新时代证券-研究所晨报（20200907）

● 总量研究

宏观研究：人民币汇率怎么看

6 月以来的人民币升值可以分为两个阶段。第一个阶段是 6 月、7 月：人民币兑美元升值是因为美国疫情二次爆发，美元指数贬值导致的人民币兑美元中间价被动上调。第二阶段是 8 月初至 9 月 4 日：人民币兑美元的即期交易日收盘价减即期交易日中间价为负值，说明中美利差扩大、贸易顺差增加、FDI 流入等市场力量是人民币升值的主因，贡献率接近 100%。后续人民币汇率走势：短期来看，人民币升值趋势放缓，甚至贬值压力重现。长期来看，疫情不可避免地会对美国经济产生深远影响，美元可能进入下行周期。但这并不意味着未来人民币兑美元一定会长期、大幅升值，因为随着疫情的影响减弱，2021 年一季度之后，中国经济增速将再次下滑。

策略研究：两种极端的情形假设

最近市场波动的特征让部分投资者非常困惑，交易量大幅萎缩，板块轮动较快。这种波动特征让短线的多头和空头均比较难受，如果按照熊市或震荡市的经验，后续一般会有较大的调整（类比 2019 年 4 月、2015 年 12 月），但如果按照牛市的经验，震荡期是很好的建仓期（类比 2015 年 1 月、2007 年 6 月、2006 年 7 月）。基于对经济和股市资金的乐观判断，我们认为震荡后，9 月的选择将是向上，可以参考牛市中震荡的案例。

● 公司研究

捷捷微电：Q2 超预期增长，受益于产能提升和新产品放量

公司发布 2020 年半年报：2020 年上半年实现营业收入 4.08 亿元，同比增长 42.28%，实现归母净利润 1.17 亿元，同比增长 36.81%。公司在晶闸管及防护器件等传统产品领域已取得领先优势，同时积极拓展二极管、MOSFET、IGBT 等新产品，随着公司募投产线产能的进一步释放以及新产品的逐步上量，我们认为公司全年将继续保持稳健增长态势。

盈利预测及投资建议：预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.4/3.1/3.8 亿元，对应当前 PE 估值分别为 60/47/39 倍。维持“强烈推荐”评级。

比亚迪：寒冬已过，龙头崛起正当时

公司作为国内新能源汽车的领头羊，拥有动力电池、汽车半导体等优质资产，有望成为具有全球竞争力的世界级车企。同时，子公司比亚迪电子在大客户渗透率不断提升的同时加大开拓下游新领域，快速成长为结构件和组装垂直一体化的精密制造龙头。

盈利预测及投资建议：我们预计 2020~2022 年归母净利润分别为 41、47、60 亿元，EPS 分别为 1.49、1.72、2.20 元，当前股价对应的 PE 分别为 60、52 和 41 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
电子	0.53%	食品饮料	-2.58%
交通运输	0.25%	医药生物	-1.54%
房地产	0.23%	休闲服务	-1.4%
通信	0.18%	家用电器	-1.15%
传媒	0.07%	农林牧渔	-1.03%

相关报告

《人民币汇率怎么看》2020-09-06

《两种极端的情形假设》2020-09-06

《Q2 超预期增长，受益于产能提升和新产品放量》2020-09-04

《寒冬已过，龙头崛起正当时》2020-09-06

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 宏观研究：人民币汇率怎么看 3
1.2、 策略研究：两种极端的情形假设 4
2、 公司研究 4
2.1、 捷捷微电：Q2 超预期增长，受益于产能提升和新产品放量 4
2.2、 比亚迪：寒冬已过，龙头崛起正当时 5

1、 总量研究

1.1、 宏观研究：人民币汇率怎么看

近期人民币升值幅度较大，即期人民币兑美元汇率从 5 月 28 日的 7.1600 升至 9 月 4 日的 6.8393（本文人民币汇率均为直接标价法），其原因是什么？人民币汇率后续走势如何？

即期人民币汇率的变化可以表示为：即期收盘价-上期收盘价=（即期交易日收盘价-即期交易日中间价）+（即期交易日中间价-上期交易日收盘价）。我们用“即期交易日收盘价-即期交易日中间价”表示市场力量对人民币汇率的影响。美元指数会影响人民币兑美元中间价进而影响人民币兑美元的即期汇率。根据人民币兑美元中间价形成机制，为了“保持人民币对一篮子货币稳定所需的汇率变化”，当美元指数上升时，欧元、英镑、日元等货币对美元贬值，需要使人民币兑美元中间价调贬值。我们用“即期交易日中间价-上期交易日收盘价”来代表美元指数的作用，这不是纯粹的市场力量在影响人民币汇率。

通过对人民币升值因素分解，发现 6 月以来的人民币升值可以分为两个阶段。第一个阶段是 6 月、7 月。此段时间，人民币兑美元升值是因为美国疫情二次爆发，美元指数贬值导致的人民币兑美元中间价被动上调。同时，6 月人民币兑美元的即期交易日收盘价减即期交易日中间价虽为负值，但比较小，市场力量对人民币升值贡献只有约 10%。6 月人民币兑美元的即期交易日收盘价减即期交易日中间价为正值，说明市场力量仍在拉动人民币贬值。虽然 5 月开始，中国货币政策事实上收紧，中美利差扩大，但中美关系等因素仍使人民币贬值压力存在。

第二阶段是 8 月初至 9 月 4 日。此段时间，人民币兑美元的即期交易日收盘价减即期交易日中间价为负值，说明中美利差扩大、贸易顺差增加、FDI 流入等市场力量是人民币升值的主因，贡献率接近 100%。8 月美国每日新增新冠肺炎病例再次减少，美国相对欧洲的经济优势扩大，美元贬值幅度减弱，不再是人民币兑美元升值的主要原因。

后续人民币汇率走势如何？短期来看，中美经济相对力量变化源于中美疫情错位。中国先爆发疫情且处理方式果断而有效，经济恢复超出市场预期，货币政策已逐渐正常化，最终中国经济相对美国先恶化后改善，人民币兑美元先贬值后升值。8 月以来，美国每日新增新冠肺炎病例再次下滑，美国经济逐步改善，中国相对美国的经济优势减弱，中美长端利差也可能缩小。另外，美国疫情好转、经济改善，而欧洲疫情则再次恶化，美国经济相对欧洲重新获得优势，美元指数或将触底反弹。因此，短期来看，人民币升值趋势放缓，甚至贬值压力重现。长期来看，疫情不可避免地会对美国经济产生深远影响，比如大量企业破产、债务风险加大、永久失业人口增加、经济逐渐“僵尸化”，这使美国的自然利率中枢较疫情前下滑，美联储将在相当长一段时间内维持低利率，美国和欧洲、日本等其他经济体系的利差也回不到疫情前，美元可能进入下行周期。但这并不意味着未来人民币兑美元一定会长期、大幅升值，因为随着疫情的影响减弱，2021 年一季度之后，中国经济增速将再次下滑。

风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化。

1.2、 策略研究：两种极端的情形假设

最近市场波动的特征让部分投资者非常困惑，交易量大幅萎缩，板块轮动较快。这种波动特征让短线的多头和空头均比较难受，如果按照熊市或震荡市的经验，后续一般会有较大的调整（类比 2019 年 4 月、2015 年 12 月），但如果按照牛市的经验，震荡期是很好的建仓期（类比 2015 年 1 月、2007 年 6 月、2006 年 7 月）。基于对经济和股市资金的乐观判断，我们认为震荡后，9 月的选择将是向上，可以参考牛市中震荡的案例。

（1）市场的纠结。最近市场的很多特征让部分投资者非常困惑，交易量大幅萎缩，板块轮动较快，7 月的时候，虽然板块也在轮动，但至少还有些大的板块热点，但 8 月后，整体上只有非常细分行业的热点，甚至可以说热点是个股层面的，而不是板块性的。这种波动特征让短线的多头和空头均比较难受，如果按照熊市或震荡市的经验，后续一般会有较大的调整（类比 2019 年 4 月、2015 年 12 月）。但是如果研究牛市的案例，则震荡期是很好的建仓期（类比 2015 年 1 月、2007 年 6 月、2006 年 7 月）。产生这两种波动的理论模型如下：

实际的案例中，可能会出现很多很多中间情形，介于最乐观和最悲观情形之间。为了简化问题，我们用 A 股 ROE 和居民资金这两个指标观察股市盈利和资金的大趋势，来研究历史的案例。

（2）乐观的案例：类比 2015 年 1 月、2007 年 6 月、2006 年 7 月。事后来看，这几次波动都是牛市中途的休整，期间均出现了类似货币政策收紧、股市政策收紧等政策利空。但由于盈利和居民资金入场的趋势没有被打乱，所以股市的上涨趋势并没有因此受到影响，后续很快恢复，并且以更快的速度上涨。

（3）悲观的案例：类比 2019 年 4 月、2015 年 12 月。这两次案例分别出现在震荡市和熊市中。2019 年 4 月，经济依然出现下行的中段，年初虽然出现了社融企稳，但事后来看，只带了的经济预期的反弹，而不是反转。资金层面，居民资金虽然活跃度增加，但也只是脉冲式反弹。所以虽然 2019 年 1-4 月，市场涨幅很大，但 4 月后降温速度也很快。2015 年 12 月，虽然创业板季报并没有看到业绩的下滑，但由于估值下降、并购政策变化，由并购带来的业绩增长已经确定进入下降趋势了。由于去杠杆的存在，股市资金也已经进入趋势性下行。

（4）我们的判断：这里可能是乐观的那种情形。我们对经济和股市资金的趋势均持有乐观的判断，而且是可以超预期的乐观。所以我们认为震荡后，市场的方向选择将是向上。9-10 月，股市上涨可能会加入新的动力。随着经济进入旺季，经济数据可能会验证库存周期已经启动的逻辑，这个逻辑一旦验证，可以持续到 2021 年上半年。对股市来说，7 月中旬以来的震荡已经到了尾声，9 月的经济数据一旦验证了经济依然强势，股市可能会进入新一轮中枢抬升的上涨。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 公司研究

2.1、 捷捷微电：Q2 超预期增长，受益于产能提升和新产品放量

2020Q2 超预期，全年有望稳步增长，维持“强烈推荐”评级。公司发布 2020 年半年报：2020 年上半年实现营业收入 4.08 亿元，同比增长 42.28%，实现归母净利

润 1.17 亿元，同比增长 36.81%，平均毛利率 45.84%保持稳定。公司在晶闸管及防护器件等传统产品领域已取得领先优势，同时积极拓展二极管、MOSFET、IGBT 等新产品，随着公司募投产线产能的进一步释放以及新产品的逐步上量，我们认为公司全年将继续保持稳健增长态势，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.4/3.1/3.8 亿元，对应当前 PE 估值分别为 60/47/39 倍。维持“强烈推荐”评级。

受益产品结构改善和产能提升，公司业绩保持稳步增长。公司在传统优势产品晶闸管和防护器件领域已实现 IDM 模式发展，部分产品已达到国际领先水平，随着募投产线的逐步投产，公司晶闸管和防护器件业务稳步增长，上半年该类业务预计增长超过 10%。同时新产品开拓顺利，MOSFET 等新业务上半年增长超过 30%，MOSFET 产能与中芯绍兴建立战略合作，产能供给充足。需求方面，尽管上半年新冠疫情在全球肆虐，但功率半导体应用广泛，口罩机生产线等对功率器件也形成需求，有效对冲了其他领域需求的萎缩，随着 5G 的进一步建设和商用，电力电子需求将呈现持续增长的局面，我们看好公司作为功率半导体优秀厂商的成长性。

顺应产业发展趋势，吸收优秀团队扩展公司边界助力长期成长。通过 IDM 模式公司晶闸管和防护器件产品已实现品质和性价比优于竞争对手，实现部分进口产品的国产替代。当前大陆功率半导体行业正处在下游需求稳步增长和本土企业逐步从低端向中高端替代的大趋势中，公司正通过吸收优秀团队和人才来扩充产品边界，无锡团队在进行 VDMOS，SJMOS 等产品研发，上海团队在进行 SGTMOS 产品的开发，产品对标国际领先厂商，公司 MOS 产品业务 19 年收入超 0.7 亿元，预计 2020 年年增速超过 30%，根据 IHS 数据，MOSFET 是功率器件市场最大的细分领域，2018 年全球 MOSFET 市场规模为 59.61 亿美元，占功率器件市场约 40%，市场空间是晶闸管的十倍。公司还投资设立捷捷新材料布局 CMP 抛光材料等领域，向上游原材料拓展，半导体材料作为半导体核心环节，有望提升公司估值。我们认为新产品的布局将为公司长期发展打开广阔空间。

风险提示：下游需求不及预期、国产替代放缓、募投项目不达预期。

2.2、 比亚迪：寒冬已过，龙头崛起正当时

观点更新：我们重申今年 4 月深度报告中的观点，坚持认为公司作为国内新能源汽车的领头羊，拥有动力电池、汽车半导体等优质资产，有望成为具有全球竞争力的世界级车企。同时，子公司比亚迪电子在大客户渗透率不断提升的同时加大开拓下游新领域，快速成长为结构件和组装垂直一体化的精密制造龙头。根据公司最近经营情况的变化，我们做了相关的梳理和总结，认为公司下游业务正迎来向上拐点，打开长期增长空间，具体观点如下：

汽车业务：寒冬已过，拐点向上正当时

1）提高刀片电池供给，保障强劲需求。前期由于订单超公司预计，刀片电池供给不足，“汉”在 7 月的交付量只有 1200 辆。目前，公司加快产能爬坡，在重庆基地 3 条线通线的基础上，每半个月新增一条产线，到今年年底将实现 8 线全通，预计产能达到 13GWh 左右。同时，长沙、贵阳生产基地分别在 21Q1、21Q2 实现全面量产，预计刀片电池产能合计约 25GWh，基本能保障公司近期需求。远期看，公司动力电池规划 100GWh。

2）下半年新车型集中投放，激活市场需求。受疫情的影响，公司新车型将集中在下半年发布，既有全新车型，如“汉”、“宋 Plus”，也有改款车型，如“唐”、“e2”、“e3”等。此外，“元”已登上公告目录，有望在 20Q4 上市。这些车型的销量占公司

纯电动车的一半份额，新车型的密集上市将极大推动公司新能源车销量向上。

3）不断提升公司软实力，安全、经济、性能多重并举。公司不断构建长期竞争力：1）加强营销能力，构建品牌影响力，根据公司规划，今年 11 月将增加到 200 多个商超店，增加曝光度。同时在店内展示公司优秀车型如“汉”、“唐”来提高品牌影响力。2）坐实安全性，21Q1 纯电动全系切换到刀片电池，明年推出刀片电池 PHEV 将全面替代目前的三元电池 PHEV。3）改善经济性，提高性能表现：21Q1 推出 DMI 超级混动技术，油耗仅 3.9L；骁云 1.5TI 高功率动力总成达到世界顶尖动力水准，并具备超凡经济性。

比亚迪电子：下游多点开花，打开长期增长空间

1）结构件和组装垂直一体化优势明显，深化大客户合作。比亚迪电子深化和苹果合作，凭借过去几年在配件方面的合作所建立的信任关系，公司于 2019 年进入核心产品平板的组装供应链，有望在 20Q4 放量，营收超百亿元。同时，2021 年公司还将在组装的基础上渗透到新款智能手表前后盖玻璃、平板玻璃等结构件，进一步提升对北美大客户的出货量。我们预计 2021、2022 年对苹果的营收规模有望达到 500、750 亿元。安卓客户方面，公司与小米等客户继续加强合作，全方位配套结构件、组装、功能配件等。受益于大客户的持续合作和深化，能有效对冲华为手机业务下滑的影响。

2）开拓新领域，多点开花。在新型智能硬件方面，公司深度参与无人机等行业的发展，配套大疆等行业龙头。电子烟领域，公司有望导入美国知名电子烟公司，承接零部件和组装业务，未来成长空间可观。医疗健康领域，经过 20H1 疫情的影响，公司凭因口罩业务切入医疗健康赛道，熟悉了医疗资质认证流程，也意识到巨大的机遇。短期，口罩作为防疫必需品依然有较强的需求，长期看，公司将通过自研和收购的方式进一步布局，打开长期增长空间。

盈利预测及投资建议：我们预计 2020~2022 年归母净利润分别为 41、47、60 亿元，EPS 分别为 1.49、1.72、2.20 元，当前股价对应的 PE 分别为 60、52 和 41 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济波动风险，原材料价格波动风险，疫情波动风险。

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/