新时代证券-研究所晨报（20200727）

● 总量研究

宏观经济：存在股债“跷跷板效应”吗

7 月上半月股债走势完全相反，引发了股债“跷跷板效应”的讨论。由于影响股债的第三方因素很多，比如经济基本面、货币政策、市场情绪等等，当股债走势相反时，很难判断股市和债市之间的因果关系。另外，可以在股票、债券之间自由选择的资金占股债整体资金的比重比较小，资金的转移难以产生明显的“跷跷板效应”。即使存在债市资金流出（流入）的同时股市资金流入（流出），也很难确定是同一批资金。因此，就短期而言，我们倾向于认为资金转移导致的股债“跷跷板效应”很弱，股债走势相反更多是因为股债受到相同或不同的第三方因素影响。

策略研究：调整的时间和空间

目前的利空不会改变经济恢复和居民资金活跃的大环境，当下的格局比 2020 年 3 月、2019 年 4 月、2018 年 2 月都好很多。这个位置大概率是技术性调整。由于实体经济依然是上行的，银行地产的估值继续下行空间很小，指数的调整空间已经很小了。时间上，现在是经济淡季和中报季，向上缺乏催化剂，继续开启上涨的时间可能要等 8 月中下旬。

● 公司研究

亿纬锂能：思摩尔国际业绩 20H1 超预期，公司收到华晨宝马供应商定点信

参股公司思摩尔国际预计 20H1 经调整净利润 12.9-13.3 亿元，同比增长 38.1%-42.9%；子公司亿纬动力收到华晨宝马汽车有限公司供应定点信。公司动力锂电池板块积极拓展下游客户，布局包括方形 LFP、方形三元、软包三元在内的多种路线，贡献净利润有望每年翻倍。

盈利预测、评级及投资建议：我们上修 2021/2022 年业绩预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 20、26、34 亿元，按照最新收盘价对应 PE 分别为 52、40、30 倍。对公司评级上调至“强烈推荐”评级。

新华保险：资产负债双驱动，规模价值共发展

公司确立了以寿险业务为主体、以财富管理和康养产业为两翼、以科技赋能为支撑的“1+2+1”战略，坚守寿险发展本质，着力打造“中国最优秀的以全方位寿险业务为核心的金融服务集团”。

盈利预测、评级及投资建议：预计公司 2020 至 2022 年 EPS 分别为 5.24、6.36、8.13 元，对应 2020 年 7 月 24 日收盘价 PE 分别为 9.9、8.2、6.4 倍；采用保险评估价值法测算，得到公司 A 股的合理价值为 69.58 元每股，对应 2020 年 P/EV 为 0.94 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
农林牧渔	-2.27%	休闲服务	-8.56%
采掘	-2.34%	电子	-6.05%
国防军工	-2.37%	医药生物	-5.85%
银行	-2.58%	传媒	-5.56%
房地产	-2.84%	非银金融	-5.22%

相关报告

《存在股债“跷跷板效应”吗》2020-07-26
《调整的时间和空间》2020-07-26
《资产负债双驱动，规模价值共发展》2020-07-26
《思摩尔国际业绩 20H1 超预期，公司收到华晨宝马供应商定点信》2020-07-22

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 宏观经济：存在股债“跷跷板效应”吗 3
1.2、 策略研究：调整的时间和空间 3
2、 公司研究 4
2.1、 亿纬锂能：思摩尔国际业绩 20H1 超预期，公司收到华晨宝马供应商定点信 4
2.2、 新华保险：资产负债双驱动，规模价值共发展 5

1、 总量研究

1.1、 宏观经济：存在股债“跷跷板效应”吗

7 月上半月股债走势完全相反，引发了股债“跷跷板效应”的讨论。而现实是，短期情况下股债的关系很不稳健，股价和债券价格时而正相关时而负相关，难以捉摸其中的规律。由于影响股债的第三方因素很多，比如经济基本面、货币政策、市场情绪等等，当股债走势相反时，很难判断股市和债市之间的因果关系。另外，可以在股票、债券之间自由选择的资金占股债整体资金的比重比较小，资金的转移难以产生明显的“跷跷板效应”。即使存在债市资金流出（流入）的同时股市资金流入（流出），也很难确定是同一批资金。因此，就短期而言，我们倾向于认为资金转移导致的股债“跷跷板效应”很弱，股债走势相反更多是因为股债受到相同或不同的第三方因素影响。

长期情况下，市场情绪会回归中性，而货币政策最终受经济基本面决定的自然利率影响，这就意味着如果股债具有长期稳定的关系，不管是正相关还是负相关，必然有经济逻辑在里面。

虽然有时美股股价和美债收益率也存在正相关，但整体上是负相关的。从 1980 年代开始，美股持续走强的同时，美债收益率趋势性下滑，这就是很多人说的美国不存在股债“跷跷板效应”。过去四十年，虽然美国经济增速整体在下滑，但是新经济扩张、市场集中度提升增强了企业的市场势力，并带来垄断租金，企业资本回报率可以维持在较高水平。一般情况下，如果资本回报率比较高，企业会扩大融资，抬升融资利率，直到资本回报率和融资利率相一致。但是垄断能力的存在，使企业缺乏增加融资、扩张投资的动机，资金需求的减少，使融资利率也就是自然利率下滑，货币政策利率也随之下降。融资利率实际上就是股票的期望利润率，期望利润率下降的同时，企业资本回报率保持平稳，股价就不断上涨，因此，也就出现了股价和利率相反的走势。

但是中国不同。由于中国经济结构不断变化、利率市场化尚未完成，不同阶段的股价、债券收益率影响因素不一，两者关系也比较复杂，这里只分析次贷危机之后的情景。中国新经济比重较小，传统行业也没完全市场出清，除了一些管制行业，整体经济的市场势力、垄断能力并不强，也就不能获取大量的垄断租金。次贷危机之后，中国经济增速下行，资本回报率下降，投资率也随之下滑，从而拉低了融资利率、货币政策利率。中国股票预期收益率和资本收益率是一起下滑的，两者对股价的作用抵消，最终股价长期箱体震荡，股价和债券收益率的关系也就不稳定。

总之，中美资本市场的核心差别在于，中国债券收益率随资本收益率下滑，两者对股价的影响抵消，股价震荡，而美国经济垄断租金的存在，导致资本收益率平稳的同时债券收益率下滑，最终美股股价不断走高。不管中国还是美国，都不存在稳健的股债“跷跷板效应”。

风险提示：海外疫情二次爆发；货币政策可能正常化。

1.2、 策略研究：调整的时间和空间

目前的利空（解禁、中美关系）不会改变经济恢复和居民资金活跃的大环境，当下的格局比 2020 年 3 月（疫情带来盈利大幅下滑）、2019 年 4 月（市场尚未发行科技的产业趋势）、2018 年 2 月（经济进入了趋势性下行）都好很多。这个位置

大概率是技术性调整。由于实体经济依然是上行的，银行地产的估值继续下行空间很小，指数的调整空间已经很小了。时间上，现在是经济淡季和中报季，向上缺乏催化剂，继续开启上涨的时间可能要等 8 月中下旬。

（1）调整的性质。最近市场的剧烈波动让投资者非常动摇，按照 2015 年 6 月以来的经验，类似的波动完成后，后面可能一个季度内都很难有值得参与的行情，2018 年 2 月、2019 年 4 月和 2020 年 3 月的教训让部分投资者已经开始谨慎。但我们认为，这一次只是技术性调整，调整的时间和空间都会比之前的小。

影响调整级别的因素主要有三个：短期（涨幅过快叠加局部利空）、中期（经济和资金出现了年度级别的担心）、长期（牛市或震荡市的核心矛盾是否变化）。如果是只有第一个因素，调整一般是技术调整；如果是第一个和第二个因素共振，调整一般是季度休整，或者是幅度很大的月度调整；而如果是短期中期长期三因素共振，调整的幅度和速度都会远超预期。我们认为，近期的调整，主要是前期利多兑现后，获利盘较多和仓位调整需要带来的调整，是技术性调整，空间和时间都不会太久。

目前的利空(解禁、中美关系)都不会改变经济恢复和居民资金活跃的大环境，这种格局比 2020 年 3 月（疫情带来盈利大幅下滑）、2019 年 4 月（市场尚未发行科技的产业趋势）、2018 年 2 月（经济进入了趋势性下行）都好很多。估值层面虽然局部有泡沫，但是整体是比较健康的。所以这个位置大概率是技术性调整。

（2）调整的时间。时间上，市场需要时间重新寻找上涨的主线。如果后续上涨的主线是周期和金融，则需要验证经济复苏的力度，目前经济逐步进入季节性淡季，货币政策和房地产政策边际上的担心也有所抬头，如果这个主线发力的话，可能要等经济进入旺季，9-10 月可能会有再次中枢抬升。

如果后续上涨的主线是消费和科技，则需要等待解禁担心和中报的数据落地，重新开启上涨的时间可能要等 8 月底，等中报披露完毕。

（3）调整的空间。我们认为调整的空间很小，因为银行和地产的估值很低。历史上虽然银行地产估值一直很低，但如果在低的基础上继续估值下行，一般要伴随着实体经济的下行，但现在实体经济是上行的，所以银行地产估值继续下行的可能性很低。所以指数下行的空间也很小。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 公司研究

2.1、 亿纬锂能：思摩尔国际业绩 20H1 超预期，公司收到华晨宝马供应商定点信

公司公告：思摩尔 20H1 业绩预告，收到华晨宝马供应定点信。公告一：参股公司思摩尔国际预计 20H1 经调整净利润 12.9-13.3 亿元，同比增长 38.1%-42.9%；不经调整净利润 0.5-1.0 亿元，同比下滑 89.1%-94.0%（非经项目主要是可转换优先股/可转债、上市费用、股权激励费用等）。

公告二：子公司亿纬动力收到华晨宝马汽车有限公司供应定点信。

思摩尔 20H1 业绩超预期，未来净利润 30%-40%增速可期。据弗若斯特沙利文，2019 年电子烟行业空间 450 亿美元，渗透率 5%，2012-2019 年增速 37%。由于其

“减害”特性逐渐被接受，同时政策有望逐步放开，未来行业整体预计保持快速增长。假设 2025 年渗透率为 15%，对应市场规模 1350 亿美元，预计 2019-2025 年行业增速 20%-30%。思摩尔是中游龙头（2019 公司市占率 16%，CR5 为 30%），具备技术、客户、产能等多项竞争壁垒，2016-2019 年净利润复合增速为 174%，未来随着行业高增长以及龙头优势增强，思摩尔有望保持 30%-40%净利润增速。

动力电池板块积极拓展客户，板块净利润有望每年翻倍。公司动力锂电池板块积极拓展下游客户，布局包括方形 LFP、方形三元、软包三元在内的多种路线。截至目前，公司已与戴姆勒、现代起亚、小鹏等公司签订了相关供货合同，近日又收到华晨宝马供应商定点信，未来将继续拓展国内外其他优质客户。从公司目前的产能规划来看，2019-2022 年总产能预计分别为 5.5/11.0/12.0/13.5GWh，假设产能利用率逐年提升，预计出货量分别为 1.7/3.3/6.0/9.5GWh，假设单车带电量 60KWh，则对应客户销量 3/6/10/16 万辆。在此假设下，动力电池板块贡献净利润有望每年翻倍。

盈利预测及投资建议：基于电子烟板块超预期增长、动力锂电池业务顺利推进，以及锂原板块稳步增长及消费锂电池板块下半年存在潜在催化的可能，我们上修 2021/2022 年业绩预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 20、26、34 亿元，按照最新收盘价对应 PE 分别为 52、40、30 倍。对公司评级上调至“强烈推荐”评级。

风险提示：锂原电池下游需求不及预期，消费电子行业需求不及预期，新能源汽车行业需求不及预期，储能需求不及预期，电子烟需求不及预期，公司管理经营风险。

2.2、 新华保险：资产负债双驱动，规模价值共发展

全国领先的寿险公司，致力于转型发展中实现二次腾飞。公司确立了以寿险业务为主体、以财富管理和康养产业为两翼、以科技赋能为支撑的“1+2+1”战略，坚守寿险发展本质，着力打造“中国最优秀的以全方位寿险业务为核心的金融服务集团”。

资产负债双轮驱动，规模价值全面发展。经过前期转型，公司产品结构得到优化，打下良好价值基础；在新阶段重塑发展格局，进一步打通负债端与资产端连接，实现规模与价值全面发展。

代理人队伍规模站上新平台，银保渠道新阶段发力传统优势。2019 年末公司代理人队伍超过 50 万人，个险渠道保费占比达 79%；传统优势银保渠道重整发力，趸交业务激增，渠道保费快速增长。

保障型储蓄型产品共同发展，康养布局协同延伸保险产业链。公司近年来健康险业务快速发展，产品价值率显著提升，长期储蓄型产品同样受到重视。多样化的养老产业和医疗、健康服务协同主业发展。

保险资金运用稳健积极，第三方资管业务具备发展潜力。权益投资主动管理略有强化，债权类投资利率敏感性有所回升，非标投资平稳安全。资管公司与养老公司在第三方资产管理业务方面大有可为。

盈利预测、估值与评级：假设公司业务整体平稳增长，剩余边际长期摊销稳定贡献利润，投资成果与市场表现相吻合。预计公司 2020 至 2022 年 EPS 分别为 5.24、6.36、8.13 元，对应 2020 年 7 月 24 日收盘价 PE 分别为 9.9、8.2、6.4 倍；预计公司 2020 至 2022 年 EVPS 分别为 74.27、81.66、90.56 元，相应 P/EV 分别为 0.70、

0.64、0.57 倍。采用保险评估价值法测算，得到公司 A 股的合理价值为 69.58 元每股，对应 2020 年 P/EV 为 0.94 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：外部金融环境、国际关系等发生重大变化带来系统性风险传导；保险风险发生率发生重大变化带来的损失风险、巨灾风险、利率风险、行业政策风险等；受经济、公司决策，以及资本市场波动等影响带来的经营成果不达预期风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/