东吴证券晨会纪要

2020 年 07 月 22 日

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

宏观策略

策略专题：下半年港股迎接新活力

现有的三万亿美金抗疫财政拨款主要投入医疗卫生、失业保险和小企业担保贷款领域。民主党提出的新一轮三万亿 HEROES 法案相较此前法案力度更大，将进一步缓解州政府财政赤字，拉动居民消费水平，降低企业经营与流动性风险。

中国自美进口总体落后于协议目标，但近期双方高层表态将继续维持协议完整，中美贸易协议的完整履行成为重要竞选武器。

近期美元走弱，投资者转向非美资产，大量资金流入新兴市场，中国资产受到追捧，港股是吸收海外资金的优先通道。

中概股回归激发市场活跃；8 月份阿里巴巴或将加入港股通，南下资金增量将持续放大。

恒指处于 10.4 倍市盈率，低于十年估值中枢 11.7 倍市盈率

固收金工

固收点评：人民币破 7，重返 6 时代，我们怎么看？

中长期人民币国际化进程有望稳中推进：（1）我国经济在三、四季度的增长有望恢复至潜在增速水平以上，将明显高于全球其他主要经济体，为人民币国际化进程奠定升值基调。（2）就国际层面而言，全球流动性宽松背景下，美元或进入新一轮贬值周期，以及美元需求也在逐步减弱，这些外部因素也将反向支撑人民币汇率升值。（3）人民币汇率在未来一段时间有望继续回升，但并不会出现持续强劲走势，而是在均衡水平附近保持双向波动并小幅走强。（4）人民币汇率走强反映出了中国资产在全球经济疫后重启阶段中的相对价值，但中美贸易摩擦的不确定仍是影响汇率走势的重要因素。

金工专题报告：兼顾收益和风险：如何在牛市中稳健投资

基本面：经济快速回升带来短期上行动力：国内经济快速回升对股市提供了短期的上行动力。下半年季度增速回到 6%就已经符合目标；国内经济微观数据表现良好；消费和出口强势回升强势；基建政策友好。基于以上观点，从行业配置的角度来看，大制造、大金融存在配置价值。

行业

电子行业深度报告：技术创新+多领域需求扩展，光学行业景气度全面提升

受益光学行业景气度全面提升，根据 Yole 数据，预计 2022 年全球摄像头市场规模将超过 450 亿美元，2016-2022 年 CAGR 为 12.2%。

医药生物行业：医药板块短期回调，不改变其强趋势

医药板块年初至今涨幅约 49%（60 支个股翻倍、万泰涨幅 15 倍），仅次于休闲服务，其位置高、估值高，其板块 PE（TTM）约 55 倍，其中疫苗等生物制品、化药分别为 142 倍、66 倍，但我们认为：三大因素支撑医药产业中长期牛市；两大逻辑刺激医药板块 7、8 月份持续走强。“三大因素”：国内宏观经济环境已发生微妙变化，国内经济以内循环为主；全球创新药景气

度在持续高涨，TOP200、TOP100 门槛提升；疫情不仅对医药防护有短期促进，还对医药产业的健康发展有深远影响。“两大逻辑”：医药板块整体 Q2 业绩同、环比增速好于 Q1；医药板块挣钱效应的正反馈。

计算机应用行业点评：国产数据库迎来最好时代，行业信创迈出重要一步

事件：2020 年 7 月 15 日中移动信息技术有限公司自主可控 OLTP 数据库联合创新项目公示中标候选人，其中主备式数据库标包招标 1000 套，金额为 4000 万元，南大通用、人大金仓、阿里云计算中标份额分别为 50%、30%、20%；分布式标包招标 500 套，金额为 2000 万元，万里开源、中兴通讯中标份额分别为 60%、40%。

推荐个股及其他点评

长城汽车（601633）：“柠檬+坦克+咖啡”助力转型全球科技出行公司

预计 20-22 年营业收入 913.10/1030.12/1148.57 亿元，同比-5.1%/+12.8%/+11.5%，归母净利润 44.27/53.63/70.55 亿元，同比-1.5%/+21.1%/+31.5%，对应 PE 为 22.78/18.81/14.30 倍。汽车行业重新步入复苏轨道，加上公司新平台上市的催化，维持“买入”评级。

亿纬锂能（300014）点评：思摩尔 20H1 扣非利润超预期，看好电子烟长期增长

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 19.97/26.65/33.24 亿，同比增长 31%/33%/25%，对应 PE 为 48x/37x/29x，给予 2021 年 45 倍 PE，目标价 65 元，维持“买入”评级。

宏观策略

策略专题：下半年港股迎接新活力

事件

全美日新增感染人数创新高，经济全面重启受阻；新一轮财政刺激计划预计短期到位；中美贸易协定中期成果落后预期

观点

美国二次疫情抬头，高效的财政刺激计划助推经济恢复

全美日新增感染人数创新高，但日新增死亡人数平稳下降；西部南部成为重灾区，部分州暂停或推迟经济活动全面重启，但重回封锁可能性很低。

现有的三万亿美金抗疫财政拨款主要投入医疗卫生、失业保险和小企业担保贷款领域。民主党提出的新一轮三万亿 HEROES 法案已在参议院审议。HEROES 法案相较此前法案力度更大，将进一步缓解州政府财政赤字，拉动居民消费水平，降低企业经营与流动性风险。

美国财政政策积极有效，经济整体平稳恢复，人均可支配收入增加，连续两个月失业率稳步下降，消费者信心和企业家信心明显增强。

中美关系进入冷淡期，贸易协定中期成果不及预期

中国自美进口总体落后于协议目标，其中能源采购较难达标，但近期双方高层表态将继续维持协议完整，贸易谈判仍有回旋余地。

贸易协定未明确规定反制措施，若中方未能如期完成目标，美方可能以加征关税的方式制裁中国。当前全美二次疫情爆发，加征关税带来的物价上升对美国经济复苏不利。

白宫疲于应付国内压力，中美贸易协议的完整履行成为重要竞选武器。当前特朗普为争夺选票有意回避对华矛盾，若下半年美经济复苏进程快于预期，不排除单方面制裁中国的可能性。

港股仍具配置吸引力。标的选择上，综合行业分析师的研究成果，我们推荐腾讯、小米、美团

美国财政及货币财政的持续宽松导致近期美元走弱，投资者转向非美资产，大量资金流入新兴市场，中国资产受到追捧，港股是吸收海外资金的优先通道

中概股回归激发市场活跃，网易、京东 IPO 认购倍数远超预期；截至 7 月 16 日，共有 45 家中概股公司符合赴港二次上市要求，其中今年年底前共有 35 家公司符合要求。8 月份阿里巴巴或将加入港股通，南下资金增量将持续放大。

恒指处于 10.4 倍市盈率，低于十年估值中枢 11.7 倍市盈率

风险提示：美国疫情二次爆发难遏制，经济复苏节奏受疫情拖累；中国自美进口大幅落后于预期；美国提升中国商品关税；特朗普政府对贸易协定态度转变。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：陈李　证券分析师：张良卫　研究助理：郭天瑜　研究助理：张飞鹏）

固收金工

固收点评：人民币破 7，重返 6 时代，我们怎么看？

事件：

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依旧表现强劲，在 7 元关口震荡回升后继续保持下调趋势。在人民币升值期间，外资增持人民币资产的信心得以增强，本月 6 日，北向资金连续 3 个交易日净买入超百亿元，当天全天净买入 136.53 亿元，连续 6 个交易日实现净买入后所有回。截止 7 月 17 日，本月北向资金净流入规模合计 394 亿，远高于 6 月份同期。除了股市，外资还加速增配人民币债券，截至 6 月末，境外机构累计持有 2.51 万亿元中国债券，上半年净增持量约 3224 亿元，是去年同期的 1.4 倍，日均交易量为 199 亿元。

观点：

经济基本面改善是支撑人民币“破 7 返 6”的主动力：（1）相比全球其他国家和地区，无论是整体对疫情的防控还是复产复工的稳步推进，中国各项经济指标均体现出“先进先出”的优良表现。7 月 16 日国家统计局公布的数据显示，二季度 GDP 增长 3.2%，环比上升 11.5%，经济增长实现由负转正，优于市场预期。伴随着我国经济基本面复苏节奏和趋势的持续确认，中国经济恢复速度一枝独秀，为人民币升值持续提供动能。（2）从央行货币政策来说，美联储实施过度宽松的货币政策甚至大放水，导致流动性过剩美元出现高位回落，而我国央行在采取较为宽松的货币政策来支持实体经济回升的同时，保持了流动性的合理充裕，为人民币相对美元走强提供一定的政策支持。此外，美联储维持长期零利率的预期下，我国货币政策保持常态化操作，使得两国利差高位运行有助于推动人民币升值。（3）虽然全球范围内“美元荒”逐步缓解，但鉴于近期美国疫情不断触及高点，制约美国正常生产秩序的有序恢复，市场情绪难以完全走出谨慎模式，在流动性叠合风险偏好的相互作用下，国内疫情影响力减弱、国际收支企稳的中国市场成为国际资本的“香饽饽”。此外，我国推出对境外投资者参与资本市场便利化措施，也增强了投资人对于中国资本市场发展潜力的信心，所以人民币作为避险资产特征也更加显现。大量海外资金流入我国资本市场导致近期人民币外汇市场购买需求旺盛，直接带来人民币的稳步升值。

中长期人民币国际化进程有望稳中推进：（1）从基本面来看，随着内外需进一步稳固为工业引领的复苏提供更多的支持，我国经济在三、四季度的增长有望恢复至潜在增速水平以上，将明显高于全球其他主要经济体，为人民币国际化进程奠定升值基调。（2）就国际层面而言，全球流动性宽松背景下，美元或进入新一轮贬值周期，同时考虑到美联储会继续压低长端利率和美元指数以降低债务负担，以及美元需求也在逐步减

请务必阅读正文之后的免责声明部分

弱，这些外部因素也将反向支撑人民币汇率升值。（3）人民币汇率在未来一段时间有望继续回升，但并不会出现持续强劲走势，而是在均衡水平附近保持双向波动并小幅走强，这主要是因为全球经济前景不确定性较高，不可避免对国内经济构成影响，同时全球的美元避险需求尚未消失。（4）人民币汇率走强反映出了中国资产在全球经济疫后重启阶段中的相对价值，但中美贸易摩擦的不确定仍是影响汇率走势的重要因素。因此，在加速推进人民币国际化进程的同时也应当警惕人民币汇率可能出现宽幅震荡。

风险提示：（1）疫情持续时间超预期；（2）逆全球化超预期；（3）民粹反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

金工专题报告：兼顾收益和风险：如何在牛市中稳健投资

研究结论

基本面：经济快速回升带来短期上行动力：国内经济快速回升对股市提供了短期的上行动力。下半年季度增速回到 6%就已经符合目标；国内经济微观数据表现良好；消费和出口强势回升；基建政策友好。基于以上观点，从行业配置的角度来看，大制造、大金融存在配置价值。

趋势面与技术面：A 股处于在牛市初期持续递增的阶段：趋势因子自 5 月份以来，连续 3 个月信号为正。近期成交额开始底部反弹，呈现放量态势。根据价量配合规律，当前 A 股处于在牛市初期持续递增的阶段，在主升段之后大概率转为价涨量缩的强劲上升走势。

政策面：监管层出手控制慢牛走向：监管层意图明显，意在抑制股市短期不理性行为，控制 A 股走向慢牛。从《证券法》新修订，到创业板改革、上证指数重新编制，一切都表明了 A 股市场在不断地规范化、有效化、合理化。此时，面对风格切换？快慢之争？在确定性行情中的种种不确定情况下，选择上证指数 ETF，对于资产配置而言，是一个兼顾收益和风险的稳健的选择。

上证指数 ETF 业绩表现：上证指数 ETF 自上市以来，在控制跟踪误差的情况下，实现年化收益 5.17%，超额收益 3.53%。上证指数 ETF 在年报披露该期相比市场获得了 3.21%的超额收益，超额收益主要来源于选股+交互效应，说明在个股层面，上证指数 ETF 持有股票表现远超于同类水平。

风险提示：本报告所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化。2 周、12 个月)。结果显示，回看窗口内样本数量越少(月频)，复杂估计方法所得到的 ICIR 比简单的样本协方差矩阵估计下得到的 ICIR 提高越多。但当回看 IC 频率较低(月频)时，复杂的估计方法也不能构成对因子等权配置的绝对优势。随着回看频率提升到周频或日频，几乎所有方法都开始大幅跑赢因子等权配置情形。综合实证结论，我们建议使用方案一，回看窗口 26 周，并配合线性压缩估计或非线性压缩估计去估计 IC 序列协方差矩阵，该方案下，复合因子年化 ICIR 高达 5.7-5.9，相比于因子等权配置下的 ICIR，提升幅度达到 30-35%的水平。

风险提示：本报告所有的结论均使用历史数据回测得到，模型在未来存在失效风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：高子剑）

行业

电子行业深度报告：技术创新+多领域需求扩展，光学行业景气度全面提升

投资要点

全球光学摄像头市场不断增长，手机应用成最大助力。受益光学行业景气度全面提升，根据 Yole 数据，预计 2022 年全球摄像头市场规模将超过 450 亿美元，2016-2022 年 CAGR 为 12.2%。手机摄像头市场占比超 80%，为全球摄像头市场核心增长动力，根据中国产业信息网数据，预计 2018-2024 年，手机摄像头行业规模预计将从 271 亿美元增长到 457 亿美元，CAGR 为 7.75%，2021 年出货量将达到 75 亿颗。

手机摄像头技术创新升级趋势明显，细分行业充分受益。由于用户对手机摄像性能要求不断提高，手机摄像头技术不断创新升级，未来将逐渐向多摄、CIS 高像素、7P/8P、玻塑混合、潜望式镜头、3DSensingTOF 等多方向发展。多摄方面，根据 IDC 数据，安卓系和苹果多摄渗透率都将在 2021 年超过 60%，在手机进入存量时代下，单机摄像头数量提升已然成为趋势。与此同时，单摄像头像素提升亦成为镜头升级重要方向，对应 CIS 向高像素方向发展，40MP、64MP 成为旗舰机型标配，小米 CC9Pro 后置主摄像素甚至已达到 108MP；为了成像更加真实清晰，镜片从 6P 向 7P、8P 迈进，玻塑混合镜片技术突破多镜片性能瓶颈，有望率先应用于高端机型；远景拍摄需求带动光学变焦创新，相对于传统的 2-3X 光学变焦，潜望式镜头能够实现 5X 光学变焦，最新发布的华为 P40Pro+则采用了 8MP 潜望式镜头，能实现 10X 光学变焦；为了增强拍摄效果、获取深度信息，TOF 将被广泛应用于后置镜头，在 AR/VR、车用导航、3D 建模等领域进行延伸，预计 2020 年 iPhone 新机也将后置 TOF 镜头，推动 TOF 更加成熟和普及。

全面屏+5G 带动光学多下游领域强势增长。随着手机全面屏需求增加，OLED 屏下光学指纹出货量持续提升，随着 LCD 屏下光学指纹技术突破，汇顶科技有望于 2020 年实现量产，光学屏下指纹识别方案将占据市场绝对优势；汽车领域，ADAS 渗透率不断提升，车载摄像头需求保持强劲增长，根据 IHS 及智研咨询数据，预计 2020 年全球车载摄像头出货量将达到 8277 万枚，市场规模超过 170 亿元，CAGR 达到 13.98%；AR/VR 方面，5G 背景下光波导“全反射”无损成像技术平衡了 FOV 大小和设备体积的之间的矛盾，将促进 AR 在 C 端大范围普及。

投资建议：我们看好手机摄像头技术创新升级以及多下游领域增长带来的光学行业景气度全面提升，建议关注：韦尔股份（CIS）、水晶光电（滤光片）、五方光电（滤光片）、联创电子（镜头）、欧菲光（模组/镜头）、汇顶科技（光学屏下指纹）、歌尔股份（AR/VR）、晶方科技（CIS 封测）。

风险提示：1）技术升级不及预期；2）ADAS 及 AR 渗透率不及预期；3）新冠疫情影响手机销量不及预期；4）中美贸易战加剧。

（证券分析师：王平阳　研究助理：王少南）

医药生物行业：医药板块短期回调，不改变其强趋势

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

上周生物医药指数下跌 1.65%，板块表现优于沪深 300 的 4.39%的跌幅，维持强趋势

本周、年初至今生物医药指数涨幅分别为-1.65%、49%，分别优于沪深 300 的 2.7%、38%；本周疫苗、化药制剂、中药调整较小，医疗器械、商业及服务调整幅度较大；涨幅前三金达威（+26%）、冠昊生物（+23%）、健康元（+11%），跌幅前三佰仁医疗（-25%）、赛升药业（-24%）、宝莱特（-22%）。2020 年初国内外新冠肺炎疫情爆发，对国内经济，尤其是全球经济一体化形成一定冲击，医疗产业的确定性成为国内外资金追捧对象；但由于医药板块位置高、估值贵、医疗基金收益率高，其板块短期有所回调为正常，不改变其趋势。

全球疫情升级，国内新冠疫苗研发已进入临床 III 期

疫苗研发目前的五条技术路线包括灭活疫苗、基因工程重组亚单位疫苗、腺病毒载体疫苗、核酸疫苗、减毒流感病毒疫苗载体疫苗。全球疫情升级，新冠疫苗研发很可能是结束疫情新希望。此次新冠疫情影响范围广，全球对相关疫苗的研发高度重视，新冠疫苗研发直至审批生产整个环节或将提速。目前国内众多企业均参与到新冠病毒疫苗的研发中。海外进展：阿斯利康和牛津大学合作的腺病毒载体疫苗，目前处于临床三期阶段，Moderna 也即将进入三期临床实验阶段。国内进展：国内研发进度较快的为康希诺、中科院武汉所及科兴生物，已经进入三期临床实验阶段。关注康希诺（6185.HK）、复星医药（600196.SH）、智飞生物（300122.SZ）等。

“三大因素+两大逻辑”支撑医药产业中短期取得超额收益

医药板块年初至今涨幅约 49%（60 支个股翻倍、万泰涨幅 15 倍），仅次于休闲服务，其位置高、估值高，其板块 PE（TTM）约 55 倍，其中疫苗等生物制品、化药分别为 142 倍、66 倍，但我们认为：三大因素支撑医药产业中长期牛市；两大逻辑刺激医药板块 7、8 月份持续走强。“三大因素”：国内宏观经济环境已发生微妙变化，国内经济以内循环为主；全球创新药景气度在持续高涨，TOP200、TOP100 门槛提升；疫情不仅对医药防护有短期促进，还对医药产业的健康发展有深远影响。“两大逻辑”：医药板块整体 Q2 业绩同、环比增速好于 Q1；医药板块挣钱效应的正反馈。

百花齐放，疫苗、器械争鸣，业绩为王

网传生物类似物、中药等带量采购，具有前瞻性、但短期内没有明确结论；医药投资策略：百花齐放，疫苗、器械争鸣，无论标的市值大小，业绩驱动股价。重点推荐 4 大子产业：医疗器械、疫苗、创新药、原料药等。1）医疗器械：迈瑞医疗、安图生物、新产业、凯利泰、威高股份、三鑫医疗等；2）疫苗：康泰生物、智飞生物等；3）创新药：恒瑞医药、复星医药、亿帆医药等；4）BioTech：信达生物、君实生物等；5）原料药：华海药业、仙琚制药、美诺华等；

风险提示：药品降价幅度超预期；疫情导致经济衰退影响消费支出。

（证券分析师：全铭）

计算机应用行业点评：国产数据库迎来最好时代，行业信创迈出重要一

请务必阅读正文之后的免责声明部分

步

事件：2020 年 7 月 15 日中移动信息技术有限公司自主可控 OLTP 数据库联合创新项目公示中标候选人，其中主备式数据库标包招标 1000 套，金额为 4000 万元，南大通用、人大金仓、阿里云计算中标份额分别为 50%、30%、20%；分布式标包招标 500 套，金额为 2000 万元，万里开源、中兴通讯中标份额分别为 60%、40%。

投资要点

重要行业首次大规模采购，提振国产数据库信心：电信、金融等行业是数据库使用最广泛的行业，同时因其系统复杂、技术难度大、对产品稳定性和运行性能要求高，它们也是对数据库技术要求门槛最高的行业，能否打入电信、金融行业是数据库厂商综合实力的体现。此次招标结果表明，中移动对国产数据库厂商的产品、服务表示认可，提振了市场对国产数据库厂商的信心。此轮招标中移动共计采购 1500 套数据库，已经达到 2018 年采购规模的 50%，随着未来行业信创的陆续铺开，国产数据库将迎来更多需求。

招标强调自主可控，彰显重要行业国产化决心：联机事务处理 OLTP 是是生产系统，具有用户群体大，并发性、实时性和连续性要求高的特点，出现问题影响较大，因此用户在选择时较为慎重，技术门槛相对较高。此次招标首次在项目要求中加入自主可控字样，同时在资格要求中强调投标产品需拥有自主知识产权，非 OEM 产品，产品核心代码为投标公司自主研发，必须提供软件著作权证书，且具有数据库方面的发明专利。此次中标公司均为国内知名的数据库厂商，是行业口基础信创的又一重大事件，是重要用户对国产数据库在 OLTP 领域的产品处理能力的认可。

替换空间巨大，国产数据库市场迎来最好时代：IDC 预测，到 2024 年中国关系型数据库软件市场规模将达到 38.2 亿美元，未来 5 年整体市场年复合增长率为 23.3%。根据智研咨询调查数据，截止到 2017 年，国外厂商占据我国数据库市场份额超过 80%，随着信创产业发展，我们预计未来数据库国产化率渗透空间快速提升。关注此轮招标直接受益标的太极股份（人大金仓）、创意信息（子公司万里开源），并关注数据库国产化受益标的中国软件（武汉达梦）、顶点软件、科蓝软件、海量数据等。

风险提示：国产化进度不达预期；竞争加剧，国产数据库产品份额和价格不达预期，国产数据库产品份额和价格不达预期

（证券分析师：郝彪　研究助理：王紫敬）

推荐个股及其他点评

长城汽车（601633）：“柠檬+坦克+咖啡”助力转型全球科技出行公司

投资要点

事件要点：2020 年 7 月 20 日，长城汽车召开“新技术品牌发布会”，宣布长城向全球化科技出行公司转型，同时发布“柠檬、坦克、咖啡智能”三大技术品牌，建立涵盖汽车研发、设计、生产以及汽车生活的全产业链价值创新技术体系。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

机制创新+组织变革+文化再造，转型全球科技出行公司。长城秉持“研发过渡投入”原则，致力于打造企业技术核心竞争力，不断驱动品牌价值攀升。1）加快机制创新。持续提高机制的质量和竞争力，以高质量管理解决动力和活力问题。2）加速组织变革。核心是以用户为中心，实现商品和品牌与研发打通+作战流程打通，以数字化方式，形成用户-车企-经销商的联合。3）持续文化再造。发布“诚信责任，开放，持续创新，生态共赢”的文化理念，保持开放与包容的团队氛围，吸引科技人才，致力打造核心技术。

打造柠檬+坦克智能模块化车型平台，构建长城产品差异化竞争力。“柠檬”是全球化高智能模块化技术平台，具有高性能、高安全性、轻量化等特点。涵盖 A0-D 级别车型开发，适配燃油、混动、电动、氢燃料四种动力方案，2025 年发动机热效率将达 51.5%，领先全球。以用户为中心，从“乘员安全”、“行人安全”、“车辆安全”三个维度，建立“全面安全”理念，有效提高安全系数。“坦克”是全球化智能专业越野平台，拥有强悍动力、智能化越野模式和极致的越野能力。动力系统采用 2.0T、3.0T 两款 GDIT 发动机和中国首款纵置 9AT 变速器，配备全面的越野配置以及可靠的硬派智能四驱系统，同级别前列，拥有强悍动力、智能化越野模式和极致的越野能力。

“交互+AI+生态”为核心变量，“咖啡智能”形成长城未来竞争力。咖啡智能是长城汽车整车智能化品牌，面向未来出行，是驱动长城科技化转型的数字引擎，打造长城未来竞争力。在智能驾驶领域，基于咖啡智能系统的 L3 级别的自动驾驶采用可拓展架构，将在明年开始不断迭代，未来将成长为 L4 甚至更高级别的自动驾驶。在智能座舱领域，智能座舱以多元化移动空间、“端云一体”计算平台、跨系统开放架构形成内核。围绕人、车、路、环境，提供车内 360 度加车外 360 度的 720 度感知，借助“端云一体”超远程感知技术，让单车融入城市大交通智能中。在电子电器架构方面，咖啡智能将赋能长城汽车 3.5 及 4.0 代全新电子电器架构，支持千兆以太网、5G、V2X 等。

投资建议：预计 20-22 年营业收入 913.10/1030.12/1148.57 亿元，同比 -5.1%/+12.8%/+11.5%，归母净利润 44.27/53.63/70.55 亿元，同比 -1.5%/+21.1%/+31.5%，对应 PE 为 22.78/18.81/14.30 倍。汽车行业重新步入复苏轨道，加上公司新平台上市的催化，维持“买入”评级。

风险提示：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）

亿纬锂能（300014）点评：思摩尔 20H1 扣非利润超预期，看好电子烟长期增长

投资要点

思摩尔 20H1 经调整纯利 12.9-13.3 亿，同比+38%-43%，大超预期：思摩尔发布中报预告，20H1 预计实现净利润 12.86-13.31 亿元（加回上市费用、公允价值变动等），同比增长 38.1%-42.9%；其中 20Q2 单季度净利润 10.2-10.7 亿，环比增长 250%以上，同比增长约 70%。若扣除可转换优先股/可转债公允价值变动 10.59 亿、公司上市费用 0.25 亿、股权激励费用 1.49 亿，合计扣除 12.31 亿，实际 20H1 报表业绩为 0.5-1 亿，同比下滑 89.1%-94.0%。因此上半年不考虑非经及非现金项目，思摩尔为亿纬贡献 4.3-4.7 亿净利润，同比增 29.9%-34.5%；若考虑，则为亿纬贡献 0.2-0.37

请务必阅读正文之后的免责声明部分

亿净利润，同比下滑 90-94%，其中 Q2 贡献-0.8~-0.6 亿。

Q2 思摩尔电子烟业务大幅好转，亿伟全年投资收益预计 9-10 亿。Q1 受疫情影响，公司 2 月份生产基本停滞，3 月中旬公司产能全面从疫情中恢复。Q1 思摩尔净利润 2.7 亿，Q2 净利润超过 10 亿（经营相关），需求恢复整体好于预期。国内市场，悦刻为小烟龙头，随着门店数量增加，份额进一步提升；美国市场，行业集中度逐步提高，Vuse 和 Njoy 逐步侵蚀 Juul 份额，而悦刻、Vuse、Njoy 的主供应商为思摩尔，因此公司 Q2 业绩同环比实现高增长。下半年小烟有望继续冲量，且 4 季度，CBD 业务有望恢复，将带动需求进一步增长。我们预计思摩尔 20 年实现 35-40 亿利润，同比增 60%以上；扣除公允价值变动和上市费用，预计表观净利润 25-30 亿。亿纬锂能持股 33.11%，预计来自思摩尔的投资收益全年 9-10 亿，同比增 10-20。

亿纬坚定持有，有望带来持续高增长收益。19 年思摩尔在电子雾化器市场份额达到 16.5%，全球第一，领先第二名 10 个百分点。目前电子烟市场规模 367 亿美元，渗透率仅 4.9%，公司预计 2024 年雾化电子烟市场规模可达 1115 亿美元，19-24 年复合增速 25%。公司陶瓷雾化芯具备独特专利，行业内尚无有力竞争者，已深度绑定下游客户。同时公司积极拓展 HNB 市场，凭借在陶瓷工艺的技术优势，加强与中烟、帝人等合作，有望进一步打开新市场。此外公司雾化器技术有望在医用领域渗透。20 年公司港股上市，募集 69 亿港币用于产能扩建，预计到 24 年产能增长 2 倍，市占率有望逐步提升，将持续为亿纬锂能贡献稳定的投资收益增长。

亿纬 TWS 电池订单 6 月恢复，动力软包满产满销，稳固长期增长。1）TWS 业务，4-5 月主要客户订单受疫情影响大幅缩减，6 月开始恢复，Q3 预计超过 Q1 水平。同时公司积极接洽国内客户，海外客户有望下半年继续推进审核进度。目前已有产能约 5000 万颗，预计 20 年底接近年产 2 亿颗产能，增量明显。2）动力业务，三元软包供货戴姆勒+小鹏，目前满产满销，预计全年出货量 2.5gwh，贡献 25 亿收入。今年产能将扩至 9gwh，后续将启动 20gwh+以上产能建设，21 年现代起亚订单也将释放，公司软包电池将持续高增长。方形铁锂 20H1 装机 0.25gwh，同比降 55%，另出货储能、电动船等领域，预计全年铁锂出货 3gwh 以上，合计动力及储能锂电池收入有望达到 50 亿。此外，公司锂原电池、18650 圆柱电池，客户优质，份额稳定，将持续稳定增长。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 19.97/26.65/33.24 亿，同比增长 31%/33%/25%，对应 PE 为 48x/37x/29x，给予 2021 年 45 倍 PE，目标价 65 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

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