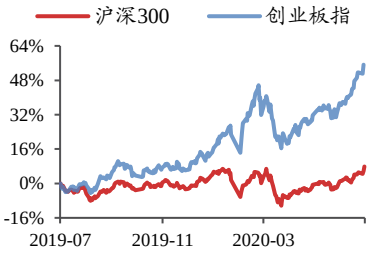
2020 年 07 月 02 日

开源晨会 0702

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	5.79
房地产	5.09
食品饮料	3.38
建筑材料	3.21
非银金融	2.42

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
医药生物	-1.24
通信	-0.42
计算机	-0.27
钢铁	0.08
传媒	0.15

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

观点精粹

总量视角

【策略】不要犹豫，赶快切换——投资策略点评-20200701

“价值”已燃，信号再现，市场发生了具有较强指示意义的情形：1、上证综指收涨 1.38%，突破 3000 点，而创业板跌 0.75%；2、对指数上行拉动最强的是“顺周期”行业；市场自疫情以来偏好的“高成长”板块，明显回调。今日顺周期板块的“爆发”可能体现了我们强调的“赔率思维”开始生效，即赔率*胜率=预期收益率，对于复苏持续性的担忧从投资角度应该被重新审视。最优布局窗口期就是当下，勿再犹豫。

【固定收益】一小轮利率下行的预热——再贷款、再贴现利率下调政策评论-20200701

再贷款、再贴现是除 OMO 及 MLF 之外，商业银行对央行的另外一块负债。坦率来说，再贷款、再贴现利率的下调并非意味着太大幅度的货币宽松。另外一个值得琢磨的问题是：央行自 2010 年之后，就没有再调整过再贷款、再贴现利率，此次属于近 10 年来的工具重启。这并非是宽松的货币政策的延续，但我们在短期仍然可以期待一轮货币政策的修复性宽松。对债券市场来说，这次政策很可能是一小轮利率下行的预热。当前利率债的收益风险比已经偏高，建议利率债投资保持长久期、高仓位、中杠杆，去博弈未来可能的一轮收益率二次探底行情。

行业公司

【电气设备】全球新周期启动——新能源汽车行业 2020 年中期投资策略-20200630

1、产品力提升+政策催化，全球电动车新周期启动。长期看，“电动化+智能化”革命势不可挡，同时产品力对新能源车销量增长具有决定性的影响。中期看，产品力提升+政策护航，行业景气度三年向上周期启动。短期看，全球疫情逐步缓解，各国相继推出针对新能源车的刺激政策，下半年全球新能源车销量增速有望反转。2、推荐标的：宁德时代、恩捷股份、中材科技；受益标的：三花智控、璞泰来、中科电气、德方纳米、湘潭电化。

研报摘要

总量研究

【策略】不要犹豫，赶快切换——投资策略点评-20200701

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001

“价值”已燃，信号再现

2020 年下半年伊始的第一个交易日，市场发生了具有较强指示意义的情形：1、上证综指收涨 1.38%，突破 3000 点，而创业板跌 0.75%；2、对指数上行拉动最强的是“顺周期”行业；市场自疫情以来偏好的“高成长”板块，明显回调。我们在此前交流中发现，大量投资者对顺周期价值板块更多是“看多而不做多”，背后原因可能是：虽然估值极度分化，注重“胜率”的右侧投资者仍然希望等待更多市场与基本面的右侧信号。但我们发现，经济复苏已经开始被债券和商品定价，但由于成长/价值的极致风格，这种复苏却未在价值股中反应。今日顺周期板块的“爆发”可能体现了我们强调的“赔率思维”开始生效，即赔率*胜率=预期收益率，对于复苏持续性的担忧从投资角度应该被重新审视。

正视市场对周期的忧虑

我们从 5 月 31 日发布报告《脱虚入实，风格切换》以来，市场已经越来越多地开始讨论“风格切换”这一命题，但市场的分歧也很明显，其实本质上都反映的是对经济复苏与否，以及复苏路径的怀疑。而我们认为市场可能低估了在 2016-2018 年的“资产负债表”修复之后，上市公司加杠杆的空间和能力。采掘、化工、钢铁、公用事业、交通运输、房地产等“顺周期”行业作为“信贷需求大户”，货币政策引导“信用扩张”将有利于这些行业拉动总需求。

另一种同样值得探讨的观点是：随着“疫情”逐渐平息，环比改善已经结束，这就意味着经济复苏在短期之内将不再有确定性的动能，顺周期板块的盈利预期很难得到验证。我们认为要使这个推断成立，需要具备两个假设其中至少一种：（1）不认可 2019 年末出现的宏观经济向好的迹象；（2）2019 年末经济确实开始向好，但疫情使经济增长的整体中枢下移，且无法被 2020 年上半年以来采取的宽货币、宽信用、宽财政所对冲。第一个假设明显不成立，而第二个假设这个假设短时间内无法完全被“证实”或“证伪”，因为信用驱动的投资存在经典的时滞效应。但我们当前看到的边际信号告诉我们，第二个假设不成立的概率已经比之前更高。

最优布局窗口期就是当下，勿再犹豫

根据历史复盘，“风格切换”可能有三个阶段，持续时间至少 187 天以上。投资者往往倾向于等待进入全面占优阶段再系统性迁移，但由于此时可能发生拥挤交易，会错失较多收益的同时加速市场风格的变化，因此仍然需要在左侧布局。后续价值股的修复不会一蹴而就：我们此前报告中曾提到 M1-M2 同比增速趋势和 PPI 等指标尚未确认右侧。但这反而给与了投资者“上车”的机会，弹性最大的时刻尚未来临。我们建议提前布局：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：建材、工程机械、建筑；第二，处于周期底部，环比改善目前仍未被定价的：化工、煤炭；第三，低估值且存在修复空间的：房地产、非银；第四，顺周期消费：家电，白酒，汽车。

风险提示：国内外疫情反复；国内货币政策超预期宽松。

【固定收益】一小轮利率下行的预热——再贷款、再贴现利率下调政策评论-20200701

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

再贷款、再贴现是除 OMO 及 MLF 之外，商业银行对央行的另外一块负债。

坦率来说，再贷款、再贴现利率的下调并非意味着太大幅度的货币宽松：

1）存量上看，再贷款、再贴现的规模是有限的；

2）再贷款、再贴现利率的下调对商业银行的成本影响偏低；

3）该政策的效果应该更近乎于补丁式的。

另外一个值得琢磨的问题是：央行自 2010 年之后，就没有再调整过再贷款、再贴现利率，此次属于近 10 年来的工具重启：

1）一个猜想是：后面央行给商业银行的资金可能会从 OMO 及 MLF 向再贷款、再贴现倾斜。

2）相对于 OMO 及 MLF，再贷款、再贴现更加类似于定向工具，如果猜想正确的话，后续的货币政策可能会更加重视精准滴灌；

3）当然，这个工具的运用增加了我们对货币政策观测的难度，更多的操作会隐藏在央行资产负债表的“央行对其他存款性公司债权”一项中。

这并非是宽松的货币政策的延续，但我们在短期仍然可以期待一轮货币政策的修复性宽松：

1）一般来说，当货币政策更加重视调节价格而非数量、更加重视方向而非力度之时，货币政策也就可能面临着周期性拐点，当前的经济复苏也不支持货币政策持续宽松；

2）但短时货币政策在数量工具上仍然有收得过紧之嫌，6 月至今央行在公开市场操作上已经回笼了 9250 亿，后续出台一次对冲式降准政策也是存在可能的。

对债券市场来说，这次政策很可能是一小轮利率下行的预热

1）尽管该政策对利率下行的实质性作用有限，但可能会体现出一些政策主张，也会缓解一些利率债市场积累的焦虑情绪；

2）如果后续能等来一轮补充式宽松的话，再叠加季末效应的过去，则此次收益率的二次探底行情可能会得到更多因素的共振。

当前利率债的收益风险比已经偏高，建议利率债投资保持长久期、高仓位、中杠杆，去博弈未来可能的一轮收益率二次探底行情。

风险提示：经济复苏进度慢于预期；货币政策对冲力度不及预期。

行业公司

【电气设备】全球新周期启动——新能源汽车行业 2020 年中期投资策略-20200630

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 李若飞（分析师）证书编号：S0790520050004

1、产品力提升+政策催化，全球电动车新周期启动

长期看，“电动化+智能化”革命势不可挡，同时产品力对新能源车销量增长具有决定性的影响。目前全球新能源车渗透率处于低位，未来成长空间广阔。2019 年全球动力电池装机量约为 113GWh，我们预计 2025/2030/ 2040 年将分别达到 726/2058/4541GWh。

中期看，产品力提升+政策护航，行业景气度三年向上周期启动。产品上，特斯拉、大众引领的未来三年全球电动车投放潮已经到来，以特斯拉为代表的高端优质车型、A00 级车宏光 mini EV 的畅销将充分激活豪华车、经济型车市场；政策端，国内、欧洲的政策硬约束托底新能源车销量，国内补贴退坡温和，以及德法等欧洲国家加码

电动车补贴，护航行业向上周期。我们预计 2020-2023 年全球新能源车销量分别为 291.1/418.3/543.1/677.4 万辆，同比增速分别为 31.7%/43.7%/29.8%/24.7%。

短期看，全球疫情逐步缓解，各国相继推出针对新能源车的刺激政策，下半年全球新能源车销量增速有望反转。受疫情影响而被递延的部分购车需求有望于下半年充分释放，中性预期 2020 年下半年国内/欧洲新能源车销量分别为 88.7 万辆/57.1 万辆，分别同比增长 53.5%/89.1%。

2、国内优质供应商开启全球化新周期，基于短、中、长期视角筛选供应链优质标的

从长期看，新能源汽车产业链中必备的元素、元器件和创新企业有望受益于新能源汽车销量的持续增长，代表公司：宁德时代、三花智控、特斯拉。

从中期看，壁垒较高的产业链环节的龙头公司有望维持较高的议价权，代表公司：恩捷股份、璞泰来。

从短期看，景气度转好的公司有望受益，代表公司：德方纳米、湘潭电化。

推荐标的：宁德时代、恩捷股份、中材科技；受益标的：三花智控、璞泰来、中科电气、德方纳米、湘潭电化。

风险提示：新技术发展超预期、疫情等导致需求低于预期、新能源市场竞争加剧

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835