东吴证券晨会纪要

2020 年 09 月 14 日

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

宏观策略

宏观点评：社融拐点或延后至明年一季度

展望后市，年内政府债券净融资尚余 2.8 万亿，而去年同期为 1.1 万亿，政府债券净融资单月高点已经结束，同比 1.7 万亿的增量仍对后续社融数据形成支撑。乐观情形下，若信贷和非标韧性延续（假设除政府债券外社融持平去年同期），则全年社融存量增速将继续上行至 13.5%，这就意味着信用扩张的拐点的出现有可能由此而延后，因此短期内货币政策仍将保持定力，央行在调控上仍将坚持结构性的精准滴灌，短期内降准降息的概率进一步降低。

策略周评：东吴策略·行业风火轮——中流砥柱：关注制造业投资回暖

我们目前预计上市公司业绩改善的顶点将出现在明年一季度前后，往后能支撑业绩持续改善的，我们认为有个小概率上行风险：制造业投资的持续回暖，如果能观测到这一点，那么牛市可能走的比现在更长远一些。

目前代表需求的出口及景气的 PMI 已快速修复，但企业经营信心偏弱，制造业投资增速仍处低位。

我们观察到制造业中长贷款及工业用地过去五个月持续改善，若未来三个月贷款及工业用地投资持续改善，制造业投资持续回暖的可能性将大幅提高。

制造业投资回暖将对明年的宏观假设造成较大改变，而相应设备投资，包括机械设备、电气设备子领域值得关注。

固收金工

固收周报：一周策略：国内经济恢复企稳，国际形势复杂多变（2020 年第 35 期）

专题：写在电视辩论之前|2020 通往白宫之路系列⑦:特朗普支持率见底，大选进入冲刺阶段。尽管美国疫情仍尚未得到有效遏制，依然存在局部小规模的关于种族主义的示威活动，但民众对于这类事件的直接反应已经逐步消退，特朗普的支持率从快速下滑开始企稳。9-10 月大选将进入电视辩论阶段，电视辩论后民众的支持倾向可能对最终结果有所预示，同时特朗普在 2016 年的电视辩论表现较好，因此拜登当前的领先未必可以转化为最终的胜利。

固收周报：欧央行留政策后手，无协议脱欧概率增

一周观点：（1）拜登仍在摇摆州保持领先优势，电视辩论即将拉开帷幕；（2）美股美债波动率长周期来看存“共振”，“新”变化来自震荡中枢相向而行；（3）大类资产表现：黄金、美元、欧元、瑞士法郎走高；美利率债收益率、信用债收益率走低，美收益率曲线边际趋平。

风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

固收周报：【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率整体上升，信用利差扩大

本周（9 月 6 日-9 月 13 日）一级市场信用债（包括短融、中

票、企业债和公司债）共发行 178 支，总发行量 1901.84 亿元，较上周增加了 224.14 亿元，总偿还量 1873.04 亿元，较上周增加了 454.53 亿元，净融资额 28.80 亿元，较上周减少了 230.40 亿元。

固收点评：【东吴固收李勇 ·可转债投资价值分析】赛力转债：积极布局 SPD 板块的医疗仪器耗材标的

赛力转债条款中规中矩，转债存续期为 6 年，中证鹏元评级为 AA-/AA-，初始转股价为 16.98 元/股。以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.892%（09/11）计算，纯债价值为 82.02 元，债底保护一般。按照 9 月 11 日赛力斯的收盘价 17.13 元计算，转换价值为 100.88 元。参考相似转债，我们预计赛力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 至 119 元的区间。

风险提示：两票制影响行业格局；公司现金流承压；业务拓展不及预期；股权质押风险（其第一大股东天津市瑞美科学仪器有限公司持股 40.06%）。

固收周报：风险信息周报（2020.09.07-2020.09.13）

事件

负面信息：本周（9 月 7 日-9 月 13 日）负面信息共 4 条。重点关注：中国泛海控股集团有限公司被联合资信下调评级展望至负面；渤海租赁股份有限公司发行的“19 渤海租赁 SCP002”本息展期；海口美兰国际机场有限责任公司发行的“19 美兰机场 SCP001”本息展期；泰禾集团股份有限公司发行的“17 泰禾 MTN002”违约。

固收周报：利率债周报：十年期国债收益率高位震荡，密切关注货币政策转向（2020 年第 35 期）

展望后期：从基本面来看，8 月份中国出口波动中修复，得益于新基建的快速布局，国内需求恢复向稳，企业投资活动边际改善。市场近期主要表现为市场利率围绕政策利率不断波动，人民银行的货币政策走势很大程度上影响未来利率变动。以前经验来看，往往在货币政策收紧前期会伴随着基础货币的收紧，建议密切关注 DR007 指标，若 DR007 连续多日高于逆回购 7D 利率 2.2%意味着未来货币政策有可能收紧，从本周来看 DR007 利率出现回落，近一个月政策发生转向的可能性较小，未来仍需进一步跟踪该项指标。我们认为十年期国债收益率年内将在 3.0%-3.2%区间内高位震荡，更多政策动态建议关注 10 月底政治局会议。

固收周报：本周股市大幅调整，关注转债投资机会

（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 2300 亿元，整体来看货币政策仍维持灵活适度，边际略有收紧。8 月经济数据表明国内经济恢复态势良好，而海外疫情仍未有效遏制，预计未来汇率波动或小幅走强。十三部门联合发文推动物流业制造业深度融合，制造业转型、智能物联网是未来大趋势。当前偏股型转债估值水平普遍较高。

（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或衍生机会，但需合理控制风险。食品饮料、医药生物等持续较热。可关注低估值绩优蓝筹股。长期仍看好新基建、新能源等板块，代表标的有隆 20 转债、恩捷转债等。当前需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

固收点评：8 月金融数据点评：社融新增大超市场预期，M2

增速小幅回落

2020 年 9 月 11 日，央行公布 2020 年 8 月金融数据。8 月份人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元。月末人民币贷款余额 167.47 万亿元，同比增长 13%，增速与上月末持平，比上年同期高 0.6 个百分点。2020 年 8 月社会融资规模增量为 3.58 万亿元，比上年同期多 1.39 万亿元。8 月末社会融资规模存量为 276.74 万亿元，同比增长 13.3%。广义货币(M2)余额 213.68 万亿元,同比增长 10.4%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.2 个百分点。

行业

数字金融专题系列一：互联网借贷研究框架：监管博弈

引言：我们基于对消费金融的长期研究，发布互联网借贷研究框架，提出关键词“监管博弈”，看好产业前景的同时，认为可能制约产业发展的核心是监管压力。当前时点研究互联网借贷的背景：①金融科技巨头纷纷启动上市；②互联网消费金融产业高速发展的同时，监管政策不断革新。

建筑材料行业跟踪周报：水泥价格持续上涨

水泥：需求恢复加快，首推华东、中南。秋季施工速度加快，水泥市场全面复苏。下半年基于旺季+灾后重建+专项债项目放量三大逻辑，看好华东淡旺季切换以及中南灾后重建，标的上峰水泥、华新水泥、塔牌集团、海螺水泥等。

玻璃玻纤：价格稳定，去库良好。1）玻璃终端需求强劲，玻纤市场价格趋涨，供应偏紧。2）受益供给端压力减轻以及需求增长，看好低库存前提下需求旺季推动的涨价行情，关注龙头中国巨石、长海股份、旗滨集团。

消费建材：维持中期看好。中期受益后周期竣工回升以及精装房渗透率提升带来的需求双击，叠加本轮政策放松后的信用扩张，关注细分市场龙头三棵树、东方雨虹、蒙娜丽莎、坚朗五金、科顺股份等。

机械设备行业跟踪周报：建议重点关注高景气持续的工程机械和光伏设备板块

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【晶盛机电】【杭可科技】【柏楚电子】

【建设机械】【华测检测】【广电计量】【浙江鼎力】【恒立液压】

行业点评报告：可再生能源十四五前瞻，国内风+光年化装机有望达 100GW+

今年 4 月 9 号，国家能源局曾发布《关于做好可再生能源发展“十四五”规划编制工作有关事项的通知》，通知指出“十四五”期间可再生能源将成为能源消费增量主体，并提出 2030 年非化石能源消费占比 20%的战略目标。

非化石能源消费占比 20%战略目标或将提前完成；十四五期间内，国内光伏年均装机量有望 78GW+，全球有望 266GW+；未来光伏或从辅助能源逐步成长为主力能源。

投资建议：重点推荐隆基股份、通威股份、锦浪科技、福斯特、爱旭股份、阳光电源、林洋能源、晶澳科技、福莱特，关注固得威、上能电气、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

钢铁行业跟踪周报：低估值普钢与低估值特钢都有机会

投资建议：看好板块估值修复，标的低估值普钢华菱钢铁、宝钢股份、新钢股份、三钢闽光等，低估值特钢久立特材、st 抚钢、中信特钢，转型类的杭钢股份、沙钢股份等。

汽车行业周报：9 月第一周零售同比+6%，全面看多

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】。

化工行业 2020 年 9 月第 2 周周报：钛白粉价格上涨，继续推荐化工成长股

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的低估值绩优化工股有望迎来反转，推荐低估值白马股万华化学、宝丰能源、龙蟒佰利，国六实施受益标的龙蟠科技、万润股份，以及新老基建配套材料相关标的昊华科技、苏博特、震安科技。

风险提示：油价大幅波动，新冠疫情持续恶化，贸易战形势恶化。

电气设备行业点评：8 月销量点评：产销持续向上，符合预期

电动车 8 月中汽协 10.9 万辆，同环比+26%/+12%，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。

推荐个股及其他点评

珀莱雅（603605）：珀露莱服匠心运，今朝新颜雅妆成

聚焦大众美妆市场，十余载铸造国货之光。颜值经济时代，国产美妆逐鹿大众市场。品牌外延+单品升级，研发生产构筑硬核后盾。自建团队尽享渠道红利，新营销赋能电商增长。财务视角：盈利能力提升可期，高效周转 ROE 表现亮眼。盈利预测与投资评级。风险提示。

当升科技（300073）：收购常州当升剩余股权，优质产能放量在即

公司拟向控股股东矿冶集团发行股份，购买常州当升 31.25%少数股权。本次交易完成后，常州当升将成为全资子公司。公司的控股股东一直为矿冶集团，实际控制人为国务院国资委，发行预案前，矿冶集团合计持有公司 22.50%股份。本次发行价格以公告日前 120 日交易均价的 80%定价，为 24.30 元/股（约停牌前股价的 65%），锁定期 3 年。

万里扬（002434）：8 月 CVT+G 系列变速器维持高增长

我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 6.00/7.73/10.19 亿元，同比+49.9%/+28.9%/+31.7%，对应 EPS 为 0.45/0.58/0.76

元，对应 PE 为 21.3/16.53/12.55 倍。维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评：社融拐点或延后至明年一季度

事件

央行公布 8 月金融数据，新增信贷 1.28 万亿，前值 9927 亿；社融增量 3.58 万亿，前值 1.69 万亿；社融存量同比 13.3%，前值 12.9%；M2 同比 10.4%，前值 10.7%。

观点

8 月信贷回升表明实体融资需求并未减弱。8 月新增人民币贷款 1.28 万亿，同比多增 694 亿，且略好于市场预期的 1.2 万亿；但从信贷投放的季节性来看依然偏弱（图 1）。从结构来看，短期贷款和票据融资同比少增 2854 亿元，因此新增贷款同比的增量完全由中长期贷款贡献，企业和居民中长期贷款同比分别多增 1031 亿和 2967 亿（图 2），可见新增信贷主要流向按揭、基建和制造业，尤其是基建和制造业，其信贷投放力度在 8 月进一步加大。表明央行当前在宽信用上更注重结构上的精准滴灌，而这上述三大领域也将是年内实体融资需求的主要支撑。

M1 持续回升，M2 超预期回落。8 月 M1 同比继续回升至 8%，表明疫情后企业经营活力持续继续回升。8 月 M2 同比回落至 10.4%，从负债端来看，M2 同比增速的回落主要受财政存款飙升和非银存款骤降的影响，8 月由于债券发行较财政支出的节奏较快，新增财政存款 5339 亿元，同比多增 5244 亿元，对 M2 同比形成负向拉动；8 月非银存款减少 2612 亿元，同比多减 9910 亿元（图 3），表明 7 月居民存款向股市的迁徙并未持续。

社融为何再超预期？我们从剔除政府债券说起。8 月社融增量 3.58 万亿，同比多增 1.39 万亿，超出市场预期，进而支撑社融存量同比增速上行至 13.3%。结构拆分来看，我们发现，（1）政府债券集中发行是新增社融的主要支撑，但这在市场预期之内。专项债集中发行的支撑下，政府债券净融资 1.38 万亿元，同比多增 8729 亿元，贡献了 1.39 万亿其中的 63%（图 4）；而剔除政府债券的社融存量同比增速仅上行了 0.1 个百分点（图 5）。（2）社融超市场预期主要是由信贷和非标融资导致。剔除政府债券的新增社融 2.2 万亿，同比多增 5100 亿元，与 7 月份基本相当。其中，信贷和非标同比分别多增 1156 亿元和 1724 亿元，而此前市场预期在控制贷款投放节奏、信托和结构性存款监管的背景下，信贷和非标将面临大幅缩减的局面并未出现。信贷、信托和未贴现票据的超预期，或表明在经济持续修复的背景下，实体融资需求仍保持了较强的韧性特征。

社融向下拐点或要等到 2021 年一季度。展望后市，年内政府债券净融资尚余 2.8 万亿，而去年同期为 1.1 万亿，政府债券净融资单月高点已经结束，同比 1.7 万亿的增量仍对后续社融数据形成支撑。乐观情形下，若信贷和非标韧性延续（假设除政府债券外社融持平去年同期），则全年社融存量增速将继续上行至 13.5%，这就意味着信用扩张的拐点的出现有可能由此而延后，因此短期内货币政策仍将保持定力，央行在调控上仍将坚持结构性的精准滴灌，短期内降准降息的概率进一步降低。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：监管政策影响超预期，地产政策调整超预期

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

策略周评：东吴策略·行业风火轮——中流砥柱：关注制造业投资回暖

我们目前预计上市公司业绩改善的顶点将出现在明年一季度前后，往后能支撑业绩持续改善的，我们认为有个小概率上行风险：制造业投资的持续回暖，如果能观测到这一点，那么牛市可能走的比现在更长远一些。

目前代表需求的出口及景气的 PMI 已快速修复，但企业经营信心偏弱，制造业投资增速仍处低位。

我们观察到制造业中长贷款及工业用地过去五个月持续改善，若未来三个月贷款及工业用地投资持续改善，制造业投资持续回暖的可能性将大幅提高。

制造业投资回暖将对明年的宏观假设造成较大改变，而相应设备投资，包括机械设备、电气设备子领域值得关注。

（证券分析师：陈李）

固收金工

固收周报：一周策略：国内经济恢复企稳，国际形势复杂多变（2020 年第 35 期）

观点

专题：写在电视辩论之前|2020 通往白宫之路系列⑦:特朗普支持率见底，大选进入冲刺阶段。尽管美国疫情仍尚未得到有效遏制，依然存在局部小规模的关于种族主义的示威活动，但民众对于这类事件的直接反应已经逐步消退，特朗普的支持率从快速下滑开始企稳。9-10 月大选将进入电视辩论阶段，电视辩论后民众的支持倾向可能对最终结果有所预示，同时特朗普在 2016 年的电视辩论表现较好，因此拜登当前的领先未必可以转化为最终的胜利。

利率债：1 年期国债收益率为 2.5964%，较上周上行 0.79BP。10 年期国债收益率为 3.1346%，较上周上行 1.18BP。展望后期：8 月份中国出口波动中修复，得益于新基建的快速布局，国内需求恢复向稳，企业投资活动边际改善。市场近期主要表现为市场利率围绕政策利率不断波动。建议密切关注 DR007 指标，若 DR007 连续多日高于逆回购 7D 利率 2.2%意味着未来货币政策有可能收紧，未来仍需进一步跟踪该项指标。十年期国债收益率年内将在 3.0%-3.2%区间内高位震荡，更多政策动态

请务必阅读正文之后的免责声明部分

建议关注 10 月底政治局会议。

信用债：一级市场的总发行量和总偿还量均有小幅增长，净融资额为正，但数值较上周有明显回落。其中，总发行量和总偿还量的主要上升动力以及净融资额的主要下降动力均来自于短期融资券，因此短期融资券是本周一级市场交易的主导力量。

可转债：（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 2300 亿元，下周仍有 8700 亿元资金到期，整体来看货币政策维持灵活适度，边际略有收紧。8 月经济数据表明库存压力减小，国内经济恢复态势良好，而海外疫情仍未有效遏制，未来汇率波动或小幅走强。当前偏股型转债估值水平普遍较高。转债市场近一月来波动较大。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，国内复苏态势良好，机会大于风险。食品饮料、医药生物等持续较热。龙头券商、农业等仍可关注。长期仍看好新基建、新能源等板块，代表标的有隆 20 转债、璞泰转债等。当前以平衡性标的为主要投资策略，谨慎选择高估值主题，关注国家政策走向及转债市场赎回风险。

海外宏观：（1）拜登在摇摆州保持领先优势，电视辩论即将拉开帷幕：（a）在关键的摇摆州如宾夕法尼亚州和佛罗里达州，9 月 4 日-6 日的民调中拜登对特朗普的领先优势缩窄到 4%以内，但是在北卡罗莱纳州拜登重新取得领先；（b）9 月 29 日将开始本次大选的第一次电视辩论，由于 2016 年电视辩论后特朗普的支持率上升，9 月电视辩论后拜登的选情有进一步承压的可能；（2）美股美债波动率长周期来看存“共振”，“新”变化来自震荡中枢相向而行：（a）VIX 及 MOVE 两者存在“共振”关系；（b）从趋势上看，VIX 相比较疫情发酵前出现震荡中枢抬升的趋向，而 MOVE 震荡中枢则出现下行倾向；（c）联储前期调整货币政策框架意味着次贷危机后的低通胀时期将获得弥补，蕴含将压低实际收益率水平的希望寄托在抬升通胀预期而非进一步压低名义收益率下行至负区间的逻辑，这意味着美债名义收益率大概率将维持小幅震荡格局；而美股当前散户利用纾困金或透支养老金入场的比例在增加，美股估值的价值增量部分存在较大的不透明感；（3）大类资产表现：黄金、美元、欧元、瑞士法郎走高；美利率债收益率、信用债收益率走低，美收益率曲线边际趋平。股市：英>日>美；债市：利率债>信用债；汇市：美元>欧元>日元>人民币>加元>英镑；大宗：比特币>黄金>白银>铜>原油。

风险提示：利率债：货币政策超预期收紧；经济超预期恢复。信用债：经济政策超预期，信用违约风险超预期。可转债：关注股市波动风险、国内外疫情反复风险，中美摩擦风险。海外：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

固收周报：欧央行留政策后手，无协议脱欧概率增

观点

一周观点：（1）拜登仍在摇摆州保持领先优势，电视辩论即将拉开帷幕：（a）在关键的摇摆州如宾夕法尼亚州和佛罗里达州，9 月 4 日-6 日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的民调中拜登对于特朗普的领先优势缩窄到 4%以内，但是在北卡罗莱纳州拜登重新取得对于特朗普的领先；（b）9 月 29 日将开始本次大选的第一次电视辩论，由于 2016 年电视辩论后特朗普的支持率出现上升，鉴于拜登的领先优势已经出现收窄，在 9 月的电视辩论后拜登的选情有进一步承压的可能；（2）美股美债波动率长周期来看存“共振”，“新”变化来自震荡中枢相向而行：（a）VIX 及 MOVE 无论从历史趋势上看，还是从本次疫情触发的波形上做观察，两者存在“共振”关系；（b）然而从趋势上来看，VIX 相比较疫情发酵前出现震荡中枢抬升的趋向，从约 15.26 抬升至 27.76，而 MOVE 震荡中枢则出现下行倾向，从 62.71 下行至 50.80；（c）联储于前期调整货币政策框架意味着次贷危机后的低通胀时期将获得弥补（make-up），其中蕴含着将压低实际收益率水平的希望寄托在抬升通胀预期而非进一步压低名义收益率下行至负区间的逻辑，这意味着美债名义收益率大概率将维持小幅震荡格局，难上难下；而美股当前散户利用纾困金或者透支养老金入场的比例在增加，美股估值的价值增量部分仍存在较大的不透明感，震荡中枢的抬升或意味着未来下行压力大于上行空间；（3）大类资产表现：黄金、美元、欧元、瑞士法郎走高；美利率债收益率、信用债收益率走低，美收益率曲线边际趋平。具体来看，股市：英>日>美；债市：利率债>信用债；汇市：美元>欧元>日元>人民币>加元>英镑；大宗：比特币>黄金>白银>铜>原油。

策略分析

美国：短期来看，实体经济复苏进程放缓，新冠疫苗的利空消息，就业市场复苏放缓、美联储对疫情的中期风险评估或将重新激起投资者避险情绪，而“平均通胀目标”政策将吸引投资者购入短期美债，进行套息交易、贵金属投资或海外投资，美债收益率或呈震荡走低趋势；美元短期格局或由欧元区经济复苏进度，以及欧日央行是否跟进联储调框架来界定，短期或存在一定支撑；而在实体经济的缓慢复苏以及短中期的低利率环境下，高估值的美股则将在可见范围内持续震荡；中长期来看，伴随联储针对收益率曲线控制力度边际加深，美债收益率长短端利差或趋稳，波动性下行，美元方面受利差收窄、全球货币体系重构等因素影响，中长期或呈现倒 U 型走势，美股面临盈利预期走低、增速放缓的风险，中长期回落行情或难以避免。

欧洲：短期来看，欧央行议息会议上并未跟随联储步调，对自身货币政策框架做出调整，反应欧美对各自经济基本面的解读出现一定分化，后续需观察美国大选后欧央行在 12 月年底的进一步前瞻指引，当前在美元弱势以及美国大选高度不确定性的影响下，欧元短期或仍有升值压力；中长期来看，基本面趋势上美强欧弱的格局虽然趋向模糊，但欧元区层面上财政难发力问题，相比较于美日仍将桎梏住欧洲货币财政同时发力的潜在利好，维持欧元将面临长期盘整的判断。

原油：短期来看，美国夏季驾驶季结束，原油需求始终不振，这使得原油库存有所增加。原油价格出现 4 月份以来首次连续两周下降，但是美股反弹和美指下跌一定程度上帮助油价止跌。短时间市场的焦点在于 9 月 17 日的 OPEC+会议关于减产的下一步走向的决议；中长期来看，全球封锁措施放松，且 OPEC 和俄罗斯等盟友组成的 OPEC+联盟减少供应，不过市场对第二波感染的担忧也将拖累油价上涨。

黄金：短期来看，欧央行未跟随联储对货币政策框架进行调整，意味着

请务必阅读正文之后的免责声明部分

至少暂时来看，欧央行对当前经济复苏势头、通胀路径倾向于保持观望态度，一定程度上消解了市场对欧美一同“下沉”的担忧，对金价形成下压；中长期来看，全球经济的修复期“道阻且长”，经济回归常态仍需时日，疫情在德国、法国、日本等发达经济体存在第二波，甚至第三波的局部风险，我们仍维持金价存在上探 10-15%的前期判断。

风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

固收周报:【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率整体上升，信用利差扩大

事件

本周（9 月 6 日-9 月 13 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 178 支，总发行量 1901.84 亿元，较上周增加了 224.14 亿元，总偿还量 1873.04 亿元，较上周增加了 454.53 亿元，净融资额 28.80 亿元，较上周减少了 230.40 亿元。

从本周发行短融、中票、企业债和公司债的加权平均利率来看，短融、中票和公司债的发行利率较上周有所下滑，企业债的发行利率较上周小幅上升。短融发行利率的下降幅度为 34.36BP，中票发行利率的下降幅度为 46.05BP，企业债发行利率的上升幅度为 25.92BP，公司债的发行利率的下降幅度为 7.64BP。

银行间和交易所信用债合计成交 4820.44 亿元，总成交量较上周 3903.84 亿元增加了 916.60 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 2072.00 亿元、2369.75 亿元、260.66 亿元、118.03 亿元。

国债收益率：本周 1 年期和 10 年期的国债到期收益率呈上升趋势，3 年期、5 年期和 7 年期的国债到期收益率呈下降趋势，其中 3 年期与 5 年期国债收益率的降幅较大，带动国债市场收益率整体走低。具体来看，截至 9 月 11 日，1 年期国债收益率为 2.5964%，较上周 2.5885%上升了 0.79BP。3 年期国债收益率为 2.9092%，较上周 2.9871%下降了 7.79BP。5 年期国债收益率为 3.0371%，较上周 3.1008%下降了 6.37BP。7 年期国债收益率为 3.1886%，较上周 3.2082%下降了 1.96BP。10 年期国债收益率为 3.1346%，较上周 3.1228%上升了 1.18BP。

各类信用债收益率呈现：本周各期限的各类信用债收益率均主要呈上升趋势。各期限各类信用债的信用利差均呈扩大趋势。各期限的各类信用债的等级利差均主要呈现出不变或增大趋势，部分期限的部分信用债的等级利差表现为下降趋势。

本周 AAA 主体级别的债券中，短期融资券、中期票据的周交易量相对高于企业债和公司债。本周 AA 主体级别债券中，短期融资券、中期票据、公司债和企业债的周交易量均低于 AAA 主体级别短期融资券、中期票据、公司债和企业债。AAA 主体级别企业债交易量相对较大。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

本周工业行业债券周交易量最大，达 2124.82 亿元。其次为能源、公用事业、材料、金融、房地产和可选消费，周交易量分别为 659.50 亿元、491.92 亿元、364.62 亿元、284.28 亿元、268.67 亿元和 202.79 亿元。其他行业债券交易量相对来说规模较小。

本周债市点评：本周一级市场的总发行量和总偿还量较上周均有小幅增长，净融资额为正，但数值较上周有明显回落。其中，总发行量和总偿还量的主要上升动力均来自于短期融资券，净融资额的主要下降动力也同样来自于短期融资券，因此短期融资券是本周一级市场交易的主导力量。本周一级市场发行量打破前两周的下降趋势，出现小幅回升。原因有二：其一是受到利率债收益率下降的影响，本周信用债市场有所回暖，需求端得到强化；其二是本周资金面整体宽松，央行持续投放流动性，企业发债意愿延续，供给端依旧活跃。预计在未来一段时间内，我国货币政策仍将维持“结构性宽信用+稳货币”的基调，为企业发债创造合理充裕的市场环境，引导投资者在一级市场中寻求优质资产，促进一级市场的交易情绪继续回暖

风险提示：经济政策超预期，信用违约风险超预期。

（证券分析师：李勇）

固收点评:【东吴固收李勇·可转债投资价值分析】赛力转债：积极布局 SPD 板块的医疗仪器耗材标的

事件

赛力转债（113601.SH）计划于 9 月 15 日上市：总发行规模为 5.43 亿元，其中 1.63 亿元用于发展医用耗材集约化运营服务项目（简称 SPD 业务），2.18 亿元用于研发办公大楼及仓储建设，其余用来补充流动资金。

条款中规中矩，上市价格预计在 111-119 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 16.98 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 6.892%（09/11）计算，纯债价值为 82.02 元，债底保护一般。按照 9 月 11 日赛力斯的收盘价 17.13 元计算，转换价值为 100.88 元。参考相似转债，我们预计赛力转债的转股溢为 15%-20%左右，继而根据相对价值法估计上市价格在 111 至 119 元的区间。

观点

医疗体系完善带来新发展机遇，全耗材 SPD 项目加速落地。公司的主营业务是医疗检验集约化运营服务（IVD 业务）和医用耗材集约化运营服务（SPD 业务），疫情之后国内医疗体系将会逐步完善，为 SPD 业务带来发展机遇。SPD 可以有效解决医疗机构传统诉求，但目前国内可提供全套 SPD 服务的供应商数目少，尚难以满足市场需求。赛力斯自 2018 年发展 SPD 业务，目前已基本实现全国覆盖，在该领域占据了一定的先发性。

经营能力有所下滑，应持续关注财务状况。公司的经营现状有待提高，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

以下几点值得投资者关注：1.毛利率持续承压；2.赛力斯在产业链中的议价能力有限，下游企业回款周期长，现金流承压；3.“两票制”或改变药品流通格局，增加医药企业商业运营的成本，若处理不当或进一步响公司经营能力；4.公司管理费用持续大幅增加。

正股估值较高，股票弹性一般。公司股价为 17.13 元（9/11），PE（TTM）为 56.8x，高于科华生物（36.3x）、润达医疗（32.3x）等可比公司。该股近 100 周年化波动率为 42.21%，弹性不及同业平均水平。

风险提示：两票制影响行业格局；公司现金流承压；业务拓展不及预期； 股权质押风险（其第一大股东天津市瑞美科学仪器有限公司持股 40.06%）。

（证券分析师：李勇）

固收周报：风险信息周报（2020.09.07-2020.09.13）

事件

负面信息：本周（9 月 7 日-9 月 13 日）负面信息共 4 条。重点关注：中国泛海控股集团有限公司被联合资信下调评级展望至负面；渤海租赁股份有限公司发行的“19 渤海租赁 SCP002”本息展期；海口美兰国际机场有限责任公司发行的“19 美兰机场 SCP001”本息展期；泰禾集团股份有限公司发行的“17 泰禾 MTN002”违约。

取消发行：绍兴市上虞杭州湾新区城市建设投资发展有限公司取消发行 8 亿元；杭州富阳开发区建设投资集团有限公司取消发行 13 亿元；中国林业集团有限公司取消发行 5 亿元；烟台打捞局取消发行 3 亿元；溧阳市城市建设发展集团有限公司取消发行 5 亿元；湖北省联合发展投资集团有限公司取消发行 10 亿元；湖南省高速公路集团有限公司取消发行 10 亿元；广州金融控股集团有限公司取消发行 9 亿元。

持有人会议：安徽省铜陵市承接产业转移示范园区建设投资有限责任公司于 2020 年 9 月 8 日召开“14 铜陵示范园债”2020 年第一次债券持有人会议；天津市房地产信托集团有限公司于 2020 年 9 月 9 日召开“16 房信 01”2020 年第一次债券持有人会议；黑龙江省鹤城建设投资发展有限公司于 2020 年 9 月 9 日召开“17 鹤城投债”2020 年第一次持有人会议；海航酒店控股集团有限公司于 2020 年 9 月 11 日召开“14 海航酒店债”2020 年第二次债券持有人会议。

其他关注信息：海航集团不能及时披露 2020 年债券半年度报告；北京市农业投资涉及重大诉讼、仲裁；江苏资产管理控股子公司涉诉事项进展；中国泛海控股集团子公司收到行政监管措施决定书；黄河三角洲融鑫集团涉及重大诉讼(仲裁)；华业资本公司涉及仲裁；奥园集团将“18 奥园 04”后 1 年的票面利率下调至 5.85%。

风险提示：关注发行人风险水平，谨慎对待短期市场波动。

（证券分析师：李勇）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固收周报：利率债周报：十年期国债收益率高位震荡，密切关注货币政策转向（2020 年第 35 期）

观点

本周债市点评及债市策略：本周（9.07-9.13）央行公开市场净投放 2300 亿元，下周（9.14-9.20）央行公开市场有 6200 亿元逆回购 7D 和 2000 亿元 MLF 到期（不含国库券）。从资金面来看，本周 Shibor 隔夜、DR001、R001 大多较上周有所下行。收益率方面，短端、长端均上行。1 年期国债收益率为 2.5964%，较上周上行 0.79BP。10 年期国债收益率为 3.1346%，较上周上行 1.18BP。展望后期：从基本面来看，8 月份中国出口波动中修复，得益于新基建的快速布局，国内需求恢复向稳，企业投资活动边际改善。从政策方面来看，9 月 10 日，银保监会普惠金融部一级巡视员毛红军在人民银行举行的“金融支持保市场主体”系列新闻发布会上表示银保监会将出台一系列金融惠企的保障措施，指导银行精准加大信贷投放；同时畅通政策利率传导渠道，将阶段性纾困与长效机制建设相结合。市场近期主要表现为市场利率围绕政策利率不断波动，人民银行的货币政策走势很大程度上影响未来利率变动。以前经验来看，往往在货币政策收紧前期会伴随着基础货币的收紧，建议密切关注 DR007 指标，若 DR007 连续多日高于逆回购 7D 利率 2.2%意味着未来货币政策有可能收紧，从本周来看 DR007 利率出现回落，近一个月政策发生转向的可能性较小，未来仍需进一步跟踪该项指标。我们认为十年期国债收益率年内将在 3.0%-3.2%区间内高位震荡，更多政策动态建议关注 10 月底政治局会议。

二级市场回顾：本周（9.07-9.13）一级市场发行 58 只利率债，实际发行总额 5334.41 亿元，较上周增加了 244.07 亿元；总偿还量 3720.81 亿元，较上周增加了 3003.36 亿元；净融资额 1613.59 亿元，较上周减少了 2759.29 亿元。本周 DR007 下行 11.45BP，R007 下行 15.34BP。SHIBOR 隔夜利率为 1.4640%，较上周下行 58.80BP；SHIBOR1 周为 2.1620%，较上周下行 4.90BP；SHIBOR2 周为 2.1660%，较上周下行 5.40BP；SHIBOR3 月为 2.6970%，较上周上行 3.60BP。

本周宏观经济跟踪：上周商品房整体表现有所回落，汽车表现有所上升，煤炭价格表现分化。上周商品房成交面积有所回落，截至 9 月 6 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 398.53 万平方米，较上周减少 29.06 万平方米。上周国内乘用车市场零售同比增速上升。截至 9 月 6 日，市场日均零售 3.03 万台，同比增速为 6.00%，较前值有所上升。本周主要钢材价格下跌，Myspic 综合钢价指数和螺纹钢指数均回落。本周较上周动力煤价格上行，焦煤价格下行。截至 9 月 10 日，有色金属各品种价格涨跌互现。分品种来看，相比上周，锌价下跌 4.18%，铅价下跌 2.94%，铜价上升 1.22%，铝价上升 0.11%。

本周通胀观察：蔬菜价格小幅上升。截至 9 月 10 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 125.60，较上周上升 0.06%；截至 9 月 11 日，山东蔬菜批发价格指数收于 139.51，较上周下降 5.43%。9 月 11 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 146.41 点，较上周下行 2.15%；南华工业品指数收于 2208.30 点，较上周下行 4.17%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：货币政策超预期收紧；经济超预期恢复。

（证券分析师：李勇）

固收周报：本周股市大幅调整，关注转债投资机会

报告摘要

本周可转债一级市场有 1 支可转债发行，总发行量为 14.00 亿元，较上周减少 9.84 亿元；有 5 支可转债偿还，为提前赎回和到期赎回，其规模共计 1.60 亿元，较上周增加 0.61 亿元；净融资额 12.40 亿元，较上周减少 10.45 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 19 家公司可转债有新进展，其中 3 家公司通过了董事会预案，6 家公司通过了股东大会，7 家通过了发改委审核；3 家公司通过了证监会核准，分为海波重科、威派格、鹏辉能源，行业分别属于专业工程、专用设备、其他电子Ⅱ，涉及发行规模分别为 2.45、4.20、8.90 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场大幅下行，指数全面下挫，上证综指、沪深 300、创业板指、中小板指分别下跌 2.83%、3.00%、7.16%、5.19%。债转股指数下跌 4.16%；本周可转债指数均呈跌势，上证转债、深证转债、中证转债指数分别下跌 1.65%、4.09%、2.59%。

从申万行业指数的角度来看，本周行业指数全线下跌。传媒、计算机、国防军工、通信、农林牧渔五个行业领跌，跌幅分别为 6.41%、6.52%、7，38%、8.19%、10.08%。

截止 2020 年 9 月 11 日，存量可转债共计 355 支，存量余额共计 4513.28 亿元。其中银行业存量可转债余额最多，高达 1580.40 亿元，其他行业则分布较为平均。除银行外存量可转债券余额最多的另外四个行业为化工、公用事业、非银金融、有色金属，该四个行业本周均呈下跌趋势。

从个券涨跌幅看出，可转债涨跌情况与级别相关性较差；从正股涨跌幅排名可知，正股涨跌榜与可转债涨跌榜有一定重合，正股涨跌榜未延续上周涨跌情况。本周市场最活跃的前五支可转债分别为蓝盾转债、通光转债、隆 20 转债、英科转债、万里转债。

股票价格已经超过转换平价的转债共计 53 支。

截至 2020 年 9 月 11 日，可转债的纯债溢价率中位数为 34.75%，转股溢价率的中位数为 15.31%，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 47,713.81 万股，其中航电转债本周转股数为 8,811.02 万股，占全部转股数的 18.47%。从累计转股比例来看，16 润和债、机电转债、航电转债（退市）的累计转股比例分别为 100.00%、99.86%、99.50%。多只转债将提前赎回，投资者转股情绪依然高涨。

（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场共进行 6200 亿元逆回购操作，共有 3900 亿元逆回购到期，净投放 2300 亿元，下周仍有 8700 亿元资金到期，整体来看货币政策仍维持灵活适

请务必阅读正文之后的免责声明部分

度，边际略有收紧。8 月经济数据表明制造业持续恢复，市场需求加速提升，国内经济恢复态势良好，而海外疫情仍未有效遏制，预计未来汇率波动或小幅走强。市场监管总局举措落实支持出口转内销，加快转内销市场准入。十三部门联合发文推动物流业制造业深度融合方案，制造业转型、智能物联网是未来大趋势。目前国际形势日趋复杂，应做好长期持久战准备。当前偏股型转债估值水平普遍较高。转债市场近一月来波动较大。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或衍生机会，但仍需合理控制风险。食品饮料、医药生物等持续较热。可关注低估值绩优蓝筹股。长期仍看好新基建、新能源等板块，代表标的有隆 20 转债、恩捷转债等。当前应谨慎选择高估值的主题，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

风险提示：关注股市波动风险，国内外疫情反复、中美摩擦风险。

（证券分析师：李勇）

固收点评：8 月金融数据点评：社融新增大超市场预期，M2 增速小幅回落

事件

数据公布：2020 年 9 月 11 日，央行公布 2020 年 8 月金融数据。8 月份人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元。月末人民币贷款余额 167.47 万亿元，同比增长 13%，增速与上月末持平，比上年同期高 0.6 个百分点。2020 年 8 月社会融资规模增量为 3.58 万亿元，比上年同期多 1.39 万亿元。8 月末社会融资规模存量为 276.74 万亿元，同比增长 13.3%。广义货币(M2)余额 213.68 万亿元,同比增长 10.4%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.2 个百分点。

观点

新增信贷：信贷增量不及市场预期，企业中长贷款占比上升。2020 年 8 月份人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元。我们分析如下：分部门看，住户部门贷款增加 8415 亿元，其中，短期贷款增加 2844 亿元，中长期贷款增加 5571 亿元；企（事）业单位贷款增加 5797 亿元，其中，短期贷款增加 47 亿元，中长期贷款增加 7252 亿元，票据融资减少 1676 亿元;非银行业金融机构贷款减少 1474 亿元。8 月实际信贷数值略低于市场预期，中长期贷款新增 5571 亿，信贷结构改善。信贷结构改善的主要原因为中长期贷款增量显著，首贷、信用贷拓展初现成效；为支持企业复工复产，银行对企业融资支持力度明显加大。今年以来，银行业金融机构加大对小微企业的金融服务力度，政策加紧引导建立敢贷、愿贷、能贷、会贷机制，小微企业信贷投放呈高速增长态势。从居民角度来看：8 月新增居民贷款 8415 亿元，较上月上升 837 亿元，中长贷占比上升，主要受房地产调控影响。从企业角度来看：企（事）业单位贷款增加 5797 亿元，环比增加 3152 亿元，中长贷款占比大幅上升，票融占比大幅下降。票据市场转贴利率 8 月有所下行，企业利用票据融资、短贷配置结构性存款的套利行为进一步回落。

社融：政府债支撑社融大增。8 月份社会融资规模增量为 3.58 万亿元，比上年同期多增 1.39 万亿元。初步统计，8 月末社会融资规模存量为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

276.74 万亿元，同比增长 13.3%。从数值上来看，企业债券净融资 3633 亿元，同比多 249 亿元；政府债券净融资 1.38 万亿元，同比多 8729 亿元；非金融企业境内股票融资 1282 亿元，同比多 1026 亿元。从存量的拉动情况来看，8 月社融存量增速为 13.3%，比上月增速略有上升。其中信贷 8 月对社融拉动达 7.99%，较 7 月下降 0.02 个百分点。同时 8 月企业债券对社融存量拉动达 1.95%，较上月上升 0.01 个百分点。政府债券对社融存量拉动为 2.80%，较上月上升 0.34 个百分点。社融增量 3.58 万亿元，高于市场平均预期的 2.45 万亿。社融同比多增 1.39 万亿元，主要来自地方债的拉动，人民币贷款同比多增 1156 亿元，以及未贴现银行承兑汇票同比多增 1284 亿元。8 月地方债发行量较高，地方债净融资规模高达 9424 亿，强势拉动社融。未贴现银行承兑汇票在去年同期低基数影响下维持增幅，委托贷款和信托贷款则同比分别少减 98 亿元和 342 亿元。

M2:增速小幅回落。2020 年 8 月末，广义货币(M2)余额 213.68 万亿元，同比增长 10.4%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.2 个百分点，增速较上月有所回落。环比方面，8 月信贷投放力度较 7 月有所改善，政府债券和企业债券融资均上升，M1 增速保持上行态势，M1-M2 剪刀差略有收窄，主要系基数效应叠加货币政策边际趋缓。

风险提示：货币政策趋缓，国际形势多变，海外疫情反复。

（证券分析师：李勇　　研究助理：周璐）

行业

数字金融专题系列一：互联网借贷研究框架：监管博弈

引言：我们基于对消费金融的长期研究，发布互联网借贷研究框架，提出关键词“监管博弈”，看好产业前景的同时，认为可能制约产业发展的核心是监管压力。当前时点研究互联网借贷的背景：①金融科技巨头纷纷启动上市；②互联网消费金融产业高速发展的同时，监管政策不断革新。

投资要点

互联网借贷市场高速成长！预计消费金融规模 2023 年达 24.7 万亿。

①互联网巨头近年来凭借流量/场景/数据/产品体验等优势快速切入零售信贷市场，目前已深度渗透到信用卡、消费贷和现金贷三类消费金融核心产品。我们在 1.1 中梳理了主流消费金融产品的市场玩家及盈利模式，其中信用卡以 50%生息资产+15%年化利率赚取利息收入，现金贷则每日生息，利率定价范围非常广（对应不同层级的客群选择）。各类产品中，我们最看好以蚂蚁花呗为代表的“类信用卡”，这类产品扎根于真实的消费场景，用户体验卓越，未来成长空间非常广阔。

②我们所定义的消费金融市场 2019 年规模 15.78 万亿元，近三年受益于银行零售转型、居民加杠杆等因素快速增长。其中，信用卡为龙头市场，规模达 7.59 万亿元。展望未来，我们判断消费金融市场后续三年仍

请务必阅读正文之后的免责声明部分

将实现 12%~15%增速，2023 年规模将达到 24.7 万亿元。其中，蚂蚁花呗为代表的互联网消费贷款是核心的增长驱动力；传统信用卡则保持 10%平稳增速；同时，ABS/CLO 等资产证券化出表的规模也将扩张。

互联网借贷由联合贷款向数字助贷模式升级，技术输出成为新名片。

①早期互联网平台底层的放贷主体普遍为小额贷款公司（例如蚂蚁花呗与借呗），作为非持牌金融机构，杠杆比例受限制（蚂蚁所在的重庆为 3.3 倍上限），融资能力弱，且重资本模式也不利于估值。2016~2017 年，蚂蚁为代表的互联网巨头大量发行 ABS 将信贷资产出表，规避杠杆限制的同时以低成本融资（优先级收益率通常 4%~5%），但 2017 年现金贷新规要求表内外合并计算杠杆，限制了 ABS 出表的空间。

②近年来，互联网借贷商业模式由早期的自营放贷、ABS 出表，向联合贷款模式转型（1.4 详细介绍）。联合贷款由互联网平台和金融机构共同出资，比例不等（腾讯微粒贷以 20%:80%居多）。联合贷款的优越性在于理论上跨过了“金融杠杆”限制，因为金融机构对出资自行负责，互联网企业不提供任何“兜底”，但由于掌握着流量、底层客户信息，在风控环节拥有绝对话语权，成为核心的资产输出方，进而分享远高于出资比例的利润。但是，模式优越性也带来了监管风险，2018 年监管层就开始持续研究政策框架，2020 年 7 月正式出台了对互联网借贷产业影响深远的《商业银行互联网贷款新规》。联合贷款模式在跨越金融杠杆限制后，隐含哪些潜在风险？我们重点在 2.1、2.2 中分析。

③我们认为当前互联网借贷产业中，蚂蚁所运用的数字助贷是最先进的商业模式，其核心是蚂蚁输出并管理资产，赚取“技术服务费”。基础的数字助贷模式中，客户先后通过蚂蚁、金融机构的风控审批，贷款资金大部分由金融机构出资，蚂蚁少量出资（自有资金的收益已经不是核心），同时蚂蚁负责贷后的实时监测、催收、互联网诉讼等环节，但并不对金融机构的资金信用风险“兜底”。

④未来更高层级的数字助贷模式中，蚂蚁进一步向广大中小金融机构输出金融云、数据库等金融科技服务，成熟的形态是构建互联网借贷产业的基础设施（而不再是共同放贷机构），即所谓的微贷科技平台。不过，中期内该模式的前景有待观察（互联网与各类传统金融机构的竞合关系演变具有不确定性）。但相比于联合贷款，数字助贷进一步跨越了“金融杠杆”限制，发展空间更高，同时轻资本、管理型的商业逻辑也更有利于市场估值。

监管博弈：普惠贡献 Vs 资本风险，切中要害的互联网贷款新规影响几何？

我们强调，互联网借贷对普惠金融意义重大，促进消费的蚂蚁花呗、扶持小微的网商贷等都是卓越的产品代表，且目前头部互联网企业的信贷资产质量优异，依靠生态数据的风控能力明显优于商业银行平均水平，这也是监管鼓励产业发展的核心逻辑。但是，金融监管关键词在于“资本”，而互联网借贷以轻资本撬动金融机构的重资本，虽然金融机构“风险自担”，但从监管视角来看，当互联网信贷规模过于庞大时，未来会不会产生潜在的不可控风险？诸如：

如果实际的风控内核由互联网平台掌控，那么中小银行本质上成为单纯的“资金输出方”，却要为信用风险“兜底”，对银行业的发展是否合意？

请务必阅读正文之后的免责声明部分

如果个别互联网平台规模过于庞大，市场集中度过高，假设未来其自身风控体系或能力出现波动、下滑，或被宏观环境冲击，是否会造成系统性风险？

大量中小金融机构借助互联网借贷实现跨区域放贷，是否削弱银行属地化经营、服务地方经济的能力？

这些风险隐患推动互联网借贷产业进入监管博弈阶段。《商业银行互联网贷款管理暂行办法》既有呵护的意图（从根本上认可了互联网借贷的合规性），也隐含了担忧和明显的管制，主要体现为三大核心：①金融机构是否做到独立风控？②金融机构是否过度集中于和个别互联网巨头合作？③中小金融机构借助互联网异地展业是否妥当？我们判断，互联网借贷产业的监管博弈将长期持续，不会出现“一刀切式限制”，但监管层可能长期通过窗口指引管控风险，落实独立风控、集中度管控、异地展业等核心要求。

产业展望：看好数字微贷模式与头部银行共享零售红利，尾部市场将受到冲击。

我们仍然看好互联网借贷产业，以及产业中以蚂蚁为代表的先进数字微贷技术输出模式。从创收角度，我们判断过去助贷及联合贷模式中与金融机构分享利差的模式将逐步退出，全面升级为通过微贷科技平台收取技术服务费的模式，短期的输出价值仍然围绕客户（资产）、风控、贷后管理等环节，中长期则向金融科技系统、数据库、云服务等方向延展。产品层面，反复强调未来扎根于真实消费场景的花呗、服务小微企业的网商贷规模将高速增长，而本质为现金贷的借呗业务增速可能趋缓。

不过，我们判断在逐步完善的监管框架内，头部互联网平台贷款规模也很难保持近年来的超高速扩张，主要考虑：①监管层对集中度的管控，实际上 2018 年 10 月版本的互联网借贷新规征求意见稿中，监管层就曾提出过严格的量化指标限制规模；②众多金融机构虽然短期内出于对资产的追求，难以摆脱对互联网平台的依赖，但从中长期角度仍然会强化表内自营贷款的能力和规模。此外，我们认为互联网借贷的尾部市场未来发展将困难重重，民间借贷利率新规等政策将明显冲击尾部市场格局（2.3 中详细分析）。

对于传统金融机构，我们判断头部零售银行（国有大行、招商银行、平安银行、宁波银行等）仍将持续分享零售金融的发展红利，一方面受益于信用卡、消费贷等产品仍然有广阔的渗透空间，另一方面边际得益于监管层对互联网借贷产业的控制导向。中小金融机构短期内预计依然缺乏优质资产，对互联网平台依赖度难以减弱，但受制于监管要求，通过联合贷款模式扩张的步伐将放缓。参与信保业务的保险公司在经历 2019 年至今的信用风险冲击后，短期内也将大幅压降信保相关业务规模。

风险提示：1）监管超预期收紧限制产业发展；2）互联网借贷信用风险加速暴露；3）互联网巨头持续冲击传统银行市场。

（证券分析师：马祥云）

建筑材料行业跟踪周报：水泥价格持续上涨

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

水泥：需求恢复加快，首推华东、中南。秋季施工速度加快，水泥市场全面复苏。下半年基于旺季+灾后重建+专项债项目放量三大逻辑，继续看好水泥板块，选股思路上相对看好华东淡旺季切换以及中南灾后重建，标的上峰水泥、华新水泥、塔牌集团、海螺水泥等。

玻璃玻纤：价格稳定，去库良好。1）玻璃终端需求强劲，库存连续第九周下降；玻纤市场价格趋涨，供应偏紧。2）受益供给端压力减轻以及需求增长，玻璃玻纤行业景气度中期回升，看好低库存前提下需求旺季推动的涨价行情，关注龙头中国巨石、长海股份、旗滨集团。

消费建材：维持中期看好。中期受益后周期竣工回升以及精装房渗透率提升带来的需求双击，叠加本轮政策放松后的信用扩张，行业景气持续较长时间，集中度提升也将带来龙头溢价，关注细分市场龙头三棵树、东方雨虹、蒙娜丽莎、坚朗五金、科顺股份等。

行业跟踪：

行情回顾：本周建材板块下跌 5.0%，落后上证综指 2.1 个百分点。玻璃制造、水泥制造、管材板块、耐火材料、其他建材子板块本周均下跌，个股领涨的为万邦德、ST 罗普、伟星新材、正源股份、西部建设等。

水泥行业：需求恢复加快，价格连涨四周。9 月 11 日，全国水泥价格指数（CEMPI）报收 142.6 点，环比上涨 1.08%，同比跌幅收窄至 3%以内，水泥价格已连续四周上涨。秋风送爽，施工速度加快，水泥市场基本全面复苏，水泥价格进入上行通道。东北、华东、中南继续上涨且涨幅均超过 1%，华东涨幅最大，达 1.85%，华北、西北环比基本平稳，西南则仍继续下跌，环比下跌 0.87%，跌幅略有趋缓。

玻璃行业：厂家产销尚可，市场价格稳定。本周玻璃现货市场略有回落。9 月 11 日中国玻璃综合指数 1336.60 点，环比上周下跌 0.51 点，同比去年同期上涨 188.96 点。浮法玻璃产能、产能利用率较上周没有变化。浮法玻璃在产产能 95022 万重箱，环比上周增长 0.00%，同比增长 1.29%。本周浮法玻璃行业库存及库存天数连续十周下降，行业库存 3847 万重箱，周环比下降 1.16%，年同比增长 3.41%。

玻纤行业：价格涨后暂稳。本周无碱池窑粗纱市场价格涨后暂稳，市场成交情况良好。

风险提示：1）原材料价格上涨或超预期；2）下游需求或低于预期。

（证券分析师：杨件）

机械设备行业跟踪周报：建议重点关注高景气持续的工程机械和光伏设备板块

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【晶盛机电】【杭可科技】【柏楚电子】

【建设机械】【华测检测】【广电计量】【浙江鼎力】【恒立液压】

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.投资要点

【光伏设备】建议重点关注有订单+有业绩+有持续性的光伏设备板块

我们认为可再生能源渗透率中长期将不断提升是大趋势，随着成本不断下降，平价时代到来，未来 5-10 年渗透率将加速提升，建议重点关注设备投资机会。

硅片环节：210 或者 18x 大硅片技术路线拉长硅片扩产景气周期。随着隆基、中环、晶科、上机、晶澳启动新一轮大尺寸硅片扩产潮，我们测算未来三年每年硅片设备需求超百亿。我们重点看好国内硅片设备龙头【晶盛机电】（非隆基客户扩产，晶盛 90%的市占率，1GW 对应约 2 亿元订单），公司光伏业务 20 年初至今的新签订单量同比+50%左右，2020 年 8 月单晶炉单日出货量达 21 台，是 2019 年 6 月单日出货量 6 台的 3 倍以上。

电池片环节：HIT 电池路线进展顺利，技术迭代带来设备空间可观。随着未来银浆与靶材成本下降，按照 5 亿/GW 的投资额有望带来超 500 亿的设备空间。8 月宣城开盛已经落地首批订单，预计山煤、阿特斯、通威、隆基、爱康等 HIT 项目有望年内陆续落地，国产设备商将迎合计 3GW 左右批量订单。我们重点看好【某丝网印刷机龙头，异质结具备整线能力】。【捷佳伟创】产品线广、协同性强的电池设备龙头。

组件环节：终端装机景气将带来新增组件需求，叠加大尺寸电池片技术迭代，存量产能更新也将带来较大需求。建议关注串焊设备龙头【奥特维】，2020 年 1-7 月新签订单合计约 15 亿元，在手订单约 21 亿元；【金辰股份】国内光伏组件设备龙头。

【工程机械】8 月挖机销量同比+51%，Q3 高景气持续，建议超配龙头

8 月挖机销量同比+51.3%再超预期，行业超弧长反应有望持续。2020 年 8 月挖机销量 20939 台，同比+51.3%，延续销售强增长趋势。2020 年 1-8 月合计销售 210474 台，同比+28.8%。其中国内 190212 台，同比+29.6%；出口 20252 台，同比+20.8%，小幅回升，在总销量中占比 10.6%，同步回升。疫情影响导致挖机旺季后移，行业超弧长反应有望持续，挖机销量增速有望继续超预期。

龙头厂商继续引领行业增长。8 月国产龙头挖机销量同比+71%，累计同比+31%，持续回升，单月市占率近 30%；8 月国产第二名挖机销量同比+56%，单月市占率 15%；海外龙头挖机销量同比+20%，单月市占率 11%。

预计 Q3 需求旺季延续，行业景气拉长。2020 年以来各项投资增速触底回升，疫情后赶工刺激设备需求强劲，地产链条超预期增长，基建地产投资持续复苏，预计下半年项目开工需求将拉动行业高增长。9 月份核心零部件厂商油缸排产同比+41%，环比正增长，Q3 挖机行业仍有望保持较高增速，全年呈现“淡季不淡”格局。行业高景气度有望拉长。旧挖机更新需求持续、挖机对装载机替代效应提升、环保更新需求存续、地产基建投资不悲观背景下，我们预计国内挖机市场 2020-2022 年挖机增速 24.5%/3.8%/0.2%，行业总体维持正增长且增速趋于平稳。

重点推荐【三一重工】：高端产品结构优化+规模效应+出口增长将持续带来业绩弹性，未来三年业绩 CAGR=16%，同时全球竞争力逐步体现带

请务必阅读正文之后的免责声明部分

来估值溢价，看好公司戴维斯双击的机会。【中联重科】起重机+混凝土机龙头，预计未来三年业绩 CAGR 达 26%，估值存在修复空间。【恒立液压】国内液压行业龙头，海外拓展+泵阀全面放量，增长可期。

风险提示：下游固定资产投资不及预期；行业周期性波动；疫情影响持续。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝　证券分析师：黄瑞连）

行业点评报告：可再生能源十四五前瞻，国内风+光年化装机有望达 100GW+

投资要点

事件：今年 4 月 9 号，国家能源局曾发布《关于做好可再生能源发展“十四五”规划编制工作有关事项的通知》，通知指出“十四五”期间可再生能源将成为能源消费增量主体，并提出 2030 年非化石能源消费占比 20%的战略目标。按照能源局规划，9 月底前将完成《可再生能源发展“十四五”规划研究》报告，11 月底前将完成《可再生能源发展“十四五”规划（征求意见稿）》，2021 年 3 月底前形成国家《可再生能源发展“十四五”规划（送审稿）》。

非化石能源消费占比 20%战略目标或将提前完成：十四五规划 11 月底出征求意见稿，四月初的规划编制通知曾指出“2030 年非化石能源消费占比 20%”的指引目标，此前国家层面亦曾多次提到这一目标。2019 年，我国非化石能源占能源消费比重已达 15.3%，提前一年完成“十三五”规划目标。考虑到可再生能源成本在十四五期间还将进一步下降，且中国领导层面与政策层面对可再生能源的重视，我们预计非化石能源消费占比 20%战略目标或将提前完成。

十四五期间内，国内光伏年均装机量有望 78GW+，全球有望 266GW+：我们对十四五期间，国内及全球的光伏装机进行预判，测算未来五年国内光伏年均装机中值在 78GW，光伏+风电达到 103GW；全球光伏年均装机量中值达到 266GW，光伏+风电达到 348GW。同时，测算得非化石能源消费占比每上调 1%，其他假设不变下国内对应光伏装机年新增 18GW，全球对应光伏装机年新增 64GW。

未来光伏或从辅助能源逐步成长为主力能源：能源局此前提出十四五期间，可再生能源将成为能源消费增量主体，预计到 2035 年，可再生能源将基本满足能源消费增量，2050 年，可再生能源成为能源消费总量主体。光伏能源是过去十年间成本降幅最大的可再生能源，当前时点海外已实现平价，国内明年全面进入平价时代，随着光伏度电成本及储能成本的持续下降，光伏或从辅助能源逐步成长为主力能源。

投资建议：重点推荐隆基股份、通威股份、锦浪科技、福斯特、爱旭股份、阳光电源、林洋能源、晶澳科技、福莱特，关注固得威、上能电气、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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：装机不及预期，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红）

钢铁行业跟踪周报：低估值普钢与低估值特钢都有机会

行情回顾：本周钢铁板块下跌 0.3%，落后上证综指 2.6%。涨幅居前的个股为银龙股份（6.1%）、山东钢铁（5.8%）、西宁特钢（4.8%）。本周螺纹、热卷、铁矿石、焦炭期货主力合约最新报价分别环比-1.5%、-4.3%、2.3%、3.1%；螺纹、热轧盘面利润环比分别-20.9%、-49.1%。

行业跟踪：本周钢材社会库存为 1573 万吨，环比增 0.2%；其中长材、板材社会库存环比分别持平、增 0.6%。本周全国 237 家钢贸商日均出货量 22.1 万吨，环比降 1.4%；上海终端线螺走货量 3.0 万吨，环比降 4.8%。钢厂高炉剔除淘汰后产能利用率 84.9%，环比降 0.5 个百分点；螺纹钢产线开工率 74.1%，环比降 0.3%。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利分别为 296、365、430、345 元/吨，环比分别-15.1%、-17.2%、1.0%、-5.5%。

本周观点

普钢需求低迷。近期钢铁行业库存去化不力，社会库存连续第三周上升，钢厂库存与钢坯库存同比增速也高位运行。从我们跟踪的数据看，供给端开工率、产量等整体保持低位，因此库存上升主要来源于需求低迷。这与高频现货出货量、贸易商出货量环比增速乏力较为一致。对比历史数据，今年 7-8 月淡季需求不错但进入 9 月份后表现一般，不排除会出现淡季不淡旺季不旺的局面。

三季度业绩环比略低于预期。9 月份需求、价格低于预期导致吨钢盈利有所收缩，测算的螺纹吨钢盈利回到 400 元/吨以下，五大品种平均吨毛利逼近 400 元/吨，预计 9 月份行业盈利不佳，拖累三季度总体业绩，品种上螺纹和热轧表现最差。预计三季度业绩环比增幅低于此前预期的 20%左右，但同比仍将维持缓慢抬升趋势。

继续看好估值修复：低估值普钢与低估值特钢都有机会。目前普钢平均 PB0.78、申万钢铁 PB0.91、申万钢铁相对（A 股）PB0.62，均处于历史次低位置。重申估值历史底部，基本面超预期、分红及转型逻辑共振下的估值修复机会。除此之外，特钢子版块整体估值也较低，高温合金、核电用钢、不锈钢管道等子板块整体 PE 在 10-30 倍之间，处于历史上的底部区域，典型标的如 13 倍 PE 的高端制造久立特材、30 倍 PE 的高温合金龙头 st 抚钢等，后续亦存在修复的动力。

投资建议：看好板块估值修复，标的低估值普钢华菱钢铁、宝钢股份、新钢股份、三钢闽光等，低估值特钢久立特材、st 抚钢、中信特钢，转型类的杭钢股份、沙钢股份等。

风险提示：地产需求下滑、钢铁产能增长。

（证券分析师：杨件）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

汽车行业周报：9 月第一周零售同比+6%，全面看多

投资要点

每周复盘

SW 汽车下跌 2.5%，跑赢大盘 1.7%。除 SW 乘用车外，所有汽车子板块均呈下跌形态，SW 汽车销售幅度最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 9 名，排名靠前。估值上，整体有所下跌，SW 商用载客车幅度最大。横向比较，乘用车板块估值在 PE 方面高于白色家电低于白酒，PB 方面仍低于白色家电和白酒。汽车零部件板块估值（PE 和 PB）均低于计算机和传媒。

景气跟踪

销量：9 月 1-6 日乘用车零售日均销量同比上升，批发日均销量同比上升。9 月 1-6 日乘用车零售销量日均 30333 辆，同比上升 6%。9 月 1-6 日乘用车批发销量日均 36958 辆，同比上升 3%。

库存：8 月传统乘用车企业库存-9.2 万辆，企业累计库存为-44 万辆，渠道库存预计季节性小幅补库。展望 9 月：北京车展+国庆中秋双假期预热，产量/批发预计同比增长 5%-10%。

价格：8 月下旬折扣率小幅扩大。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 月下旬乘用车价格监控结论：折扣率继续增加。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 13.39%，环比 8 月上旬+0.18pct。2）主要车企 8 月下旬折扣率小幅扩大，折扣率增加前五的车企是上东风本田+一汽大众+东风日产+一汽奥迪+华晨宝马。

重点关注

长城汽车 8 月产量 87,961 辆，同比增长 26.05%；销量 89,442 辆，同比增长 27.41%。广汽集团 8 月产量 166,315 辆，同比增长 7.82%；销量 180,609 辆，同比增长 11.64%。万里扬 8 月 G 系列同比增长 99.63%，CVT 同比增长 56.68%。

投资建议

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：海外疫情控制不达预期，乘用车需求复苏幅度低于预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：黄细里）

化工行业 2020 年 9 月第 2 周周报：钛白粉价格上涨，继续推荐化工成长股

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 3,260.35，本周累计下跌 2.83%，深证成指本周下跌 5.23%，化工板块（申万）下跌 5.74%。

本周化工板块个股中，钛白粉相关标的涨幅居前：本周化工板块涨幅居前的个股有石大胜华、凯龙股份、齐翔腾达、淮北矿业、安纳达、圣济堂、ST 昌九、日科化学、龙蟒佰利、华信新材。钛白粉价格强势上涨，相关标的龙蟒佰利（钛白粉）、安纳达（钛白粉）涨幅靠前。新能源板块表现活跃，相关标的石大胜华（锂电池溶剂）、凯龙股份（氢能源）变现靓丽。近期煤炭价格上行，相关标的淮北矿业（煤炭开采）涨幅靠前。

预计油价中长期持续低位震荡：本周 ICE 布油报收 39.83 美元/桶（-6.63%）；WTI 原油报收 37.33 美元/桶（-6.14%）。需求方面，截至 9 月 4 日当周，美国 EIA 原油库存增加 203.3 万桶，API 原油库存增加 297 万桶；供给方面，美国原油产量增加 30 万桶/日，达到 1000 万桶/日；沙特再度下调对亚洲、美国出售的原油官价。短期看，全球新冠病例有再度爆发的风险，美股受挫也给原油价格带来利空，需求不足叠加中东地区原油增产可能性上涨，预计油价区间震荡；中长期看，经济增长缺乏显著利好的同时，美国的能源独立将进一步冲击油价，预计油价或将中长期维持低位震荡。

重点化工品跟踪：本周对于我们监测的 154 类重点化工品，涨幅前五的产品有液氯（+40%）、纯碱（+9.66%）、硬泡聚醚（+8.02%）、甲醛（+7.23%）、丙酮（+7.17%）。上周液氯价格下跌至低位，本周价格反弹。纯碱供给收紧，库存下降，且下游小苏打需求有所改善，价格相应上涨。上游原料环氧丙烷价格上涨，带动硬泡聚醚价格走强。同样，受益于上游丙烯价格上涨，丙酮价格提升。

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的低估值绩优化工股有望迎来反转，推荐低估值白马股万华化学、宝丰能源、龙蟒佰利，国六实施受益标的龙蟠科技、万润股份，以及新老基建配套材料相关标的昊华科技、苏博特、震安科技。

风险提示：油价大幅波动，新冠疫情持续恶化，贸易战形势恶化。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

电气设备行业点评：8 月销量点评：产销持续向上，符合预期

投资要点

中汽协数据，8 月电动车销量 10.9 万辆，同环比+26%/+12%，趋势持续向上，符合预期。根据中汽协数据，8 月新能源汽车产量为 10.6 万辆，同比增加 17.7%，环比增加 6.0%；销量为 10.9 万辆，同比上升 25.8%，环比上升 11.7%。8 月新能源乘用车销量为 10.0 万辆，同比上升 23.1%，环比提升 12.4%；产量为 9.7 万辆，同比上升 14.9%。8 月新能源商用车销量约为 0.9 万辆，同比提升 65.8%，环比基本持平；产量为 0.9 万辆，同比提升 61.5%。2020 年 1-8 月电动车累计生产 60.2 万辆，同比下降 24.7%；销售 59.6 万辆，同比下降 26.4%，其中乘用车累计销量 53.7 万辆，同比减少 27.1%，商用车 5.9 万辆，同比减少 19.6%。

分车企类型看，8 月自主车企占比回升，新势力表现亮眼。8 月自主车企同比上升 5%，同比转正，环比提升 46%，市占率大幅提升至 60%，主要受益于比亚迪、广汽、长安等车企新车型放量；8 月新势力销 1.50 万辆，同比大增+184%，环比+13%，占比下降至 15%，累计占比保持在 14%；合资 8 月销 1.27 万辆，同比+57%，环比-15%，市占率为 13%，累计市占率为 17%。特斯拉 8 月销 1.18 万辆，销量维持在 1.2 万左右水平，环比提升 7%，20 年 1-8 月累计销 6.92 万辆，占比 14%。

从车企角度来看，上通五菱本月大增，反超比亚迪位居第一名，新势力车企销量位居前十。市占率方面，本月上通五菱以 18%位居第一，比亚迪、特斯拉以 14%、12%的市占率紧随其后。上通五菱受益于宏光 MINI 的上市，8 月销量 1.8 万辆，同比大增 111%，环比增加 436%，位居第一名，20 年 1-8 月累计销量 3.4 万辆，占比 7%；比亚迪 8 月销量 1.4 万辆，环比基本持平，占比 14%，20 年 1-8 月累计销量 8.77 万辆，累计市占率较上月略有下滑，为 17%。特斯拉中国 8 月销量 1.18 万辆，环比提升 7%，20 年 1-8 月累计销量 6.92 万辆，累计市占率为 14%。长安汽车 8 月销量 7235 辆，同/环比大幅增加 558%/76%，本月市占率提升至 7%位居第四。广汽新能源 8 月销量 6061 辆，同比增加 59%，环比增加 21%，8 月市占率环比持平为 6%。新势力亮眼，蔚来汽车 8 月销量 3965 辆，同比增加 42%，环比增加 12%，本月市占率 4%，小鹏汽车 8 月销量 2619 辆，同比增加 756%，环比增加 15%，本月市占率 3%。

投资建议

电动车 8 月中汽协 10.9 万辆，同环比+26%/+12%，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、当升科技，关注比亚迪、亿纬锂能、天奈科技、天赐材料、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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

（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

珀莱雅（603605）：珀露莱服匠心运，今朝新颜雅妆成

投资要点

聚焦大众美妆市场，十余载铸造国货之光。珀莱雅于 2006 年成立，定位大众时尚化妆品，目前旗下拥有超过 15 个品牌，业务覆盖护肤、洁面及彩妆三大品类。2019 年在中国大众美妆市场市占率 1.3%，名列本土企业第 5。疫后复苏稳步推进，2020 年 3-5 月成交量恢复至 70%-80%；线下面膜促销引流，线上新品助力电商高增。

颜值经济时代，国产美妆逐鹿大众市场。1）存量市场体量大：2019 年中国化妆品市场规模达 4777 亿元（+14%），是世界第二大消费市场，预计 2024 年规模将达 8281.8 亿元（5 年 CAGR11.6%）；2）消费扩容创造长期增量：消费人群拓宽需求边界，Z 世代及下沉用户成消费新力量，中产阶级扩容驱动消费升级。2019 年中国化妆品人均消费仅为 342.4 元，与国际成熟市场相比增长空间较大；3）国产替代深化：国际品牌占市场主流，本土品牌自中低端市场错位竞争。2019 年国产 TOP5 企业在大众市场市场份额提升至 15.4%，自基础大众品类重点突围。

品牌外延+单品升级，研发生产构筑硬核后盾。自主孵化/外延投资/跨境代理拓展品牌矩阵，联合天猫构建品牌孵化平台、创新合伙人品牌模式，20H1 彩棠/印彩巴哈等彩妆品牌崭露头角；设立投资基金，全面打造美妆生态圈。推新激发品牌势能，科技明星单品开门红，20 年 6 月红宝石精华/双抗精华 GMV 合计 1927 万，7 月双抗眼霜 GMV 超 1600 万元。研发生产加持，研发团队来自雅诗兰黛、爱茉莉等国际知名企业；超过 95%产品自主生产，智慧工厂降本增效。

自建团队尽享渠道红利，新营销赋能电商增长。1）线下维稳：2018 年门店优化保持稳定收入增长，单品牌店试验成熟后有望广泛复制。2）线上发力：2020H1 线上渠道营收 8.8 亿元（+43.9%），成增长核心驱动力。自建电商团队 300 余人超 90%为 90 后，平台化精细运营，洞察年轻消费热点；新营销充分引流，20Q2 签约蔡徐坤代言尽享粉丝经济红利，7 月主要社交内容平台曝光量超 1200 万次；参股 MCN 公司发力内容营销，泡泡面膜借助可视化卖点+产品力+内容营销/直播带货形成爆品方法论，单月销量超过 100 万盒，打破天猫美妆历史。

财务视角：盈利能力提升可期，高效周转 ROE 表现亮眼。2019/2020H1 净利率 11.7%/12.5%，盈利能力稳定；注重研发及推广投入，2019 年公司研发费用率/销售费用率分别为 2.4%/39.2%，产品力及知名度可持续提升；受高周转驱动，2019ROE21.09%，高于可比公司 8.8pct。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年营收分别为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

37.5/48.6/61.5 亿元，同比增长 20.0%/29.8%/26.5%，归母净利润分别为 4.7/6.0/7.5 亿元，同比增长 18.8%/29.3%/24.6%。当前股价对应动态 PE 为 65/50/40，PEG 分别为 3.5/1.7/1.6。公司处于高速发展期，借助优质产品力和强大渠道力，叠加品牌及上下游扩张计划，龙头有望持续受益行业发展红利，长线看好公司前景，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：疫情反复与防控影响线下销售及跨境代理；新品牌孵化风险；新品类拓展及线上营销不及预期；单品牌店经营绩效不及预期。

（证券分析师：汤军　研究助理：樊荣）

当升科技（300073）：收购常州当升剩余股权，优质产能放量在即

投资要点

事件：公司拟向控股股东矿冶集团发行股份，购买常州当升 31.25%少数股权。本次交易完成后，常州当升将成为全资子公司。公司的控股股东一直为矿冶集团，实际控制人为国务院国资委，发行预案前，矿冶集团合计持有公司 22.50%股份。本次发行价格以公告日前 120 日交易均价的 80%定价，为 24.30 元/股（约停牌前股价的 65%），锁定期 3 年。

常州优质产能放量，2 万吨投产在即，预计明年贡献 2 亿+利润。常州当升主要产品为新型高镍正极，包括 NCM811、NCA 等，产品品质获得海外客户高度认可。常州基地规划产能 10 万吨，一期部分产能已经完成产线安装，开始产品试制和客户认证工作。我们预计常州基地三季度将有 1 万吨产能释放，四季度再新增 1 万吨，为明年新增有效产能 2 万吨，预计 21 年贡献 2-2.5 亿利润。

定价暂未确定，预计收购性价比合理。本次收购标的暂未定价，截至 20 年中，常州当升总资产 15.4 亿元，净资产 12.8 亿元，未形成收入，上半年净利润 225 万。基于以下假设（21 年常州当升出货 2 万吨，净利润贡献 2.2 亿），我们测算收购 PB 分别为 1/2/5 倍的情况下，21 年收购标的对应 PE 分别对应 9/18/45 倍。因此若收购 PB 在 1-2 倍，标的估值均有较高性价比。

常州新增高镍产能，预计海外供货以高镍为主。20 年 1-7 月国内三元正极材料产量中，5 系仍为主要产品，产量 4.5 万吨，占比 55%，高镍 6 系和 8 系分别占比 20%左右，高镍占比明显提升。公司目前产品以 5 系、6 系为主，市占率 8%左右，常州加大高镍产能，扩展产品布局。预计新增海外客户以高镍出货为主，目前主要为 SK、LG 化学等，其中 LG 为储能项目供货，SK 为动力项目供货。

排产逐月增长，下半年及明年高增加可期。公司 7-9 月排产保持环比 10-20%稳定增长，预计 Q3 出货接近 7000 吨，同环比增长 70%+。同时钴价上行，公司库存价值提升，低价钴成本有望带动产品单吨盈利的提升。另外海外客户如 LG、SK、三星等预示订单乐观，有望持续放量。目前公司产能 2.6 万吨（含海门三期 1 万吨新增产能），同时 Q4 公司金坛将投产 2 万吨，20 年有效产能接近 3 万吨，21 年有效产能 4.4 万吨。我们预计公司 20 年销量有望达到 2.2-2.3 万吨，同比增长 50%，增量来自海外客户以及新增钴酸锂订单；21 年销量有望达到 3.5-4 万吨。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 3.26/5.01/6.99 亿，同比增长 256%/54%/39%，对应 PE 为 49x/32x/23x，给予 2021 年 45 倍 PE，目标价 52 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：阮巧燕）

万里扬（002434）：8 月 CVT+G 系列变速器维持高增长

投资要点

公告要点：

2020 年 8 月变速器总销量 128526 台，同比+40.05%。商用车变速器销量 65117 台，同比+29.49%，其中 G 系列高端变速器销量 25559 台，同比+99.63%。乘用车变速器销量 63409 台，同比+52.84%，其中 CVT 变速器销量 39672 台，同比+56.68%。新能源汽车驱动总成销量为 0。

8 月出货量同比+40.05%，CVT+G 系列继续维持高增长。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%），批发销量连续正增长，需求明显复苏。企业全面复工复产，保持较快生产节奏，公司 CVT 变速器同比+56.68%,涨幅略有收窄。G 系列变速器同比+99.63%，表现依旧靓丽。

公司是自主变速器优秀企业。内生+外延双管齐下，从商用车变速器—乘用车手动变速器—乘用车 CVT 自动变速器，万里扬不断拓展变速器产品线。早期专注于商用车（轻卡、中卡、重卡）的变速器研发，2015 年 6 月收购吉利汽车的乘用车手动变速器资产，于 2016 年 5 月，以 26 亿元的交易价格收购奇瑞变速器 100%股权，获得奇瑞 CVT 自动变速器技术。商用车变速器是公司传统拳头产品，营收规模从一直稳定在 11 亿元以上，而轿车手动变速器目前已经稳定在 8-10 亿元，乘用车 CVT 自动变速器业务成为公司 2017 年以来核心增长点。

CVT 格局生变，万里扬综合实力逐步增强。“加特可+万里扬+邦奇”是国内主要独立第三方 CVT 供应商。加特可目前只配套于日系品牌。邦奇是目前自主品牌 CVT 变速箱主要配套商。万里扬是国内自主 CVT 供应商之一，主要配套奇瑞等。未来国内自主品牌 CVT 变速器格局核心看万里扬与邦奇之间的竞争。受股东方影响及自身研发和服务能力响应国内客户较慢，邦奇下游配套综合能力有所拖累，而相比之下，万里扬综合实力逐步增强。

2020-2021 年公司业绩有望迎来反转。1）CVT 配套吉利渐入收获期，将成为业绩最大的弹性点。根据公告目前已经配套吉利五款车型：远景 X3+远景 SUV+帝豪 GL+帝豪 GS+缤瑞，2020-2021 年将是核心上量阶段。2）随着自主品牌渗透率提升，乘用车手动变速器稳步发展。3）受益国六升级，商用车 G 系列有望迎来量价齐升。4）前期亏损的内饰业务已经完成剥离。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 6.00/7.73/10.19 亿元，同比+49.9%/+28.9%/+31.7%，对应 EPS 为 0.45/0.58/0.76 元，对应 PE 为 21.3/16.53/12.55 倍。维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：乘用车需求复苏低于预期；CVT 格局出现新进入者。

（证券分析师：黄细里）

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