东吴证券晨会纪要

2020 年 07 月 24 日

晨会编辑 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：以史为鉴，美国要求他国关闭领事馆的来龙去脉

7 月 21 日美国突然要求中方关闭驻休斯敦总领馆，这在中美外交史上还是第一次，也使得美国大选前中美地缘政治的不确定性进一步加大。如何看待这一事件的后续演绎？在此我们不妨以史为鉴，看看此前美国要求他国关闭驻美领事馆后，事件是如何演绎且市场又怎样表现？

历史上美国虽不乏主动关闭其在他国领事馆的行动，但要求他国关闭驻美领事馆的行为则十分罕见。此前仅有的两次均发生在特朗普任期内，且全部针对俄罗斯。

风险提示：全球疫情二次爆发，中美地缘政治不确定性加大

固收金工

固收点评：“真知”系列 17-20200722

我们认为整体对资产市场还是会存在较持续地支撑，对美债的支撑相对大于美股；但资金也会存在偏好，利率债、投资级债利好大于高收益债，后疫情概念股、科技股（FAANG）、成长股利好大于价值股，由于市场是在“谨慎地买未来”，而不是“安心地买现在”。

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。

行业

电力设备与新能源行业点评：特斯拉 20Q2 财报再超预期，产能加速扩张持续高增长

特斯拉交付量及业绩持续超预期，继续强推欧洲电动车及特斯产业链，中游首推宁德、璞泰来、科达利、新宙邦、恩捷、当升，关注亿纬、比亚迪、天奈、天赐、星源等；核心零部件宏发、汇川、三花；上游资源华友、天齐，关注赣锋。

推荐个股及其他点评

长城汽车（601633）：Q2 业绩大超预期，精彩才刚开始！

全面看多整车板块，首推“主流车企造车新势力”【长城汽车】。鉴于长城炮产销超预期+新平台车型进入放量期，我们上调 2020-2022 年归母净利润至 50.27/69.15/90.22 亿元，对应 PE 为 22.56/16.40/12.57 倍，维持“买入”评级。

中国长城（000066）：发布多路服务器芯片腾云 S2500，打开行业应用市场

事件：公司子公司天津飞腾正式发布了新一代高可扩展多路服务器芯片腾云 S2500，此前飞腾主要支持单路服务器。

宏观策略

宏观点评：以史为鉴，美国要求他国关闭领事馆的来龙去脉

观点

7 月 21 日美国突然要求中方关闭驻休斯敦总领馆，这在中美外交史上还是第一次，也使得美国大选前中美地缘政治的不确定性进一步加大。如何看待这一事件的后续演绎？在此我们不妨以史为鉴，看看此前美国要求他国关闭驻美领事馆后，事件是如何演绎且市场又怎样表现？

历史上美国虽不乏主动关闭其在他国领事馆的行动，但要求他国关闭驻美领事馆的行为则十分罕见。此前仅有的两次均发生在特朗普任期内，且全部针对俄罗斯。

美国曾于 2017 年要求俄罗斯关闭驻旧金山总领馆，从而成为其历史上要求他国关闭驻美领事馆的一个先例。2017 年 8 月 31 日，美国国务院宣布要求俄方关闭俄驻旧金山总领馆及位于华盛顿和纽约的各一处外交设施。国务院在声明中说此举是作为对俄罗斯要求削减美驻俄外交机构工作人员的回应。《纽约时报》当时评论，这是美国对俄罗斯此前下令美国将其在莫斯科的大使馆工作人员减少 755 人一事的报复行为。

面对美国的这一突发之举，俄罗斯并没有采取进一步的报复行动。时任俄罗斯外长拉夫罗夫称俄方“对双边关系的紧张气氛升级表示遗憾”，并称政府会对这一举动加以研究，然后再决定如何回应。然而，考虑到在关闭俄罗斯驻旧金山总领馆后，美俄双方将保持互设 3 个领事馆的对等规模，并且美国国务院在声明中已表示“希望两国未来可以避免更多相互报复行为”。俄罗斯此后并没有采取进一步的报复行动。

从市场的反应来看，此次事件的影响非常短暂且有限。如图 1 和图 2 所示，在美国国务院的声明发布后，俄罗斯股市和汇市仅仅是在首个交易日小幅下跌；全球市场亦日如此，美股的下跌和黄金的上涨均不足一周。由于后续美俄并没有争锋相对的升级措施，因此这一事件对市场的影响很快消退。

继 2017 年美国关闭俄驻旧金山领事馆事件之后，在不到一年的时间内，类似事件再度重演。2018 年 3 月 26 日，特朗普下令从美国驱逐 60 名俄罗斯官员，并关闭在西雅图的俄罗斯领事馆。此次事件的起因是 3 月 4 日前俄罗斯特工及其女儿在英国中毒，而英国 14 日宣布了驱逐 23 名俄外交官等一系列报复措施，此后引发美、德、法等国采取同样的行动。此次事件具有 3 个显著特征：（1）并非由美俄直接冲突引致；（2）美国是所有采取一致行动国家中唯一一个采取了关闭领事馆措施的国家，也是宣布驱逐俄外交人员数量最多的国家（60 人）；（3）关闭西雅图领事馆的原因是其靠近潜艇基地和波音工厂，同时，西雅图领事馆也是苏联解体后俄罗斯在美国开的第一个领事馆。

事件本身影响有限，但需要关注的是冲突升级或与其他制裁措施形成共振。（1）引发短期权益市场下跌和汇率贬值，但跌幅有限，在英国宣布驱逐俄罗斯外交官的 3 月 14 日和美国宣布关闭俄驻西雅图领事馆的 3 月 26 日当天，俄罗斯 MOEXRussia 指数分别下跌 2.0%和 1.9%，卢布贬值幅度在 1 个百分点以内；（2）但仍需关注的是冲突加剧或与其他制裁措施共振，例如 4 月 6 日美财政部宣布对一批俄罗斯个人和实体实施制裁引发俄股崩盘和汇率大幅贬值；（3）无论是美宣布关闭俄罗斯驻西雅图

请务必阅读正文之后的免责声明部分

领事馆，还是后续俄罗斯采取关闭美国在圣彼得堡的领事馆的反制措施，对美股和黄金价格的影响都并不显著。

风险提示：全球疫情二次爆发，中美地缘政治不确定性加大

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

固收金工

固收点评：“真知”系列 17-20200722

事件：美联储资产负债表规模呈收缩趋势：联储资产负债表规模于 6 月 10 日当周达到局部峰值 7.17 万亿美元后，转势向下至 7 月 8 日当周达到局部谷值 6.92 万亿美元，至截稿时小幅回升至 6.96 万亿美元。

观点：（1）首先，我们应该理解联储的调控机制，是以其公信力为支撑的，往往联储声明说“要”释放多少流动性，和“实际”释放了多少流动性之间其实是有一个差异。大体可以理解为两个阶段：阶段一是口头声明，这时候私人部门由于有足够的理由“相信”联储会遵守口头声明的约定，所以提前布局，望联储的“风”而动了，这个效果其实是很大的，但不会反映在联储的资产负债表上，而是私人部门的资产负债表会出现一些反应；阶段二是为了保持（下次）口头声明的公信力，联储的资产负债表会（反而是）伴随私人部门的资产负债表出现一些变化，这个规模往往比其口头声明的规模要少，而这个特征本次主要体现在联储资产项 loans 这个分项上，其中 loans-secondary credit 截至 7 月 15 日余额仍为零；这解释了为何联储显得“雷声大、雨点小”的原因。（2）其次，流动性危机已经得到缓解。回购和互换之前对联储扩表的增量贡献很大，当时主要是为了应对流动性问题（3 月-4 月阶段，一度避险资产和风险资产价格是双降的），虽然不严格但我们可以大体理解为“回购在岸，互换离岸”；而现在流动性问题缓解了，那么这部分即需要恢复“常态”。这意味着两件事：（a）近期的缩表主要来源于这两个分项的常态化过程；（b）未来缩表的主要来源将来自于央行互换余额现存的 1500 亿美元。（3）最后，停止国债和 MBS 增持不存在窗口期。国债和 MBS 是一直在增持的，从 7 月 8 日至 15 日的一周中，国债增持了约 200 亿，MBS 增持了约 120 亿美元，从联储议息声明中表示的将维持每月增持国债 800 亿、MBS400 亿美元的目标来看，这部分增持是“有雷声，也有雨点”的，是落实的；考虑到美国财政 6 月份赤字达到 8600 亿美元，且疫情单日新增仍维持在 6-7 万人的量级，联储停止国债和 MBS 的增持的选项在近期是不存在窗口期的。（4）综合来看：趋势还是扩表，而缩表只是技术性的，暂时的。联储表现出缩表的特征，主要来源于流动性危机的缓解所导致的前期回购和互换的组合恢复常态化，这个缩量是有一定限制的，不会一直缩下去；另一方面，扩表部分的增量其实一直没有下降，虽然各种便利贷款措施，由于联储的两阶段干预策略而并没有出现立刻的增量变化，但由于疫情高烧难退，这部分分项落地只是时间问题。（5）对各类资产市场会有什么影响？我们认为整体对资产市场还是会存在较持续地支撑，对美债的支撑相对大于美股；但资金也会存在偏好，利率债、投资级债利好大于高收益债，后疫情概念股、科技股（FAANG）、成长股利好大于价值股，由于市场是在“谨慎地买未来”，而不是“安心地买现在”。

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

电力设备与新能源行业点评：特斯拉 20Q2 财报再超预期，产能加速扩张持续高增长

投资要点

特斯拉连续 4 季度实现盈利，好于预期，满足了标普 500 准入门槛。特斯拉 20Q2 营收 60.36 亿美元，与去年同期的 63.50 亿美元相比下滑 5%，环比微增 1%，好于市场预期 51.5 亿美元。GAAP 准则下净利润为 1.04 亿美元，去年同期净亏损为 4.08 亿美元，连续第 4 个季度实现盈利，环比增长 550%；非 GAAP 准则下净利润 4.51 亿美元，去年同期亏损 1.98 亿，环比增长 99%。4.28 亿的积分收入和 4800 万美元的 FSD 递延收入一定程度上抵消了工厂关停的成本和 CEO 薪酬激励带来的 1.01 亿美元股权激励费用，实现了利润的同环比增长。

自由现金流改善，在手现金 86.15 亿美元，同增 74%：20Q2 经营性现金流 9.6 亿美元，Q1 为-4.4 亿，大幅改善，去年同期为 8.6 亿美元，同比+12%；资本开支为 5.46 亿美元，同比+118%，环比+20%，投资主要用于上海和弗里蒙特工厂 ModelY 产线建设。20Q2 自由现金流 4.18 亿美元，同比-32%，其中美国佛罗里达工厂关停近半个季度带来较大成本。受特斯拉 Q1 筹资 23 亿和 Q2 自由现金流环比转正拉动，在手现金及等价物增加至 86.15 亿美元，同比+74%，环比+7%。特斯拉宣布将在美国得克萨斯州奥斯汀修建下一个超级工厂，今年将在三大洲同时开展三个超级工厂的建设，资金需求较大，但目前在手现金足以满足产能扩张的需求。

特斯拉 20Q2 交付 9.07 万辆，同比-5%，大超预期：Q2 全球交付 9.07 万辆，同比-4.9%，环比+2.5%，好于此前 7-8 万辆预期，其中，Model3/Y 二季度销 8.01 万辆，同比+3.1%，环比+5.1%；ModelX/S 合计销 1.06 万辆，同比-40.2%，环比-13.1%。Q2 产量 8.23 万辆，同比-5.5%，环比-19.9%，消化库存 0.84 万辆。1H20 特斯拉产销 18.5 万/17.9 万辆，同比增 13%。受疫情影响汽车租赁销量微降，20 年 Q2 销 4716 辆，同比-23.2%，环比-22.7%。

中国市场表现较亮眼，6 月欧美强势冲量。根据 Marklines 数据，4-5 月特斯拉全球销量 3.6 万辆，我们推测 6 月全球销量 5.4 万辆，同环比大增。中国市场共 20Q2 销量 2.97 万辆，环比提升 78%；海外 4-5 月交付 2.1 万辆，预计 6 月交付 3.8 万辆，Q2 交付 6 万辆左右。其中，美国 4-5 月交付受疫情影响较大，仅交付 1.4 万辆，同比下降 35%，预计 6 月为季度末交付冲量高峰，20Q2 美国市场预期超过 3.5 万辆；欧洲 4-5 月交付 5500 辆，预计 Q2 欧洲贡献销量 1.5-2 万辆。

投资建议

特斯拉交付量及业绩持续超预期，继续强推欧洲电动车及特斯产业链，中游首推宁德、璞泰来、科达利、新宙邦、恩捷、当升，关注亿纬、比亚迪、天奈、天赐、星源等；核心零部件宏发、汇川、三花；上游资源华友、天齐，关注赣锋。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示

政策支持及销量不及预期

（证券分析师：曾朵红）

推荐个股及其他点评

长城汽车（601633）：Q2 业绩大超预期，精彩才刚开始！

投资要点

公告要点

长城 2020 年中期业绩快报：营收 359.29 亿元，同比-13.17%；归母净利润 11.53 亿元，同比-24.02%；每股收益 0.12 元，同比-24.83%。

长城二季度产销表现较好，业绩超预期

2020Q2 营收实现 235.13 亿，同比+25.39%，归母净利润实现 18.03 亿，同比+142.14%，二季度业绩表现较好，远超预期。核心原因为：1）价格维稳，销量恢复。总体折扣率趋于稳定，产品结构优化，长城炮对整体毛利率提升作用明显。2）汇率波动，汇兑损失转回。Q1 汇兑损失 6 亿元，Q2 人民币相对卢布贬值，汇兑损失部分转回。3）成本控制不断加强。去年开始加强成本控制，保证高毛利率水平。新产品（长城炮）以及新平台（柠檬+坦克）推出之初面临较大成本压力，随规模上升，价格维持高位，成本下降空间较大，利润率向好。

长城二季度产销同比降幅收窄，皮卡超预期

长城 2020Q2 产量 179031 辆，同比-9.8%，环比+54.6%；批发销量 179813 辆，同比-8.5%，环比+50.6%。哈弗批发销量 156011 辆，同比+6.25%，环比 46.90%；长城皮卡批发销量 64952 辆，同比+128.85%，环比+110.19%长城炮批发销量 33015 辆。皮卡销量远超预期，长城炮表现尤其亮眼。

长城二季度折扣率整体趋稳

根据我们自建价格体系显示：长城 6 月下旬车型算术平均折扣率 8.77%，Q2 折扣率环比+0.6pct。豪华车及合资品牌折扣率增加幅度较大，市场整体+1.18pct，长城顶压力稳价格，整体表现较好。

盈利预测与投资评级：

全面看多整车板块，首推“主流车企造车新势力”【长城汽车】。1）面对汽车百年大变革的机遇与挑战，长城汽车以超强执行力坚决推动公司变革。以“机制创新+组织变革+文化再造”三个层面从底层推动向“全球科技出行公司”转型，以“柠檬+坦克+咖啡智能”三大技术品牌为抓手，以用户为出发点，构建下一个十年产品核心竞争力。2）以“全新 H6+哈弗大狗+欧拉白猫”为首，打开新一轮强势产品周期，带动公司实现量价齐升。3）疫情后乘用车行业复苏进一步助力长城新周期发力。鉴于长城炮产销超预期+新平台车型进入放量期，我们上调 2020-2022 年归母净利润至 50.27/69.15/90.22 亿元，对应 PE 为 22.56/16.40/12.57 倍，维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）

中国长城（000066）：发布多路服务器芯片腾云 S2500，打开行业应用市场

事件：公司子公司天津飞腾正式发布了新一代高可扩展多路服务器芯片腾云 S2500，此前飞腾主要支持单路服务器。

投资要点

腾云 S2500 性能大幅提升，8 路性能超鲲鹏：腾云 S2500 采用 16nm 工艺，主频 2.0-2.2Ghz，64 核架构，支持 2 路、4 路和 8 路直连，可以形成 128 核到 512 核的计算机系统。腾云 S2500 相比上一代产品 FT-2000+单路服务器芯片的性能大幅跃升。根据飞腾研究院的测试数据，在整机性能方面，双路的 SPECint 分值增长至原来的 2 倍，四路是原来的 3.5 倍。在分布式数据库性能方面，双路服务器的 tpmC 值线性提升至原来的 2 倍，四路则增长至原来的 4 倍。在云桌面支持方面，双路服务器支持虚拟机 70 个，增长至原来的 2.5 倍，四路服务器支持虚拟机 140 个，增长至原来的 5 倍。此外，飞腾研究院测试数据显示腾云 S2500 性能已经与双路直连的华为鲲鹏旗鼓相当，而在八路上则已超过华为鲲鹏，是国产性能最强的多路服务器系统。目前飞腾生态合作伙伴正积极展开基于腾云 S2500 的双、四、八路服务器研制，预计今年 Q4 能大规模供货。

党政市场份额有望大超预期，高端芯片打开飞腾在行业市场的空间：电信运营商对服务器性能要求非常高，对 CPU 的算力和扩展能力都有严格的考核标准，基于 S2500 的多路服务器产品完全可以满足运营商各形态服务器采购模型。此外，腾云 S2500 满足基本的金融行业服务器对双路要求这一采购模型的同时，可以把前期的适配应用成果加速地进行更大范围的金融行业推广和应用。此前飞腾主要支持单路服务器，主要应用于党政领域。本次升级后，同时考虑到华为鲲鹏备货有限，飞腾性能又领先龙芯，而海光仅做服务器芯片，飞腾在党政口的份额有望从不到三成提升到近半；同时，腾云 S2500 将带领飞腾从党政向更广阔的电信、金融、轨交、电力、大数据中心等行业应用延伸，打开新空间。

今年预计出货超 100 万片营收 10 亿，全新产品谱系和规划值得期待：2020H1 飞腾已实现 3.5 亿元营收（2019 全年仅 2.07 亿元），预计全年出货量将超过 100 万片，对应营收 10 亿左右。同时，为了更加针对性地服务好行业客户，飞腾芯片升级为三大产品谱系（面向高性能服务器的腾云 S 系列、面向高效能桌面的腾锐 D 系列、面向高端嵌入式腾珑 E 系列），并给出了未来产品规划：腾云 S5000（2021Q3/7nm）、S6000（2022Q4/5nm）；腾锐 D2000（2020Q4/14nm）、D3000（2021Q4/14nm）；腾珑 E2000（2021Q2/14nm）、E3000（20222Q3/14nm）。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.43/0.53/0.61 元，对应 PE 分别为 40/32/28 倍。采用分部估值，信创业务今年开始放量，分别给予高新电子、PC 业务和解决方案 45 倍、35 倍 PE，对应 355 亿元；在新格局形式下飞腾在党政份额有望大超预期，高端芯片的发布将助力公司在行业口占据一极，打开远期市场空间和估值空间。飞腾今年营收预计 10 亿元，参考芯片类公司寒武纪、澜起科技的平均 PS，则长城持有的天津飞腾 35%股权对应 378 亿，考虑飞腾成长性更好给予 30%溢价，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

则合计 846 亿市值，目标价 28.89 元，维持“买入”评级。

风险提示：产能扩张低于预期；信创推进不及预期。不及预期。

（证券分析师：郝彪）

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