料产能有限，在未来 1-1.5 年内都将成为制约全产业链的环节。目前硅料紧缺，公司仍有能力优先与龙头硅料企业签订硅料长单，一方面可保障原料供应稳定生产，另一方面保障明后年盈利，同时也彰显公司龙头地位。

一体化配套完善，公司盈利能力强劲：据我们测算，按当前时点价格，三环节（硅片、电池、组件）一体化公司毛利率约为 22%，大于双环节（电池、组件）一体化公司毛利率 15%，更远高于单组件环节公司毛利率 4%。公司一体化配套完善，20 年末硅片、电池、组件比例约为 0.9:0.9:1，在各组件龙头属于极高水平。得益出色一体化配套优势，公司盈利能力强劲，优于同业。

盈利预测与投资评级：预计 20~22 年公司净利润分别为 15.06/21.16/26.47 亿元，同比长 20.3%/40.5%/25.1%，对应 EPS 为 1.11、1.57、1.96 元。晶澳是一体化龙头组件企业，受益于下游需求增长&组件市场集中度持续提升&大尺寸结构优化，低估值高成长，给予 21 年 20X，对应目标价 31.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶）

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