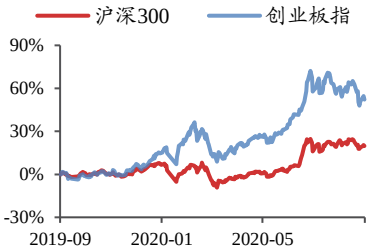
2020 年 09 月 17 日

开源晨会 0917

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
汽车	1.37
房地产	0.87
电气设备	0.43
银行	0.34
采掘	0.31

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
国防军工	-1.88
医药生物	-1.81
食品饮料	-1.75
休闲服务	-1.69
农林牧渔	-1.46

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

观点精粹

总量视角

【宏观】“微观大势”系列之二：汽车：拉动经济的“第三支柱”——宏观经济专题-20200916

汽车行业产值大、产业链长、消费占比高，对经济拉动广泛、是重要支柱产业；汽车消费是逆周期调节的重要抓手，在政策影响下呈现出明显的结构性特征；年初以来维稳政策的溢出效应，拉动高端消费增长；中低端车型改善仍需关注。

【宏观】流动性“新知”系列之二：读懂流动性，从央行视角谈起——宏观深度报告-20200915

1.从总量到结构，货币政策多目标动态平衡，工具运用和新工具创新增多，传导渠道多元化。从宏观调控到防风险，央行对金融稳定重视度提升，逐步建立宏观审慎管理框架。2.货币政策框架变化，与经济所处发展阶段相适应；进入转型阶段后，央行托底经济的同时，更加注重结构引导。转型过程中，金融市场的快速发展，也推动货币政策框架转型和金融监管升级完善。3.伴随货币派生、市场结构等变化，流动性已出现明显分层，沿用传统货币政策分析框架容易产生偏误。客观认知货币政策，有助于厘清多目标平衡下的流动性演绎。

行业公司

【商贸零售：家家悦(603708.SH)】拟定增募资不超过 22.8 亿元，加快推进门店与供应链建设——公司信息更新报告-20200916

公司发布非公开发行股票预案：拟向不超过 35 名特定投资者发行不超过 1.83 亿股公司股票（不超过发行前总股本 30%），募资金额不超过 22.8 亿元，主要用于连锁超市发展及综合产业园建设。此次通过非公开发行股票募集资金，有望优化公司负债结构，帮助公司财务状况获得进一步改善。鉴于预案仍存在不确定性，我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.52/6.50/7.58 亿元，对应 EPS 为 0.91/1.07/1.25 元，当前股价对应 PE 为 41/34/30 倍，维持“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【宏观】“微观大势”系列之二：汽车：拉动经济的“第三支柱”——宏观经济专题-20200916

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

汽车行业产值大、产业链长、消费占比高，对经济拉动广泛、是重要支柱产业

汽车行业产值大、消费占比高，产出拉动能力仅次于房地产和基建投资，是拉动经济的“第三支柱”。2017 年，汽车制造业增加值、总产值占制造业的比重，分别为 7.0%和 7.2%，在制造业中排名居前；汽车消费占居民非食品类商品消费的比重达 19.3%，是占比最高的支出项。在对各行业的产出拉动能力方面，仅次于房屋建筑(房地产投资)和土木工程建筑(基建投资)，是重要的国民经济支柱产业。

汽车的上游产业链，深入各主要生产和服务领域；主要拉动中上游制造业，对下游制造业、服务业也有拉动。汽车制造业中间投入品，主要包括钢铁有色、通用设备等中上游制造品，并对化工品、电子设备等形成间接拉动。其中，有色金属开采和冶炼压延，对汽车制造业的产出弹性最大，弹性系数约为 0.25。此外，汽车生产和消费过程中，批发零售等配套服务，石油制品等互补产品，也显著受益。

汽车消费是逆周期调节的重要抓手，在政策影响下呈现出明显的结构性特征

汽车消费经济拉动能力强、是逆周期调节的重要抓手；在政策影响下，弱领先于经济变化。2009 和 2015 年，中央先后出台了购置税减半、“汽车下乡”、“以旧换新”等政策，通过大规模财政补贴刺激汽车消费，汽车销量分别创下 45.5%和 13.9%的阶段性增速高点。汽车消费还受宏观政策溢出效应影响，呈现出和房地产、货币等相似的周期波动。在政策影响下，汽车消费弱领先于宏观经济走势。

前几轮政策推动下的汽车消费改善，结构特征明显；小排量、中低档乘用车，受益最为显著。2009 和 2015 年，购置税减半政策重点支持小排量乘用车，“汽车下乡”政策重点支持适用农村的交叉性乘用车。相关车型销售均受到明显提振，2009 年，小排量乘用车、交叉型乘用车出现了连续 7 个月 90%以上的销售增速。

年初以来维稳政策的溢出效应，拉动高端消费增长；中低端车型改善仍需关注

2020 年初以来的稳增长政策，主要拉动高端汽车消费大幅增长，呈现出和以往不同的结构性特征。往年在政策支持下，中低端汽车消费通常更为受益；而年初以来，稳增长政策的溢出效应，抬升了高收入群体对房地产、汽车、奢侈品等高价值商品的消费倾向，拉动高端汽车消费快速增长。8 月高档和豪华 SUV 销量同比增长 67.7%、大幅高于中低档 7.5%的增速；中高档轿车的销售也增长明显。

短期内，政策溢出效应对汽车消费或仍有支撑；中期来看，伴随居民就业和收入改善，中低端汽车消费也值得关注。未来一段时间，广义财政支出加快落地、信用环境持续修复，稳增长政策对汽车消费或仍有支撑。中期来看，伴随经济的持续回升、居民就业和收入水平的滞后改善，中低端车型的消费或值得进一步关注。

风险提示：宏观经济或监管政策出现超预期变化。

【宏观】流动性“新知”系列之二：读懂流动性，从央行视角谈起——宏观深度报告-20200915

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004 | 马洁莹（联系人）证书编号：S0790120080081

从总量到结构、从宏观到金融，央行逐步建立货币政策和宏观审慎双支柱框架

从总量到结构，货币政策多目标动态平衡，工具运用和新工具创新增多，传导渠道多元化。传统周期下，货币政策以稳定物价、经济增长等总量目标为主；进入转型阶段后，政策注重总量目标、调结构和防风险等平衡。货币

工具运用方式和思路随之变化，准备金、逆回购等成为补充流动性常规工具，MLF、民企融资支持工具等创新增多。货币传导，从单一银行体系，逐步拓展至非银和金融市场。

从宏观调控到防风险，央行对金融稳定重视度提升，逐步建立宏观审慎管理框架。宏观审慎管理框架包括 MPA、跨境资本、住房金融、金融基础设施四个方面内容，其中 MPA 是核心，从资本与杠杆、流动性等方面进行考核。随着金融稳定影响因素增多，表外理财、同业存单、跨境资本流动等先后纳入审慎管理框架。

政策框架变化，与经济金融市场发展相适应；后者也推动政策框架转型和完善

货币政策框架变化，与经济所处发展阶段相适应；进入转型阶段后，央行托底经济的同时，更加注重结构引导。有别于传统周期，转型阶段经济波动下降、结构性矛盾凸显，货币政策帮助托底经济、为转型创造适宜货币环境的同时，引导机构加快传统过剩产能、房地产等融资出清，加速资金流向新兴产业等。为缓解出清过程的“负溢出”效应，央行运用定向工具加大对中小微企业和民企等的支持。

转型过程中，金融市场的快速发展，也推动货币政策框架转型和金融监管升级完善。2011 年之后，银行表外、非银业务快速增长，带动实体融资多元化、金融市场扩容，为货币政策从数量调控转向价格调控，提供市场化的传导渠道；金融发展过程中的资金监管套利、违规流向等乱象，也推动当局加快完善金融监管体系。

随着流动性分层凸显，传统分析框架容易产生偏误，客观认知货币政策框架

伴随货币派生、市场结构等变化，流动性已出现明显分层，沿用传统货币政策分析框架容易产生偏误。随着外汇占款下降，央行通过向大行投放基础货币，大行再向中小行和非银机构提供流动性，然而后者对同业依赖度相对较高，更容易受到流动性冲击。流动性分层下，不同渠道货币传导效率不同、对实体影响不同；过于宽松的货币环境，容易出现资金空转等问题，使得货币政策注重精细化管理。

客观认知货币政策，有助于厘清多目标平衡下的流动性演绎。货币政策主要维护银行流动性，但流动性分层下，非银机构“负债荒”容易放大整体流动性波动。多目标平衡过程中，货币政策对实体和金融流动性调控也不尽相同。例如，2017 年金融去杠杆，货币市场流动性较为紧张、实体融资保持较高增长。不同流动性组合，对市场的影响不同；机构交易增多，使得流动性变化对市场的影响增强。

风险提示：金融风险暴露，及监管政策变化。

行业公司

【商贸零售：家家悦(603708.SH)】拟定增募资不超过 22.8 亿元，加快推进门店与供应链建设——公司信息更新报告-20200916

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 李旭东（联系人）证书编号：S0790120010014

事件：公司发布非公开发行股票预案，拟募资金额不超过 22.8 亿元

公司发布非公开发行股票预案：拟向不超过 35 名特定投资者发行不超过 1.83 亿股公司股票（不超过发行前总股本 30%），募资金额不超过 22.8 亿元，主要用于连锁超市发展及综合产业园建设。鉴于预案仍存在不确定性，我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.52/6.50/7.58 亿元，对应 EPS 为 0.91/1.07/1.25 元，当前股价对应 PE 为 41/34/30 倍，维持“买入”评级。

募集资金用于加快门店拓展、推进省外物流供应链建设

公司此次募集资金将用于连锁超市发展、张家口及淮北（一期）综合产业园建设、羊亭购物广场、补充流动资金等，分别拟投入募集资金 11.2 亿元/5.7 亿元/1.9 亿元/4.0 亿元。其中：连锁超市发展项目计划未来 3 年在山东省及周边新开 270 家超市；综合产业园项目将计划在张家口建设中央厨房生鲜加工车间及配套车间，在淮北建设常温仓及配套车间、检测检疫楼等，分别投入募集资金 3.7 亿元/2.0 亿元；羊亭购物中心项目拟在威海市羊亭镇建成一

座集超市、百货、餐饮、休闲娱乐等多种服务体验于一体的购物中心，公司预计每年贡献净利润 1021 万元。

全国化布局进程提速，定增募资进一步提高资本实力

2020H1 公司新增门店 67 家（含并购淮北真棒 31 家，2019 年同期为 40 家），疫情中保持较快展店，预计未来每年开店超过 100 家。公司也加快周边省份拓展，相继进入河北、安徽、江苏、内蒙古等市场，开启全国化布局。此外，疫情导致部分区域性中小企业经营承压，为公司带来更多选址空间。公司继续推进物流供应链建设，烟台、莱芜、张家口等多地物流中心完工并投入使用，也将为新店扩张提供保障。此次通过非公开发行股票募集资金，有望优化公司负债结构，帮助公司财务状况获得进一步改善。

风险提示：门店扩张不及预期；并购整合情况不及预期；同店增长放缓。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn