东吴证券晨会纪要

2020 年 07 月 20 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：三季度出口还会超预期吗？—来自全球供需缺口的线索

从当前全球疫情形势来看，多数国家封锁指数都在缓步下调的过程中，复工复产的推进是一个必然现象，因此可以判断中国出口未来仍将受益于各国供需修复的不平衡，但该利好因素也会逐渐被削弱，因此存在修复斜率放缓的压力。

固收金工

固收周报：美初请降势显钝化，消费信心二次探底

（1）英国政府债务压力加剧，经济萎缩幅度料创三个世纪以来最高;（2）英债加入负利率资产队伍，安全资产进入供需再平衡期；（3）大类资产表现：白银、黄金、欧元、瑞士法郎走高；天然气、美元、美利率债、信用债收益率走低，美收益率曲线边际扩大。具体来看，股市：英>欧>日；债市：利率债>信用债；汇市：欧元>瑞士法郎>加拿大元>人民币>英镑；大宗：白银>黄金>天然气。

固收周报：本周股市大幅回调，关注转债投资机会

（1）宽货币向宽信用转变，经济秩序稳步恢复。上周央行公开市场净投放 5300 亿元，主要系对 7 月以来连续逆回购到期和 MLF、TMLF 到期的续做，货币政策边际有所收紧，宽信用对宽货币的依赖程度下降。上周股市遭遇大幅回调，转债市场情绪有所降温，但仍较为活跃。当前偏股型转债估值水平普遍较高。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，大幅回调或衍生投资机会。特别国债将续发，基建、地产等板块仍有回升空间，建议长期关注食品饮料消费、新基建、医药生物、科技等主题。但可转债波动较大，当前以平衡性标的为主要投资策略，需关注国家政策走向及转债市场赎回风险。

固收周报：利率债周报：债市利率短期震荡，长期有下行空间（2020 年第 27 期）

展望后期：从基本面看，经济维持回暖态势，但离疫情前水平仍有一定距离，加之最近南方出现洪涝灾情，未来不确定性仍然存在。从政策方面来看，前期为应对经济下行压力而采取的宽松货币政策出现边际收紧情况，资金利率中枢明显抬升。两方面因素叠加，短期利率保持震荡，从长期来看，我国经济内生动能依然不足，利率有下行空间。

固收周报：各期信用债收益率上升，信用利差走扩

事件

本周（7 月 13 日-7 月 19 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 179 支，总发行量 1,630.77 亿元，较上周增加了 423.97 亿元，总偿还量 1,776.89 亿元，较上周增加了 258.42 亿元，净融资额-146.12 亿元，较上周增加了 165.55 亿元。

固收周报：风险信息周报（2020.07.13 -2020.07.19）

事件

负面信息：本周（7 月 13 日-7 月 19 日）负面信息共 5 条。重点关注：“17 华讯 03”提前到期未兑付本金和相应利息；南京建工产业集团有限公司发行的“18 丰盛 01”违约；北讯集团股份有限公司未按时兑付发行的“18 北讯 04”本息；中国城市建设控股集团有限公司因股权纠纷未按时兑付发行的“15 中城建 MTN001”本息；康得新复合材料集团股份有限公司未按时兑付发行的“17 康得新 MTN002”本息。

固收点评：6 月央行转为缩表，央行仍调节流动性

6 月央行转为缩表，主要体现在公开市场操作是净回笼的，流动性有所收回。关于未来资产负债表变动和流动性：1.截止至 7 月 17 日，央行公开市场操作净回笼 1200 亿元。7 月 1 日央行定向下调再贷款利率 0.25 个百分点，降息力度空前。货币政策依旧维持灵活适度，边际略有收紧，重点转向金融资源对实体经济输送，宽货币向宽信用转变。2.特别国债和地方专项债的发行将给财政存款形成助力。且考虑到 7 月份政府存款季节性增加，因此资产负债表可能延续扩张态势。3.汇率方面，美联储宽松货币政策并未终止，7 月前两周国内股市猛涨，北向资金净流入攀升，推动人民币升值，目前汇率降至 7 附近，预期人民币或保持震荡或小幅升值。

固收点评：6 月财政收支点评：财政收入单月同比年度首次转正，财政政策保持积极有为

受疫情影响，我国上半年财政收支一度承压，但随着经济逐渐复苏，收入逐月回暖，预计下半年财政政策将延续积极有为的节奏。2020 年专项债发行前倾，同时财政部确定 10000 亿抗疫特别国债将在 7 月底前发放完毕。展望未来：财政收入方面，复工复产节奏加快和经济数据指标的恢复将对财政收入形成正向支撑，另一方面，财政部会同有关部门制定了一系列减税降费政策，以应对疫情导致的经济下行压力，这将一定程度上减少税收收入。财政支出方面，财政部把基层“三保”作为今年工作重点，将按照今年《政府工作报告》要求，建立特殊转移支付机制，确保新增财政资金直达市县基层，直接惠企利民。

固收点评：1-6 月经济数据点评：经济运行延续复苏态势，外部环境依旧复杂严峻

2020 年 7 月 16 日，国家统计局公布 1-6 月份经济数据：2020 年 1-6 月固定资产投资（不含农户）同比下降 3.1%，前值-6.3%；社会消费品零售总额同比下降 1.8%，前值-2.8%；规模以上工业增加值同比增长 4.8%，前值 4.4%。上半年，我国经济先降后升，二季度经济增长由负转正，主要指标恢复性增长，经济运行稳步复苏，基本民生保障有力，市场预期总体向好，社会发展大局稳定。

行业

环保工程及服务行业周报：国家绿色基金设立行业商业模式迎变革，发改委目标至 2025 年培育绿色产业龙头企业

7 月 15 日国家绿色发展基金股份有限公司完成揭牌仪式。1）国家绿色发展基金首期总规模达 885 亿元，财政部牵头各大银行、“长江经济带”沿线地方财政出资。财政部为第一大股东，持股 11.30%。2）行业最大需求方成为投资方，行业模式变革新起点。政府将从行业最大需求方成为供应端出资方，加快释放重点地区及重点项目需求，行业现金流、支付条件的确定性增

强，商业模式得到强理顺。3）引入市场机制健全多元化生态环保投入渠道，有助于缓解行业融资痛点问题。基金旨在用市场化的方式，发挥财政资金的带动作用，引导社会资本支持环境保护等重点领域，改善行业融资模式，缓解行业融资痛点。

零售金融追踪：银行理财 2019 年报解析：类货基驱动规模创新高，固收仍是核心

投资建议：短期零售金融变局利好权益市场，长期看好财富管理空间。

①银行理财竞争力下滑短期利好基金及权益市场。

②中短期内不应对理财直接投资股市抱有过高预期。

③零售金融长期是金融领域最具成长空间的赛道。长期而言预计银行理财仍将是零售金融龙头，同时基金、保险等都将受益，未来比拼机构主动管理能力，财富管理领域的头部银行/券商/保险/基金等都将分享红利。

机械设备：中环大硅片项目进展顺利利好核心设备商，持续看好低估值高增长的工程机械龙头

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】

食品饮料：白酒淡化短期扰动，食品关注中报景气度

投资建议：推荐高端龙头茅/五/泸及光瓶酒龙头顺鑫，次高端弹性标的汾酒、低估值标的洋河，以及地产酒龙头古井，建议关注今世缘/口子窖。啤酒方面推荐改善龙头青岛啤酒，建议关注重庆啤酒、珠江啤酒。短期 Q2 补库存效应延续，推荐双汇发展/安琪酵母/安井食品，建议关注涪陵榨菜/天味食品/颐海国际；中期乳制品、调味品环比改善，推荐中炬高新/恒顺醋业/伊利股份；长期关注龙头集中趋势与新消费，推荐绝味食品/洽洽食品/三只松鼠/良品铺子/桃李面包，建议关注三全食品/湘佳股份/光明乳业。

通信跟踪周报：本周专题：为什么继续看好景气度高的光模块 IDC 等新基建板块？

1、光模块、IDC 流量基建板块景气度高，板块重点公司第二季度业绩预告预喜；PCB、IC 载板板块受益下游 5G 基站建设需求，业绩实现高增长；车联网等应用板块自上而下，行业发展进程不断加速，重点公司第二季度业绩初现。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。

电气设备新能源行业周报：电动车新车型密集上市，光伏中报普遍超预期

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 130-140 万，下半年增长超过 50%，7 月中游环比 20-30%；海外 TeslaQ2 销 9 万辆大超预期，欧洲主流国家 6 月注册 8 万也大超预期，今年海外超 140 万，同增 35%，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，龙头组件厂商 Q3 排产环比大幅增长.

钢铁行业跟踪周报：估值修复中寻找阿尔法，关注八钢、久立

投资建议：继续看好基本面与转型共振带来的板块估值修复，标的普钢类八一、华菱、新钢、韶钢、三钢，转型 IDC 类的杭钢、沙钢、南钢，特钢类久立、永兴、中特、st 抚钢等。

汽车行业周报：7 月前二周批发同比+12%，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】。

建筑材料行业跟踪周报：水泥受益灾后重建，玻璃基本面向好

看好水泥股：淡季结束+灾后重建。1）最近公布的下游地产及基建数据尚可，预计梅雨季节结束后水泥需求恢复的确定性较高；叠加年初以来基建项目审批放量，下半年需求预期良好。2）灾后重建。今年降水处于历史高位，长江中下游地区基础设施毁坏严重，灾后重建力度较大。发改委多次表态加快推进 172 项重大水利工程建设，匡算总投资约 1.29 万亿元，利好水泥价格及水泥股。相对看好三大区域：华东（淡旺季切换弹性最大）、中南（灾后重建主战场）、西北（全年需求超预期），标的上峰水泥、万年青、华新水泥、海螺水泥、祁连山、天山股份、青松建化等。

有色金属：基本金属短期冲高回落不改中期看好

投资建议：1）下半年首选基本金属铜、铝。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，标的首选紫金矿业、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。

化工行业 2020 年 7 月第 2 周周报：二季度 GDP 增速由负转正，继续推荐化工成长股

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。

公用事业行业：百年未有之大变局：科技赋能改造传统行业

【东吴公用事业刘博】百年未有之大变局：科技赋能改造传统行业——老树也能开新花。1）科技赋能现象：市场空间广阔，水表、建材、零售等行业赋能后有显著效果；2）科技赋能背景：宏观层面有经济+市场+政策，微观层面有技术+配套+需求；3）

科技赋能共性：To G 依靠政府推动、To B 依靠盈利驱动、To C 依靠消费拉动；4）科技赋能预判：To G 端推广有望先行，建议关注智慧消防龙头【青鸟消防】

风险提示：NB-IoT 推广速度不达预期等

环保工程及服务行业：国家绿色发展基金入驻国家环境治理新体系，行业商业模式迎变革点

建议关注：1、首批投资优先支持国家重点政策，项目具备典型性和代表性。2、基金采用市场化运作模式，参考同期市场回报预期，考虑项目商业模式，对项目体量有要求。3、长江沿线省市参与出资，存在区域倾斜。建议关注：（1）商业模式稳定、体量可投的固废运营资产：上海环境（基金落户上海）、瀚蓝环境，城发环境。（2）政策带动业务弹性大：维尔利（垃圾分类推动有机物处理设备龙头显著受益）、碧水源（污水资源化释放膜行业千亿空间）。（3）大行业小公司轻资产的环卫行业持续推荐：a. 关注市场份额、盈利能力双拐点的环卫装备龙头：盈峰环境、龙马环卫；b. 关注具备差异化管理优势的环卫服务龙头：玉禾田、北控城市资源。

推荐个股及其他点评

宁德时代（300750）：宁德时代：花落九家，定增获产业+海内外资本高度青睐

申购阶段获产业+资本全方位认可。申报报价情况来看，电动车产业链以及国内外资本市场均对公司表现出极高的长期认可度。其中，1）产业资本主要有本田、西藏鸿商（股东为洛阳钼业背景）、上汽颀臻（上汽控股）、西藏旭赢（郑州宇通 100%控股），最终本田成功认购 37 亿，占总配售金额约 19%。2）海外资本市场，以高瓴资本、UBS、JPMorgan 等牵头的海外资本也积极伸出橄榄枝，最终高瓴资本认购 100 亿，占总额约 51%；其他海外 UBS、JPMorgan 合计认购 25.6 亿，占总配售额 13%。3）国内资本市场，最终太平资产、北信瑞丰、国泰君安等合计认购 34.3 亿，占总额 17.4%。

东方财富（300059）：证券保持高增长，看好长期发展空间

盈利预测与投资评级：随公司可转债进入转股期，资本实力增强后证券业务将进一步扩张，叠加基金上线流量变现第三层级加速启动，坚定看好零售财富管理业务发展前景。预计公司 2020、2021 年归母净利润分别为 38.2、48.9 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：1）基金代销市场竞争激烈；2）东财证券市占率提升不及预期。

德赛西威（002920）：软件定义汽车视角下值得长期看好吗？

本轮自动驾驶行情焦点将从硬件转移至软件，AI 芯片公司产业位置重要性和认知度上升，且带来产业链发展机会，英伟达及其合作伙伴【德赛西威】价值将持续放大。我们预计公司归母净利润 2020-2022 年 452/647/934 百万元，对应 PE 为 78.25/54.75/37.89 倍，维持“买入”评级。

华测检测（300012）：中期业绩超预期，龙头盈利释放高弹性

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年实现净利润 5.9/7.2/9.2 亿，EPS 为 0.35/0.44/0.56 元，对应 PE 为 66/54/42X，维持“增持”评级。

风险提示：行业政策变动；业务开拓不及预期；并购决策及整

合风险；品牌公信力下降。

广电计量（002967.SZ）：Q2 恢复正常增长，全年不改业绩释放节奏

盈利预测与投资评级：目前公司仍有大部分实验室尚未充分发挥应有经济效益，随着公司培育业务逐步成熟，看好营运能力及盈利能力提升潜力我们预计 20-22 年归母净利润 2.2/3.4/4.4 亿元，EPS 为 0.41/0.64/0.83 元/股，对应 PE 为 74/48/37X，维持“增持”评级。

风险提示：行业政策变动；业务开拓不及预期；并购决策及整合风险；品牌公信力下降风险。

淳中科技（603516）：3 亿可转债落地，助力 5G 高清视频赋能者再腾飞

淳中科技将继续保持视频显示“大脑”定位，深耕显控行业，我们持续看好淳中科技未来业绩增长，2020-2022 年营业收入分别为 5.02 亿元、6.48 亿元以及 8.22 亿元，归母净利润分别为 1.69 亿元、2.33 亿元以及 3.01 亿元，EPS 分别为 1.27 元、1.75 元以及 2.26 元，对应的 PE 分别为 30X/21X/17X，维持“买入”评级。

三峡水利（600116）：全年业绩高增长可期，电改龙头呼之欲出

【东吴公用事业-刘博】三峡水利：1）疫情影响下售电量仍有 14.84%增幅，全面复工后未来 3 年用电量复合增速在 30%左右；2）配电网改革政策持续吹风，公司业绩高增长叠加改革预期，逻辑逐步兑现、成长空间打开；3）当前时点如何看公司：典型的的成长股启动前特征；预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.42、0.65、0.69 元，对应 PE 分别为 22、14、14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱

昊华科技（600378）：拟设立全资子公司，聚焦电子特气业务

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 53.33 亿元、61.82 亿元和 70.66 亿元，归母净利润分别为 6.32 亿元、7.61 亿元和 9.08 亿元，EPS 分别为 0.69 元、0.83 元和 0.99 元，当前股价对应 PE 分别为 30X、25X、21X。维持“买入”评级。

风险提示：军品依赖的风险，子公司整合管理过程中存在不确定性，行业竞争加剧导致产品价格下跌。

宏观策略

宏观点评：三季度出口还会超预期吗？—来自全球供需缺口的线索

观点

二季度中国经济增速超预期的一大支撑是出口的韧性回升。尤其是在全球外贸萎缩背景下，二季度中国出口同比（0.1%）较其他出口大国展现出空前的领跑优势（如韩国-20%）。虽然历史上中国出口在全球贸易疲软时的表现也往往好于上述国家，但二季度的这种超强领跑则十分罕见。如图 1 所示，如果将二季度中国出口相对越南、德国、日本、韩国出口的增速差同历史相比，其偏离历史均值的幅度均落在正的 1.5-2.5 倍标准差之间。那么，中国出口这种罕见的领跑优势究竟从何而来？

众所周知，疫情冲击后的封锁导致各国经济都迅速 down 至谷底，但得益于有效的疫情防控，中国经济从谷底走出在时点上比其他国家都提前了至少 1-2 个月，并且生产端的修复一直快于需求端。

其他各国由于在经济结构、政策导向、疫情控制程度等的差异，其生产端与需求端的修复节奏快慢不一。我们不妨以各国工业生产和零售销售在筑底后的回升来衡量生产端和需求端的修复，我们发现疫情后大多数主要国家的供给修复是落后于需求的，即存在负的供需缺口；而当前只有和中国和越南的供给的修复快于需求，即存在正的供需缺口。因此正是全球大多数国家的负的供需缺口的存在，使得中国这样极少数正的供需缺口的国家获得了超预期的出口需求。

那么在这种局面下，三季度中国出口是否还能超预期？我们认为核心还在于对全球主要国家供需修复节奏的判断，可以归结为如下三个问题：

（1）中国疫情以来正的供需缺口能否一直持续？

供给端，二季度 PMI 新订单分项逐月上升，日均耗煤量、高炉开工率等高频指标也已恢复至疫情前水平；而需求端，由于我国缺乏直接面向居民部门的财政刺激计划，这就意味着消费的修复将是一个漫长的过程。也就是说，短期内中国供给端修复快于需求端的局面不大可能逆转。

（2）其他国家生产修复是否将对当前供需缺口形成补充？

以美国、日本、欧盟为代表的发达经济体 5 月份出口增速仍在探底过程中，改善拐点未现（图 2），但韩国、越南 6 月出口增速已经在边际上已经显著改善（环比 12.7%、11.2%）。从供需修复来看，越南目前已经实现了供给改善超过需求的供需差，未来随着类似出口国产能的恢复，将一定程度对中国现在面对的外需市场形成替代。

（3）发达国家供需缺口是否将逐渐收窄？

从当前全球疫情形势来看，多数国家封锁指数都在缓步下调的过程中，复工复产的推进是一个必然现象，因此可以判断中国出口未来仍将受益于各国供需修复的不平衡，但该利好因素也会逐渐被削弱，因此存在修复斜率放缓的压力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

固收周报：美初请降势显钝化，消费信心二次探底

观点

一周观点：（1）英国政府债务压力加剧，经济萎缩幅度料创三个世纪以来最高：英国预算责任办公室 7 月 14 日表示，早先预计为 550 亿英镑的借款规模现估计将高达 3220 亿英镑，相当于 GDP 的 16%以上，为二战以来的最高水平，未来五年债务存量规模都将高于 GDP 的 100%。上述估算不包括财政大臣 RishiSunak 上周所宣布的 300 亿英镑的一揽子财政刺激计划，若考虑到经济刺激和额外的公共服务开支，悲观预期之下借款可能会超过 4400 亿英镑。整体来看，基于英国目前不断攀升的失业率和不断恶化的经济现状，政府债务将进一步承压，发行中长期国债仍为弥补赤字缺口的主要着力点;（2）英债加入负利率资产队伍，安全资产进入供需再平衡期：继上月底长期债券收益率跌破日本国债收益率水平后，本周二英国短期国债也首次低于日本国债收益率，继日债、德债、法债后正式步入负利率资产阵营。我们认为（1）英国央行大幅降息同时释放负利率信号，面对经济基本面持续恶化和当前政策效果甚微的打击，市场关于英国央行将在 9 月份降息至负区间的猜测不断升温，对债券价格走高形成持续支撑，推动收益率下行;（2）英国财政部和央行 4 月发布联合声明宣布，将财政部在英国央行的透支账户规模上升到实际不受限制的数额直至疫情平息（通常只有 3.7 亿英镑）；另一面，央行购买的有价证券规模也从年初的 4448.1 亿英镑上升 43.84%至本月上旬的 6398.33 亿英镑；债务货币化进程的推进压低了国债收益率水平;（3）大类资产表现：白银、黄金、欧元、瑞士法郎走高；天然气、美元、美利率债、信用债收益率走低，美收益率曲线边际扩大。具体来看，股市：英>欧>日；债市：利率债>信用债；汇市：欧元>瑞士法郎>加拿大元>人民币>英镑；大宗：白银>黄金>天然气。

策略分析

美国：美联储理事表示美联储下步或将进行收益率曲线控制，作为逆周期对冲的货币、财政刺激继续加码的概率继续走升。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，日本疫情出现反弹，自然灾害频发，内需不振，制造业疲软，虽然央行的货币政策持续发力，经济最坏的时候已经过去，但复苏及其缓慢，日元短期仍面临贬值压力；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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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，目前欧洲央行从“灭火”转向管控复苏阶段，但复苏处于早期阶段，复苏力度的不确定性依然很高，但目前欧洲内部环境趋于稳定，若复苏基金计划推行顺利，欧元或伴随美元贬值出现短期升值；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，未来由于限制性措施仅在特定地区和部门实施，将大幅度减少第二波疫情对原油需求的影响。中长期来看，今年预计受到疫情影响，能源需求的季节性表现将更加明显，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，美国新冠肺炎疫情加剧，美元的持续走弱均对金价形成支撑；中长期来看，全球经济依然处于下行阶段，全球负利率的宽松货币环境长期有望延续，负利率债券规模持续攀升,大量的流动性和货币供应量对金价明显利好，加上黄金对冲信用货币贬值的本质属性，金价未来仍有继续走高空间。

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：本周股市大幅回调，关注转债投资机会

报告摘要

本周可转债一级市场有 6 支可转债发行，总发行量为 42.41 亿元，较上周增加 20.81 亿元；有 3 支可转债偿还，其中分为回售偿还、赎回偿还和到期偿还，其规模分别为 0.30 万元、0.045 亿元、0.045 亿元，合计 0.09 亿元，较上周增加 0.09 亿元；净融资额 42.32 亿元，较上周增加 20.72 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 16 家公司可转债有新进展，其中 5 家公司通过了董事会预案，5 家公司通过了股东大会，2 家通过了发改委审核；4 家公司通过了证监会核准，分别为青农商行、深圳新星、精达股份、赣锋锂业，行业分别属于银行Ⅱ、金属非金属新材料、高低压设备、稀有金属，涉及发行规模分别为 50.00 亿元、5.95 亿元、7.87 亿元、21.08 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场大幅回调，指数走势全线下跌，上证综指、沪深 300、创业板指、中小板指分别下跌 5.00%、4.39%、4.18%、4.25%，债转股指数下跌 5.25%；本周可转债指数转为下跌，上证转债、深证转债、中证转债指数本周跌幅分别为 3.28%、3.81%、3.48%。

从申万行业指数的角度来看，本周行业指数全面下跌。仅有两个行业有所上涨，分别为建筑材料和农林牧渔，涨幅分别为 3.08%和 1.05%。跌幅最大的五个行业为通信、非银金融、电子、商业贸易、计算机，跌幅分别为 8.12%、8.18%、8.53%、8.55%、9.16%。

存量可转债共计 336 支，存量余额共计 4,377.35 亿元。其中银行业存量

请务必阅读正文之后的免责声明部分

可转债余额最多，高达 1,485.41 亿元，其他行业则分布较为平均。除银行外存量余额最多的四个行业为化工、公用事业、医药生物、电子。

从个券涨跌幅看出，可转债涨跌情况与级别相关性较差；从正股涨跌幅排名可知，正股涨跌榜与可转债涨跌榜有一定重合，正股涨跌榜未延续上周涨跌情况。本周市场最活跃的前五支可转债分别为东财转 2、蓝帆转债、浙商转债、振德转债、歌尔转 2。

股票价格已经超过转换平价的转债共计 56 支。

截至 2020 年 7 月 17 日，可转债的纯债溢价率中位数为 31.64%，转股溢价率的中位数为 10.15%，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 18,258.56 万股，其中浙商转债本周转股数为 3,493.85 万股，占全部转股数的 19.14%。从累计转股比例来看，19 原龙 E5、福特转债（退市）累计转股比例分别为 100%、99.68%。本周转股数有所回落，股市大幅回调给转股情绪降温。

（1）宽货币向宽信用转变，经济秩序稳步恢复。上周央行公开市场净投放 5300 亿元，主要系对 7 月以来连续逆回购到期和 MLF、TMLF 到期的续做，货币政策边际有所收紧，宽信用对宽货币的依赖程度下降。上周股市遭遇大幅回调，转债市场情绪有所降温，但仍较为活跃。抗疫特别国债续发，积极的财政政策有望带动下半年经济补偿性增长。当前偏股型转债估值水平普遍较高。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，大幅回调或衍生投资机会，但仍需合理配置以控制风险。抗疫特别国债将续发，基建、地产等板块仍有回升空间，建议长期关注食品饮料消费、新基建、医药生物、科技等主题。但可转债的波动明显高于纯债，对投资者的风险承受能力要求较高。当前以平衡性标的为主要投资策略，需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

风险提示：关注股市波动风险、基本面变化超预期。

（证券分析师：李勇）

固收周报：利率债周报：债市利率短期震荡，长期有下行空间（2020 年第 27 期）

观点

本周债市点评及债市策略：本周（7.13-7.19）央行公开市场净投放 5300 亿元，下周（7.20-7.26）央行公开市场有 3300 亿元逆回购、2000 亿元 MLF 和 2977 亿元 TMLF 到期。从资金面来看，本周 Shibor 隔夜、DR001、R001 较上周均有所上行。收益率方面，短端小幅上行，长端下行。1 年期国债收益率为 2.2256%，较上周上行 0.91BP。10 年期国债收益率 2.9507%，较上周下行 7.98BP。展望后期：从基本面看，经济维持回暖态势，但离疫情前水平仍有一定距离，加之最近南方出现洪涝灾情，未来不确定性仍然存在。从政策方面来看，前期为应对经济下行压力而采取的宽松货币政策出现边际收紧情况，资金利率中枢明显抬升。两方面因素叠加，短期利率保持震荡，从长期来看，我国经济内生动能依然不足，利率有下行空间。

一、二级市场回顾：本周（7.13-7.19）一级市场发行 49 只利率债，实际发行总额 3565.75 亿元，较上周减少了 318.48 亿元；总偿还量 1486.10 亿

请务必阅读正文之后的免责声明部分

元，较上周减少了 1740.21 亿元；净融资额 2079.65 亿元，较上周增加了 1421.74 亿元。本周 DR007 上行 3.22BP，R007 上行 12.84BP。SHIBOR 隔夜利率为 2.3280%，较上周上行 13.10BP；SHIBOR1 周为 2.2270%，较上周上行 2.40BP；SHIBOR2 周为 2.4230%，较上周上行 46.60BP；SHIBOR3 月为 2.3560%，较上周上行 21.30BP。

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所回落，截至 7 月 12 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 401.86 万平方米，较上周减少 93.97 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 12 日，市场日均零售 3.13 万台，同比增速为-5.00%，较前值有所回升。除螺纹钢外，本周主要钢材价格均上涨，Myspic 综合钢价指数回升，螺纹钢指数下跌。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 16 日，除铝外，有色金属各品种价格均有所上涨。分品种来看，相比上周，锌价回升 2.47%，铅价回升 0.66%，铜价回升 0.70%，铝价回落 1.57%。

本周通胀观察：蔬菜价格小幅上升。截至 7 月 17 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 118.25，较上周上升 0.21%；山东蔬菜批发价格指数收于 119.87，较上周上升 1.21%。7 月 17 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 140.83 点，较上周下行 0.42%；南华工业品指数收于 2235.16 点，较上周上行 1.06%。

风险提示：经济复苏放缓，货币政策变化。

（证券分析师：李勇）

固收周报：各期信用债收益率上升，信用利差走扩

事件

本周（7 月 13 日-7 月 19 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 179 支，总发行量 1,630.77 亿元，较上周增加了 423.97 亿元，总偿还量 1,776.89 亿元，较上周增加了 258.42 亿元，净融资额-146.12 亿元，较上周增加了 165.55 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，短融和公司债的发行利率较上周均有一定程度的下降，中票和企业债的发行利率较上周均有一定程度的上升。短融的发行利率的下降幅度为 17.40BP，中票的发行利率的上升幅度为 20.61BP，企业债的发行利率的上升幅度为 79.52BP，公司债的发行利率的下降幅度为 30.26BP。

银行间和交易所信用债合计成交 4,897.50 亿元，总成交量较上周 3,964.24 亿元增加了 933.26 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 1,634.99 亿元、2,797.84 亿元、334.24 亿元、130.43 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 17 日，1 年期国债收益率为 2.2256%，较上周 2.2165%上升了 0.91BP。3 年期国债收益率为 2.5141%，较上周 2.6894%下降了 17.53BP。5 年期国债收益率为 2.7022%，较上周 2.8423%下降了 14.01BP。7 年期国债收益率为 2.9799%，较上周 3.0209%下降了 4.10BP。10 年期国债收益率为 2.9507%，较上周 3.0305%下降了 7.98BP。

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上升

请务必阅读正文之后的免责声明部分

趋势；各期限的各类信用债的信用利差均主要呈扩大趋势；各期限的各类信用债的等级利差均主要呈扩大或不变趋势。

本周 AAA 主体级别的债券中，短期融资券、中期票据和企业债的周交易量相对高于公司债；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 2,250.82 亿元。其次为公用事业、材料、能源、金融、房地产和可选消费，周交易量分别为 539.59 亿元、423.30 亿元、406.47 亿元、344.05 亿元、259.85 亿元和 127.86 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近四周内首次递增且达四周内高位。发行只数的陡增带来的是总发行量和净融资额的上升。二级市场的交易量继上周下跌后重新攀升至高位，增幅主要来源于中期票据。本周中票增幅达 33.43%，已连续两周保持增长趋势。信用利差和等级利差在本周均保持总体上升趋势，推动各期信用债收益率攀升高位，降低了债券对投资者的吸引力。分行业看，本周继上周交易量递减后重回高位。地产债推荐关注粤港澳和长三角区域房企，有区位和政策的双重加持。医疗行业中的医疗器械板块值得关注。

风险提示：中长期信用债收益率呈上升趋势，关注高收益率债券投资机会和风险。

（证券分析师：李勇）

固收周报：风险信息周报（2020.07.13 -2020.07.19）

事件

负面信息：本周（7 月 13 日-7 月 19 日）负面信息共 5 条。重点关注：“17 华讯 03”提前到期未兑付本金和相应利息；南京建工产业集团有限公司发行的“18 丰盛 01”违约；北讯集团股份有限公司未按时兑付发行的“18 北讯 04”本息；中国城市建设控股集团有限公司因股权纠纷未按时兑付发行的“15 中城建 MTN001”本息；康得新复合材料集团股份有限公司未按时兑付发行的“17 康得新 MTN002”本息。

取消发行：上海现代制药股份有限公司取消发行 8 亿元；珠海九洲控股集团有限公司取消发行 3 亿元；江阴利港发电股份有限公司取消发行 2 亿元；平顶山市融城发展投资集团有限公司取消发行 7 亿元；华能澜沧江水电股份有限公司取消发行 5 亿元；上海浦东科创集团有限公司取消发行 5 亿元；成都天府新区投资集团有限公司取消发行 10 亿元；上海张江高科技园区开发股份有限公司取消发行 10 亿元；上海振华重工(集团)股份有限公司取消发行 10 亿元；淮北市建投控股集团有限公司取消发行 10 亿元；昆山高新集团有限公司取消发行 10 亿元；上海环境集团股份有限公司取消发行 4 亿元；张家港市直属公有资产经营有限公司取消发行 3 亿元；四川铁投城乡投资建设集团有限责任公司取消发行 4.3 亿元；张家港市直属公有资产经营有限公司取消发行 3 亿元。

持有人会议：吉林省水务投资集团有限公司于 2020 年 7 月 16 日召开“18 吉林水务 MTN001”2020 年第一次债券持有人会议；中航资本控股股份有限公司于 2020 年 7 月 17 日召开“19 中航资本 SCP007，20 中航资本

请务必阅读正文之后的免责声明部分

SCP001，20 中航资本 SCP002，20 中航资本 SCP003”2020 年第一次债券持有人会议。

其他关注信息：杉杉集团有限公司公告称，公司涉及重大诉讼；新世纪评级关注亚太药业实际控制人及其一致行动人股票被质押、冻结进展；泰禾集团称已委任财务顾问，将对公司在岸和离岸债务实施适当重组；华福证券公告公司涉及诉讼的进展；宝鸡市投资(集团)公告公司对外担保情况；大公称关注宁乡经济技术开发区建设投资有限公司新增借款；泰禾集团称积极履行债务义务，尽快完成重组工作；盛运环保公告公司新增诉讼事项及前期诉讼事项进展；交易商协会：暂停北京银行债务融资工具主承销相关业务 6 个月；物美科技集团：涉及诉讼被法院列为被执行人；北京建工集团公告公司及下属子公司重大诉讼进展。

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）

固收点评：6 月央行转为缩表，央行仍调节流动性

事件

6 份货币当局资产负债表发布。6 月份货币当局资产负债表发布。整体来看，2020 年 6 月央行资产负债表环比减少 3939.44 亿元，方向上由扩转缩，较去年同期有所上升（2019 年 6 月环比减少 3662.75 亿元）。6 月缩表的主要原因是资产端对其他存款性公司的债权减少以及负债端政府存款大幅下降共同作用的结果。变动较大的项目有：资产端方面，对其他存款性公司债权减少 3906.80 亿元；负债端方面，政府存款减少 4025.24 亿元。

观点

资产端：从 6 月份央行公布的资产负债表来看，影响较大的主要是对其他存款性公司的债权，其减少导致央行资产负债表的缩表趋势。具体来看：外汇占款环比降幅有所收窄，短期人民币汇率或有震荡升值压力。2020 年 6 月份外汇占款为 218332.59 亿元，环比减少 60.16 亿元，外汇占款自 2018 年 8 月份以来持续下降，进入 2020 年后首月有所回升，但在接下来的 2-6 月逐步回落，6 月份环比降幅较 5 月份有所收窄。2020 年 6 月，央行对其他存款性公司债权 11618.60 亿元，环比减少 3906.80 亿元，较 5 月环比由正转负，显示央行对银行体系收回了流动性。主要系央行 6 月份的公开市场操作是净回笼的，6 月份央行的公开市场操作十分活跃，虽累计开展 15400 亿元逆回购及 2000 亿 MLF，但仍有 15600 亿逆回购以及 7400 亿 MLF 到期，累计净回笼 5575 亿元。值得一提的是，央行于 6 月 18 日重启 14 天逆回购，并且下调中标利率 20bp，在一定程度上释放流动性，缓解政府债券（包括特别国债和地方专项债）的发行，大量逆回购到期和 MLF 到期带来的流动性收紧，但 6 月整体上为净回笼的，从缩量上来看相对中性，并未“大水漫灌”。

负债端：从 6 月份央行公布的资产负债表来看，影响较大的主要是政府存款。具体来看：1.储备货币及其分项环比小幅变动。6 月储备货币环比减少 356.23 亿元。其中货币发行和其他存款性公司存款分别下降 275.18 亿、732.62 亿，货币发行的减少主要体现在 M0 小幅减少上，并且维持 6 月变动较小的周期性。其他存款性公司存款，是商业银行等存款机构存放在央行的存款准备金，较上月小幅下降，主要系 5 月降准措施的后续

请务必阅读正文之后的免责声明部分

影响。5 月 15 日是央行 4 月份发布的定向降准的第二次实施，对特定商业银行定向下调存款准备金率 0.5 个百分点，释放资金约 2000 亿元。2.政府存款季节性下降，受疫情影响同比下降。6 月份政府存款为 38252.64 亿元，比上月减少 4025.24 亿元，环比跌幅与 19、17、16 年 6 月相比有所走扩，较于 18 年 6 月有所收窄（16-19 年 6 月份政府存款环比跌幅分别为 3012.07 亿、2830.66 亿、5352.34 亿、3662.75 亿）。

总结：6 月公开市场操作是净回笼的，主要体现在对其他存款性公司债权的较大幅降少，表明央行采取了收回流动性的操作。关于未来资产负债表变动和流动性：1.截止至 7 月 17 日，央行公开市场操作净回笼 1200 亿元。7 月 1 日央行进行定向降息操作，下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点，降息力度空前。货币政策依旧维持灵活适度，边际略有收紧，重点转向金融资源对实体经济，尤其是中小微企业的输送，促使宽信用对宽货币的依赖性降低。2.特别国债和地方专项债的发行将给财政存款形成助力。除此之外考虑到 7 月份政府存款季节性增加，负债端的政府存款或将大幅增加，因此整体来看资产负债表可能延续扩张态势。3.汇率方面，美联储宽松货币政策并未终止，7 月以来两周国内股市迅猛增长，北向资金净流入攀升，为人民币升值推波助澜，目前汇率已降至 7 附近，同预期人民币或保持震荡或小幅升值趋势，可能没有大幅变动。

风险提示：财政收支压力仍大、缴税高峰对流动性冲击、中美摩擦加剧。

（证券分析师：李勇）

固收点评：6 月财政收支点评：财政收入单月同比年度首次转正，财政政策保持积极有为

事件

数据公布：2020 年 7 月 17 日，财政部公布 2020 年上半年财政收支情况。2020 年 1-6 月累计，全国一般公共预算收入 96176 亿元，同比下降 10.8%。其中，中央一般公共预算收入 44347 亿元，同比下降 14%；地方一般公共预算本级收入 51829 亿元，同比下降 7.9%。全国税收收入 81990 亿元，同比下降 11.3%；非税收入 14186 亿元，同比下降 8%。2020 年 1-6 月累计，全国一般公共预算支出 116411 亿元，同比下降 5.8%。其中，中央一般公共预算本级支出 16344 亿元，同比下降 3.2%；地方一般公共预算支出 100067 亿元，同比下降 6.2%。

观点

财政收入：月度同比增幅年内首次转正，税收降幅收窄。6 月全国一般公共预算收入 18504 亿元，同比增加 577 亿元，上升 3.22%，增幅年内首次从负转正，主要系疫情好转后复工复产逐步推进和助企纾困的成果。具体分析，税收收入方面：1-6 月同比下降 11.3%，税收降幅收窄，主要原因是复工复产持续推进和增值税翘尾减收因素消退。主要经济指标呈现恢复性增长局面，消费、进口和工业企业利润在二季度均回升。非税收收入方面：1-6 月，全国非税收入同比下降 8%，其中中央非税收入 711 亿元，同比下降 73.3%，主要是由于去年同期特定国有机构和央企上缴的利润基数较高。地方非税收入 13475 亿元，同比增长 5.6%，主要系一些地区通过盘活国有资源资产缓解收支压力，国有资源资产有偿使用收入和国有资本经营收入增加。

财政支出：中央支出持续压减，地方支出压力仍存。1-6 月累计全国一般

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公共预算支出 116411 亿元，同比下降 5.8%。分中央地方来看，1-6 月中央一般公共预算本级支出 16334 亿元，同比下降 2%，地方财政支出 100067 亿元，同比下降 6.2%。受疫情影响，地方财政情况仍未恢复，基层“三保”工作压力较往年增大，因此中央本级支出被压缩以增加对地方财力的支持。从支出结构来看，大多数科目同比下降，社会保障和就业支出、农林水支出和债务付息支出同比增长，表明了政府对基本民生领域建设的重视，通过发行债券来支持地方财政。

财政收支展望：财政收入回升，推进减税降费和特殊转移支付机制。受疫情影响，我国上半年财政收支一度承压，但随着经济逐渐复苏，收入逐月回暖，预计下半年财政政策将延续积极有为的节奏。2020 年专项债发行前倾，同时财政部确定 10000 亿抗疫特别国债将在 7 月底前发放完毕。展望未来：财政收入方面，复工复产节奏加快和经济数据指标的恢复将对财政收入形成正向支撑，另一方面，财政部会同有关部门制定了一系列减税降费政策，以应对疫情导致的经济下行压力，这将一定程度上减少税收收入。财政支出方面，财政部把基层“三保”作为今年工作重点，将按照今年《政府工作报告》要求，建立特殊转移支付机制，确保新增财政资金直达市县基层，直接惠企利民。

风险提示：经济复苏节奏放缓，财政收支压力增大。

（证券分析师：李勇）

固收点评：1-6 月经济数据点评：经济运行延续复苏态势，外部环境依旧复杂严峻

事件

数据公布：2020 年 7 月 16 日，国家统计局公布 1-6 月份经济数据：2020 年 1-6 月固定资产投资（不含农户）同比下降 3.1%，前值-6.3%；社会消费品零售总额同比下降 1.8%，前值-2.8%；规模以上工业增加值同比增长 4.8%，前值 4.4%。上半年，我国经济先降后升，二季度经济增长由负转正，主要指标恢复性增长，经济运行稳步复苏，基本民生保障有力，市场预期总体向好，社会发展大局稳定。

观点

制造业投资降幅继续收窄，医药电子增幅扩大。1-6 月份制造业投资累计同比下降 11.7%，前值为-14.8%，降幅有所收窄。主要原因有：第一，疫情常态化防控和经济社会发展两手抓的政策有效遏制了疫情二次大规模爆发的风险，生产需求继续改善，带动制造业投资回升；第二，分行业看，1-6 月份纺织业、汽车制造业和通用设备制造业跌幅最为严重，分别为-22.4%、-20.9%和-18.0%，有色金属冶炼及压延加工业是唯一一个较 1-5 月降幅扩大的子行业（前值为-5.6%，现值为-9.6%），农副食品加工业降幅收窄 6.1%，受疫情影响，医药制造业增幅达 6.7%，为各行业最高，连续两月收正。

基建投资降幅收窄，房地产投资转正。1-6 月份基础设施投资同比下降 2.7%，降幅比 1-5 月份收窄 3.6 个百分点；1-6 月份，全国房地产开发投资同比上升 1.9%，1-5 月份为下降 0.3 个百分点，与我们预期方向一致。基建投资有所回升，主要原因有：第一，“积极的财政政策要更加积极有为”，前六个月专项债累计发行已超 2.24 万亿元，但值得注意的是，受制于提前下达限额将发行完毕，六月新增地方债发行趋缓；第二，6 月份复

请务必阅读正文之后的免责声明部分

工复产继续推进，拉动基建投资持续增长。房地产投资转正，主要原因有：第一，国内宏观较为宽松的环境催化了居民资产配置需求；第二，房地产开发景气指数提升，虽然短期居民收入增长放缓，但购房需求更多受长期因素影响，预计 7 月份房地产开发投资继续上升，基本面有望持续改善。

社零回升不及预期，消费升级类产品增长较快。6 月份社会消费品零售总额同比下降 2.8%，降幅收窄 1 个百分点，与我们预期方向一致。值得注意的是，市场对社零的预期为上升 0.3%，消费的恢复还远远不及预期。主要原因有：第一，国疫情防控形势持续向好，居民外出购物和就餐活动持续恢复，各行业市场销售持续好转；第二，消费升级类商品增速下降，使社零恢复不及预期。

工业生产稳步回升，仍存在不确定性。6 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.8%，增速较 5 月份上升 0.4 个百分点，但 1-6 月累计工业生产同比仍未转正，部分行业和产品回升力度减弱。主要原因有：第一，复工复产深入推进，工业生产加快；第二，分行业看，6 月份，41 个大类行业中有 26 个行业增加值保持同比增长，需要注意的是增长行业数量较上月减少 4 个。

未来展望：整体来看，1-6 月份，国民经济运行持续改善，经济运行延续复苏态势，但境外疫情和世界经济复苏形势更加复杂严峻，国内也面临疫情发展的新状况和洪涝等自然灾害，经济稳定运行仍面临较多风险挑战。三大投资中，基础设施投资增速放缓；房地产投资累计同比转正，预计下半年将稳定上升；工业生产继续提振，汽车和电子制造业增长较快。境外疫情尚未得到有效控制，仍需警惕输入性疫情对国内经济的潜在威胁，预计未来 1-2 月外贸持续承压。境外疫情尚未得到有效控制，仍需警惕输入性疫情对国内经济的潜在威胁，预计未来 1-2 月外贸持续承压。6 月城镇失业率为 5.7%，比上月下降 0.2 个百分点。1-6 月城镇新增就业人数比去年同期少 310 万人，就业压力仍然较大。

风险提示：疫情二次爆发，外贸持续承压。

（证券分析师：李勇）

行业

环保工程及服务行业周报：国家绿色基金设立行业商业模式迎变革，发改委目标至 2025 年培育绿色产业龙头企业

建议关注：盈峰环境，北控城市资源，中再资环，龙马环卫，玉禾田，洪城水业，维尔利，瀚蓝环境，深圳燃气，海螺创业，上海环境

核心观点

国家绿色发展基金入驻国家环境治理新体系，商业模式迎变革点。7 月 15 日国家绿色发展基金股份有限公司完成揭牌仪式。1）国家绿色发展基金首期总规模达 885 亿元，财政部牵头各大银行、“长江经济带”沿线地方财政出资。财政部为第一大股东，持股 11.30%。2）行业最大需求方成为投资方，行业模式变革新起点。政府将从行业最大需求方成为供应端出资方，加快释放重点地区及重点项目需求，行业现金流、支付条件的确定性增强，商业模式得到强理顺。3）引入市场机制健全多元化生态环保投入渠道，有助于缓解行业融资痛点问题。基金旨在用市场化的方式，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

发挥财政资金的带动作用，引导社会资本支持环境保护等重点领域，改善行业融资模式，缓解行业融资痛点。4）从国家集成电路产业投资基金看国家绿色发展基金，期待环保板块估值持续修复。第一期基金从实际投资 case 起，电子板块显著涨超市场 11.99pct，绿色基金有望提振行业需求，对环保板块估值形成有效支持。

发改委：到 2025 年培育绿色产业龙头企业。发改委发布《关于组织开展绿色产业示范基地建设的通知》，目标到 2025 年绿色产业示范基地建设取得阶段性进展，培育一批绿色产业龙头企业。重点任务包括 1）推动绿色产业集聚：2）提升绿色产业竞争力；3）构建技术创新体系；4）打造运营服务平台；5）完善政策体制机制。

持续推荐环卫大行业小公司轻资产，关注管理壁垒和装备边际改善。1）市场化加速提升&大环卫内涵扩张，预计 2025 年环卫市场化空间增长 134%：预计 2025 年中国环卫服务市场 4685 亿元，市场化率 80%，市场化空间 3748 亿元，较 19 年增长 134.11%。2）标准化&机械化&管理优势促份额集中：标准化驱动大合同增加，机械化率提升，龙头管理优势 3 大因素促进龙头份额提升，预计 2025 年 6 家环卫上市龙头营收可扩张至 5.58 倍。3）建议关注具有差异化管理优势的传统环卫龙头：玉禾田、侨银环保、北控城市资源。4）建议关注环卫装备龙头市场份额、盈利能力迎来双拐点：盈峰环境、龙马环卫。

中期关注需求供给齐升 β，长期优质运营价值重估 α：1）融资环境改善供给，财政投入加大刺激需求，使得财政支付和环保企业融资能力带来边际改善，对环保工程类公司显著受益。从行业空间、公司治理、融资能力恢复 3 个角度关注：a)生态工程类新秀东珠生态；b)土壤修复龙头高能环境；c)有机垃圾处理设备龙头维尔利。2）寻找“现金流内生、持续成长”的优质运营资产：a)环卫服务市场化改革红利，行业龙头集中度提升：关注玉禾田：差异化管理优势的传统环卫服务龙头；盈峰环境、龙马环卫：环卫装备需求提升具有机械化协同优势的环卫装备企业。b)三个角度看水务资产价值重估：关注洪城水业。c)关注垃圾焚烧行业优质资产的稀缺性，关注瀚蓝环境：优秀整合能力得到验证，大固废综合园模式扩张可期；伟明环保：生活垃圾全产业链协同发展；光大国际：焚烧行业龙头地位稳固。d)生产者责任制度完善，再生资源龙头马太效应提升，关注中再资环：废电拆解行业龙头。3）天然气改革驱动市场化红利释放：关注深圳燃气：海气产能占比近半叠加城中村改造，促进量利齐升。

最新研究：行业点评:国家绿色发展基金入驻国家环境治理新体系，行业商业模式迎变革点;龙马环卫深度报告：环服现市场份额&盈利双拐点，装备现金流利润率改善迎高质量增长;盈峰环境深度报告：环卫真实机械化水平提升空间大，装备龙头拓智慧环卫服务露峥嵘；环卫行业深度报告：大行业小公司轻资产，关注管理壁垒和装备边际改善

风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上行，财政支出低于预期

（证券分析师：袁理）

零售金融追踪：银行理财 2019 年报解析：类货基驱动规模创新高，固收仍是核心

事件：7 月 15 日，银行业理财登记托管中心与中国银行业协会联合发布《中国银行业理财市场报告（2019 年）》。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

2019 年理财规模创新高达到 23.4 万亿，净值型占比升至 43%，未来关注 4.16 万亿现金管理类产品的“二次转型”。

①我们在前期的专题报告中已充分讨论，（非保本）银行理财 2017~2018 年规模增长停滞主要受到监管压降同业理财影响。2019 年末同业理财规模已降至 8400 亿（图 2），全年降幅收窄至 3800 亿，对总规模的拖累效应减弱，因此（非保本）理财规模增至 23.4 万亿，创历史新高（图 1）。2018 年资管新规启动后，理财新增主力产品是现金管理类产品（俗称“类货基”）。

②净值化转型加速，净值型产品规模占比由 2018 年的 27%大幅提升至 43%（图 3）。2019 年末，非净值化的预期收益型产品规模较期初减少 2.76 万亿，降至 13.27 万亿；净值型产品规模则增加 4.12 万亿，达到 10.13 万亿，增幅 68.61%。本次理财报告首次正式披露现金管理类产品规模，存续净值型产品中此类产品规模达到 4.16 万亿（图 4），占净值型产品规模的 41%，同比上升 1.93pct，推算 2019 年规模净增长 1.81 万亿。

③未来建议继续重点关注现金管理类产品的“二次转型”，因为资管新规后此类产品被视为符合监管要求并且能够以摊余成本法估值的合规净值型产品，非常有利于销售推广，同时由于对投资资产的限制比货币基金更宽松，因此目前较货币基金仍享有 120BP 左右的利差（图 5），对个人投资者吸引力强劲。但是，我们前期在专题报告中多次强调，2019 年末监管层已经就现金管理类产品新规征求意见，下半年预计资管新规将继续推进，因此现金管理类产品的监管框架将全面对标货币基金（表 1），那么收益率也必定会下行趋近于货币基金，相对吸引力预计收敛。在此背景下，银行要么接受收益率降低，要么放弃使用摊余成本法估值，这两种情形都不利于产品销售，预计现金管理类产品的规模短期将降速或下行。

④理财子公司初具规模，截止目前共有 21 家理财子公司获批筹建（其中 1 家为中银理财与东方汇理合资设立），14 家已开业（表 2）。5 家国有大行的理财子公司已有存续产品，规模合计 0.8 万亿元，均为净值型产品。

理财仍以固收为产品及投资端核心，增配权益是长期方向，短期理财收益率下行边际利好基金、保险等其他零售产品。

①从理财产品的投资属性来看，固定收益类仍是绝对主体，2019 年末规模为 18.27 万亿，占比小幅提升至 78%，混合类占比 21%，而权益类占比仍然很低，规模仅约 800 亿，并未明显增长（图 7）。对于银行理财资金流入权益市场，我们仍然强调此前观点，中短期内银行理财的重心仍将在固定收益，虽然长期会逐步增加发行权益型产品、提升权益资产配置比例，但考虑投研人员配置、客户风险偏好、机构资源禀赋等因素，判断增配权益的进程会比较缓慢。因此，我们认为中短期内不应对银行理财资金大规模流入股市抱有过于乐观的预期。

②从产品发行期限角度，可以看到 2019 年封闭型新产品的平均期限为 186 天，分别较 2018、2019H1 拉长 25、1 天（图 8）。由于居民普遍偏好短期限、高流动性的投资产品，但资管新规要求理财产品的期限与资产端久期匹配，如果要配置非标资产，则产品期限必须拉长。从目前实践来看，期限拉长后的理财产品并不容易销售，2019 年封闭式新产品期限拉

请务必阅读正文之后的免责声明部分

长幅度非

常有限，产品转型仍然任重道远。

③市场近期关注理财资金的资产配置结构，因为低利率环境下权益类资产吸引力提升，理财存在增配权益的动力。观察 2019 年数据，非保本理财穿透后持有资产余额 26.24 万亿，其中债券配置比例大幅提升至 59.72%；非标配置比例降低至 15.63%；权益类占比 7.56%，较 2018 年末降低 2.32pct（图 9），这也印证了我们前文观点“银行理财增配权益的过程会比较长”，预计 2020 年中期的权益类资产占比会提升，但幅度有限。此外，目前 7.56%的权益类资产中，纯股票的占比预计更少，主要为“固收+”类资产。

④不过从产品收益率角度，银行理财的确面临低利率压力。观察 Wind 统计数据，目前理财产品预期收益率已降至 4%以下（图 10），我们前期专题报告中也重点分析了“近 400 款理财产品破净”的现象。由此判断，未来提升主动投资能力、增配权益类资产是银行理财发展的长期方向。由于受到资管新规期限错配及净值化估值的约束，理财产品竞争力确实边际下滑，这可能会持续利好权益基金及储蓄型保险等潜在的替代产品。

投资建议：短期零售金融变局利好权益市场，长期看好财富管理空间。

①银行理财竞争力下滑短期利好基金及权益市场。近期观察到部分理财产品受债市波动影响估值破净，同时考虑下半年现金管理类产品新规落地后收益率也将下行、表内存款定价受监管约束、信托风险暴露等情况，预计短期内部分零售资金可能加速将向公募基金迁徙并涌向权益市场。

②中短期内不应对理财直接投资股市抱有过高预期。虽然银行理财长期有动力提升权益类资产比例，但中短期内直接投资股市的增量不明显，主要考虑投研人员配置、客户风险偏好、机构资源禀赋等因素的制约。

③零售金融长期是金融领域最具成长空间的赛道。长期而言预计银行理财仍将是零售金融龙头，同时基金、保险等都将受益，未来比拼机构主动管理能力，财富管理领域的头部银行/券商/保险/基金等都将分享红利。

银行股重点推荐：招商银行、平安银行、宁波银行、建设银行。

风险提示：1）宏观经济压力冲击居民收入及理财投资；2）财富管理机构投资收益率持续承压，或负债成本上行；3）互联网巨头切分传统金融机构市场份额。

（证券分析师：马祥云）

机械设备：中环大硅片项目进展顺利利好核心设备商，持续看好低估值高增长的工程机械龙头

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

【半导体设备】中环半导体大硅片项目进展顺利，看好核心设备商【晶

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盛机电】订单加速

中环半导体硅片产能持续扩张，设备订单落地将加速。中环微信公众号披露，截至 7/15，中环半导体硅片实现 8 寸产能 50 万片/月，21 年预计达 70 万片/月；12 寸宜兴线 8 月通线，年内可实现 5-10 万片/月，2021 年实现 15 万片/月。从中环领先中标情况来看，宜兴项目设备采购稳步推进，项目达产前将持续释放订单。此外定增获核准，将投资 45 亿元到中环领先（晶盛机电持股 10%），实现 75 万片/月 8 寸和 15 万片/月 12 寸产能。

中环大硅片客户认证稳步推进，2020-2021 年有望上量。中环的 8 寸硅片已通过国内外多家客户认证，实现规模化量产；12 寸应用于 Power、CIS 等领域的产品已通过多家客户认证，进入增量阶段，应用于 Logic、Memory 的 COPFree 产品已完成 28nm 全流程技术节点开发，进入客户端认证。中环 2019 年开始大批量进行产品验证，已经验证经过 12-18 个月的周期，按照行业验证标准 18-24 个月，我们预计 2020 至 2021 年将是中环客户验证迎来收获上量的节点。

晶盛机电是硅片设备龙头，大硅片国产化浪潮下最为受益。设备是硅片生产制造的基础，从设备端实现国产化是最关键的一环。晶盛机电在半导体单晶炉领域已经成长为世界级的设备供应商，大硅片整线制造能力已达 80%。公司已具备 8 寸线 80%整线以及 12 寸单晶炉供应能力，其他 12 寸级别的硅片设备正在验证中。公司与中环、有研、金瑞泓、郑州合晶等国内主要大硅片厂都保持紧密合作，将受益大硅片国产化浪潮。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 8.7/11.9/16 亿，对应 PE 分别为 35/26/19 倍，维持“买入”评级。

【工程机械】中联重科半年报预增超预期，持续看好低估值高增长的工程机械龙头

中联重科中报业绩预告超预期，受益于后周期品种销量高增+规模效应带来的业绩高弹性。公司预计上半年实现归母净利润 38-42 亿，同比+47.5%-63%，大超市场预期。其主要产品混凝土机械、塔机、工程起重机均为后周期品种，今年迎来更新换代高峰，我们预计公司上半年混凝土机械中泵车和搅拌车的销量增速在 50%以上，塔机增速也在 50%以上，起重机增速 30%左右，且下半年高景气持续确定性强。

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。

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

食品饮料：白酒淡化短期扰动，食品关注中报景气度

投资要点

推荐组合：贵州茅台、顺鑫农业、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、水井坊、双汇发展、伊利股份、绝味食品、恒顺醋业、中炬高新、洽洽食品、三只松鼠、安井食品、汤臣倍健。

本周行情回顾：上周沪深 300 下跌 4.39%，食品饮料行业下跌 2.05%，相对沪深 300 指数超额收益 2.34%，在 SW 行业分类下各行业总排名第 9。子板块中，肉制品涨幅最大，上涨 7.60%；黄酒跌幅最大，下跌 5.77%。截至 2020 年 7 月 17 日，食品饮料指数市盈率为 45.25，环比下降 0.99 个单位，高于历史均值 13.58 个单位；食品饮料的估值溢价率为 229.9%，高于历史均值 102.9pct。上周个股方面，涨幅排名居前的有金达威、威龙股份、安琪酵母、珠江啤酒、燕塘乳业等，涨幅排名居后的有金种子酒、广东甘化、双塔食品、老白干酒、盐津铺子等。

周观点：

淡化负面舆情短期影响，重申中期景气度继续向上。本周媒体负面舆论引发板块下挫，我们认为原因多为市场“估值恐高”下，放大利空催化带来的短期情绪面干扰，文章内容多援引历史事例并无新政策风险点出现。中期视角看，1）行业价格景气度仍高，飞天批价约稳定在 2500 元左右，终端供需仍紧，批价仍存上升动力，五粮液批价逐步提升至 940-950 元左右，挺价措施到位有效，高端白酒价盘进入上行空间，次高端提价动作频繁。2）动销环比改善加速，中秋旺季或再迎催化，当前行业动销普遍恢复至 8 成以上，库存基本消化至良性水平，预计中秋旺季竞争氛围浓于往年，但仍看好恢复到位的高端龙头+享受基地市场红利的区域性名酒在旺季竞争中胜出。我们继续看好白酒板块，考虑到宽流动性的长期性+20H2 疫后旺季加速回补与基建催化+21 年低基数效应，龙头中期景气度将继续向上，建议淡化短期扰动，重视短期回调机会。

进入中报窗口期，关注食品二季度景气度落地。后疫情期间，食品板块仍存在二季度业绩维持高景气度或环比改善的趋势，推荐双汇/安琪/安井，建议关注榨菜。双汇发展：成本端，低价冻肉稳定屠成本；Q1 肉制品公司层面销量下滑 7-8%，Q2 将体现渠道补库存效应，此外 19 年累计提价约 20%，20Q2 将继续释放提价红利。安琪酵母：Q2 公司海外利用疫情期间的机遇，顺势进入十几个欧洲国家，海外小包装产品放量；国内受益于提价效应，持续释放红利。安琪酵母发布预增公告，20Q2 收入+17-21%，归母净利+73-93%。安井食品：结合渠道调研来看，4/5 月渠道积极补库存，预计 Q2 有望实现收入 30%+增长；长期看公司采取“BC 兼顾、双轮驱动”战略，加大 BC 类经销商挖掘，锁鲜装产品线丰富+重视营销推广，预计年内锁鲜装有望翻番。涪陵榨菜：Q1 预收账款环比提高 1.7 亿元，渠道库存经历 Q2 补库存后回到 4-6 周正常水平，考虑到终端供需两旺预计 Q2 费用投放力度低，Q2 业绩环比加速。

投资建议：白酒方面，短期消费复苏利好板块龙头动销，长期疫后中小地产酒企加速出清，政策刺激下需求有望被打开，消费升级+龙头集中不改，推荐高端龙头茅/五/泸及光瓶酒龙头顺鑫，次高端弹性标的汾酒、低估值标的洋河，以及地产酒龙头古井，建议关注今世缘/口子窖。啤酒方面推荐改善龙头青岛啤酒，建议关注重庆啤酒、珠江啤酒。食品方面，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

短期具备韧性，长期格局为王。短期 Q2 补库存效应延续，推荐双汇发展/安琪酵母/安井食品，建议关注涪陵榨菜/天味食品/颐海国际；中期乳制品、调味品环比改善，推荐中炬高新/恒顺醋业/伊利股份；长期关注龙头集中趋势与新消费，推荐绝味食品/洽洽食品/三只松鼠/良品铺子/桃李面包，建议关注三全食品/湘佳股份/光明乳业。

风险提示：宏观经济发展不及预期，白酒需求不达预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：杨默曦　研究助理：宗旭豪）

通信跟踪周报：本周专题：为什么继续看好景气度高的光模块 IDC 等新基建板块？

投资要点

本周策略观点：1、光模块、IDC 流量基建板块景气度高，板块重点公司第二季度业绩预告预喜；PCB、IC 载板板块受益下游 5G 基站建设需求，业绩实现高增长；车联网等应用板块自上而下，行业发展进程不断加速，重点公司第二季度业绩初现。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。

行业动态及点评：光模块、IDC、PCB、IC 载板、车联网等板块重点公司第二季度业绩预告超预期；中央及各地方政府开始加强对科技新基建的投资；三星发布 6G 技术白皮书预测首批商用服务将在 2028 年；中兴通讯发布《5G 室内覆盖白皮书》，5GQCell 全球发货超 35 万套；智能手机 APP 的平均使用时长同比每天增加近 20 分钟。

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）、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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 8.12%；沪深 300 指数下跌 4.39%；行业跑输大盘 3.73pp。东吴通信优选指数近期表现：一周下跌 9.48%，年初至今上涨 55.95%，跑赢通信指数 45.10pp。

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

电气设备新能源行业周报：电动车新车型密集上市，光伏中报普遍超预期

投资要点

申万电气设备 5702 下跌 3.19%跌幅强于大盘。发电及电网涨 0.24%，工控自动化跌 0.05%，光伏跌 1.77%，风电跌 3.58%，核电跌 3.69%，发电设备跌 4.04%，新能源汽车跌 4.61%，锂电池跌 5.43%。涨幅前五为精达股份、合康新能、晶澳科技、麦格米特、*ST 天马；跌幅前五为智云股份、容百科技、佳云科技、晶盛机电、蓝海华腾。

行业层面：电动车：三部门联合组织开展新能源汽车下乡活动；意大利增加纯电动车补贴至 6000 欧元；纽约州投资 15 亿美元于“电动车就绪”计划，用于完善充电基础设施；特斯拉 ModelY 停产标准续航版车型；特斯拉上海工厂 2A 期工程完工；特斯拉内华达电池产能扩至 80gwh，远高于此前披露的 35gwh；CATL7 月起或供货特斯拉；宝马 iX3 正式亮相，配套宁德时代 811 电池；大众 ID.3 其余 6 款车型将于 7 月 20 日开启预定，10 月交付，限量版 9 月交付；蔚来获腾讯新的增持，持股比例从 15.1%提升至 16.3%；CATL 定增中高瓴资本认购 100 亿元，本田认购 37 亿元；宝马与 Northvolt 签署 20 亿欧元电池供应合同；万向或获得大众超百亿电池订单。新能源：6 月新增户用光伏 767.5MW；西班牙 H1 新增光伏装机量达到 780MW；可再生能源目标：西班牙 2030 年 60GW、韩国 2025 年 42.7GW、俄罗斯补贴延长至 2035 年；隆基首款装配式 BIPV 产品正式下线，进军光伏建筑一体化市场；TCL 成功竞购中环集团 100%股权。国电投、三开标，大尺寸和双玻渗透率明显提升；多家玻璃企业超白浮法玻璃涨价。工控&电网：6 月制造业工业增加值同比+4.8%、增速环比+0.4pct；前 6 月制造业固定资产投资同比-11.7%，环比收窄 3.1pct；6 月工业机器人同比+29.2%，增速环比+12.3pct；切削、成型机床分别同比+15.4%、-16.7%，增速分别环比-1.7pct、-27.8pct。

公司层面：宁德时代：公司非公开发行人民币普通股 1.22 亿股，价格 161 元/股，募集资金总额 197 亿元，募集资金净额 196 亿元，其中高瓴认购 100 亿、本田认购 37 亿。晶澳科技:20H1 业绩预告：净利润 6.5 亿元至 7.3 亿元，同+64.83%至 85.11%。国轩高科：20H1 业绩预告：净利润 3050 万至 3950 万，同比下降-91.32%至-88.76%。新宙邦：20H1 业绩预告：净利润 2.3 亿元至 2.4 亿元，同比增长 70%至 80%。隆基股份：陕煤通过朱雀信托间接持有 4.81%股份，因朱雀信托存续期即将届满，需要清算，7 月 6 日至 7 月 15 日已通过竞价交易减持 1.53%。三花智控：控股股东三花控股为发行可换债办理 2.1 亿股质押，占总股本 5.85%。东方日升：拟在义乌和马来西亚分别建设年产 5GW 和 3GW 的高效太阳能电池组件生产项目。杉杉股份：拟收购 LG 化学旗下 LCD 偏光片业务及相关资产，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

以增资的形式取得该持股公司 70%的股权。通威股份：出售下属成都通威实业 98%股权及 100%债权，交易总金额 19 亿元，预计为公司产生净利润 12-13 亿元。赣锋锂业公：获得证监会公司拟发行 21 亿元可转债批文。福莱特：1）减持可转债 145 万张；2)发布非公开发行修订稿，募集资金由不超过 20 亿改为不超过 25 亿。

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 130-140 万，下半年增长超过 50%，7 月中游环比 20-30%；海外 TeslaQ2 销 9 万辆大超预期，欧洲主流国家 6 月注册 8 万也大超预期，今年海外超 140 万，同增 35%，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，龙头组件厂商 Q3 排产环比大幅增长，近期招标项目双玻和大尺寸占比大幅提升，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%，Q4 旺季明年确定大年，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%，疫情影响 Q1 行业同降 12.4%，龙头 Q2 订单依然超预期，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）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、业绩高增长）、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）、爱旭股份（专注高效电池的龙头、单瓦利润恢复超预期）、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）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、成本优势突出）、阳光电源（逆变器龙头增长好、储能业务前瞻布局）、国电南瑞（二次设备龙头、电力物联网受益）。建议关注：新宙邦、三花智控、福斯特、天赐材料、比亚迪、华友钴业、亿纬锂能、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）

钢铁行业跟踪周报：估值修复中寻找阿尔法，关注八钢、久立

行情回顾：本周钢铁板块下跌 5.1%，落后上证综指 0.1 个百分点；涨幅居前的个股为八一钢铁、法尔胜、久立特材。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 0.0%、1.1%、4.9%、-0.4%；螺纹、热轧盘面利润环比分别-0.1%、12.1%。

行业跟踪：本周钢材社会库存为 1536 万吨，环比增 2.0%；其中长材、板材社会库存环比分别增 2.4%、0.9%。本周全国 237 家钢贸商日均出货量

请务必阅读正文之后的免责声明部分

21.3 万吨，环比降 13.1%；上海终端线螺走货量 2.9 万吨，环比增 4.0%。钢厂高炉剔除淘汰后产能利用率 85.6%，环比降 0.1 个百分点；螺纹钢产线开工率 75.4%，环比降 0.7 个百分点。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利分别为 452、453、224、409 元/吨，环比分别 0.6%、7.1%、38.0%、5.2%。

本周观点

供需平稳。需求高频数据自 7 月份大幅反弹后，近期维持高位震荡，与往年季节性无异。钢材社会库存小幅增加，但增幅仍然可控（不到 1%），库存增加仍主要来自于长材，板材供需良好。开工率除螺纹小幅回落外基本保持平稳。6 月经济数据出炉，我们测算钢铁消费量 6 月单月同比 9.9%，累计同比 1.1%，这与下游地产投资增速基本匹配，反应今年以来钢铁需求表现不错，我们预计该趋势有望延续全年。

钢铁股中报超预期。近期部分公司发布中期业绩预告，如我们预测，以华菱钢铁、久立特材为代表的个股中报大幅超出市场预期，我们维持中报业绩同比-30-10%，Q2 环比 0-40%，全年业绩同比-20-20%的预测。

继续看好钢铁估值修复。目前普钢平均 PB0.80、申万钢铁 PB0.88、申万钢铁相对（A 股）PB0.61，较前期有所修复，但仍处于历史低位。重申估值历史底部，基本面超预期、分红延续及转型逻辑下的估值修复。

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：继续看好基本面与转型共振带来的板块估值修复，标的普钢类八一、华菱、新钢、韶钢、三钢，转型 IDC 类的杭钢、沙钢、南钢，特钢类久立、永兴、中特、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 月前二周批发同比+12%，全面看多

投资要点

每周复盘

SW 汽车下跌 4.0%，跑赢大盘 0.5%。所有汽车子板块均呈下跌形态，SW 汽车销售跌幅最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 14 名，排名在中部。估值上，整体有所下跌，SW 商用载客车幅度最大。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 1-12 日乘用车零售日均销量同比下降，批发日均销量同比上升。7 月 1-12 日乘用车零售销量日均 28654 辆，同比下降 9%。7 月 1-12 日乘用车批发销量日均 33255 辆，同比上升 12%。

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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：6 月下旬折扣率继续扩大。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。6 月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 12.56%，环比 6 月上旬+0.24pct。2）主要车企 6 月下旬折扣率继续扩大，折扣率增加超过 0.5pct 的车企有北京奔驰+华晨宝马+上汽通用+吉利汽车。

重点关注

7 月 12 日，德赛西威上半年预计净利润同比增长 95.62%-124.96%；7 月 12 日，比亚迪汉正式上市，补贴后售 21.98 万元起；7 月 13 日，工信部装备司开展 2019 年度乘用车企业“双积分”交易与负积分抵偿工作；7 月 15 日，三部门联合组织开展新能源汽车下乡活动；7 月 17 日，华为荣获 ICRA2020 国际自动驾驶 3D 目标检测挑战赛冠军。

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）

建筑材料行业跟踪周报：水泥受益灾后重建，玻璃基本面向好

投资建议：关注下半年旺季水泥

看好水泥股：淡季结束+灾后重建。1）最近公布的下游地产及基建数据尚可，预计梅雨季节结束后水泥需求恢复的确定性较高；叠加年初以来基建项目审批放量，下半年需求预期良好。2）灾后重建。今年降水处于历史高位，长江中下游地区基础设施毁坏严重，灾后重建力度较大。发改委多次表态加快推进 172 项重大水利工程建设，匡算总投资约 1.29 万亿元，利好水泥价格及水泥股。相对看好三大区域：华东（淡旺季切换弹性最大）、中南（灾后重建主战场）、西北（全年需求超预期），标的上峰水泥、万年青、华新水泥、海螺水泥、祁连山、天山股份、青松建化等。

消费建材中期看好。受益竣工逻辑，后周期属性。信用扩张大趋势，以及精装房渗透率提升的中期背景下，消费建材景气周期将持续较长时间，行业集中度提升将充分体现在龙头溢价上，关注细分市场龙头三棵树、科顺股份、蒙娜丽莎、苏博特、坚朗五金、兔宝宝等。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

行业跟踪:

本周行情回顾。本周建材板块上涨 3.1%，领先上证综指 8.1 个百分点。子板块中涨幅靠前的为玻璃、水泥、其他建材。个股领涨的为海南发展、旗滨集团、蒙娜丽莎。

水泥行业:淡季持续,东北地区微涨。7 月 17 日全国水泥价格指数(CEMPI)报收 137.22 点，环比下跌 0.55%，跌幅较上周收窄，同比仍跌 5.46%。周内全国阴雨天气有所改善，但是局部尤其长江流域仍有短时有强降雨。分区域看，东北地区水泥行情近期底部微涨；西北地区行情基本稳定；华北地区市场表现平稳；华东地区受强降雨持续影响，企业出货受抑制，部分省份水泥价格走低；中南地区阴雨持续，水泥行情整体下行；西南地区淡季持续下跌。

玻璃行业：市场信心增加，库存累积有所缓解。2020 年 7 月 17 日中国玻璃综合指数 1106.658 点，环比上周涨 16.95 点；中国玻璃信心指数 970.02 点，环比上周涨 1.03 点。本周玻璃现货市场总体走势尚可，生产企业产销维持前期的水平，市场情绪较好。浮法玻璃在产产能 94062 万重箱，环比增长 1.35%，产能利用率为 81.94%; 浮法玻璃行业库存 4793 万重箱，环比下降 1.48%，库存天数为 18.6 天，环比下降 2.77%，玻璃产能增长，库存累积减少。

玻纤行业：前期部分厂针对毡用纱产品价格小涨 100 元/吨左右后，近期报价暂无调整本周无碱池窑粗纱市场行情变动不大，各主要池窑企业主流产品价格维稳运行。

风险提示：地产下滑、新增产能超预期

（证券分析师：杨件）

有色金属：基本金属短期冲高回落不改中期看好

行情回顾：本周沪深 300 下跌 7.55%，有色金属下跌 4.72%。铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料涨幅分别为-4.38%、-2.18%、-5.42%、-4.64%、-4.70%、-0.65%。个股涨幅前五的公司为章源钨业、*ST 梦舟、三祥新材、东方钽业和云南锗业。

行业跟踪:

基本金属：本周宏观与基本面利多情绪转弱，铜价冲高回落，回归震荡走势；本周铝价经历大起大落，继续下跌空间有限，震荡企稳概率大；本周沪铅社会库存增加至 40547 吨，LME 库存增加至 63025 吨，宏观情绪不佳；锌本周整体市场成交一般；锡现货价格先扬后抑，市场成交集中在周初和周末，周中成交清淡。

贵金属：美国疫情长期恶化导致美元指数持续走软，同时疫情背景下美联储的货币宽松政策、财政刺激政策预计将持续较长时间，这不仅压制了美元，也压制了金融市场的实际利率，均支持贵金属中期向上。

稀土：主流产品镨钕报价小幅上扬，镝铽钬弱稳震荡，报价回调幅度相对平缓，速度略有延后，钆铒以稳为主。

小金属新材料：本周镁锭市场盘整偏弱；进口锰矿、电解锰、富锰渣市场弱势运行；钼铁市场高开低走，报价上调后市场冷清；钒合金市场小幅探涨，钒氮合金厂家出货意愿不强，市场低价稀缺。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

锂钴：本周碳酸锂（电池级）价格 4.4 万元/吨，周环比持平。碳酸锂市场当前上游短期挺价意愿较强，市场定价仍在博弈中。氢氧化锂当前市场现货成交较少，供需集中度较高，一线供应厂家看好后市氢氧化锂需求预期，当前以挺价意愿；本周电解钴报价上涨，现货市场较冷清，少许贸易商预期价格看涨囤货。

投资建议：1）下半年首选基本金属铜、铝。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，标的首选紫金矿业、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）

化工行业 2020 年 7 月第 2 周周报：二季度 GDP 增速由负转正，继续推荐化工成长股

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 3214.13，本周累计下跌 5.00%，深证成指本周下跌 4.07%，化工板块（申万）下跌 1.58%。

本周化工板块个股中，糊树脂、DMC、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至正股份、亚士创能、沈阳化工、乐通股份、震安科技、山东赫达、三维股份、濮阳惠成、万华化学、雪峰科技。其中，PVC 糊树脂、DMC 价格上涨，直接受益标的沈阳化工、万华化学涨势明显；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至正股份（电缆高分子材料）与传统基建相关标的亚士创能（建筑涂料）、震安科技（建筑减隔震产品）涨幅居前。

二季度全国 GDP 由负转正增长 3.2%，国内经济持续修复：国家统计局 16 日公布数据显示，今年二季度中国经济同比增长 3.2%，环比增长 11.5%，国内经济持续修复。具体到化工行业，化学原料及化学制品和化学纤维行业工业增加值 6 月当月同比增长分别达到 4.0%、6.2%，前 6 个月累计同比降幅分别收窄至 1.0%和 1.2%，化工行业景气持续回暖。

本周油价持续窄幅波动，等待方向性选择：本周 ICE 布油报收 43.14 美元/桶（-0.23%）；WTI 原油报收 40.59 美元/桶（+0.10%）。需求方面，美国 7 月 16 日报告至少新增 7.5 万例新冠肺炎病例，许多州重新对商业运营设限，石油需求预期不容乐观；供给方面，石油输出国组织(OPEC)及其盟友组成的 OPEC+同意从 8 月开始，将 970 万桶/日的创纪录减产规模降低 200 万桶/日。短期看，市场整体情绪较为悲观，油市难以走出震荡行情；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，涨幅前五的产品有二氯乙烷（+25.9%）、液化气（+5.6%）、二氯甲烷（+4.4%）、聚氯

请务必阅读正文之后的免责声明部分

乙烯 PVC（+4.1%）、干法氟化铝（+3.4%）。其中，受 PVC 医用手套需求增长影响，原材料二氯乙烷、二氯甲烷、聚氯乙烯价格相应上涨。

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）

公用事业行业：百年未有之大变局：科技赋能改造传统行业

投资要点

科技赋能现象：市场空间广阔，水表、建材、零售等行业赋能后有显著效果。根据中国信通院的测算，2018、2019 年科技赋能传统行业产生的增加值规模为分别为 0.98、1.60 万亿元，预计 2020 年增加值规模将达到 2.49 万亿元。1）科技赋能改造水表行业：NB-IoT 推广后，水表行业市场空间、毛利空间分别为 233、77 亿元/年，相比 NB-IoT 推广前增长 97%、84%；行业前三甲市场集中度显著提升。2）科技赋能改造建材行业：坚朗五金通过数字化产品研发体系和信息化管理平台，提升了资产周转率和 ROE；美凯龙通过 3D 设计云平台建设项目，实现用户端优质低成本的场景式消费体验和生产端商品组合的最佳方案。3）科技赋能改造零售行业：北高峰资本入股天创时尚后，通过技术赋能有望形成以消费者为中心的新零售模式，解决行业存在已久的产销不协同问题。

科技赋能背景：宏观层面有经济+市场+政策，微观层面有技术+配套+需求：1）宏观背景一：经济增长降速，多数行业空间由之前的增量市场为主逐渐转变为目前的存量市场为主，技术创新有望成为工业企业抢占存量市场份额的重要手段；2）宏观背景二：政策持续出台，从 2015 年《中国制造 2025》出台，到 2020 年一系列相关政策落地，意味着科技赋能并改造传统行业，从顶层设计到配套设施再到实施细则正在逐步完善。3）微观背景一：5G 构成科技赋能传统行业的重要网络接入基础，云计算和大数据为科技赋能传统行业提供算力支撑；4）微观背景二：配套基础设施建设日益完善，为科技赋能提供必要保障；5）微观背景三：传统行业需求差异化体现，科技赋能解决行业核心痛点。

科技赋能共性：ToG 依靠政府推动、ToB 依靠盈利驱动、ToC 依靠消费拉动：1）ToG 端即将爆发的应用场景应当是同时具备持续政策支持、强力部门推动、切实解决痛点三大核心因素的领域，建议关注智慧消防。2）ToB 端的加速推广主要依赖于类似航天云网、树根互联、徐工信息这种由原本的制造业行业龙头依托于自身行业和生产经验，孵化出的独立平台公司的发展壮大。3）ToC 端由于绝大多数中小微制造企业本身并不具备数据和客户等核心优势，因此我们预计具备广泛客户基础的大型电商平台和零售业龙头有望在推广科技赋能的过程中发挥显著作用。

科技赋能预判：ToG 端推广有望先行，建议关注智慧消防龙头【青鸟消防】：1）烟雾报警器市场空间超过 200 亿/年，但是传统烟感产品存在痛点、中小企业居多、市场集中度较低。随着政策不断放宽准入使得市场化程度提升、NB-IoT 加速推广，智慧烟感有望成为下一个爆发的应用场景，【青鸟消防】作为行业龙头竞争优势明显，在场景爆发中不断提升市

请务必阅读正文之后的免责声明部分

场集中度，建议关注。2）除了被科技赋能的传统行业，建议关注本身具备赋能潜质的平台公司【新天科技】、【炬华科技】、【佳华科技】。

风险提示：NB-IoT 推广速度不达预期；工商业企业受能力下降，从而水表和烟感产品更换需求减弱等。

（证券分析师：刘博）

环保工程及服务行业：国家绿色发展基金入驻国家环境治理新体系，行业商业模式迎变革点

投资要点

事件：7 月 15 日，财政部、生态环境部和上海市通过视频连线方式举行了国家绿色发展基金股份有限公司的揭牌仪式。

国家绿色发展基金首期总规模达 885 亿元，财政部牵头各大银行、“长江经济带”沿线地方财政出资。国家绿色发展基金是由财政部、生态环境部和上海市共同设立的国家级投资基金，基金首期总规模达 885 亿元，超额完成募集任务。财政部为国务院授权的国家出资人及基金公司第一大股东，持股比例达 11.30%。第二大股东分别为国开行、中行、建行、工行、农行，各持股 9.04%；第三大股东为交行，持股比例为 8.47%。此外公司发起人中还包括长江经济带沿线省市地方财政厅等。

行业最大需求方成为投资方，行业模式变革新起点。政府作为环保行业主要的需求客户与支付主体，环保资产收益情况挂钩中央及地方政府财政支付能力，基金成立背景下政府将从行业最大需求方成为供应端出资方，加快释放重点地区及重点项目需求，行业现金流、支付条件的确定性增强，商业模式得到强理顺。

引入市场机制健全多元化生态环保投入渠道，有助于缓解行业融资痛点问题。国家绿色发展基金的设立体现了我国在生态文明建设和绿色发展中逐步从行政手段走向经济手段，旨在用市场化的方式，发挥财政资金的带动作用，引导社会资本支持环境保护、污染防治、生态修复和国土空间绿化、能源资源节约利用、绿色交通和清洁能源等重点领域，助于健全多元化生态环保投资渠道，改善行业融资模式，缓解行业融资痛点。

从国家集成电路产业投资基金看国家绿色发展基金，期待环保板块估值持续修复。2014 年国家集成电路产业投资基金正式设立，首期总规模达 1387 亿元，超原计划 1200 亿元 15.6%，一期发起人包括国开金融公司、中国烟草、北京亦庄国际投资、中国移动等等。截止 18 年 9 月，基金实际出资额达 1047.14 亿元，主要投向集成电路制造、IC 设计及产业生态建设领域，基金投入后大部分上市公司取得较好收益，投资进度总体提前 9 个月，投资进度与效益均好于预期。2019 年国家集成电路产业投资基金完成二期募资 2041.5 亿元，截止 19 年 8 月一二期累计投资项目达 74 个。一期基金从 14 年底开启实际投资起对电子板块指数起带动作用，自 2015 年 12 月一期基金完成募资至 2017 年底，申万一级电子板块指数持续领跑沪深 300 指数，平均指数高于 11.99pct。对标国家集成电路产业投资基金，基金投资对行业估值起提振作用，由财政部直接领导的国家绿色发展基金有望复制推广的集成电路产业投资基金经验，加快项目储备与投资业务的开展，有效推进生态文明和绿色发展建设，提振行业需求，对环保板块估值水平形成进一步有效支持。

建议关注：1、首批投资优先支持国家重点政策，项目具备典型性和代表

请务必阅读正文之后的免责声明部分

性。2、基金采用市场化运作模式，参考同期市场回报预期，考虑项目商业模式，对项目体量有要求。3、长江沿线省市参与出资，存在区域倾斜。建议关注：（1）商业模式稳定、体量可投的固废运营资产：上海环境（基金落户上海）、瀚蓝环境，城发环境。（2）政策带动业务弹性大：维尔利（垃圾分类推动有机物处理设备龙头显著受益）、碧水源（污水资源化释放膜行业千亿空间）。（3）大行业小公司轻资产的环卫行业持续推荐：a.关注市场份额、盈利能力双拐点的环卫装备龙头：盈峰环境、龙马环卫；b.关注具备差异化管理优势的环卫服务龙头：玉禾田、北控城市资源。

风险提示：基金投资进度低于预期，政策推广不及预期，财政支出低于预期

（证券分析师：袁理）

推荐个股及其他点评

宁德时代（300750）：宁德时代：花落九家，定增获产业+海内外资本高度青睐

投资要点

申购阶段获产业+资本全方位认可。申报报价情况来看，电动车产业链以及国内外资本市场均对公司表现出极高的长期认可度。其中，1）产业资本主要有本田、西藏鸿商（股东为洛阳钼业背景）、上汽颀臻（上汽控股）、西藏旭赢（郑州宇通 100%控股），最终本田成功认购 37 亿，占总配售金额约 19%。2）海外资本市场，以高瓴资本、UBS、JPMorgan 等牵头的海外资本也积极伸出橄榄枝，最终高瓴资本认购 100 亿，占总额约 51%；其他海外 UBS、JPMorgan 合计认购 25.6 亿，占总配售额 13%。3）国内资本市场，最终太平资产、北信瑞丰、国泰君安等合计认购 34.3 亿，占总额 17.4%。

与本田长期合作，共迎电动化。本田提出 5 年内将承诺持有股份，维持长期的友好合作。本田规划 2025 年底之前将会在中国推出超过 20 款电动车，我们预计配套宁德时代为主。此前于 19 年 2 月，宁德与本田曾签署合作协议，计划到 2027 年前宁德向本田供应 56gwh 电池。

全球电动化势不可挡，优质电池产能为稀缺资源，主机厂加紧锁定。电动化大趋势确定，而动力电池占电动车成本高达 40%，主机厂为供应链安全，通常通过参股、签订长期协议等方式提前锁定优质电池产能，保证自身电动化推进顺利。而行业优质产能扩张主要集中在全球电池龙头，宁德时代、LG 化学 23 年规划产能均在 150gwh 以上，而松下（85gwh）、SK（40gwh）、三星（40gwh）及国内二线厂资本开支力度明显弱于龙头。在优质产能整体偏紧的情况下，龙头为了供应链的安全，较为迫切的提前跟龙头电池厂形成产能绑定。

投资建议：预计公司 20-22 年归母净利润为 55.4/76.7/101.6 亿元，同比分别 22%/38%/32%；EPS 分别 2.51/3.48/4.60 元；对应现价 PE 分别 78/56/43 倍。给予公司 21 年 65 倍 PE，对应目标价 226 元。

风险提示：销量低于预期，政策低于预期

（证券分析师：曾朵红）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东方财富（300059）：证券保持高增长，看好长期发展空间

事件：东方财富证券公布 2020 年半年度财报，实现总营收 18.7 亿元，同比增长 50.5%；净利润 11.4 亿元，同比增长 71.8%。

投资要点

零售证券持续演绎高成长性，经纪业务市占率进一步提高：1）2020 年上半年尽管受疫情影响股市波动，但市场表现同比明显活跃，股基日均成交额同比+29.2%至 8072 亿元，公司证券业务在市场回暖+市占率提升的双重因素驱动下持续高增，截至 2020 年上半年，证券代理买卖证券款余额同比增长 57.3%至 273.57 亿，整体实现净利润同比增长 71.8%至 11.4 亿元。2）经纪业务市占率有望进一步提高。截至 2019 年 6 月末，东财经纪业务的市占率已达到 3.0%。公司 2020 年上半年实现手续费及佣金净收入同比+42.3%至 12.6 亿元，明显优于于市场表现。我们判断随下半年市场活跃度显著提升，公司资本实力增强，经纪业务市占率有望跻身行业第一梯队，看好下半年业绩弹性。

可转债发行补充证券运营资本，两融业务市占率有望继续提升：1）东财证券 2020 上半年年实现利息净收入同比+95.8%至 4.9 亿元（显著高于沪深市场两融余额增速 27.8%）；公司两融业务市占率从 2018 年 3 月的 1.03%提升至 2020 年第 1 季度的 1.60%，由于两融业务较经纪业务存在滞后性（开户条件需满足从事证券买卖满半年），且仅能在一家证券公司开户，我们判断公司大力发展两融业务有助于提升优质客户的黏性（风险偏好更高，交易相对更活跃），两融业务市占率将加速提升。2）公司 2020 年 1 月 13 日发行可转债，总额为 73 亿元，转股价格为 13.13 元/股，转股期为 2020 年 7 月 17 日至 2026 年 1 月 12 日，当前公司已达到连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价不低于转股价 130%的转股条件，体现了市场对公司的高认可度。本次募集资金用于补充东方财富证券的营运资金，其中不超过 65 亿元将用于扩大两融业务规模、提升市场份额，预计随资本金的补充，公司两融业务有望继续高速增长。

基本面良好，基金平稳发展，看好财富管理新时代：1）公司运营效率提高，东财证券成本率转降（从 2018 年末的 59.0%降至 2020 年上半年的 28.4%），业绩增长进入规模效应区间，总成本较 2018 年上半年同比降低 1.5%至 5.3 亿元。2）互联网金融平台效率持续提升，天天基金网在用户粘性和产品销售渠道上具有突出的流量优势，基金代销业务平稳发展，收入结构进一步优化，尾随佣金及销售服务费的收入占金融电子商务服务业务收入的比例提升。3）随着东财基金产品不断上线，公司正式切入财富管理市场，流量变现第三层级加速启动，看好公司在财富管理领域展现客户资源、平台系统、运营成本三大天然核心优势，未来在基金产品创设、投资顾问、客户资产配置方面将大有可为。

盈利预测与投资评级：随公司可转债进入转股期，资本实力增强后证券业务将进一步扩张，叠加基金上线流量变现第三层级加速启动，坚定看好零售财富管理业务发展前景。预计公司 2020、2021 年归母净利润分别为 38.2、48.9 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：1）基金代销市场竞争激烈；2）东财证券市占率提升不及预期。

（证券分析师：胡翔　研究助理：朱洁羽）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

德赛西威（002920）：软件定义汽车视角下值得长期看好吗？

投资要点

汽车会历史重演智能手机吗？汽车或会重演智能手机变革，汽车将从硬件主导变成软件主导，实现了从“纯硬件”变成了“硬件+软件服务”的盈利模式转变，产业链主导者或发生变迁（类似于苹果取代诺基亚），供应链格局也将随之重塑。

软件究竟如何定义汽车？未来汽车可以简化为四大模块：单车智能+车路协同+智能座舱+基础硬件。汽车四化推动下未来汽车核心壁垒将从“发动机+变速器”变成“数据入口”。数据入口能否把握住核心在于能否给消费者创造良好体验的智能网联产品，而这背后需要 E/E 架构升级来支撑。E/E 架构升级包括硬件架构升级+软件架构升级+通信架构升级三个层面，且将从分布式 ECU 架构—域控制器架构—中央计算架构实现变迁。特斯拉已实现芯片-系统-算法-数据闭环式开发模式，引领行业。

软件定义汽车下产业链如何重新分工？未来汽车供应链整体变化：1）硬件供应商产业地位下降，软件供应商产业地位上升。2）软件层面供应链将由开放逐步走向适当封闭。3）硬件层面供应链将继续高度开放。未来汽车软件产业链核心环节：芯片-系统-中间件层-算法，AI 芯片是生态之源，重要性之高。特斯拉 FSD 芯片自研自用，引领产业发展，属于独立一级；全球 GPU 领域 AI 龙头英伟达和背靠英特尔的汽车 AI 芯片龙头 Mobileye 属于第一阵列；华为技术强劲自建生态体系属于 1.5 阵列，有望快速突围进入第一阵列；国内智能驾驶 AI 芯片新锐地平线、云边端全领域覆盖 AI 新兴寒武纪等处于第二阵列；传统汽车电子厂商及其他潜在进入者处于第三阵列。

软件定义汽车下德赛西威如何成长？零部件始终是为车企承担研发风险角色，且成长路径核心是绑定产业链核心玩家并随之壮大。在软件定义汽车大势之下，德赛西威选择与英伟达深入合作有重要意义。英伟达作为通用 AI 芯片龙头，不仅支持车端各类传感器数据融合，还可提供云服务资源，占据 L3 级及以上市场。且中立第三方，有最丰富的生态资源，对外提供芯片平台型产品，是主流车企的优选。德赛作为英伟达全球指定的六大合作伙伴之一，目前在小鹏 P7 上已经开始推广应用 ADAS 域控制器产品。凭借智能座舱领域的入场券优势，德赛可以借助英伟达合作逐步向 ADAS 领域中间件层-算法层-系统层的价值延伸且搭建更高的壁垒，为长远发展提供广阔的空间。

投资建议：本轮自动驾驶行情焦点将从硬件转移至软件，AI 芯片公司产业位置重要性和认知度上升，且带来产业链发展机会，英伟达及其合作伙伴【德赛西威】价值将持续放大。我们预计公司归母净利润 2020-2022 年 452/647/934 百万元，对应 PE 为 78.25/54.75/37.89 倍，维持“买入”评级。

风险提示：全球疫情控制低于预期；下游乘用车需求复苏低于预期。

（证券分析师：黄细里）

华测检测（300012）：中期业绩超预期，龙头盈利释放高弹性

事件：公司发布业绩预告，预计 20H1 归母净利润 1.84-1.94 亿，同比+15%-21%，超市场预期；扣非归母净利润 1.40-1.50 亿元，同比增长 16%-24%；单季度看，公司 Q2 实现归母净利润 1.71-1.81 亿，同比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

+49%-57%。公司业务爆发式增长，主因积极推进业务恢复收入稳定增长，成本端继续加强精细化管理费控效益显著。

投资要点

业务复苏进度超预期，龙头抗风险能力凸显

从收入端看，公司各业务版块受疫情影响大幅减弱，核心业务板块恢复良好，二季度订单增速明显。核心业务如食品、环境、贸易保障检测等板块恢复情况良好，而个别业务如汽车检测板块受下游行业不景气影响，目前仍未完全恢复。疫情期间公司及时调整经营策略，提高各产品线的协同作战能力，业务复苏进度超预期。预计公司 20H1 收入较去年同期略有增长，Q2 单季度收入增速达 15%以上。

管理优化加速推进，后续盈利释放空间大

从成本端看，公司继续强化精细化管理，费用管控成效显著。公司自 2018 年全面推行精细化管理以来盈利质量持续提升，疫情期间继续优化薪酬及激励模式、强化现金流管控、优化采购模式、加强实验室协同及效率、降低资金成本等方面提升整体运营效率，从而实现 Q2 净利润和净利率的超预期增长。国内检测行业不断深化发展，对检测机构整体管理水平提出了更高的要求，精细化管理是提升竞争力和高质量增长的重要因素。对标 SGS 等国际龙头，公司盈利能力边际改善空间大，预计未来盈利性持续超过成长性。

国内检测行业确定性强，坚定看好“内资+龙头”华测检测

检测行业增长确定性大，预计未来仍将保持两位数增长。行业整合的重资产发展模式下，龙头企业相对小企业具有天然优势；背靠高增长的国内市场，内资企业在本土化、人才激励等方面更具优势。内生增长方面，公司推行精细化管理战略，净利润增速持续高于收入，边际改善驱动强。外延增长方面，公司现金流及融资环境持续优化，新总裁上任带来优质国际并购机会并购战略布局加快，19 年 9 月设立并购基金，20 年 3 月拟收购新加坡船用油检测公司。未来行业格局或加速变动，成长空间有望持续打开。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年实现净利润 5.9/7.2/9.2 亿，EPS 为 0.35/0.44/0.56 元，对应 PE 为 66/54/42X，维持“增持”评级。

风险提示：行业政策变动；业务开拓不及预期；并购决策及整合风险；品牌公信力下降。

（证券分析师：陈显帆）

广电计量（002967.SZ）：Q2 恢复正常增长，全年不改业绩释放节奏

事件：公司发布业绩预告，预计 20H1 归母净利润亏损 0.45-0.55 亿，同比下降 248-281%；扣非归母净利润亏损 0.59-0.69 亿元，同比下降 395-445%；单季度看，公司 Q2 实现归母净利润 0.61-0.71 亿，同比-1%-+16%，业务增长基本恢复正常。

投资要点

Q1 受疫情影响大，Q2 已恢复正常增长

从收入端看，疫情影响公司及下游客户复工复产，公司现场检测及军工

请务必阅读正文之后的免责声明部分

相关业务受影响较大。20Q1 公司收入 1.74 亿，同比-30.34%；按 20H1 业绩预告中值、收入与去年同期持平预计，20Q2 公司实现收入 4.4 亿左右，同比+21%，Q2 整体订单及产能持续恢复正常。从成本端看，刚性开支较高导致业绩高弹性，20Q1 归母净利润亏损 1.16 亿元，同比-255%，下滑幅度大于收入。按业绩预告中值 20Q2 净利润率有望达 15%左右。随着公司业务恢复正常，预计全年盈利性略超过成长性。

全年不改业绩释放节奏，利润率边际改善空间大

公司高端大客户战略成效显著。从下游行业来看，军事领域在车辆检测和特殊机构计量方面取得了重大突破，芯片检测和元器件筛选等新培育业务增长迅速。汽车领域新增 5 家主机厂认可资质，并开始在自动驾驶测试领域进行布局；通信领域的通信测量业务上取得突破；航空领域新获商飞/商发/中航等主机厂认可；轨交领域完成了防火实验室，轨道座椅测试系统和塞拉门测试。

资本开支阶段性放缓，实验室迎来盈利期。目前公司拥有 20 多家子公司及 70 多个实验室，其中大部分子公司成立于 2016-2019 年，而多数子公司需要 1-4 年才能实现盈利。未来随着实验室盈利期来临，盈利拐点有望来临。从成本及费用端看，公司已基本完成全国布局，未来几年资本开支及人员增长将逐步放缓，净利润率处于上行空间。

成长最快的第三方检测机构，业绩有望持续超预期

国内检测行业空间大，增长稳，成长确定性强，预计未来复合增速达 15%以上。公司质地优秀，已连续多年保持两位数以上的增长，20Q1 业绩下滑主要是疫情下客户和服务延迟，导致收入及盈利难以释放，我们认为随着疫情影响减弱，公司业务订单有望加速重启。公司前期大规模建设实验室，带来成本提升导致盈利能力被压制，未来业绩有望持续超预期。

盈利预测与投资评级：目前公司仍有大部分实验室尚未充分发挥应有经济效益，随着公司培育业务逐步成熟，看好营运能力及盈利能力提升潜力我们预计 20-22 年归母净利润 2.2/3.4/4.4 亿元，EPS 为 0.41/0.64/0.83 元/股，对应 PE 为 74/48/37X，维持“增持”评级。

风险提示：行业政策变动；业务开拓不及预期；并购决策及整合风险；品牌公信力下降风险。

（证券分析师：陈显帆）

淳中科技（603516）：3 亿可转债落地，助力 5G 高清视频赋能者再腾飞

投资要点

事件：7 月 17 日，淳中科技发布公开发行可转换公司债券募集公告，拟发行可转债总额为人民币 30,000 万元，可转换公司债券的期限为自发行之日起 6 年，初始转股价格为 39.37 元/股，募集资金主要用于专业音视频处理芯片研发及产业化项目以及营销网络建设项目。

募资加码芯片研发，增强核心优势：本次淳中科技拟募资 3 亿元，其中约 2 亿元（占总募资总额的 67%）用于专业音视频处理芯片研发及产业化项目，约 0.46 亿元（占总募资总额的 15%）用于营销网络建设项目，我们认为，本次可转债项目的落地能够显著提升淳中科技技术优势以及市场拓展能力；首先，芯片作为显控设备实现功能的核心部件，核心技术主要集中在赛思灵等国外厂商手中，虽然采购的通用型以及半定制型

请务必阅读正文之后的免责声明部分

芯片能够满足现有需求，但是与专业音视频处理芯片性能仍有差距，所以淳中科技本次加大芯片的研发进度，一方面能够加速芯片的国产替代进度，进一步降低成本，强化产品核心竞争力，打造更多优势产品；其次加强营销网络建设，改善当前营销网络布局不完善的现状，纵向做深市场覆盖，深度挖掘客户价值，横向拓展更广的市场需求，加大城市布局，助推业绩实现稳定增长。

疫情影响减弱，市场需求不减，淳中科技业绩将重回高速增长轨道：淳中科技作为视频显示控制的“大脑”、5G 高清视频的赋能者，将率先并且持续受益于 5G 高清视频的发展红利，据中商产业研究院预计，2022 年我国超高清视频产业总规模将超过 4 万亿元。随着疫情对于项目招投标、合同签署以及项目实施等负面影响的减小，订单将重新恢复到正常水平，我们预计淳中科技业绩也将重回高速增长轨道。

盈利预测与投资评级：淳中科技将继续保持视频显示“大脑”定位，深耕显控行业，我们持续看好淳中科技未来业绩增长，2020-2022 年营业收入分别为 5.02 亿元、6.48 亿元以及 8.22 亿元，归母净利润分别为 1.69 亿元、2.33 亿元以及 3.01 亿元，EPS 分别为 1.27 元、1.75 元以及 2.26 元，对应的 PE 分别为 30X/21X/17X，维持“买入”评级。

风险提示：大额订单量不及预期；下游行业市场需求发展不及预期；

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

三峡水利（600116）：全年业绩高增长可期，电改龙头呼之欲出

投资要点

事件：公司公告上半年发电量、上网电量及售电量完成情况。

疫情影响下售电量仍有 14.84%增幅，全面复工后未来 3 年用电量复合增速在 30%左右。公司上半年售电量为 52.33 亿千瓦时、同比增长 14.84%，其中上网电量为 12.26 亿千瓦时、同比增长 30.54%，可推测外购电量为 40.07 亿千瓦时、同比增长 10.75%（2019 年上半年外购电量为 36.19 亿千瓦时）。考虑到聚龙电力、乌江电力供电客户均以工业园区和工业企业为主（聚龙电力供电区域为重庆市涪陵区白涛化工园区、龙桥工业园区及清溪再生有色金属特色产业园，其主要客户为园区内工业客户；乌江电力主要供电区域为重庆市黔江区、酉阳县、秀山县等地），今年一季度受到疫情的影响，工业企业开工率较低；而从二季度逐渐恢复生产后，仅仅一个季度就实现上半年售电量 14.84%的增幅，伴随着工业企业开工率逐步提升+下半年工业园区内仍有大型项目逐步投产，我们预计未来 2-3 年公司下游电量需求仍将保持年均 30%以上增长。

配电网改革政策持续吹风，公司业绩高增长叠加改革预期，逻辑逐步兑现、成长空间打开。2020 年 3 月，国家电网发布《进一步支持和推进增量配电业务改革的意见》，进一步明确和细化了配电网改革的范围、方式、审批、合作对象，我们预计在电力体制市场化改革趋势确定、方向明确的形势下，与配电网改革相关的政策和事件会持续出台。公司作为配电业务改革的唯一利好上市标的，成长逻辑逐步兑现。

当前时点如何看公司：典型的的成长股启动前特征。根据我们的预测，2020 年公司备考业绩为 8.10 亿元，对应目前 PE 为 21 倍，与 15-20 倍的电网企业估值中枢相比已经显得不便宜了，但是考虑到：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1）PEG 的角度：我们在前文中已经阐述，公司未来三年售电量增速大概率维持在 30%左右，保守估算到 2022 年，公司业绩在 13-15 亿元，对应 2 年复合增速为 27%以上，因此从 PEG 的角度来看，公司现阶段的合理中枢应当为 25-20 倍。

2）空间的角度：我们在 3 月 7 日外发的深度报告《三峡水利：长电入渝降成本、四网融合迎扩张，电网改革龙头腾飞可期》中已经介绍，长期来看，假设公司在三峡集团的扶持下，通过收购、新建、共建等方式整合更多地方存量和增量配电网资产，在地方售电量总额中占比达到 10%，则对应售电量规模将达到 0.28 万亿千瓦时，相比四网融合初期（95.77 亿千瓦时）增长 28.13 倍，因此从成长空间的角度来看，应当相比现有电网企业享有一定的估值溢价。

盈利预测与投资评级：公司在当前时点，正处于逻辑逐步兑现、业绩即将释放，空间较为广阔，是典型的的成长股启动前的特征，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.42、0.65、0.69 元，对应 PE 分别为 22、14、14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱、发电小时数不达预期、上网电价受到政策影响持续下降、公司资产重组进程不达预期等

（证券分析师：刘博）

昊华科技（600378）：拟设立全资子公司，聚焦电子特气业务

事件：

公司第七届董事会第十六次会议审议通过了《关于设立全资子公司的议案》，拟成立昊华气体有限公司（暂定名称，以其注册地工商机关核准登记为准），进一步整合气体业务，提升电子气体技术水平，增强公司的市场竞争力。

投资要点

拟设立全资子公司，聚焦电子特气业务：公司为中国化工集团科技板块的资本运作平台，业务涵盖氟材料、电子化学品、橡胶密封制品、航空轮胎、特种涂料等产品，其中旗下黎明化工研究设计院有限责任公司（简称“黎明院”）、中昊光明化工研究设计院有限公司（简称“光明院”）和西南化工研究设计院有限公司（简称“西南院”）均为特种气体的生产商，且业务种类互补性强。此次设立气体子公司，有利于公司集中资源做大做强电子气体业务，通过整合气体业务，公司致力于发展成为国内电子气体业务的领导者，助力并推动我国电子信息产业发展。

长期成长逻辑不改，电子特气业务持续提速：黎明院、光明院和西南院均为原化工部直属科研院所，也是国内知名的气体生产企业。其中，黎明院在原有产能基础上计划新建产能为 4600 吨/年，主要产品包括三氟化氮 3000 吨/年、六氟化钨 600 吨/年及四氟化碳 1000 吨/年。同时，光明院的新型国家军民两用型研发产业基地项目也正在顺利推进中，随着新增项目的建成及投产，电子特气业务有望成为公司发展的新引擎。

新增 PTFE 产能即将投产，竞争优势有望进一步扩大：公司下属晨光院的氟树脂产能居全国第二，研发能力强、产品结构优，研发费用率和毛利率均高于同行。今年晨光院在 2.5 万吨/年氟树脂产能的基础上，新增 5000

请务必阅读正文之后的免责声明部分

吨/年高品质改性聚四氟乙烯产品，可用于 5G 基站中的 PCB 覆铜板及半导体等领域，新产能的释放将进一步增强晨光院在国内外含氟聚合物行业的领军地位。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 53.33 亿元、61.82 亿元和 70.66 亿元，归母净利润分别为 6.32 亿元、7.61 亿元和 9.08 亿元，EPS 分别为 0.69 元、0.83 元和 0.99 元，当前股价对应 PE 分别为 30X、25X、21X。维持“买入”评级。

风险提示：军品依赖的风险，子公司整合管理过程中存在不确定性，行业竞争加剧导致产品价格下跌。

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

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