东吴证券晨会纪要

2020 年 09 月 10 日

晨会编辑 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：东吴策略·市场温度计—流出的外资、抱团的公募

机构行为：最近一周陆港通净流出 223 亿元，流出较大，集中卖出医药、食品饮料、银行、农业，公募抱团加强，普遍向上证 50、沪深 300、消费漂移，从科技偏离。

股市流动性：最近一周 A 股资金净入市-227 亿，前值 542 亿。外资净卖出 223 亿，ETF 净卖出 32 亿，产业资本减持 210 亿，接近历史峰值，公募和散户净流入趋缓。

市场情绪：创业板市场情绪如融资买入额、换手率等数据仍处在高位，成交量处于历史新高仅次于 2020/7/4 一周，而主板的活跃度则出现了缓慢下行的态势。

固收金工

固收点评：8 月物价数据点评：CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄

2020 年 9 月 9 日，国家统计局公布 2020 年 8 月 CPI 和 PPI 相关数据：（1）CPI 同比上涨 2.4%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点。（2）8 月 PPI 同比下降 2.0%，前值-2.4%。

8 月 CPI 上涨，涨幅略有回落，供给仍为主导因素。8 月 PPI 同比降幅收窄，环比小幅上涨，系油价上涨与需求修复助力。

展望后期：CPI 方面预计涨幅将持续收窄，9 月 CPI 涨幅将进一步回落。最近数月的 CPI 涨幅主要由供给端主导，考虑到夏季已经过去，洪涝的对于供给端的影响也在不断修复，总体来说预计 9 月供给不足对于 CPI 价格的影响将进一步收窄。PPI 方面预计工业品物价整体处于反弹阶段，预计 9 月 PPI 将进一步修复。

固收月报：债券托管量增速加快，投资者持仓结构微调

债券托管量增速持续平稳，净融资规模转降为升。2020 年 8 月末，中债登和上清所的债券托管总额为 978756.38 亿元，较上月份增加 22210.74 亿，其中中债登托管量 730104.65 亿元，上清所托管量为 248651.73 亿元。8 月债券托管规模较上月有所增加，增幅为 2.32%，较 7 月增幅 1.51%有小幅上升。主要机构投资者持仓结构变动明显。债市杠杆率持续下降。

金工定期报告：行业估值偏离度因子绩效月报：

9 月行业组合最新持仓：休闲服务、通信、钢铁、银行、房地产、建筑装饰。

本期 SVD 因子“小贴士”：真轮动，低换手：从 SVD 因子过往表现看，基本上每个行业均被选入过多/空组合，模型在各个行业之间的轮动比较充分的，符合行业轮动策略构建的出发点。模型入选多/空组合的行业，连续性强，换手率低。从相关性看，相邻月份 SVD 因子的秩相关系数，高达 0.83%。

过去一年（2019 年 8 月-2020 年 7 月），虽然轮动速度较慢，空头组合里也存在一些估值偏高，表现较好的行业。但从胜率上看，多头组合战胜空头组合 8 次，胜率达到 66.7%。

行业

食品饮料电商月报：中秋错位导致波动，持续关注健康消费

白酒：茅台保持高增，高端酒线上表现亮眼。液态奶：伊利、光明保持强势增长，低温奶环比加速。膳食营养补充剂：健康意识助推消费，本土品牌增长提速。休闲食品：中秋延后导致数据波动。调味品：复合调味料延续高增，小包装火锅料热销。

推荐个股及其他点评

华兴源创（688001）：激励方案彰显发展信心，订单充裕+欧立通并表保障全年增长

盈利预测与投资评级：考虑到公司激励方案彰显未来发展信心+目前在手订单充沛，在不考虑欧立通并表的情况下，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润 2.2/2.7/3.2 亿元，较原预测分别上升 39%/33%/28%（原预测为 1.6/2.0/2.5 亿元），对应 PE 分别为 74/62/51X，维持“增持”评级。

北控城市资源（03718）：中标 15.65 亿广东江门新会区环卫一体化大单，20 年新签环卫订单总额近百亿

事件：公司公告，中标广东省江门市新会区主城区环卫一体化和市场化作业项目。

中标江门市新会区主城区环卫一体化和市场化项目，年化服务费达 1.76 亿元。9 月 2 日，公司全资子公司北控城市环境服务集团作为联合体主体方成功中标广东省江门市新会区主城区环卫一体化和市场化作业项目，预计合同总额约 15.65 亿元，服务年限 8 年，年收入 1.76 亿元，服务范围包括道路清扫保洁、垃圾清运/分类、公厕管护及粪便清掏处理、绿化养护等环卫业务，本次大单中标后公司 20 年以来新签环卫订单总额近百亿，有助于公司业绩持续放量。

吉利汽车（00175）：底部蓄力，重整旗鼓再出发

我们预测公司 2020-2022 年营业收入 961.36/1052.97/1143.33 亿元，同比-2.0%/+9.5%/+8.6%，归母净利润 69.18/87.77/113.77 亿元，同比-15.8%/+26.9%/+29.6%，对应 EPS 为 0.71/0.89/1.16 元，对应 PE 为 20.47/16.13/12.45 倍，吉利汽车 A 股五家可比公司平均估值 2020-2022 分别为 33.7/25.7/20.2 倍。考虑到吉利未来业绩迎来新一轮改善，2020 年对应 PE 估值处于低位，首次覆盖，给予吉利汽车“买入”评级。

长城汽车（601633）：主流车企造车新势力

我们预计公司 2020-2022 年营业收入 97,736/119,893/137,854 百万元，同比增长+1.6%/+22.7%/+15.0%，归母净利润 5,074/7,583/9,929 百万元，同比增长+12.8%/+49.5%/+30.9%，对应 EPS 为 0.56/0.83/1.09 元，对应 PE 为 29.41/19.68/15.03 倍。考虑到长城未来业绩迎来改善，估值处于较为低估位置，维持长城汽车 A+H 股“买入”评级。

广汽集团（601238）：8 月产批同比小幅收窄，日系表现强势

2020-2021 年汽车行业依然有望逐步复苏。广丰+广本景气依然向上+广汽自主减亏可期+广菲克有望见底企稳，看好广汽集团长期发展。我们预计广汽集团 2020-2022 年归母净利润 6731/9464/11366 百万元，分别同比+1.7%/+40.6%/+20.1%，EPS 为 0.66/0.92/1.11 元，PE 为 15.67/11.14/9.28 倍。维持广汽集团 A+H 股“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宏观策略

策略周评：东吴策略·市场温度计—流出的外资、抱团的公募

机构行为：最近一周陆港通净流出 223 亿元，流出较大，集中卖出医药、食品饮料、银行、农业，公募抱团加强，普遍向上证 50、沪深 300、消费漂移，从科技偏离。

股市流动性：最近一周 A 股资金净入市-227 亿，前值 542 亿。外资净卖出 223 亿，ETF 净卖出 32 亿，产业资本减持 210 亿，接近历史峰值，公募和散户净流入趋缓。

市场情绪：创业板市场情绪如融资买入额、换手率等数据仍处在高位，成交量处于历史新高仅次于 2020/7/4 一周，而主板的活跃度则出现了缓慢下行的态势。

估值水平：A 股风险溢价 1.14%，行业间分化减小。从绝对股价和业绩来看尾部跑赢头部股票。

风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考。

（证券分析师：陈李　研究助理：张家琦）

固收金工

固收点评：8 月物价数据点评：CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄

事件

数据公布：2020 年 9 月 9 日，国家统计局公布 2020 年 8 月 CPI 和 PPI 相关数据：（1）CPI 同比上涨 2.4%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点。（2）8 月 PPI 同比下降 2.0%，前值-2.4%。

观点

CPI：8 月 CPI 上涨，涨幅略有回落，供给仍为主导因素。从同比角度来看，食品类上涨 11.2%，非食品价格由上月持平转为上涨 0.1%。8 月 CPI 同比月较 7 月有涨幅略有回落。从数据上来看，食品通胀明显回落，8 月份 CPI 食品价格同比增速从 6 月的 13.2%回落至 11.2%，下降 2.0 个百分点。食品类从分项来看，猪肉、鲜菜价格分别上涨 52.6%，11.7%，猪肉价格涨幅比上月大幅回落 33.1 个百分点，鲜菜价格涨幅扩大 3.8 个百分点。牛肉和羊肉价格分别上涨 14.4%和 9.7%，涨幅分别回落 3.5 和 0.4 个百分点。8 月非食品价格由上月持平转为上涨 0.1%。非食品从分项来看，其他用品和服务价格上涨 6.1%，涨幅扩大 1 个百分点；教育文化和娱乐价格与上月持平；医疗保健价格上涨 1.5%，增幅较上月回落 0.1 个百分点；衣着以及生活用品及服务价格分别下降 0.5%，0.1%，与上月基本持平；交通和通信、居住价格则分别下降 3.9%、0.7%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

PPI：8 月 PPI 同比降幅收窄，环比小幅上涨，系油价上涨与需求修复助力。从同比角度来看，8 月 PPI 同比下降 2.0%，前值-2.4%，降幅收窄 0.4 个百分点。其中，生产资料价格下降 3.0%，降幅收窄 0.5 个百分点；生活资料价格上涨 0.6%，涨幅回落 0.1 个百分点。从环比角度来看，PPI 上涨 0.3%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。其中，生产资料价格上涨 0.4%，涨幅回落 0.1 个百分点；生活资料价格上涨 0.1%，涨幅与上月相同。

展望后期：CPI 方面预计涨幅将持续收窄，9 月 CPI 涨幅将进一步回落。最近数月的 CPI 涨幅主要由供给端主导，生猪、鲜菜、鸡蛋等品种的供给端由于洪涝灾害、夏季暴雨天气等因素存在阶段性供应不足的问题，而疫情的持续好转又不断地拉动需求上升，供需错配下猪肉、鲜菜、鸡蛋以及其他肉类价格持续上涨。但考虑到夏季已经过去，洪涝的对于供给端的影响也在不断修复，总体来说预计 9 月供给不足对于 CPI 价格的影响将进一步收窄，肉类价格将维持小幅上涨，鸡蛋、鲜菜等 8 月涨幅较大的品种，涨幅有望大幅回落。非食品项方面，出行最多的暑期同样已经过去，机票、宾馆价格涨幅有望在 9 月明显收窄，疫情虽然已经缓解，但对于非必须消费品的需求弹性恐难以和常年相比，非食品项价格的涨幅将遭遇天花板效应。PPI 方面预计工业品物价整体处于反弹阶段，预计 9 月 PPI 将进一步修复。从具体分项上来看，对于黑色金属采选业，由于海外铁矿石发货受疫情影响，国内生铁产量同比上升，供需错配下价格将持续上升；对于黑色金属冶炼和压延加工业而言，随着地产基建、制造业增速的回升，价格将持续从上半年的冰点回暖。而石油天然气开采业仍受国际油价影响较大，国际油价恢复周期下价格将维持上升趋势。有色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业等行业本质上对标地产，考虑到截止 8 月中国房屋新开工面积累计同比有望收窄至接近于 0，相比于 2 月的-44.9%而言，3~8 月需求持续恢复，将为这一类行业的价格提供强有力的支撑。

风险提示：短期疫情反复，地产调控超预期，基建投资低于预期。

（证券分析师：李勇）

固收月报：债券托管量增速加快，投资者持仓结构微调

报告摘要：

债券托管量增速持续平稳，净融资规模转降为升。2020 年 8 月末，中债登和上清所的债券托管总额为 978756.38 亿元，较上月份增加 22210.74 亿，其中中债登托管量 730104.65 亿元，上清所托管量为 248651.73 亿元。8 月债券托管规模较上月有所增加，增幅为 2.32%，较 7 月增幅 1.51%有小幅上升。

利率债托管量上升：利率债包含国债、地方政府债、政策性银行债以及政府支持机构债券，在计算利率债托管量的整体变动时我们包含这四类券种。8 月利率债托管总量为 622899.12 亿元，7 月底同期数据为 606418.10 亿元，本月较上月增加 16481.02 亿元，主要系国债和地方政府债的托管量大幅增加所致。

信用债托管量上升：信用债中包含企业债、中期票据、短期融资券、超短期融资券四大类别，在计算信用债托管量的整体变动时我们包含这四类券种。此外，我们还关注同样同业存单、定向债务融资工具、商业银行债券和资产支持债券等重要券种的持仓变化。8 月信用债托管量为 131219.63 亿元，7 月底同期数据为 130378.47 亿元，本月增加 841.16 亿

请务必阅读正文之后的免责声明部分

元，主要系超短期融资券和中期票据的增持引起。

主要机构投资者持仓结构变动明显：8 月债市资金总体流入，中债登和上清所的总托管量规模为 978756.38 亿元，较 7 月增加 22210.74 亿元，增幅为 2.32%。其中，商业银行的债券托管量自 3 月起已连续六个月上升，本月配置力量继续强化，同时增配利率债和信用债，共计加仓 11845.87 亿元（7 月增持 7622.25 亿元），增持规模居所有投资者之首；广义基金的债券托管量也出现大幅提升，增持规模达到 3369.27 亿元，一改 7 月的减仓态势（7 月减持 2296.96 亿元），7 月权益市场表现相对强劲，债基和货基遭遇大规模赎回，广义基金大量减持债券资产，8 月权益市场震荡致使其在又重新增配固收类资产，股债跷跷板特征明显；保险机构的增持力度出现明显回升，8 月增持规模达到 1064.36 亿元（7 月增持 333.95 亿元），其中地方政府债是主要增配来源，增持速度有所提升；证券公司的债券托管量环比变动由负转正，8 月券商增持 433.18 亿元（7 月减持 304.78 亿元），同时增配利率债和信用债，主要系股债跷跷板引发的风险偏好调整；境外机构的增持力度有所放缓，8 月增持债券规模为 1178.31 亿元，较上月有所下滑（7 月增持 1481.13 亿元）。

债市杠杆率持续下降：8 月质押式回购和买断式回购余额分别为 45821.58 亿元和 730.20 亿元，待回购债券余额合计 46551.78 亿元，较上月增加 1886.08 亿元。8 月债券托管总量为 978756.38 亿元。根据我们的测算，8 月债券市场杠杆率为 104.99%，较 7 月增加 0.09%，债市整体杠杆率出现小幅上升。另一方面，债券市场杠杆率三个月移动平均值为 105.42%，连续 5 个月呈现下降趋势。

风险提示：股市表现超预期，监管政策变化超预期

（证券分析师：李勇）

金工定期报告：行业估值偏离度因子绩效月报：

报告要点

因子多空对冲绩效：2009 年 1 月至今，行业估值偏离度因子在 28 个申万一级行业中，5 分组多头对冲空头的年化超额收益为 13.05%，年化波动 9.86%，信息比率 1.32，月度最大回撤 11.59%，月度胜率 67.86%；多头对冲全市场行业等权组合的年化收益为 7.02%，年化波动 5.97%，信息比率 1.18，月度最大回撤 8.79%，月度胜率 60.71%。

8 月因子组合收益统计：在申万一级 28 个行业中，选取偏离度因子最小的 6 个行业，等权重构建行业估值因子多头组合，选取偏离度因子最大的一组，等权构建行业估值因子空头组合。2020 年 8 月份多头组合收益率为-0.76%，空头组合收益率为 1.37%，全行业等权组合收益率为 1.22%，多头超额收益为-1.98%，多空对冲收益为-2.12%。

9 月行业组合最新持仓：休闲服务、通信、钢铁、银行、房地产、建筑装饰。

本期 SVD 因子“小贴士”：真轮动，低换手：从 SVD 因子过往表现看，基本上每个行业均被选入过多/空组合，模型在各个行业之间的轮动比较充分的，符合行业轮动策略构建的出发点。经模型入选多/空组合的行业，连续性强，换手率低。从相关性看，相邻月份 SVD 因子的秩相关系数，高达 0.83%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

过去一年（2019 年 8 月-2020 年 7 月），虽然轮动速度较慢，空头组合里也存在一些估值偏高，表现较好的行业。但从胜率上看，多头组合战胜空头组合 8 次，胜率达到 66.7%。

行业估值偏离度因子简介：企业生命周期理论解释同行业内不同公司之间的估值差异。由于壳溢价与龙头溢价存在，上市公司的市值与公司净利润并非简单的线性关系，通过二次线性拟合能够更加全面地反映行业内的估值结构。通过剔除龙头公司与壳公司，间接计算行业估值偏离度 SVD 指标，该指标越低说明行业中龙头公司与壳公司的相对估值溢价越高，则行业更被看好走出强势行情。风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑）

行业

食品饮料电商月报：中秋错位导致波动，持续关注健康消费

投资要点

酒水：1）白酒：茅台保持高增，高端酒线上表现亮眼。2020 年 8 月，阿里线上渠道白酒销售额 5.38 亿元，同比+67.40%。分品牌看，茅台、泸州老窖、五粮液市占率分别为 29.2/6.3/5.2%。2）啤酒：龙头加强线上渠道布局，百威/青啤保持优异表现。阿里线上渠道啤酒销售额 2.12 亿元，同比+27.87%。分品牌看，百威、青岛、哈尔滨销售额排名前三，市占率分别为 11.43/10.50/7.15%。

乳制品：1）液态奶：伊利、光明保持强势增长，低温奶环比加速。2020 年 8 月，阿里线上渠道液态奶销售额 11.58 亿元，同比+43%，伊利、蒙牛、光明销售额分别为 2.24/1.26/0.58 亿元，同比+31/-25/+53%，市占率分别为 19.3/10.9/5.0%，对应 7 月市占率环比-0.5/+2.4/0.0pct。2）芝士、黄油：零食奶酪增长提速，休闲属性逐步显现。阿里线上渠道芝士奶酪、黄油销售额分别为 1.32/0.34 亿元，同比+68/16%。3）奶粉（婴幼儿）：增长回归常态，飞鹤保持领先。婴幼儿奶粉销售额 9.78 亿元，同比+23%；分品牌看，爱他美、飞鹤、美素佳儿销售额分别为 1.92/1.10/0.68 亿元，同比+31/83/28.5%，市占率分别为 19.6/11.3/7.0%。

膳食营养补充剂：健康意识助推消费，本土品牌增长提速。8 月，阿里线上渠道膳食营养补充剂销售额 26.05 亿元，同比+48.84%；其中本土膳食营养补充剂销售额 14.45 亿元，同比+73%。分品牌看，汤臣倍健、Swisse、姿美堂 8 月销售额分别为 1.61/1.42/0.61 亿元，同比+26.4/27.1/123.5%，市占率分别为 6.7/5.4/2.3%。

休闲食品：中秋延后导致数据波动。8 月，阿里线上渠道休闲食品销售额 56.64 亿元，同比-2.35%。分品牌看，行业龙头三只松鼠、百草味、良品铺子销售额分别为 3.52/2.61/2.34 亿元，同比-53/-36/-26%，市占率分别为 6.2/4.6/4.1%，环比-0.48/-0.44/+0.25pct。龙头增速均下降主要是 1）去年同期高基数；2）非阿里渠道分流；4）去年高基数，19Q1-4 三只松鼠收入分别同增 27/68/53/49%，其中 Q2-3 行业价格战较为激烈。

调味品：复合调味料延续高增，小包装火锅料热销。8 月，阿里线上渠道调味品销售额 5.86 亿元，同比+49.71%。其中日常调味品销售额 1.46 亿

请务必阅读正文之后的免责声明部分

元，同比+42.05%；复合调味料销售额 4.39 亿元，同比+52.45%。分品牌看，海底捞、海天、千禾、好人家（天味）销售额分别为 0.15/0.26/0.09/0.27 亿元，同比-8/-47/-17/+230%；市占率分别为 2.6/4.4/1.5/4.7%，对应 7 月市占率环比-0.08/-0.69/-0.21/+3.65pct。酵母仍保持较高水平，8 月安琪酵母销售额 732 万元，同比+22.43%。

风险提示：阿里系线上数据代表性不完整，食品安全风险，宏观经济波动，消费需求减弱。

（证券分析师：杨默曦　研究助理：宗旭豪　研究助理：宋英男）

推荐个股及其他点评

华兴源创（688001）：激励方案彰显发展信心，订单充裕+欧立通并表保障全年增长

事件：9 月 2 日晚公司发布公告，拟向 147 名激励对象授予 400 万股限制性股票，约占总股本的 0.93%，其中首次授予 320 万股，预留 80 万股，授予价格为 20.26 元/股。

投资要点

激励方案业绩考核彰显未来发展信心

激励方案中，首次授予的限制性股票业绩考核以 2019 年净利润或营业收入为基数，2020-2022 年净利润或营业收入增速不低于 30%、40%、50%，CAGR 为 14.5%。以公司 2019 年营业收入 12.58 亿元、净利润 1.76 亿元估算，首次激励部分解禁的业绩考核要求 2020/2021/2022 年营业收入分别不低于 16.35/17.61/18.87 亿元，或净利润分别不低于 2.29/2.46/2.64 亿元。我们认为，股权激励方案的推出以及相应的业绩考核要求彰显了公司对中长期发展的高度信心。

OLED 检测设备技术全球领先，在手订单充裕保障增长

经过多年发展，公司 OLED 检测设备已成功实现进口替代，是越南三星和京东方 OLED 产线的唯一国产化设备供应商。目前公司 Mura 补偿技术已在大量 OLED 产线应用，公司 OLED 检测设备的稳定性、漏检率等指标在国内稳居第一。公司目前 OLED 检测设备终端客户主要为苹果、华为等手机制造厂商，OLED 检测设备属于高定制化设备，主要由下游产品迭代驱动增长。受益于苹果 iPhone12 等多款 5G 新品发布在即，公司目前在手订单充裕，将保障公司全年业绩高增长。

半导体测试设备爆发在即，加码研发推动进口替代

公司是国内仅有的定制化 BMS 芯片检测设备解决方案提供商。2019 年该类设备获得 3 亿元左右订单，2020H1 订单延续，新接订单 2.58 亿元。标准化检测设备方面，公司 SoC 和 CIS 测试机已取得国内领先的 IC 设计公司和封测厂的小批量订单。芯片可以分为数字芯片（难度高）、模拟芯片（难度低）、数模混合芯片（难度中），目前模拟测试机国产化率已经达到 85%，而数模混合和数字测试机目前仍由爱德万和泰瑞达两大全球半导体测试设备龙头垄断。SoC 和 CIS 测试机属于数模混合测试机，国产替代空间大、难度中等，公司从这一领域切入，有望较快完成测试设备

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的国产率提升。

下半年欧立通并表，将大幅增厚业绩

上半年公司完成对欧立通的收购，下半年将并表。欧立通致力于提供可穿戴产品的自动化智能组装、检测设备，是国内苹果智能手表检测领域的主供商，2017-2019 年，欧立通超 94%的收入来自苹果公司及其代工厂广达、仁宝、立讯等。上半年欧立通无线耳机等订单超预期，目前在手订单充足，我们预计随着苹果新款 iWatch、Airpods 发布临近，订单将进一步释放，公司预计 2020 年已通过样机验证的项目能够取得约 2.5 亿-3 亿元订单。

盈利预测与投资评级：考虑到公司激励方案彰显未来发展信心+目前在手订单充沛，在不考虑欧立通并表的情况下，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润 2.2/2.7/3.2 亿元，较原预测分别上升 39%/33%/28%（原预测为 1.6/2.0/2.5 亿元），对应 PE 分别为 74/62/51X，维持“增持”评级。若考虑欧立通并表，根据业绩承诺，欧立通 2019-2022 年累计扣非归母净利不低于 4.19 亿元，扣除 2019 年已实现的归母净利后取平均（预计每年非经常性损益为 1000 万元左右），我们预计 2020-2022 年欧立通每年将实现归母净利约 1.1 亿元左右，若欧立通在下半年并表，则 2020-2022 年公司合计归母净利润将达到 2.8/3.8/4.3 亿元，对应 PE 分别为 58/43/38X。

风险提示：半导体检测设备业务拓展不及预期；并购协同效应不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

北控城市资源（03718）：中标 15.65 亿广东江门新会区环卫一体化大单，20 年新签环卫订单总额近百亿

投资要点

事件：公司公告，中标广东省江门市新会区主城区环卫一体化和市场化作业项目。

中标江门市新会区主城区环卫一体化和市场化项目，年化服务费达 1.76 亿元。9 月 2 日，公司全资子公司北控城市环境服务集团作为联合体主体方成功中标广东省江门市新会区主城区环卫一体化和市场化作业项目，预计合同总额约 15.65 亿元，服务年限 8 年，年收入 1.76 亿元，服务范围包括道路清扫保洁、垃圾清运/分类、公厕管护及粪便清掏处理、绿化养护等环卫业务，本次大单中标后公司 20 年以来新签环卫订单总额近百亿，有助于公司业绩持续放量。

标准化&机械化&管理优势促份额集中，预计 6 家环卫上市龙头营收 6 年可扩张至 5.58 倍。随着市场化加速提升&大环卫内涵扩张，预计 25 年我国环卫服务市场化率有望达到 80%，对应市场化空间可达 3748 亿元，较 19 年增长 134.11%，当前环卫行业竞争格局较为分散。但未来环卫行业未来迎标准化驱动大合同增加、机械化率提升、龙头管理优势促降本增效 3 大趋势，我们预计 25 年 6 家环卫龙头公司营收市占率可提升至 20%，叠加 25 年环服市场化空间较 19 年增 134%，我们预计 25 年 6 家上市环卫龙头整体营收可扩张至 5.58 倍。

环卫订单高增大单频落地，国资背景&管理优势助力盈利份额双升。1）环服业务 4 年营收复合增速 374%，一体化大单占比提升。截止 20H1 公

请务必阅读正文之后的免责声明部分

司在手合同总额约 311.68 亿元，年化 28.94 亿元；20H1 新增订单总额 80 亿元，年化 7.24 亿元，排名行业第 2，新增大单数量占比持续提升至 25%，项目平均服务年限达 11.05 年，显著高于行业均值。2）国资背景带来资源&资金优势，助力业务拓展。大股东北控水务为水务行业龙头，具备丰富渠道及项目资源。截止 19H1，集团共计移交 54 个优质环服项目，占比近 50%，平均毛利率达 22.50%，比公司独立获取项目平均毛利率高出 2.8pct。集团拥有 AAA 级信用评级，资金优势明显。3）高管团队持股绑定核心利益，管理能力突出实现较高盈利能力。公司核心管理层持股比例高达 12.33%，助于激发团队活力。19 年公司环服毛利率 24.50%，同比大增 3.03pct，高于同业均值 2.66pct。

政策加速危废产能缺口弥合，聚焦无害化业务拓展保障业绩增长现金流改善。危废行业当前仍处于供需错配状态，政策&事件驱动危废产能缺口加速弥合。截止 2020H1，公司危废项目在运营 8 个，总产能达 49.73 万吨/年，在建项目 4 个，建成后危废总产能将达 66.6 万吨/年。未来公司主要聚焦无害化业务拓展，危废业务盈利水平较高，现金流水平良好，有望保障公司业绩持续增长。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.14/0.15/0.21 港元，对应 12/11/8 倍 PE，给予“买入”评级。

风险提示：市场化率提升不及预期，市场竞争加剧，利润率下降风险润率下降风险

（证券分析师：袁理）

吉利汽车（00175）：底部蓄力，重整旗鼓再出发

投资要点

行业技术变革催生格局重构，新一轮行业红利长期利好自主。国内乘用车市场边际向好，2025 年预计销量增长至 2510 万辆，车企步入存量博弈阶段。双积分政策持续施压，ADAS 辅助驾驶强势来临，传统整车企业、造车新势力以及第三方互联网企业不断入局，行业面临大的格局重构。技术变革下，新一轮行业红利来临，对全球汽车产业固有格局造成冲击，中国作为世界上最大的汽车产销地，自主品牌有望受益增长。

吉利新四化+模块化战略布局全面，以联盟形式铺开。1）新四化方面，吉利投资亿咖通，设立 G-PILOT 智能汽车发展规划，研发爬行者智能系统以及智擎动力总成系统，并创立曹操出行+耀出行共享平台，走在自主前列。2）模块化方面，吉利以 CMA/BMA 模块为核心，未来布局 AMA/PMA/DMA 共五大模块，涵盖 SUV/轿车/MPV、燃油/混动/电动，布局最为全面。3）联盟方面，以沃尔沃为核心，吉利与爱信精机+宁德时代+LG 化学+高通+恩智浦+伟世通+SmartEye+华为等企业在不同领域展开合作，多方出击，重点布局智能化及电动化，紧跟行业趋势变革。

量：底部稳健，上升势头强劲。2020 年吉利新车以电动化和智能化为方向，领克品牌上冲下探，填补空白细分市场，战略导向明显。1）SUV：未来发展核心，贡献主要增量。预计 2022 年吉利 SUV 规模达 90 万辆，以“ICON+缤越+领克 06”为主力，涵盖 7-15 万元市场。2）轿车：龙头地位稳固，保持市场前列。预计 2022 年吉利轿车规模达 40 万辆，以“缤瑞+领克 03+Preface”为主力，涵盖 7-15 万元市场。3）新能源：紧锣密鼓促发展。在现有基础上，吉利将为旗下所有燃油车型推出插混版本，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

并设立集合纯电品牌，预计 2022 年吉利新能源规模突破 20 万辆。

利：降本增效，单车盈利提升。1）产能利用率。产能迅速扩张，规模效应凸显，成本有望下降。2）模块化。BMA/CMA 为模块化核心，通用零部件+提升研发效率，实现降本增效。3）单车价格。新一轮车型周期开启，单车价格上冲，总体折扣率保持在较低水平，毛利率有望高位。

盈利预测与投资评级：我们预测公司 2020-2022 年营业收入 961.36/1052.97/1143.33 亿元，同比-2.0%/+9.5%/+8.6%，归母净利润 69.18/87.77/113.77 亿元，同比-15.8%/+26.9%/+29.6%，对应 EPS 为 0.71/0.89/1.16 元，对应 PE 为 20.47/16.13/12.45 倍，吉利汽车 A 股五家可比公司平均估值 2020-2022 分别为 33.7/25.7/20.2 倍。考虑到吉利未来业绩迎来新一轮改善，2020 年对应 PE 估值处于低位，首次覆盖，给予吉利汽车“买入”评级。

风险提示：全球疫情控制低于预期；下游乘用车需求复苏低于预期；与沃尔沃合并协同效应低于预期。

（证券分析师：黄细里）

长城汽车（601633）：主流车企造车新势力

投资要点

为何看多整车板块？

目前市场上存在两种认知的偏差：1）国内乘用车需求未来将长期维持在 2000 万辆及以下；2）传统整车企业全都要被颠覆掉的。我们认为不是的。疫情之后国内乘用车需求已经重新进入复苏轨道，2021-2022 销量会回归到中枢 2300 万辆，平均增速 8.5%，且长期仍会再创历史新高（或为 3000 万辆）。软件定义汽车大背景下，汽车行业盈利模式将从硬件为主逐步转变为软件服务为主，将实现价值重塑过程。智能化上特斯拉确实引领行业，但其他车企仍处于同一起跑线，未来核心看变革决心和执行力速度，传统车企中不排除少数优秀企业能够转型成功。

为何首选长城汽车？_x000b_1.以管理层“变革决心+执行力”双强为核心，向全球科技出行公司转型。面对汽车百年大变革的机遇与挑战，长城在而立之年背水一战，以超强执行力坚决推动公司变革。基于“机制创新+组织变革+文化再造”三个层面，从底层推动，向全球科技出行公司“转型。以“柠檬+坦克+咖啡智能”三大技术品牌为抓手，构建下一个十年产品核心竞争力。

2.以“三大技术品牌+营销创新”为支撑，开启新一轮强势产品周期。1）“柠檬+坦克”构建模块化产品开发能力。“柠檬”是全球化高智能模块化技术平台，“坦克”是全球化智能专业越野平台。2）“交互+AI+生态”为核心变量，“咖啡智能”赋能全新一代电子电气架构。3）营销方式出彩创新，情境/IP 赋能新型营销，持续提升消费者对长城认知度。

3.以“三代 H6+大狗”双子星冲锋为亮点，一大波新车密集上市。2020 年已经披露上市新车有 6 款，预计 2021 年还约有 10 款新车将上市。三代 H6：价格不变，性能/智能化/空间/油耗全面升级。大狗：定位城市硬派 SUV，与 H6 形成差异化竞争，具备空间大、外观潮、动力强、智能化四大特点。坦克 300：WEY 品牌首款高端智能越野 SUV，预计搭载咖啡智能最新技术。同时新能源三款猫系车型助力销量爬升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2020-2022 年营业收入 97,736/119,893/137,854 百万元，同比增长+1.6%/+22.7%/+15.0%，归母净利润 5,074/7,583/9,929 百万元，同比增长+12.8%/+49.5%/+30.9%，对应 EPS 为 0.56/0.83/1.09 元，对应 PE 为 29.41/19.68/15.03 倍。考虑到长城未来业绩迎来改善，估值处于较为低估位置，维持长城汽车 A+H 股“买入”评级。

风险提示：疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）

广汽集团（601238）：8 月产批同比小幅收窄，日系表现强势

投资要点

公告要点：

8 月广汽集团产量 166315 辆，同比+7.8%，环比-17.8%；销量 180609 辆，同比+11.6%，环比-1.8%。广汽本田产量 66984 辆，同比+26.9%，环比-27.5%，销量 72587 辆，同比+28.8%，环比+1.2%。广汽丰田产量 66157 辆，同比+15.5%，环比+12.6%，销量 67000 辆，同比+15.5%，环比+10.1%。广汽自主产量 24242 辆，同比-17.6%，环比+0.2%，销量 32518 辆，同比+8.6%，环比+14.9%。

广汽 8 月产批同比小幅收窄，整体领先行业，广丰/广本表现较好

7 月广汽产量同比+21.6%，批发同比+16.4%。8 月产批同比较 7 月小幅收窄，核心原因为自主去年同期基数较高。乘联会数据，8 月乘用车产量 164.4 万辆，同比-0.2%，批发销量 173.6 万辆，同比+6.9%。广汽整体领先于行业。广丰产批同比分别为+15.5%/+15.5%，广本产批同比分别为+26.9%/+28.8%，表现较好。

企业端广丰+广本+自主均小幅去库

根据我们自建库存体系显示，8 月广丰、广本、自主企业端均小幅取库，企业库存当月分别为-843 辆、-5603 辆、-8276 辆。企业库存累计分别为-6432 辆、-8075 辆、-2474 辆。（2017 年 1 月开始）。

广汽 8 月下旬折扣率整体微幅扩大

广汽 8 月下旬车型算术平均折扣率 8.77%，环比 8 月上旬+0.14pct。其中广丰算数平均折扣率 7.62%，环比 8 月上旬+0.04pct；广本算数平均折扣率 4.21%，环比 8 月上旬+0.07pct；自主算数平均折扣率 6.41%，环比 8 月上旬+0.25pct。

投资建议

2020-2021 年汽车行业依然有望逐步复苏。广丰+广本景气依然向上+广汽自主减亏可期+广菲克有望见底企稳，看好广汽集团长期发展。我们预计广汽集团 2020-2022 年归母净利润 6731/9464/11366 百万元，分别同比+1.7%/+40.6%/+20.1%，EPS 为 0.66/0.92/1.11 元，PE 为 15.67/11.14/9.28 倍。维持广汽集团 A+H 股“买入”评级。

风险提示：海外疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主品

请务必阅读正文之后的免责声明部分

牌 SUV 价格战超出预期。

（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