东吴证券晨会纪要

2020 年 07 月 03 日

晨会编辑 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：美国就业数据仍处于持续改善中

基于上述分析，我们认为此次疫情下美国就业市场最艰难的时期已经度过，短期内需持续关注就业市场继续上行的风险。

固收金工

固收月报：稳健货币政策更加灵活适度，流动性保持合理充裕

6 月 17 日国务院常务会议和 18 日的第十二届陆家嘴论坛分别从中短期和中长期的角度暗示了货币政策的方针。首先是 17 日的国务院常务会议提及综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，加大力度解决融资难，缓解企业资金压力，全年人民币贷款新增和社会融资新增规模均超过上年。18 日的陆家嘴论坛上银保监主席在谈论宏观经济政策和国际社会沟通协调时提及“中国十分珍惜常规状态的货币财政政策，我们不会搞“大水漫灌”，更不会搞赤字货币化和负利率”。长期考虑到我国经济企稳、金融空转套利、金融脆弱性等问题宽货币可能性不高。但是短期重点仍在为财政政策搭台，会灵活运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。

金工定期报告：【东吴金工 跟踪报告】价量相关性 CPV 因子绩效月报 20200630

CPV 因子选股模型简介：在计算股票每日分钟价量相关系数的基础上，逐步挖掘了价量相关性的平均数、波动性和趋势性因子，最后综合 3 个维度的信息，构建最终的价量相关性因子 CPV。在回测期 2014/01/01-2020/01/31 内，以全体 A 股为研究样本，CPV 因子的月度 IC 均值为-0.053，年化 ICIR 为-3.77，5 分组多空对冲的年化收益为 19.29%，信息比率为 3.03，月度胜率为 87.32%，最大回撤为 2.90%。剔除市场常用风格和行业的干扰后，纯净 CPV 因子仍然具备良好的选股能力，其 5 分组多空对冲的信息比率甚至有所提升，可达 3.43。

行业

汽车行业点评：滴滴 Robotaxi 上线，国内 ADAS 加速升级

我们看好“5G/AI 技术进步+特斯拉催化”带来的新一轮自动驾驶行情。核心推荐 2 条产业链：1）全球域控制 AI 芯片龙头英伟达加速向中国进军，通过深度绑定英伟达带来 ASP 提升的【德赛西威】（域控制器）；2）基于通信/手机产业链优势加速向汽车渗透的华为汽车产业链，新增受益【华阳集团】（智能座舱+自动驾驶），推荐【中国汽研】（车路协同+智能网联平台），【中科创达】（中间件，通信组覆盖）、关注【四维图新】（地图）。另外，建议关注自主 AI 芯片【寒武纪+地平线】，关注底盘电子【伯特利+科博达】。

推荐个股及其他点评

杭可科技（688006）：电动车+消费电子双轮驱动，业绩释放具备高弹性

盈利预测与投资评级

预计公司 2020-2022 年净利润分别为 5.1/7.5/11.0 亿，当前股价对应 PE 为 37/25/17 倍。我们认为公司开拓国内大客户+动力电池扩产高峰期设备稀缺性显现，业绩和估值均存在弹性空间，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：下游电池厂投资低于预期、新能源车销量和电动化进程不及预期、国内客户拓展不及预期

宏观策略

宏观点评：美国就业数据仍处于持续改善中

观点

继 5 月美国新增非农就业和失业率均大超预期后，随着各州经济重启的持续推进以及返工状态的持续改善，我们预计 6 月劳动力市场将延续回暖的态势，无论是新增就业还是失业率，均将在 5 月的基础上继续改善。

首先，当前就业的增长和失业率的回落，在程度上明显好于续请失业金人数的改善。在当前阶段，续请失业金人数能够预测失业率变化方向，但很难预测失业率的升降幅度。自 5 月 9 日的高点到 6 月 13 日当周，续请失业金人数下降约 500 万人，其中约 250 万人在 5 月完成就业，而仅余约 250 万人在 6 月完成就业，但我们预计，6 月失业率的实际降幅将显著大于据此预测的失业率降幅。这主要是因为在“关怀法案”下，有许多职工虽处于就业状态，但工资因工作时长的缩减而大打折扣，使得其仍然满足领取失业金的条件，这就导致根据续请失业金人数会在一定程度上高估失业率。另外，我们也注意到，一些在经济重启后疫情出现反复的州（如加州和佛罗里达州），其对于续请失业金人数的在数据汇报的质量上也存在问题（比如不是每周而是每两周填报一次申请），从而导致续请失业金人数的前瞻性作用减少，反而变成了一个相对滞后的变量。

其次，今后失业率将从两个角度得到改善。第一，失业人口的重新就业将从分子端导致失业率的快速下降。第二，此前退出劳动市场职工的返工将导致失业率从分母端得到改善，但后者改善的斜率小于前者的斜率。先前我们曾指出美国现阶段失业大多为临时性失业，而临时性失业的就业周期较短；同时，财政刺激计划的力度可能会边际减弱，促使那些此前因领取高额失业金而流连忘返的劳动力返工。鉴于这两点，我们预计 6 月新增非农就业人大概率较 5 月进一步改善，其中约有一半会是失业人口转换为就业人口，而另一半是此前退出劳动力市场的工人的重新返工。同时，6 月失业率也有望较 5 月继续回落。

最后，下一阶段财政刺激力度将有所减弱，很可能倒逼返工，从而推动失业率继续回落。此前在大规模财政刺激的推动下，美国家庭总收入甚至比疫情前的水平还高（图 1）。但根据目前所得的“第四阶段”财政刺激计划提案（表 1），不同党派对于下一阶段刺激计划的规模存在分歧，但整体而言，下一阶段对于家庭部门的财政刺激规模大概率将会小于目前规模，从而倒逼返工，使得原先没有计入劳动市场总人数的职工进入劳动市场，导致计算失业率时的分母变大，使得失业率有进一步下行的可能。

基于上述分析，我们认为此次疫情下美国就业市场最艰难的时期已经度

请务必阅读正文之后的免责声明部分

过，短期内需持续关注就业市场继续上行的风险。

风险提示：美国疫情二次爆发、美国国内复工进展不畅

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

固收金工

固收月报：稳健货币政策更加灵活适度，流动性保持合理充裕

观点

外汇占款上，美联储“火力全开”以及中美摩擦升温，对美元支撑可能会减弱，人民币贬值压力有所减小。预计 7 月外汇占款环比增加 17 亿美元左右，对流动性稍有正面影响。

公开市场操作方面，我们判断 7 月央行货币政策会保持稳健的基调。6 月 17 日国务院常务会议和 18 日的第十二届陆家嘴论坛分别从中短期和中长期的角度暗示了货币政策的方针。首先是 17 日的国务院常务会议提及综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，加大力度解决融资难，缓解企业资金压力，全年人民币贷款新增和社会融资新增规模均超过上年。但是在 18 日的陆家嘴论坛上银保监主席在谈论宏观经济政策和国际社会沟通协调时提及“中国十分珍惜常规状态的货币财政政策，我们不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率”。因此从总体上来说，中短期内市场上因为债券供给等因素仍然有一些流动性缺口，主要与财政政策配合。但长期考虑到我国经济企稳、金融空转套利、金融脆弱性等问题宽货币可能性不高。7 月会延续 6 月底逆回购操作去对冲之特别国债供给，如果降准如期而至，加权降准在 0.3%左右，法定准备金会释放 4640 亿左右，则预计 7 月公开市场操作净投放约 4000 亿元。若不存在降准情况，预计 7 月公开市场操作净投放约 8000 亿元。

财政存款变动、缴税缴准和 M0 变动对流动性的影响：根据测算，预计 7 月份财政存款将吸收流动性约 5000 亿，7 月重要税种需缴纳的金额同比增速降至-2.6%左右，金额合计为 11500 亿左右。若 7 月降准如期而至，7 月缴准大约释放流动性 4640 亿元（7 月存款性机构流动性净增 1500 亿元）。7 月 M0 环比增加 110 亿元，7 月商业库存现金约有 155 亿的小幅减少，两者合计利好流动性。整体来看，财政存款净增加，对流动性影响负面，另外缴税、缴准以及 M0、库存现金对流动性影响正面。

重点债券的供给角度来看，预计 2020 年 7 月国债+特别国债预测发行量 11200 亿元左右，净融资额约 7229 亿元。地方政府债发行量在 9000 亿左右，净融资约 6286 亿，融资规模环比增加。政策性金融债发行量约为 3350 亿元左右，净融资额 2330 亿元。同业存单发行量为 14000 亿左右，净融资额约为 2200 亿。总计净融资约 17000 亿元。

政策方面，6 月 9 日与 6 月 17 日国务院常务会议分别强调了财政资金直接惠企利民的特殊转移支付机制、进一步引导金融机构向企业让利，这

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表明财政存款转移流入实体项目效率可期。6 月 18 日第十二届陆家嘴论坛人民银行行长易纲围绕“五个中心”进行交流，强调贯彻稳健的货币政策更加灵活适度，奠定下半年货币政策基调，7 月份降准落地可期。6 月 18 日，财政部顺利发行首批两期抗疫特别国债共 1000 亿元，并且剩余 7100 亿元抗疫特别国债 7 月底前发行完毕，届时货币逆回购支撑市场流动性可期。

风险提示：货币政策不及预期，疫情可能出现反复。

（证券分析师：李勇）

金工定期报告:【东吴金工 跟踪报告】价量相关性 CPV 因子绩效月报 20200630

报告要点

CPV 因子多空对冲绩效（全市场）：2014 年 2 月至今，CPV 因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 17.91%，年化波动为 6.47%，信息比率为 2.77，月度胜率为 84.21%，月度最大回撤为 3.79%。

CPV 因子多空对冲绩效（中证 500）：2014 年 2 月至今，CPV 因子在中证 500 成分股中，5 分组多空对冲的年化收益为 13.48%，年化波动为 8.49%，信息比率为 1.59，月度胜率为 71.05%，月度最大回撤为 10.18%。

6 月份 CPV 因子收益统计：在中证 500 成分股中，6 月份“CPV 因子”组合的收益率为 6.22%，中证 500 指数收益率为 7.68%，组合对冲收益为-1.46%。

7 月份“CPV 因子”组合最新持仓：详见正文持仓明细。

CPV 因子选股模型简介：在计算股票每日分钟价量相关系数的基础上，逐步挖掘了价量相关性的平均数、波动性和趋势性因子，最后综合 3 个维度的信息，构建最终的价量相关性因子 CPV。在回测期 2014/01/01-2020/01/31 内，以全体 A 股为研究样本，CPV 因子的月度 IC 均值为-0.053，年化 ICIR 为-3.77，5 分组多空对冲的年化收益为 19.29%，信息比率为 3.03，月度胜率为 87.32%，最大回撤为 2.90%。剔除市场常用风格和行业的干扰后，纯净 CPV 因子仍然具备良好的选股能力，其 5 分组多空对冲的信息比率甚至有所提升，可达 3.43。

风险提示：模型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；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

行业

汽车行业点评：滴滴 Robotaxi 上线，国内 ADAS 加速升级

投资要点

事件要点:6 月 27 日，滴滴无人驾驶正式上线，落地上海，在嘉定汽车会展中心附近进行自动驾驶网约车开放道路体验，依相关规定配备安全

请务必阅读正文之后的免责声明部分

员，可随时接管车辆，应对突发情况。

Robotaxi 模式引领 L4 级落地，无人驾驶走进现实

早在 2018 年 12 月，Waymo 推出自动驾驶载人服务在凤凰城上线，实现 Robotaxi 的全球首次商用。国内首次落地是在 2019 年 9 月百度 Apollo 在长沙开启 Robotaxi 载人试运营。进入 2020 年 AutoX 面向上海市民开放体验，6 月 27 日滴滴宣布 Robotaxi 服务正式上线。L4 级的落地具有很强的示范意义，无人驾驶逐渐由概念走进现实，也让消费者真正体验高级自动驾驶的乐趣和功能安全性，推动消费者更乐意为自动驾驶产品买单，车企也将加速推出高级自动驾驶产品以实现市场竞争力提升。

分布式架构实现无人驾驶成本高昂，E/E 架构升级势在必行

根据滴滴出行公众号称，本次滴滴测试车辆基于沃尔沃 XC60 改装，其上安装了 1 个 64 线激光雷达，2 个 16 线激光雷达，7 个摄像头，4 个毫米波/超声波雷达，单车造价成本高达 100 万以上。测试车较沃尔沃 XC60 新增成本量主要为自动驾驶相关的感知-决策-执行层，若采用传统分布式架构，虽规模量产后成本可实现一定程度的降低，但整体造价依旧十分高昂。因此，E/E 架构升级动力凸显，通过架构升级可实现在相同功能/性能情况下，整车成本更低。E/E 架构升级主要体现为硬件/软件/通信架构三大升级。1）硬件架构升级：由分布式 ECU 向域控制/中央集中架构方向发展。2）软件架构升级：通过 AutoSAR 等软件架构提供标准的接口定义，模块化设计，促使软硬件解耦分层，实现软硬件设计分离；ClassicAutoSAR 架构逐步向 ClassicAutoSAR 和 AdaptiveAutoSAR 混合式架构方向发展。3）通信架构升级：车载网络骨干由 LIN/CAN 总线向以太网方向发展。

继续战略性看好软件定义汽车产业链，建议超配！

我们看好“5G/AI 技术进步+特斯拉催化”带来的新一轮自动驾驶行情。区别于 2015-2016 年，这轮行情三大不同点：1）软件取代硬件定义汽车，E/E 架构升级成为关键已是行业共识；2）用户版 L3 级 ADAS 功能渗透率快速提升从而带来单车价值量上升；3）AI 芯片作为未来汽车产业链基石，发展先行，三强多级格局初步形成。这轮自动驾驶行情我们基于芯片出发，核心推荐 2 条产业链：1）全球域控制 AI 芯片龙头英伟达加速向中国进军，通过深度绑定英伟达带来 ASP 提升的【德赛西威】（域控制器）；2）基于通信/手机产业链优势加速向汽车渗透的华为汽车产业链，新增受益【华阳集团】（智能座舱+自动驾驶），推荐【中国汽研】（车路协同+智能网联平台），【中科创达】（中间件，通信组覆盖）、关注【四维图新】（地图）。另外，建议关注自主 AI 芯片【寒武纪+地平线】，关注底盘电子【伯特利+科博达】。

风险提示：智能网联汽车行业发展不及预期，法律限制智能汽车发展

（证券分析师：黄细里）

推荐个股及其他点评

杭可科技（688006）：电动车+消费电子双轮驱动，业绩释放具备高弹性

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

电动车+消费电子齐复苏，锂电设备迎发展良机

全球电动化趋势具备高确定性，行业进入新扩产周期。随着疫情减弱，全球新能源汽车政策支持力度持续超预期。国内 2020 年补贴方案延长 2 年略超预期。国外欧洲碳排放考核正式执行，Q1 欧洲累计销售电动车 20.12 万辆，同比+85%，补贴政策持续超预期，其中德国 6 月初补贴加码 50%。2025 年大众、奔驰等巨头计划达到 15-25%电动化率目标，全球电动化趋势已势不可挡。我们预计今年三季度将迎来电动车行业拐点，至 2025 年电动车行业将开启 8-10 倍增长，CAGR 达 35-39%，成为未来几年少数高速成长的万亿级别行业。设备环节是电动车产业链中最早兑现的环节。随着动力电池头部企业加快扩产进度，行业进入新的扩产期，预计 2020-2024 年将带来后道设备合计超 360 亿的强劲需求，为杭可的成长注入长期发展动力。

消费电子产品应用趋广，明年将进入需求释放期。杭可从消费电子领域起家，2016 年消费电子领域收入占比超 70%。随着可穿戴设备、无人机、电子烟、蓝牙音箱、5G 电源设备等新型电子产品兴起，消费锂电池应用范围越来越广。这些细分领域的锂电后处理设备软件及硬件参数都存在差异，具备为众多场景制造定制化设备能力的杭可有望受益。从订单和扩产情况来看，我们预计消费锂电需求明年将进入快速释放期，支撑杭可业绩稳步增长。

立足锂电后道设备优质赛道，具备高盈利能力

锂电设备根据生产工艺主要分为前段设备（电极制作阶段）、中段设备（电芯装配阶段）以及后段设备（后处理阶段），价值量分别约占总设备的 35%、30%、35%。其中，前段设备竞争较为激烈，净利率在 10%左右；中段设备净利率在 20%左右，后段设备事关电池安全性且技术门槛最高，客户对价格敏感性较低，更加注重设备质量，价值量占比下降可能性低，因此客户粘性高、竞争格局较好，净利率在 30%左右，利润占整体锂电设备行业的比重达 40-50%。公司立足后段设备优质赛道，2015-2019 年主营业务毛利率始终保持在 45%以上，盈利能力维持高水平。

客户拓展实现两大突破，收获业绩增长潜力

一方面由海外客户延伸到国内客户。公司主要客户为国际一线电池厂，2018 年前五大客户中，68.46%为海外客户，主要为 LG 和三星，未来有望拓展到比亚迪宁德时代等国内龙头，业绩增长潜力大。另一方面从消费锂电客户延伸到动力锂电客户。杭可科技过去主要客户为消费锂电客户，2018 年消费锂电客户收入占比 55%，未来随着整车与电池厂数量将越来越多，动力客户的扩产高峰到来，设备供应商稀缺性显现，动力电池客户的占比有望进一步提高到 80%以上。我们预计杭可未来消费电子领域收入将保持稳定增长，动力电池领域将受益全球产能周期实现高速增长。

盈利预测与投资评级

请务必阅读正文之后的免责声明部分

预计公司 2020-2022 年净利润分别为 5.1/7.5/11.0 亿，当前股价对应 PE 为 37/25/17 倍。我们认为公司开拓国内大客户+动力电池扩产高峰期设备稀缺性显现，业绩和估值均存在弹性空间，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：下游电池厂投资低于预期、新能源车销量和电动化进程不及预期、国内客户拓展不及预期

（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

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