东吴证券晨会纪要

2020 年 07 月 06 日

晨会编辑 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：内需修复和 CPI 下行进入平台期

内需修复和 CPI 下行进入平台期，预计二季度实际 GDP 增速在 2.0%左右。

策略点评：美国二次疫情抬头，财政助推经济恢复

事件

最近两周美国西部及南部地区疫情反弹，全面复工复产进程放缓，投资者担忧市场短期压力

观点

美国二次疫情风险增加，全面重启面临阻力，但重回封锁可能性很低

全美新冠病毒日新增感染人数持续上升，但住院率与日新增死亡人数均平稳下降。同时，确诊病例呈现年轻化趋势

疫情的再爆发主要是由于：一、美国新增感染病例数增加可能与检测人数增加和检测强度增强有关，二、口罩的使用和“社交距离”没有被严格遵守，三、美国近期假日较多，社会聚集、出行增多

新冠疫情重灾区由东北部向西部与南部转移，主要是由于各州管理和防控水平存在差距，与各州开放时间和复产复工先后的关系不大。

策略点评：科创板的解禁压力测试

事件

7、8 月份解禁市值压力较大，7 月解禁市值将创下近 10 年以来第四高水平：7 月解禁的流通市值将达到 4950.13 亿元,这一解禁规模在近 10 年来仅次于 2015 年 6 月、2013 年的 7 月和 2020 年 1 月。大盘出现较高的解禁规模将对市场造成较大的卖盘压力。7 月 20-7 月 26 号这一周的解禁规模将达到 2644 亿元的周度解禁高峰，而下一轮周度解禁高峰将在 8 月 31 号到 9 月 6 号这一周触及 1793 亿元。

固收金工

固收周报：一周策略：疫情对国内冲击逐渐减缓，经济秩序持续恢复（2020 年第 25 期）

抗疫特别国债将续发，基建、地产等板块仍有回升空间，消费、医药生物等行业持续较热，创业板注册制实施推动券商板块上行，建议持续关注食品饮料消费、新基建、龙头券商、科技等主题。新基建包括 5G 为代表的领域，代表标的有烽火转债、博威转债等。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，谨慎选择高估值的主题，需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。经济基本面表现超预期，政策环境变动。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。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：美单日新增步步高，非农未反应新变化

（1）全球多国疫情遇反弹，在欧美日发达经济体中“非对称性”边际扩大，传染曲线的位置不同步，复工复产阶段不同调；（2）大类资产表现：原油、铜、白银、英镑、加拿大元走高，人民币、美元、美利率债走低，美收益率曲线边际扩大；（3）默克尔力推 7500 亿用于经济恢复，意味着欧盟凝聚力和执行力将能得到进一步的增强，“欧洲人的欧洲”的意识或在“后疫情时代”进一步提升。美国“二次疫情”出现，下周死亡数据或决定疫情情况；（4）地缘政治环境转变可能性增大，趋向于更多的干预主义、不断上升的保护主义以及从多边向区域和双边的转变。

固收周报：本周股市全面上涨，带动转债市场活跃

（1）宏观政策调节力度加大，经济秩序稳步恢复。上周央行下调再贷款、再贴现利率。定向降息力度空前，推动股市和转债市场全线上涨。6 月份 PMI 有所上升，且位于荣枯线上，经济稳步复苏。预计至 7 月底剩余的 5900 亿元特别国债将全部发行完毕，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。本周转股数较上周翻倍，股市整体大涨带动转股情绪高涨。（2）投资策略：抗疫特别国债将续发，基建、地产等板块仍有回升空间，消费、医药生物等行业持续较热，创业板注册制实施推动券商板块上行，建议持续关注食品饮料消费、新基建、龙头券商、科技等主题。

固收周报：利率债周报：降息降准空间打开，债市短期维持波动（2020 年第 25 期）

展望后期：从基本面来看，随着疫情对国内经济的冲击慢慢褪去，复苏预期已经边际收窄，同时受南方近日暴雨影响，经济基本面恐难有超预期表现。海外疫情未出现好转趋势，我国外需仍承压。从政策面来看，短期货币政策难以收紧，6 月 17 日国常会表示将降准，但该措施迟迟没有落地，考虑到 7 月份债券供给压力较大的情况，预计降准空间将打开。经济基本面与政策面两者效应相叠加，将拉低债市收益率。短期内债券供给加大可能使债市波动，中长期收益率有下行空间。

固收月报：6 月经济数据前瞻月报：消费投资逐步回升，进出口数据低位波动

事件

6 月数据预测：6 月的经济数据预测主要包含三大部分：总量经济数据、货币市场以及物价指数三个方面。从整体来看，处于相对低位，但均较前值有所回升，降幅收窄，进口增速预计将有所回升但仍为负值、出口预计将维持低位波动状态，消费行业回暖明显。

固收周报：各期信用债收益率下降，信用利差总体走扩

事件

本周（6 月 29 日-7 月 5 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 150 支，总发行量 1,259.70 亿元，较上周减少了 272.55 亿元，总偿还量 520.63 亿元，较上周减少了 738.02 亿元，净融资额 739.07 亿元，较上周增加了 465.48 亿元。

固收周报：风险信息周报（2020.06.29 -2020.07.05）

事件

负面信息：本周（6 月 29 日-7 月 5 日）负面信息共 6 条。重

点关注：泰禾集团股份有限公司主体信用评级被联合资信下调为 BB，前次评级为 AA-；皇氏集团股份有限公司主体信用评级被东方金诚下调至 AA-，前次评级为 AA；中信富通融资租赁有限公司主体信用评级被东方金诚下调为 AA-，前次评级为 AA；“东宇 05”债项信用评级被联合评级下调至 AA，前次评级为 AA+；“13 天房债”债项信用评级被被大公国际下调至 AA-，前次评级为 AA+；四川金财金鑫投资有限公司主体信用评级被中正鹏元下调至 A+，前次评级为 AA-。

固收点评：联储谨慎曲线控制，澳行或成学习榜样——美联储 6 月货币政策会议纪要点评

7 月 2 日美联储公布 6 月货币政策会议纪要：周四凌晨 2 点，美联储公布 6 月货币政策纪要，纪要中对美国经济前景及美联储货币政策路径作出了解读，并针对近期市场热点话题作出了回答。我们认为：澳央行收益率曲线控制成果显著，资产规模得控；QE 和 YCC 搭配使用，日央行资产购买放缓；美联储子弹未尽，曲线控制需等待时机。

固收月报：需求恢复有所疲软，库存持续去化特征

我们认为整体经济正处于去库存周期。从整个统计的 41 个行业来看，去库存行业 30 个，补库存行业有 11 个，去库存数量大于补库存数量。分项来看，主动去库存行业有 17 个，被动去库存行业有 13 个，主动补库存行业有 3 个，被动补库存有 8 个。从需求景气度来分析，景气度较高的主动补库存和被动去库存行业一共有 16 个，景气度较低的主动去库存和被动补库存行业有 25 个，整体表现转差。从上中下游产业来看，上游主要集中在主动去库存和被动去库存，中游主要集中于主动去库存和被动去库存，下游主要集中在主动去库存。整体来看，主动去库存占据主旋律，表明目前需求恢复呈现疲软态势，经济承压有所加重，库存持续去化特征。

行业

汽车行业周报：6 月批发同比-1%，配置时机已至

汽车正处于大周期下底部位置，配置时机已至。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】。

机械设备：挖机销量预计维持高增景气不减，中芯国际战略配售深入绑定国产半导体设备商

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【杭可科技】【建设机械】【至纯科技】

【广电计量】【晶盛机电】【杰瑞股份】【恒立液压】【华测检测】

通信跟踪周报：本周专题：为什么当前时点更应超配数据中心和云计算/CDN 产业链？

1、R16 标准的发布将促进 OT 与 CT 的融合，加速 5G 应用进一步落地，建议关注物联网、车联网、工业互联网等相关领域

的绩优个股。2、美股 IDC、CDN 板块价格持续走强。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，CDN 价格战接近尾声，我们认为，CDN 随着价格企稳回升，数字化转型和产业信息化工程的深入建设，业绩拐点将至，建议持续关注 IDC、CDN 环节的重点绩优个股。

专用设备：中芯国际战略配售覆盖核心设备商材料商，深入绑定发展加速

中芯国际预计 7 月科创板上市，多家材料硅片及核心设备供应商参与战略配售。本次发行初始战略配售的股票数量为 84281 万股，占初始发行数量的 50%。战略投资者包括半导体材料——上海新阳；大硅片——中环股份、上海新昇，目前国内仅此两家具备少量 12 英寸硅片供应能力；刻蚀设备——中微公司；及清洗设备——盛美半导体和至纯科技。

我们认为，此次战略配售覆盖的战略股东背景雄厚，深入绑定有利于充分调动产业资源促进中芯国际业务发展；同时中芯国际上市后将募资扩产，相应设备商也有望加速获得订单。

化工行业 2020 年 7 月第 1 周周报：周期行业景气回升，低估值化工股有望反转

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。

光伏设备：HIT 设备订单即将进入放量阶段，推荐弹性高的设备龙头

1.欧洲老牌光伏设备龙头梅耶博格退出 HIT 时代竞争，直接利好国内设备商

2.HIT 电池降本的主要方向是材料+设备，国产化降本空间大

3.山煤、爱康、REC、阿特斯等项目有望近期落地，国产设备商将迎首波订单

推荐个股及其他点评

宁德时代（300750）：定增获批文进展顺利，行业 Q3 需求拐点确立

投资要点

定增已获批文，核准发行不超过 2.207 亿股。

规划超过 300gwh 产能，6 大基地构建全球锂电版图。

4、5 月需求平稳恢复，宁德 20Q2 全球装机预计 6gwh 左右。

宏观策略

宏观点评：内需修复和 CPI 下行进入平台期

内需修复进入平台期。投资方面，一是在疫情后经历了 3 月份以来的“赶工”，尤其是地产投资和基建投资在 5 月份已经回升至 10%左右的单月增速；另一方面，受南方大范围强降雨影响，6 月份水泥磨机开工率和水泥价格都明显回落，表明施工进度可能受到了一定程度的影响。消费方面，受去年同期“国五”清库导致高基数+前期压抑需求集中释放等因素共同影响，汽车零售在 6 月份再度转负，而北京疫情反复等也对服务消费的修复进程产生了一定影响。无论是投资还是消费的修复，都在 6 月份有明显放缓。

CPI 下行进入平台期。5 月份以来国际原油价格的企稳逐步向国内成品油价格传导，同时，内需开启疫后修复，驱动上半年 CPI 持续下行动力之一的非食品开始企稳；食品方面，在南方汛情的影响下，猪价和鲜菜价格亦在 6 月份止跌回升。虽然全年 CPI 仍将在猪周期驱动下继续下行，但将自 6 月份开始进入下行中的平台期。

预计二季度实际 GDP 增速在 2.0%左右。预计一产在二季度基本回升至疫情前的正常增速水平；6 月份规上工业增加值回升斜率放缓，预计二季度二产增速在 4.4%左右增速水平，从服务业生产指数来看，三产的修复要比二产更为缓慢，5 月份服务业生产指数才开始转正。综合上述判断，预计二季度 GDP 实际增速回升 2.0%附近。

风险提示：高频数据与经济硬数据出现背离

（证券分析师：王丹　证券分析师：陶川）

策略点评：美国二次疫情抬头，财政助推经济恢复

事件

最近两周美国西部及南部地区疫情反弹，全面复工复产进程放缓，投资者担忧市场短期压力

观点

美国二次疫情风险增加，全面重启面临阻力，但重回封锁可能性很低

全美新冠病毒日新增感染人数持续上升，但住院率与日新增死亡人数均平稳下降。同时，确诊病例呈现年轻化趋势

疫情的再爆发主要是由于：一、美国新增感染病例数增加可能与检测人数增加和检测强度增强有关，二、口罩的使用和“社交距离”没有被严格遵守，三、美国近期假日较多，社会聚集、出行增多

请务必阅读正文之后的免责声明部分

新冠疫情重灾区由东北部向西部与南部转移，主要是由于各州管理和防控水平存在差距，与各州开放时间和复产复工先后的关系不大。

一些疫情重灾州考虑暂停或推迟经济活动全面重新开放，例如关闭酒吧及健身场馆，但维持餐厅、理发店及零售店在保持社交距离的前提下开放

三万亿美元财政刺激最晚八月前投放完毕，新一轮财政刺激预计短期到位

迄今为止，美国先后已通过四项财政刺激法案，共向美国经济注资三万亿美元

截至六月底，已披露的 CARES 法案实际拨款金额达总额度 60%。若维持该拨款速率不变，七月份累计拨款总额预计达到总额度 80%，预计最晚八月前投放完毕

随着二次疫情风险抬头，美财长本周二表示政府将严肃考虑推出第二轮向民众直接支付的财政刺激

民主党提出的新一轮三万亿 HEROES 法案已交于参议院审议。HEROES 法案相较此前法案力度更大，不仅对申请人的限制放宽，而且每个合资格家庭可获得的最高补贴金额增大。法案预计有助于缓解州政府财政赤字，同时进一步拉动居民消费水平，降低企业经营与流动性风险

美国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，经济复苏速度超预期

已有财政计划中，最主要的 CARES 法案拨款规模为 2.3 万亿美元，其中投放力度最大的领域依次是：针对小企业的贷款补助、现金发放计划、向大中企业和州政府的紧急贷款、失业保险和拨向各州政府的抗疫救济基金

财政刺激下美国经济平稳恢复，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

风险提示：疫情二次爆发难遏制，经济复苏节奏放缓，两党对新一轮财政刺激计划存在分歧

（证券分析师：陈李）

策略点评：科创板的解禁压力测试

事件

7、8 月份解禁市值压力较大，7 月解禁市值将创下近 10 年以来第四高水平：7 月解禁的流通市值将达到 4950.13 亿元,这一解禁规模在近 10 年来仅次于 2015 年 6 月、2013 年的 7 月和 2020 年 1 月。大盘出现较高的解禁规模将对市场造成较大的卖盘压力。7 月 20-7 月 26 号这一周的解禁规模将达到 2644 亿元的周度解禁高峰，而下一轮周度解禁高峰将在 8 月 31 号到 9 月 6 号这一周触及 1793 亿元。

观点

请务必阅读正文之后的免责声明部分

科创板解禁市值占流通市值比例较高，面临较大的抛售压力：7-8 月解禁市值总额将达到 8460.7 亿元，其中仅科创板解禁规模就将达到 2139 亿元，占解禁市值的 25%。而目前科创板的自由流通市值仅有 3177.6 亿元，科创板 7-8 月解禁市值占目前科创板流通市值的 67%，预计解禁放开之后，科创板将面临较大的抛售压力。

“危险”的个股：流通股解禁比例越高股价越可能下跌。按照解禁市值占当前流通股市值的比例进行筛选，尤其是挑选了涨幅较大的公司，有较大的套利离场需求，西部超导、三只松鼠、韦尔股份、中微公司、澜起科技等个股最需要警惕风险。

电子、机械设备、通信和医药生物行业解禁市值占比较高：7-8 月所有解禁公司中，电子、机械设备、通信和医药生物行业解禁市值占行业目前流通市值的比例分别达到 9%、8%、5%和 5%，解禁市值占比较高，这 4 个行业在今年皆出现了较好的市场行情表现，预计股东离场套现欲望较强，将会在 7、8 月份面临较大的卖盘压力。

若科创板股票因为减持而出现价格下跌，创业板或也将受到牵连：创业板实行注册制，未来融资规模有望大幅增长，若此次科创板面临大额抛盘的压力，科创板指数出现下行，预计投资者也会担忧未来同样实行注册制进行大规模融资的创业板，连累到创业板的表现。

风险提示：解禁规模超预期；疫情在海外蔓延；经济复苏超预期开始制约货币政策的持续宽松

（证券分析师：陈李）

固收金工

固收周报：一周策略：疫情对国内冲击逐渐减缓，经济秩序持续恢复（2020 年第 25 期）

观点

专题：全球恐陷深度衰退，中国成唯一正增长:北京时间周四(06 月 24 日)上午，国际货币基金组织（IMF）发布了最新修订的《世界经济展望》。IMF 预计 2020 年全球经济增长率将下降 4.9%，相比今年 4 月份的预测（-3.0%）又下调了 1.9%；同时，IMF 将 2021 年全球经济增长率预期由之前预测 5.8%下修至 5.4%。

利率债：1 年期国债收益率为 2.0976%，较上周下行 5.19BP。10 年期国债收益率 2.8974%，较上周上行 3.60BP。从政策面来看，短期货币政策难以收紧，6 月 17 日国常会表示将降准，但该措施迟迟没有落地，考虑

请务必阅读正文之后的免责声明部分

到 7 月份债券供给压力较大的情况，预计降准空间将打开。经济基本面与政策面两者效应相叠加，将拉低债市收益率。短期内债券供给加大可能使债市波动，中长期收益率有下行空间。

信用债：一级市场的发行只数相比上周仍有减少，但跌幅相比上周较为下降，本周发行只数已跌至近七周最低值。二级市场的交易量逆势转增且增幅较大。在四类信用债中，增幅最大的是短期融资券，而公司债和企业债的交易量反而减少。信用利差方面，本周受各类信用债收益率下降的影响，投资者要求的额外报酬率从信用利差上获得，从而导致信用利差整体呈现扩大趋势。分行业看，本周除能源外的其他行业债券交易量逆势转增，其中可选消费行业增幅最大，达 128.31%，且其交易量突破 200 亿大关。

可转债：（1）宏观政策调节力度加大，经济秩序稳步恢复。上周央行下调再贷款、再贴现利率。其中，支农、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点，定向降息力度空前，推动股市和转债市场全线上涨。6 月份 PMI 有所上升，且位于荣枯线上，生产恢复，需求持续改善，经济稳步复苏。预计至 7 月底剩余的 5900 亿元特别国债将全部发行完毕，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：抗疫特别国债将续发，基建、地产等板块仍有回升空间，消费、医药生物等行业持续较热，创业板注册制实施推动券商板块上行，建议持续关注食品饮料消费、新基建、龙头券商、科技等主题。新基建包括 5G 为代表的领域，代表标的有烽火转债、博威转债等。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，谨慎选择高估值的主题，需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）疫情的中期风险，在欧美日发达经济体中呈现非对称性动态变化，传染曲线的位置不同步，复工复产阶段不同调。从新增人数的地缘分布上来看，疫情整体从发达向发展中经济体蔓延，美国属特例；（2）大类资产表现：黄金、铜、欧元、美利率债走高，原油、美元、美股、美信用债走低，美收益率曲线边际趋陡。具体来看，股市：日>欧>美；债市：利率债>信用债；汇市：欧元>人民币>美元>日元；大宗：铜>黄金>原油；（3）疫情不同步，导致美欧立场出现更微妙的动态变化，在对中立场、北约认知、现存国际秩序认知、全球暖化认知等多维度上出现偏差，近期美欧贸易冲突重燃，我们认为属于前述多因素积累下来的新体现，或需重新审视美欧“新”格局；（4）仍可期待政策面和市场面的“反身性”动态变化，政策托底在短中期发挥效力、“勿与联储为敌”的逻辑依然成立。

风险提示：利率债：经济基本面表现超预期，政策环境变动。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。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。持续关注和防范信用事件的发生和超预期政策。可转债：关注股市波动风险。海外：1）逆周期逻辑和周期挂点后移影响股债配置；2）宏观经济因素以及中美贸易谈判、脱欧等地缘政治事件或引发超预期风险；3）央行与市场分歧过度分化或引发市场预期落空。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：李勇）

固收周报：美单日新增步步高，非农未反应新变化

观点

一周观点：（1）全球多国疫情遇反弹，在欧美日发达经济体中“非对称性”边际扩大，传染曲线的位置不同步，复工复产阶段不同调。从新增人数的地缘分布上来看，南北美、南亚及中东占据 TOP15 全部位置，疫情整体从发达向发展中经济体蔓延，美国属特例，“震中”国家仍看不到拐点；（2）大类资产表现：原油、铜、白银、英镑、加拿大元走高，人民币、美元、美利率债走低，美收益率曲线边际扩大。具体来看，股市：美>欧>日；债市：信用债>利率债；汇市：英镑>加拿大元>欧元>人民币；大宗：天然气>原油>黄金；（3）默克尔力推 7500 亿用于经济恢复，意味着欧盟凝聚力和执行力将能得到进一步的增强，“欧洲人的欧洲”的意识或在“后疫情时代”进一步提升。美国“二次疫情”出现，下周死亡数据或决定疫情情况；（4）地缘政治环境转变可能性增大，趋向于更多的干预主义、不断上升的保护主义以及从多边向区域和双边的转变。美国单方面宣布退出经合组织（OECD）框架下的数字服务税谈判，法国做好今年征收数字服务税的准备，美欧贸易争端或有重燃之势。

策略分析

美国：美国第二波疫情形势依旧严峻，同时上周美国公布多项超出预期的经济数据，在两方面因素作用下市场对美国经济复苏的担忧持续，上周市场恐慌情绪略有降温，研判短期内市场乐观情绪被削弱后，或需要重新确认方向，下周仍需重点关注美国第二波新冠疫情的进一步发展。短期来看，美债长端收益率或面临震荡走低格局；美元在前期小幅走低的行情后，短期来看或存在支撑；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缩窄双因素影响，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，日本公共卫生状况不稳定因素仍存在，即便服务业有所回暖，但是制造业前景仍然堪忧，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，欧洲消费者信心依旧低迷，经济不确定性增加，因此若复苏计划仍无法达成，欧元短期内仍存在下跌隐患；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，油价在美国假期前夕收于近四个月以来高位，因受美国经济从疫情中复苏的迹象鼓舞，且公布的原油库存降幅大于预期，非农就业人数增幅高于预期，先后利好油价，但新增病例激增，市场对疫情加重的担忧情绪挥之不去；长期来看，部分海外国家疫情仍有恶化迹

请务必阅读正文之后的免责声明部分

象，全球疫情病例骤增仍无好转，对全球经济增长和原油需求复苏有抑制作用。虽然 API 数据中上周美国原油库存骤降为油市带来利好支撑，但以美国为首的海外国家经济遭受疫情大流行带来的严重冲击，未来仍面临较大不确定性。

黄金：短期来看，疫情对全球资本市场定价影响边际减弱，市场风险偏好有所修复，虽然经济基本面短期难以恢复，但主要经济体金融系统尚未出现明显问题，美联储长期保持货币宽松的态度对金价形成支撑；长期来看，投资者们需要对冲风险的多样化资产以应对市场不确定性的需求将会持续推动黄金。全球经济依然处于下行阶段，全球货币宽松环境有望长期延续，受疫情冲击导致主要经济体财政赤字上升的负面影响可能在未来逐渐出现，在目前全球央行这种史无前例宽松的货币政策之下，实际利率的低迷为黄金提供了较大的提振，高通胀也会是推动中长期黄金走势的因素。

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：本周股市全面上涨，带动转债市场活跃

报告摘要

本周可转债一级市场有 7 支可转债发行，总发行量为 93.67 亿元，较上周增加 72.09 亿元；有 1 支可转债偿还，为到期偿还，其规模为 0.4 亿元，较上周减少 1.14 亿元；净融资额 93.27 亿元，较上周增加 73.23 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 38 家公司可转债有新进展，其中 4 家公司通过了董事会预案，29 家公司通过了股东大会；5 家公司通过了证监会核准，分别为大禹节水、法兰泰克、华阳国际、花王股份、科华生物，行业分别属于农业综合Ⅱ、专用设备、房屋建设Ⅱ、园林工程Ⅱ、医疗器械Ⅱ，涉及发行规模分别为 6.38 亿元、3.30 亿元、4.50 亿元、3.30 亿元、7.38 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场大涨，指数走势全线拉升，上证综指、沪深 300、创业板指、中小板指分别上升 5.82%、6.78%、3.36%、5.37%，债转股指数上升 5.95%；本周可转债指数向上攀升，上证转债、深证转债、中证转债指数本周涨幅分别为 4.09%、4.70%、4.27%。

从申万行业指数的角度来看，本周行业指数全面上涨。涨幅最大的五个行业分别为休闲服务、非银金融、房地产、采掘、银行，上涨幅度分别为 27.19%、13.51%、9.67%、7.21%、6.65%。

存量可转债共计 330 支，存量余额共计 4,384.52 亿元。其中银行业存量可转债余额最多，高达 1,485.43 亿元，其他行业则分布较为平均。除银行外存量可转债券余额最多的另外四个行业为化工、公用事业、医药生物、非银金融。本周这四个行业均上涨，其中非银金融涨幅较大。

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振德转债、东财转 2、蓝帆转债、浙商转债、英科转债。行业中医药生物行业较为活跃。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

股票价格已经超过转换平价的转债共计 44 支。

截至 2020 年 7 月 3 日，可转债的纯债溢价率中位数为 30.25%，转股溢价率的中位数为 16.14%，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 13,624.19 万股，其中 19 中电 E2 本周转股数为 5679.39 万股，占全部转股数的 41.69%。从累计转股比例来看，截至 2020 年 7 月 03 日，中宠转债和盛路转债的累计转股比例分别为 96.30%和 94.67%。本周转股数较上周翻倍，股市整体大涨带动转股情绪高涨。

（1）宏观政策调节力度加大，经济秩序稳步恢复。上周央行下调再贷款、再贴现利率。其中，支农、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点，定向降息力度空前，推动股市和转债市场全线上涨。6 月份 PMI 有所上升，且位于荣枯线上，生产恢复，需求持续改善，经济稳步复苏。预计至 7 月底剩余的 5900 亿元特别国债将全部发行完毕，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：抗疫特别国债将续发，基建、地产等板块仍有回升空间，消费、医药生物等行业持续较热，创业板注册制实施推动券商板块上行，建议持续关注食品饮料消费、新基建、龙头券商、科技等主题。新基建包括 5G 为代表的领域，代表标的有烽火转债、博威转债等。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，谨慎选择高估值的主题，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。

（证券分析师：李勇）

固收周报：利率债周报：降息降准空间打开，债市短期维持波动（2020 年第 25 期）

观点

本周债市点评及债市策略：本周（6.29-7.5）央行公开市场净回笼 4950 亿元，下周（7.6-7.12）央行公开市场有 1900 亿逆回购到期。从资金面来看，本周 Shibor 隔夜、DR001、R001 较上周均有所下行。收益率方面呈现短端下行，长端上行的局面。1 年期国债收益率为 2.0976%，较上周下行 5.19BP。10 年期国债收益率 2.8974%，较上周上行 3.60BP。展望后期：从基本面来看，随着疫情对国内经济的冲击慢慢褪去，复苏预期已经边际收窄，同时受南方近日暴雨影响，经济基本面恐难有超预期表现。海外疫情未出现好转趋势，我国外需仍承压。从政策面来看，短期货币政策难以收紧，6 月 17 日国常会表示将降准，但该措施迟迟没有落地，考虑到 7 月份债券供给压力较大的情况，预计降准空间将打开。经济基本面与政策面两者效应相叠加，将拉低债市收益率。短期内债券供给加大可能使债市波动，中长期收益率有下行空间。

一、二级市场回顾：本周（6.29-7.5）一级市场发行 45 只利率债，实际发行总额 5202.98 亿元，较上周增加了 3134.38 亿元；总偿还量 368.25 亿元，较上周减少了 1794.93 亿元；净融资额 4834.73 亿元，较上周增加了 4929.31 亿元。本周 DR007 下行 30.75BP，R007 下行 52.97BP，SHIBOR 隔夜利率为 1.3640%，较上周下行 17.60BP；SHIBOR1 周为 1.9800%，较上周下行 19.30BP；SHIBOR2 周为 1.6850%，较上周下行 59.90BP；SHIBOR3 月为 2.1050%，较上周下行 1.60BP。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

本周宏观经济跟踪：上周商品房整体表现有所回升，汽车表现有所回落，煤炭价格有所回升。上周商品房成交面积有所回升，截至 6 月 28 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 467.47 万平方米，较上周增加 40.33 万平方米。上周国内乘用车市场零售同比增速有所下降。截至 6 月 27 日，市场日均零售 5.16 万台，同比增速为-37.00%，较前值有所回落。本周主要钢材价格涨跌互现，Myspic 指数有所下跌。本周较上周焦煤和动力煤价格均有所上行，6 大发电集团日均耗煤量较上周回落。截至 7 月 2 日，除铅外，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 0.61%，铅价回落 0.50%，铜价回升 3.31%，铝价回升 3.71%。

本周通胀观察：蔬菜价格小幅上涨。截至 7 月 3 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 117.15，较上周上升 0.13%；山东蔬菜批发价格指数收于 121.86，较上周上升 0.58%。7 月 3 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 140.60 点，较上周上行 4.67%；南华工业品指数收于 2191.85 点，较上周上行 0.07%。

风险提示：经济基本面表现超预期，政策环境变动。

（证券分析师：李勇）

固收月报：6 月经济数据前瞻月报：消费投资逐步回升，进出口数据低位波动

事件

6 月数据预测：6 月的经济数据预测主要包含三大部分：总量经济数据、货币市场以及物价指数三个方面。从整体来看，处于相对低位，但均较前值有所回升，降幅收窄，进口增速预计将有所回升但仍为负值、出口预计将维持低位波动状态，消费行业回暖明显。价格方面，预计食品项继续回落。两会政府工作报告中提到全年 CPI 维持在 3.5%的水平，预计近期 CPI 将出现小幅度回升，综合翘尾等因素考虑，预计 6 月 CPI 同比收于 2.50%。PPI 方面，国内市场逐渐回归常态，去库存压力有所改善。预计 6 月 PPI 有一定上升空间，同比收于-3.00%，货币市场：预计 6 月社融增量有所支撑，增量约为 2.45 万亿。M2 增速在宽松的政策背景下，预计将保持高位，6 月份收于 11.00%

观点

总量指标：包含固定资产投资（房地产、基建以及制造业）、消费以及工业增加值等分项。针对不同分项我们预判结果有所不同，具体来说：房地产销售情况有所好转，但考虑到土地财政相对较差、“房住不炒”的主基调再次强调、商品房待售面积指数的相对高位，因此预计地产投资将有所恢复但仍处于相对低位。基建方面将有所回升，监管部门要求 2020 年专项债不得用于房地产相关领域，财政部已提前下达了 2020 年部分新增地方政府专项债券额度 22900 亿元，预计基建将有所回升。制造业投资受复工复产进度影响，预计将有所回升，原油价格 6 月以来小幅回升，预计制造业投资累计增速在-10%。消费：我们预计将低于市场预期，随着疫情得到控制，消费行业回暖明显。除此之外，汽车销售表现相对平稳，降幅收窄。地产表现尽管有所回升，但两会再一次强调“房住不炒”以及消费恢复的滞后性，会给后周期行业带来下行压力。加上去年基数效应影响，综合判断，预计 6 月增速收于 1.00%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

价格指标：4、5 月份 CPI 连续连大幅回落，主要系全国范围内复工复产的扎实推行，上下游供应链以及物流等逐步走向正常状态的影响。当前，一方面果蔬继续处于季节供应期，在南方洪涝灾害影响下短期呈现出涨跌互现的局面。另一方面猪肉受需求恢复、供给不足以及进口受阻的影响，价格止跌反升。各分项叠加作用下预计食品项小幅回落。两会政府工作报告中提到全年 CPI 维持在 3.5%的水平，同时随着疫情冲击的消退，需求端修复提速，预计近期 CPI 将出现小幅度回升，后期有继续爬升的可能。综合翘尾等因素考虑，预计 6 月 CPI 环比为-0.09%，同比收于 2.50%。PPI 方面：原油价格在 5 月份触底反弹，6 月保持上涨态势；PMI 出厂价格指数也有所回升，6 月有进一步上升的可能性；生产资料各大分项价格在 5 月均有不同程度的回升，部分环比增长率由负转正，国内市场逐渐回归常态，去库存压力相比于上个月有所改善。因此综合来看，预计 6 月 PPI 有所上涨，环比计算结果为 0.3707%，同比收于-3.00%。

货币方面：预判三大指标，信贷、社融以及 M2：其中信贷预计收于 1.65 万亿，社融增量收于 2.45 万亿，M2 增速收于 11.00%。信贷方面：6 月 17、18 日，易纲在国常会和陆家嘴论坛表示，下半年货币政策将保持流动性的合理充裕，估计全年信贷水平 20 万亿，再由全年信贷水平和以往 6 月信贷平均占比算出 2020 年 6 月信贷增量为 16500 亿元。社融方面：根据易纲在国常会陆家嘴论坛的讲话，预计今年全年新增社融 30 万亿，由全年新增社融和各月社融平均占比计算出 6 月社融增量约为 2.45 万亿。M2：两会提到稳健的货币政策将更加灵活适度，央行也会综合运用、创新多种货币政策工具，确保流动性合理充裕，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速明显高于去年。预计政策持续宽松，M2 保持高位，6 月收于 11.00%。

风险提示：海外疫情扩散导致外需萎缩的影响可能滞后。

（证券分析师：李勇）

固收周报：各期信用债收益率下降，信用利差总体走扩

事件

本周（6 月 29 日-7 月 5 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 150 支，总发行量 1,259.70 亿元，较上周减少了 272.55 亿元，总偿还量 520.63 亿元，较上周减少了 738.02 亿元，净融资额 739.07 亿元，较上周增加了 465.48 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、中票和公司债的发行利率较上周均有一定程度的上升，企业债的发行利率较上周有一定程度的下降。短融的发行利率的上升幅度为 25.14BP，中票的发行利率的上升幅度为 16.03BP，企业债的发行利率的下降幅度为 54.21BP，公司债的发行利率的上升幅度为 1.80BP。

银行间和交易所信用债合计成交 4,310.47 亿元，总成交量较上周 3,278.28 亿元增加了 1,032.19 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 2,131.40 亿元、1,698.37 亿元、366.57 亿元、114.12 亿元。

国债收益率：本周除 5 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 1 日，1 年期国债收益率为 2.1276%，较上周

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.1495%下降了 2.19BP。3 年期国债收益率为 2.4036%，较上周 2.4390%下降了 3.54BP。5 年期国债收益率为 2.5976%，较上周 2.5861%上升了 1.15BP。7 年期国债收益率为 2.8265%，较上周 2.8700%下降了 4.35BP。10 年期国债收益率为 2.8456%，较上周 2.8614%下降了 1.58BP。

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；除 5 年期外的其余期限的各类信用债的信用利差均主要呈扩大趋势；除城投债外，其余类型的各期限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 2,020.54 亿元。其次为公用事业、材料、金融、能源、房地产和可选消费，周交易量分别为 542.45 亿元、373.82 亿元、311.89 亿元、278.00 亿元、221.68 亿元和 214.18 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相比上周仍有减少，但跌幅相比上周较为下降，本周发行只数已跌至近七周最低值。二级市场的交易量逆势转增且增幅较大。在四类信用债中，增幅最大的是短期融资券，相比上周增长 60%，而公司债和企业债的交易量反而减少。信用利差方面，本周受各类信用债收益率下降的影响，投资者要求的额外报酬率从信用利差上获得，从而导致信用利差整体呈现扩大趋势。分行业看，本周除能源外的其他行业债券交易量逆势转增，其中可选消费行业增幅最大，达 128.31%，且其交易量突破 200 亿大关。

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）

固收周报：风险信息周报（2020.06.29 -2020.07.05）

事件

负面信息：本周（6 月 29 日-7 月 5 日）负面信息共 6 条。重点关注：泰禾集团股份有限公司主体信用评级被联合资信下调为 BB，前次评级为 AA-；皇氏集团股份有限公司主体信用评级被东方金诚下调至 AA-，前次评级为 AA；中信富通融资租赁有限公司主体信用评级被东方金诚下调为 AA-，前次评级为 AA；“东宇 05”债项信用评级被联合评级下调至 AA，前次评级为 AA+；“13 天房债” 债项信用评级被被大公国际下调至 AA-，前次评级为 AA+；四川金财金鑫投资有限公司主体信用评级被中正鹏元下调至 A+，前次评级为 AA-。

取消发行：成都市郫都区国有资产投资经营公司取消发行 5 亿元；包头钢铁(集团)有限责任公司取消发行 5 亿元；淮安红日交通投资发展有限公司取消发行 10 亿元；吉首华泰国有资产投资管理有限责任公司取消发行 5 亿元；长春燃气股份有限公司取消发行 4 亿元；成都市青白江区国有资产投资经营有限公司取消发行 5 亿元；新疆天业(集团)有限公司

请务必阅读正文之后的免责声明部分

取消发行 5 亿元；大庆市城市建设投资开发有限公司取消发行 3 亿元；中国大唐集团新能源股份有限公司取消发行 10 亿元；无锡市国联发展(集团)有限公司取消发行 5 亿元；四川发展(控股)有限责任公司取消发行 20 亿元；蚌埠高新投资集团有限公司取消发行 6 亿元；扬州市交通产业集团有限责任公司取消发行 3 亿元；舟山市定海区城乡建设集团有限公司取消发行 18 亿元；仁怀市水务投资开发有限责任公司取消发行 20 亿元；洛阳古都发展集团有限公司取消发行 3 亿元；淮安新城投资开发有限公司取消发行 3 亿元。

持有人会议：广西金融投资集团有限公司于 2020 年 7 月 2 日召开“15 桂金债”2020 年第一次债券持有人会议；伊犁农四师国有资产投资有限责任公司于 2020 年 7 月 2 日召开“18 农四 01”2020 年第一次债券持有人会议。

其他关注信息：广州金融控股集团称子公司涉及重大诉讼；潍坊公信国有资产经营称公司 2019 年累计对外提供担保占上年末净资产的 49.20%；中诚信国际称关注大连港集团重要子公司大连港筹划重大资产重组；中国建银投资称公司涉及重大诉讼、仲裁；外高桥称公司涉及重大诉讼；内蒙古矿业(集团)披露公司涉及三项重大诉讼的进展厦门象屿集团称公司子公司涉及重大诉讼；上海陆家嘴(集团)称公司涉及重大诉讼；天房发展称 13 天房债”7 月 9 日起调整交易方式；湖南财信投资控股称公司涉及两项重大诉讼；合肥兴泰金融控股(集团)称子公司涉及一项重大诉讼。

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）

固收点评：联储谨慎曲线控制，澳行或成学习榜样——美联储 6 月货币政策会议纪要点评

事件：

7 月 2 日美联储公布 6 月货币政策会议纪要：周四凌晨 2 点，美联储公布 6 月货币政策纪要，纪要中对美国经济前景及美联储货币政策路径作出了解读，并针对近期市场热点话题作出了回答。经济前景方面：（1）经济仍面临极端不确定性和显著风险，第二季度的数据表明经济活动出现二战后最大幅度的下滑；（2）经济流动性状况总体上继续改善，但部分金融市场仍承压明显；（3）预计实现就业全面复苏需要一段时间，消费者复苏速度预计不会超过 2020 年以前的水平；（4）第二波新冠病毒爆发的可能性并不比基准预测低，如果二次爆发，将对经济造成更加严重和持久的破坏。货币政策方面：（1）负利率不具有吸引力；（2）澳大利亚的收益率曲线控制经验与美国最为相关；（3）美联储需要发布更明确的前瞻指引；（4）美联储应当强调政策沟通的重要性。

观点：

澳央行收益率曲线控制成果显著，资产规模得控：（1）3 月时，为控制央行资产负债表规模，澳央行将 3 年期国债收益率目标定为 0.25%；（2）目前澳大利亚收益率曲线陡峭，3-10 年期国债息差已从 3 月初的低位扩大约 40 个基点，足以保证银行盈利性和放贷能力；（3）澳央行已经连续 8 周没有购买任何国债，成功控制央行资产负债表规模。

QE 和 YCC 搭配使用，日央行资产购买放缓：（1）日央行的

请务必阅读正文之后的免责声明部分

QQEwithYCC 实际上是通过市场操作控制长端利率和短端利率和通胀超调承诺，YCC 和 QQE 互补性是很明显的；（2）YCC 是 QE 从大规模向小规模变化一个衔接段，同时市场的“价格发现”功能逐渐恢复；（3）日本央行在使用 YCC 后，在收益率曲线趋稳的同时，资产购买步伐明显放缓。

美联储子弹未尽，曲线控制需等待时机：（1）日本国债的市场规模还远不及美国国债的市场规模，美联储不一定能控制住收益率曲线长端；（2）美联储目前更偏好更为明确的前瞻性指引，并且有其他的货币政策作为“弹药”，短期内不会“山穷水尽”；（3）美国收益率曲线和美元整体形势较好：10 年期美债收益率至截稿时报 0.69%，收益率曲线形态保持着较好的陡峭程度，倒挂指标距离收负尚有一定距离，美元也维持 100 点位以下的相对弱势震荡格局；（4）未来是否要实行收益率曲线控制，主要看：收益率曲线下沉；收益率曲线平坦化；本币升值压力；金融机构整体盈利能力下降；联储资产负债表规模持续扩大。

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）

固收月报：需求恢复有所疲软，库存持续去化特征

报告摘要：

一个完整的库存周期包括四个阶段：主动补库存，被动补库存，主动去库存，被动去库存。其中，主动补库存意味着，企业预测外部需求旺盛，主动增加库存以应对销量的增加，常发生在经济的繁荣阶段；被动补库存意味着，外部需求不振，企业未能及时反应，由于销量的下降而被动增加库存，常发生在经济的衰退阶段；主动去库存意味着，企业预测外部需求不振，主动减少库存，常发生在经济的萧条阶段；被动去库存，外部需求旺盛，企业未能及时反应，由于销量的大增而被动减少库存，常发生在经济的复苏阶段。5 月库存周期处于主动去库存的阶段，需求恢复已显现疲软，经济承压进一步加重。总体判断，未来一段时间内企业处于去库阶段，但仍面临着不确定性。

我们认为整体经济正处于去库存周期。从整个统计的 41 个行业来看，去库存行业 30 个，补库存行业有 11 个，去库存数量大于补库存数量。分项来看，主动去库存行业有 17 个，被动去库存行业有 13 个，主动补库存行业有 3 个，被动补库存有 8 个。从需求景气度来分析，景气度较高的主动补库存和被动去库存行业一共有 16 个，景气度较低的主动去库存和被动补库存行业有 25 个，整体表现转差。从上中下游产业来看，上游主要集中在主动去库存和被动去库存，中游主要集中于主动去库存和被动去库存，下游主要集中在主动去库存。整体来看，主动去库存占据主旋律，表明目前需求恢复呈现疲软态势，经济承压有所加重，库存持续去化特征。

需求恢复呈现疲软、库存去化特征显著，企业未来仍面临压力。整体来看，5 月份处于被动去库存阶段的行业数为 13 个，较上月的 26 个折半减少，需求恢复不及预期。5 月处于被动去库存阶段的行业有上游的石油天然气开采业、黑色金属矿采选业；中游的水的生产和供应业、金属制品、机械和设备修理业、石油、煤炭及其他燃料加工业、化学纤维制造业、非金属矿物制品业、木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业、电

请务必阅读正文之后的免责声明部分

力、热力的生产和供应业、仪器仪表制造业、电气机械及器材制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业；下游的纺织业、汽车制造业。

风险提示：海内外疫情反复；需求恢复不及预期；政策调整超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

汽车行业周报：6 月批发同比-1%，配置时机已至

投资要点

每周复盘

SW 汽车上涨 5.0%，跑输大盘 0.5%。所有汽车子板块均呈上涨形态，SW 乘用车涨幅最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 10 名，排名在靠前。估值上，整体有所上涨，SW 商用载货车幅度最大。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：6 月 22-27 日乘用车零售日均销量同比下降，批发日均销量同比下降。6 月 22-27 日乘用车零售销量日均 51,627 辆，同比下降 37%。6 月 22-27 日乘用车批发销量日均 49,794 辆，同比下降 35%。

库存：5 月企业库存减少 1.5 万辆，渠道库存增加 10.0 万辆。5 月传统车企业库存减少了 1.5 万辆，2015 年 1 月以来累计为-44 万辆（2015 年以来历史同期最低值）。5 月渠道库存增加了 10.0 万辆，2015 年 1 月以来累计为 326 万辆，渠道库存系数为 1.9 月。

价格：6 月上旬折扣率继续增加。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 11.32%，环比 5 月下旬+0.37pct，热门车型中幅度前五车型是蒙迪欧 2020+迈腾 2020+奇骏 2020+嘉际 2021+宝马 X32020。2）主要车企 6 月上旬折扣率均不同程度增加，幅度较大的是上汽通用+一汽大众+东风日产+广汽丰田+长安福特+吉利汽车+华晨宝马+一汽奥迪+北京奔驰+上汽大众。

重点关注

6 月 28 日，滴滴自动驾驶在嘉定率先落地，上海智能网联汽车载人示范应用进入规模化阶段；6 月 30 日，一汽丰田总投资 84.95 亿元，年产 20 万辆新能源汽车分公司项目在天津开工；美国当地时间 6 月 30 日，特斯拉总市值突破 2000 亿美元；7 月 1 日，四川经信厅发布 18 条举措支持新能源车发展；7 月 1 日，重庆鼓励汽车消费政策延至 10 月，2000 元现金红包不设限；7 月 2 日，特斯拉 Q2 交付汽车超 9 万辆。

投资建议

汽车正处于大周期下底部位置，配置时机已至。1）无论 PE 还是 PB 角度，乘用车及零部件估值均接近历史最低位置。2）国内复工复产恢复

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

机械设备：挖机销量预计维持高增景气不减，中芯国际战略配售深入绑定国产半导体设备商

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【杭可科技】【建设机械】【至纯科技】

【广电计量】【晶盛机电】【杰瑞股份】【恒立液压】【华测检测】

2.投资要点

【工程机械】6-7 月挖机销量同比预计保持高增，建议持续超配工程机械

挖掘机销量预计维持高增：根据产业链调研，我们预计 6 月挖机增速同比+50%以上，保持高增态势。7 月核心零部件厂商排产持续旺盛，恒立液压 7 月挖机油缸排产同比增速超 60%，与去年相比仍处于旺季水平，我们认为 7 月挖机销量预计维持较高增速。考虑到后续基建政策逐步落地，基建增速有望改善，行业需求同步释放，我们判断全年挖机景气度将持续。

后周期品种将接力挖机高增长，下半年景气度确定性强：混凝土泵车 1-5 月行业销量增速预计在 30%以上，我们认为 2020-2022 年混凝土机械迎来更新高峰，预计下半年泵车销量旺季持续。2020 年起重机械更新替换高峰持续，基建与风电项目拉动下行业景气度正在不断提升，Q2 整体销量旺盛，下半年预计将呈现淡季不淡的趋势。此外，塔机行业仍处于高景气，中长期看，装配式建筑渗透率持续提升将带动大吨位塔机需求+塔机使用密度的提升，塔机景气度仍有较强的支撑。

投资建议：工程机械各机型景气度持续，龙头企业叠加市占率提升销量增速均高于行业，Q2 业绩有望超预期。重点推荐【三一重工】：全系列产品线竞争优势、龙头集中度不断提升；出口不断超预期；行业龙头估值溢价。【中联重科】工程机械后周期龙头，三年业绩预计翻倍，估值将向上大幅修正。【恒立液压】国内液压龙头，泵阀全面放量增长可期。【建设机械】行业景气度有望延续，塔机租赁龙头具备持续扩张潜质。【浙江鼎力】高空作业平台龙头，臂式放量可期。建议关注艾迪精密、柳工。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

【半导体设备】中芯国际战略配售覆盖核心设备商材料商，深入绑定发展加速

中芯国际预计 7 月科创板上市，多家材料硅片及核心设备供应商参与战略配售。战略投资者包括半导体材料——上海新阳；大硅片——中环股份、上海新昇，目前国内仅此两家具备少量 12 英寸硅片供应能力；刻蚀设备——中微公司；及清洗设备——盛美半导体和至纯科技。我们认为，此次战略配售覆盖的战略股东背景雄厚，深入绑定有利于充分调动产业资源促进中芯国际业务发展；同时中芯国际上市后将募资扩产，相应设备商也有望加速获得订单。

看好清洗设备：赛道好空间大，容易率先实现大部分国产化。随着晶圆制程工艺的复杂化，未来清洗机的使用次数会逐步提升，清洗机的占比整线的比例未来有望提高至 10%。同时由于清洗机的技术门槛相对较低，我们认为比较容易率先实现全面国产化。我们预计中国大陆地区每年的湿法清洗设备的空间在 15-20 亿美元，目前除长江存储之外的各家晶圆厂，清洗机的国产化率均在 10%以内，假设到 2023 年清洗机的国产化率可达 40%-50%，即国产设备每年市场空间在 40-70 亿。

大硅片国内龙头中环参与中芯国际战略配售，深入绑定验证加速，核心设备商显著受益。中环股份 12 英寸硅片技术持续突破，验证稳步推进，正在稳步增量中，预计 2020-2021 年将是公司验证迎来收获上量的节点。目前晶盛机电已具备 8 寸线 80%整线以及 12 寸单晶炉、抛光机供应能力，并与中环、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，大硅片国产化浪潮下最为受益。我们预计随着中环无锡项目的进展加速，项目用的设备订单有望在未来几年内落地、晶盛机电将会显著受益逐步兑现半导体设备的业绩。

投资建议：重点推荐半导体设备龙头【中微公司】进入全球供应链的国产刻蚀设备龙头；【北方华创】多业务布局的晶圆设备龙头；独家重点推荐【至纯科技】，国内清洗设备龙头，二季度出货 10+台设备，处于产能扩张阶段；大硅片设备龙头【晶盛机电】；建议关注【长川科技】。

风险提示：疫情影响持续；政策力度不及预期；下游扩产不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

通信跟踪周报：本周专题：为什么当前时点更应超配数据中心和云计算/CDN 产业链？

投资要点

本周策略观点：1、R16 标准的发布将促进 OT 与 CT 的融合，加速 5G 应用进一步落地，建议关注物联网、车联网、工业互联网等相关领域的绩优个股。2、杭钢股份投资 39.79 亿元设立全资子公司，建设浙江云计算数据中心项目，拟由浙江天猫承租数据中心机柜。3、2020 年，云计算基础设施投资将达 695 亿美元。预计未来云计算需求推动更高效、更有弹性基础设施的部署，到 2024 年达 1056 亿美元。4、美股 IDC、CDN 板块价格持续走强。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，CDN 价格战接近尾声，我们认为，CDN 随着价格企稳回升，数字化转型和产业信息化工程的深入建设，业绩拐点

请务必阅读正文之后的免责声明部分

将至，建议持续关注 IDC、CDN 环节的重点绩优个股。

行业动态及点评：杭钢股份投资设立全资子公司，建设浙江云计算数据中心项目；IDC：20 年 Q1 中国云 IT 基础设施支出同增 21%；5G 时代流量快速增长，预计中国占据全球流量 20%以上;3GPP 宣布 R16 标准冻结，从三方面进一步增强了 5G 能力，再掀 5G 建设浪潮；美股 IDC、CDN 板块价格持续走强。

行业前瞻：2020 中国国际通信大会（2020.8.9-8.11）

首推组合：数据港（603881）、光环新网（300383）、奥飞数据（300738）、中兴通讯（000063）、中际旭创（300308）、崇达技术（002815）、淳中科技（603516）、中国联通（600050）、中新赛克（002912）、中科创达（300496）、中石科技（300684）、移为通信（300590）、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）、佳力图（603912）、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：光迅科技（002281）、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（0762）、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：中科创达（300496）、移远通信（603236）、移为通信（300590）、高新兴（300098）、佳都科技（600728）。

市场回顾：近一周通信（申万）指数上涨 4.49%；沪深 300 指数上涨 6.78%；行业跑输大盘 2.39pp。东吴通信优选指数近期表现：一周上涨 8.60%，跑赢通信指数 6.92pp。年初至今上涨 60.02%，跑赢通信指数 48.92pp。

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。吴通信优选指数近期表现：一周上涨 8.60%，年初至今上涨 60.02%，跑赢通信指数 6.92pp。

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）

专用设备：中芯国际战略配售覆盖核心设备商材料商，深入绑定发展加速

投资要点

中芯国际预计 7 月科创板上市，多家材料硅片及核心设备供应商参与战

请务必阅读正文之后的免责声明部分

略配售。本次发行初始战略配售的股票数量为 84281 万股，占初始发行数量的 50%。战略投资者包括半导体材料——上海新阳；大硅片——中环股份、上海新昇，目前国内仅此两家具备少量 12 英寸硅片供应能力；刻蚀设备——中微公司；及清洗设备——盛美半导体和至纯科技。

我们认为，此次战略配售覆盖的战略股东背景雄厚，深入绑定有利于充分调动产业资源促进中芯国际业务发展；同时中芯国际上市后将募资扩产，相应设备商也有望加速获得订单。

产业链受疫情影响不明显，下半年晶圆厂招标有望加速。2020 年 2-4 月全球半导体销售额增速分别为 4.99%、7.96%和 7.16%，其中中国增速为 5.41%、6.08%和 6.61%，半导体行业持续回暖，疫情无碍景气周期上行的大趋势，我们判断下半年国产设备商有望加速获得订单。

晶圆制造核心设备市场规模稳步增长，龙头企业开始逐步实现进口替代。光刻、刻蚀及薄膜沉积为晶圆制造的核心步骤，相应设备价值量占比分别为 23%、30%和 25%。目前光刻环节基本由 ASML 垄断，刻蚀与薄膜沉积由中微公司与北方华创开始逐步实现进口替代。以近期招标密集的华虹无锡为例，截至 7 月初华虹无锡产线中北方华创中标 2 台刻蚀设备、1 台 PVD 设备及 2 台退火设备，相应领域占比分别为 9%、5%、12%，中微半导体中标 3 台刻蚀设备，所在领域占比为 14%。

看好清洗设备：赛道好空间大，容易率先实现大部分国产化。目前清洗设备在半导体设备市场中价值量占比约 5%-6%，较光刻、刻蚀等核心设备价值量较低。但随着晶圆制程工艺的复杂化，清洗机的占比整线的比例未来有望提高至 10%。

同时由于清洗机的技术门槛相对较低，我们认为比较容易率先实现全面国产化。我们预计中国大陆地区每年的湿法清洗设备的空间在 15-20 亿美元，目前除长江存储之外的各家晶圆厂，清洗机的国产化率均在 10%以内，假设到 2023 年清洗机的国产化率可达 40%-50%，预计国产设备的每年的市场空间在 40-70 亿元。

大硅片国内龙头中环参与中芯国际战略配售，深入绑定验证加速，核心设备商显著受益。中环股份 12 英寸硅片技术持续突破，验证稳步推进，正在稳步增量中。根据中环股份公开信息，预计 2020 至 2021 年将是公司验证迎来收获上量的节点。重参杂 12 英寸硅片：已经通过大部分特色工艺的客户验证，正在稳步增量中；轻掺 12 英寸硅片实现 CopFree，目前已经进入 28nm 的技术节点。

晶盛机电已具备 8 寸线 80%整线以及 12 寸单晶炉、抛光机供应能力，并与中环、有研、金瑞泓、郑州合晶等国内主要 8 寸硅片厂都保持紧密合作，大硅片国产化浪潮下最为受益。我们预计随着中环无锡项目的进展加速，项目用的设备订单有望在未来几年内落地、晶盛机电将会显著受益逐步兑现半导体设备的业绩。

投资建议：重点推荐半导体设备龙头【中微公司】进入全球供应链的国产刻蚀设备龙头；【北方华创】多业务布局的晶圆设备龙头；独家重点推荐【至纯科技】，国内清洗设备龙头，二季度出货 10+台设备，处于产能扩张阶段；大硅片设备龙头【晶盛机电】；建议关注【长川科技】。

风险提示：晶圆厂投产不及预期，设备及材料国产化进程不及预期。

（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

化工行业 2020 年 7 月第 1 周周报：周期行业景气回升，低估值化工股有望反转

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 3152.81，本周累计上涨 5.82%，深证成指本周上涨 5.25%，化工板块（申万）上涨 3.66%。

本周化工板块个股中，PVC 树脂相关材料标的涨幅居前：本周化工板块涨幅居前的个股有双星新材、七彩化学、新疆天业、沈阳化工、诚志股份、鲁西化工、龙蟠科技、联化科技、高争民爆、阳谷华泰。其中，近期医用 PVC 糊树脂手套料价格大幅上涨，直接受益标的新疆天业、沈阳化工涨幅居前；另外部分绩优股受到市场认可，如双星新材、联化科技等公告的半年度业绩超预期。

Q2 业绩环比改善，化工行业景气度正在回暖：截至 7 月 5 日，申万化工一级行业中有 34 家披露中报业绩预告，虽然同比上涨的有 17 家，但 25 家公司二季度有望实现业绩环比增长，可见化工行业景气正在回暖，有望推动行业整体估值回升，预计有业绩的低估值化工股有望迎来投资机会。

供需双端改善，油价震荡反弹：本周 ICE 布油报收 43.14 美元/桶（+5.17%）；WTI 原油报收 40.65 美元/桶（+5.61%）。需求方面，美国 6 月强劲的就业数据和原油库存下降对市场起到重大提振作用；供给方面，美国石油钻探公司连续第 9 周削减石油和天然气钻井数量至历史新低。短期看，全球范围内复产复工的背景下，原油市场短期看多；中长期看，全球疫情形势尚不明朗，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 NYMEX 天然气（+17.3%）、液化气（+8.0%）、对二甲苯（+7.9%）、沥青（+7.4%）、氯乙烯（+7.1%）。受原油价格上涨影响，能源类产品 NYMEX 天然气、液化气以及能化产品对二甲苯、沥青、氯乙烯均出现价格上涨。

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）

光伏设备：HIT 设备订单即将进入放量阶段，推荐弹性高的设备龙头

投资要点

欧洲老牌光伏设备龙头梅耶博格退出 HIT 时代竞争，直接利好国内设备商

请务必阅读正文之后的免责声明部分

设备商在行业发展中的定位是降本增效，国外设备商缺乏强大的零部件供应链体系和大量的组装工人，在行业发展中退出竞争的案例，在锂电设备、光伏硅片和电池片设备均出现。行业发展从 0 到 1 过程中，依靠国外设备；从 1 到 N 过程中，设备降本主要需要依靠国内设备商。

HIT 电池降本的主要方向是材料+设备，国产化降本空间大

HIT 电池路线进展顺利，技术迭代带来设备空间可观。预计 HIT 技术随着成本的下降，按照 5 亿/GW 的投资额有望带来超 500 亿的设备空间。据产业链调研，通威合肥 HIT 试验线进展卓有成效，效率已达预期，正在产能跑量阶段。我们预计 HIT 设备订单即将进入放量阶段，预计 2020 年行业订单在 3-5GWH，未来三年复合增速超过 100%。目前设备折旧约占电池成本的 15%，未来有望通过设备国产化和设备效率的提升，将设备折旧降低到 7-8%。目前国产银浆和靶材价格仍然较高，伴随下游扩产加速，耗材价格有望快速下降。

山煤、爱康、REC、阿特斯等项目有望近期落地，国产设备商将迎首波订单

除了 2019 年通威、山煤等 4 个试验项目之外，2020 年来阿特斯、爱康、东方日升等也陆续展开 HIT 布局。7 月 1 日，嘉兴阿特斯 HIT 项目正式开工，项目总投资人民币 5 亿元，规划在 2020 年建设年产能 250MW 异质结电池中试线，计划于 2021Q1 形成产品销售。基于梅耶博格退出设备市场和现在国产设备商的技术水平等各个方面综合判断，我们认为，迈为等国产设备商较大概率能够获得首批规模化的设备订单。

投资建议：建议关注（1）某电池片设备龙头，从丝网印刷设备向前段设备延伸。受益于 PERC 扩产高峰在手订单充裕，现提前布局 HIT 技术路线并能够提供性价比最高的整线方案，设备自制率达 65%以上，看好后续验证通过后订单落地。（2）【捷佳伟创】：产品线广、协同性强的电池设备龙头。（3）【金辰股份】：国内光伏组件设备龙头，电池片设备新进入者。

风险提示：HIT 产业化进程不及预期风险、光伏行业装机量不及预期

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

推荐个股及其他点评

宁德时代（300750）：定增获批文进展顺利，行业 Q3 需求拐点确立

投资要点

定增已获批文，核准发行不超过 2.207 亿股。本次定增项目进度好于预期，3 个月即获得批文，本次核准发行不超过 2.207 亿股，与此前一致。预计总募集金额不超过 197 亿元，主要投入四个动力及储能电池的建设和研发项目，建设电池总产能 52gwh，2-3 年内均完成建设，分别为湖西项目（总投资 46 亿，16gwh）、江苏时代三期（74 亿，24gwh）、四川时代一期（40 亿，12gwh）及储能研发项目（总投资 30 亿）。

规划超过 300gwh 产能，6 大基地构建全球锂电版图。公司 6 大基地，包括宁德章湾区（东桥/湖东/湖西）、宁德车里湾、溧阳基地、四川和青海

请务必阅读正文之后的免责声明部分

基地、德国工厂，合计规划产能近 300gwh；考虑目前合资产能，公司产能规划超过 350gwh。19 年公司产能近 60gwh（独资），此次定增 3 个项目加车里湾基地，在未来 2-3 年可新增 80-90gwh 产能，扩张规模全球领先。

4、5 月需求平稳恢复，宁德 20Q2 全球装机预计 6gwh 左右。5 月宁德时代装机电量 1.6gwh，同比下降 33%，环比下降 12%，整体需求环比恢复较慢。前 5 月累计装机 6.35gwh，同比下降 40%。预计 6 月装机超过 2gwh，较 4、5 月提升 20%左右。20Q2 装机预计 5.5gwh，环比翻番，同比降幅缩窄至 30%左右。

铁锂确认供货国产 M3，预计 20 年份额 10-20%。预计宁德 7-8 月正式开始供货，20 年宁德有望获国产特斯拉份额 10-20%，远期逐步提升至 40-50%。

投资建议：预计公司 20-22 年归母净利润为 55.42/76.70/10.16 亿元，同比分别 22%/38%/32%；EPS 分别 2.51/3.47/4.60 元；对应现价 PE 分别 69/50/38 倍。考虑到公司为国内动力锂电绝对龙头，技术、成本、客户资源优势明显，给予 21 年倍 65PE，目标价 226.5 元，维持“买入”评级。

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

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