东吴证券晨会纪要

2020 年 07 月 30 日

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

宏观策略

策略点评：黄金还能继续牛吗？

三季度黄金价格的上行趋势将有所持续：近日贵金属价格的波动反映出，市场对美国经济和美元后续的走势判断存在冲突和不确定性。近几天美元的大幅下跌，主要原因是美国加州等地区新冠确诊数量激增，以及白宫和国会在批准最新刺激方案方面陷入僵局。但是由于投资者倾向于等待星期三美联储 7 月会议的政策决定，因此抛售美元的行为在星期二有所缓解。我们认为后续美元将会延续走弱的趋势。在包括美元贬值在内的多重催化因素下，三季度黄金价格的上行趋势将有所持续。

固收金工

固收点评：摊余成本法定开债基点评：平滑产品净值与收益，预计下半年发行量提升

2018 年 4 月 27 日，人民银行、银保监会、证监会、外管局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，俗称“资管新规”。同年 7 月 20 日，银保监会、央行、证监会接连出台资管新规实施细则。2019 年 5 月 21 日，资管新规后第一只摊余成本法债基“南方恒庆一年定开 A”成立，募集规模超 60 亿。截止 2020 年 7 月 22 日，共有 119 只摊余成本法债基成立，自从 2019 年 11 月爆发式增长后，在今年 7 月又呈现出一波发行高潮。风险提示：监管政策变化存在不确定性，市场利率变动不确定性。

行业

汽车行业深度报告：座舱第三屏 HUD，赋能驾驶新体验

2025 年 245 亿 HUD 行业市场红利受益者：1）国内老牌汽车电子制造业龙头，HUD 行业领先企业【华阳集团】。2）供给 HUD 光学反射成像专用汽车前挡风玻璃专利到期，成本下将，HUD 量产，ARHUD 发展有望拓宽市场，量价齐升，受益标的【福耀玻璃】。

推荐个股及其他点评

贵州茅台（600519）：时间过半任务过半，核心资产稳健前行

盈利预测与投资评级：我们预计 20-22 年公司收入达 996/1169/1349 亿，同比增长 12%/17%/15%；归母净利润达 471/562/660 亿，同比增长 14%/19%/18%；对应 PE 分别为 45/37/32X，维持“买入”评级。

宏观策略

策略点评：黄金还能继续牛吗？

事件

三季度黄金价格的上行趋势将有所持续：近日贵金属价格的波动反映出，市场对美国经济和美元后续的走势判断存在冲突和不确定性。近几天美元的大幅下跌，主要原因是美国加州等地区新冠确诊数量激增，以及白宫和国会在批准最新刺激方案方面陷入僵局。但是由于投资者倾向于等待星期三美联储 7 月会议的政策决定，因此抛售美元的行为在星期二有所缓解。我们认为后续美元将会延续走弱的趋势。在包括美元贬值在内的多重催化因素下，三季度黄金价格的上行趋势将有所持续。

观点

美元贬值压力加剧，带来黄金价格上行：我们认为，三季度美联储资产负债表仍将回升。流动性工具方面，虽然美联储退出回购，但是由于 HEROESAct 即将出台，同时共和党将在下星期公布约 1 万亿美元的最新纾困计划，预计 PayrollProtectionProgram 等流动性工具仍将进一步扩张。本次美联储的扩表幅度和垃圾资产购买规模即使是 2008 年金融危机后也从未出现过，预计将对美元信用造成一定负面影响。此外，随着美联储快速降息、全球流动性紧缩缓解，美联储货币互换规模也跟随下降，从而减少 5 月前支持美元上行的动力。

美国经济信心低迷，带来黄金价格上行：美元指数与消费者信心的走势关系紧密。由于 7 月美国疫情反复，密歇根消费者信心指数在 6 月短暂回升至 72 后再度下滑至 66 的历史低位。这也预示着美国的经济前景可能存在较高的下行风险，进一步加剧美元贬值压力。

债券吸引力下行，带来黄金价格上行：从长远来看，贵金属有望被视为比债券更好的对抗通胀的方式。美联储明确表示，2022 年前都将会把联邦基金目标利率保持在 0%-0.25%的范围，预计在未来 2.5 年内，美债收益率仍将处于历史低位，这使得黄金成为追逐稳定收益投资者比债券更优的选择。因此，黄金价格与十年期美债真实收益率几乎呈现出完美的负向关系。美联储 7 月会议将于 29 日举行，尽管市场预计联邦基金目标利率不会有任何变化，但美联储是否会启用更多政策工具，例如收益率曲线控制，将会是市场重要的关注点，可能将进一步推高金价。

流动性行情带来黄金价格上行：美联储通过 QE 积极向金融体系注入大量流动性，在初期往往会为大宗商品带来流动性行情。金融危机后，从 2009 年年中到 2011 年年中，黄金和白银价格在大约两年的时间里快速上升。黄金价格从 2009 年 7 月中旬的每盎司 900 美元涨逾一倍，至每盎司约 1900 美元的高点。整体来看，在美国经济回归正常轨道，美联储宣布流动性宽松结束后，金价才会失去上涨动力。

疫情冲击贵金属供应，带来黄金价格上行：供求关系的紧张预计也将推动贵金属价格上涨。新冠疫情已经导致全球各地的多个矿场被迫关闭。拉美地区受到的影响最大——秘鲁、智利和墨西哥是全球矿业收入风险最高的三个国家。截至 6 月末，全球受影响的采掘项目总收入超过 88.3 亿美元，受冲击最大的矿业商品是金、银和铜。若全球更多矿场因疫情关闭，将使贵金属供给明显下滑，为商品价格上涨提供动力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

黄金投资：投资黄金的方式较多，主要包括现货黄金、黄金股、纸黄金、黄金 ETF 等。上海金 ETF（如上海金 ETF 基金 518680）具有交易便捷、手续费低、有实物黄金支持等优点，是黄金投资较好选择。

风险提示：美联储扩表幅度不及预期，美元后续走强。新兴市场疫情好转，黄金供给快速恢复。经济环境的严重恶化，无论是大宗商品整体，还是避险资产黄金，都无法逃脱受经济影响而下跌的风险。

（证券分析师：陈李　研究助理：冯涵若）

固收金工

固收点评：摊余成本法定开债基点评：平滑产品净值与收益，预计下半年发行量提升

事件

摊余成本法定开债基：2018 年 4 月 27 日，人民银行、银保监会、证监会、外管局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，俗称“资管新规”。同年 7 月 20 日，银保监会、央行、证监会接连出台资管新规实施细则。2019 年 5 月 21 日，资管新规后第一只摊余成本法债基“南方恒庆一年定开 A”成立，募集规模超 60 亿。截止 2020 年 7 月 22 日，共有 119 只摊余成本法债基成立，自从 2019 年 11 月爆发式增长后，在今年 7 月又呈现出一波发行高潮。

观点

采用“摊余成本法”估值时，估值对象以买入成本列示，按票面利率或协议利率并考虑其买入时的溢价与折价，在其剩余存续期内按照实际利率法每日计提损益。摊余成本法是一种便于投资者理解基金产品净值的估计方法，有利于投资工具的发展，并且能够平滑产品净值的波动，可以在合理的范围内保持投资账面净值和收益的稳定。

摊余成本法定开债基的特点。在利率波动大的市场环境下，摊余成本法定开债基可以保持投资账面净值与收益的稳定。在估值方面，摊余成本法是指“按照购买成本列示资产价值的估值方法，根据票面利率或者协议利率并且考虑购买时的折价和溢价，兼顾货币基金的净值和债券基金的收益特征，净值波动小；“封闭管理+定期开放”的运作模式，管理费率和托管费率低；高杠杆可以获取相对更高收益。

摊余成本法定开式债基的发行概况。摊余债基在 2019 年发展迅猛，随着 2019 年第一支摊余债基“南方恒庆一年定开 A”成立，2019 年下半年迎来了摊余债基的大规模成立潮，发行节奏明显加速，11 月成立了 24 只基金，截至 12 月 31 日摊余债基共成立 92 只。2020 年初摊余成本法定开债基的热度有所下降，在近期又有回升态势。截至 7 月 23 日共有 27 只摊余成本法定开债基新成立，其中有 14 只为今年获批，13 只为去年获批。今年上半年一共有 32 只摊余成本法定开债基获批，由于此类获批基金必须在半年内发行完毕，即在不考虑新增获批的情况下，下半年至少有 18 只摊余成本法定开债基将会发行建仓（不含 7 月已成立的基金）。预计下半年将迎来摊余成本法定开债基的发行小高峰。

未来展望：摊余成本法定开债基作为除现有的货币基金、未整改的短期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

理财基金以外唯一可使用摊余成本法的公募基金，其在短期内的发行高峰会带来强大的资金配置，同时其净值与收益率相对稳定，在当前的市场环境下能够平滑收益，对于长期购买理财和货币基金、追求稳定回报的投资者吸引力更高；但是从目前摊余成本法定开债基的发行规模变动趋势来看，2020 年之后发行速度明显放缓，市场情绪有所降温，一方面是因为监管政策趋严；另一方面，随着今年年初市场利率下行，债券收益率下降，机构对于摊余成本法定开债基的需求也随之下降，一定程度上降低了发行热度。未来随着市场利率的逐渐提升，摊余成本法定开债基的发行量也会出现一定幅度的提升。

风险提示：监管政策变化存在不确定性，市场利率变动不确定性。

（证券分析师：李勇）

行业

汽车行业深度报告：座舱第三屏 HUD，赋能驾驶新体验

投资要点

HUD 技术从何升级而来？

HUD，又称抬头显示，其技术源于飞行器辅助仪，为降低低头看仪表的频率，提升驾驶体验。HUD 核心技术原理：控制处理单元将车机数据、车况信息传输至投射单元，经过光学反射或折射投影至驾驶员视线前方特定的显示屏幕上，最终反馈到驾驶员眼中。HUD 包括信息控制处理单元和投影显示单元，投影信息主次清晰，驾驶员更易获取信息，从而提升驾驶体验。HUD 技术沿 CHUD-WHUD-ARHUD 不断升级，核心驱动因素为 1）降低低头看仪表频率，有利于驾驶员集中注意力；2）智能驾驶过程中提供辅助交互，提升行车安全性。WHUD 是现阶段的主流产品，HUD 投影技术路径包括 TFT 以及 DLP 两类，未来 DLP 将以高分辨率配合 ARHUD 助力自动驾驶，保障行车安全。

HUD 市场规模有多大？

基于成本降低+安全娱乐需求推动下游主机厂积极搭载 HUD 产品，渗透率有望加速提升。ARHUD 自 2021 开始逐步进入市场，随成本降低市场规模迅速扩大，CHUD 自 2020 年开始市场规模逐渐萎缩，2024 年完全退出市场，WHUD 市场规模 2023 年开始维稳，ARHUD 未来将贡献主要增量。2020 年国内 HUD 市场规模达 65.6 亿元，同比增长超 300%；到 2025 年市场规模预计达 244.8 亿元，复合增速超 50%，其中 WHUD 和 ARHUD 占据主要市场，比例分别为 60%/20%。

HUD 竞争格局如何演绎？

国内 HUD 供应商以华阳集团为第一阵列，泽景电子凭借布局较早和技术积累追赶机会较大。华阳集团作为汽车座舱 Tier1 级供应商，凭借良好的客户结构，随着配套长城哈弗 H6 的前装量产，有望快速突破其他主机厂获取订单。泽景电子作为初创企业，凭借布局较早，技术积累较为丰厚，客户方面包括长城、奇瑞、东风日产等。水晶光电、未来黑科技、京龙睿信、点石创新为第二阵列，京东方、衍视科技、疆程技术为第三阵列，途行者、乐驾车萝卜等后装市场供应商为第四阵列。全球 HUD 我们重点参考了佐思产研分析数据。2016 年全球 HUD 前五大供应商集中度为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

95%：日本精机（55%）、大陆（18%）、电装（16%）、伟世通（3%）和博世（3%）。

谁能受益 HUD 行业红利？

2025 年 245 亿 HUD 行业市场红利受益者：1）国内老牌汽车电子制造业龙头，HUD 行业领先企业【华阳集团】。2）供给 HUD 光学反射成像专用汽车前挡风玻璃专利到期，成本下将，HUD 量产，ARHUD 发展有望拓宽市场，量价齐升，受益标的【福耀玻璃】。

风险提示：全球疫情控制进展低于预期；乘用车行业需求复苏低于预期

（证券分析师：黄细里）

推荐个股及其他点评

贵州茅台（600519）：时间过半任务过半，核心资产稳健前行

事件

公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 456.34 亿元（+10.84%），归母净利 226.02 亿元（+13.29%），扣非净利 226.73 亿元（+13.19%）。20Q2 实现营收 203.36 亿元（+8.79%），归母净利 95.08 亿元（+8.92%），扣非净利 95.18 亿元（+9.02%）。

投资要点

直销收入高增，渠道建设成果显著。公司 20H1 酒类业务实现营收 439.5 亿（同比+11.3%），其中茅台酒实现营收 392.6 亿（同比+12.8%），酱香系列酒实现营收 46.5 亿与去年同期基本持平。公司 20Q2 酒类业务实现营收 195.5 亿（同比+9.5%），其中茅台酒/系列酒收入同比+11.1/-1.1%。公司 20H1 直营体系建设加速，直销收入约 51.5 亿（同比+222%），直销收入占比约为 11.7%，首次超过 10%。结合草根调研，公司 20Q1 取消经销商茅台酒约 600-700 吨，并部分用于烟草连锁体系招商等多元化渠道建设，同时在上半年加大商场、电商、团购等渠道投入（公司 20H1 营销公司销售商品关联交易金额约 21 亿，占直销收入约 40.8%，较 19 年底比重显著提升），预计 20 年全年随公司直营体系优化及非标产品增量公司吨价仍将稳步提升。

盈利能力稳健，客户存款及同业存放款扰动现金流。利润端，20H1 公司净利率+0.76pct 至 54.44%，主因受疫情影响公司市场投入费用减少使得销售费用率同比-2.28pct，结合管理费用率同比-0.16pct 共同驱动所致。同时，公司 20Q2 归母净利约 95.1 亿（同比+8.9%），二季度利润略低于预期主因系列酒下滑及毛利率下降（受会计科目运输费用核算至成本影响）。现金流方面，公司 20H1 合同负债及其他流动负债合计约 105.7 亿元（同比-13.8%），主因直营比例提升+疫情影响公司打款政策有所调整，预收款指标影响相对减弱；同时，公司 20H1 经营性现金流净额约 126.2 亿（同比-47.6%），主因客户存款和同业存放款项净增加额减少。

批价上行有支撑，继续长期看好核心资产价值。中期视角看，因流动性宽松叠加渠道体系调整加剧供需关系紧张，当前飞天批价仍高居 2500 元左右不下，终端需求旺盛飞天批价上行动力仍足，高渠道利差带来较强

请务必阅读正文之后的免责声明部分

安全垫，出厂价提价周期或将加速，同时公司直营体系加速落地将进一步推升吨价，量价齐升可期。长期看公司基本面稳健，产品稀缺性、高渠道利差及强品牌力构筑深厚护城河，全球流动性宽松背景下长期坚定看好以茅台为代表的优质核心资产价值。

盈利预测与投资评级：我们预计 20-22 年公司收入达 996/1169/1349 亿，同比增长 12%/17%/15%；归母净利润达 471/562/660 亿，同比增长 14%/19%/18%；对应 PE 分别为 45/37/32X，维持“买入”评级。

风险提示：高端酒需求回落风险，产能投放不达预期，食品安全问题。

（证券分析师：杨默曦）

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