东吴证券晨会纪要

2020 年 09 月 17 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：MLF 利率不变，货币政策基调稳定

2020 年 9 月 15 日，人民银行开展一年期 6000 亿元中期借贷便利（MLF）操作。中标利率为 2.95%，与上月持平。此次 MLF 操作含对 9 月 17 日 MLF 到期的续做，充分满足了金融机构需求。央行公开市场今日不进行逆回购操作。央行近期连续通过公开市场操作向市场补充流动性，维稳态度不变。货币政策基调依旧稳健，MLF 利率和规模也将保持稳定。

行业

汽车行业月报：8 月批发&零售销量持续转正，复苏进行时

整车板块：短期重点看好板块性估值修复行情，各家整车均有轮涨性机会；长期整车格局重点看好“特斯拉+自主+日系”市场份额提升，重点推荐【长城汽车】，受益【吉利+广汽+长安+上汽】。零部件板块：1）特斯拉产业链核心供应商【拓普集团】；2）享受智能网联赛道行业红利，重点推荐英伟达产业链【德赛西威】+华为产业链【华阳集团+中国汽研】；3）自主 CVT 变速器龙头标的且受益商用车需求复苏的【万里扬】。

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！

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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：MLF 利率不变，货币政策基调稳定

事件

2020 年 9 月 15 日，人民银行开展一年期 6000 亿元中期借贷便利（MLF）操作。中标利率为 2.95%，与上月持平。此次 MLF 操作含对 9 月 17 日 MLF 到期的续做，充分满足了金融机构需求。央行公开市场今日不进行逆回购操作。

观点

央行近期连续通过公开市场操作向市场补充流动性，维稳态度不变。第一，8 月以来地方政府专项债发行近 1.2 万亿，需要央行补充流动性，引导货币市场利率平稳运行。第二，随着疫情防控取得显著成效，9 月经济数据超预期，社融增量超预期，M2 增速继续小幅回落，外需逐步增强。第三，上周央行公开市场操作力度较大，单周逆回购操作规模达 6000 亿元。近期货币政策强调精准导向，主要是发挥结构性直达货币政策工具的作用进行精准滴灌。

货币政策基调依旧稳健，MLF 利率和规模也将保持稳定。8 月 25 日，国务院举行政策例行吹风会，定调了后面货币政策的基调依旧是稳健的。由于经济恢复势头良好，社融数据超预期，市场利率持续抬升，市场高度关注货币政策的变化，为应对市场情绪和后续专项债的顺利推进，货币政策需要有更大的确定性，那就是“三个不变”：稳健货币政策的取向不变；保持灵活适度的操作要求不变；坚持正常货币政策的决心不变。

展望后期：货币政策更加稳健中性，留出空间应对海外不确定性。为应对新冠疫情造成的经济下行压力，今年上半年的货币政策呈现宽松态势，随着复工复产的持续推进和各类经济指标的改善，目前货币政策回归中性，货币政策这一转变情况与 2019 年 3 月到 4 月有一定相似之处。两个时间段经济前期同处下行通道，后期有所回暖，因此前期均采取宽松货币政策以刺激经济，而后期货币政策边际收紧情景略有不同。去年我国经济下行的压力主要来自于内部周期性和结构性的因素。今年和去年相比，不确定因素主要来自于外部。中美关系的恶化和疫情反复对于经济的影响不确定性更强，需要灵活的货币政策来进行调节。未来货币政策可能灵活适度为主，需要根据经济实际面临的冲击和发展状况进行调整，并直达实体经济，特别加强对小微企业和民营企业的支持力度。

风险提示：货币政策边际收紧，结构性政策工具发力；中美陷入博弈僵局，海外疫情不确定性依旧。

（证券分析师：李勇　　研究助理：周璐）

行业

汽车行业月报：8 月批发&零售销量持续转正，复苏进行时

投资要点

产销层面：批发同比连续为正，中端消费占比提升

8 月狭义乘用车产量实现 164.4 万辆（同比-0.2%，环比-2.7%），批发销量实现 173.6 万辆（同比+6.9%，环比+6.1%），其中新能源乘用车批发 10 万辆（同比+40.9%，环比+20.5%）。交强险口径：狭义乘用车零售销量实现 166.3 万辆（同比+14.5%，环比+5.8%）。其中新能源 9.4 万辆，以特斯拉 Model3 为首，造车新势力中蔚来 ES6 和理想 ONE 表现最佳，自主整体强于合资。8 月自主品牌 SUV 市场份额增长明显，德系轿车市场份额明显上升，日系轿车/SUV 市场份额下降。8 月消费结构变化明显：中端消费占比提升，高/低端消费占比下降。重点车企产销层面，大部分车企产批零同比转正，长安汽车+长城汽车+东风本田+华晨宝马+长安福特表现强劲。

库存层面：企业库存减少 5.8 万辆，渠道库存增加 3.2 万辆

8 月传统车企业库存减少 5.8 万辆，2015 年 1 月以来累计为-40 万辆（2015 年以来历史同期最低值）。8 月渠道库存增加了 3.2 万辆，2015 年 1 月以来累计为 349 万辆，渠道库存系数为 2.1 月。新能源乘用车 8 月库存增加了 0.3 万辆，2015 年 1 月以来累计为 46.5 万辆，历史高位。主流自主&合资品牌小幅补库。自主中奇瑞/比亚迪/上汽库存系数较高，合资中上汽大众/广汽本田库存系数较高。

价格层面：8 月折扣率小幅攀升

根据抽样调查原理，我们建立了乘用车终端成交价格的监控体系，每月进行分析。8 月乘用车价格监控结论：折扣率小幅攀升。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 13.39%，环比 7 月下旬+0.33pct。2）主要车企 8 月

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下旬折扣率小幅扩大，折扣率增加前五的车企是东风本田+一汽大众+东风日产+一汽奥迪+华晨宝马。

投资建议：全面看多汽车板块,建议超配

全面积极看多汽车板块，核心三条主线，建议超配。1）无论 PE 还是 PB 角度，乘用车及零部件估值均较低。2）国内复工复产恢复正常+中央/地方政策相继出台+海外供应链逐步恢复，乘用车景气度重新进入复苏轨道且逐季加速。3）参照海外成熟国家，结合中国人均 GDP 及人口规模，乘用车的产销规模依然有望创历史新高。4）汽车正经历类似手机变革时代将有望改变未来人们生活方式最终实现持续提价。整车板块：短期重点看好板块性估值修复行情，各家整车均有轮涨性机会；长期整车格局重点看好“特斯拉+自主+日系”市场份额提升，重点推荐【长城汽车】，受益【吉利+广汽+长安+上汽】。零部件板块：1）特斯拉产业链核心供应商【拓普集团】；2）享受智能网联赛道行业红利，重点推荐英伟达产业链【德赛西威】+华为产业链【华阳集团+中国汽研】；3）自主 CVT 变速器龙头标的且受益商用车需求复苏的【万里扬】。

风险提示：疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期

（证券分析师：黄细里）

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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