东吴证券晨会纪要

2020 年 09 月 04 日

晨会编辑 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenli@dwzq.com.cn

宏观策略

策略专题：20Q2 盈利回暖，有望持续改善

①20Q2A 股盈利爬至半坡，全部 A 股归母净利润累计同比-17.9%，Q2 当季-12.4%，较 Q1-24.0%回升过半，整体处历史低位，下半年随着经济回归潜在增速，我们预计 2020/2021 净利润同比分别为 4%/12%。②20Q2 全部 A 股单季度 ROE 大幅反弹至 2.4%，已恢复到疫情前水平，我们预计 2020/2021 全年 ROE 为 9%/11%。③20Q2 成长较价值板块盈利分化趋势拉大，Q2 中小板指、创业板指归母净利累计同比 18.6%/35.4%，上证 50、沪深 300 指数-21.0%/-17.0%，预计下半年顺周期板块修复更强，盈利分化趋势收敛。

固收金工

固收深度报告：可转债专题：蒙特卡洛方法用于可转债定价

我国可转债市场经历三个阶段：第一阶段为萌芽期（1993 年-2000 年），第二阶段为发展期（2001 年-2016 年），第三阶段为爆发期（2017 年至今）。在市场处于爆发期的背景下，我们使用蒙特卡洛模型对可转债定价，辅助投资者进行投资。模型假设如下：将股票视为可转债期权的标的资产；假设正股股价服从几何布朗运动，并对正股股价进行蒙特卡洛模拟；将转股条款作为欧式期权处理；使用国债到期收益率作为无风险利率；使用同等级企业债收益率对债券进行折现；考虑赎回的不确定性；考虑回售和下修的不确定性。

风险提示：结论基于历史数据和统计模型的测算，未来市场可能发生无法预期的重大变化，不排除模型失效的可能性。

固收深度报告：疫情下的逆向飞行：从公、私部门资产负债表的动态视角看美股

今年 3 月开始，新冠病毒横扫全球，美国金融市场哀嚎一片。标普指数快速下跌至 2200 点。然而在短短一个多月的时间，美股在疫情毫无改善，暴乱持续不断的背景下，持续性的逼空上涨。市场是一种前瞻性机制，因此市场观察家们纷纷呼喊着“美国经济中长期光明一片”、“美国经济复苏已经开始”、“美股全是泡沫”、“美联储放水导致资产价格上涨”。那么事实的真相究竟是怎样的？本系列报告分为三篇，通过基本面、估值面、技术面的三个角度对美股近期上涨进行深度分析，并展望未来。本报告关注于美股的基本面数据。

风险提示：（1）疫情反复超预期；（2）三季度财报超预期；（3）民粹反弹超预期；（4）经济运行超预期

行业

汽车专题报告：再论乘用车复苏之逻辑

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，首推【长城汽车】，受益【广汽集团+长安汽车+上汽集团】。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】。

推荐个股及其他点评

鹏鼎控股（002938）：业绩拐点向上，迈向新一轮成长周期

业绩拐点向上，迈向新一轮成长周期

宏观策略

策略专题：20Q2 盈利回暖，有望持续改善

核心结论：

①20Q2 全部 A 股归母净利润累计同比-17.9%，Q2 当季同比-12.4%，较 Q1 当季-24.0%回升明显，但整体仍处历史低位，我们预计 2020/2021 净利润同比增速分别为 4%/12%。②20Q2 全部 A 股单季度 ROE 大幅反弹至 2.4%，目前已经恢复到疫情之前水平，未来随着经济持续向好，我们预计 2020/2021 全年 ROE 为 9%/11%。③从宽基指数来看，成长价值风格盈利趋势分化明显，20Q2 中小板指、创业板指归母净利润累计同比分别为 18.6%/35.4%，上证 50、沪深 300 分别为-21.0%/-17.0%。④Q2 各行业盈利全面回升，传媒、通信、证券等行业单季度盈利增速居前，石油石化、消费者服务、交通运输等行业盈利修复较慢。

正文摘要

二季度盈利回暖，有望持续改善。①20Q2/20Q1/19Q4 全部 A 股归属母公司股东净利累计同比分别为-17.9%/-24.0%/6.4%，05 年以来均值为 13.5%，目前处于 05 年以来由低到高 5%分位。单季度表现来看二季度盈利恢复迅猛，20Q2 全部 A 股单季度归母净利润同比增速较 Q1 环比上升 11.6 个百分点。整体来看，A 股盈利增速在经历了年初新冠疫情冲击大幅深蹲后，二季度回暖，往后随着经济逐步回归之潜在增速，我们预计 2020/2021 净利润同比增速分别为 4%/12%。②按照利润表拆分归母净利润，整体上各项指标均好转，其中营收是盈利回暖的主力，三费费率亦有较大贡献。从营业收入累计同比看，二季度有所回暖，但仍未恢复到疫情之前水平；从毛利率看，二季度有所回升，接近疫情前水平；从三项费用来看，财务、销售、管理费率均有所下降，三费占营收比例 12.4%，已经回到疫情之前的水平。③全部 A 股 20Q2/20Q1/19Q4 单季度 ROE（整体法，下同）为 2.4%/1.9%/1.2%，目前已经恢复到疫情之前水平，未来随着经济持续向好，ROE 有望持续修复至四季度，我们预计 2020/2021 全年 ROE 为 9%/11%。④根据杜邦公式拆解 ROE，二季度全部 A 股资产周转率持续下滑，净利率和资产负债率有所回升，目前已经恢复到疫情以前的水平，其中净利率的回暖是推动 ROE 反弹的主要推力。

Q2 成长风格盈利改善明显，传媒、通信、证券等行业居前。①从宽基指数来看，成长价值风格盈利趋势分化明显，成长风格盈利大幅改善，20Q2/20Q1/19Q4 中小板指归母净利润累计同比为 18.6%/2.6%/-8.2%，创业板指为 35.4%/3.9%/7.8%。价值风格盈利修复较慢，上证 50 甚至继续恶化至-21.0%/-15.5%/10.3%。②二季度各行业盈利全面回升，通信、证券单季度盈利增速居前。从归母净利润累计同比增速来看，各行业盈利在遭受疫情冲击大幅深蹲后，Q2 全面回升，31 个中信一级行业中有 26 个归母净利润累计同比较 Q1 有所上升，9 个较 Q1 由负转正。从单季度盈利增速来看，传媒、通信、证券Ⅱ、农林牧渔、食品是二季度增速最高的五个行业，石油石化、消费者服务、交通运输、保险Ⅱ和钢铁是单季度盈利表现最差的五个行业。从单季度盈利增速的环比增幅来看，传媒、通信、证券Ⅱ、汽车、计算机是 Q2 归母净利润同比增速环比增幅最高的五个行业，农林牧渔、国防军工、银行、保险Ⅱ、白酒是 Q2 归母净利润同比增速环比增幅表现最差的五个行业。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：中美关系恶化；宏观经济不及预期。

（证券分析师：陈李）

固收金工

固收深度报告：可转债专题：蒙特卡洛方法用于可转债定价

摘要

可转债市场正处于爆发期：我国可转债市场经历了三个阶段：第一阶段为萌芽期（1993 年-2000 年），第二阶段为发展期（2001 年-2016 年），第三阶段为爆发期（2017 年至今）。由于 2017 年出台的政策限制了股权再融资的审核、并放宽了可转债投资的要求，可转债市场现在正处于爆发期。2017 年-2019 年间，市场分别发行了 53、92、160 只转债，总发行规模分别为 949.4、794.2、2758.4 亿元。2020 年 1 月-8 月间，总计发行了 137 只转债，发行规模达 1441.6 亿元。随着转债市场的迅猛发展，如何选择有价值的标的成为了所有可转债投资者关心的问题。因此，本文根据可转债本身作为衍生品的性质，使用蒙特卡洛模拟的方法进行数值求解，对目前市场上的可转债进行定价。

根据转债市场历史情况，做出模型假设：我们针对我国可转债市场的情况，提出了 7 点模型假设：（1）为了简化起见，将股票视为可转债期权的标的资产。（2）根据 BS 公式和前人文献，假设正股股价服从几何布朗运动，并借此进行模拟。（3）为了简化起见，将转股条款作为欧式期权处理，假设投资者除非发生赎回或可转债到期的事件外，不会提前转股。（4）忽略利率风险，使用国债到期收益率作为无风险利率。（5）考虑债券违约风险，使用同等级企业债收益率对债券面值和利息进行折现。（6）考虑赎回的不确定性，设置赎回概率 p，假设触发条件后有 75%的概率发生赎回。（7）考虑回售和下修的不确定性，设置下修概率 q，假设只有发生回售才能发生下修，并假设触发条件时有 20%的概率回售，50%的概率下修，30%的概率不下修且不回售。

使用蒙塔卡洛方法，进行数值模拟：根据模型假设，我们使用 Python，通过蒙特卡洛方法，对市场上处于交易状态的 303 只可转债进行了数值模拟定价。首先，根据股票几何布朗运动公式，对每只可转债对应的正股进行 1000 次股价路径的模拟，直到可转债的到期日。再通过判断每日可转债的状态，决定可转债是否触发了赎回、回售、下修等条款条件，并考虑了赎回、回售、下修的不确定性，进而测算出每条路径的可转债价值，最后加总平均，计算出每只可转债当前所对应的模型理论价格。

结果分析：我们比较了模型理论价格和市场价格，并计算出价差比模型价格的百分比。发现模型对偏离度较大的股票预测效果较好。价差百分比前 10%的可转债一周内的平均涨跌幅为 1.13%，后 10%的可转债一周内的平均涨跌幅为-2.59%，所有可转债一周内的平均涨跌幅为-1.61%。前 10%与后 10%的多空收益为 3.72%，超过中证转债指数（000832.CSI）一

请务必阅读正文之后的免责声明部分

周内的涨跌幅（-0.11%）。此外，模型预测前 10%的可转债的胜率为 80%，后 10%的可转债胜率为 70%.

风险提示：结论基于历史数据和统计模型的测算，未来市场可能发生无法预期的重大变化，不排除模型失效的可能性。

（证券分析师：李勇）

固收深度报告：疫情下的逆向飞行：从公、私部门资产负债表的动态视角看美股

引子：从今年 3 月开始，新冠病毒横扫全球，美国金融市场哀嚎一片。标普指数快速下跌至 2200 点。然而在短短一个多月的时间，美股在疫情毫无改善，暴乱持续不断的背景下，持续性的逼空上涨，标普 500 竟然快速的回升到了 3100 点。市场是一种前瞻性机制，因此市场观察家们纷纷呼喊着“美国经济中长期光明一片”、“美国经济复苏已经开始”、“美股全是泡沫”、“美联储放水导致资产价格上涨”。那么事实的真相究竟是怎样的？本系列报告分为三篇，通过基本面（Fundamental）、估值面（Valuation）、技术面（Technical）的三个角度对美股近期上涨进行深度分析，并展望未来。本报告关注于美股的基本面数据。

经济数据忽上忽下，政府部门资产负债表被迫无限量膨胀：

（1）美国经济数据显示实际情况并不乐观：核心通胀筑底反弹，复产复工陷入停滞，通胀预期（BEI）快速走高，订单生产量入为出。

（2）美联储开启无限量化宽松开启，货币政策接连托底；美国财政赤字扩大，货币化债务在弦上。

居民终身财富或损失较大，刚性支出加压市场抛售：

（1）伴随美股“十年牛市”，美国家庭在股票上的资产配置比例也不断上升，目前已达到 40%，散户成为美股坚定的、稳定的基石投资者。

（2）美国居民在收入下降，财富大规模缩水的同时，其教育支出、医疗支出等等刚性支出却在日益增加，对消费能力产生了挤压，加剧了消费的萎缩。美国家庭负债比例也在长期稳定缓慢下降。

股市两级分化明显，美股危矣？

（1）互联网公司领跑美股，TOP5 市值公司呈现马太效应，成为资金避风港。

（2）美股整体表面强势，实际上内部分化严重，波动逻辑基于后疫情时代的 Alpha 主线：EPS 增长。

（3）回购“粉饰”资产负债表，企业缺乏内生增长力：当前美股 EPS 增长之中，公司通过回购股票所贡献的“虚增”占比接近 30%；企业的内生增长与创新能力，在过去十年中改善乏力。企业更愿意将钱投入金融市场进行制度套利，回购资产或成为现金流黑洞。

（4）美股当前整体的强势原因有二。第一，政策面的强力呵护，反应在边际流动性（QE）的量价“一扩一降”；第二，市场对于经济预期的乐观。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

美国二次疫情风险增加，第二轮暴跌即将出现？

（1）全美单日新增持续上升，病例呈年轻化趋势。

（2）疫情重灾州将考虑暂停或推迟经济活动全面重新开放。

风险提示：（1）疫情反复超预期；（2）三季度财报超预期；（3）民粹反弹超预期；（4）经济运行超预期

（证券分析师：李勇）

行业

汽车专题报告：再论乘用车复苏之逻辑

投资要点

至 7 月产批同比增速连续 3 个月为正，零售同比增速首次转正。随国内疫情逐渐被控制，汽车消费逐步进入复苏轨道。产销层面 Q2 产批零陆续转正，Q2 整体产量/批发/零售销量同比+4.73%/+1.26%/-15.06%。细分月份来看，5 月产量/批发销量同比均转正，6-7 月产销同比持续为正，7 月零售同比转正。库存层面 Q2 企业&渠道库存均增加，分别增加 6/39 万辆。价格层面 Q2 折扣率逐步扩大，整体+0.96pct。

2020 二季报反应出了什么？

2017-2019 年产业链持续经受了周期下行带来的阵痛，而 2019Q4 报表已有见底企稳的迹象，疫情突至下被打乱了节奏，2020Q1 进一步承压。随着产业链复工复产+车企促销+相关政策出台，Q2 各项指标开始回升。

①成长能力：1）随着疫情影响逐渐消退+车企促销+刺激政策出台，行业需求回暖，在 2019Q2 低基数下，2020Q2 营收同比实现转正。2）面对需求下行产业链 2020Q2 投资放缓明显，在建工程已见底企稳。

②盈利能力：随着产业链复工复产顺利，产能利用率逐渐恢复，2020Q2 产业链毛利率快速回升，期间费用率下降明显，净利率也实现快速回升。

③营运能力：需求下行+疫情影响导致产业链库存周转天数拉长，但产业链经营性现金流净额 2020Q2 年明显回升。

2020Q1 是业绩最差时点，2020Q2 如期环比改善，2020Q3 收入/净利润同比预计实现正增长。国五促销影响逐步消退，小幅补库下 2019Q3 行业需求及收入端环比 Q2 明显转好，但净利润依然维持低位。2020Q3 国内乘用车量-库-价运行情况预计：1）产销层面：疫情影响逐步减弱+地方刺激政策+经济逐步复苏，2020Q3 乘用车产销预计进一步企稳复苏，产批预计有望实现同比正增长 3-5%，交强险口径的零售预计同比+10%（基数低）。2）库存层面：自 2018 年以来产业持续去库存，加上疫情叠加影响，产业目前仍处于较为谨慎状态，预计 Q3 小幅补库。3）价格层面：Q3 仍处于淡季市场，预计折扣率稳中小升。关于 2020 全年国内乘用车产销预测，我们依然整体结论维持中期策略报告观点，认为海外疫情影响逐步减弱，基于这个假设前提，我们预计全年产量/批发同比下滑约 9.3%，零售（交强险）同比下滑约 5.6%。

投资建议：全面看多，建议超配

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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，首推【长城汽车】，受益【广汽集团+长安汽车+上汽集团】。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：疫情控制进展低于预期；乘用车需求复苏低于预期。

（证券分析师：黄细里）

推荐个股及其他点评

鹏鼎控股（002938）：业绩拐点向上，迈向新一轮成长周期

投资要点

全球 PCB 龙头企业，近四年营收 CAGR 为 15.80%：鹏鼎控股是全球第一大 PCB 生产企业，背靠实力雄厚的鸿海集团，公司发展迅速。2016-2019 年营收从 171.38 亿元持续增长到 266.15 亿元，CAGR 达到 15.80%，增长态势良好。公司主要产品为 FPC、HDI、SLP 等，产品广泛用于计算机、通信、消费电子、汽车、工业控制等领域。

FPC 市场需求不断增大，量价齐升公司增长势头不减：据 Prismark 预测，2018-2022 年，全球 FPC 产值将以 2.8%的年复合增长率增长，于 2022 年达到 138.43 亿美元。公司已有布局的以可穿戴为代表的消费电子与汽车板块逐渐兴旺，5G 换机浪潮推动公司优质客户出机量的增加及智能手机技术革新和 FPC 应用场景增多单品 FPC 用量的提升使得 FPC 市场需求增大，而工艺和材料升级带动 FPC 单机价值量增长，公司生产的 FPC 量价齐升，FPC 软板营收增长势头稳定。

下游应用发展促使 SLP 崭露头角，高阶硬板投产优化产品结构：随着智能手机、汽车电子等下游领域的发展，PCB 产品需求逐步向高多层板、HDI 板、SLP 等高端产品倾斜。据 Yoledevelopment 预测，2017 年至 2023 年的复合年增长率为 64%,到 2023 年全球 SLP 市场规模将达到 22.4 亿美元。而公司已于 2017 年投入高阶 HDI(SLP)研发生产并实现量产，并且新建的秦皇岛产区高阶 HDI(SLP)产线也在稳步建设中，产品结构不断优化。

公司扩大生产规模优化产能利用率，产线增加营收增长可期：公司新建淮安 FPC 产线、秦皇岛 SLP 产线、扩建深圳燕川二厂 FPC 产线等项目稳步进行，生产规模不断扩大，以应对下游需求高峰及需求季节性带来的低产能利用率的问题，同时积极布局 MiniLED 生产线，有望在 2020 年实现投产，形成公司新的营收增长点。公司还积极推进工业 4.0 升级，推动生产智能化、自动化，提高生产效率。公司有望实现产能、效率的突破，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

继续保持龙头竞争地位。

盈利预测与投资评级：5G 发展带动 PCB 整体行业需求上升，量价齐升，公司在 PCB 行业有深厚的技术积淀和良好的客户基础，并且积极扩大生产规模、优化产能利用率。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 290.39/339.64/385.27 亿元，同比增长 9.11%/16.96%/13.43%。归母净利润分别为 32.27/39.15/45.08 亿元，同比增长 10.32%/21.33%/15.15%。实现 EPS 为 1.40/1.69/1.95 元，当前股价对应 PE 为 35/29/25 倍。我们看好公司发展及其业绩潜力，维持“买入”评级。

风险提示：1）原材料价格波动；2）汇率风险；3）税收风险；4）下游需求更迭及市场竞争加剧；5）贸易战及宏观经济波动。

（证券分析师：王平阳　证券分析师：王少南）

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