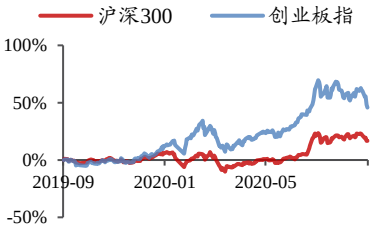
2020 年 09 月 11 日

开源晨会 0911

——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(%)
休闲服务	2.02
食品饮料	0.99
房地产	0.24
家用电器	0.05
银行	-0.23

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-4.99
国防军工	-4.57
计算机	-3.86
传媒	-3.65
钢铁	-3.42

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

【策略】流动性的变局与破局——投资策略专题-20200909

当下市场出现了类似 2008 年金融危机后二次流动性危机的特征：美元指数大幅反弹，而几乎其他所有的大类资产均出现了不同程度的下跌。但我们认为此次出现流动性危机的概率不大，更多地是市场对于全球流动性预期的拐点正在逐步形成。站在全球流动性预期的拐点，市场将体现两个特征：所有好的消息都来自于盈利修复，所有不好的消息都来自于流动性与风险偏好带来的估值压力，这就为通过结构调整以应对市场的不确定创造了条件。我们认为当下市场调整中，适当回避外资收益较高的“核心资产”，重点配置低估值+顺周期：房地产、银行、煤炭、建筑；后续市场并不用悲观，要为反击做好准备，布局内外交易经济复苏的合力点：建材、化工和工程机械。

【宏观】物价并非市场核心逻辑，流动性才是——宏观经济点评-20200909

1 年内 CPI 下行趋势或仍将延续，PPI 同比或逐步上行、但可能仍处于通缩区间。

2 物价走势，并非当前市场和政策核心逻辑；资金空转等，使得货币政策更加注重精准导向。

3 随着年底临近，流动性分层下“负债荒”或加速凸显、同业收缩压力加大，或导致流动性环境阶段性易紧难松。

行业公司

【电气设备】特斯拉系列专题报告（四）：复盘苹果供应链发展历程，探寻特斯拉供应链长期成长标的——行业深度报告-20200910

苹果和特斯拉分别作为手机智能化、汽车智能化与电动化领域的革命者，在供应链管理上具有一定的相似之处。本文主要对比特斯拉与苹果的供应链体系，重点研究苹果供应链体系的演变以及供应链中能伴随苹果成长并持续进化的优质公司，发现苹果产业链实现长期增长的优质公司可大致分为两类：聚焦优质赛道、技术领先并持续迭代的专一型公司和多品类延展并实现垂直一体化布局的平台型公司，结合未来特斯拉在供应链管理上的变化，我们认为在电动车产业链，满足上述两类标准的优秀标的有望伴随特斯拉供应链长期成长。推荐标的：宁德时代；受益标的：三花智控、宏发股份、拓普集团、旭升股份。

研报摘要

总量研究

【策略】流动性的变局与破局——投资策略专题-20200909

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

全球大类资产价格指示流动性预期出现变化，实际利率上行是关键

当下市场出现了类似 2008 年金融危机后二次流动性危机的特征：美元指数大幅反弹，而几乎其他所有的大类资产均出现了不同程度的下跌。但我们认为，美联储并未出现明显的缩表，同时黄金仍处于震荡并未暴跌，美元指数反弹的背后很大程度来自于前期过度交易宽松预期的行为修正（非商业净空头头寸历史高位）。因此我们认为此次出现流动性危机的概率不大，但伴随疫情控制和经济开始复苏，市场对于全球流动性预期的拐点正在逐步形成，最终的指示就是预期实际利率开始见底回升，与其相关的资产价格开始出现波动。在股票市场内部，成长性资产的时间价值正遭遇挑战，这也是中美核心资产出现共振趋势的原因。

复盘 2008 年流动性的二次危机：流动性推升→定价经济复苏

在一个为应对经济短期衰退而大幅增加货币供给的环境下，短期更有可能形成资产价格的通胀而非实体经济的通胀，在这个过程中前期更受益于流动性的资产可能表现得更好，而到了后期与经济复苏更相关的资产可能表现更好，但中间需要经历流动性的边际收紧带来的资产价格波动。典型的例证便是 2008 年金融危机之后大类资产价格表现基本上遵循了从流动性推升→流动性边际收紧→定价经济需求复苏和通胀回升的过程，即美元→黄金/白银/股票/债券→农产品/铜/原油。在 2008 年 12 月中后出现了以美元指数重新上行为代表的第二次流动性危机，大类资产经历了广泛的调整，但是当时中国股市由于经济复苏强劲，只经历了短暂调整，随后就开启了市场反弹。我们同期找到了外资周期性涌入中国资产的证据。当下预期在类似路径上演绎，但是流动性问题本身并不用过度担忧。

谁定外资之去留

9 月以来北上资金也开始大幅流出 A 股，背后真正的驱动可能是实际利率预期的变化：历史上看，外资对于消费类核心资产的买入和收益率与美国实际利率呈现明显负相关。在实际利率出现拐点的同时，海外投资者积累了大量的浮盈，有兑现盈利的需求。但是在盈利兑现后，我们认为后期 A 股将会因为基本面的优势重新获得外资流入。需要认识到的是，“周期性流入”的力量在交易逻辑上将会出现深刻变化。根据历史经验指示，周期性热钱流入期，陆股通流入 A 股时更喜欢配置金融、机械设备、有色以及交运等顺周期板块以及家电等顺周期消费板块。

结构务必调整，市场不用悲观

我们认为，站在全球流动性预期的拐点，市场将体现两个特征：所有好的消息都来自于经济复苏带来的盈利修复，所有不好的消息都来自于流动性与风险偏好带来的估值压力，这就为通过结构调整以应对市场的不确定创造了条件。我们认为当下市场调整中，适当回避实际利率下行周期中外资收益较高的“核心资产”，重点配置低估值+顺周期：房地产、银行、煤炭、建筑；后续市场并不用悲观，要为反击做好准备，布局内外交易经济复苏的合力点：建材、化工和工程机械。

风险提示：国内经济下行超预期；美元指数大幅走弱；美联储超预期扩表

【宏观】物价并非市场核心逻辑，流动性才是——宏观经济点评-20200909

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

CPI 同比回落，非食品环比转正；食品基数拖累下，CPI 下行趋势年内或延续

CPI 同、环比涨幅均回落，非食品环比 2 月以来首次转正。8 月，CPI 同比 2.4%、环比 0.4%，分别较上月回落 0.3 和 0.2 个百分点；其中，食品环比涨幅收窄 1.4 个百分点至 1.4%，非食品环比上涨 0.1%、为 2 月以来首次上涨。主要分项环比来看，猪价涨幅收窄 9.1 个百分点、为食品主要拖累项，鲜菜、蛋类等涨幅扩大；非食品中其他项、

居住等涨幅扩大，或与旅游等线下活动恢复带动价格上涨有关。

食品基数拖累下，年内 CPI 下行趋势或仍将延续。8 月核心 CPI 同比 0.5%、与上月持平，为有数据以来历史最低，或反映需求修复整体尚偏弱。随着居民出行正常化，线下消费活动修复或对非食品价格形成一定支撑，但较难抵消食品基数对 CPI 的拖累。预计年内 CPI 或逐步回落，中性情景下年底可能回落至 1%以下。

PPI 同比降幅收窄、环比涨幅回落；年内 PPI 上行或延续，但仍处通缩区间

PPI 同比降幅继续收窄，环比涨幅回落、主要受石油、煤炭开采等拖累。8 月，PPI 同比下降 2%，降幅收窄 0.4 个百分点；环比上涨 0.3%，涨幅回落 0.1 个百分点。其中，生产资料环比上涨 0.4%、较 7 月回落 0.1 个百分点，生活资料环比上涨 0.1%、与上月持平。分行业环比来看，石油链、有色冶炼、农副食品等涨幅回落，煤炭开采、燃气生产供应等由涨转跌；黑色链、有色开采涨幅有所扩大。

2020 年年内 PPI 同比或逐步上行、但可能仍处于通缩区间。随着广义财政支出加快，及地产投资“韧性”延续，投资有望保持高增，对中上游商品价格形成一定支持；海外逐步复工，或带动全球大宗商品需求修复，也有利于 PPI 修复。但海外复工节奏可能受疫情反复、疫苗研发进度等影响，对需求和物价的影响仍需持续跟踪。

物价并非当前市场和政策核心逻辑，流动性分层下非银“负债荒”或加速凸显

物价走势，并非当前市场和政策核心逻辑；资金空转等，使得货币政策更加注重精准导向。6 月，银行超储率只有 1.6%、创 2018 年以来同期新低；7 月和 8 月地方债等大规模发行，加速银行资金消耗，超储率可能已降至 1%以下。年内来看，银行负债端仍面临政府债券供给、结构性存款压降等压制，降准必要性明显上升；但资金空转等，使得当局对防范化解风险的重视度提升，“不搞大水漫灌”。

随着年底临近，流动性分层下“负债荒”或加速凸显、同业收缩压力加大，或导致流动性环境阶段性易紧难松。逆回购、MLF 等加码投放，可一定程度补充银行资金缺口；但中小银行面临的结构性存款压降、同业存单续发压力较大，或减少对非银资金融出、加大资金赎回，进而加速同业收缩，放大银行和非银负债压力。

风险提示：猪肉供给修复低预期，金融风险加速暴露。

行业公司

【电气设备】特斯拉系列专题报告（四）：复盘苹果供应链发展历程，探寻特斯拉供应链长期成长标的——行业深度报告-20200910

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 李若飞（分析师）证书编号：S0790520050004 | 任浪（分析师）证书编号：S0790519100001

特斯拉重塑汽车供应链，催生新机遇

苹果和特斯拉分别作为手机智能化、汽车智能化与电动化领域的革命者，在供应链管理上具有一定的相似之处。本文主要对比特斯拉与苹果的供应链体系，重点研究苹果供应链体系的演变以及供应链中能伴随苹果成长并持续进化的优质公司，发现苹果产业链实现长期增长的优质公司可大致分为两类：聚焦优质赛道、技术领先并持续迭代的专一型公司和多品类延展并实现垂直一体化布局的平台型公司，结合未来特斯拉在供应链管理上的变化，我们认为在电动车产业链，满足上述两类标准的优秀标的有望伴随特斯拉供应链长期成长。推荐标的：宁德时代；受益标的：三花智控、宏发股份、拓普集团、旭升股份。

电动化与智能化所催生的增量环节与供应链的重构是特斯拉供应链最大机遇

（1）电动车新增的三电系统、充电模块、热管理模块等环节以及汽车智能化带来的域控制器、软件系统、摄像头雷达等增量环节催生新机遇，且国产供应商已在上述领域均取得了重大突破。（2）在特斯拉集成化的电子架构下软硬件的关联被打破，软件部分的核心由特斯拉掌控，特斯拉可以跳过原来的 Tier 1 的垄断，直接向零部件供应

商采购。同时，特斯拉各零部件的设计更趋于集成化、模块化，对零部件供应商而言，将有了直接面对主机厂商需求来提升自身设计制造能力和往部件集成方向攀升的机会，提升单车价值量。

苹果供应链两类长期成长标的：优质的专一型公司和平台型公司

复盘苹果供应链发展历程，我们发现真正伴随苹果供应链长期成长的受益标的可分为两类：（1）聚焦优质赛道并维持技术优势的专一型公司（代表公司：大立光）：①赛道技术壁垒高、ASP 提升；②持续迭代，保持技术领先。（2）实现垂直一体化布局的平台型公司（代表公司：立讯精密）：①细分环节工艺存在一定的通用性，易于横向延展；②管理层需要具备足够强的积极性和较强的管理能力，整合多项业务。

挖掘特斯拉供应链的“大立光”和“立讯精密”

特斯拉供应链同样具备孕育优秀的专一型公司和平台化公司的土壤，围绕两条主线挖掘受益标的：（1）增量赛道、技术壁垒高的环节的优质公司：宁德时代（实现前瞻性技术布局，成本优势显著，配合度高）；三花智控（新能源车热管理 ASP 显著高于燃油车，公司技术实力强大，掌握核心零部件电子膨胀阀）；宏发股份（新能源车继电器 ASP 显著高于燃油车，高压直流继电器技术壁垒较高）。（2）横向延伸并实现垂直一体化布局公司：拓普集团（纵向拓宽产品品类，横向开拓新客户，从单类零部件供应商逐步进化为集成化供应商）、旭升股份（响应速度快、配合度高，伴随特斯拉持续成长，并横向拓展其他客户）。

风险提示：新能源车行业销量或不及预期；产业政策或不及预期。

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