东吴证券晨会纪要

2020 年 08 月 07 日

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

宏观策略

宏观专题报告：三季度出口会持续超预期吗？——来自防疫物资出口的线索

海外疫情反复将使得全球防疫物资需求持续高企，从而有利中国防疫物资出口。从疫情爆发以来的演变可以判断全球对抗疫情仍是一个漫长而困难的过程，医用防疫物资的全球性需求仍将较长时间维持在高位。综合我国出口防疫物资与新增确诊病例数之间的滞后关系，以及 6-7 月主要国家新增确诊病例环比上升，可以推测 7-8 月国内防疫物资出口同比大概率会再次超预期，这也将支撑三季度中国出口持续强劲。

策略点评：黄金还能上车吗？一些风险信号

进入 10 月后警惕金价快速下行的风险

1. 债券信用利差已经下降

美联储承诺为市场保持充裕的流动性，高收益债券信用利差持续走低，表明市场对风险和不确定性的担忧有所明显减弱。

2. 黄金 ETF 的流入量已创新高

截至 7 月 24 日，全球黄金 ETF 净流入 865 吨（约 470 亿美元），远远高于 2009 年 646 吨和 2016 年 230 亿美元的高峰水平。

3. 过去负利率债券规模与黄金期货持仓上升期间黄金涨幅最高为 30%

4. 历次疫情后，黄金涨幅最高为 34%

本次在大选、疫情和美联储扩表的影响下，我们判断黄金还有约 10%的上行空间，全年上涨幅度在 45%以内。

固收金工

固收点评：鸡蛋现货价格 7 月飙升，短期仍有上涨空间

供应端来看，8 月份新开产蛋鸡主要是 3、4 月补栏的鸡苗，随着 3-4 月疫情有所缓解，补栏量有所回升，但是蛋鸡养殖当时仍然处于亏损状态，补栏数量有限。淘汰鸡方面，目前淘汰鸡价格上涨趋势明显，8 月份淘鸡数量或有所增加，但是由于 5-6 月已经有过一波集中淘汰，因此 450 日龄以上的老鸡存栏占比不大。从补栏量和淘鸡量来看，供应量仍存在压力。另外，盛夏高温期将维持一段时间，蛋鸡产蛋率预计将维持低位。需求端来看，由于 8 月底学校开学，加上中秋节、国庆节双节来临，商家需要提前备货，三季度是鸡蛋的传统旺季，季节性需求因素将支撑鸡蛋价格上涨。鸡蛋价格仍有上涨空间，届时将拉动 CPI 上升。

行业

电气设备与新能源行业点评：政策驱动+季末冲量，欧洲单月创新高，大超预期

电动车国内比亚迪汉、宝马 iX3、蔚来 EC5、小鹏 P7 等陆续上市成为新亮点，车企 8 月排产大增，为金九银十及年底冲量准备，全年预期 130 万左右，下半年增长约 50%，8 月中游环

比继续 20-30%，拐点明显；海外 Tesla Q2 继销量超预期后业绩靓丽，LG 化学 Q2 利润超预期，今年海外 140-150 万，同增 35-45%，欧洲强刺激之下超预期今年预计超 100 万，同增近 100%，全球电动化大趋势明确，Q3 国内外拐点高增长开始，龙头 Q3 业绩恢复增长且持续向好，强烈推荐特斯拉和欧洲供应链龙头。欧洲政策强刺激，销量持续超预期；国内销量、排产、业绩三重拐点来临；特斯拉引领全球电动化浪潮，强烈看好电动化大趋势。

食品饮料：健康意识凸显，本土品牌崛起

白酒：厂家“新营销”方式加速触网。液态奶：伊利、光明保持强势增长，低温奶维持高增。

推荐个股及其他点评

克来机电（603960）：电动车热泵获突破，将受益于大众 MEB 放量

盈利预测与投资评级

考虑到大众 MEB 上海工厂量产或将带动上海众源 CO2 空调管路放量，以及汽车行业投资整体回暖，汽车电子自动化需求有望景气，我们上调公司业绩预测，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.6/2.1/2.7 亿，对应 PE 分别为 79/59/45 倍，维持“增持”评级。

风险提示：新业务拓展不及预期；下游汽车行业投资不及预期。

宏观策略

宏观专题报告：三季度出口会持续超预期吗？——来自防疫物资出口的线索

观点

当前在新冠疫情的蔓延下，中国和越南是全球仅有的两个出口超预期的国家。而正如我们上一篇报告所述，中国和越南又恰好是当前全球仅有的两个存在正的供需缺口（供给的修复快于需求）的国家，因此在其他国家仍处于负的供需缺口的局面下，出口获得了非同寻常的支撑。二季度中国、越南出口同比分别为 0.1%/-6%，位列全球前二。

中国出口何以领先同样具有正的供需缺口的越南？如果剔除防疫相关的物资出口，二季度中国的出口增速（-7%）与越南（-6%）相当。可见同为正的供需缺口的国家，中国出口强于越南出口正源于防疫物资出口高增长，其为中国出口贡献了额外的 7 个百分点，使得中国成为全球唯一一个在二季度出口正增长的国家。

防疫物资出口的高增并非全球普遍现象，只有中国在突发疫情后向全球输送了巨额防疫物资。2019 年中国防疫物资出口仅排在全球第四位（图 4）。但随着新冠疫情的爆发，2020 年 3-5 月中国防疫物资出口占全球的份额从 2019 年的 7.2%升至 23.8%，排名也从第四跃升至第一。与中国相比，疫情后其他一些国家（如瑞士）的防疫物资出口虽然也有增长，但在全球市场份额的提升上则微不足道。

我们认为，中国防疫物资出口领冠全球主要依赖于以下两大支撑：

一是海外疫情爆发的此起彼伏。随着制造业复工、居民活动恢复，当前美国、巴西、印度等国疫情二次抬头，7 月份除中国、英国外，全球主要国家新增确诊病例环比再次陷入恶化。中国对他国防疫出口增速的变化，要滞后于该国新增确诊病例的变化大约一个月，因此疫情的反复决定了我国防疫物资出口的需求将长期维持在高位。

二是新冠疫情的全球蔓延暴露了各国对中国药物进口的依赖。中国是国际活性原料药市场的最大供应国，每年产量约占全球 20%；若仅考虑仿制药和非处方药，中国生产的药物活性成分占全球总使用量的近 40%；从国家来看，美、印、俄等国均对中国药物进口有较大程度的依赖。

从防疫物资出口看三季度中国出口前景：

首先，海外疫情反复将使得全球防疫物资需求持续高企，从而有利中国防疫物资出口。从疫情爆发以来的演变可以判断全球对抗疫情仍是一个漫长而困难的过程，医用防疫物资的全球性需求仍将较长时间维持在高位。综合我国出口防疫物资与新增确诊病例数之间的滞后关系，以及 6-7 月主要国家新增确诊病例环比上升，可以推测 7-8 月国内防疫物资出口同比大概率会再次超预期，这也将支撑三季度中国出口持续强劲。

其次，其他国家未来可能减弱对中国药物的进口依赖，但这短期内对中国防疫物资出口影响不大。实际上“制造业回流”的观点从很早前就在欧美流行，若这一战略真正得到落实，无疑将使中国防疫物资出口需求受损。但我们认为全球药物供应链复杂，各国摆脱对中国药物的依赖将是一个缓慢的过程，该因素短期内对中国防疫物资出口的影响不大。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

综上，考虑到三季度海外疫情的不同演变路径，预计三季度我国防疫物资出口增速在 134%~320%之间，其对出口的拉动在 3%~7.1%之间。

风险提示：国内疫情二次爆发、中美地缘政治风险

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

策略点评：黄金还能上车吗？一些风险信号

事件

我们认为，三季度内黄金价格将延续上涨走势，预计有 10%左右空间，但应该开始警惕进入四季度后的下行风险。

观点

金价还有一定空间：与 2009 年-2011 年美联储扩表期间的单边上涨相比，金价的上涨尚未达到当年翻倍的水平。从滚动 3 个月和一年的涨幅来看，并未超过 2006-2011 年期间出现的滚动涨幅峰值水平。

9 月继续上涨的动力：

1.全球负利率债券规模上升速度加快，持有黄金的机会成本降低

在全球负利率债券规模于 7 月达到 15.5 万亿美元、且 3 月以来快速上升的情况下，持有黄金的机会成本在快速走低。黄金价格与负利率债券规模走势呈现出明显的正相关性。在三季度全球经济尚未从疫情中恢复、且负利率难以戒除的环境下，稳定性资产的稀缺将继续为黄金增添吸引力。

2.大选不确定性与季节性因素推升黄金价格

黄金价格在选举年的 9-10 月期间平均表现最好。由于总统辩论于 9 月举行，往往会对市场情绪造成较大影响，推升黄金价格。9 月前财政刺激大幅退出的概率也较小。此外，由于黄金需求最大的经济体印度的婚庆季节到来，黄金的消费需求在经历一二季度的低迷后，有望于 9 月开始恢复。

进入 10 月后警惕金价快速下行的风险

1.债券信用利差已经下降

美联储承诺为市场保持充裕的流动性，高收益债券信用利差持续走低，表明市场对风险和不确定性的担忧有所明显减弱。随着全球经济逐步回到正轨，资金流入高收益资产，将弱化安全资产的回报率。

2.黄金 ETF 的流入量已创新高

2020 年截至 7 月 24 日，全球黄金 ETF 净流入 865 吨（约 470 亿美元），远远高于 2009 年 646 吨和 2016 年 230 亿美元的高峰水平。今年一二季度，全球对黄金的投资需求也大幅超过了饰品需求，从历史来看，2010 年以来这一趋势从未维持超过一个季度。在近期市场避险情绪没有明显上升的情况下，需要警惕接下来增量资金减弱、甚至流出的风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.过去负利率债券规模与黄金期货持仓上升期间黄金涨幅最高为 30%

虽然全球负利率规模再次上升，黄金期货持仓也处在较高位置，为黄金提供一定上涨动力，但回顾 2018-2019 年负利率债券规模走高和 2015-2016 年期货持仓高峰期间，黄金的最大上涨幅度均为 30%左右。

4.历次疫情后，黄金涨幅最高为 34%

SARS 疫情爆发后一年内最高涨幅为 28%，H1N1 爆发后一年内最高涨幅为 34%，Zika 爆发后一年内最高涨幅为 25%。其中 H1N1 爆发期间的黄金涨幅也受到美国 QE 的较大影响。本次在大选、疫情和美联储扩表的影响下，我们判断黄金还有约 10%的上行空间，全年上涨幅度在 45%以内。

黄金股的走势特征，更像黄金，还是更像股票？

东吴金工通过对 2004-2019 年 Wind 黄金指数的走势分析，得出结论，伦敦金现的月度涨跌对黄金指数涨跌的解释度为 0.20；股市的月度涨跌，对黄金指数涨跌的解释度为 0.39。总的来说，黄金股的股票属性超过黄金。

风险提示：美国财政刺激计划出现变化，未能如期扩张资产负债表。受疫情影响，黄金消费需求大幅下行。

（证券分析师：陈李　研究助理：冯涵若）

固收金工

固收点评：鸡蛋现货价格 7 月飙升，短期仍有上涨空间

事件

根据农村农业部数据，截至 8 月 4 日，鸡蛋批发价格为 8.63 元/公斤，和 7 月 1 日 6.34 元/公斤的批发价格相比，涨幅达 36.1%。另外，根据鸡蛋信息网发布的主要产地的最新鸡蛋价格信息，山东、辽宁、湖北、江苏、河南和河北地区的鸡蛋平均价格从七月初 2.37 元/斤飙升至 3.87 元/斤，上涨 63.3%。

观点

蛋鸡产能不足：一般来说，一个完整的蛋鸡的生长周期大概是 520 天，育雏期（120 天左右，不产蛋）之后经历初产期（15 天左右）、高产期（180 天左右）、低产期（100 天左右），最后淘汰。上半年受新冠疫情和消费低迷的影响，鸡蛋价格大幅下跌，蛋鸡养殖户处于亏损状态，因此一季度补栏量少影响目前蛋鸡存栏量，导致新开产的蛋鸡数量减少。同时老鸡在 5-6 月被集中淘汰，进一步削减了鸡蛋目前的供应量。除了上半年鸡蛋价格大跌对存栏量带来的冲击之外，7 月份全国各地陆续开始高温天气，蛋鸡进入休歇状态，产蛋率较春天有所下滑，这也造成了鸡蛋的供应量不足。从蛋鸡饲料角度来看，玉米作为主要饲料，近期上涨趋势明显，以锦州港黄玉米平舱价为例，从 6 月初的 2070 元/吨上涨到目前的 2350 元/吨，饲料价格的攀升进一步推高了鸡蛋的供应价格。

鸡蛋需求量回升：今年上半年受新冠肺炎疫情的影响，鸡蛋消费低迷，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

随着国内的疫情得到全面控制，各行各业复工复产持续推进，务工人员的增加和餐饮行业的回暖都有效提升了对鸡蛋的需求。同时，南方梅雨季节时雨水较多，鸡蛋在运输途中容易变质，随着各地在 7 月中旬陆续出梅，经销商的采购积极性回升，需求回暖。另外，受非洲猪瘟影响，我国猪肉价格自去年起上升明显，猪肉价格维持在高位，今年 6 月以来，猪肉的平均批发价从 38.76 元/公斤上涨至 48.30 元/公斤，今年 CPI：猪肉累计同比达 104.3%。由于猪肉价格的高位运行，消费者对蛋白质的需求将会有一部分转移到鸡蛋上，鸡蛋价格因为替代效应而走高。

今年 1-6 月蛋类价格当月环比均保持负值，6 月蛋类价格环比下降 3.7%，同比下降-13.6%，1-4 月累计同比下跌 4%。在我们 5/20 发布的《鸡蛋期货创新低，萎靡趋势会持续》一文中，曾预测由于疫情影响，鸡苗培育不足，鸡蛋会出现短暂断档现象。加上炎热天气和季节性消费大月的影响，蛋类价格在 7-8 月左右会有大幅增长趋势。展望后期：从供应端来看，8 月份新开产蛋鸡主要是 3、4 月补栏的鸡苗，今年 2 月国内疫情处于蔓延期时养殖户补栏意愿不强烈，随着 3-4 月疫情有所缓解，补栏量有所回升，但是蛋鸡养殖当时仍然处于亏损状态，补栏数量有限。淘汰鸡方面，目前淘汰鸡价格上涨趋势明显，8 月份淘鸡数量或有所增加，但是由于 5-6 月已经有过一波集中淘汰，因此 450 日龄以上的老鸡存栏占比不大。从补栏量和淘鸡量来看，供应量波动不大，仍存在压力。另外，盛夏高温期仍将维持一段时间，蛋鸡产蛋率预计将维持低位。从需求端来看，由于 8 月底学校开学，加上中秋节、国庆节双节来临，商家需要提前备货，三季度是鸡蛋的传统旺季，季节性需求因素将支撑鸡蛋价格上涨。8-9 月鸡蛋价格仍有上涨空间，届时将拉动 CPI 上升，长期来看，蛋鸡存栏量和往年相比较高，因此预计涨幅有限。

风险提示：供应量超预期上涨，需求回升乏力。

（证券分析师：李勇）

行业

电气设备与新能源行业点评：政策驱动+季末冲量，欧洲单月创新高，大超预期

投资要点

6 月欧洲销量 8.2 万辆，同环比+80%/+90%，单月历史新高，大超预期。6 月海外新能源车销 10.58 万辆，环比提升 69%，同比增加 28%，其中欧洲 6 月销 8.22 万辆，同比增加 80%，环比增加 90%，单月历史新高，大超预期。今年 1-6 月全球电动车销量为 87.8 万辆，同比减少 12%，其中国内销量为 32.9 万辆，同比减少 42%，欧洲市场累计销量达 38.15 万辆，同比大增 60%。

欧洲增量主要来自德法英，补贴政策立竿见影，7 月将全面体现。6 月欧洲共销售 8.22 万辆，同环比+80%/+90%，新能源渗透率 6.03%，同比增 3.33pct。其中德国 6 月销售 2.14 万辆，同比大增 170%，环比增 46%，是欧洲市场主要增量来源，渗透率 9.71%。法国受益于新补贴政策开始实施，6 月销 2.03 万辆，环比大增 177%，同比增 216%，渗透率 7.1%。英国终端市场开始恢复，销量翻倍增长，6 月销 1.33 万辆，环比大增 329%，同比增加 202%，渗透率 7.61%。挪威（7539 辆，同环比-

请务必阅读正文之后的免责声明部分

15%/+45%）、瑞典（5884 辆，同环比+72%/+99%）。

Tesla 上半年销 17.29 万辆，中国市场贡献巨大。6 月特斯拉全球共销售 3.6 万辆，同环比+17%/+56%，Marklines 口径 Q2 销售 7.22 万辆，1-6 月累计销售 17.29 万辆，同比增 15%。6 月中国市场销 1.50 万辆，同环比大幅增长+162%/+35%，占总销量比重 42%，上半年中国累计销售 4.64 万辆，同比大增 188%。新车型 ModelY 产能爬坡，美国销量起量，6 月交付 1506 辆，环比增 397%，20 年 1-6 月累计销 3021 辆。

分车企看，特斯拉海外销量仍居首位，大众稳居第二，PSA、吉利销量快速增长。6 月海外市场特斯拉销量 2.09 万辆，同环比-32%/+76%，保持销量首位。大众 6 月海外销量 1.61 万辆，同环比+179%/+56%，居第二位。雷诺日产（1.45 万辆，同比+23%）、现代起亚（1.06 万辆，同比 27%）、宝马（0.82 万辆，同比+14%）分别位居第 3-5 位。另外，PSA 增速亮眼，受益于标致 208、标致 3008 销量恢复，6 月销售 7853 辆，同环比+1779%/+115%。吉利受益于沃尔沃 XC60、XC90、XC40 起量，6 月共销 7868 辆，同环比+119%/+372%。总体上半年的车型放量还是来自油改电车型（PSA 多款、大众 golf 等）以及 A00/A0 级新款车型（ZOE、Leaf、Niro 等升级版）。

LG 上半年装机同比逆势增长，宁德时代出口回暖。6 月海外电池需求回暖，装机电量 4.69Gwh，同比+16%，环比+65%，1-6 月海外累计装机电量 23.02Gwh，同比增长 17%。其中，LG6 月装机共 2.20Gwh，同环比+94%/+46%，1-6 月装机电量合计 10.11Gwh，同比大幅增长 71%。松下 6 月装机 1.79Gwh，同环比-25%/+98%，1-6 月累计装机电量约为 8.99Gwh，同比-15%；三星 6 月装机电量为 0.27Gwh，同环比+20%/+51%，1-6 月累计 1.53Gwh，同比增长 12%。随着 6 月 PSA 海外销量回暖，宁德海外装机电量提升至 0.18Gwh，环比大增 152%，1-6 月装机电量累计 0.81Gwh。

风险提示

政策不达预期，销量不达预期，价格降幅超预期

（证券分析师：曾朵红）

食品饮料：健康意识凸显，本土品牌崛起

投资要点

酒水：1）白酒：厂家“新营销”方式加速触网。2020 年 7 月，阿里线上渠道白酒销售额 4.59 亿元，同比+113.22%。分品牌看，茅台、泸州老窖、五粮液市占率分别为 24.2/4.1/6.1%。2）啤酒：青啤延续线上强势表现。阿里线上渠道啤酒销售额 1.86 亿元，同比+11.18%。分品牌看，青岛、百威、哈尔滨销售额排名前三，市占率分别为 13.5/9.9/7.8%。

乳制品：1）液态奶：伊利、光明保持强势增长，低温奶维持高增。2020 年 7 月，阿里线上渠道液态奶销售额 12 亿元，同比+75%，伊利、蒙牛、光明销售额分别为 2.38/1.02/0.04 亿元，同比+89/-13/+85%，市占率分别为 19.8/8.5/5.0%，对应 6 月市占率环比-3.5/-3.0/-0.4pct。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 1.14/0.32 亿元，同比+95/40%。3）奶粉（婴幼儿）：国产品牌崛起，飞鹤维持高增长。婴幼儿奶粉销售额 8.15 亿元，同比+26.5%；分品牌看，爱他美、飞鹤、美素佳儿销售额分别为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

0.43 亿元，同比+24/132/-3.85%。

膳食营养补充剂：健康意识助推消费，本土品牌增长提速。7 月，阿里线上渠道膳食营养补充剂销售额 22.02 亿元，同比+46.91%；其中本土膳食营养补充剂销售额 12.50 亿元，同比+56%。分品牌看，汤臣倍健、Swisse、姿美堂 7 月销售额分别为 1.73/0.95/0.59 亿元，同比+46.83/+34.85/-22.41%，市占率分别为 7.87/4.3/2.7%，对应 6 月市占率环比 0.8/-1.4/0.4pct。

休闲食品：高基数下产生波动，直播带货导致分流。7 月，阿里线上渠道休闲食品销售额 50.25 亿元，同比+7.84%。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 3.37/2.54/1.96 亿元，同比-57/-23/-42%，市占率分别为 6.7/5.0/3.9%。龙头增速波动预计主要是 1 直播带货兴起，中小品牌有一定的分流；2）非阿里渠道分流；4）去年同期高基数，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，日常调味料加速。7 月，阿里线上渠道调味品销售额 5.06 亿元，同比+38%。其中日常调味品销售额 1.39 亿元，同比+3.8%；复合调味料销售额 3.68 亿元，同比+58%。分品牌看，海底捞、海天、千禾、好人家（天味）销售额分别为 0.13/0.26/0.09/0.05 亿元，同比+46/91/19/9%；市占率分别为 2.6/5.1/1.7/1.0%，对应 6 月市占率环比-0.26/-2.49/-1.91/-0.46pct。酵母需求有所回落，仍保持较高水平，7 月安琪酵母销售额 723 万元，同比+41.00%。

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）

推荐个股及其他点评

克来机电（603960）：电动车热泵获突破，将受益于大众 MEB 放量

投资要点

定增助力上海众源扩产，有望受益国六标准普及+电动车空调系统发展

2018 年 3 月，公司通过控股子公司克来凯盈（公司持股 65%）收购的上海众源 100%股权，收购后公司间接持有众源 65%股权。2019/12/31 公司发布公告称，计划以发行股份及支付现金的方式购买克来凯盈剩余 35%股权，完成后公司将间接持有众源 100%股权。上海众源已经连续多年给一汽大众、上汽大众旗下的发动机厂供应发动机管路，是大众燃油分配器一级供应商。

2020 年 1 月公司发布公告，拟定增募资不超过 5,000 万元用于上海众源“国六 b 汽车发动机 EA888 高压燃油分配管制造及新能源车用二氧化碳空调管路组装项目”，投产后预计新增高压燃油分配器 120 万套/年，二氧化碳空调管 5 万套/年。高压燃油分配器：19 年 7 月起国六已在部分地区提前实施，20 年起将全面实施，上海众源是国内大众系燃油分配器的主要供应商，产品将受益国五标准升国六迎来量价齐升。CO2 空调管路：上海众源是国内少数掌握 CO2 空调管路技术的企业，在新能源车空

请务必阅读正文之后的免责声明部分

调领域的研发投入较大，众源与大众深度绑定合作，我们预计众源未来也有望成为大众 MEB 空调领域的主供应商，将受益大众 MEB 平台车型销量爬坡。

大众等主流车企引领电动化大趋势，汽车电子将迎长期景气

长期来看，整车企业正在加速布局电动化，以大众为代表的车企巨头电动化平台车型将密集推出。大众提出截止至 2029 年:（1）规划推出 75 款纯电动车与 60 款混合动力车;（2）规划累计销售 2600 万辆纯电动车，其中约 2,000 万辆来自于 MEB 平台。大众 MEB 上海新能源工厂已于 19 年 11 月正式落成，首款车型有望在 20 年 10 月实现量产。

MEB 平台即“电动车模块化平台”，是大众为了缩短新能源汽车的开发和生产周期、降低成本，打造的通用化零部件和总成生产平台，围绕电池组进行底盘和车身、动力传动单元和附属零件的架构，该平台具有极强的扩展性，可打造不同车身轴距。MEB 电池包能量密度高但重量轻，其铝制材料可以采用方形模组和软包模组，热管理系统集成在电池包底部，且集成了监控每个模组的电压电流以及电池平衡的 BMC（电池监测回路）以及 CMC(动力电池单体控制)，对电池 PACK 设备具有较高的要求。

MEB 基础版电动车原材料成本约为 15 万元人民币，以至 2025 年累计销售 600 万辆测算，至 2025 年 MEB 电动车产业链市场空间达 9,000 亿，其中上海众源布局的空调管路属于热管理系统，以成本占比 5-7%测算，大众 MEB 平台电动车热管理系统市场空间达 450-630 亿元。

至 2025 年，大众、奔驰、宝马等巨头将实现 15-25%电动化率目标，全球电动化率有望提升至 16-20%左右，而目前全球电动化率仅 3%左右，电动化大趋势具备高确定性。

电动汽车三电系统占比高，车身控制、车载系统均能实现电子化，纯电动车电子化率能够达到接近 70%，远高于传统燃油车，随着未来电动汽车销量快速释放，汽车电子渗透率也将提升，迎来需求长期景气。

汽车行业投资有望跟随制造业回暖，公司扩产汽车电子自动化生产线或迎需求高峰

国内疫情已得到有效控制，制造业投资正在稳步复苏。统计局数据显示，7 月 PMI 数据 51.1，环比+0.2pct，连续 5 个月位于荣枯线以上；6 月工业机器人产量 2.08 万台，同比增长 29.2%，单月产量创历史新高，工业自动化基本面不断在改善。今年 Q1 受疫情影响汽车行业接近停摆，公司主要依靠快周转的口罩机设备订单支撑了业绩增长，Q2 汽车业务逐步恢复，我们预计随着制造业整体复苏，Q3 开始汽车行业投资也有望迎来回暖，公司 20H2 业绩增长有保障。

2019 年 12 月公司发行 1.8 亿可转债，募集资金全部用于智能制造生产线扩建项目，投产后公司将新增五大类柔性自动化生产线及新能源汽车驱动电机疲劳老化测试系统成套设备，将有效缓解产能瓶颈，预计为公司带来每年 2 亿的新增收入。本次扩产或迎需求大年，产能有望快速消化。

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

考虑到大众 MEB 上海工厂量产或将带动上海众源 CO2 空调管路放量，以及汽车行业投资整体回暖，汽车电子自动化需求有望景气，我们上调公司业绩预测，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.6/2.1/2.7 亿，对应 PE 分别为 79/59/45 倍，维持“增持”评级。

风险提示：新业务拓展不及预期；下游汽车行业投资不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双）

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