

9 月金股组合

股票代码	股票名称
601601.SH	中国太保
002233.SZ	塔牌集团
300751.SZ	迈为股份
002643.SZ	万润股份
000157.SZ	中联重科
002048.SZ	宁波华翔
000739.SZ	普洛药业
603919.SH	金徽酒
603801.SH	志邦家居
002410.SZ	广联达

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3278.81	0.57
深证成指	13021.99	0.61
沪深 300	4651.05	0.51
中小板指	8651.32	0.44
创业板指	2572.60	1.42

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
休闲服务	3.38	医药生物	(0.52)
电气设备	2.59	房地产	(0.38)
有色金属	2.08	农林牧渔	(0.27)
家用电器	1.93	商业贸易	(0.06)
轻工制造	1.67	国防军工	0.16

资料来源：万得，中银证券

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军
(8621)20328310
jun.wang_sh@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

证券分析师：兰晓飞
(8610)66229085
Xiaofei.Lan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003

晨会聚焦-20200915

■重点关注

【固收】如何看后续降准的必要性：基于货币政策精准导向的视角*肖成哲 张鹏。根据货币政策精准导向的要求，以及内外部货币经济环境，央行当前没有必要通过降准操作来实现货币、社融的合理增长。

【银行】银行业周报：8 月信贷稳健增长，社融增速超出预期*励雅敏 林颖颖 熊颖。上周央行公布 8 月金融数据，信贷规模总体保持稳健增长，社融增速超预期继续上行，M2 增速虽有小幅下降，但 M1 增速维持上行，显示出实体经济流动性的改善。

【银行】8 月金融数据点评：社融超预期多增，M1 增速提升*励雅敏 林颖颖 熊颖。央行公布 8 月金融数据，8 月新增人民币贷款（包括非银贷款）1.28 万亿，同比多增 694 亿元。人民币贷款余额同比增速与 7 月持平为 13%。8 月新增社融 3.58 万亿，同比多增 1.39 万亿，社融余额同比增 13.3%，增速较 7 月提升 0.4 个百分点。M2 同比增 10.4%，增速较 7 月下降 0.3 个百分点。

【非银】保险资产管理产品实施细则点评：取消 25%集中度限制，保险资管产品迎重磅利好*兰晓飞。银保监会发布保险资产管理包括组合产品管理、股权及债权管理细则在内的三项细则，结合原《保险资产管理产品管理暂行办法》，形成“1+3”制度体系。本次细则主要内容包括：（1）取消保险资产管理组合 25%的集中度比例；（2）货币类产品以摊余成本计量；(3）扩大组合管理产品、股权及债权的投资范围。

【家电】家用电器行业周报：行业线上维持较好水平，持续建议关注疫情“顺周期”主线*孙谦 杨振艺 张译文。申万家用电器指数下跌 3.00%，家电板块跑输上证指数。从细分板块来看，上周中信白色家电指数、黑色家电指数、小家电指数、厨房电器指数、照明设备及厨房电器指数分别下跌 2.02%、7.18%、8.44%、6.38%、5.11%，白色家电指数表现相对较好。

【电新】电力设备与新能源行业 9 月第 2 周周报：8 月新能源汽车销量增长势头明显*沈成 朱凯。下半年光伏需求有望强势复苏，产业链各环节供需格局迎来边际改善，盈利有望修复，异质结新技术值得期待。疫情冲击新能源汽车上半年销量，下半年需求有望明显回暖，长期高增长可期；中游竞争格局持续优化，全球供应链加速导入；上游锂钴基本面筑底，供需格局有望持续优化。电力设备方面，电网工程投资连续强复苏，将有超过 10 条特高压线路开始进入建设周期，核心供货企业有望显著受益。

【汽车】汽车行业周报：8 月汽车销量持续回暖，北京、上汽发布氢能规划*朱朋。8 月乘用车销量同比增长 6.0%，实现自 5 月以来第四个月正增长；商用车同比增长 41.6%，受政策和基建等推动继续高速增长。随着乘用车旺季到来，9 月末北京车展新品投放，各地商用车利好政策延续，预计 9 月汽车销量持续向好。

【通信】通信行业 2020 年中报综述：稳中有进，流量穿越周期、5G 点亮未来*庄宇。通信行业上半年受疫情影响较小，整体平稳增长，受益于流量红利的增值服务业务高速增长。四季度一手抓景气度高企的流量红利板块中高增长的公司，一手抓 5G 应用产业链中诞生的新龙头。

重点关注

【固收】如何看后续降准的必要性：基于货币政策精准导向的视角

肖成哲 张鹏

根据货币政策精准导向的要求，以及内外部货币经济环境，央行当前没有必要通过降准操作来实现货币、社融的合理增长。

下半年以来，逐步回归常态的货币政策更加强调精准导向和直达性。这预示我国货币政策或将从以“货币乘数工具”为主转向以“基础货币工具”为主，从以“预支型”操作为主转向以“报销型”操作为主，将不再单一依赖降准推动广义货币 M2 扩张。

与定向降准的模式相比，定向增加基础货币的操作具有事后投放和精准匹配的特征，是一种“报销型”的货币政策操作，更有利于货币政策实现精准性和直达性的调控。近期美元指数的回落使中国央行有条件在保持合意汇率的前提下，适度定向增加基础货币供给，支持金融机构增加对制造业企业、中小微企业的信贷投放。

依据“社融/货币比例相对稳定”和“下半年 M2 常态增长”两个逻辑，我们预计 2020 年底 M2 存量将达到约 220 万亿。

基于近年来基础货币供给情况的情景分析显示，尽管当前偏低的超储率在年底前可能向 2%水平回升，但**只要美元延续弱势，央行仍然可以在不降准条件下，通过基础货币工具的操作使 M2 达到上述预测值。**

风险提示：基础货币及 M2 增长不及预期，对债券市场形成负面冲击。

【银行】银行业周报：8 月信贷稳健增长，社融增速超出预期

励雅敏 林颖颖 熊颖

上周央行公布 8 月金融数据，信贷规模总体保持稳健增长，社融增速超预期继续上行，M2 增速虽有小幅下降，但 M1 增速维持上行，显示出实体经济流动性的改善。进入 9 月，在市场对中报业绩利空预期落地后，银行估值安全垫进一步夯实。经过前期调整，目前银行板块估值对应 2020 年为 0.74xPB，具备低估值、低仓位的特点，我们认为随着国内经济形势的逐步转好，板块后续季度配置意愿有望提升，看好板块绝对收益。个股方面，建议关注基本面稳健的优质个股（招商银行、宁波银行等），以及基本面改善的低估值股份行（光大银行等）。

银行：过去一周 A 股银行板块下跌 0.26%，同期沪深 300 指数下跌 3.00%，A 股银行板块跑赢沪深 300 指数 2.74 个百分点。按中信一级行业分类标准，银行板块涨跌幅排名 1/29。不考虑次新股，16 家 A 股上市银行涨幅靠前的是招商银行（+1.20%）、建设银行(+0.65%)；涨幅靠后的是宁波银行 (-3.41%)、浦发银行 (-1.49%)。次新股里涨幅靠前的是成都银行（+2.63%）、青岛银行（+0.19%）。14 家 H 股上市银行涨幅靠前的是中国银行(+2.01%)、招商银行(+1.61%)。**信托：**中航资本、爱建集团、陕国投 A、安信信托、经纬纺机分别下跌 6.54%/4.05%/2.77%/2.44%/2.22%。

行业新闻回顾：1）8 月新增人民币贷款 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元；8 月新增社融 3.58 万亿元，同比多增 1.39 万亿元，8 月 M2 同比增 10.4%，社融同比增 13.3%。（央行）；2）2020 年 8 月 PPI 同比下降 2.0%，环比上涨 0.3%；8 月 CPI 同比上涨 2.4%，环比上涨 0.4%（统计局）；3）以人民币计价，8 月份全国出口总值同比增长 11.6%（7 月为 10.4%），进口总值同比下降 0.5%（7 月为增长 1.6%）（海关总署）；4）央行营管部称，2020 年前 8 个月，累计办理再贴现 488 亿元，同比增长 56%（北京商报）；5）截至 8 月底，今年累计发行地方债 4.96 万亿元，其中，新增债券 3.75 万亿元，再融资债券 1.21 万亿元（财政部）；6）习近平主持召开中央财经委员会第八次会议，研究畅通国民经济循环和现代流通体系建设问题（新华社）；7）邮储银行关于对二级资本债券行使赎回选择权的公告：截至 2020 年 9 月 9 日，本行 2015 年 9 月发行的规模为人民币 250 亿元的 10 年期二级资本债券，经银保监会批准，已全额赎回；8）浦发银行关于赎回二级资本债券的公告：截至 2020 年 9 月 10 日，本行 2015 年 9 月发行的规模为人民币 300 亿元的二级资本债券，经银保监会批准，已全额赎回；9）交通银行股东减持股份计划实施结果及股东权益变动提示性公告：自 2020 年 7 月 2 日至 9 月 9 日，社保基金会减持本公司 A 股 7.43 亿股，占本公司已发行普通股股份总数的 1%；10）光大银行关于获准发行无固定期限资本债券的公告：监管部门同意本行公开发行不超过 400 亿元人民币无固定期限资本债券；11）青岛银行关于全资子公司青银理财有限责任公司获准开业的公告：本行理财子公司注册资本为 10 亿元人民币，已获准开业；12）招商银行董事会决议公告：会议选举缪建民先生担任公司第十一届董事会董事长；13）上海银行董事会决议公告：公司聘任朱健先生为上海银行行长。

资金价格：过去一周，央行净投放资金 2,300 亿，其中逆回购投放 6,200 亿，逆回购到期 3,900 亿。下周逆回购到期 6,200 亿，MLF 到期 2,000 亿。银行间拆借利率走势不一，7 天 Shibor 利率下降 5bp 至 2.16%，1 月期/6 月期 Shibor 利率分别上升 17bp/6bp 至 2.56%/2.94%。国债收益率走势向上，1 年期国债收益率上升 1bp 到 2.60%，10 年期国债收益率上升 1bp 到 3.13%。

理财价格：理财产品平均年收益率(万得)为 3.83%，较上周上升 9bp。

信托市场回顾：9 月截至上周，集合信托共成立 440 只，成立规模 404.68 亿元，平均期限 2.50 年，平均预期收益率为 6.59%，较上期下降 22bps。

同业存单：1 月 AAA+级同业存单利率上升 36bp 至 2.59%，3 月 AAA+级同业存单利率上升 3bp 至 2.65%，6 月 AAA+级同业存单利率上升 11bp 至 2.99%。8 月末同业存单余额为 11.03 万亿元，较 7 月末增加了 3470.6 亿元。

债券融资市场回顾：据万得统计，9 月截至上周，非金融企业债券净融资规模-5,645 亿元，其中发行规模 5,000 亿元，偿还规模 10,644 亿元。

风险提示：经济下行导致资产质量恶化超预期。

【银行】8 月金融数据点评：社融超预期多增，M1 增速提升

励雅敏 林颖颖 熊颖

央行公布 8 月金融数据，8 月新增人民币贷款（包括非银贷款）1.28 万亿，同比多增 694 亿元。人民币贷款余额同比增速与 7 月持平为 13%。8 月新增社融 3.58 万亿，同比多增 1.39 万亿，社融余额同比增 13.3%，增速较 7 月提升 0.4 个百分点。M2 同比增 10.4%，增速较 7 月下降 0.3 个百分点。

8 月信贷增量符合预期，居民和企业信贷需求改善

8 月信贷新增 1.28 万亿（包括非银贷款），符合我们和市场预期，同比多增 694 亿。8 月居民信贷进一步修复，新增 8415 亿，同比多增 1877 亿。居民信贷结构中，短期和中长期贷款需求均有改善，分别增 2844 亿、5571 亿，同比多增 846 亿、1031 亿。从企业信贷来看，虽然 8 月新增规模（5797 亿）不及去年同期（8513 亿），但结构有所优化，增量中企业一般性贷款占比提升。8 月票据延续压降态势，下降 1676 亿，同比多降 4102 亿；而企业中长期信贷积极投放，新增 7252 亿，同比多增 2946 亿；企业短贷增 47 亿，同比多增 402 亿元。展望 9 月，我们认为随着经济的逐步向好，银行信贷投放节奏更趋稳健，综合考虑季末时点因素，预计 9 月新增信贷规模为 1.8 万亿-2.0 万亿（vs2019 年 9 月 1.7 万亿）。

社融超预期多增，政府债拉动社融增速冲高

8 月社融超预期多增，新增社融 3.58 万亿，社融余额同比增速较 7 月提升 0.4 个百分点至 13.3%，8 月社融增速也创下了 2018 年 3 月以来新高。其中，政府债是带动社融增速提升的最重要因素，8 月新增政府债 1.38 万亿，同比多增 8741 亿。8 月表外融资回正，未贴现承兑汇票、信托贷款和委托贷款三者合计新增 710 亿，同比多增 1725 亿。8 月企业债新增 3633 亿，同比多增 249 亿。结合表内信贷、债券融资以及表外融资数据来看，我们认为在国内疫情防控得当情况下，企业融资需求改善。股票融资规模继 7 月后进一步走高，8 月新增 1282 亿，同比多增 1026 亿。

财政存款多增拖累 M2 增速，M1 增速进一步提升

8 月新增人民币存款 1.94 万亿，同比多增 1400 亿。其中，企业和居民存款分别新增 3973 亿、7491 亿，同比多增 1259 亿、1699 亿，预计前期企业和居民存款流入股市对银行存款带来的压力缓解，对应 8 月非银机构存款下降 2612 亿，同比多降 9910 亿。财政存款 8 月新增 5339 亿，同比多增 5244 亿，拖累了 M2 同比增速较 7 月放缓 0.3 个百分点至 10.4%，但 M1 增速较 7 月提升 1.1 个百分点至 8.0%，M1 增速的提升反映了企业现金流的改善。

投资建议：

随着国内疫情防控得当以及经济形势的转好，实体经济经营活力改善。8 月信贷增量符合预期，居民和企业信贷需求延续改善趋势，政府债的超预期多增带动社融增速冲高。经过前期调整，银行目前估值对应 2020 年为 0.74xPB，具备低估值、低持仓的特点，看好板块绝对收益。个股方面，建议关注基本面稳健的优质个股（招商银行、宁波银行等），以及基本面改善的低估值股份行（光大银行等）。

风险提示：经济下行导致资产质量恶化超预期。

【非银】保险资产管理产品实施细则点评：取消 25%集中度限制，保险资管产品迎重磅利好

兰晓飞

银保监会发布保险资产管理包括组合产品管理、股权及债权管理细则在内的三项细则，结合原《保险资产管理产品管理暂行办法》，形成“1+3”制度体系。本次细则主要内容包括：（1）取消保险资产管理组合 25%的集中度比例；（2）货币类产品以摊余成本计量；（3）扩大组合管理产品、股权及债权的投资范围。

“1+3”制度框架，保险资产管理迎重磅新规。银保监会于 9 月 11 日正式发布《组合类保险资产管理产品实施细则》、《债权投资计划实施细则》及《股权投资计划实施细则》。该三项细则系 3 月 25 日监管出台的《保险资产管理产品管理暂行办法》的配套实施细则。针对保险资产管理的“1：管理办法+3：配套细则”的制度框架搭建完毕。

《组合类保险资产管理产品实施细则》：扩大投资范围+25%集中度比例取消+货币类产品允许以摊余成本法计量。（1）保险资管组合类产品，是保险资产管理机构向合格投资者非公开发行的。此次保险资管组合产品销售渠道除机构投资者外，再添个人投资者，预计将主要服务于保险机构的高净值客户。（2）增添“大额存单、同业存单”，股票定义规范至“上市或挂牌交易的股票”，保险资管组合类产品拓宽投资范围。（3）25%集中度比例上限取消，利好保险资管产品销售。原有组合类产品投资于单一股票、基金、资管产品的市值，不得超过该产品净资产 25%；本次正式稿取消了集中度比例限制。（4）货币类产品允许用摊余成本法，成本优于基金类产品。由于险资产品中货币类产品占比较大，采用摊余成本法后，险资货币类产品相对高收益、低成本的优势凸显，成为最大刺激销售利好。

《债权投资计划实施细则》：允许不超过 40%的募集资金用于补充营运资金。细则主体完善了债权投资计划资金投向及信用增级要求，主要内容包括：（1）统一基建及非基建不动产债权投资计划的资质条件。（2）拓宽债权投资范围，为了满足实体企业融资要求，允许不超过 40%的募集资金用于补充营运资金。（3）适度放宽信用增级条件，取消产品发行规模和担保人净资产挂钩的要求。债权计划除了拓宽资金用途，满足更多保险资金配置需求外，取消了部分限制性条件。

《股权投资计划实施细则》：可转债、可转普通股的优先股纳入投资范围。（1）股权投资拓展投资范围，增加上市公司定向增发、大宗交易、可转债、可转普通股的优先股等，引导险资作为长期资产入市。（2）设置上限 80%的私募股权基金、创投基金比例。（3）监管约束信息披露及登记时限等。

风险提示：

保障型产品保费增速不及预期；市场波动对投资收益、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性；疫情蔓延程度超预期。

【家电】家用电器行业周报：行业线上维持较好水平，持续建议关注疫情“顺周期”主线

孙谦 杨振艺 张译文

上周上证综指下跌 2.83%，沪深 300 指数下跌 3.00%，申万家用电器指数下跌 3.00%，家电板块跑输上证指数。从细分板块来看，上周中信白色家电指数、黑色家电指数、小家电指数、厨房电器指数、照明设备及厨房电器指数分别下跌 2.02%、7.18%、8.44%、6.38%、5.11%，白色家电指数表现相对较好。

子板块核心数据追踪：

白色家电：奥维云网 2020 年 36 周数据显示，空调、冰箱、洗衣机线下渠道零售额分别同比下滑 49%、下滑 46%、下滑 45%；线上渠道零售额分别同比增长 82%、增长 50%、增长 13%，近几周白电线上表现持续较好。

厨房电器：奥维云网 36 周数据显示，油烟机线下渠道零售额同比下滑 29%，线上渠道零售额同比下滑 16%，同比增速相对上一周有所回落。集成灶线下零售额同比增长 12%，线上零售额同比增长 10%，年内终端表现自 3 月起均较为良好。

小家电：奥维云网 36 周数据显示，洗碗机、电饭煲、料理机、养生壶、破壁机、扫地机器人线下渠道零售额分别同比下滑 28%、下滑 48%、下滑 41%、下滑 57%、下滑 41%、下滑 48%；线上渠道零售额分别同比增长 57%、增长 14%、持平、增长 21%、增长 22%、增长 37%。从数据来看，小家电线上数据表现仍维持较好水平，养生壶增速提振明显。

投资建议

我们维持建议关注地产竣工回暖带动的疫情“顺周期”主线。具体建议关注：

老板电器：房地产竣工回暖下工程渠道增长具备高确定性。下半年房地产竣工增速有望转正并持续至 2021 年。老板电器作为传统厨电龙头有望在零售及工程渠道双重收益。

格力电器：低估值行业龙头，推进渠道变革提升效率。公司即将在下半年推行销售体系变革，精简销售层级、提升分销效率和灵活性。未来，伴随渠道变革逐步推进及库存合理后出货端恢复，公司基本面将得到改善。

美的集团：内需回暖下具备较强业绩确定性。1）海外疫情对家电出口影响低于预期，国内需求逐渐恢复。2）美的各类家电渠道库存均保持在较低水位，将直接受益下半年疫情“顺周期”家电品类销售回暖。3）渠道平台搭建完善，小家电品类扩张的边际成本较低。

海尔智家：港股私有化治理结构进一步理顺，内部效率提升带动长期利润率上行。若能海尔电器私有化方案顺利实施，除了明显增厚海尔智家归母净利润外，还有助于企业梳理内部治理结构，提升运营效率，长期利润率有望上行。

风险提示

1）宏观经济不及预期；2）新冠疫情重新加重；3）家电行业价格战加剧；4）天气因素对家电特别是空调产生的影响等。

【电新】电力设备与新能源行业 9 月第 2 周周报：8 月新能源汽车销量增长势头明显

沈成 朱凯

下半年光伏需求有望强势复苏，产业链各环节供需格局迎来边际改善，盈利有望修复，异质结新技术值得期待。疫情冲击新能源汽车上半年销量，下半年需求有望明显回暖，长期高增长可期；中游竞争格局持续优化，全球供应链加速导入；上游锂钴基本面筑底，供需格局有望持续优化。电力设备方面，电网工程投资连续强复苏，将有超过 10 条特高压线路开始进入建设周期，核心供货企业有望显著受益。

本周板块行情：本周电力设备和新能源板块下跌 2.44%，其中风电板块上涨 3.69%，光伏板块上涨 2.37%，发电设备下跌 0.85%，新能源汽车指数下跌 3.7%，核电板块下跌 4.41%，锂电池指数下跌 4.84%，工控自动化下跌 5.26%。

本周行业重点信息：新能源汽车：乘联会：8 月新能源汽车销量增长势头明显，批发销量突破 10 万辆，同比增长 43.7%，环比增长 23.9%；作为榜首的特斯拉 Model 3 的 8 月销量为 11,811 辆，较 7 月 1.1 万销量再增长 7.2%。据韩媒报道，比亚迪将向奔驰母公司戴姆勒供应刀片电池。**新能源发电：**保利协鑫首期 5.4 万吨颗粒硅项目开工扩建，总投资 47 亿元，计划分两期建设，一期于 2021 年 6 月年产能扩至 3 万吨，2021 年底年产能扩至 5.4 万吨。斯坦得集团拟建设 6GW 叠瓦组件及 1GW 异质结电池基地，项目分两期实施，一期新上 1GW 共 3-4 条高效组件生产线，实现年销售额约 5 亿元，二期建设 5GW 高效叠瓦组件及 1GW 异质结电池生产基地。宁德时代正筹建钙钛矿研究团队拟进军光伏领域。

本周公司重点信息：比亚迪：新能源汽车 8 月销量 1.53 万辆，去年同期 1.67 万辆；本年累计 9.11 万辆，去年累计 17.89 辆。**隆基股份：**公司与通威股份于 1 月 22 日签订了《硅片销售框架合同》，2020 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间，公司向通威股份销售单晶硅片数量合计为 48 亿片（其中 2020 年、2021 年、2022 年合同数量分别为 14 亿片、16 亿片、18 亿片）；现将 2021 年度单晶硅片采购数量合计调整为 26 亿片。**赣锋锂业：**①本次发行可转换公司债券募集资金总额为 21.08 亿元（含发行费用），募集资金用于认购 Minera Exar 公司部分股权项目、万吨锂盐改扩建项目和补充流动资金。②公司董事戈志敏先生因工作调整原因辞去公司董事和战略委员会委员职务。**福斯特：**公司决定通过自筹资金进行年产 2.5 亿平方米光伏胶膜和年产 1.1 亿平方米光伏背板项目的投资，上述项目由公司在嘉兴经济技术开发区设立的全资子公司实施，项目总投资 10.2 亿元人民币。**欣旺达：**“陕国投·欣旺达第 2 期员工持股集合资金信托计划”已通过大宗交易方式买入欣旺达股票 1,333.42 万股，占公司现总股本 15.69 亿股的 0.85%，成交价格每股 23.13 元。**当升科技：**拟向控股股东矿冶集团发行股份购买其持有的常州当升 31.25%的少数股权，本次交易完成后，常州当升将成为当升科技全资子公司。

风险提示：疫情影响超预期；投资增速下滑；政策不达预期；价格竞争超预期；原材料价格波动。

【汽车】汽车行业周报：8 月汽车销量持续回暖，北京、上汽发布氢能规划

朱朋

8 月乘用车销量同比增长 6.0%，实现自 5 月以来第四个月正增长；商用车同比增长 41.6%，受政策和基建等推动继续高速增长。随着乘用车旺季到来，9 月末北京车展新品投放，各地商用车利好政策延续，预计 9 月汽车销量持续向好。新能源汽车销量同比增长 25.8%，销量刷新月度记录，主要是新能源汽车下乡活动开展、各地推出扶持政策拉动需求，以及去年同期补贴退坡基数较低。预计随着下乡活动的推广，新能源汽车将延续增长势头。北京发布氢能产业规划，计划在 2025 年前培育 5-10 家具有国际影响力的氢燃料电池汽车产业链龙头企业，力争实现氢燃料电池汽车累计推广量突破 1 万辆，氢燃料电池汽车全产业链累计产值突破 240 亿元。上汽发布“氢战略”，在 2025 年前上汽将推出至少十款氢燃料电池整车产品，上汽捷氢科技达到百亿级市值，建立起千人以上燃料电池研发运营团队，形成万辆级燃料电池整车产销规模，市场占有率在 10%以上。在政府、车企等多方推动下，燃料电池产业链有望迎来快速发展，建议关注产业链个股。

主要观点

8 月乘用车销量同比增长 6.0%，商用车同比增长 41.6%。根据中汽协数据，8 月乘用车销售 175.5 万辆，同比增长 6.0%，环比增长 5.4%；商用车销售 43.1 万辆，同比增长 41.6%，环比下降 3.5%。其中客车销量共计 3.5 万辆，同比下降 9.5%；卡车销售 39.6 万辆，同比增长 49.0%，细分市场均实现高速增长，重卡销售 13.0 万辆，同比增长 77.5%。乘用车销量实现自 5 月以来第四个月度正增长，主要是国内经济复苏，消费信心提振，成都车展新品投放刺激市场等利好因素推动。随着乘用车旺季到来，9 月末北京车展新品投放，各地商用车利好政策延续，基建工程启动带动工程车需求回升，预计 9 月汽车销量持续向好。乘用车企销量表现较为分化，豪华车、丰田等主流合资品牌、长安汽车等自主头部车企表现较好，相关车企及供应链有望受益。

8 月新能源汽车销量同比增长 25.8%，销量刷新月度记录。根据中汽协数据，8 月新能源汽车销售 10.9 万辆，同比增长 25.8%，环比增长 11.7%。新能源乘用车销售 10.0 万辆，同比增长 23.1%，其中五菱宏光 MiniEV、特斯拉 Model 3 等销量领先；商用车销量 0.9 万辆，同比增长 65.8%，其中宇通客车、比亚迪等新能源客车销量领先。新能源汽车销量继 7 月实现今年首次增长后，8 月再度增长并刷新月度历史记录，主要是新能源汽车下乡活动开展、各地推出扶持政策拉动需求，以及去年同期补贴退坡基数较低。预计随着新能源下乡活动的推广，以及下半年经济持续复苏销售旺季到来，新能源汽车将继续保持快速增长势头。

北京发布氢能产业规划，上汽首发“氢战略”。9 月 8 日北京市经信局发布《北京市氢燃料电池汽车产业发展规划（2020-2025 年）》，计划在 2025 年前培育 5-10 家具有国际影响力的氢燃料电池汽车产业链龙头企业，力争实现氢燃料电池汽车累计推广量突破 1 万辆，氢燃料电池汽车全产业链累计产值突破 240 亿元。9 月 13 日上汽集团对外发布行业首个“氢战略”，在 2025 年前上汽计划实现“十、百、千、万”四大目标，暨推出至少十款氢燃料电池整车产品，上汽捷氢科技达到百亿级市值，建立起千人以上燃料电池研发运营团队，形成万辆级燃料电池整车产销规模，市场占有率在 10%以上。目前国内燃料电池汽车尚处发展初期，北京、上汽等地方政府及车企发布氢能产业规划，为燃料电池汽车发展提供战略指引和顶层设计，有望助力技术突破，推动相关产业链的发展。预计后续中央相关产业利好政策有望出台，燃料电池产业链将持续受益，建议关注腾龙股份、亿华通、潍柴动力等。

重点推荐

整车：乘用车销量回暖但车企分化加剧，推荐上汽集团、长城汽车、长 安汽车，关注广汇汽车；重卡 2020 年仍有望维持高景气，推荐潍柴动 力，关注威孚高科、中国重汽。

零部件：关注低估值、产品升级、客户拓展等细分领域，以及优势车企 供应链，推荐华域汽车、万里扬、凯众股份等，关注隆盛科技、华阳集 团等。

新能源：新能源汽车销量短期承压，长期仍有较大发展空间，推荐国内 龙头比亚迪，以及受益特斯拉及大众 MEB 国产的拓普集团、宁波华翔、 银轮股份、精锻科技，关注富奥股份、常熟汽饰。

智能网联：辅助驾驶加速渗透，5G 推动车联网发展，推荐伯特利、均胜电子，建议关注德赛西威、保隆科技。

评级面临的主要风险

1）汽车销量不及预期；2）贸易冲突升级；3）产品降价及毛利率下滑。

【通信】通信行业 2020 年中报综述：稳中有进，流量穿越周期、5G 点亮未来

庄宇

通信行业上半年受疫情影响较小，整体平稳增长，受益于流量红利的增值服务业务高速增长。四季度一手抓景气度高企的流量红利板块中高增长的公司，一手抓 5G 应用产业链中诞生的新龙头。

受益于 5G 商用开启，通信行业下游需求持续改善，行业营收稳步增长。上半年电信业务量同比增长 19.3%，收入同比增长 3.2%，为近年最高。三大运营商收入稳定增长，上半年 5G CAPEX 共计 879 亿元、建成基站 39.8 万座，下半年将持续 5G 网络建设投资。业务层面，运营商发力拓展 5G 用户及增值服务业务，缓解了 4G 用户渗透率瓶颈以及 OTT 挤压下的"管道化"危机。

设备商攻城略地，产业链业绩增速触底回升，受益于流量红利的板块表现较突出。此次疫情对全球 5G 建设影响不大，在运营商的支持下，主设备商订单数、基站出货量持续攀升，使得行业营收和利润降幅逐季度收窄，剔除异常公司后，通信行业上半年利润同比减少 11.15%。分板块来看，无限配套（+20.78%）和移动转售（+11.91%）利润增速最快，5G 建设端上行周期红利已经开始释放。另外，受益于流量红利，光通信下的光模块以及 IDC 板块景气度很高。

四季度投资策略：一手抓流量，一手抓应用，两手都要"硬"。机构在 Q2 大幅度减配通信行业，与市场观点不同，我们认为诱因是 5.15 华为再受制裁，主因是行业估值与配置正常规律。机构对通信行业的配置，会随着业绩上行周期的来临再次回升，但是配置结构会发生变化。5G 上行周期看业绩说话，业绩的流量弹性更大，高景气度、高增长的板块中，建议关注光模块行业和 IDC 行业。另外，5G 应用新格局，挖掘新的硬件产业链，寻找最先落地并可能形成较好商业模式的 5G 应用，建议关注车联网行业。

评级面临的主要风险

中美摩擦加剧可能引致更多外部环境不确定性。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高	S1300519050002	gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛	S1300120030020	tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵	S1300516090001	qibing.zhu@bocichina.com
张晓娇	S1300514010002	xiaojiao.zhang@bocichina.com
王大林	S1300520060003	dalin.wang@bocichina.com
刘立品	S1300119080013	lipin.liu@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲	S1300520060005	chengzhe.xiao@bocichina.com
王开	S1300119100023	kai.wang@bocichina.com
张鹏	S1300520090001	peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君	S1300519060003	jun.wang@bocichina.com
徐沛东	S1300518020001	peidong.xu@bocichina.com
郭晓希	S1300119040001	xiaoxi.guo@bocichina.com
王永健	S1300520060006	yongjian.wang@bocichina.com

金融工程

郭军	S1300519070001	jun.guo@bocichina.com
郭杰磊	S1300120030014	jielei.guo@bocichina.com

银行研究团队

励雅敏	S1300517100003	yamin.li@bocichina.com
林颖颖	S1300519080004	yinyin.lin@bocichina.com
熊颖	S1300118080005	yin.xiong@bocichina.com

非银金融研究团队

兰晓飞	S1300511040003	xiaofei.lan@bocichina.com
娄文青	S1300119070025	wenqing.lou@bocichina.com
张天愉	S1300119080020	tianyu.zhang@bocichina.com

建筑建材研究团队

王军	S1300511070001	jun.wang_sh@bocichina.com
余斯杰	S1300520060001	sijie.yu@bocichina.com

煤炭研究团队

唐倩	S1300510120036	qian.tang@bocichina.com

电新研究团队

沈成	S1300517030001	cheng.shen@bocichina.com
李可伦	S1300518070001	kelun.li@bocichina.com
朱凯	S1300518050002	kai.zhu@bocichina.com
张咪	S1300519090001	mi.zhang@bocichina.cim

机械研究团队

杨绍辉	S1300514080001	shaohui.yang@bocichina.com
陶波	S1300520060002	bo.tao@bocichina.com

化工研究团队

余嫄嫄	S1300517050002	yuanyuan.yu@bocichina.com
王海涛	S1300518020002	haitao.wang@bocichina.com
鞠龙	S1300519060002	long.ju@bocichina.com

医药研究团队

邓周宇	S1300517050001	zhouyu.deng@bocichina.com

食品饮料研究团队

汤玮亮	S1300517040002	weiliang.tang@bocichina.com
邓天娇	S1300519080002	tianjiao.deng@bocichina.com
毕翘楚	S1300520040001	qiaochu.bi@bocichina.com

家电研究团队

孙谦	S1300520070001	qian.sun@bocichina.com
杨振艺	S1300520090002	zhenyi.yang@bocichina.com
张译文	S1300520090004	yiwen.zhang@bocichina.com

轻工研究团队

杨志威	S1300515060001	zhiwei1.yang@bocichina.com
刘凯娜	S1300519050001	kaina.liu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿	S1300518090001	sirui.yang@bocichina.com
孙业亮	S1300519080001	yeliang.sun@bocichina.com

通信研究团队

庄宇	S1300520060004	yu.zhuang@bocichina.com

电子研究团队

赵琦	S1300518080001	qi.zhao@bocichina.com
王达婷	S1300519060001	dating.wang@bocichina.com

汽车研究团队

朱朋	S1300517060001	peng.zhu@bocichina.com

披露声明

本报告节选自正式发布的证券研究报告，完整内容及观点以相关报告发布当日的证券研究报告为准。撰写相关报告的的证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1）基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2）中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司
2/F，1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司
美国纽约市美国大道1045号
7BryantPark15楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371