东吴证券晨会纪要

2020 年 08 月 17 日

晨会编辑 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：更高频的数据来了！——实时跟踪美国就业与消费

从结构上看，消费的复苏领先于就业，这主要是因为在经历衰退后企业不愿立即提高劳动力支出，而是选择在员工减少的情况下通过提高效率来满足需求。

宏观点评：生产修复出现停滞

疫后经济修复始终具有鲜明的结构特征：经济趋势修复但节奏趋缓、生产快于需求、投资快于消费。而从 7 月份经济数据来看，几个边际变化需要重点关注：一是工业生产的修复陷入“停滞”，二是基建投资动能连续两个月回落，三是地产链条“一枝独秀”，四是商品零售首次转正。我们从上述四个方面对 7 月经济数据作详细解读。

固收金工

固收周报：一周策略：政策引导经济表现持续向好，国际形势仍存不确定性（2020 年第 31 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。近期新基建试点，风电、光伏发电平价、集成电路产业发展等政策出台，长期利于科技、新基建、半导体等板块向好，代表标的有中天转债、隆 20 转债等。投资者谨慎选择高估值主题，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。利率债：疫情二次爆发，地缘政治不确定性因素影响。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。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。

固收周报：利率债周报：投资回暖、消费弱势改善，未来利率维持震荡（2020 年第 31 期）

展望后期：本周债市收益率短端上行可能与 4000 亿 MLF 到期等因素有关，长端收益率回落可能与海外疫情严峻、中美摩擦等负面因素的影响有关。从基本面来看，我国 7 月份“三驾马车”中投资和出口的复苏态势较好，消费依旧疲软，海外疫情反复加大了我国经济发展的不确定性，因此适度宽松的货币政策基调在短期内不会发生太大变化，但是央行对流动性的释放保持谨慎态度，货币政策正在从上半年的超宽松向结构性适度宽松过渡，本周十年期国债收益率位于 2.9%-3.0%的震荡区间，预计在经济基本面没有明显好转的情况下，未来利率仍将持续震荡调整。

固收点评：7 月央行延续缩表趋势，收回部分流动性

7 月央行缩表。未来资产负债表变动和流动性：1. 截止至 8 月 14 日，央行公开市场操作净回笼 1800 亿元。8 月 6 日，央行发布二季度中国货币政策执行报告，提出降低社会综合融资成本，引导中期借贷便利和公开市场操作中标利率下行 30 个基点，带动 LPR 下降。2.财政政策注重实效，地方专项债的发行助力财政存款，有望加快拨付和使用财政资金。货币政策灵活适度、精准导向，预期下半年货币政策不会更宽松，也不会出现明显收紧。整体看，8 月资产负债表可能由缩转扩。3.汇率方面，美

联储宽货币政策并未终止。8 月以来两周国内股市震荡上升，为人民币升值推波助澜，目前汇率在 6.94 附近，预期人民币或保持震荡小幅升值趋势。

固收周报：本周股市波动震荡，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 900 亿元，但后续仍有 1500 亿元 MLF 到期，央行将视情况续做，整体货币政策维持灵活适度。国务院举措稳外贸稳外资工作。上月经济数据显示我国经济正稳步恢复，而海外疫情仍未有效遏制，未来汇率波动或小幅走强。目前国际形势日趋复杂，应做好持久战准备。当前偏股型转债估值水平较高。（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。消费、医药生物等仍持续较热。近期新基建试点，风电、光伏发电平价等政策出台，长期利于科技、新基建等板块向好，代表标的有中天转债、隆 20 转债等。投资者需关注国家政策走向及转债市场赎回风险。

固收周报：初请疫后首破百万，通胀回升快于次贷

一周观点：（1）美国通胀预期快速回升，存在中长期均值复归路径；；（2）大类资产表现：日经、铜、加拿大元、美债收益率走高；美元、黄金、白银走低，美收益率曲线边际趋陡。具体来看，股市：日本>美>英；债市：利率债>信用债；汇市：加拿大元>欧 元>瑞士法郎>英镑>人民币>美元>日元>；大宗：天然气>铜>原油>黄金>白银。

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：风险信息周报（2020.08.10 -2020.08.16）

事件

负面信息：本周（8 月 10 日-8 月 16 日）负面信息共 3 条。重点关注：泰禾集团股份有限公司发行的“17 泰禾 01”违约；铁牛集团有限公司被联合评级下调主体评级至 A，前次评级为 AA；海南航空控股股份有限公司称发行的“19 海南航空 SCP003”兑付压力较大，存在不确定性。

固收周报：【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率总体下降，信用利差收窄

本周（8 月 10 日-8 月 16 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 223 支，总发行量 2,304.24 亿元，较上周增加了 539.43 亿元，总偿还量 2,069.86 亿元，较上周增加了 696.30 亿元，净融资额 234.38 亿元，较上周减少了 156.87 亿元。风险提示：经济政策超预期，信用违约风险超预期。

固收点评：1-7 月经济数据点评：经济延续稳定复苏态势，外部环境依旧复杂严峻

2020 年 8 月 14 日，国家统计局公布经济数据：2020 年 1-7 月固定资产投资（不含农户）同比降 1.6%，前值降 3.1%；社会消费品零售总额同比降 1.1%，前值降 1.8%；规模以上工业增加值同比增长 4.8%，前值增 4.8%。7 月份，全国统筹疫情防控和经济发展，生产供给继续复苏，市场需求逐渐回暖，就业物价总体平稳，新动能成长壮大，市场信心趋于增强，经济运行保持稳定恢复态势。

固收点评：如何思考美国通胀未来的变化？

我们有理由认为当前对未来 5-10 年平均通胀率的预估 1.31%-1.46%大概率存在低估的情况，而当前

7 月 CPI 同比为 1.03%作为起始期，小于预估均值的情况下，未来 CPI 大概率需要跨过均值并维持一段时间，这意味着中长期均值复归的路径依然存在。
风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情反复超预期；（3）民粹反弹超预期。

行业

建筑材料行业跟踪周报：水泥涨价面扩大，玻璃玻纤去库顺利
水泥：涨价面扩大，继续看好华东、华中。1）本周长三角水泥价格继续上涨，东北地区价格也开始上涨。目前处于淡季尾声，西南中南等地仍受台风影响，但从华东等地看今年下半年旺季回升趋势不错。2）下半年行业整体看好，如前所述三大理由：专项债等政策刺激基建项目放量、水泥企业主动限产、长江中下游地区灾后重建等。选股思路上边际看好：华东淡旺季切换以及中南灾后重建，标的海螺水泥、上峰水泥、万年青、华新水泥、塔牌集团等。
机械设备：CATL 投资上下游利好锂电设备，工业自动化、工程机械景气持续
1.推荐组合
【三一重工】【中联重科】【杭可科技】【柏楚电子】【建设机械】
【至纯科技】【广电计量】【晶盛机电】【杰瑞股份】【恒立液压】
化工行业 2020 年 8 月第 3 周周报：纯碱、聚醚价格回升，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，推荐低估值白马股宝丰能源、龙蟒佰利、万华化学，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。
通信跟踪周报：本周专题：运营商中报业绩向好、车联网积极进展不断，持续关注新基建、物联网、云计算等景气提升的板块
1、中国移动将本年度 5G 新建的基站目标由 25 万站调升至 30 万站，20 年进入 5G 建设的高峰期，5G 基站、射频天线、光模块以及 PCB 等环节将持续受益；同时，也将带动光模块、云计算以及 IDC 为代表的流量基建的投资机会。2、5G 基站超预期，下一步将以建设促应用，以应用带建设，建议提前布局车联网等 5G 应用端投资机会。
医药生物行业：内循环下的医药配置新思路，国产替代加快
本周生物医药指数下跌 5.44%，板块表现劣于沪深 300 的 0.07%的跌幅。由于医药板块前期涨幅巨大，本周医药明显跑输市场，尤其是疫苗产业。疫情板块为全市场关注焦点、疫苗板块行情牵动医药板块。当前对疫苗板块怎么看？疫苗行情已进入第二阶段:疫苗核心资产标的已基本到位，尤其是 2300 亿智飞生物疫苗龙头的调整位置已进入价值区间；二线疫苗非核心资产很可能调整幅度不确定，甚至短期很难恢复至前期阶段。
汽车行业周报：8 月第一周批发同比+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+广汽集团】，受益【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】。

电气设备新能源行业周报：电动车销量将明显回暖，光伏产业链涨价持续

电动车 7 月 9.8 万辆，同环比+19%/-6%，首次转正，其中造车新势力、特斯拉和合资品牌增长十分靓丽，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 130 万左右，下半年增长 40%+，8 月中游环比+15-30%，拐点明显；欧洲 7 月主流国家销量 9.2 万，环增 13%再超预期，今年海外 140-150 万，同增 35-45%，欧洲强刺激之下今年预计超 100 万，同增 100%，全球电动化大趋势明确，Q3 国内外拐点高增长开始，强烈推荐特斯拉和欧洲供应链龙头。

汽车行业月报：7 月产销同比持续为正，零售同比首次转正

全面积极看多汽车板块，核心三条主线，建议超配。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+广汽集团】，受益【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

万润股份（002643）：海外疫情拖累业绩，不改长期成长趋势

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.24 亿元、6.66 亿元和 8.08 亿元，EPS 分别为 0.58 元、0.73 元和 0.89 元，当前股价对应 PE 分别为 29X、23X 和 19X。维持“买入”评级。

风险提示：液晶材料价格下降，沸石项目投产进度不及预期，汇率大幅波动

彤程新材（603650）：疫情拖累主营业务，一体两翼战略稳步推进

盈利预测与投资评级：考虑退园的影响，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 3.65 亿元、5.28 亿元和 6.25 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.90 元和 1.07 元，当前股价对应 PE 分别为 53X，36X 和 31X。考虑到公司为国内特种橡胶助剂龙头企业，“一体两翼”战略稳步推进，未来公司盈利有望保持持续增长，维持“买入”评级。

风险提示：募投项目达产进度不及预期的风险；原材料价格波动的风险；可降解材料市场供需不匹配的风险；国际贸易环境恶化的风险。

龙马环卫（603686）：环服营收高增首超环卫装备，Q2 单季净利润首破亿盈利能力持续提升

投资要点

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 24.15 亿元，同比增长 26.41%；归母净利润 1.95 亿元，同比增长 58.59%；扣非归母净利润 1.75 亿元，同比增加 61.67%；加权平均 ROE 同比上升 2.33pct，至 7.52%。

中科创达（300496）：股权激励彰显高增长信心，持续看好整体业务稳步向上

8 月 14 日，中科创达公布 2020 年股权激励计划（草案），本激励计划拟授予的限制性股票总量不超过 365.95 万股，公司股本总额 42316.7207 万股的 0.86%，授予价格为 48.06 元/股，本激励计划草案公告后，共有股权激励限制性股票 782.44 万股，占目前总股本 42316.7207 万股的 1.85%。

晶盛机电（300316）：晶澳单晶项目扩产，核心设备商直接受益

晶澳科技扩产 20GW 单晶项目，单晶龙头直接受益

8 月 13 日晶澳科技全资子公司晶澳太阳能与曲靖市人民政府签订相关协议，计划投资约 58 亿元用于建设 20GW 单晶拉棒及切片项目。按照目前单 GW 约 2 亿元的设备投资额估算，将带来约 40 亿元的单晶炉、切片机倒角机磨片机、抛光机等设备采购额。

药明康德（603259）：逆势增长凸显核心优势，全面布局未来可期

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 28.30 亿、36.21 亿和 44.97 亿元，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.19 元、1.52 元和 1.89 元，对应 PE 估值分别为 90 倍、70 倍、57 倍。考虑到公司是 CXO 龙头企业，未来三年复合增速高达 31%，维持“买入”评级。

风险提示：创新研发收益低于预期；汇兑损益风险；投资收益低于预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宏观策略

宏观点评：更高频的数据来了！——实时跟踪美国就业与消费

观点

随着财政刺激法案谈判陷入僵局，市场对于当前美国经济复苏的分歧加大。如何有效研判美国经济复苏的前景？此前纽约储备银行公布了反映美国经济综合情况的 WEI 周度经济指数作为跟踪季度 GDP 的高频数据。但我们知道，作为一个服务业占据绝对主导地位的经济体，就业和消费的变化对美国经济修复的可持续性更具参考性。鉴于此，OpportunityInsightsEconomicTracker 平台利用信用卡处理商、工资发放公司和金融服务公司的大数据，通过构建消费、就业等关键指标，在更高频（日度、周度）的基础上对消费和就业这些关键的经济领域进行实时跟踪。

消费支出（日度）由 AffinitySolutionsInc 通过收集消费者的信用卡和借记卡支出的匿名数据来构建，在对原始数据进行清理、取七日移动平均和季节调整后，将其与新冠疫情爆发前的消费（1 月 4 日至 31 日调整后的均值）进行比较，且可从不同地区、行业、收入水平等层面揭示新冠疫情对消费的冲击。我们发现该高频数据领先于美国经济分析局发布的月度个人消费支出和 MonthlyRetailTradeSurvey 发布的月度零售数据，将该高频数据转换为月度数据后，三者高度相关（图 1）。

职位发布数量由 BurningGlass 从近四万个在线资源中进行搜集统计，该数据每周公布一次，覆盖了澳大利亚、加拿大、新西兰、新加坡、英国和美国，并可根据不同地区、行业、职业进行细分统计。我们以美国为例，将该周度高频数据与美国劳工部发布的月度新增非农就业人口以及失业率的数据进行拟合，发现均较为吻合，说明该周度数据对于美国就业的增长具有较好的预测能力。（图 2、图 3）

由于消费和就业的变化揭示了美国经济增长的内生动能。观察以上两个高频数据可以发现，美国经济自 6 月中下旬起消费端的修复略有放缓（图 4），而就业端的修复速度在放缓后又有所回升。具体而言，从消费端看，收入越高的群体消费支出恢复得越慢（图 5）；杂货食品类消费复苏最快，艺术、娱乐和休闲类消费持续低迷（图 6）。从就业端看，我们参考芝加哥大学 JonathanI.Dingel&BrentNeiman 的最新研究将各职业按照居家办公的便利程度分成两类，可以看出不易居家办公的职业恢复相对较快，但与易居家办公职业的差别不大（图 7）。从结构上看，消费的复苏领先于就业，这主要是因为在经历衰退后企业不愿立即提高劳动力支出，而是选择在员工减少的情况下通过提高效率来满足需求。

风险提示：美国疫情持续超预期爆发，高频数据出现偏离

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宏观点评：生产修复出现停滞

国家统计局公布 7 月经济数据，工业增加值同比 4.8%，前值 4.8%；固定资产投资累计同比-1.6%，前值-3.1%；社会消费品零售名义增速-1.1%，前值-1.8%。

观点

疫后经济修复始终具有鲜明的结构特征：经济趋势修复但节奏趋缓、生产快于需求、投资快于消费。而从 7 月份经济数据来看，几个边际变化需要重点关注：一是工业生产的修复陷入“停滞”，二是基建投资动能连续两个月回落，三是地产链条“一枝独秀”，四是商品零售首次转正。我们从上述四个方面对 7 月经济数据作详细解读。

工业生产修复“停滞”对三季度经济增速有何指引。7 月规上工业增加值同比增速持平前值的 4.8%，这是 3 月经济进入疫后修复后首次出现“停滞”。工业生产修复进入“停滞”尤其必然性，因为 3 月份以来我国经济修复生产持续强于需求，而需求尤其是内生需求修复的不足必然在后期拖累生产的继续回升。7 月服务业生产指数较前值回升 1.2 个百分点至 3.5%，但社交距离的持续存在意味着服务业的增速可能在下半年难以回升至工业生产之上，因为 GDP 增速总是介于二产和三产之间，7 月份工业生产的修复停滞或意味着三季度 GDP 增速回升至 5%以上较为困难。

基建的回落是持续性的还是阶段性的？从大口径基建来看，7 月基建投资单月同比 7.7%，自 6 月以来连续两个月边际放缓。考虑到 6、7 月份南方汛情对施工产生的影响，我们认为基建投资增速的回落更可能是阶段性的扰动。从资金端来看，8-10 月地方政府新增债券尚余 1.9 万亿的额度待发行，同比多增 1.4 万亿，基建投资资金来源有支撑；从高频数据来看，7 月下旬和 8 月初开始，水泥磨机开工率和水泥价格都开始止降回升，我们认为自 8 月份开始基建投资有望逐渐重拾升势。

7 月地产“一枝独秀”，后续仍有隐忧。7 月地产可谓“一枝独秀”，地产销售、新开工、施工和投资单月增速分别达到 9.5%、11.3%、16.6%和 11.7%；而地产竣工表现较差，7 月竣工面积同比下降 14%，降幅较前值加大 7.4 个百分点。疫情以来地产销售和投资的韧性，既有压抑需求的释放，也有政策松绑的推动。但从 724 房地产工作座谈会以来的政策应对来看，地产调控政策和控制宽信用向房地产领域的流动，叠加疫情对三四线城市居民资产负债表的冲击、压抑需求集中释放过后，地产销售和投资在韧性中仍存隐忧。

商品零售同比转正释放了怎样的消费修复信号？7 月社零名义和实际同比分别下降 1.1%和 2.7%，名义增速在 6 月份-1.8%的基础上继续环比改善，但仍低于市场预期。同时，7 月社零方面提示了经济修复的一个积极信号，即商品零售自今年疫情以来首次实现正增长，同比增长 0.2%。总量的积极信号经由结构拆分后表现并不良好，在车企促销及政策刺激下，7 月汽车零售增速 12.3%表现突出，即意味着扣除汽车后的商品零售增速尚未转正。服务消费则持续受制于社交距离的抑制，餐饮收入尽管在持续修复，但仍有 11%的降幅。消费修复的持续低迷与我们此前的判断相一致，疫情防控较大程度限制了居民消费行为，同时居民资产负债表所受冲击并未得到有效的政策对冲。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：政策调整超预期、国内外疫情反复

（证券分析师：王丹　证券分析师：陶川）

固收金工

固收周报：一周策略：政策引导经济表现持续向好，国际形势仍存不确定性（2020 年第 31 期）

观点

专题：美国 7 月非农超预期，节奏放缓趋势向好：美国 7 月非农就业人数季调后增加 176.3 万人，预期增加 160.0 万人；失业率为 10.2%。同时 ADP 就业人数增加 16.7 万人，前值也由 306.5 万人大幅修正为增加 431.4 万人。

利率债：1 年期国债收益率为 2.2744%，较上周上行 5.19BP。10 年期国债收益率 2.9369%，较上周下行 5.49BP。展望后期：本周债市收益率短端上行可能与 4000 亿 MLF 到期等因素有关，长端收益率回落可能与海外疫情严峻、中美摩擦等负面因素的影响有关。从基本面来看，我国 7 月份“三驾马车”中投资和出口的复苏态势较好，消费依旧疲软，海外疫情反复加大了我国经济发展的不确定性，因此适度宽松的货币政策基调在短期内不会发生太大变化。

信用债：一级市场的发行只数于上周小幅度回落后又呈现上升态势，总发行量和总偿还量继续呈现小幅上升态势，净融资额则保持小幅下降。二级市场的交易量在本周同比小幅上升，初步判断为前段时间交易量大幅下降后的正常反弹，符合均值回归预判。信用利差方面，除 7 年期外的其余期限各类信用债的信用利差主要呈缩小趋势。分行业看，本周除工业、公共事业外的其他行业债券交易量均呈现缩小态势，工业行业交易量逼近 2000 亿大关。

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 900 亿元，但后续仍有 1500 亿元 MLF 到期，央行将视情况续做，整体来看货币政策仍维持灵活适度、精准导向。国务院加大对稳外贸稳外资工作，加大降税减费、出口信贷等政策支持力度。国际形势日趋复杂，应做好长期持久战准备。（2）投资策略：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。近期新基建试点，风电、光伏发电平价、集成电路产业发展等政策出台，长期利于科技、新基建、半导体等板块向好，代表标的有中天转债、隆 20 转债等。投资者谨慎选择高估值主题，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

海外宏观：（1）美国通胀预期回升，存在中长期均值复归路径:美国通胀预期已经回升至历史常态区域的下限约 1.6%，趋势上或延续均值复归路径。什么型态？（a）次贷危机中复归路径呈现“W 型”，本次至今呈现“V 型”；（b）次贷危机中从跌破 1.6%到触底经历 51 天，本次危机中从跌破 1.6%到触底仅经历 27 天，本次危机中通胀预期失速较快；（c）次贷危机中从跌破 1.6%到回升至 1.6%经历 231 天，本次危机中从跌破 1.6%到回升至 1.6%仅经历 166 天，本次危机中通胀预期回升较快；（d）次贷危机中从跌破 1.6%到稳定站上 2%点位需要 388 天，比例外推后预估本次

请务必阅读正文之后的免责声明部分

危机后续通胀预期的回升路径，稳定站上 2%点位或需要 129 天，预估将在 11 月底。平准通胀率精度如何？我们观察到：平准通胀率低估期、高估期轮替规律，即“收缩期低估，扩张期高估”。未来通胀率如何思考？基于前述的分析，我们认为当前对未来 5-10 年平均通胀率的预估 1.31%-1.46%大概率存在低估，未来 CPI 大概率需要跨过均值并维持一段时间；（2）大类资产表现：日经、铜、加拿大元、美债收益率走高；美元、黄金、白银走低，美收益率曲线边际趋陡。股市：日本>美>英；债市：利率债>信用债；汇市：加拿大元>欧元>瑞士法郎>英镑>人民币>美元>日元>；大宗：天然气>铜>原油>黄金>白银。

风险提示：利率债：疫情二次爆发，地缘政治不确定性因素影响。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。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：利率债周报：投资回暖、消费弱势改善，未来利率维持震荡（2020 年第 31 期）

观点

本周债市点评及债市策略：本周（8.10-8.16）央行公开市场净投放 900 亿元，下周（8.17-8.23）央行公开市场有 5000 亿元逆回购 7D 到期。从资金面来看，本周 Shibor 隔夜、DR001、R001 较上周大多有所上行。收益率方面，短端上行，长端下行。1 年期国债收益率为 2.2744%，较上周上行 5.19BP。10 年期国债收益率 2.9369%，较上周下行 5.49BP。展望后期：本周债市收益率短端上行可能与 4000 亿 MLF 到期等因素有关，长端收益率回落可能与海外疫情严峻、中美摩擦等负面因素的影响有关。从基本面来看，我国 7 月份“三驾马车”中投资和出口的复苏态势较好，消费依旧疲软，海外疫情反复加大了我国经济发展的不确定性，因此适度宽松的货币政策基调在短期内不会发生太大变化，但是央行对流动性的释放保持谨慎态度，货币政策正在从上半年的超宽松向结构性适度宽松过渡，本周十年期国债收益率位于 2.9%-3.0%的震荡区间，预计在经济基本面没有明显好转的情况下，未来利率仍将持续震荡调整。

二级市场回顾：本周（8.10-8.16）一级市场发行 128 只利率债，实际发行总额 7664.79 亿元，较上周增加了 1944.87 亿元；总偿还量 1455.74 亿元，较上周增加了 17.33 亿元；净融资额 6209.04 亿元，较上周增加了 1927.54 亿元。本周 DR007 上行 0.86BP，R007 上行 15.24BP。SHIBOR 隔夜利率为 2.1750%，较上周上行 11.80BP；SHIBOR1 周为 2.2220%，较上周上行 1.70BP；SHIBOR2 周为 2.3070%，较上周上行 25.50BP；SHIBOR3 月为 2.6010%，较上周下行 0.20BP。

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，煤炭价格表现涨跌互现。上周商品房成交面积有所回落，截至 8 月 9 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 368.76 万平方米，较上周减少 58.54 万平方米。上周国内乘用车市场零售同比增速有所上升。截至 8 月 9 日，市场日均零售 2.98 万台，同比增速为 3.00%，较前值有所上升。本周主要钢材价格表现分化，Myspic 综合钢价指数和螺纹钢指数均回落。本周较上周焦煤和动力煤价格涨跌互现。截至 8 月 13 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 0.31%，铅价上升 0.75%，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

铜价下跌 1.19%，铝价上升 0.88%。

本周通胀观察：蔬菜价格小幅回升。截至 8 月 14 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 120.57，较上周上升 0.10%；山东蔬菜批发价格指数收于 140.24，较上周上升 15.51%。8 月 14 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 146.85 点，较上周下行 0.03%；南华工业品指数收于 2267.69 点，较上周下行 0.55%。

风险提示：海外疫情不确定性；货币政策不及预期。

（证券分析师：李勇）

固收点评：7 月央行延续缩表趋势，收回部分流动性

事件

7 份货币当局资产负债表发布。7 月份货币当局资产负债表发布。整体来看，2020 年 7 月央行资产负债表环比减少 6006.40 亿元，方向上延续上月的缩表趋势，较去年同期有所上升（2019 年 7 月环比减少 1062.45 亿元）。7 月缩表的主要原因是资产端对其他存款性公司的债权减少、负债端储备货币大幅下降以及政府性存款增加共同作用的结果。变动较大的项目有：资产端方面，对其他存款性公司债权减少 5004.01 亿元；负债端方面，储备货币减少 11165.68 亿元，政府存款增加 4305.24 亿元。

观点

资产端：从 7 月份央行公布的资产负债表来看，影响较大的主要是对其他存款性公司的债权，其减少导致央行资产负债表的缩表趋势。具体来看：外汇占款环比降幅有所收窄，短期人民币汇率或有震荡升值压力。2020 年 7 月份外汇占款为 211723.16 亿元，环比减少 19.31 亿元，外汇占款自 2018 年 8 月份以来持续下降，进入 2020 年后首月有所回升，但在接下来的 2-7 月逐步回落，7 月份环比降幅较 6 月份有所收窄。2020 年 7 月，央行对政府债券与上月持平，说明央行并未入场购买国债，消除“央行买国债”传言。2020 年 7 月，央行对其他存款性公司债权 106614.59 亿元，环比减少 5004.01 亿元，延续 6 月环比下降趋势，显示央行对银行体系收回流动性。主要系央行 7 月份的公开市场操作是净回笼的，7 月份央行的公开市场操作依旧活跃，累计开展 7700 亿元逆回购及 4000 亿 MLF，并有 11400 亿逆回购、4000 亿 MLF 和 2977 亿 TMLF 到期，累计净回笼 6677 亿元。

负债端：从 7 月份央行公布的资产负债表来看，影响较大的是储备货币和政府存款。具体来看：1.储备货币及其分项环比大幅变动。7 月储备货币环比减少 11165.68 亿元。其中货币发行和其他存款性公司存款分别下降 246.32 亿、11141.32 亿，货币发行的减少主要体现为 M0 环比增加值小于商业银行库存现金环比减少值。其他存款性公司存款是商业银行等存款机构存放在央行的存款准备金，较上月大幅下降。2.政府存款季节性上升，受疫情影响同比下降。7 月份政府存款为 42557.88 亿元，比上月增加 4305.24 亿元，环比升幅较 16、15 年 7 月走扩，较 19、18、17 年 7 月而言有所收窄（15-19 年 7 月份政府存款环比升幅分别为 3731.52 亿、3367.11 亿、10329.79 亿、7200.42 亿和 6071.81 亿）。

总结：7 月公开市场操作是净回笼的，主要体现在对其他存款性公司债权的较大幅降少，表明央行采取了收回流动性的操作。关于未来资产负债表变动和流动性：1.截止至 8 月 14 日，央行公开市场操作净回笼 1800 亿

请务必阅读正文之后的免责声明部分

元。8 月 6 日，央行发布二季度中国货币政策执行报告，提出降低社会综合融资成本;引导中期借贷便利和公开市场操作中标利率下行 30 个基点，带动贷款市场报价利率（LPR）下降；稳步推进存量浮动利率贷款定价基准转换，推动降低存量贷款利息支出。2.财政政策延续此前“更加积极有为”的定调，更加注重实效，地方专项债的发行将给财政存款形成助力，有望加快拨付和使用财政资金。货币政策更加灵活适度、精准导向，预期下半年的货币政策不会更加宽松，但也不会出现明显收紧。整体来看，8 月资产负债表可能会由缩转扩，但扩张幅度不会太大。3.汇率方面，美联储在 7 月 30 日宣布将维持基准利率在 0-0.25%不变的宽松货币政策并未终止，并再度承诺将动用所有工具支持美国经济。8 月以来两周国内股市震荡上升，为人民币升值推波助澜，目前汇率在 6.94 附近，预期人民币或保持震荡或小幅升值趋势，无大幅变动。

风险提示：财政收支压力仍大、缴税高峰对流动性冲击、中美摩擦加剧。

（证券分析师：李勇）

固收周报：本周股市波动震荡，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 5.95 亿元，较上周减少 28.91 亿元；有 1 支可转债偿还，为到期偿还，其规模为 0.30 亿元，较上周减少 8.10 亿元；净融资额 5.65 亿元，较上周减少 20.81 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 25 家公司可转债有新进展，其中 3 家公司通过了董事会预案，16 家公司通过了股东大会，5 家通过了发改委审核；1 家公司通过了证监会核准，为福斯特，行业属于电源设备，涉及发行规模为 17 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场震荡波动，除上证综指外指数均下跌，上证综指上涨 0.18%，沪深 300、中小板指、创业板指分别下跌 0.07%、0.78%、1.95%，债转股指数下跌 1.95%；本周可转债指数小幅震荡，上证转债上涨 0.14%，深证转债、中证转债指数分别下跌 1.55%、0.42%。

从申万行业指数的角度来看，本周行业指数涨跌参半。涨幅最大的五个行业为房地产、银行、交通运输、食品饮料、建筑装饰，涨幅分别为 2.87%、2.85%、2.37%、1.66%、1.41%，跌幅最大的五个行业为建筑材料、国防军工、休闲服务、医药生物、有色金属，跌幅分别为 2.65%、3.11%、5.08%、5.44%、7.52%。

存量可转债共计 357 支，存量余额共计 4525.24 亿元。其中银行业存量可转债余额最多，高达 1530.40 亿元，其他行业分布较为平均。除银行外存量可转债券余额最多四个行业为非银金融、化工、公用事业、有色金属。非银金融、公用事业本周有所上涨，化工、有色金属呈下跌趋势。

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横河转债、蓝盾转债、哈尔转债、金农转债、东财转 2。

股票价格已经超过转换平价的转债共计 72 支，较上周增加 8 只。

截至 2020 年 8 月 14 日，可转债的纯债溢价率中位数为 34.72%，转股溢

请务必阅读正文之后的免责声明部分

价率的中位数为 9.89%，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 56,512.05 万股，其中 17 万丰 E2 本周转股数为 20,569.62 万股，占全部转股数的 36.40%。从累计转股比例来看，17 万丰 E2、盛路转债、溢利转债的累计转股比例分别为 100%、94.68%、91.41%。本周转股数较上周大幅上升，投资者转股情绪持续高涨。

（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 900 亿元，但本月后续仍有 1500 亿元 MLF 到期，央行将视情况续做，整体来看货币政策仍维持灵活适度、精准导向。国务院进一步举措稳外贸稳外资工作，加大降税减费、出口信贷等政策支持力度。上月经济数据显示我国经济正稳步恢复，而海外疫情仍未有效遏制，未来汇率波动或小幅走强。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。消费、医药生物等仍持续较热。近期新基建试点，风电、光伏发电平价、集成电路产业发展等政策出台，长期利于科技、新基建、半导体等板块向好，代表标的有中天转债、隆 20 转债等。但可转债的波动明显高于纯债，对投资者的风险承受能力要求较高。投资者谨慎选择高估值主题，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）

固收周报：初请疫后首破百万，通胀回升快于次贷

观点

一周观点：（1）美国通胀预期快速回升，存在中长期均值复归路径:美国通胀预期已经回升至历史常态区域的下限约 1.6%（历史均值减去一个标准差），趋势上或延续均值复归路径。未来通胀怎么看？（a）次贷危机中从跌破 1.6%到触底经历 51 天，而本次危机中从跌破 1.6%到触底仅经历 27 天，表示本次危机中通胀预期失速之快；（b）次贷危机中从跌破 1.6%到回升至 1.6%经历 231 天，而本次危机中从跌破 1.6%到回升至 1.6%仅经历 166 天，表示本次危机中通胀预期回升之快；（c）次贷危机中从跌破 1.6%到稳定站上 2%点位需要 388 天，比例外推后预估本次危机后续通胀预期的回升路径，稳定站上 2%点位或需要 129 天，预估时点将在 11 月底。平准通胀率精度如何？我们选取 2003 年至今的 5 年期、10 年期平准通胀率的数据并同之后 5 年、10 年间的平均通胀率作比较，观察到：在经济周期轮番经历收缩、扩张的同时，平准通胀率低估期、高估期也在轮替，存在一个有规律的范式，即“收缩期低估，扩张期高估”；（2）大类资产表现：日经、铜、加拿大元、美债收益率走高；美元、黄金、白银走低，美收益率曲线边际趋陡。具体来看，股市：日本>美>英；债市：利率债>信用债；汇市：加拿大元>欧元>瑞士法郎>英镑>人民币>美元>日元>；大宗：天然气>铜>原油>黄金>白银。

策略分析

美国：延续上周向好的就业报告、失业金申请人数、股市涨势以及新冠疫苗研发进展、实体经济快速复苏持续刺激市场。然而，中美关系的不确定性，新一轮经济刺激计划进展陷入僵局将对市场有新一轮潜在冲击。短期来看，实体经济快速复苏以及良好的新冠疫苗研发进展将舒缓投资

请务必阅读正文之后的免责声明部分

者避险情绪，美债或面临短期震荡格局，美元短期或存在一定支撑，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，美元方面受避险情绪和利差收窄双因素影响，中长期或延续倒 U 型走势，美股面临 ERP 走扩及盈利预期走低的双重压力，中长期回落行情或难以避免。

日本：短期来看，日前日本货币政策稳健，经济数据整体向好，日元短期或保持稳定，并随美元的强弱变化出现小幅波动；中长期来看，伴随日本人口老龄少子化领先其它发达经济体，自然真实利率领先下行，通缩预期长期固化，政策性利率或仍维持长期超低位；低息货币身份虽然仍让日元对全球避险情绪高度敏感，但由于全球货币政策同步趋向宽松，全球低息环境下，日元避险货币身份未来或存疑，日元中长期或存在结构性走贬趋向。

欧洲：短期来看，日前日本货币政策稳健，经济数据整体向好，日元短期或保持稳定，并随美元的强弱变化出现小幅波动；中长期来看，伴随日本人口老龄少子化领先其它发达经济体，自然真实利率领先下行，通缩预期长期固化，政策性利率或仍维持长期超低位；低息货币身份虽然仍让日元对全球避险情绪高度敏感，但由于全球货币政策同步趋向宽松，全球低息环境下，日元避险货币身份未来或存疑，日元中长期或存在结构性走贬趋向。

原油：短期来看，美国的原油需求在增加，俄罗斯研发的新冠疫苗即将投入量产，一定程度上提振了原油的市场需求；中长期来看，市场对于疫情可能再次影响原油需求的忧虑依旧令油价承压，而美元指数持续上涨对国际油价上涨也起到了抑制的作用。

黄金：短期来看，美国初请失业金人数降至 100 万人以下表明美国经济稳步复苏，且俄罗斯疫苗研发进展均会使得投资者的风险偏好提升；中长期来看，美元走弱、美国国债收益率下行以及普遍通胀的预期都将支撑金价上涨，不过美国经济复苏强于预期以及美联储若采取鹰派观点都可能对金价形成阶段性打压。

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：风险信息周报（2020.08.10 -2020.08.16）

事件

负面信息：本周（8 月 10 日-8 月 16 日）负面信息共 3 条。重点关注：泰禾集团股份有限公司发行的“17 泰禾 01”违约；铁牛集团有限公司被联合评级下调主体评级至 A，前次评级为 AA；海南航空控股股份有限公司称发行的“19 海南航空 SCP003”兑付压力较大，存在不确定性。

取消发行：张家港市城市投资发展集团有限公司取消发行 2 亿元；中国中煤能源集团有限公司取消发行 5 亿元；义乌市国有资本运营有限公司取消发行 7.5 亿元；深圳顺丰泰森控股(集团)有限公司取消发行 5 亿元；北大荒农垦集团有限公司取消发行 20 亿元；苏州高新国有资产经营管理集团有限公司取消发行 4 亿元；怀化市水业投资总公司取消发行 2 亿元；重庆市永川区兴永建设发展有限公司取消发行 1 亿元；安吉租赁有限公

请务必阅读正文之后的免责声明部分

司取消发行12.25亿元;北京致诚鑫达物业管理有限公司取消发行5亿元。

持有人会议：北京华业资本控股股份有限公司于2020年8月10日召开“15华业债”2020年第一次债券持有人会议；中融新大集团有限公司于2020年8月11日召开“18中融新大MTN002”2020年第一次债券持有人会议；宜华企业(集团)有限公司于2020年8月12日召开“17宜华企业MTN001”，“17宜华企业MTN002”；郴州市新天投资有限公司于2020年8月12日召开“15郴州新天债”2020年第一次债券持有人会议。

其他关注信息：中国吉林森林工业集团称2019年度净亏损54.32亿元;深圳顺丰泰森控股(集团)公告重大诉讼最新进展；联合信用评级关注“15华业债”无法按期兑付本息；华晨汽车成立债委会，公司数百亿债务风险恶化；国元证券披露涉及两项重大诉讼进展；中集集团公告子公司重大诉讼进展；新兴铸管称公司涉及诉讼尚未开庭审理；北京华业资本公告涉及诉讼案件进展。

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）

固收周报:【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率总体下降，信用利差收窄

事件

本周（8月10日-8月16日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行223支，总发行量2,304.24亿元，较上周增加了539.43亿元,总偿还量2,069.86亿元,较上周增加了696.30亿元,净融资额234.38亿元，较上周减少了156.87亿元。

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、中票的发行利率较上周小幅下降，企业债和公司债的发行利率较上周小幅上升。短融的发行利率的下降幅度为2.62BP，中票的发行利率的下降幅度为3.82BP，企业债的发行利率的上升幅度为90.15BP，公司债的发行利率的上升幅度为8.47BP。

银行间和交易所信用债合计成交3830.52亿元，总成交量较上周3693.22亿元增加了137.30亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交1501.49亿元、1774.57亿元、434.25亿元、120.21亿元。

国债收益率：本周除1年期外的其余期限的国债到期收益率均呈下降趋势。具体来看，截至8月14日，1年期国债收益率为2.2744%，较上周2.2225%上升了5.19BP。3年期国债收益率为2.6746%，较上周2.6870%下降了1.24BP。5年期国债收益率为2.8209%，较上周2.8311%下降了1.02BP。7年期国债收益率为2.9943%，较上周3.0393%下降了4.50BP。10年期国债收益率为2.9369%，较上周2.9918%下降了5.49BP。

各类信用债收益率呈现：本周除1年期外的其余期限的各类信用债收益率均主要呈下降趋势；各期限的各类信用债的信用利差均主要呈缩小趋势；各期限的各类信用债的等级利差均主要呈缩小或不变趋势。

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

企业债和公司债。AA 主体级别中期票据交易量相对较大。

本周工业行业债券周交易量最大，达 1,962.52 亿元。其次为公用事业、能源、材料、金融、房地产和可选消费，周交易量分别为 455.92 亿元、341.73 亿元、274.59 亿元、210.41 亿元、192.49 亿元和 155.03 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：本周一级市场的发行只数于上周小幅度回落后又呈现上升态势，总发行量和总偿还量继续呈现小幅上升态势，净融资额则保持小幅下降。二级市场的交易量在本周同比小幅上升，初步判断为前段时间交易量大幅下降后的正常反弹，符合均值回归预判。信用利差和等级利差的变化则相对收益率滞后，本周二者仍主要呈收窄趋势，而这加强了由于收益率下降而给债价带来的有利影响，提高了债券的吸引力。分行业看，本周除工业、公共事业外的其他行业债券交易量均呈现缩小态势。需要关注美国大选趋近、中美摩擦加剧、海外疫情反复等风险。

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：1-7 月经济数据点评：经济延续稳定复苏态势，外部环境依旧复杂严峻

事件

数据公布：2020 年 8 月 14 日，国家统计局公布经济数据：2020 年 1-7 月固定资产投资（不含农户）同比降 1.6%，前值降 3.1%；社会消费品零售总额同比降 1.1%，前值降 1.8%；规模以上工业增加值同比增长 4.8%，前值增 4.8%。7 月份，全国统筹疫情防控和经济发展，生产供给继续复苏，市场需求逐渐回暖，就业物价总体平稳，新动能成长壮大，市场信心趋于增强，经济运行保持稳定恢复态势。

观点

制造业投资降幅继续收窄，医药和电子投资增幅持续扩大。1-7 月份制造业投资累计同比下降 10.2%，前值降 11.7%，降幅有所收窄。主要原因有：第一，疫情常态化防控和经济社会发展两手抓的政策有效遏制了疫情二次大规模爆发的风险，生产需求继续改善，带动制造业投资持续回升；第二，分行业看，1-7 月份汽车制造业、纺织业和通用设备制造业跌幅最为严重，分别为-19.9%、-17.4%和-16.9%，子行业降幅相对于 1-6 月均收窄，其中纺织业降幅收窄 5.0%，幅度最大。受疫情影响，医药制造业增幅达 14.7%，为各行业最高，连续三月收正。

基建投资降幅收窄，商品房销售持续改善。1-7 月份基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 1.0%，降幅比 1-6 月份收窄 1.7 个百分点。主要原因为：第一，“积极的财政政策要更加积极有为”，地方债发行持续提速扩容，1-7 月发行专项债券 2.47 万亿元。第二，7 月份复工复产继续推进，拉动基建投资持续增长。1-7 月份，全国房地产开发投资同比增长 3.4%，增速比 1-6 月份提高 1.5 个百分点，与我们预期方向一致。房地产投资持续增长主要原因为房地产开发景气指数持续提升，受到长期因素的影响以及疫情的恢复，居民的购房需求有所回暖，基本面有望持续改善。但 7 月以来，房地产市场调控力度持续升级，各地的调控政策陆续出台，预计未来房地产投资上升力度有限。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

社零降幅持续收窄，部分消费升级类商品保持较快增长。1-7 月社零总额累计同比下降 9.9%，降幅相比 1-6 月收窄 1.5%。主要原因为疫情得到控制，内需逐渐回升，消费行业开始回暖。7 月份社零总额同比下降 1.1%，降幅收窄 0.7 个百分点，与我们预期方向一致。值得注意的是，市场对社零的预期为上升 2.5%，消费的恢复远不及预期。主要原因为季节性因素，6 月份的增长驱动力为消费节。但是 7 月份部分消费升级类商品仍保持较快增长：限额以上单位书报杂志类和通讯器材类商品零售额同比增速保持在两位数，分别为 12.8%和 11.3%。

工业生产稳步回升，装备制造业和高技术制造业增长较快。7 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.8%，增速与 6 月份持平，但 1-7 月累计工业生产同比仍未转正，部分行业和产品回升力度减弱。主要原因有：第一，复工复产的稳步推进，工业生产加快。第二，分行业看，7 月份，41 个大类行业中有 25 个行业增加值保持同比增长，增长行业数量较上月减少 1 个。

未来展望：整体来看，1-7 月份，国民经济继续稳定恢复，主要经济指标持续改善，但境外疫情仍在蔓延，国际经济环境严峻复杂；国内结构性、体制性、周期性矛盾并存，发展面临的困难和挑战较多。三大投资中，基础设施投资降幅持续收窄，财政政策有待持续发力；房地产投资累计同比增幅持续扩大，预计下半年将稳定上升；工业生产继续提振，汽车和电子制造业增长较快。境外疫情反复，存在二次爆发风险，需警惕输入性疫情对国内经济的潜在威胁，预计未来 1-2 月外贸持续承压。7 月城镇失业率为 5.7%，与上月持平，1-7 月城镇新增就业人数 671 万人，已完成全年目标的 74.6%，预计下半年就业压力得到缓解。

风险提示：疫情二次爆发，外贸持续承压。

（证券分析师：李勇）

固收点评：如何思考美国通胀未来的变化？

事件：

市场风格发生突变，逆转还是暂歇？近期黄金期货回撤 2000 美元/盎司整数大关，10 年期美债收益率在低位 0.5%徘徊后反弹至 0.6-0.7%区间，美元指数止跌回升：前期的资产价格趋势是出现了逆转，还是暂歇？后市如何做观察？本篇将围绕可能造成以上这一价格趋势变化的最大“幕后黑手”—通胀—展开分析。我们试图主要阐述三个问题：（1）美国当前通胀预期如何？（2）利用平准通胀率来预判未来美国通胀率的精度如何？（3）美国未来通胀率会如何发展？

观点：

美国当前通胀预期如何？（1）美国 10 年期平准通胀率报 1.63%，不仅回升至 2020 年 1 月底疫情尚未完全爆发前的水平，且重新进入到 2003 年至 2020 年该项统计值均值的上下一个标准差区间，这是一个非常重要的时点。从这两个维度来看，这意味着：美国通胀预期已经回升至历史常态区域的下限；（2）由于美国 10 年期平准通胀率历史均值 2.04%，我们有理由认为均值复归的势能仍然存在。所以，从趋势上来看，美国 10 年期平准通胀率仍将继续抬升。其会以什么样的型态完成均值复归呢？首先，我们意识到世界上不存在单边的市场，这也意味着 TIPS 不会一直是买方市场；其次，我们可以参考上一个周期中美国通胀预期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

是以什么样的型态完成均值复归的。我们观察到：（1）次贷危机中复归路径呈现“W 型”，本次呈现“V 型”；（2）次贷危机中从

跌破 1.6%（历史均值减去一个标准差）到触底经历 51 天，而本次危机中从跌破 1.6%到触底仅经历 27 天，表示本次危机中通胀预期失速之快；（3）次贷危机中从跌破 1.6%到回升至 1.6%经历 231 天，而本次危机中从跌破 1.6%到回升至 1.6%仅经历 166 天，表示本次危机中通胀预期回升之快；（4）次贷危机中从跌破 1.6%到稳定站上 2%点位需要 388 天，比例外推后预估本次危机后续通胀预期的回升路径，稳定站上 2%点位将需要额外的 129 天，预估时点将在 11 月底。

平准通胀率作为通胀预期的精度如何？

理论上来说，平准通胀率即为未来一段时期关于通胀率的市场期望值；而在实际情况中，平准通胀率虽然并无法

很好地给出未来平均通胀率，但我们仍可以确定如下范式，即（1）在危机前后，由于对未来经济增长的信心不足等因素，平准通胀率往往会低估未来 5 年或 10 年间的平均通胀水平；而平准通胀率高估未来 5 年或 10 年间平均通胀率的情况往往发生在扩张期。这反应出投资人往往在过渡悲观，和过度乐观之间切换；（2）总结而言，在经济周期轮番经历收缩、扩张的同时，平准通胀率低估期、高估期也在轮替，存在一个有规律的范式，即“收缩期低估，扩张期高估”。

判断未来美国通胀率会如何走？

基于前述的分析，我们有理由认为当前对未来 5-10 年平均通胀率的预估 1.31%-1.46%大概率存在低估的情况，而当前 7 月 CPI 同比为 1.03%作为起始期，小于预估均值的情况下，未来 CPI 大概率需要跨过均值并维持一段时间，这意味着中长期均值复归的路径依然存在。

风险提示：

（1）市场超调超预期；（2）疫情反复超预期；（3）民粹反弹超

预期。

（证券分析师：李勇）

行业

建筑材料行业跟踪周报：水泥涨价面扩大，玻璃玻纤去库顺利

投资建议：

水泥：涨价面扩大，继续看好华东、华中。1）本周长三角水泥价格继续上涨，东北地区价格也开始上涨。目前处于淡季尾声，西南中南等地仍受台风影响，但从华东等地看今年下半年旺季回升趋势不错。2）下半年行业整体看好，如前所述三大理由：专项债等政策刺激基建项目放量、水泥企业主动限产、长江中下游地区灾后重建等。选股思路上边际看好：华东淡旺季切换以及中南灾后重建，标的海螺水泥、上峰水泥、万年青、华新水泥、塔牌集团等。

玻璃玻纤：涨价去库存趋势良好。1）玻璃下游与外贸出口订单同步回升，库存连续第六周下降，产能总体平稳，供需情况仍然良好；玻纤厂家继

请务必阅读正文之后的免责声明部分

续调涨，企业订单充足，特别是风电需求强劲。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，下半年看好低库存前提下需求旺季推动的涨价行情，关注行业龙头中国巨石、长海股份、旗滨集团。

消费建材：维持中期看好。中期受益竣工逻辑（后周期）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 2.7%，落后上证综指 2.8 个百分点。子板块中涨幅靠前的为管材、耐材，个股领涨的凯伦股份、天山股份、瑞泰科技、兔宝宝、西藏天路等。

水泥行业：淡旺季转折期水泥行情整体稳定。8 月 14 日，全国水泥价格指数（CEMPI）报收 137.75 点，环比下跌 0.23%，与去年同期相比下跌 4.16%。长三角流域熟料价格继续回涨 20~30 元/吨，中南、西南、西北地区环比下跌，西南、西北跌幅超过 1%，中南地区下跌 0.36%，而东北地区则出现上涨，环比涨 0.94%，华东微涨，华北持平。

玻璃行业：传统旺季临近，市场情绪较好。本周玻璃现货市场继续上涨势头。8 月 14 日中国玻璃综合指数 1281.32 点，环比上周上涨 88.87 点，同比去年同期上涨 163.20 点。浮法玻璃在产产能 93946 万重箱，环比上周增长 0.71%，同比增长 1.44%。行业库存 4352 万重箱，周环比下降 3.22%，年同比增长 12.48%。

玻纤行业：本周各池窑企业无碱粗纱价格稳中有涨，前期计划调涨厂家价格亦有上调，涨幅基本在 100 元/吨左右，且当前直接纱类产品市场需求良好，各厂库存低位，货源紧俏。

风险提示：1）水泥产能投放超预期；2）房地产不及预期

（证券分析师：杨件）

机械设备：CATL 投资上下游利好锂电设备，工业自动化、工程机械景气持续

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【杭可科技】【柏楚电子】【建设机械】

【至纯科技】【广电计量】【晶盛机电】【杰瑞股份】【恒立液压】

2.投资要点

【锂电设备】宁德时代股权投资上下游产业链，利好核心设备商

宁德时代拟以不超过 190.67 亿元使用证券投资方式对上下游优质上市企业进行投资。我们预计主要将会投向起宁德其自身产业链的大多数设备商和材料商，加强产业链合作协同，保障关键的资源供应。我们判断，此次投资一方面将会绑定核心供应商，给供应商提供确定的 EPS 增长；另一方面，基于对新能源汽车产业链的看好，可以给宁德主业外的经营带了稳定的投资收益。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

特斯拉及大众、宝马等车企引领全球电动化加速，电池供需缺口持续扩大，市场迎来新一轮动力电池产能扩张周期，设备公司将显著受益。目前估值低于产业链平均估值水平，我们判断锂电设备有望迎戴维斯双击，建议关注：1）电芯设备最核心供应商【先导智能】（中后道占绝对份额），前道核心供应商【赢合科技】、【璞泰来】，中道激光设备商【大族激光】、【联赢激光】，后道潜在合作商【杭可科技】。2）模组和 pack 组装设备公司【先惠技术】，pack 检测设备公司【星云股份】。

【智能制造】工业自动化持续回暖，看好激光、工业机器人等领域充分受益

工业自动化持续回暖，行业复苏进行时。7 月工业机器人产量 21170 台/套，同比+19.40%，单月产量连续两月创历史新高。相关工控、工业机器人企业的订单也在不断回暖，下游先进制造业中锂电、光伏、3C 等需求旺盛，工业自动化基本面不断在改善。我们认为随着国内疫情影响减弱，通用自动化行业回暖趋势延续，建议关注智能制造龙头【埃斯顿】【拓斯达】等。

激光行业将充分受益下游回暖，激光控制系统成长性高于行业，龙头【柏楚电子】最为受益。柏楚电子在下游需求持续恢复下，Q2 业绩快速提升超市场预期，预计下半年相关产品订单有望延续快速增长态势。中长期激光加工渗透率不断提升、应用场景不断拓展，我国激光加工市场在较长时间内将保持增长态势，属于成长性赛道；而激光加工控制系统不存在激烈的价格战，所以行业增速高于整个激光行业；同时随着不断的品类拓展，柏楚电子的成长空间将进一步打开。其余建议关注【锐科激光】【杰普特】。

【工程机械】挖机销量持续高增，塔机租赁延续火爆状态

挖机销量持续高增，地产基建复苏下 Q3 高景气有望延续。7 月挖机销量 19110 台，同比+55%，累计同比+27%持续回升；其中国内销量 16253 台，同比+59.5%；出口 2857 台，同比+32.5%，出口情况在持续改善。国产挖机龙头企业销量同比增速均在 50%以上，市场份额不断集中。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，预计下半年基建项目开工刺激需求拉动行业高增长。8 月份核心零部件厂商油缸排产同比+29%，环比正增长，预计 8 月挖机行业仍有望保持较高增速。

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。

庞源周签单量延续火爆状态，持续重点推荐建设机械。8 月 14 日，庞源公布最新周签单量 1.05 亿元（价格指数 1271），周签单量较上周有所回落，但仍维持在较高水平。截止目前，公司今年累计接单量近 27.6 亿，充足订单确保明年业绩快速增长。从利用率看，庞源塔机 7 月最新利用率 72.9%，较 6 月有所提升，公司经营持续好转。此外，公司由陕煤二级

请务必阅读正文之后的免责声明部分

子公司变为一级子公司，有望重点获得集团支持，维持重点推荐。

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　研究助理：朱贝贝）

化工行业 2020 年 8 月第 3 周周报：纯碱、聚醚价格回升，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 3360.10，本周累计上涨 0.18%，深证成指本周下跌 1.17%，化工板块（申万）下跌 1.96%。

本周化工板块个股中，新能源汽车相关标的涨幅居前：本周化工板块涨幅居前的个股有名臣健康、沧州明珠、史丹利、金牛化工、红宝丽、龙星化工、海达股份、ST 中天、晨化股份、双星新材。新能源汽车行业加速扩张，相关标的沧州明珠（锂电池隔膜）、海达股份（橡胶零配件）、晨化股份（阻燃剂）。天然气行业景气度回升，相关标的有 ST 中天（天然气）表现靓丽。疫情概念股，双星新材（医用面罩）涨幅居前。

预计油价中长期持续低位震荡：本周 ICE 布油报收 44.80 美元/桶（0.9%）；WTI 原油报收 42.01 美元/桶（1.92%）。需求方面，截至 8 月 12 日当周，美国 EIA 原油库存减少 451.2 万桶至 5.141 亿桶，近三周库存持续减少，但降幅逐渐收窄，此外，库欣地区原油存量却已持续 6 周增长。同时，炼油厂检修季即将到来，随着开工率下降，成品油需求放缓，对原油需求降低。总体来看，原油需求低迷；供给方面，8 月 7 日当周，美国原油产量减少 30 万桶/日达 1070 万桶/日，伊拉克承诺继续支持 OPEC+的减产计划，每天将减少 40 万桶。短期看，伊拉克原油减产，原油价格有上行的压力，本周布油最高触及 45.43 美元/桶，巴格达承诺 8、9 月减产，随油价上涨，减产计划越发难以维系；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，涨幅前五的产品有纯碱（+15.38%）、软泡聚醚（+10.92%）、液氨（+10.92%）、丁二烯（+10.64%）、环氧氯丙烷（+9.44%）。纯碱价格经过长期低迷，开始高涨。上周液氨价格处于低位，迅速反弹。下游产品聚氨酯和环氧树脂需求提升，软泡聚醚、环氧氯丙烷价格相应上涨。

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，推荐低估值白马股宝丰能源、龙蟒佰利、万华化学，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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

通信跟踪周报：本周专题：运营商中报业绩向好、车联网积极进展不断，持续关注新基建、物联网、云计算等景气提升的板块

投资要点

本周策略观点：1、中国移动将本年度 5G 新建的基站目标由 25 万站调升至 30 万站，20 年进入 5G 建设的高峰期，5G 基站、射频天线、光模块以及 PCB 等环节将持续受益；同时，也将带动光模块、云计算以及 IDC 为代表的流量基建的投资机会。2、5G 基站超预期，下一步将以建设促应用，以应用带建设，建议提前布局车联网等 5G 应用端投资机会。R16 标准冻结，首个 5G-V2X 标准落地，车联网正式进入 5G 时代，有望上升至国家竞争高度。互联网巨头积极布局，华为透露有 1 万个工程师在武汉研发激光雷达，目标将成本降到 100-200 美元，苹果汽车预测未来 2-3 年发布。多方位产业驱动，行业发展进程不断加速，车联网上乘政策东风，下有产业积极推动，行业进入快速发展阶段。

行业动态及点评：中国移动将本年度 5G 新建的基站目标由 25 万站调升至 30 万站；5G 基站超预期，下一步以建设促应用，以应用带建设，重点支持面向智慧医疗、虚拟企业专网、智能电网、车路协同车联网等 7 大领域的 5G 创新应用；爱立信、华为中标中国移动 2020 年 CHBN 市场规划项目服务的中选候选人；华为三大汽车操作系统集体亮相；华为获多个国家力挺。

行业前瞻：中国广电 5G 论坛（2020.8.18）。

首推组合：数据港、天孚通信、中际旭创、中科创达、淳中科技。

建议关注组合：IDC：奥飞数据、光环新网、佳力图、宝信软件、杭钢股份、沙钢股份、城地股份、鹏博士、立昂技术、世纪互联、万国数据；云计算/边缘计算：优刻得、网宿科技；光模块：华工科技、光迅科技、博创科技、新易盛；光纤电缆：亨通光电、中天科技;PCB：崇达技术、深南电路、沪电股份；散热：中石科技；天线射频：世嘉科技、通宇通讯、硕贝德；运营商/铁塔：中国移动、中国联通、中国电信、中国铁塔；服务器/路由器/交换机：中兴通讯、兴森科技、浪潮信息；线上教育：世纪鼎利、立思辰；线上办公：亿联网络、会畅通讯、二六三；UWB：浩云科技；低轨卫星：和而泰、华力创通、海格通信、中国卫星、中国卫通。全国一网：歌华有线、广电网络；网络可视化：中新赛克；5G 行业专网：海能达；国网信息化：恒华科技、朗新科技；车联网：移为通信、移远通信、高新兴、佳都科技。

市场回顾：近一周通信（申万）指数下跌 0.58%；沪深 300 指数下跌 0.07%；行业跑输大盘 0.51pp。东吴通信优选指数近期表现：一周下跌 2.93%，年初至今上涨 46.04%。

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。指数上涨 0.35%；沪深 300 指数上涨 0.27%；行业跑赢大盘 0.08pp。东吴通信优选指数近期表现：一周下跌 4.03%，年初至今上涨 63.35%，跑赢通信指数 48.64pp。

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。网建进度不及预期。国卫星（600118）、中国卫通（601698）。全国一网：歌华有线（600037）、广电网络（600831）；5G 行业专网：海能达（002583）；国网信息化：恒华科技（300365）、朗新科技（300682）；车联网：移远通

请务必阅读正文之后的免责声明部分

信（603236）、高新兴（300098）、佳都科技（600728）。

市场回顾：近一周通信（申万）指数下跌 4.09%；沪深 300 指数上涨 4.20%；行业跑输大盘 0.11pp。东吴通信优选指数近期表现：一周下跌 4.03%，年初至今上涨 63.35%，跑赢通信指数 48.64pp。

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

医药生物行业：内循环下的医药配置新思路，国产替代加快

投资要点

1、本周生物医药指数下跌 5.44%，板块表现劣于沪深 300 的 0.07%的跌幅。由于医药板块前期涨幅巨大，本周医药明显跑输市场，尤其是疫苗产业。疫情板块为全市场关注焦点、疫苗板块行情牵动医药板块。当前对疫苗板块怎么看？疫苗行情已进入第二阶段：疫苗核心资产标的已基本到位，尤其是 2300 亿智飞生物疫苗龙头的调整位置已进入价值区间；二线疫苗非核心资产很可能调整幅度不确定，甚至短期很难恢复至前期阶段。

2、外循环到内循环的核心逻辑是国产替代。从医药产品和医疗仪器与器械两个子板块看，2019 年，中国医药产品进口额达到 124.39 亿美元，同比增长 11%。我们认为，受国家医保及专利到期红利等影响，国内药企加快仿制药推出速度或加强自主创新产品的研发，通过仿制药替代和创新药品上市，进一步实现国产替代。中国医疗器械出口趋势明显，受疫情影响，2020.03~2020.07，中国医疗器械出口额达到 88.10 亿美元，同比增长 81%。2019 年批准境内第三类医疗器械（含体外诊断）注册 3179 项，同比增长 86%。国产二类（各省级共批准 17017 项）远远大于进口二类获批数量（2754 项），说明在中低端器械中，国产医疗器械基本已实现替代，而国产三类与进口三类审批数量虽差距不大，但是国产三类已经开始呈现出增长趋势，说明高端医疗器械市场，国产替代正在发力加速。我们认为随着分级诊疗推动基层医疗建设发展，我国医疗器械中长期发展空间会进一步扩容。作为长期发展趋势，基层医疗建设需求将迎来长期释放阶段，国产企业有望凭借产品性价比、营销能力、售后服务等多方面优势显著受益。

3、恒瑞 PD-1 联用再添新适应症，复宏汉霖曲妥珠单抗国内获批上市。恒瑞发布公告，卡瑞利珠单抗联合顺铂和吉西他滨一线治疗局部复发或远处转移鼻咽癌患者，较顺铂加吉西他滨的标准一线治疗，可显著延长患者的无进展生存期。创新药方面，吉利德、辉瑞以及勃林格殷格翰均有国内临床或申报进展。复宏汉霖曲妥珠单抗生物类似药获批上市，成为首个国产曲妥珠单抗生物类似药。此前不久，此产品已在欧洲获批上市。此外正大天晴、科伦药业、重庆药友均有 4 类仿制药获批上市，正大天晴的氟维司群注射液为国内首仿。

4、百花齐放，疫苗、器械争鸣。无论标的市值大小，业绩驱动股价；疫苗、器械争鸣，重点配置疫苗、医疗器械；重点推荐 4 个子产业：医疗器械、原料药、疫苗、创新药等；个股方面建议关注：1）医疗器械：眼科耗材：昊海生科、爱博医疗、欧普康视；医疗设备：迈瑞医疗、理邦仪器；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：凯利泰、大博医疗、三友医疗、春立医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、沛嘉医

请务必阅读正文之后的免责声明部分

疗；消化治疗性耗材：南微医学；低值耗材：威高股份、三鑫医疗；2）原料药：华海药业、仙琚制药；美诺华等；3）疫苗：康泰生物、智飞生物、沃森生物、复星医药等；4）创新药及产业链：恒瑞医药、药明康德、复星医药、亿帆医药等；BIOTECH 类公司，信达生物、君实生物等；5）医疗服务：美年健康、爱尔眼科等；6）药店：大参林、老百姓、益丰药房等。

5、风险提示：药品降价幅度超预期；疫情导致经济衰退影响消费支出。

（证券分析师：朱国广）

汽车行业周报：8 月第一周批发同比+6%，全面看多

投资要点

每周复盘

SW 汽车上涨 0.1%，跑赢大盘 0.8%。除 SW 乘用车和 SW 汽车零部件Ⅲ外，所有汽车子板块均呈上涨形态，SW 商用载货车涨幅最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 13 名，排名在中部。估值上，整体有所下跌，SW 商用载货车幅度最大。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：8 月 1-9 日乘用车零售日均销量同比上升，批发日均销量同比上升。8 月 1-9 日乘用车零售销量日均 29815 辆，同比上升 3%。8 月 1-9 日乘用车批发销量日均 28965 辆，同比上升 6%。

库存：7 月传统乘用车企业库存+6 万辆，企业累计库存为-34 万辆，渠道库存预计季节性小幅补库。展望 8 月：产量/批发预计保持 5%-10%的同比增速。

价格：7 月下旬折扣率继续扩大。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。7 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 13.06%，环比 7 月上旬+0.18pct，热门车型中降价幅度前五车型是雷凌 2021+、E 级 L2020+、领克 032020+、领克 032019+、哈弗 F72020。2）主要车企 7 月下旬折扣率不同程度增加，幅度较大的是广汽丰田+吉利汽车+长城汽车+北京奔驰+广汽乘用。东风日产+长安汽车折扣率小幅降低。

重点关注

8 月 9 日，长城汽车 7 月产量同比增长 22.98%，销量同比增长 29.79%；8 月 11 日，万里扬 7 月 G 系列同比+121.62%，CVT 同比+100.60%。8 月 13 日，德赛西威上半年营收同比增长 14.32%；归母净利润同比增长 124.55%。

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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+广汽集团】，受益【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：海外疫情控制不达预期，乘用车需求复苏幅度低于预期。

（证券分析师：黄细里）

电气设备新能源行业周报：电动车销量将明显回暖，光伏产业链涨价持续

投资要点

申万电气设备 6251 下跌 0.62%跌幅弱于大盘。工控自动化涨 2.25%，发电及电网涨 2.07%，新能源汽车涨 0.35%，锂电池涨 0.03%，核电跌 1.07%，发电设备跌 1.5%，光伏跌 1.52%，风电跌 4.52%。涨幅前五为沧州明珠、天奇股份、航天机电、先导智能、科恒股份；跌幅前五为亿华通、三超新材、正海磁材、晓程科技、广大特材。

行业层面：电动车：7 月电动车销量 9.8 万辆，同环比+19%/-6%，同比转正；蔚来 Q2 营收 37.2 亿，同比+146.5%，毛利率历史性转正为 8.4%；宁德时代新技术将电池与底盘合体，续航或超 800 公里；特斯拉 7 月中国销量 11041 辆，并在华成立保险经纪公司；华为披露三大鸿蒙车载操作系统信息；SKI 将量产高镍 9 系动力电池；哪吒汽车与 365 约车合作推网约车业务。新能源：2020 年上半年全球风能、太阳能发电占总发电量的 10%；2020 年光伏、风电平价上网项目规模分别 33.1GW/11.4GW,平价首次超过补贴竞价项目 26GW,标志着平价正式到来;2020 年上半年我国太阳能电池出口量同比增长 29.64%;2020 年 7 月太阳能发电下降 0.6%；天合拟建 10GW210 大尺寸高效电池项目；19 天内隆基第三次上调单晶硅片 M6、G1 价格至 3.25 元/片及 3.1 元/片；中环最新硅片报价 M6、G1 售价分别为 3.03 元/片和 2.88 元/片；晶澳签订年产 20GW 单晶拉棒及切片项目。工控&电网：7 月制造业投资累计同比增长-10.2%，环比收窄 1.5pct；7 月全国规模以上工业增加值当月同比+4.8%，增速环比持平；7 月工业机器人产量同比+19.4%，金属切削机床同比+14.7%，均大幅增长。

公司层面：宁德时代：1）拟围绕主业对境内外产业链上下游优质上市企业投资不超过 190.67 亿元；2）控股子公司时代吉利拟在四川宜宾投资建设动力电池项目，总额不超过 80 亿元。三花智控：2020H1 营收 53.18 亿元，同减 8.8%，归母净利润 6.43 亿元，同减 7.14%。锦浪科技：1）2020H1 营业收入 7.28 亿元，同增 76.63%；归母净利润 1.18 亿元，同增 281.87%。2）2020 年中期分配预案：10 股派 10.00 元。信捷电气：2020 上半年营收 4.97 亿，同增 62.53%，归母净利润 1.43 亿元，同增 99.06%。星源材质：2020 上半年营收 3.41 亿元，同减 3.39%，归母净利润 0.71 亿元，同减 58.44%。许继电气:2020H1 营收 41.4 亿元,同增 24.86%,归母净利润 2.89 亿元，同增 69.62%。晶澳科技：子公司晶澳太阳能与曲靖市人民政府签订曲靖二期年产 20GW 单晶拉棒及切片项目投资框架协议。爱旭股份：拟投资约 200 亿用于义乌年产 36GW 高效太阳能电池及配套项目，义乌四、五期共 10GW 项目拟于 2021 年 3 月达产。比亚迪：持股 5%以上股东拟减持不超过 880 万股 A 股，占总股本 0.33%。新宙邦：认购 0.4 亿元

请务必阅读正文之后的免责声明部分

恩泰环保新增注册资本，增资后持有 8.51%股权。隆基股份：向银川光伏增资 34.55 亿；向隆基乐叶增资 15 亿元，隆基乐叶向陕西乐叶增资 15 亿元。中来股份：解除了与乌江能源签订的股份转让框架协议，原协议中林建伟、张育政拟协议转让总股本的 19%，并将 16%委托给乌江能源。

投资策略：电动车 7 月 9.8 万辆，同环比+19%/-6%，首次转正，其中造车新势力、特斯拉和合资品牌增长十分靓丽，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 130 万左右，下半年增长 40%+，8 月中游环比+15-30%，拐点明显；欧洲 7 月主流国家销量 9.2 万，环增 13%再超预期，今年海外 140-150 万，同增 35-45%，欧洲强刺激之下今年预计超 100 万，同增 100%，全球电动化大趋势明确，Q3 国内外拐点高增长开始，强烈推荐特斯拉和欧洲供应链龙头。上周光伏展会热闹非凡，产业链上下游询价普遍反应供应链紧张，多晶硅报价上周近 10 万，累计涨 60%、隆基硅片报价本周上调，电池片也传导，组件招标价格已涨至 1.6-1.7 元/W，下半年行情火爆，涨价部分项目延缓，今年装机估计 45-50GW，同增 50-70%，海外光伏需求欧美一直不错，拉美加速恢复，全球 130GW 左右，同增 15%，明年确定性大年，预计全球 160GW 以上，同增 30%+，强烈看好光伏龙头。工控今年 Q1 同降 12.4%，先进制造同增 15%+，Q2 增长 6.4%，先进制造同增 25%+，龙头订单今年一直很好，7 月开始行业普遍很好，强烈看好工控龙头。电网投资总体持平，结构性倾斜，电网设备龙头向好。风电 20 年继续抢装，估计 30GW+（20%+），风电运营价值重估。

重点推荐标的：宁德时代（动力电池全球龙头、优质客户和领先技术）、汇川技术（通用自动化上半年大超预期、动力总成全面突破大幅减亏）、隆基股份（单晶硅片和组件全球龙头、业绩持续超预期）、宏发股份（新能源汽车继电器全球龙头、传统继电器超预期复苏）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、硅料大幅涨价）、璞泰来（负极全球龙头、LG 等海外占比高、隔膜和设备加强布局）、恩捷股份（湿法隔膜全球龙头、LG 等海外客户放量）、爱旭股份（专注高效电池的龙头、单瓦利润恢复超预期）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、业绩超预期高增长）、福斯特（EVA 和 POE 膜绝对龙头供不应求、感光干膜等新材料上量）、晶澳科技（组件一线龙头、上半年业绩超预期）、阳光电源（逆变器龙头增长超预期、储能业务前瞻布局）、科达利（结构件全球绝对龙头、客户锁定宁德和 Tesla 等）、当升科技（正极龙头、海外占比高、员工持股计划托底）、国电南瑞（二次设备龙头、电力物联网受益）。建议关注：福莱特、林洋能源、亿纬锂能、新宙邦、三花智控、天赐材料、思源电气、比亚迪、华友钴业、麦格米特、天奈科技、嘉元科技、东方日升、天齐锂业、欣旺达、星源材质、赣锋锂业、国轩高科、良信电器、正泰电器、中国宝安、八方股份、金风科技、东方日升、许继电气、平高电气、长高集团、长缆科技、国网信通、日月股份、捷佳伟创、天顺风能、杉杉股份等。

风险提示：投资增速下滑，政策不达预期

（证券分析师：曾朵红）

汽车行业月报：7 月产销同比持续为正，零售同比首次转正

投资要点

产销层面：零售同比首次转正，中高端消费占比提升

7 月狭义乘用车产量实现 168.9 万辆（同比+12.6%，环比-2.9%），批发销

请务必阅读正文之后的免责声明部分

量实现 163.6 万辆（同比+6.9%，环比-3.8%）。其中 6 月新能源乘用车批发销量 8.3 万辆（同比+20.6%，环比-3.5%）。交强险口径：狭义乘用车零售销量实现 156.9 万辆（同比+13.9%，环比+0.6%）。7 月自主品牌 SUV/轿车市场份额回升，日德系轿车市场份额显著提升。7 月消费结构变化明显：中高端消费占比提升，低端消费占比继续下降。重点车企产销层面，大部分车企产批零同比转正，广丰+广本+一汽丰田+华晨宝马+长安汽车+吉利汽车+上汽通用五菱表现强劲。

库存层面：企业库存增加 6.2 万辆，渠道库存增加 5.2 万辆

7 月传统车企业库存增加了 6.2 万辆，2015 年 1 月以来累计为-34 万辆（2015 年以来历史同期最低值）。7 月渠道库存增加了 5.2 万辆，2015 年 1 月以来累计为 346 万辆，渠道库存系数为 2.2 月。新能源乘用车 7 月库存增加了 0.1 万辆，2015 年 1 月以来累计为 46.2 万辆，历史高位。主流自主&合资品牌小幅补库。自主中奇瑞/比亚迪/上汽库存系数较高，合资中上汽大众/广汽本田库存系数较高。

价格层面：7 月折扣率继续扩大

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。7 月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 13.06%，环比 7 月上旬+0.18pct。2）主要车企 7 月下旬折扣率大幅扩大，折扣率增加前五的车企是广汽丰田+吉利汽车+长城汽车+北京奔驰+广汽乘用。

投资建议：全面看多汽车板块,建议超配

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+广汽集团】，受益【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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

万润股份（002643）：海外疫情拖累业绩，不改长期成长趋势

事件：公司发布 2020 年半年度业绩，报告期内实现营业收入 12.47 亿元，较上年同期减少 3.60%，归属于上市公司股东的净利润 2.16 亿元，较上年同期减少 6.22%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 2.09 亿元，较上年减少 6.32%。同时，公司计划通过为控股子公司三月科技引入投资者对其进行增资扩股，为三月科技引入产业与社会资本，带来产业与社会资源，增资完成后，公司仍为三月科技的控股股东。

投资要点

受海外疫情影响，短期业绩承压：报告期内，分产品来看，公司的功能性材料类营业收入为 9.63 亿元，同比减少 7.42%，毛利率同比上升 2.31 个百分点；大健康类营业收入为 2.73 亿元，同比增加 13.62%，毛利率同比下降 7.04 个百分点。分地区来看，公司的境外收入为 9.62 亿元，同比减少-15.96%，境内收入为 2.85 亿元，同比增加 91.66%。总体来看，主要受到海外疫情的拖累，公司业绩出现一定程度的下滑。

国六升级拉开序幕，沸石项目推进顺利：公司是全球领先的汽车尾气净化催化剂生产商庄信万丰的核心合作伙伴，开发并量产了多种新型尾气净化用沸石环保材料。公司新增的 2500 吨产能已于 2019 年完成建设，并进入工艺调试阶段，另外公司将新增 7000 吨沸石产能，其中 4,000 吨为 ZB 系列沸石，主要是满足客户在中国和欧洲的扩产计划；3,000 吨为 MA 系列沸石，主要面向国内市场。随着沸石系列环保材料项目的陆续建设并投产，沸石业务将成为公司发展加速的新引擎。

拟引入投资者增资三月科技，加速布局 OLED 材料领域：作为 OLED 成品材料、升华前单体材料和中间体材料供应商，公司为该领域国内领先企业，并在全球范围占有重要地位，目前已有 OLED 成品材料通过下游厂商的验证。控股子公司三月科技 2020H1 实现营业收入 559.20 万元，是国内 OLED 行业自主成品显示材料领域专利与技术方面的领先企业。此次拟引入投资者增资扩股，有利于扩大其经营规模，提升盈利能力，进一步加速公司在 OLED 材料领域的布局节奏。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.24 亿元、6.66 亿元和 8.08 亿元，EPS 分别为 0.58 元、0.73 元和 0.89 元，当前股价对应 PE 分别为 29X、23X 和 19X。维持“买入”评级。

风险提示：液晶材料价格下降，沸石项目投产进度不及预期，汇率大幅波动

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

彤程新材（603650）：疫情拖累主营业务，一体两翼战略稳步推进

事件：公司发布 2020 年半年度业绩，报告期内实现营业收入 94,278.21 万元，较上年同期减少 16.28%，归属于上市公司股东的净利润 179,92.92 万元，较上年同期减少 22.81%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

公司为特种橡胶助剂龙头，多维度布局新材料领域：公司主要从事高性能酚醛树脂的生产和销售，为国内橡胶助剂龙头企业。同时，公司凭借双研发中心，积极推动产品转型发展，加快电子酚醛树脂的产品研发和市场应用；此外，公司前瞻性地开拓可降解高分子材料业务，多维度布局新材料领域。

疫情拖累主营业务，投资收益增长显著：报告期内，公司自产酚醛树脂的产量为 40,782.82 吨，销量为 42,234.94 吨，分别同比下降 11.63%、7.80%，同时自产酚醛树脂的平均售价为 15,571.87 元/吨，同比下降-11.67%。总体来说，受疫情拖累，公司的收入和净利润均受到一定影响。值得一提的是，公司 2020H1 的投资收益为 6140.38 万元，较上年同期大幅增加 6223.41 万元，主要系参股中策橡胶带来的投资收益。

公司积极布局新材料蓝海，“一体两翼”战略稳步推进：“一体”方面，公司紧抓酚醛树脂特种橡胶助剂的主市场，加紧“疫情后”复工复产，实现产品、工艺的创新，提高了国内的市场份额，同时新产品销售有一定突破，业务发展高于行业水平。“两翼”之左翼，在电子化学品材料领域，报告期内公司设立上海彤程电子作为集团电子化学品领域开拓的专门运营平台，进行外延式、内涵式发展并举的产业链运作。报告期内，上海彤程电子成功入股国内半导体光刻胶企业北京科华微电子，股权比例达 33.70%，为其第一大股东；“两翼”之右翼，在可降解材料领域，公司携手巴斯夫拟投资建设 10 万吨/年可生物降解材料项目（一期），可年产 6 万吨/年 PBAT，未来可满足高端生物可降解制品在购物袋、快递袋、农业地膜方面的应用。

盈利预测与投资评级：考虑退园的影响，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 3.65 亿元、5.28 亿元和 6.25 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.90 元和 1.07 元，当前股价对应 PE 分别为 53X，36X 和 31X。考虑到公司为国内特种橡胶助剂龙头企业，“一体两翼”战略稳步推进，未来公司盈利有望保持持续增长，维持“买入”评级。

风险提示：募投项目达产进度不及预期的风险；原材料价格波动的风险；可降解材料市场供需不匹配的风险；国际贸易环境恶化的风险。

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

龙马环卫（603686）：环服营收高增首超环卫装备，Q2 单季净利润首破亿盈利能力持续提升

投资要点

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 24.15 亿元，同比增长 26.41%；归母净利润 1.95 亿元，同比增长 58.59%；扣非归母净利润 1.75 亿元，同比增加 61.67%；加权平均 ROE 同比上升 2.33pct，至 7.52%。

环服营收高增 89.25%首超装备，毛利率提升 1.36pct 归母净利润大增 58.59%。20H1 公司营收 24.15 亿元，同增 26.41%；归母净利润 1.95 亿元，同增 58.59%，综合毛利率 26.69%，同升 1.36pct。分业务来看，环卫服务营收首超环卫装备，环服营收 14.56 亿元，同增 89.25%，占比 60.83%，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

毛利率 24.95%，同增 4.87pct；环卫装备营收 9.38 亿元，同降 16.52%，占比 39.17%，毛利率 29.78%，同增 0.74pct。

20Q2 归母净利润同增 65.36%，单季度净利润首破亿。20Q2 营收 13.54 亿元，同增 29.49%，归母 1.17 亿元，同增 65.36%，单季度归母首破亿。

环卫服务拿单能力维持行业前列，新能源装备销量逆势上行同增 200%。20H1 公司环服新签年化金额 5.24 亿元位列行业第三，新签总额 19.78 亿元，位于行业第四，在手年化金额 31.60 亿元，合同总额 275.34 亿元。受益于新能源汽车政策推进，20H1 公司新能源环卫装备数量达 117 台，同升 200%，高于行业平均增速，占有率 7.6%，实现逆势增长。

加强贷款回笼，经营性现金流净额同增 86.01%持续改善。1）20H1 公司经营现金流净额-0.32 亿元，同增 86.01%；2）投资现金流净额-1.32 亿元，同减 793.37%；3）筹资现金流净额 2.36 亿元，同增 642.56%。

预计非公开发行股票募集资金 10.62 亿元，重点投向智慧环卫平台、装备研发等项目。公司公告预计非公开发行股票募集资金总额不超过 10.62 亿元，发行数量不超过发行前公司总股本的 30%，募集资金将主要投向智慧环卫平台建设、环卫及厨余处理装备研发及补充流动资金。

装备协同/经验累积/智慧环卫三大优势助力环服份额提升，订单强势放量毛利率改善。公司作为装备领先企业，切入环服 5 年，在装备制造、销售渠道、智慧环卫方面具备明显协同优势，增强拿单能力。19 年环服新签订单总额 111.30 亿元行业第一，订单收入比达 6.22，在手服务年限远高于行业平均，环服毛利率持续改善，在手订单充裕保障业绩增长。

环卫装备需求量长期释放，优化客源盈利能力提升。预计 25 年环卫装备市场规模为 1076 亿元，年化增速达 12.82%，装备需求长期释放。CR6 近 50%竞争格局稳定，公司品牌与技术优势突出多年保持行业前 3。公司积极优化客户/产品结构共促降本增效，19 年装备毛利率同升 2.43pct 至 30.29%，盈利能力有望持续提升；加强回款力度，加快去库存，制造效率及现金流水平明显改善。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.94、1.13、1.38 元，对应 29、24、20 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：市场化率提升不及预期，环卫装备销售不及预期，市场竞争加剧

（证券分析师：袁理）

中科创达（300496）：股权激励彰显高增长信心，持续看好整体业务稳步向上

投资要点

事件：8 月 14 日，中科创达公布 2020 年股权激励计划（草案），本激励计划拟授予的限制性股票总量不超过 365.95 万股，公司股本总额 42316.7207 万股的 0.86%，授予价格为 48.06 元/股，本激励计划草案公告后，共有股权激励限制性股票 782.44 万股，占目前总股本 42316.7207 万股的 1.85%。

调动骨干积极性，彰显未来成长信心：本次激励对象为公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术骨干人，共计 214 人。其中中层管

请务必阅读正文之后的免责声明部分

理人员及核心技术骨干占股权激励总数的 86.34%。本次股票期权各年度业绩考核目标以 2019 年净利润为基数，2020-2023 年增长率不低于 70%、80%、90%、100%，即 2020-2023 年净利润不低于 4.03、4.27、4.50、4.74 亿元。此次 2020 年的股权立激励，一方面，充分调动公司骨干的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展。另一方面，彰显了公司未来业绩高增长的信心和决心。

三大业务共同发力，助力业绩稳步向上：中科创达 2020H1，受益于公司软件产品的规模化效应，智能软件业务实现收入 5.59 亿元（YOY+22.89%）成为业绩增长的有力抓手，智能网联汽车业务高歌稳进，实现收入 2.90 亿元（YOY+64.83%），物联网业务实现收入 1.97 亿元（YOY+91.56%）成为业绩新增长点。随着 5G 商用加速下游应用场景爆发将持续带动公司业绩持续高速成长。

受益 5G 东风，业绩成长空间巨大：公司受益于 5G 东风，在新技术更迭及政策助力下，三大业务业绩成长空间巨大。公司作为智能操作系统平台的领军者，智能软件业务受益于 5G 智能手机换机潮，将迎接新一轮的发展机遇。智能网联业务上乘政策之风，利用先发优势，通过“软件”打破传统行业边界，使公司始终领跑产业发展前列，产品和服务渗透率持续提升。随着智能物联网进入发展快车道，物联网业务基于端、边、云协作技术优势，SoM 产品出货将直接受益下游应用场景的爆发。我们认为，中科创达随着公司业务的不断拓展，新技术的不断应用，新产品的不断推出，未来业绩将继续保持稳健增长。

盈利预测与投资评级：我们持续看好中科创达业务发展，预计 2020-2022 年营收分别为 22.93 亿元、29.31 亿元、37.95 亿元。EPS 分别为 0.84 元、1.22 元和 1.69 元，对应的 PE 估值分别为 105/73/52X，维持“买入”评级。

风险提示：智能手机市场需求不及预期；物联网发展不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

晶盛机电（300316）：晶澳单晶项目扩产，核心设备商直接受益

事件：晶澳科技于 8 月 13 日晚公布，拟投资约 58 亿元用于建设 20GW 单晶拉棒及切片项目。

投资要点

晶澳科技扩产 20GW 单晶项目，单晶龙头直接受益

8 月 13 日晶澳科技全资子公司晶澳太阳能与曲靖市人民政府签订相关协议，计划投资约 58 亿元用于建设 20GW 单晶拉棒及切片项目。按照目前单 GW 约 2 亿元的设备投资额估算，将带来约 40 亿元的单晶炉、切片机倒角机磨片机、抛光机等设备采购额。

公司凭借较强的产品实力，积累了较好的客户资源，和中环股份、晶科能源、晶澳科技等多家行业领先企业均建立了长期深入的合作关系。2019 年公司新接订单合计 39.1 亿元，其中晶科能源 12.4 亿元，中环协鑫 14.2 亿元，上机数控 5.5 亿元，晶澳等其他订单合计 5 亿元，来自中环的光伏设备订单连续三年超 10 亿。在除了隆基以外的单晶炉市场需求上，晶盛机电占据了 90%的份额，总体市占率约 50-60%，是行业内的主力供应商。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

此前受限于晶澳产能增长缓慢，公司来源于晶澳的订单每年不超过 5 亿元，此次晶澳大规模扩产有望为晶盛机电带来可观的设备采购订单，贡献超预期的业绩增长。

平价渐进+单晶渗透提升，光伏硅片产能持续超预期兑现

2020 年光伏建设规模超市场预期，平价上网进程有望加速。8 月 10 日发改委公布 2020 年光伏发电平价上网项目装机规模已达 3305 万千瓦，考虑到为争取补贴，Q4 抢装将继续带来大规模新增装机。我们预计 2020 年全球新增装机达 125GW，国内新增装机达 45GW。

下游光伏硅片的新产能周期逻辑不受疫情影响持续兑现。一方面增量的平价上网项目将对硅片需求形成提振；另一方面单晶渗透率不断提升，预计未来两年单晶渗透率将从目前 50-60%提升至 80-90%。叠加光伏硅片行业迎来新一轮涨价潮，行业将迎来新一轮扩产周期。晶盛机电作为国内单晶生长设备龙头，将深度受益于扩产周期及单晶渗透提升带来的设备需求。

光伏 210 大硅片产业化加速，技术迭代打开设备空间

12 寸大硅片新技术将拉长硅片设备需求的景气周期，晶盛机电作为唯一的 12 寸设备提供商将最为受益，预计未来三年光伏新增订单超过 100 亿元。根据我们的草根调研，电池片环节的设备厂商，针对 12 寸大硅片为原材料的电池片生产设备进行了新产品的研发，各类型产品已出样和均在客户验证周期中，预计整个 12 寸大硅片的推广会持续超预期，未来光伏硅片大尺寸+低成本的行业发展路径清晰明确。产业升级导致行业内强者更强，订单向龙头企业集中，晶盛机电将显著受益。

中环半导体硅片项目进展顺利，半导体设备订单加速落地

中环半导体硅片产能扩张持续推进，核心设备商有望受益。截至 7 月 15 日，中环半导体硅片已实现 8 寸产能 50 万片/月，2021 年预计达 70 万片/月；12 寸宜兴线 8 月通线，年内可实现产能 5-10 万片/月，2021 年实现 15 万片/月。从中环领先中标情况来看，宜兴项目设备采购稳步推进，项目达产前将持续释放订单。此外，中环领先大硅片项目获核准，拟投资 45 亿元实现 75 万片/月 8 寸产能和 15 万片/月 12 寸产能。晶盛机电作为核心设备商且持有中环领先 10%股份，预计在扩产中将优先获得订单。按中性假设下晶盛机电设备占中环定增项目总采购量的 60%，预计带来每年 10.8 亿元设备订单。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年净利润分别为 8.7/11.9/16 亿，对应 PE 分别为 36/26/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游扩产进度低于预期，半导体业务进展不及预期

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

药明康德（603259）：逆势增长凸显核心优势，全面布局未来可期

投资要点

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 72.31 亿元，同比增长 22.68%；实现归母净利润 17.17 亿元，同比增长 62.49%；扣非归母净利润 11.31 亿，同比增长 13.91%；经调整 Non-IFRS 净利润 15.19 亿元，同比增长 28.85%；经营性现金流净额 14.36 亿元，同比增长 46.47%。

核心优势持续发力，中国区业务快速复苏。疫情影响下，公司 Q1 业务受到一定影响，Q2 单季度营业收入和归母净利润分别同比增长 29.41%和 110.97%，较 Q1 加速。分业务板块看，上半年，1）公司中国区实验室服务收入 37.80 亿，同比增长 26.47%。受益临床前 CRO 核心业务优势及细胞和基因治疗产品 CDMO 服务的丰富经验，公司新客户数量与在手订单均不断增长；2）CDMO/CMO 收入 21.62 亿元，同比增长 25.83%。旗下合全药业充分发挥工艺开发技术优势，不断为公司带来新的临床后期及商业化阶段项目并扩大产能；3）美国区实验室服务受疫情影响，收入 7.82 亿元，同比增长放缓至 10.12%，但公司抓住机遇，获得异体细胞疗法生产项目，并在医疗器械检测服务收入上取得突破，预计未来板块收入将迅速恢复；4）临床研究及其他 CRO 服务收入 5.00 亿元，同比增长 5.92%，Q2 疫情得到控制后，预计板块收入将提速。

逆势扩张彰显龙头实力，未来业绩可期。上半年，公司各业务板块毛利率均有下降，综合毛利率 36.90%同比降低 1.88 个百分点，主要系 Q1 疫情影响及公司加大对关键人才激励。费用率方面，销售费用率 3.80%，同比小幅增加 0.26 个百分点；管理费用率 11.27%，同比减少 4 个百分点，主要系股权激励计划费用分摊等影响；研发费用率 4.61%，同比增加 0.48 个百分点，主要系公司加大对 DNA 编码化合物库、药物发现平台等研发投入所致。公司逆势扩张导致利润短期承压，但上半年净利率 23.89%，同比增长 5.14 个百分点，主要系公司持有的 JWCayman 股份转为以公允价值计量且其变动计入当期损益所确认的投资收益 3.5 亿元。未来公司更多项目进入收获期，业绩有望加速兑现。

一体化布局持续升级，规模效应+海外转移释放增长空间。公司“一体化、端到端”研发平台的优势逐步加强。在 CRO 传统优势基础上，公司于 7 月 29 日发布定增计划，扩大 CDMO/CMO 产能建设，满足快速业务增长需求。规模效应下，公司有望充分享受全球 CXO 产业向中国转移的红利。受益疫情推动，中国区海外订单有望持续增加，释放增长空间。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 28.30 亿、36.21 亿和 44.97 亿元，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.19 元、1.52 元和 1.89 元，对应 PE 估值分别为 90 倍、70 倍、57 倍。考虑到公司是 CXO 龙头企业，未来三年复合增速高达 31%，维持“买入”评级。

风险提示：创新研发收益低于预期；汇兑损益风险；投资收益低于预期。

（证券分析师：朱国广）

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