东吴证券晨会纪要

2020 年 07 月 27 日

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

宏观策略

宏观专题报告：桥水为什么看好中国资产？——从 PMPT 到全天候

后疫情时代全球资产相关性有望进一步下降，“全天候中国”更好地体现了地域分散化配置的思想。目前美、欧、中在全球经济和资产配置中占有主导地位，而后疫情时代“去全球化”压力的增加可能进一步降低全球资产间的关联性并突出地域分散化配置的重要性。“全天候中国”赋予了中国相对于其经济地位应有的配置权重，并在 2015 年股灾和 2018 年贸易摩擦中均经受住了考验。

策略专题：二季度基金持仓行为分析

事件

2020 年上半年公募基金新增规模迎来爆发式增长：2020 年上半年偏股主动型基金（普通股票型基金、偏股混合型基金和灵活配置型基金）共发行 199 只，发行规模达 5177 亿份，平均每一只基金发行份额达到 27.39 亿份。与去年同期相比发行只数同比增加 43%，发行规模同比增长 380%。（2019 年上半年发行偏股型 139 只，总规模达 1080 亿份）。在这其中受到 2 月市场强劲反弹的利好，2 月发行份额达到 1369 亿份的高峰。

固收金工

固收周报：一周策略：宏观政策谨慎调节，市场宽松预期逐渐收敛（2020 年第 28 期）

近期股市剧烈波动，板块轮动明显，震荡回调或衍生投资机会，需合理配置控制风险。中美关系紧张，大国博弈复杂，军工行业或继续上行，消费、科技等板块近期震荡。仍可关注消费、新基建、科技等主题。可转债的波动高于纯债，对投资者的风险承受能力要求高。应以平衡性标的为投资策略，时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。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：中长期信用债收益率呈下降趋势，关注高收益率债券投资机会和风险。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：货币政策结构性宽松，未来利率呈现震荡（2020 年第 28 期）

展望后期：美国新冠肺炎新增病例和死亡人数持续上升，海外疫情形势严峻，与此同时疫苗研发逐步推进并取得进展，市场消息面好坏参半。从基本面来看，受海外疫情影响，我国外需疲软，经济恢复的预期边际收窄，加之南方出现洪涝灾情，预计央行为防止经济基本面的恶化，货币政策会延续宽松基调，以结构性宽松和提高“直达性”为主，未来利率呈现震荡，密切关注宏观经济边际变化和债券供给。

风险提示：疫情二次爆发，地缘政治冲突。

固收周报：美初请现筑底反弹，中美地缘趋向恶化

（1）德法坐镇“欧元债券”初登场，新冠危机下欧元区一体化被动迎来里程碑：（2）美国单边限中国 72 小时内撤离驻休斯

请务必阅读正文之后的免责声明部分

顿总领馆，贸易战火未熄，外交战火再燃;（3）大类资产表现:白银、黄金、天然气、欧元、瑞士法郎走高；美元、美利率债、信用债收益率走低，美收益率曲线边际趋平。具体来看，股市:日>美>欧；债市：信用债>利率债；汇市：瑞士法郎>欧元>英镑>加拿大元>日元>人民币>美元；大宗：白银>天然气>黄金>原油>铜。

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（2020.07.20 -2020.07.26）

事件

负面信息：本周（7 月 20 日-7 月 26 日）负面信息共 4 条。重点关注：烟台农村商业银行股份有限公司主体评级被下调至 A+，前次评级为 AA-；东旭集团有限公司发行的“18 东旭 01”和“18 东旭 02”兑付预警；鹏博士电信传媒集团股份有限公司发行的“17 鹏博债”和“18 鹏博债”被列入评级观察名单；宜华企业(集团)有限公司发行的“17 宜华企业 MTN002”兑付预警。

固收周报：各期信用债收益率转降，信用利差收窄

事件

本周（7 月 20 日-7 月 26 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 198 支，总发行量 2,084.30 亿元，较上周增加了 443.03 亿元，总偿还量 1,880.80 亿元，较上周增加了 103.92 亿元，净融资额 203.50 亿元，较上周增加了 339.11 亿元。

固收点评：——“真知”系列 18

（1）欧元对美元有望在未来几周内接近 1.15 点的年度高点，衡量欧洲资产风险程度的意大利和德国基准债券收益率利差显著趋窄；（2）若复苏基金计划推行顺利，欧元或伴随美元走弱而出现短期升值;（3）中长期来看，欧元区层面上财政难发力问题仍将桎梏住欧洲货币财政同时发力的潜在利好，维持欧元将面临长期盘整的判断。

风险提示：（1）疫情管控失策超预期；（2）市场超调超预期;（3）民粹情绪反弹超预期。

行业

机械设备：工程机械、工业机器人持续复苏，CATL 定增利好锂电设备

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】

通信跟踪周报：本周专题：基金二季度持仓变化预示了哪些新的投资机会？

1、通信基金持仓比例下降，各版块基金持仓降幅明显，其中，PCB 板块降幅最大(-2.21pp)，模组板块基金持仓比例有小幅上升（+0.13pp）。2、当前，数据中心供需缺口逐步拉大，行业景气度将稳步持续向上。同时，光模块兼具流量高增、格局优化及硅光等新技术创新叠加，估值与业绩双击。云计算和 CDN 赛道在流量加速增长下，业绩弹性更好，建议持续关注 IDC、

光模块、云计算、CDN 等流量基建环节的重点绩优个股。

钢铁行业跟踪周报：估值修复一波三折，继续关注八钢、久立

投资建议：1）基本面与转型共振带来的板块估值修复，普钢类八一、华菱、韶钢、新钢、三钢等，转型 IDC 类的杭钢、沙钢、南钢；2）特钢龙头受益下游逆周期增长，关注久立、st 抚钢等。

汽车行业周报：7 月第三周零售同比+8%，全面看多

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】。

电气设备新能源行业周报：光伏全产业链涨价，电动车众多新车上市

电动车国内比亚迪汉、宝马 iX3、蔚来 EC5、小鹏 P7 等陆续上市，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%；海外 Tesla Q2 继销量超预期后业绩靓丽，欧洲主流国家 6 月注册 8 万也超预期，今年海外 140-150 万，同增 35-45%，欧洲预计超 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。

化工行业 2020 年 7 月第 4 周周报：基建项目建设加速，继续推荐新老基建相关材料标的及化工成长股

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，推荐低估值白马股龙蟒佰利、万华化学，国六实施受益标的万润股份、双箭股份，以及新老基建配套材料相关标的上海新阳、昊华科技、震安科技、彤程新材。

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。

电气设备与新能源行业点评：基金 Q2 持仓：新能源汽车、光伏板块持仓明显提升

上游材料 2020Q2 由 2020Q1 的 3.68%上升至 4.37%，钴锂龙头持仓明显增加。中游：电池、六氟磷酸锂及电解液、隔膜、负极环节持仓增加，增幅从大到小依次为六氟磷酸锂及电解液、电池、负极、隔膜、正极。核心零部件上升较快、整车小幅上升，充电桩小幅下降。新能源：光伏加仓明显、风电、核电板块持仓稳定。电力设备：整体持仓稳中有升，电力电子表现亮眼。

非银金融：金融的尽头是科技（一）——乘科技之风，破金融创新之浪

科技+政策驱动，科技金融迎来发展机遇，IT 技术升级传统金融业态，科技使得传统金融业务更加高效和智能，为金融科技全产业链企业带来新的获利空间。金融科技时代下，科技是核心竞争力，一些科技实力强劲，同时具有海量流量资源，且拥有金融业务牌照的全产业链覆盖的平台类公司将会不断崛起。建议关注东方财富、蚂蚁集团、中国平安、腾讯控股。

风险提示：1）金融监管影响创新进度；2）对外开放海外竞争加剧；3）中美贸易摩擦加剧；4）疫情控制不及预期。

有色金属：避险情绪再起带动金银两旺

投资建议：1）下半年看好基本金属铜、铝。短期受情绪波动影响，基本金属有所回调，但中期依然看好。随着海外特别是美国为对冲疫情而采取大规模的宽松政策，全球流动性充裕推涨金属价格；叠加国内自 2019Q4 起的库存周期趋势在疫情结束后恢复，基本金属需求上行与流动性共振，标的紫金矿业、云铝股份

推荐个股及其他点评

昂利康（002940）：业绩低点已过，特色制剂和原料药驱动公司未来三年净利润年复合增速预计不低于 35%

预计公司 2020-2022 年的收入分别为 16 亿、19、25 亿元，增速分别为 14.5%、19.4%、30%，预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.62 亿、2.20 亿、2.96 亿元，增速分别为 44%、36%、35%，净利润三年复合增速高达 38%，预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 1.80、2.44、3.29 元，当前股价对应估值分别为 35X、26X、19X。考虑公司 1、制剂业务充分受益于一致性评价和在研产品获批后带来的较大弹性；2、原料药业务江苏悦欣复产和阿尔法酮酸产能释放带来的收入增长，参考可比公司估值和增速，首次覆盖给予“买入”投资评级。

雷赛智能（002979）：步进系统王者，伺服新星起航

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年归母净利润分别 1.78 亿、2.36 亿、3.06 亿，同比分别+60.4%、32.9%、30.5%，对应现价 PE 分别 42 倍、32 倍、24 倍，参考可比公司，2021 年平均 PE40 倍，考虑到公司自动化系统增长空间大，给予 2021 年 40 倍 PE 作为估值依据，目标价 45 元，首次覆盖给予“买入”评级。

中旗股份（300575）：经营步入正轨，估值处于洼地

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 23.34 亿元、27.10 亿元和 30.01 亿元，归母净利润分别为 3.02 亿元、3.48 亿元和 4.05 亿元，EPS 分别为 2.19 元、2.52 元和 2.93 元，当前股价对应 PE 分别为 20X、18X 和 15X。维持“买入”评级。

风险提示：农产品景气下行带动原药价格下行，公司的生产继续受到环保整治的干扰。

数据港（603881）：中标联通大数据创新园区项目一期，强化区位布局，丰富客户结构

7 月 23 日，数据港收到联通雄安产业互联网有限公司《关于加快中国联通(怀来)大数据创新产业园项目建设的函》，公司承担中国联通（怀来）大数据创新产业园项目一期数据中心相关投资和运行维护工作，预计投资额约 5 亿，此次项目对雄安产互具有重要建设意义，雄安产互希望与公司尽快签署协议并启动项目建设，加速项目落地进度。

福斯特（603806）：光伏胶膜龙头，电子材料新秀

国产化替代的成功践行者；全球平价、星辰大海；胶膜寡头，再造福斯特；材料新秀，放量可期。

宏观策略

宏观专题报告：桥水为什么看好中国资产？——从 PMPT 到全天候

报告摘要

后疫情时代宏观投资策略在资产配置中的地位并非削弱，而是对其适用性和有效性提出了更高的要求。鉴于此，我们策划了这个全球宏观投资策略的系列研究，希望在介绍全球知名基金管理公司宏观投资策略的方法论的同时，亦探讨这些方法论对于在当下资产配置的适用性和有效性。本篇作为开篇主要介绍桥水基金的宏观投资策略方法论及其应用。

后现代投资组合理论（PMPT）作为桥水全天候策略的理论基础，是对 MPT 的拓展与改进。具体体现在：1）PMPT 认为任何一类资产只要能跑赢现金，就可以运用杠杆调整其预期收益率和风险达到特定的投资目标；2）PMPT 实现了投资组合的高度分散化，并由此提高了夏普比率，使得高收益与低风险在一定限度内可以兼得；3）PMPT 的分散化投资则可以在分离 beta 收益与 alpha 收益的基础上，既用来创建最优的 beta 投资组合，也用于创建最优的 alpha 投资组合。

全天候策略较之于传统的投资策略拥有穿越周期的优势。其从动态的视角出发，试图从众多资产中构建出一个投资组合，使其在不同的经济环境下具备较高的预期收益和较低的风险。在具体 PMPT 的方法论时，除了杠杆的调整+资产的分散化配置，全天候策略还有两点独到之处：1）在加杠杆和分散化投资之间寻求最优，并且避免过度加杠杆；2）资产的分散化配置并非基于资产价格统计上的相关性，而是宏观情景转变对资产价格的驱动。

2008 年的金融危机对全天候策略无疑是一次压力测试。其检验了全天候策略在特殊宏观风险暴露下的有效性，桥水的全天候组合在这一时期依然可以显著跑赢传统投资组合：在 2007 年 7 月-2011 年 8 月期间，该组合累计的投资回报率达到了 43%！而同期传统投资组合的投资回报率仅在 1%附近。

从疫情后全球经济环境的演变来看，桥水认为用通胀挂钩债券和黄金取代名义债券，将成为其今后的全天候策略下更好的选择。疫情后各国宽松的货币政策导致全球加速步入“零利率”时代，名义债券的预期回报恐因利率下行空间受限而受到影响。桥水通过对未来三种可能的经济情景进行推演并对历史数据进行回测，总结出用通胀挂钩债券和黄金取代名义债券，将成为其今后的全天候策略下更好的选择。

后疫情时代全球资产相关性有望进一步下降，“全天候中国”更好地体现了地域分散化配置的思想。目前美、欧、中在全球经济和资产配置中占有主导地位，而后疫情时代“去全球化”压力的增加可能进一步降低全

球资产间的关联性并突出地域分散化配置的重要性。“全天候中国”赋予了中国相对于其经济地位应有的配置权重，并在 2015 年股灾和 2018 年贸易摩擦中均经受住了考验。

风险提示：组合杠杆使用过度、海外疫情发展超预期、各国政策刺激力度不足

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

策略专题：二季度基金持仓行为分析

事件

2020 年上半年公募基金新增规模迎来爆发式增长：2020 年上半年偏股主动型基金（普通股票型基金、偏股混合型基金和灵活配置型基金）共发行 199 只，发行规模达 5177 亿份，平均每一只基金发行份额达到 27.39 亿份。与去年同期相比发行只数同比增加 43%，发行规模同比增长 380%。（2019 年上半年发行偏股型 139 只，总规模达 1080 亿份）。在这其中受到 2 月市场强劲反弹的利好，2 月发行份额达到 1369 亿份的高峰。

观点

上半年偏股主动型基金的收益维持高位：偏股主动型基金从 20 年 1 月至 20 年 6 月底的收益中位数达到 18%，受到牛市行情启动的影响，自 20 年 1 月至 7 月 24 号收益中位数达到 27.4%，逼近去年全年 36.2%的水平。这一收益水平在过去 10 年来看排名第三，处于历史高位水平。公募基金收益的高企主要是由于成长股的结构性性行情所贡献的，创业板指数 1-7 月涨幅达到 46.1%，而上证指数仅有 4.8%。

消费板块在二季度仓位提升幅度最大：消费股持股规模的占比从 Q1 的 42.2%提升至 Q2 的 47.4%。TMT 板块在二季度仓位提升幅度次之。TMT 二季度持股规模占比从 Q1 的 26.3%提升至 28.3%。周期股在二季度持股仓位触底反弹。周期板块在二季度持仓规模占比从 Q1 的 14.3%提升至 Q2 的 15.6%。金融地产二季度仓位下降，金融地产板块二季度持仓规模占比从 Q1 的 11.8%下滑至 Q2 的 7.5%。

从偏股主动型基金持股市值占比的加仓占比变动来看：电子（2.9%）、医药生物（2.5%）、电气设备（1.7%）、休闲服务（1.4%）和化工（0.9%）行业环比一季度市值持仓占比提升幅度排名前五。建筑材料（-0.8%）、通信（-0.9%）、农林牧渔（-1.3%）、房地产（-1.7%）和银行（-1.8%）行业市值持仓占比在二季度下滑幅度排名前五。

从偏股主动型基金持股市值占比的绝对值来看：医药生物（20%）、电子（14.4%）、食品饮料（13.9%）、计算机（7.5%）和传媒行业持股市值绝对值占比排名前五。而排名倒数五名的行业为综合（0.5%）、建筑装饰（0.3%）、采掘（0.2%）、纺织服装（0.2%）和钢铁（0.1%）。

机构分歧度高的股票表现相比一致看好的股票表现更好：剔去行业收益、市场平均收益后，分歧度高的重仓股组合表现更好。我们认为这主要由于一致看好的重仓股已经充分吸收利好消息，上涨空间有限，且存在抛出压力。在基本面较好的前提下，分歧度高的股票仍然保留溢价空间。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

统计每一期分歧度高和一致看好的重仓股平均收益（剥离行业后的超额收益）：2014Q1-2019Q3 区间样本中分歧度高的股票在 23 次中 16 次战胜一致看好的股票，胜率 70.0%

资金抱团趋势进一步上升：市值排名前 10 占所有基金重仓股市值占比从 2020Q1 的 22%爬升至 2020Q2 的 24.5%，市值排名前 100 占所有基金重仓股市值占比也从 67%上升至近 70%。资金的抱团行为更为集中，推升了龙头个股的估值中枢。目前持股规模前 10 名的个股估值已超过 2015 年高峰水平，而上证和创业板目前市盈率分别为 15 倍和 59 倍，和 2015 年牛市时期 21 倍和 142 倍的估值相比仍然具有较大的差距。资金抱团集中将估值进一步拉高，龙头个股出现了显著的估值溢价。

风险提示：本报告基于 wind 数据统计，不构成投资建议。疫情蔓延超预期造成企业业绩下滑。货币收紧幅度超预期。

（证券分析师：陈李　研究助理：张家琦）

固收金工

固收周报：一周策略：宏观政策谨慎调节，市场宽松预期逐渐收敛（2020 年第 28 期）

观点

专题：人民币对美元汇率双双“破 7”，国内资产“避风港”特征显著：2020 年 7 月 9 日，中国外汇交易中心数据显示，在岸人民币收报 6.9862，美元兑离岸人民币收报 6.9976，双双升破“7”，为 3 月 17 日以来首次。次日，银行间外汇市场人民币兑美元中间价为 6.9943，升值至 2020 年 3 月 13 日以来最高，本周人民币对美元汇率表现强劲，在 7 元关口震荡后下调。

利率债：1 年期国债收益率为 2.2446%，较上周上行 1.90BP。10 年期国债收益率 2.8612%，较上周下行 8.95BP。展望后期：从基本面来看，受海外疫情影响，我国外需疲软，经济恢复的预期边际收窄，加之南方出现洪涝灾情，预计央行为防止经济基本面的恶化，货币政策会延续宽松基调，以结构性宽松和提高“直达性”为主，预计未来利率仍有下行空间，利好债市。

信用债：一级市场的发行只数连续两周保持递增趋势，达到近五周高位。二级市场成交量的增幅相比上周下降，但交易量绝对值继 4 月份后首次突破五千亿大关，达近三个月峰值。分行业看，本周与上周交易量大致持平。受外交局势及国外新冠疫情影响，短期内电子产品和医疗器械的出口恐遇重挫，出口端短期内难以为经济恢复添砖加瓦。

可转债：（1）经济秩序稳步恢复，中美关系紧张。上周央行公开市场净回笼 6177 亿元，货币政策边际收紧。上周股市震荡回调，转债市场情绪活跃。特别国债将发行完毕，积极的财政政策有望带动下半年经济增长。转债市场近一月来波动较大。（2）投资策略：近期股市剧烈波动，板块轮动明显，震荡回调或衍生投资机会，需合理配置控制风险。中美关系紧张，大国博弈复杂，军工行业或继续上行，消费、科技等板块近期震荡。仍可关注消费、新基建、科技等主题。可转债的波动高于纯债，对

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资者的风险承受能力要求高。应以平衡性标的为投资策略，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）德法坐镇“欧元债券”初登场，新冠危机下欧元区一体化迎来里程碑：德国态度的转变是逻辑主线，我们考虑以下几点：（a）前车之鉴：意大利等国疫情严重，且债务情况不乐观，债务危机严重拖累欧元区，德国从第一次欧债危机中学到欧元区是“损荣共同体”；（b）外生冲击：此次疫情是疫情引致的外生冲击，而非由于成员国挥霍，可按个案处理；（c）英美抱团：盎格鲁-撒克逊文化圈坚守的个人价值优先，及以德法为内核的欧洲大陆集体及社会价值优先的导向分歧，德法对欧元区解体的尾部风险的管控更加重视。（2）美国单边限中国 72 小时内撤离驻休斯顿总领馆，外交战火再燃：中美关系的变化的本源性思考是逻辑主线，我们考虑以下几点：（a）中国影响力与日俱增以及欧（大陆）美地缘利益关切趋向分化，全球单极格局动摇，美国对外关系从新自由主义转向进攻型现实主义，中、美、欧大国间博弈的格局或为基线剧情；（b）外交战的“伤兵”相比较仍少于经济冷战、军事热战，难说冲突螺旋在显著升级；（c）人民币不存在结构性走贬趋向。（3）大类资产表现：白银、黄金、天然气、欧元、瑞士法郎走高；美元、美利率债、信用债收益率走低，美收益率曲线边际趋平。具体来看，股市：日>美>欧；债市：信用债>利率债；汇市：瑞士法郎>欧元>英镑>加拿大元>日元>人民币>美元；大宗：白银>天然气>黄金>原油>铜。

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：中长期信用债收益率呈下降趋势，关注高收益率债券投资机会和风险。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：货币政策结构性宽松，未来利率呈现震荡（2020 年第 28 期）

观点

本周债市点评及债市策略：本周（7.20-7.26）央行公开市场净投放-6677 亿元，下周（7.27-8.02）央行公开市场有 1600 亿元逆回购到期。从资金面来看，本周 Shibor 隔夜、DR001、R001 较上周均有所下行。收益率方面，短端上行，长端下行。1 年期国债收益率为 2.2446%，较上周上行 1.90BP。10 年期国债收益率 2.8612%，较上周下行 8.95BP。展望后期：美国新冠肺炎新增病例和死亡人数持续上升，海外疫情形势严峻，与此同时疫苗研发逐步推进并取得进展，市场消息面好坏参半。从基本面来看，受海外疫情影响，我国外需疲软，经济恢复的预期边际收窄，加之南方出现洪涝灾情，预计央行为防止经济基本面的恶化，货币政策会延续宽松基调，以结构性宽松和提高“直达性”为主，未来利率呈现震荡，密切关注宏观经济边际变化和债券供给。

一、二级市场回顾：本周（7.20-7.26）一级市场发行 33 只利率债，实际发行总额 2963.95 亿元，较上周减少了 601.79 亿元；总偿还量 703.21 亿元，较上周减少了 782.89 亿元；净融资额 2260.74 亿元，较上周增加了 181.09 亿元。本周 DR007 下行 13.71BP，R007 下行 37.15BP。SHIBOR 隔夜利率为 1.8430%，较上周下行 48.5BP；SHIBOR1 周为 2.1470%，较上周下行 8.00BP；SHIBOR2 周为 2.2340%，较上周下行 18.90BP；SHIBOR3

请务必阅读正文之后的免责声明部分

月为 2.5570%，较上周上行 20.10BP。

本周宏观经济跟踪：上周商品房整体表现有所回落，汽车表现有所回升，煤炭价格表现有所回升。上周商品房成交面积有小幅回落，截至 7 月 19 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 399.89 万平方米，较上周减少 1.97 万平方米。上周国内乘用车市场零售同比增速有所回升。截至 7 月 19 日，市场日均零售 3.84 万台，同比增速为 8.00%，较前值有所回升。本周主要钢材价格均上涨，Myspic 综合钢价指数和螺纹钢指数均回升。本周较上周焦煤和动力煤价格均上行，6 大发电集团日均耗煤量较上周回升。截至 7 月 23 日，除铅价有所回落外，有色金属其他各品种价格均有所上涨。分品种来看，相比上周，锌价回升 0.73%，铜价回升 1.98%，铝价回升 2.23%，铅价回落 1.49%。

本周通胀观察：蔬菜价格小幅上升。截至 7 月 24 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 118.87，较上周上升 0.52%；山东蔬菜批发价格指数收于 132.58，较上周上升 10.95%。7 月 24 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 143.05 点，较上周上行 1.52%；南华工业品指数收于 2233.97 点，较上周下行 0.05%。

风险提示：疫情二次爆发，地缘政治冲突。

（证券分析师：李勇）

固收周报：美初请现筑底反弹，中美地缘趋向恶化

观点

一周观点：（1）德法坐镇“欧元债券”初登场，新冠危机下欧元区一体化被动迎来里程碑：德国态度的转变是逻辑主线，我们考虑以下几点：（a）前车之鉴：意大利等国不仅疫情比较严重，且债务情况也不乐观，一旦出现债务危机会严重拖累欧元区，德国从第一次欧债危机中学到欧元区是“损荣共同体”；（b）外生冲击：此次疫情其实是疫情引致的外生冲击，而非由于成员国挥霍，属于情况特殊，可按个案处理；（c）英美抱团：盎格鲁-撒克逊文化圈坚守的个人价值优先，及以德法为内核的欧洲大陆集体价值、社会价值优先的导向分歧（本次抗疫过程中这种分歧也比较显著），或让德法愈发意识道欧洲（大陆）需要欧洲（大陆）人自己来守护，德法对欧元区解体的尾部风险的管控更加重视。（2）美国单边限中国 72 小时内撤离驻休斯顿总领馆，贸易战火未熄，外交战火再燃：中美关系的变化的本源性思考是逻辑主线，我们考虑以下几点：（a）伴随中国影响力与日俱增以及欧（大陆）美地缘利益关切趋向分化，全球单极格局有所动摇，美国对外关系逐渐从新自由主义转向进攻型现实主义，中、美、欧大国间持久博弈的格局或为基线剧情；（b）外交战的“伤兵”相比较仍少于经济冷战、军事热战，难说冲突螺旋在显著升级；（c）人民币不存在结构性走贬趋向。（3）大类资产表现：白银、黄金、天然气、欧元、瑞士法郎走高；美元、美利率债、信用债收益率走低，美收益率曲线边际趋平。具体来看，股市：日>美>欧；债市：信用债>利率债；汇市：瑞士法郎>欧元>英镑>加拿大元>日元>人民币>美元；大宗：白银>天然气>黄金>原油>铜。

策略分析

美国：中美局势传出重磅消息，引起市场强烈的担忧情绪，同时，美国国内就业数据有再次恶化的苗头，疫情第二波对市场的冲击开始显现。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

短期来看，美债长端增量需求仍可覆盖增量供给，或面临震荡走低格局，美元在前期小幅走低的行情后，短期或存在一定支撑，美股或遭遇小幅回调；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，中长期或呈现倒 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，尽管日本疫情出现反弹，出口疲软，但目前医疗系统并未承压，且货币政策稳健，日元短期或保持稳定，可能随美元贬值而小幅升值；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，即使欧美双方在关税问题上互不妥协，但这在市场预期之内，且欧洲复苏计划已经推出，欧元短期或伴随美元贬值出现升值压力；中长期来看，基本面趋势上美强欧弱的格局虽然趋向模糊，但欧元区层面上财政难发力问题，相比较于美日仍将桎梏住欧洲货币财政同时发力的潜在利好，维持欧元将面临长期盘整的判断。

原油：短期来看，美国的产量尚未出现进一步下降，而未来几周美国的需求增长速度可能有所改善，但 EIA 利空数据打压市场乐观情绪，且对美国第二波疫情的担忧抑制了油价反弹；中长期来看，未来较长一段时间内，油价将受困于下行的新冠疫情担忧和上行的基本面改善之间。但随着世界各地经济重新开放，市场复苏迹象将更加明显，油价长期仍具备上涨动力。

黄金：短期来看，美元汇率近日大幅下跌和预期更多刺激措施出台以重振遭受疫情打击的经济均对金价形成支撑，美国上周初请失业金人数的增加引发人们对经济复苏放缓的担忧；中长期来看，地缘政治紧张形势的持续，不断上升的通胀预期和有关经济前景的担忧情绪将长期刺激黄金需求，金价未来仍有继续走高空间，而央行的宽松政策见顶明年可能会给金价带来压力。

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（2020.07.20 -2020.07.26）

事件

负面信息：本周（7 月 20 日-7 月 26 日）负面信息共 4 条。重点关注：烟台农村商业银行股份有限公司主体评级被下调至 A+，前次评级为 AA-；东旭集团有限公司发行的“18 东旭 01”和“18 东旭 02”兑付预警；鹏博士电信传媒集团股份有限公司发行的“17 鹏博债”和“18 鹏博债”被列入评级观察名单；宜华企业(集团)有限公司发行的“17 宜华企业 MTN002”兑付预警。

取消发行：山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司取消发行 3 亿元；南京六合新城建设(集团)有限公司取消发行 19.6 亿元；辽宁成大股份有限公司取消发行 10 亿元；宁海县城投集团有限公司取消发行 10 亿元；普洛

请务必阅读正文之后的免责声明部分

斯中国控股有限公司取消发行 10 亿元；许昌市东兴开发建设投资有限公司取消发行 15 亿元；北京天恒置业集团有限公司取消发行 5 亿元；任兴集团有限公司取消发行 8 亿元；淮安高新控股有限公司取消发行 3 亿元。

持有人会议：温氏食品集团股份有限公司于 2020 年 7 月 22 日召开“19 温氏 01，20 温氏 01”2020 年第一次债券持有人会议；贵州贵龙实业（集团）有限公司于 2020 年 7 月 22 日召开“17 贵州物流园项目债”2020 年第一次债券持有人会议；正大（中国）投资有限公司于 2020 年 7 月 23 日召开“16 正大债”2020 年第一次债券持有人会议；湖北楚天智能交通股份有限公司于 2020 年 7 月 24 日召开“20 楚天 01”2020 年第一次债券持有人会议。

其他关注信息：泸州阜阳投资集团公告称，公司涉及重大诉讼；合肥兴泰金融控股(集团)披露子公司重大诉讼进展；中静新华资产管理公司公告公司涉及诉讼的进展；北京华业资本公告诉讼案件进展；大公称关注银保监会依法对天安财险等六家机构实施接管；联合评级称关注中静新华资产管理有限公司涉及重大诉讼及资产被冻结；安信证券公告公司涉及重大诉讼进展情况；文投控股称下属公司涉及诉讼，尚未开庭；常州滨江经济开发区投资发展集团称子公司涉及重大诉讼。

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：各期信用债收益率转降，信用利差收窄

事件

本周（7 月 20 日-7 月 26 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 198 支，总发行量 2,084.30 亿元，较上周增加了 443.03 亿元，总偿还量 1,880.80 亿元，较上周增加了 103.92 亿元，净融资额 203.50 亿元，较上周增加了 339.11 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、企业债和公司债的发行利率较上周均有一定程度的下降，中票的发行利率较上周有一定程度的上升。短融的发行利率的下降幅度为 5.70BP，中票的发行利率的上升幅度为 13.14BP，企业债的发行利率的下降幅度为 194.18BP，公司债的发行利率的下降幅度为 42.34BP。

银行间和交易所信用债合计成交 5,086.21 亿元，总成交量较上周 4,897.50 亿元增加了 188.71 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 1,809.06 亿元、2,690.42 亿元、432.44 亿元、154.30 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 7 月 24 日，1 年期国债收益率为 2.2446%，较上周 2.2256%上升了 1.9BP。3 年期国债收益率为 2.4556%，较上周 2.5141%下降了 5.85BP。5 年期国债收益率为 2.5999%，较上周 2.7022%下降了 10.23BP。7 年期国债收益率为 2.8513%，较上周 2.9799%下降了 12.86BP。10 年期国债收益率为 2.8612%，较上周 2.9507%下降了 8.95BP。

各类信用债收益率呈现：本周各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；除 3 年期外的其余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、中期票据和公司债的周交易

请务必阅读正文之后的免责声明部分

量相对高于企业债；本周 AA 主体级别债券中，短期融资券、中期票据和公司债的周交易量均低于 AAA 主体级别短期融资券、中期票据和公司债，企业债的周交易量高于 AAA 主体级别的企业债。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 2,214.48 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 527.58 亿元、482.55 亿元、421.22 亿元、337.09 亿元、243.20 亿元和 151.14 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：一级市场的发行只数连续两周保持递增趋势，达到近五周高位。总发行量、总偿还量和净融资额三大指标均抵达 7 月峰值。二级市场成交量的增幅相比上周略有下降，但值得关注的是交易量绝对值继 4 月份后首次突破五千亿大关，达近三个月峰值。分行业看，本周与上周交易量大致持平，略微下滑。受外交局势及国外新冠疫情影响，短期内电子产品和医疗器械的出口恐遇重挫，作为拉动经济的三驾马车之一的出口端短期内难以为经济恢复添砖加瓦。

风险提示：中长期信用债收益率呈下降趋势，关注高收益率债券投资机会和风险。

（证券分析师：李勇）

固收点评：——“真知”系列 18

事件

欧盟达成应对疫情复苏的财政计划：7 月 21 日，欧盟各国达成为数近 2 万亿欧元的一系列财政计划，其中包含欧盟框架预算（Multiannual Financial Framework，金额达约 1 万亿欧元）与旨在协助欧盟进行疫情后重建的复苏工具（Next Generation EU，NGEU，金额达 7500 亿欧元）。各国领导人同意将 3900 亿欧元作为赠款和补贴，分配给受疫情影响严重的国家，这部分资金将作为债务由欧盟 27 国共同偿还。此外，各国同意发放 3600 亿欧元的低息贷款，这些贷款由申请国家自行偿还。本次协议达成也是欧盟各国首次使用欧盟的共同信用评级发行共同债券的一大里程牌。

观点

新冠重创欧盟经济，欧洲复工复产或暂停？（1）欧洲疫情卷土重来，需提防二次爆发：随着欧洲新冠肺炎疫情趋缓，各国加快复工复产，近日欧洲每天报告近 2 万例新增确诊病例和 700 多例新增死亡病例，需警惕疫情反弹；（2）经济负增长趋于现实，新一轮欧债危机或有幸避免： V 形复苏的可能性正在下降，修复新冠肺炎疫情对经济造成的损害可能需要数年时间。同时由于复苏基金协议的达成，新一轮的欧债危机或有幸避免；（3）制造业降速趋缓，失业率居高不下：欧洲制造业降幅较上月有明显收窄，但企业招聘可能依然落后，失业率依旧高企，大概率在今年年底前达到近 10%。

欧元区财政终发力，南北欧达成一致：（1）PEPP 政策刺激金融向好，整体形势脆弱：6 月 4 日欧洲央行理事会决定将“新冠大流行财物购买方案”（Pandemic Emergency Purchase Programme，PEPP）在 7500 亿欧元的基础上增加 6000 亿欧元，总额达到 1.35 万亿欧元。PEPP 可以向特定国家的资产倾斜，有效缓解欧元区没有统一安全资产的问题，稳定不同国家

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的利差。PEPP 政策宣布以来，金融市场状况有所向好，但整体形势仍很脆弱，欧洲央行可能需要更多刺激举措出炉；（2）南北欧分歧犹存，“节俭四国”德法达成多赢局面：补贴金额已从 5000 亿欧元大幅削减至 3900 亿欧元，少于德法两国最初的底线 4000 亿欧元，但仍然超过贷款总额（3600 亿欧元），核心国家德法和南方国家同时成为了赢家，“节俭四国”也成功保障了它们的欧盟预算返还款。

欧元债券首次登上历史舞台：（1）欧元债券曾胎死腹中，德国拒绝长期捆绑：2011 年 11 月 23 日，欧盟委员会公布 “欧元债券”的提案，包括三种可选方案，但遭到德国的强烈反对；（2）保护危机国家财政，遏制欧债危机：欧盟抗疫复苏基金方案的本质就是欧盟必须抱团应对目前由新冠疫情带来的经济衰退危机，将欧盟视作一个整体来应对目前受疫情影响严重的国家的公共财政和融资困难问题，避免出现新一轮欧债危机；（3）促进欧盟财政一体化，创造指标性安全资产：欧元债券的推出或将成为欧元区未来迈向财政一体化的一个重要节点。

大宗商品价格变化：（1）欧元对美元有望在未来几周内接近 1.15 点的年度高点，衡量欧洲资产风险程度的意大利和德国基准债券收益率利差显著趋窄；（2）若复苏基金计划推行顺利，欧元或伴随美元走弱而出现短期升值；（3）中长期来看，欧元区层面上财政难发力问题仍将桎梏住欧洲货币财政同时发力的潜在利好，维持欧元将面临长期盘整的判断。

风险提示：（1）疫情管控失策超预期；（2）市场超调超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

机械设备：工程机械、工业机器人持续复苏，CATL 定增利好锂电设备

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】CATL 定增落地，设备将迎戴维斯双击

CATL197 亿定增正式落地，引领电池扩产新周期。CATL 本次定增共募集 197 亿元，其中 125 亿元将用于 2018 年以来公布的三个扩产项目，预计资金到位后扩产项目将正式启动。我们预计未来几年 CATL 新增产能有望达 300GWh 以上，对应设备投资近 600 亿元。

电动化趋势下电池厂将加速扩产，设备环节将最早兑现。随着疫情减弱，全球新能源车政策支持力度持续超预期，全球电动化趋势已势不可挡。我们预计今年 Q3 将迎电动车行业拐点，至 2025 年电动车行业将开启 8-10 倍增长，CAGR 达 35-39%。根据高工锂电预测，到 2023 年全球电动汽车对电池的需求将达 406GWh，而供应预计为 335GWh，短缺约 18%，到 2025 年供应短缺约为 40%。电池厂加速扩产，设备将是电动车产业链中最早兑现的环节。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资建议：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估值溢价，建议关注【杭可科技】、【先导智能】、【赢合科技】。

【工程机械】下半年工程机械仍将超预期增长，持续看好低估值高增长的龙头

下半年工程机械仍将超预期增长。雨季缩短工期，预计后续赶工需求凸显，将增加设备需求弹性。同时核心零部件排产饱满，7 月行业仍有望保持较高增速，全年呈现“淡季不淡”格局。我们上调挖机、混凝土机械、塔机、汽车起重机全年增长预期至 25%、50%、50%、30%。

工程机械行业景气持续性拉长，后周期产品迎来复苏高峰。2020-2022 年工程机械后周期产品更新高峰持续，同时下游地产基建投资预期不悲观，人工成本上行带动机械化率提升，工程机械行业的强政策与强周期属性弱化，行业景气持续性拉长，我们预计三年内行业有望维持正增长；同时本轮复苏中行业竞争格局更加优化和理性，龙头增速预计高于行业。

重点推荐【三一重工】：行业景气持续+份额提升+规模效应，今年 EPS 再次上调 10%，未来几年确定高增长龙头。【中联重科】起重机+混凝土机龙头，后挖机时代业绩有望持续超预期，估值存在大幅修复空间。【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。

【智能制造】埃斯顿引入国家制造业转型基金等重磅战略投资者，自动化回暖趋势下龙头将显著受益

国家制造业升级基金投资又下一城，布局工业机器人领域。7 月 24 日，埃斯顿公布定增预案，拟募资不超过 10 亿投向焊接机器人、协作机器人等项目，并引入通用技术集团、国家制造业转型升级基金、小米长江产业基金为战略投资者，有望实现良好的协同作用。其中国家制造业转型升级基金于 2019 年 11 月成立，股东包括财政部、国开金融等中央部委及国有大中型企业等，注册资本近 1500 亿人民币，将围绕新材料、新一代信息技术、电力装备等领域的成长期、成熟期企业开展投资，相关新材料、关键零部件和设备公司将受益。

工业自动化持续回暖，行业复苏进行时。根据统计局数据，6 月工业机器人产量 20761 台/套，同比+29.2%，增速自 3 月转正以来持续回升，1-6 月合计同比+10.3%。同时相关工控、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。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，长期看好先进制造国产化的重点方向，重点关注机器人龙头【埃斯顿】【拓斯达】等，激光板块龙头【柏楚电子】【锐科激光】。

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）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

通信跟踪周报：本周专题：基金二季度持仓变化预示了哪些新的投资机会？

投资要点

本周策略观点：1、通信基金持仓比例下降，各版块基金持仓降幅明显，其中，PCB 板块降幅最大(-2.21pp)，模组板块基金持仓比例有小幅上升（+0.13pp）。2、模组行业步入成熟阶段，厂商不同点主要集中在渠道及规模的不同。移远通信出货量国内第一，力争全球市占第一，专注于全行业，下游应用铺的很广，销售体系和业务覆盖范围大。广和通作为国内次龙头模组厂商，以直销为主，更专注于不断深挖细分领域，将细分平台做细做深。3、当前，数据中心供需缺口逐步拉大，行业景气度将稳步持续向上。同时，光模块兼具流量高增、格局优化及硅光等新技术创新叠加，估值与业绩双击。云计算和 CDN 赛道在流量加速增长下，业绩弹性更好，建议持续关注 IDC、光模块、云计算、CDN 等流量基建环节的重点绩优个股。

行业动态及点评：通信基金持仓比例下降，各版块基金持仓降幅明显；中国移动：5G 的 3 个杀手级功能或将开启 3 个“百宝箱”；中国移动发布业界首个 5G 专网产品;广和通 vs 移远通信：5G 时代群雄逐鹿，模组巨头齐发力。

行业前瞻：2020 年第十四届国际物联网展—深圳站（2020.7.29-7.31）、2020 中国国际通信大会（2020.8.9-8.11）。

首推组合：数据港（603881）、奥飞数据（300738）、光环新网（300383）、佳力图（603912）、天孚通信（300394）、中际旭创（300308）、华工科技（000988）、光迅科技（002281）、中科创达（300496）、移为通信（300590）、中国联通（600050）、中兴通讯（000063）、崇达技术（002815）、中石科技（300684）、淳中科技（603516）、中新赛克（002912）、俊知集团（港股 1300）。

建议关注组合：IDC：宝信软件（600845）、杭钢股份（600126）、沙钢股份（002075）、城地股份（603887）、鹏博士（600804）、立昂技术（300603）、世纪互联（VNET）、万国数据（GDS）；云计算/边缘计算：优刻得（688158）网宿科技（300017）；光模块：新易盛（300502）；光纤电缆：亨通光电（600487）、中天科技（600522）;PCB：深南电路（002916）、沪电股份（002463）；天线射频：世嘉科技（002796）、通宇通讯（002792）、硕贝德（300322）；运营商/铁塔：中国移动（0941）、中国联通（600050）、中国电信（0728）、中国铁塔（0788）；服务器/路由器/交换机：兴森科技（002436）、紫光股份（000938）、浪潮信息（00977）；线上教育：世纪鼎利（300050）、立思辰（300010）；线上办公：亿联网络（300628）、会畅通讯（300578）、二六三（002467）；UWB：浩云科技（300448）；低轨卫星：和而泰（002402）、华力创通（300045）、海格通信（002465）、中国卫星（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 3.99%；沪深 300 指数下跌 0.86%；行业跑输大盘 3.13pp。东吴通信优选指数近期表现：一周下跌 7.57%，年初至今上涨 59.61%，跑赢通信指数 53.19pp。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

钢铁行业跟踪周报：估值修复一波三折，继续关注八钢、久立

本周行情

行情回顾：本周钢铁板块下跌 0.5%，与上证综指跌幅持平；涨幅居前的个股为法尔胜（18.6%）、广大特材（15.1%）、钢研高纳(11.5%)。本周螺纹、热卷、铁矿石、焦炭期货主力合约最新报价分别环比 1.2%、7.1%、0.1%、4.0%；螺纹、热轧盘面利润环比分别 3.9%、69.0%。

行业跟踪：本周钢材社会库存为 1549 万吨，环比增 0.9%；其中长材、板材社会库存环比分别增 1.1%、0.4%。本周全国 237 家钢贸商日均出货量 21.1 万吨，环比降 1.3%；上海终端线螺走货量 2.8 万吨，环比降 3.3%。钢厂高炉剔除淘汰后产能利用率 85.9%，环比增 0.3 个百分点；螺纹钢产线开工率 75.1%，环比降 0.3 个百分点。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利分别为 459、487、262、429 元/吨，环比分别 1.5%、7.6%、16.9%、4.8%。

本周观点

需求仍然低迷，库存延续回升。淡季延续，钢材需求环比有继续小幅走弱趋势，钢贸出货量和终端成交量均有所下降，但同比仍表现良好——维持 10%左右的增长；社会库存延续回升趋势，增长仍主要来自于长材。全国 163 家钢厂高炉开工率、产能利用率均小幅回升，供给端压力未减。预计三季度行业供需平稳，业绩整体环比持平。

继续看好估值修复。目前普钢平均 PB0.80、申万钢铁 PB0.88、申万钢铁相对（A 股）PB0.60，均处于历史低位。预期未来一段时间，行业利润具备持续性，低估值基础牢固。重申估值历史底部区间，基本面超预期、分红延续及转型逻辑下的估值修复机会。

继续精选阿尔法。行业估值修复对应风险偏好回升，此过程中具备阿尔法属性的个股将获得超额收益。本次行情中，我们看好三类钢铁阿尔法：1）前期多次提及的特钢、铁矿石、IDC 类标的，标的久立特材、金岭矿业、杭钢股份；2）区域需求强劲、供给有整合预期、钢价大幅超越内地的新疆钢铁板块，标的八一钢铁。

投资建议：1）基本面与转型共振带来的板块估值修复，普钢类八一、华菱、韶钢、新钢、三钢等，转型 IDC 类的杭钢、沙钢、南钢；2）特钢龙头受益下游逆周期增长，关注久立、st 抚钢等。

风险提示：地产需求下滑、钢铁产能增长

（证券分析师：杨件）

汽车行业周报：7 月第三周零售同比+8%，全面看多

投资要点

每周复盘

SW 汽车上涨 0.7%，跑赢大盘 1.4%。除 SW 汽车零部件Ⅲ外，所有汽车子板块均呈上涨形态，SW 汽车销售涨幅最大。申万一级 28 个行业中，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

汽车板块排名第 11 名，排名靠前。估值上，整体有所下跌，SW 乘用车幅度最大。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：7 月 13-19 日乘用车零售日均销量同比上升，批发日均销量同比上升。7 月 13-19 日乘用车零售销量日均 38390 辆，同比上升 8%。7 月 13-19 日乘用车批发销量日均 40028 辆，同比上升 3%。

库存：6 月传统乘用车企业库存+4 万辆，企业累计库存为-40 万辆，渠道库存预计季节性小幅补库。展望 7 月：终端需求继续复苏+去年基数因素，产量/批发预计个位数增长，交强险有望恢复双位数增长。

价格：7 月上旬折扣率继续扩大。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 月上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 12.88%，环比 6 月下旬+0.32pct，热门车型中降价幅度前五车型是哈弗 F52020+本田 XR-V2020+E 系 L2020+长安 CS55PLUS2020+奥迪 A6L2019。2）主要车企 7 月上旬折扣率均不同程度增加，幅度较大的是一汽奥迪+上汽通用+东风本田+北京奔驰+长城汽车。

重点关注

7 月 20 日，德赛西威 V2X 产品获合资品牌车企的项目定点，计划于今年量产；7 月 21 日，国务院办公室统一智能网联汽车自动驾驶功能测试标准，推动结果互认；7 月 23 日，长城汽车 20 年 2 季度实现营收 235.2 亿元，同比上升 25.4%；归母净利润 18.0 亿元，同比上升 142.4%。

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：光伏全产业链涨价，电动车众多新车上市

投资要点

申万电气设备 5859 上涨 2.76%涨幅强于大盘。光伏涨 9.01%，风电涨 4.74%，发电设备涨 3.82%，核电涨 2.28%，新能源汽车跌 0.33%，锂电

请务必阅读正文之后的免责声明部分

池跌 1.28%，发电及电网跌 1.45%，工控自动化跌 1.59%。涨幅前五为经纬辉开、中电兴发、恒润股份、弘讯科技、爱康科技；跌幅前五为嘉元科技、天奈科技、杉杉股份、天齐锂业、容百科技。

行业层面：电动车：欧盟 7500 亿复苏计划落地，电动化为重要刺激；韩国延长电动车补贴至 2025 年，预算增加 4.5 万亿韩元；特斯拉 Q2 营收达 60.36 亿美元，净利润为 1.04 亿美元；特斯拉两款车型再次入选工信部新能源车推荐目录；特斯拉 ModelY 在美推租赁服务 3500/月；理想汽车 7 月底正式登陆纳斯达克，估值 80 亿美元+；小鹏汽车宣布完成 C+轮近 5 亿美元融资；蔚来 EC6 将于 7 月 24 日上市，定价 32 万起；小鹏 G3i 亮相，最高续航里程 520km；宁德时代与 HOPPECKE 签署欧洲战略协议；亿纬锂能收到华晨宝马定点。新能源：6 月光伏装机 4GW；20H1 装机 10.15GW，预计 H2 新增 30GW；印度对中、泰、越进口光伏电池及组件征收一年保障税；晶科 N 型单晶硅单结电池转换效率达 24.79%；新疆多晶硅龙头事故，多晶硅价格上涨超 10%，预计影响 4-5 万吨多晶硅产能；隆基 G1、M6 硅片价格分别上涨 0.10 元/片、0.11 元/片至 2.63、2.73 元/片。通威 M2、G1 和 M6 电池片价格均上涨 0.09 元/W，分别达到 0.87、0.89、0.89 元/W。工控&电网：1-6 月电网建设投资完成额 1657 亿元，同比+0.7%，其中 6 月投资 523 亿，同比+7.4%；1-6 月新增 220kV 以上变电设备容量 10894 万千伏安，同比-17.7%，环比收窄 10.4pct；H1 国家电网建成投运充电桩 3083 个，新能源汽车充电量同增 6.4%。

公司层面：阳光电源：20H1 业绩预报：归母净利润约为 4.16 亿元至 4.5 亿元，同增约 25%至 35%。爱旭股份：获得证监会非公开发行核准批复。南玻 A：获得证监会非公开发行核准批复。赣锋锂业：发行境外上市外资股获得证监会核准，核准公司增发不超过 4003 万股境外上市外资股。亿纬锂能:1）子公司亿纬动力收到华晨宝马供应商定点信，具体合作事宜洽谈中。2）基于经调整纯利，思摩尔 20H1 利润 12.86 亿-13.31 亿元，同比增长 38.1%-42.9%。其中非经常性费用 12.3 亿。恩捷股份：2020 年 7 月 20 日与胜利精密签订关于苏州捷力的《资产交割协议之补充协议》，已累计向胜利精密支付 16.008 亿元交易款。隆基股份：因朱雀信托存续期即将届满，需要退出并进行清算，股东陕西煤业通过朱雀信托以集中竞价方式减持 5564 万股，占公司总股本的 1.48%。福斯特：实控人林建华拟通过集中竞价减持不超过 1539 万股，约占总股本 2%，大宗交易减持不超过 3078 万股，约占总股本 4%，同德实业拟通过集中竞价方式减持不超过 769.55 万股，约占公司总股本的 1.00%。容百科技：湖州海煜拟减持不超过公司总股本的 2.97%，其中集中竞价减持不超过 886.5 万股，通过大宗交易减持数量不超过 1316.5 万股。欧擎富溢和通盛锂能拟减持不超过公司总股本的 3%，其中集中竞价减持分别不超过 147.8 万股、295.5 万股；大宗交易减持分别不超过 295.5 万股、591 万股。上海哥林和金浦智能拟减持不超过公司总股本的 3%。其中集中竞价减持分别不超过 647.5 万股、239.1 万股；大宗交易减持分别不超过 239.1 万股、204.2 万股。王顺林拟减持不超过公司总股本的 2.98%，集中竞价减持不超过 440 万股；大宗交易减持不超过 880 万股。嘉元科技：鑫阳投资计划通过集中竞价、大宗交易等减持不超过 971 万股，占公司总股本 4.2%；丰盛六合、荣盛创投、王志坚计划通过集中竞价、大宗交易等减持合计不超过 845 万股，占公司总股本 3.66%。

投资策略：电动车国内比亚迪汉、宝马 iX3、蔚来 EC5、小鹏 P7 等陆续上市，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%；海外 TeslaQ2

请务必阅读正文之后的免责声明部分

继销量超预期后业绩靓丽，欧洲主流国家 6 月注册 8 万也超预期，今年海外 140-150 万，同增 35-45%，欧洲预计超 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。光伏 2020 年竞价项目 25.96GW 超预期，上周多晶硅因事故涨价超 10%、硅片、电池片全面涨价，近期组件招标价格也回升，下半年旺季，今年装机估计 45-50GW，同增 50-70%，海外光伏需求逐步恢复，全球 120-130GW，同增 5-15%，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。工控去年 Q1/Q2/Q3/Q4 同增 0.5%/同降 10%/同降 1%/同增 9%，今年 Q1 和 Q2 同降 12.4%和增长 6.4%，强势复苏，龙头订购单尤其好，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%+），估值修复。

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）、隆基股份（单晶硅片和组件全球龙头、业绩持续超预期）、汇川技术（通用自动化上半年超预期、动力总成全面突破）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、成本优势突出）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、业绩高增长）、爱旭股份（专注高效电池的龙头、单瓦利润恢复超预期）、晶澳科技（组件一线龙头、上半年业绩超预期）、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）、阳光电源（逆变器龙头增长好、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）、宏发股份（新能源汽车继电器全球龙头、传统继电器开始复苏）、恩捷股份（湿法隔膜龙头、LG 等海外客户放量）、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：福斯特、亿纬锂能、新宙邦、三花智控、天赐材料、比亚迪、华友钴业、麦格米特、天奈科技、嘉元科技、福莱特、东方日升、天齐锂业、欣旺达、星源材质、赣锋锂业、国轩高科、思源电气、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、林洋能源等。

风险提示：投资增速下滑，政策不达预期

（证券分析师：曾朵红）

化工行业 2020 年 7 月第 4 周周报：基建项目建设加速，继续推荐新老基建相关材料标的及化工成长股

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 3196.77，本周累计下跌 0.54%，深证成指本周下跌 1.37%，化工板块（申万）上涨 0.76%。

本周化工板块个股中，新老基建相关材料标的涨幅居前：本周化工板块涨幅居前的个股有君正集团、阿科力、鲁西化工、金禾实业、神剑股份、三棵树、亚士创能、同德化工、金力泰、碳元科技。其中，国内经济持续回暖，新老基建项目建设加速，新型基建相关材料标的阿科力（电子树脂）与传统基建相关标的亚士创能（建筑涂料）、三棵树（墙面涂料）、同德化工（工程爆破）涨幅居前。

基建项目投资同比大增，工程建设进度加快：截至 6 月底，全国共有 28 个省市区公布 2020 年重大项目投资规划，总投资额约 63 万亿，同比增加约 2.7 万亿；各地区 2020 年计划完成约 9.7 万亿，同比增速可达到 6.7%，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

基建投资的增长与工程项目的上马为相关化工材料标的提供了广阔的市场空间和投资机会。

美油连续五周维持震荡，等待方向性选择：本周 ICE 布油报收 43.34 美元/桶（+0.46%）；WTI 原油报收 41.29 美元/桶（+1.72%）。需求方面，截至 7 月 17 日当周，美国商业原油库存攀升 489 万桶，显示出需求疲软迹象，而炼油厂原油净投入减少 10 万桶/日，总利用率降至产能的 77.9%，更是对原油需求产生重要打击；供给方面，上周美国原油产量上升 10 万桶/日，而 OPEC+的增产计划将在 8 月份如期进行。短期看，美原油已经连续 5 周窄幅波动，说明近期总体油市处于平衡的状态；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，涨幅前五的产品有丁二烯（+13.9%）、液化气（+7.8%）、软泡聚醚（+5.9%）、石脑油（+5.9%）、纯苯（+5.5%）。其中，下游产品聚氨酯、合成橡胶需求提升，海外供应量减少，软泡聚醚、丁二烯价格相应上涨。

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，推荐低估值白马股龙蟒佰利、万华化学，国六实施受益标的万润股份、双箭股份，以及新老基建配套材料相关标的上海新阳、昊华科技、震安科技、彤程新材。

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。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

电气设备与新能源行业点评：基金 Q2 持仓：新能源汽车、光伏板块持仓明显提升

投资要点

上游材料 2020Q2 由 2020Q1 的 3.68%上升至 4.37%，钴锂龙头持仓明显增加。主要持仓增加来源于赣锋锂业 11.06%（+2.37pct），天齐锂业 2.83%（+1.63pct）；华友钴业 19Q3-20Q2 分别为 9.15%、11.70%、5.36%、3.50%；赣锋锂业 19Q3-20Q2 分别为 1.41%、4.33%、8.69%、11.06%。

中游：电池、六氟磷酸锂及电解液、隔膜、负极环节持仓增加，增幅从大到小依次为六氟磷酸锂及电解液、电池、负极、隔膜、正极。中游 2019Q2-2020Q2 基金持仓占比分别为 2.62%、2.45%、4.19%、4.16%、6.33%。1）六氟磷酸锂及电解液上升 5.93pct；2）电池上升 3.60pct；3）负极上升 2.92pct；4）隔膜上升 1.37pct；5）正极下降 0.17pct。电机电控 2020Q2 上升，前十大基金持仓比例上升至 6.04%（+2.04pct），汇川技术持仓大幅提升至 10.45%（+2.93pct），汇川技术在 2019Q2-2020Q2 基金持仓占比分别为 5.62%、4.83%、5.48%、7.52%、10.45%。

核心零部件上升较快、整车小幅上升，充电桩小幅下降。具体数值来看，核心零部件 2019Q2-2020Q2 分别为 1.87%、2.94%、5.37%、8.10%、10.24%；整车 2019Q2-2020Q2 分别为 0.88%、0.33%、0.77%、2.31%、2.36%；充电桩 2019Q2-2020Q2 分别为 0.86%、1.40%、1.55%、1.92%、1.32%。

新能源：光伏加仓明显、风电、核电板块持仓稳定。光伏板块持仓上升至 6.06%（+2.49pct），2019Q2-2020Q2 持仓比例分别为 5.74%、4.94%、3.84%、3.57%、6.06%。风电板块上升至 2.45%（+0.3pct），2019Q2-2020Q2

请务必阅读正文之后的免责声明部分

持仓比例分别为 2.69%、2.96%、2.54%、2.15%、2.45%。核电板块持仓上升，2019Q2-2020Q2 分别为 0.57%、0.43%、0.41%、0.65%、0.52%、0.64%。

电力设备：整体持仓稳中有升，电力电子表现亮眼。电力电子 2019Q2-2020Q2 分别为 2.36%、2.10%、2.91%、3.46%、4.89%，上升明显，其中汇川技术在高持仓占比的基数上继续上升，持仓比例达到 10.45%（+2.93pct），2019Q2-2020Q2 分别为 5.62%、4.83%、5.48%、7.52%、10.45%；特高压 19Q2-20Q2 分别为 0.12%、0.10%、0.05%、0.23%、0.32%，微升；低压上升、智能电表下降，中压板块持平，电线电缆 2.09%（+0.08pct）；二次设备 2019Q2-2020Q2 分别为 0.95%、1.62%、1.79%、2.28%、1.54%，环比微降。

风险提示

股市波动风险，宏观经济波动风险，政策变动风险。

（证券分析师：曾朵红）

非银金融：金融的尽头是科技（一）——乘科技之风，破金融创新之浪

投资要点

科技+政策驱动，科技金融迎来发展机遇：1）随着人工智能、区块链、云计算、大数据等新兴技术的蓬勃发展，“科技+金融”演进 30 余年，经历了“金融电子化-金融信息化-金融互联网-科技金融”的不同阶段，形态不断变更升级，金融行业将迎来智能高效新时代。2）金融科技的发展推动了资本市场制度加速变革，国家也出台了一系列配套政策，以促进金融科技行业的发展，科技进步与政策推动的良性循环也推动着金融科技市场需求逐步扩容。3）2020 年以来疫情的突然爆发，线下营销活动受阻加速了金融业务线上化，银行、券商、保险纷纷开启了全流程线上服务改革，其中保险科技转型尤为突出。为建设“数字中国”，国家提出一系列政策推行安全可控体系，信创上升到国家战略高度，为科技金融带来新的发展机遇。我们认为，当前正处于科技快速发展和资本市场改革深化的黄金窗口期，疫情推动叠加国家网络安全需要背景下，科技金融正迎来前所未有的发展机遇。

科技赋能传统金融，产业链升级为科技公司提供更多获利空间：IT 技术升级传统金融业态，科技使得传统金融业务更加高效和智能，为金融科技全产业链企业带来新的获利空间。1）传统金融机构竞争加剧，加码科技提升服务效率，直接面对海量网络用户，市场空间广阔，建议关注招商银行、华泰证券、中金公司、老虎证券、富途控股、众安在线等；2）牌照业务竞争逐步白热化背景下，具有渠道资源/平台流量的公司优势逐渐突出，依托支付、信贷、理财、行情交易、财险销售等场景创新建设，积累渠道和客户资源，再连接金融机构进行流量的变现，建议关注同花顺、指南针、财富趋势、银之杰、拉卡拉等；3）从事金融行业应用软件开发的底层架构技术供应商具有相对稳定的盈利模式，行业马太效应凸显，头部公司强者恒强，抢占绝大多数市场份额，中小企业着力发展特色业务，建议关注恒生电子、顶点软件、长亮科技等。

手握科技，平台类公司崛起：金融科技时代下，科技是核心竞争力，一些科技实力强劲，同时具有海量流量资源，且拥有金融业务牌照的全产业链覆盖的平台类公司将会不断崛起。1）东方财富全牌照布局财富管理

请务必阅读正文之后的免责声明部分

圈，证券基金齐发力，依靠科技促进成本下行，零售证券持续演绎高成长性，互联网金融服务平台业绩也在平稳增长，公司流量正在逐步变现；2）蚂蚁金服更名蚂蚁集团，依托金融科技推动绿色可持续的普惠金融，科技服务将为公司带来更大的业务规模；3）中国平安被科技赋能，着力打造“金融+科技”的平安生态圈，其保险科技在提升内部竞争力的同时也作为产品出售，从而获得双向效用；4）腾讯控股长期以来在金融领域低调蓄力，以支付业务带动全牌照稳健金融布局，金融科技将为企业长期发展释放新动能。

风险提示：1）金融监管影响创新进度；2）对外开放海外竞争加剧；3）中美贸易摩擦加剧；4）疫情控制不及预期。

（证券分析师：胡翔　研究助理：朱洁羽）

有色金属：避险情绪再起带动金银两旺

行情回顾：本周沪深 300 下跌 3.73%，有色金属下跌 2.25%。铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料涨幅分别为-2.50%、-5.88%、1.78%、4.43%、-4.70%、-7.38%。个股涨幅前五的公司为豫光金铅、盛达资源、赤峰皇金、鹏欣资源和银泰黄金。

行业跟踪：

基本金属：国际紧张局势升级，铜价遭遇黑天鹅冲击，铜价先扬后抑，短期或以高位震荡为主；本周铝价小幅回调，预计下周现货价格高位震荡；宏观再起不确定性因素，市场避险情绪上升，预计下周铅社会库存仍将继续降库；锌整体宽幅震荡上行，市场交投氛围略活跃，整体市场成交尚可。

贵金属：受到美国疫情持续蔓延和经济重启放缓的影响，劳动力市场承压。隔夜美元指数与 10 年美债利率双双走弱，且地缘政治风险因素凸显，市场避险情绪高涨，为金银价格在高位提供支撑。

锂钴：本周碳酸锂（电池级）价格 4.4 万元/吨，周环比持平。电池级碳酸锂需求恢复缓慢，冶炼厂当前仍面临库存压力。氢氧化锂高幅价格坚挺，低幅价格或略有下滑；本周电解钴报价上涨，贸易商询盘囤货意愿较强。

稀土：本周氧化镨钕主流成交价格持稳运行，中重稀土方面，镝、铽、钬均有所上涨，钆僵持偏稳。

小金属与新材料：本周镁锭市场趋稳运行；进口锰矿、富锰渣市场弱势运行，电解锰整体持稳；钒合金市场盘整运行，钒氮合金厂家出货并不乐观，市场成交进入震荡阶段。

投资建议：1）下半年看好基本金属铜、铝。短期受情绪波动影响，基本金属有所回调，但中期依然看好。随着海外特别是美国为对冲疫情而采取大规模的宽松政策，全球流动性充裕推涨金属价格；叠加国内自 2019Q4 起的库存周期趋势在疫情结束后恢复，基本金属需求上行与流动性共振，标的紫金矿业、云铝股份。2）长期看好能源金属锂、钴。需求端新能源汽车需求持续高速增长，供给端上游锂矿价格跌入部分矿山成本线以内，未来逐步进入减产期，供需有望再平衡，标的天齐锂业、赣锋锂业、华友钴业。3）精选新材料个股。随着下游 5G、军工等逆周期领域逐步发力，相关零部件需求迎来爆发期，上游材料数率先受益且弹性较大，关

请务必阅读正文之后的免责声明部分

注博威合金、楚江新材、宝钛股份、西部超导、应流股份等。

风险提示：经济复苏低于预期；海外流动性收紧。

（证券分析师：杨件）

推荐个股及其他点评

昂利康（002940）：业绩低点已过，特色制剂和原料药驱动公司未来三年净利润年复合增速预计不低于 35%

投资要点

2019 年业绩低点已过，预计未来三年净利润年复合增速不低于 35%: 2017 年后，制剂业务面临带量采购、两票制等政策大背景竞争加剧，而原料药和中间体业务由于部分产品停产、销量下滑，因此 2018、2019 年的净利润增速仅为 7.5%、3.3%。2020-2021 年，制剂存量核心品种（苯磺酸左氨氯地平等）一致性评价通过后产品放量，江苏悦新复产带来原料药和中间体业务改善，alpha 酮酸特色原料药的一期产量爬坡; 2022 年以后，新型制剂（alpha 酮酸片等）获批，alpha 酮酸特色原料药二期产能释放，公司收入结构得到极大优化。我们判断，2019 年是公司净利润增速低点，20-22 年公司净利润年复合增速不低于 35%。

制剂业务：现有品种提供优良现金流，新型制剂打开公司成长空间。现有主力品种苯磺酸左氨氯地平是当前制剂收入主要来源，现金流情况良好。20-21 年，公司继续推进优势品种一致性评价工作，稳住制剂基本盘，并在头孢克洛缓释片等产品上取得销售突破。22 年开始，替格瑞洛片、复方 α-酮酸片、艾迪骨化醇、布瓦西坦、LCZ696、碳酸镧、聚卡波非钙等产品陆续上市。此类制剂市场空间广阔，竞争格局良好，公司在关键中间体和原料药上有较强的竞争优势，预计此类新型制剂将成为公司收入和利润的重要增量，支撑数倍的收入增量，打开成长空间。

原料药及中间体业务：短期看江苏悦新复产，长期看 alpha 酮酸扩产带来的业绩弹性，以及其他特色原料药的引入。江苏响水事件基本发酵完毕，江苏悦新有望在 2020 年下半年开始复产，7-ADCA 和头孢原料药盈利能力恢复（此前 7-ADCA 亏损 3000 多万，头孢原料药预计受影响 1000 多万净利）。alpha 酮酸特色原料药公司是国际巨头费森尤斯卡比国内唯一供应商，该原料药技术壁垒较高，产品供不应求，净利率达 35%。公司产能从 150 吨扩张到 750 吨，产能可以有效消化。我们测算一期新增和二期产能满产后可以实现收入 4.2 亿元（不含最初的 150 吨），归属于上市公司 7350 万净利润，业绩弹性较大。此外，公司还规划引入合作引入其他特色原料药，贡献新的增长点。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年的收入分别为 16 亿、19、25 亿元，增速分别为 14.5%、19.4%、30%，预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.62 亿、2.20 亿、2.96 亿元，增速分别为 44%、36%、35%，净利润三年复合增速高达 38%，预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 1.80、2.44、3.29 元，当前股价对应估值分别为 35X、26X、19X。考虑公司 1、制剂业务充分受益于一致性评价和在研产品获批后带来的较大弹性；2、原料药业务江苏悦欣复产和阿尔法酮酸产能释放带来的收入增长，参考

请务必阅读正文之后的免责声明部分

可比公司估值和增速，首次覆盖给予“买入”投资评级。

风险提示：公司产品销售不及预期；江苏悦新复产进度不及预期；产品研发进度不及预期。

（证券分析师：朱国广）

雷赛智能（002979）：步进系统王者，伺服新星起航

投资要点

运动控制核心部件和解决方案专家，重点布局高潜行业。公司 1997 年成立，聚焦运动控制领域，布局控制器（PC-Based 等）、步进系统、伺服系统三大主业。公司持续高研发投入、深化技术营销，下游聚焦电子（占比 39%）、机床（22%）等高潜行业，光伏行业开始布局。公司 19 年营收 6.6 亿，15-19 年 CAGR 近 16%，归母净利润 1.08 亿，CAGR 近 11%，毛利率持续稳定在 40%以上、19 年 ROE 达 18.3%。

步进系统行业龙头，产品推陈出新、巩固龙头地位。运动控制是工控自动化行业的核心场景，步进系统是低速工况的重要设备，19 年行业市场规模 8.5 亿，格局仍内资品牌为主，雷赛智能市占率 38%、是国内龙头，下游以电子、激光、雕刻、纺织等行业为主，覆盖蓝思、大族等大客户。受益电子行业高景气、及公司步进产品的不断迭代升级，未来龙头地位有望继续巩固、步进业务有望维持稳健增长。

PC-based 控制器空间广阔，先发布局引领进口替代。通用运动控制器是运动控制系统的“大脑”，18 年市场空间 6.4 亿，通常有 PLC、嵌入式控制器、PC-based 控制卡三类，PC-based 就散能力强、通用型强，空间广阔；格局方面通用运动控制器以内资固高（44%）、雷赛（16%）为主，PC-based 控制卡以外资毕孚、研华份额最高。雷赛控制产品坚持总线化战略，向高端制造业迈进，下游覆盖电子制造、工业机器人等行业，知名客户包括舜宇光学、富士康、比亚迪供应链、大族激光等，未来行业增长、进口替代空间大。

伺服系统：发轫之始，迈向星辰大海。相比于步进系统，伺服系统精度更高、速度更快，是现代工业自动化设备的核心，19 年市场空间约 121 亿元，且增长空间大；格局方面日系企业安川（11%）、松下（10%）、三菱（11%）、欧姆龙，台湾台达，以及欧美企业西门子、施耐德等占据半壁江山，国产品牌以汇川（7%）为首，进军第一梯队。雷赛 03 年推出第一代伺服产品 DB 系列，十几年不断迭代，目前的 L7 系列的核心技术指标响应性、易用性、编码器分辨率、实时总线方面达到了国内领先水平。公司中小功率产品在雕刻、激光、喷绘、雕切等行业积累了一定经验，逐步进入机床、电子、纺织等行业，20 年在光伏、物流等行业继续突破，深耕高景气行业，有望持续快速增长。

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年归母净利润分别 1.78 亿、2.36 亿、3.06 亿，同比分别+60.4%、32.9%、30.5%，对应现价 PE 分别 40 倍、30 倍、23 倍，参考可比公司，2021 年平均 PE40 倍，考虑到公司自动化系统增长空间大，给予 2021 年 40 倍 PE 作为估值依据，目标价 45 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，新客户、新产品开拓不及预期，竞争加剧

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中旗股份（300575）：经营步入正轨，估值处于洼地

事件

公司发布中报，报告期内实现营业收入 10.07 亿元，同比增加 13.33%，环比增加 20.35%；归母净利润 1.24 亿元，同比增加 26.12%，环比增加 48%。

投资要点

海外业务是公司业绩同比大增的主要原因。报告期内，海外业务的收入同比增长 41.59%，毛利率同比增加 4.17 个百分点，国内业务基本持平。江苏化工园区综合整治进入尾声，装置负荷逐步提升是二季度营收、净利润增长的主要原因。考虑到海外新冠疫情肆虐，公司的出口业务可能存在通关不顺、收入需要推迟确认的风险。

研发费用逐步起量，公司愿景初步展现。报告期内，公司的研发费用同比增加了 45.54%。在进一步巩固现有农药原药业务同时，公司在绿色新型农药、自主知识产权医药和高端新材料领域逐步布局。在绿色新型农药方面，截至 2019 年底，已经获得授权 PCT 国际专利 5 件，并且开发出一些具有良好活性和市场前景的自主知识产权绿色新农药。自主知识产权医药方面，重点计划发展靶向抗肿瘤药物、抗病毒药物以及免疫疾病药物。新材料方面，重点计划发展 5G 关键材料、新型高性能纤维材料以及新型有机硅聚合物等。

淮北基地落地，未来业绩增长确定。短期看，南京基地、淮安基地仍有部分产能逐步释放，尤其是南京基地的氟酰脲/甲氧咪草烟车间的产能释放进度。中期看，公司计划在淮北基地分两期投资 17.88 亿元，建设 1.55 万吨农药原药项目，达产后公司业绩中枢有望显著提升。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 23.34 亿元、27.10 亿元和 30.01 亿元，归母净利润分别为 3.02 亿元、3.48 亿元和 4.05 亿元，EPS 分别为 2.19 元、2.52 元和 2.93 元，当前股价对应 PE 分别为 20X、18X 和 15X。维持“买入”评级。

风险提示：农产品景气下行带动原药价格下行，公司的生产继续受到环保整治的干扰。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

数据港（603881）：中标联通大数据创新园区项目一期，强化区位布局，丰富客户结构

投资要点

事件：7 月 23 日，数据港收到联通雄安产业互联网有限公司《关于加快中国联通(怀来)大数据创新产业园项目建设的函》，公司承担中国联通（怀来）大数据创新产业园项目一期数据中心相关投资和运行维护工作，预

请务必阅读正文之后的免责声明部分

计投资额约 5 亿，此次项目对雄安产互具有重要建设意义，雄安产互希望与公司尽快签署协议并启动项目建设，加速项目落地进度。

中标河北怀来项目，强化区域战略布局：根据公告批露，项目包含 0.3 万 m2 的运维楼和 2.55 万 m2 的数据中心，数据中心计划投运 3000 架以上、平均功率密度为 5.5kW 的机柜，折算总功率 16.5MW，合作年限 11 年。同时该项目也是公司继张北县后，在河北省张家口市的第二个重要战略布点。我们认为，本次中标一方面体现数据港在深度绑定阿里的同时积极拓展客户群体，丰富客户结构；其次加强在京津冀地区的数据中心区域布局，为后续在该区域的持续发展奠定扎实的基础。

行业竞争从“区位主导”向“客户主导”转移：大部分互联网企业分布在核心城市，有较多的时效性高的“热数据”需要处理，形成了一线城市数据中心供不应求的现状。对于二线城市的 IDC 发展出现两种分化，一部分 IDC 因为需求的原因，上架速度慢，资产变现能力差；但一部分 IDC 因为有阿里、腾讯等巨头的支持，运营及上架情况也媲美一线城市机房。所以我们认为，本次数据港中标机房位置也进一步表明，当前 IDC 产业发展驱动因素从区位驱动转向客户驱动，未来紧抓头部流量客户成为业绩稳定的关键因素。

持续扩大业务规模，未来业绩稳定可期：截止 2019 年末，数据港新增具备运营条件的自建数据中心 5 个（累计 17 个），新增 IT 负载合计约 73 兆瓦；IT 负载合计约 141 兆瓦，折算成 5 千瓦标准机柜约 2.82 万个，数据港在“先订单、后建设”的模式下，仍实现自身规模的快速扩张。我们认为河北怀来项目一期的建成，将在公司现有客户范围基础之上，客户群体得到再拓展，同时将引入大数据应用产业链上下游的优质企业，形成聚集态势，在持续扩大公司业务规模的基础上，进一步拓展企业核心竞争优势及影响力。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年的营业收入分别为 9.59、13.40、15.53 亿元，归母净利润分别为 1.94、2.62、2.94 亿元，EPS 分别为 0.92、1.24、1.40 元，对应的 PE 估值分别为 105/78/69X，我们持续看好数据港未来业绩增长，维持“买入”评级。

风险提示：机柜上架率不及预期；机柜数量增长不及预期；核心客户流失风险；融资风险。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

福斯特（603806）：光伏胶膜龙头，电子材料新秀

投资要点

国产化替代的成功践行者：公司以国产化替代为信条，发展历程可以分为三个阶段：1994-2003 年热熔网膜起家；2003-2015 年光伏胶膜国产化替代；2015 至今新材料时代继续国产化。公司以胶膜为基，多主业并行，目前产品范围覆盖光伏、电子、电池等。公司股权结构清晰稳定，主要高管技术出身，持续高研发投入，构筑了技术护城河。

全球平价、星辰大海：光伏度电成本下降迅速，十年间降幅高达 87%，近两年光伏产业链价格下降明显，海外大部分国家光伏最低中标价远低于当地火电价格，当前国内组件最低招标价也仅 1.38 元/W，低价刺激全球光伏需求。光伏行业从集中市场到百花齐放，光伏组件出口逐年攀升，海外市场需求火热。前几大国家出口集中度不断下降，多点开花熨平行

请务必阅读正文之后的免责声明部分

业波动性。短期来看，2020 年全球光伏新增装机预计 125GW，同比增长 9%；长期来看，全球光伏渗透率空间很大，预计 2030 年行业每年新增装机 749GW。

胶膜寡头，再造福斯特：胶膜是组件重要封装材料，但由于其占组件成本比重低、客户验证周期长导致新进入难度大，目前国产化替代完成，板块格局稳定，公司寡头地位稳固。1）产能加码再造福斯特：公司 2019 年产销两旺，2019 年末公司胶膜产能 7.5 亿平，我们预计到 2020 年末产能达到 9 亿平，未来 3-5 年达到 15 亿平，产能翻倍“再造福斯特”；2）出色的毛利率：同业对比来看，公司毛利率优秀，主要原因在于高单价（部分品牌溢价和高端胶膜占比提升）+低成本（规模化采购），未来原材料 EVA 树脂行业国内厂商大规模扩产进行国产替代，我们预计公司原材料成本下行，盈利水平进一步提升。3）高端胶膜渗透率提升带动盈利结构性改善：公司高毛利率的 POE+白色 EVA 出货占比提升，结构性提高盈利能力，未来投产胶膜产能均为高端胶膜，进一步优化产品结构。

材料新秀，放量可期：公司 2015 年起逐步规划进军新材料领域：1）感光干膜：感光干膜主要应用于 PCB 电路板中，行业国外垄断，进口替代空间大。目前公司已成功导入大型客户（深南电路、景旺电子等），且向上游扩张投资感光干膜原材料产能，进一步控制成本，未来业务放量可期。2）背板：公司是背板业务前三甲，业务稳中有升。3）FCCL：FCCL 是覆铜板的一种，目前竞争格局一超多强，公司研发于销售在持续推进；4）铝塑膜：公司国产化进行中，规划扩产 5000 万平米，正在筹备中。

盈利预测与投资评级：预计 2020-22 年上市公司归母净利润分别为 12.16 亿/16.19 亿/20.41 亿元，同比增长 27.1%/33.1%/26.1%，给予公司 2021 年 40 倍 PE，对应目标价 84 元，给予“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，光伏政策超预期变化，海外拓展不及预期

（证券分析师：曾朵红）

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