东吴证券晨会纪要

2020 年 06 月 29 日

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

宏观策略

宏观专题报告：“疫”浪淘沙：下半年宏观十大判断

“疫”浪淘沙：下半年宏观十大判断

策略专题：美国负利率阴霾下的大类资产展望

我们对目前利率环境下的全球大类资产有以下展望：

- 大宗商品：低利率和流动性宽松在初期助长大宗商品价格上涨，但长期价格仍然回落。
- 股票市场：低利率对股市的有正面刺激，但不一定同样适用于负利率。低利率环境下，全球必选消费股可能更受青睐。
- 债券市场：未来美债仍有收益率曲线平坦化的风险。若长端利率不能因经济复苏而大幅反弹，那么美债收益率曲线可能被再次压平。
- 美元：贬值压力加剧。虽然 2008 年下半年美元因避险资金回流美国、其他国家增持美债等原因而走强，但是本次美联储前所未有的扩表幅度和大量的垃圾资产购买操作将对美元信用造成一定负面影响。

固收金工

固收点评：企业盈利持续好转，同比降幅收窄

2020 年 1-5 月工业企业利润降幅持续收窄，企业效益状况继续改善，5 月利润增速由负转正。具体分析其原因有三：一、工业生产恢复向好，复工复产复商复市扎实推进，5 月规模以上工业增加值同比增长 4.4%，比上月加快 0.5 个百分点。二、需求持续恢复，基建、地产投资强势复苏，消费稳步修复，社零增速同比收窄。三、价格端压力有所缓解，工业品购进价格回落幅度超过出厂价格回落幅度。

固收周报：一周策略：宏观政策调节力度加大，经济秩序稳步恢复（2020 年第 24 期）

专题：“负”时代，不辜负时代：2008-2009 年次贷危机以来，全球负利率资产规模不断扩大，2020 年全球负利率资产规模超过 10 万亿美元成为常态。同时受疫情冲击，全球经济增长前景黯淡，美联储在实施“零利率”政策后，市场开始出现对美联储实施负利率政策预期和美国国债是否会出现负收益率的疑虑。预计 10 年期美债出现负收益率的可能性不大，如果出现也不太可能成为长期趋势。

固收点评：全球恐陷深度衰退，中国成唯一正增长——6 月 24 日 IMF 世界经济展望点评

6 月 24 日 IMF 发布《世界经济展望》，称全球正在经历一场前所未有的危机，同时经济复苏的不确定性较大。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%。我们认为：发达国家疫情边际可控，复苏有望但依旧漫长；新兴市场持续下挫，利率下调难挽狂澜；经济复苏呈差异化，新兴市场难脱萧条。

固收周报：美单日新增创新高，需重审美欧新格局

（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。(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。（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。

固收周报：各期信用债收益率上升，信用利差走扩

事件

本周（6 月 22 日-6 月 28 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 175 支，总发行量 1,622.00 亿元，较上周减少了 1,393.90 亿元，总偿还量 1,258.65 亿元，较上周减少了 694.46 亿元，净融资额 363.35 亿元，较上周减少了 699.44 亿元。

固收周报：风险信息周报（2020.06.22 -2020.06.28）

事件

负面信息：本周（6 月 22 日-6 月 28 日）负面信息共 4 条。重点关注：青海盐湖工业股份有限公司未按时兑付“16 青海盐湖 MTN001”利息；上海华信国际集团有限公司未按时兑付“17 沪华信 MTN001”利息；重庆钢铁集团矿业有限公司主体信用评级被中诚信下调为 A+，前次评级为 AA-；深圳市索菱实业股份有限公司主体信用评级被中证鹏元下调至 B-。

固收周报：本周股市小幅震荡，关注可转债投资机会

1）近期宏观政策调节力度加大。上周央行陆续开展逆回购操作，净投放 4800 亿元，以保障流动性合理充裕。财政部新增地方专项债额度且将续发抗疫特别国债，有望带动下半年经济回暖。本周可转债指数有所回调，目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）择券层面，地方专项债额度增加及特别国债将续发，基建、地产等板块有回升空间，建议持续关注食品饮料消费、新基建、医药、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。科技板块，尤其是在线经济相关领域，相关标的有游族转债等。但可转债的波动明显高于纯债，对投资者风险承受能力要求较高。需关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

行业

轻工制造跟踪周报：关注中期业绩兑现，本周专题详述全球雾化科技优质龙头思摩尔

1）消费类电子包装龙头裕同科技（预计 Q2 营收、利润增长约 15-20%）Q2 手机包装及炫光膜表现较好，烟酒包装、云创等新业务放量；（2）烟标龙头劲嘉股份（预计 Q2 营收双位数增长）精品彩盒业务持续高增；（3）塑料软包装龙头永新股份（预计 Q2 营收双位数增长、利润更优）受益于原油价格下跌有望释放较大业绩弹性。

钢铁行业跟踪周报：淡季库存增加，需求维持强势

投资建议：1）低估值背景下，板块基本面与转型共振带来估

值修复，标的首选普钢类华菱、新钢、宝钢、三钢、方大等，转型 IDC 类的杭钢、沙钢、南钢；2）特钢龙头受益下游逆周期增长，关注久立、st 抚钢、中特等。

休闲服务行业：端午表现平稳，期待暑期叠加需求回流下景气度提升

端午文旅逐步复苏，疫情下 90 后成为出游主力。旅游大省限流复工，海南免税快速增长，周边游、夜间游火热。港澳及其他地区出境游依然停滞，国内文旅市场有望受益需求回流。

环保工程及服务行业周报：生态环境监测规划纲要发布，持续关注环卫大行业小公司轻资产

生态环境监测规划纲要正式发布，加强生态环境监测现代化能力。6 月 21 日，生态环境部正式发布了《生态环境监测规划纲要（2020-2035 年）》。《纲要》提出，要全面深化我国生态环境监测改革创新，全面推进环境质量监测、污染源监测和生态状况监测，系统提升生态环境监测现代化能力。《纲要》明确，2020-2035 年，生态环境监测将在全面深化环境质量和污染源监测的基础上，逐步向生态状况监测和环境风险预警拓展，构建生态环境状况综合评估体系。

机械设备：国产半导体清洗设备陆续突破，工程机械建议维持超配

1.推荐组合

【三一重工】【杭可科技】【建设机械】【中联重科】【纽威股份】【晶盛机电】【杰瑞股份】【恒立液压】【华测检测】

汽车行业周报：6 月第三周批发同比+7%，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】。

通信跟踪周报：本周专题：自动驾驶渐行渐近，无人驾驶还有多远？

1、自动驾驶最终将达到最具商业价值的无人驾驶状态，随着道德法律法规界定落实、政策技术产业推动，尤其是 5G、云计算/边缘计算等技术大力推动下，未来 5-10 年有望实现无人驾驶。我们认为，滴滴首次开放自动驾驶服务，自动驾驶逐步开启，建议关注车联网各个环节的绩优个股。2、云计算、IDC 等基础设施技术可帮助自动驾驶弥补车端的感知能力和算力，让自动驾驶更智能更安全，是实现无人驾驶的必备条件，建议关注云计算/边缘计算等环节的绩优个股。

银行行业点评：银行获取券商牌照的五大展望

下半年积极看好核心银行股。1）银行、券商共同推动直接融资发展，长期利好资本市场，但短期影响有限，更不应对银行资本直接投资权益市场有过高预期，制度创新的核心仍是金融支持实体。2）优质龙头银行如果获取券商牌照，将进一步提升以综合金融模式服务客户的能力，无论零售还是公司业务都将受益。3）银行股上半年预期过度悲观，估值大幅回调，安

全边际充足，我们依然重点推荐基本面优质的招商银行、平安银行、宁波银行、建设银行。

化工行业 2020 年 6 月第 4 周周报：新能源汽车景气度回升，继续推荐国六及新老基建相关化学品标的

投资建议：国六实施在即，推荐关注尾气处理相关材料标的万润股份、国瓷材料、双箭股份；新老基建拉动相关配套材料的需求，建议关注苏博特、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。

汽车行业深度报告：软件定义汽车，E/E 架构是关键

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】。

推荐个股及其他点评

浙江医药（600216）：昌海制药股权转让，员工激励范式打开

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020~2022 年分别实现收入 96.78 亿元、102.11 亿元、107.44 亿元，实现归母净利润分别为 15.02 亿元、15.67 亿元、16.78 亿元，EPS 分别为 1.56 元、1.62 元、1.74 元，当前股价对应 PE 分别为 13X、13X、12X。维持“买入”评级。

风险提示：维生素价格下行；创新药、创新制剂以及一致性评价进展慢于预期；新产品市场推广受阻；国际贸易环境恶化。

三一重工（600031）：上调 EPS，四个维度深入解读当前投资价值

我们继续维持 2019 年年初以来的观点，坚定看好中国最具全球竞争力的高端装备企业：高端产品结构优化+规模效应+出口增长将持续带来业绩弹性，全球竞争力逐步体现带来估值溢价，看好公司戴维斯双击的机会。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 144/166/177 亿元，对应 PE 分别为 11/9/9 倍，参考国内外可比上市公司，我们认为公司 PE 估值被低估，给予 2020 年目标估值至 15 倍 PE，对应市值 2160 亿，上调目标价至 25.6 元，维持“买入”评级。

华阳集团（002906）：被忽视的智能网联赛道核心标的

预计 2020-2022 年营收 34.3/39.6/46.1 亿元，同比+1.3%/+15.4%/+16.6%，归母净利润 0.84/1.69/3.08 亿元，同比+13.4%/+99.6%/+82.9%，对应 EPS 为 0.18/0.36/0.65 元，对应 PE 为 82.70/41.43/22.65 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

彤程新材（603650）：特种橡胶助剂龙头，奏响新材料发展强音

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年公司归母净利润

分别为 4.43 亿元、5.32 亿元和 6.30 亿元，EPS 分别为 0.76 元、0.91 元和 1.08 元，当前股价对应 PE 分别为 30X，25X 和 21X。考虑到彤程新材为国内特种橡胶助剂龙头企业，产能增长较快，同时“一体两翼”战略稳步推进，可降解材料与电子级酚醛树脂市场前景看好，未来公司盈利有望得到持续性增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：募投项目达产进度不及预期的风险；原材料价格波动的风险；可降解材料市场供需不匹配的风险；国际贸易环境恶化的风险。

波司登（03998）：短期波动不改长期价值，坚定看好品牌势能持续提升

我们长期看好公司持续向上的趋势，公司过去三年的从品牌建设、产品创新、到零售运营上的努力效果依旧明显，作为国产品牌中难得的品类龙头，我们认为短期的波动并不改变其持续向上的品牌势能。预计 FY21/FY22/FY23 净利润 13.9 亿/19.2 亿/23.6 亿元，消费同比增长 15.5%/37.8%/23.3%，对应 PE 17X/12X/10X，长期持续看好，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观专题报告：“疫”浪淘沙：下半年宏观十大判断

观点

判断一：美欧分化再加剧。由于在经济内在动能和政策刺激空间上的差异，下半年美国经济有望超预期反弹，而欧洲经济则仍将艰难应对增长乏力的局面；美欧分化的加剧也将成为全球资产配置的一大宏观主题。

判断二：新兴市场风险频出。由于在政策协调和疫情检测上的双重匮乏，新兴市场属于最难走出疫情的一类经济体；尤其是巴西、南非、土耳其，正越来越面临着政策的约束和资金外流的压力，很可能陷入模式。

判断三：美股再创新高。弹性计算表明美联储此轮放水向股市的传导依然是全球最好的，下半年美联储的继续扩表、财政刺激的加码，加上经济的超预期复苏，因此政策面和基本面均支撑美股走强并再创新高。

判断四：基建延续两位数增长。5 月份基建投资单月增速已回升至双位数，在预算内财政发力（6-12 月专项债和特别国债同比还将多增 1.4 万亿）和项目审批加快的共同支撑下，这一增速有望在下半年保持。

判断五：地产韧性衰减。在释放了被疫情抑制的需求后，三四线城市销售的疲软和库存的高企，将加剧其在复苏上与一二线城市的分化，使得 3 月以来房地产行业的强势修复从三季度开始放缓。

判断六：消费持续疲软。消费面临双重冲击，一是强制性和自发性疫情防控持续拖累服务消费；二是疫情冲击下的居民资产负债表恶化，但这种冲击呈现明显的分化特征，中低收入群体居家办公比例更低，预期收入降幅更大。

判断七：出口继续探底。2019 年至今年 4 月份，我国对新兴市场出口持续好于发达经济体是支撑我国出口韧性的关键，但 5 月份开始这一逻辑伴随新兴市场疫情扩散开始大幅下跌，且我国对新兴市场出口占比明显高于日韩德等主要贸易国，在新兴经济体疫情得到有效控制前，我国出口可能还将继续探底。

判断八：货币扩张难现通胀。货币扩张并不一定带来通胀上行，从实际情况来看，货币宽松与通胀的脱钩已经成为了一种全球现象。基于对财政刺激“有克制”且难以完全对冲疫情冲击的判断，无需担忧通胀。下半年“猪周期”继续驱动 CPI 下行，全年中枢 2.6%，四季度降至 0-1%之间；PPI 年中触底企稳，但全年通缩。

判断九：央行重回宽松。货币宽松传导的受限、信用扩张的拐点的出现、以及外部环境不确定性的加大，使得央行有望在三季度将重回降准降息，并辅之以定向宽松的措施以引导降低社会融资成本。

判断十：财政刺激难再加码。占 GDP4.1%的财政刺激力度相对于其他主要经济体而言偏低，但若考虑疫情持续的长期化（近百年各重大突发疫情持续至少 1 年以上）、外部环境不确定性的长期化和“两会”召开已近年中的技术性因素，年内财政刺激再度加码的概率较低。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：地缘政治风险、欧美后续政策刺激乏力、国内外疫情演化超预期

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

策略专题：美国负利率阴霾下的大类资产展望

事件

美国低利率重现：美联储表示预计联邦基金利率将在 2022 年前都维持在当前的 0%-0.25%区间。如果短期供给复苏后，因为长期需求的低迷，全球经济开始进入衰退，美联储大概率会效仿金融危机后的操作，承诺更长期地维持零利率来对经济做出正面刺激。

观点

从缓解流动性风险到挽救经济：若美国最终不得不采取负利率政策、或者承诺在通胀和失业率达到目标水平前一直维持零利率，应该更为接近欧洲 2014 年的情况，是因为经济衰退压力加剧，而非因为股市大幅下跌。尽管目前美股反弹情况乐观，依然不能忽视长期通胀低于目标、经济陷入衰退的风险。换言之，美联储采用低利率的目标，已经从最初的缓解疫情后资本市场的短期流动性风险，切换为减缓长期经济陷入衰退的风险。

我们对目前利率环境下的全球大类资产有以下展望：

-大宗商品：低利率和流动性宽松在初期助长大宗商品价格上涨，但长期价格仍然回落。美联储扩表后期因为流动性逐渐收紧、全球经济仍没有完全回到正轨，大宗商品价格快速走低。避险情绪导致黄金相对大宗商品整体有超额收益。但黄金长期的运行趋势，还是取决于大宗商品的价格走势。

-股票市场：低利率对股市的有正面刺激，但不一定同样适用于负利率。低利率环境下，全球必选消费股可能更受青睐。

-债券市场：未来美债仍有收益率曲线平坦化的风险。2008 年 10 月-11 月快速降息至零利率期间，期限利差的扩宽是因为短端利率快速下行；在此后，对利差造成主要影响的依然是长端利率的走势。若长端利率不能因经济复苏而大幅反弹，那么美债收益率曲线可能被再次压平。

-美元：贬值压力加剧。虽然 2008 年下半年美元因避险资金回流美国、其他国家增持美债等原因而走强，但是本次美联储前所未有的扩表幅度和大量的垃圾资产购买操作将对美元信用造成一定负面影响。同时，主要美债持有国的减持行为和套利资金的流出也将对美元造成贬值压力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

美股的低利率或负利率政策将对中国资本市场产生溢出影响：

-股票市场：预计外资对于 A 股消费的态度将现内部分化。外资对估值溢价过高的部分食品饮料和医药个股的青睐程度将会下降。但溢价程度合理的标的预计还会持续受到全球资金喜爱。

-债券市场：与美国利差较大的中国长端国债对全球资金将会有更大的吸引力。全球资金流入长端国债，将在一定程度上压低收益率，有望带来国债价格上行。

-人民币：本次疫情后，央行在货币宽松方面表现得相对克制。如果美元贬值风险上升，人民币资产对全球资金的吸引力将有望上升，带来海外资金流入。

风险提示：美国疫情好转后，中美关系依然是下半年外资流入的主要风险因素。年底新兴市场若出现第三轮疫情爆发，将引发全球资金整体减配。

（证券分析师：陈李　研究助理：冯涵若）

固收金工

固收点评：企业盈利持续好转，同比降幅收窄

事件

数据公布：2020 年 6 月 28 日，国家统计局公布 2020 年 1-5 月工业企业利润：2020 年 1-5 月，全国规模以上工业企业利润总额 18434.9 亿元，（可比口径）同比增速收于-19.3%。

观点

生产需求继续好转，企业盈利持续改善。2020 年 1-5 月工业企业利润降幅持续收窄，企业效益状况继续改善，5 月利润增速由负转正。具体分析其原因有三：一、工业生产恢复向好，复工复产复商复市扎实推进，5 月规模以上工业增加值同比增长 4.4%，比上月加快 0.5 个百分点。二、需求持续恢复，基建、地产投资强势复苏，消费稳步修复，社零增速同比收窄。三、价格端压力有所缓解，工业品购进价格回落幅度超过出厂价格回落幅度。从具体行业来看，上游行业利润减少，煤炭开采和洗选业增速收于-31.2%，前值-27.0%；中下游行业中石油加工、电力、化工、钢铁等重点行业利润改善明显，电力、热力生产和供应业、化学原料和化学制品制造业和石油、煤炭及其他燃料加工业增速分别为-19.5%、-38.6%、-167.4%，分别较前值回升 7.5、9.4、45.9 个百分点，电子行业利润延续增长，计算机、通信和其他电子设备制造业增速收于 34.7%，较前值回升 19.7 个百分点。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

成本端压力缓解，企业经营好转。1-5 月公布的数据显示，1-5 月营业收入增速收于-7.4%，较前值回升 2.5 个百分点。1-5 月营业成本增速收于-6.8%，较前值回升 2.3 个百分点。量化来看：2020 年 1-5 月每百元营业收入中的费用与成本累计值为 93.82 元，同比增加 0.84 元。5 月规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 84.29 元，同比增加 0.21 元，增加额比 4 月份减少 1.00 元，企业经营好转。

企业杠杆轻微回升，股份、外资、私营抬升明显。5 月规模以上工业企业资产负债率为 56.9%，较 4 月末回升 0.1 个百分点。其中，国有控股企业回升 0.1 个百分点，股份制企业回升 0.2 个百分点，外资企业回升 0.2 个百分点，私营企业回升 0.3 个百分点。按不同行业来看，采矿业资产负债率为 59.6%，与 4 月末持平；制造业资产负债率收于 56.1%，较 4 月末回升 0.2 个百分点；电力、热力、燃气及水的生产和供应业收于 59.2%，较 4 月末回升 0.1 个百分点。

需求回升，库存压力持续缓解。5 月工业企业产成品库存增速收于 9.0%，增速较 4 月末回落 1.6 个百分点。1-5 月规模以上工业增加值同比增速收于-2.8%，降幅较 1-4 月收窄 2.1 个百分点。5 月产成品存货周转天数 20.9 天，同比增加 3.0 天；应收账款平均回收期 58.8 天，同比增加 10.4 天。周转天数、回款天数增幅较上月减少，企业经营压力有所缓解。综合生产和库存情况来看，市场需求的稳步恢复，基建、地产、消费等数据的回升，导致 5 月份库存延续好转。

风险提示：海外疫情二次爆发；外需承压。

（证券分析师：李勇）

固收周报：一周策略：宏观政策调节力度加大，经济秩序稳步恢复（2020 年第 24 期）

观点

专题：“负”时代，不辜负时代：2008-2009 年次贷危机以来，全球负利率资产规模不断扩大，2020 年全球负利率资产规模超过 10 万亿美元成为常态。同时受疫情冲击，全球经济增长前景黯淡，美联储在实施“零利率”政策后，市场开始出现对美联储实施负利率政策预期和美国国债是否会出现负收益率的疑虑。预计 10 年期美债出现负收益率的可能性不大，如果出现也不太可能成为长期趋势。

利率债：1 年期国债收益为 2.1495%，较上周上行 2.92BP。10 年期国债收益率 2.8614%，较上周下行 1.38BP。展望后期：本月发布的落实《政府工作报告》意见中强调综合运用将降准降息、再贷款等手段引导广义货币供应量和社会融资规模增速加快，提升了市场对于降准降息的预期，然而宽松预期迟迟未实现，导致收益率波动。同时，本周 5 年期国开债发行遇冷，全场倍数为 1.16，有最近地方债和特别国债的供给导致资金紧张的一部分原因，但也从侧面反应了中长期流动性趋紧。预计债市将进入震荡调整阶段。

信用债：一级市场的发行只数相比上周减少超一百只，各项指标均减少近 50%，就跌幅来看，净融资额跌幅最大，达 60%。二级市场的交易量继续保持上周的下跌趋势，但跌幅略微减少，其中跌幅较大的主要券种为中期票据，此外短期融资券也略微下跌。信用利差方面，继上周信用利差扩大后，本周转而收窄，属于合理回调，而等级利差则总体延续上

请务必阅读正文之后的免责声明部分

周缩小或不变的趋势。分行业看，本周各行业债券交易量相比上周继续减少，其中材料行业跌幅最大，其在行业交易的排位中也从第三位跌至第五位。

可转债：（1）近期宏观政策调节力度加大，经济秩序逐渐恢复。上周央行陆续开展逆回购操作，净投放 4800 亿元，以保障流动性在半年时点合理充裕。财政部新增地方专项债额度且将续发抗疫特别国债，有望带动下半年经济回暖。本周可转债指数有所回调，目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）择券层面，地方专项债额度增加及特别国债将续发，基建、地产等板块仍有回升空间，消费、医药生物等行业因疫情反复后续仍有空间，建议持续关注食品饮料消费、新基建、医药、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。科技板块，尤其是在线经济相关领域，值得关注的标的有游族转债等。但可转债的波动明显高于纯债，对投资者风险承受能力要求较高。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：货币政策不及预期；海外疫情反复，外需承压。信用债：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。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。

（证券分析师：李勇）

固收点评：全球恐陷深度衰退，中国成唯一正增长——6 月 24 日 IMF 世界经济展望点评

事件：

6 月 24 日 IMF 发布《世界经济展望》：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 称全球正在经历一场前所未有的危机，同时经济复苏的不确定性较大。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%。此外，IMF 还在如下方面做出预测和警示：（1）在感染率下降的经济体中，最新预测显示经济复苏依旧较慢；（2）由于国内活动受到的干扰大于预期、社交疏远带来的需求冲击以及预防性储蓄增加，大多数经济体消费预期下调；（3）近期金融市场情绪的反弹似乎与基本经济前景的变化无关，这加大了金融状况收紧的可能性，可能超过基准假设的程度；（4）全球商品和服务贸易额将大幅下

请务必阅读正文之后的免责声明部分

滑，预计 2020 年将下滑 11.9%；（5）新冠疫情可能会显著加剧不平等，预计 90%以上的新兴市场和发展中经济体的人均收入将出现下降。

观点：

发达国家疫情边际可控，复苏有望但依旧漫长：（1）本次新冠疫情引发的经济危机是自大萧条以来，发达和新兴市场首次同时衰退的经济危机；（2）美国由于过早的复工复产造成了再一次新冠疫情大爆发，就业状况的好转源于解封和经济重启，但失业仍然维持在非常高的水平，经济复苏道阻且艰；（3）欧洲市场对经济转好的乐观情绪正在增加，预计今年第四季度欧洲经济将重回正增长，但复苏进程依然漫长。

新兴市场持续下挫，利率下调难挽狂澜：（1）中国由于良好的疫情控制和较早的复工复产，成为了唯一一个 2020 年经济增速预估为正值的国家；（2）与 4 月份的预测相比，印度 GDP 的向下修幅度最大，目前预期为-4.5%，而此前预期为 1.9%；（3）拉美地区受疫情影响也非常严重，部分原因是该地区卫生系统欠发达；（4）由于新兴市场国家疫情控制不力、对国际贸易依存度较高、对大宗商品交易依存度较高，加上发达国家央行面向新兴市场国家供应的庞大流动性在疫情扩散得到控制后可能会回收，部分新兴市场国家可能在后疫情时代出现金融经济危机；（5）许多新兴市场国家的央行，已如发达市场央行一样大幅降息，并开始尝试量化宽松（QE）或收益率曲线控制（YCC）等手段。

经济复苏呈差异化，新兴市场难脱萧条：（1）面临经济重启，经济体本身的韧性和创新力将决定复苏的速度和质量，相较于新兴市场，发达市场会较快走出经济萧条；（2）新兴市场在下半年暴发疫情的风险较高，由于新兴市场国家自身政府债务负担过重，外储覆盖度低、短期债务覆盖度低，财政赤字较大，经济结构单一、过于依赖国际贸易和大宗商品贸易，在面临新冠疫情引发的经济危机时，新兴市场国家较发达国家承压更大，更难走出本次的经济危机；（3）全球价值链进入新一轮深度重构，经济复苏时新兴市场国家将在产业转型升级、“病毒关税”、缺少供应链数字化的人才、基建、技术支持方面承压较大。

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）

固收周报：美单日新增创新高，需重审美欧新格局

观点

一周观点：（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，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；（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平。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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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。

策略分析

美国：美国第二波新冠疫情出现激增信号，并引发市场的担忧情绪，同时，美国公布多项符合市场普遍预期的经济数据，上周市场恐慌情绪在两方面因素作用下有所升温，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以及各项就业相关数据。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，即便日本公共卫生状况有所好转，财政刺激稳定，但是市场对日本制造业、进出口进一步恶化的担忧加剧，日元或短期出现贬值压力；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，尽管欧央行货币政策稳定，经济复苏超预期，然而与美国的贸易摩擦未得到解决，消费者信心依旧低迷，对疫情反弹的担忧造成的避险情绪下投资者依然青睐美元，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，OPEC+组织仍维持遏制原油供应的努力，美国页岩油产量近期出现下降，今年四季度布伦特原油期货平均目标在 48 美元/桶，2021 年四季度平均目标在 61 美元/桶。由于 OPEC+在遵守减产协议方面做得较好，一些原油生产项目得以推迟，全球原油产量出现下降。同时 2020 年美国大选将增加全球的地缘政治风险，存在出现多次外部冲击的可能性，供给端和需求端的不确定性将不断上升，潜在的逆全球化风险可能导致全球商业活动频次降低，鉴于油价已处于低位，油价预计维持承压回升。

黄金：短期来看，市场对于经济复苏的预期升温加之美元近期持续走弱,对黄金形成了支撑,美债实际收益率为负也提振了黄金的吸引力。高盛近期调高了对黄金价格未来走势的预期，预计未来 12 个月,黄金价格将突破 2000 美元/盎司；长期来看，全球经济依然处于下行阶段，经济衰退的风险逐渐增大，全球货币宽松环境长期有望延续，负利率债券规模持续攀升,地缘政治的风险可能继续发酵，同时 2020 年美国大选增加了政治上的不确定性和中美关系进一步恶化的可能，加上货币贬值因素，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）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固收周报：各期信用债收益率上升，信用利差走扩

事件

本周（6 月 22 日-6 月 28 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 175 支，总发行量 1,622.00 亿元，较上周减少了 1,393.90 亿元，总偿还量 1,258.65 亿元，较上周减少了 694.46 亿元，净融资额 363.35 亿元，较上周减少了 699.44 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，短融和企业债的发行利率较上周均有一定程度的下降，中票和公司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 12.46BP，中票的发行利率的上升幅度为 83.55BP，企业债的发行利率的下降幅度为 20.16BP，公司债的发行利率的上升幅度为 197.34BP。

银行间和交易所信用债合计成交 3,278.28 亿元，总成交量较上周 3,797.12 亿元减少了 518.84 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 1,331.78 亿元、1,244.96 亿元、483.57 亿元、217.99 亿元。

国债收益率：本周除 1 年期和 3 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 6 月 24 日，1 年期国债收益率为 2.1495%，较上周 2.1117%上升 3.78BP。3 年期国债收益率为 2.4390%，较上周 2.3925%上升了 4.65BP。5 年期国债收益率为 2.5861%，较上周 2.6455%下降了 5.94BP。7 年期国债收益率为 2.8700%，较上周 2.9300%下降了 6BP。10 年期国债收益率为 2.8614%，较上周 2.8802%下降了 1.88BP。

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趋势；各期限的各类信用债的信用利差均主要呈扩大趋势；除 5 年期的中短期票据和企业债外，其余期限的各类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，短期融资券和中期票据的周交易量均低于 AAA 主体级别短期融资券和中期票据，企业债和公司债的周交易量高于 AAA 主体级别的企业债和公司债。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 1,433.90 亿元。其次为公用事业、金融、能源、材料和房地产，周交易量分别为 468.08 亿元、300.52 亿元、278.31 亿元、244.76 亿元和 201.32 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减少超一百只，各项指标均减少近 50%，就跌幅来看，净融资额跌幅最大，达 60%。二级市场的交易量继续保持上周的下跌趋势，但跌幅略微减少，其中跌幅较大的主要券种为中期票据，此外短期融资券也略微下跌。信用利差方面，继上周信用利差扩大后，本周转而收窄，属于合理回调，而等级利差则总体延续上周缩小或不变的趋势。分行业看，本周各行业债券交易量相比上周继续减少，其中材料行业跌幅最大，其在行业交易的排位中也从第三位跌至第五位。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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（2020.06.22 -2020.06.28）

事件

负面信息：本周（6 月 22 日-6 月 28 日）负面信息共 4 条。重点关注：青海盐湖工业股份有限公司未按时兑付“16 青海盐湖 MTN001”利息；上海华信国际集团有限公司未按时兑付“17 沪华信 MTN001”利息；重庆钢铁集团矿业有限公司主体信用评级被中诚信下调为 A+，前次评级为 AA-；深圳市索菱实业股份有限公司主体信用评级被中证鹏元下调至 B-。

取消发行：大唐四川发电有限公司取消发行 10 亿元；晋能集团有限公司取消发行 5 亿元；首钢集团有限公司取消发行 15 亿元；首钢集团有限公司取消发行 15 亿元；贵阳贵银金融租赁有限责任公司取消发行 15 亿元；海安开发区建设投资有限公司取消发行 5 亿元；宿迁市城市建设投资(集团)有限公司取消发行 10 亿元；常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司取消发行 3 亿元；苏州国发创业投资控股有限公司取消发行 5 亿元；徐州经济技术开发区国有资产经营有限责任公司取消发行 5 亿元；成都轨道交通集团有限公司取消发行 10 亿元；中国水利水电第五工程局有限公司取消发行 3 亿元；云南省能源投资集团有限公司取消发行 20 亿元；淮安新城投资开发有限公司取消发行 8 亿元；芜湖市建设投资有限公司取消发行 10 亿元；鞍山钢铁集团有限公司取消发行 13 亿元；南京市六合区国有资产经营(控股)有限公司取消发行 15 亿元；华能新能源股份有限公司取消发行 12.5 亿元；广西绿城水务股份有限公司取消发行 3 亿元；遂宁开达投资有限公司

取消发行 3 亿元；大唐观音岩水电开发有限公司取消发行 5 亿元；江安县城市建设投资有限责任公司取消发行 2.4 亿元。

持有人会议：上海电气集团股份有限公司于 2020 年 6 月 22 日召开“电气转债”2020 年第一次可转换公司债券持有人会议；新余市城东建设投资总公司于 2020 年 6 月 22 日召开“14 新余城东债”2020 年第一次可转换公司债券持有人会议。

其他关注信息：联合资信称关注渤海国资下属子公司天津市医药集团混合所有制改革的进展；青海省投资集团称法院裁定受理公司及下属 16 家子公司重整；中诚信国际称继续将营口沿海开发建设集团主体及相关债项列入信用评级观察名单；阳光城称“18 阳光城 MTN002”回售金额为 9.9 亿元；江海证券称公司涉及重大仲裁；标普称维持浙江吉利控股和吉利汽车“BBB-”评级，继续列入负面观察名单；标普称确认首创置业“BB+”长期发行人信用评级，展望“负面”；广西投资集团称公司涉及重大诉讼；大连港集团称控股子公司筹划重大资产重组；兴业证券股份披露所属子公司涉及重大仲裁相关情况；新疆华凌工贸(集团)称公司涉及重大仲裁。

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）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固收周报：本周股市小幅震荡，关注可转债投资机会

报告摘要

本周可转债一级市场有 3 支可转债发行，总发行量为 21.58 亿元，较上周减少 16.27 亿元；有 3 支可转债偿还，均为到期偿还，其规模为 1.04 亿元，较上周增加 0.88 亿元；净融资额 20.54 亿元，较上周减少 17.16 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 26 家公司可转债有新进展，其中 5 家公司通过了董事会预案，15 家公司通过了股东大会；3 家公司通过了发审委；3 家公司通过了证监会核准，分别为景旺电子、特发信息、上海沪工，行业分别属于元件 II 、通信设备、通用机械，涉及发行规模分别为 17.8 亿元、5.50 亿元、4.00 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场小幅震荡，指数走势小幅上升，上证综指、沪深 300、创业板指、中小板指分别上升 0.40%、0.98%、2.72%、1.98%，债转股指数下跌 0.70%；本周可转债指数略有下滑，上证转债、深证转债、中证转债指数本周跌幅分别为 0.60%、0.32%、0.51%。

从申万行业指数的角度来看，本周行业涨跌参半。涨幅最大的五个行业分别为电子、计算机、电气设备、传媒、食品饮料，上涨幅度分别为 3.15%、3.00%、2.23%、2.08%、1.51%；跌幅最大的五个行业分别是建筑装饰、商业贸易、纺织服装、休闲服务、钢铁，下跌幅度分别为 1.86%、1.87%、1.88%、2.07%、3.05%。

存量可转债共计 326 支，存量余额共计 4,313.30 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。从申万行业指数可知，本周公用事业、医药生物、电气设备呈涨幅趋势，其中电气设备涨幅较大；而化工呈小幅下跌趋势。

从个券涨跌幅看出，可转债涨跌和波动情况与级别相关性较差；从可转债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了蓝帆转债、游族转债、英科转债、东财转 2、国轩转债。

股票价格已经超过转换平价的转债共计 45 支。

截至 2020 年 6 月 26 日，可转债的纯债溢价率中位数为 23.33%，转股溢价率的中位数为 15.89%，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 6549.54 万股，其中国轩转债本周转股数为 4310.80 万股，占全部转股数的 65.92%。从累计转股比例来看，截至 2020 年 6 月 26 日，广电转债和天康转债累计转股比例分别为 91.07%和 87.23%。

（1）近期宏观政策调节力度加大，经济秩序逐渐恢复。上周央行陆续开展逆回购操作，净投放 4800 亿元，以保障流动性在半年时点合理充裕。财政部新增地方专项债额度且将续发抗疫特别国债，有望带动下半年经济回暖。本周可转债指数有所回调，目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）择券层面，地方专项债额度增加及特别国债将续发，基建、地产等板块仍有回升空间，消费、医药生物等行业因疫情反复后续仍有空间，建议持续关注食品饮料消费、新基建、医药、科技等主题。新基建包括 5G 为代表的领域，代表标的有烽

请务必阅读正文之后的免责声明部分

火转债、博威转债等。科技板块，尤其是在线经济相关领域，值得关注的标的有游族转债等。但可转债的波动明显高于纯债，对投资者风险承受能力要求较高。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。

（证券分析师：李勇）

行业

轻工制造跟踪周报：关注中期业绩兑现，本周专题详述全球雾化科技优质龙头思摩尔

投资要点：

中报前瞻：内销家居、生活纸、消费电子包装预期表现靓丽。

1、家居板块：工程渠道兑现高增，建议重视零售订单好转

1）精装家居：Q2 家居工程端订单普遍保持 30-50%的高速增长，且 Q2 碧桂园创投密集投资参与建材链家居上市公司定增有望协同，持续看好精装家居赛道 20 年成长景气：帝欧家居（预计 Q2 单季营收增长约 25-35%），江山欧派（预计 Q2 单季营增长约 40-45%），蒙娜丽莎（预计 Q2 单季营收增长约 30-35%），大亚圣象（预计 Q2 单季营收增长约 0-10%），海鸥住工（预计 Q2 单季营收增长约 30-40%），惠达卫浴（预计 Q2 单季营收增长约 20-30%）。2）定制家居：Q2 各定制龙头零售订单逐月好转，但受到安装服务受阻影响，预计收入确认小高峰或延后至 Q3 兑现；Q2 大宗渠道保持高增、仍是重要增量渠道。欧派家居（预计 Q2 单季营收双位数增长）、尚品宅配（预计 Q2 单季营收略增）、索菲亚（预计 Q2 单季营收个位数增长），此外大宗占比较高的皮阿诺（预计 Q2 营收增长约 20-30%）、志邦家居（预计 Q2 营收增长约 10-15%）、金牌厨柜（预计 Q2 营收增长约 5-10%）Q2 业绩改善幅度预期相对更明显。3）软体家居：沙发、床垫产品属性突出、安装服务属性相对定制更弱，且免受精装冲击，Q2 内销需求尤其是电商渠道恢复强劲，顾家家居（预计 Q2 营收增长单位数）、敏华控股（预计 Q2 营收实现双位数增长内销表现靓丽）。

2、造纸板块：需求回暖叠加库存消化，左侧布局时点出现

1）文化纸：本周铜版、双胶纸价企稳上升，叠加上游木浆价格持续下跌，我们判断文化纸的单位盈利触底上升，左侧重点推荐太阳纸业（预计 Q2 净利润约 3-4 亿）。2）白卡纸：行业整合+需求边际具回暖预期，持续看好白卡纸中期景气，推荐博汇纸业（预计 Q2 净利润约约 1-1.5 亿）。3）箱板纸：本周箱板纸、瓦楞纸价格上涨，伴随渠道库存消化、需求逐步恢复叠加原材料限制，龙头企业带头提价，我们判断后期箱板纸价重回上升通道，关注山鹰纸业（预计 Q2 净利润下滑约 30-50%、销量较好单吨盈利有所下滑）。

3、必选消费：生活纸盈利持续兑现，文具边际改善

1）生活纸 Q2 补库需求拉动、收入增长预期提速，纸浆延续弱势保障盈利，持续推荐中顺洁柔（预计 Q2 收入增速约 10-20%、利润增速约 40-50%）；（2）文具伴随国内疫情好转、中小学学汛到来，终端边际复苏，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

持续推荐晨光文具（预计 Q2 营收双位数增长）；齐心集团办公集采业务 Q2 维持靓丽兑现，持续关注（预计 Q2 营收增速约 30-50%）。

4、包装板块：业绩环比修复，消费电子包装预期高增

1）消费类电子包装龙头裕同科技（预计 Q2 营收、利润增长约 15-20%）Q2 手机包装及炫光膜表现较好，烟酒包装、云创等新业务放量；（2）烟标龙头劲嘉股份（预计 Q2 营收双位数增长）精品彩盒业务持续高增；（3）塑料软包装龙头永新股份（预计 Q2 营收双位数增长、利润更优）受益于原油价格下跌有望释放较大业绩弹性。

全球最大雾化科技龙头麦克韦尔（思摩尔）即将港股上市：公司在全球电子雾化设备的市占率由 16 年的 3.5%快速升至 19 年的 16.5%，位列全球第一。16 年核心陶瓷加热技术产品“Feelm”面市后进入黄金发展期，16-19 年收入由 7.07 亿增至 76.1 亿（CAGR 为 121%）、利润由 1.06 亿增长到 21.85 亿（CAGR 为 174%）。我们认为其业绩与份额提升的主要驱动因素为：（1）合作电子雾化设备行业顶尖品牌客户，与客户共同成长。（2）受益于本轮烟草变革，革命性的陶瓷雾化技术“Feelm”大幅提升公司产品实力。

风险提示：贸易环境持续恶化，地产调控超预期，纸价涨幅低于预期。

（证券分析师：史凡可）

钢铁行业跟踪周报：淡季库存增加，需求维持强势

行情回顾：本周钢铁板块下跌 3.1%，落后上证综指 3.5 个百分点。涨幅居前的个股为宏达矿业、甬金股份、应流股份。本周螺纹、热卷、铁矿石、焦炭期货主力合约周环比分别为 1.0%、1.5%、0.6%、1.1%；螺纹、热轧盘面利润分别上涨 8.3%、26%。

行业跟踪：本周钢材社会库存为 1433 万吨，环比增 0.7%；其中长材、板材社会库存环比分别 1.3%、-0.6%。本周全国 237 家钢贸商日均出货量 21 万吨，环比增 5.0%；上海终端线螺走货量 2.3 万吨，环比降 9.3%。钢厂高炉剔除淘汰后产能利用率 86.3%，环比增 0.2 个百分点；螺纹钢产线开工率 78.4%，环比增 0.3 个百分点。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利分别为 555、478、196、496 元/吨，环比分别增加 0.5%、12.7%、28.9%、2.6%。

本周观点

需求淡季，库存开始增加。自 6 月中旬开始，需求端淡季走弱迹象明显，本周钢材库存出现 3 个月以来首次增加，其中钢厂库存增幅尤为明显，且增幅主要在长材，板材继续下降。但总体上，今年库存拐点晚于往年。此外，跟踪的成交量数据仍高于日均 20 万吨，同比增速仍维持 15%以上。因此需求虽然淡季，但同比依然强劲。

铁矿石港口库存止跌回升。6 月中旬以来的海运费上涨趋势依然维持，从上周的 1527 上涨至目前的 1617 点，我们了解其上涨主要来自于海岬型船和巴拿马型船订单上升，即铁矿石、煤炭等干散货运输需求推动，后期铁矿石供应压力将环比上升，加之本周铁矿石港口库存已经止跌回升，我们预计后期矿价将相对走弱，钢铁利润弹性有所提升。

继续关注钢铁估值修复。本周钢铁股冲高回落，目前普钢平均 PB0.75、宝钢 PB0.59、申万钢铁 PB0.85、申万钢铁相对（A 股）PB0.64，均处于

请务必阅读正文之后的免责声明部分

历史次低位置。重申估值历史底部区间，基本面超预期、分红延续及转型逻辑下的估值修复机会。

投资建议：1）低估值背景下，板块基本面与转型共振带来估值修复，标的首选普钢类华菱、新钢、宝钢、三钢、方大等，转型 IDC 类的杭钢、沙钢、南钢；2）特钢龙头受益下游逆周期增长，关注久立、st 抚钢、中特等。

风险提示：地产需求下滑、钢铁产能增长

（证券分析师：杨件）

休闲服务行业：端午表现平稳，期待暑期叠加需求回流下景气度提升

投资要点

端午文旅逐步复苏，疫情下 90 后成为出游主力。

端午小长假 3 天接待国内游客 0.49 亿人次（-49.1%），出游人次增速跌幅环比五一（-41.0%）扩大 8.1pct；实现国内旅游收入 122.8 亿元（-68.8%），旅游收入增速跌幅环比五一（-59.6%）扩大 9.2pct，人均旅游消费 251.6 元（环比五一下降约 162 元）。由于端午假期短、北京疫情有所复燃等原因，多数消费者多以保守周边游为主，旅游业整体需求复苏较缓，且收入较往年同期仍存差距。由于端午恰逢高考前夕，学生及家长出游需求有所削减，预计暑期文旅消费回暖有望提速。

据携程发布《端午小长假旅游市场展望报告》，平台火车票/机票预定中 90 后用户预定数分别占比达到 70%/47%，总体出游用户中 90 后占比达 55%。消费者年轻化趋势较五一进一步凸显，疫情下 90 后旅行者成为出行绝对主力。

旅游大省限流复工，海南免税快速增长，周边游、夜间游火热。

全国已恢复开放约 10064 家 A 级景区，复工率 80%（保持不超过最大承载量 30%原则）。广东、四川、江苏等地景区开放率均超 88%。湖南小长假期间累计接待游客 1152.7 万人次（-27.1%），实现旅游收入 80.8 亿（-25.9%），复苏情况均处于各省前列。疫情下民众对于健康、品质要求提升，5 月我国限额以上餐饮企业收入 644.7 亿（-15.4%，增速环比收窄 12.5pct），表现优于整体。上海假期 3 日累计接待游客 373 万人次，文旅拉动消费额达 58 亿元，人均消费金额 1555 元，6 月夜间消费力已恢复至去年同期水平，环比 5 月增长 10%+。

海南旅游消费市场恢复良好。政策叠加促销刺激下 5 月海南免税销售额达 19.77 亿元（+147.9%）；6 月 1-14 日三亚旅游业整体增长超过 20%；预计下半年促销活动持续免税销售有望较快增长。海口市端午假期海口主要景区接待游客 25.21 万人次（-39.04%）；实现门票收入 172.3 万元（-38.95%）；全市 3 日平均客房出租率约 38%（预计下滑 7pct）。三亚 6 月 24-26 日三亚进出港旅客 18．82 万人次（-27．99%），增速较五一前三日环比收窄 19.2pct）；端午假期共接待游客 17.41 万人次（-28.23%）；旅游总收入 3.63 亿元（-52.27%）；亚特兰蒂斯合计接待游客 1.74 万，恢复至同期 82.2%。

本地游、周边游、夜间游较火热。据携程预计，沪广深蓉杭等城市在最热出发地与最热目的地中皆名列前茅，端午假期客源地与旅游目的地或有明显重合。同时，由于各地纷纷出台政策鼓励夜市重新开放，端午夜

请务必阅读正文之后的免责声明部分

间消费或迎小高峰。据美团预计端午期间全国日均夜间消费额比 2020 年 5 月最后一个周末日均消费额增长 11%，沪深蓉广渝将为端午夜间消费热门城市前五名。

港澳及其他地区出境游依然停滞，国内文旅市场有望受益需求回流。端午假期前两日内地合计赴港游客 207 人，去年同期约 41 万人次；预计 7 月针对国人强制检疫结束后粤港澳地区旅游将逐步放开；由于疫情输入案例持续增多，国家移民管理局此前宣布禁止第三国人员从边境口岸出入境，双方边民出入境人数大幅下降近 90%。6 月初民航局规定国内每家航司经营至任一国家航线只保留 1 条，每条航线每周运营班次不得超过 1 班。预计国外疫情仍将在未来较长时间内持续，在国内疫情防控形势向好前提下，内地文旅市场或将承接部分出境游回流需求，加快复苏步伐。

风险提示：疫情持续蔓延带来宏观经济波动、旅游行业需求复苏不及预期；目的地事件性影响风险；天气恶劣风险。

（证券分析师：汤军）

环保工程及服务行业周报：生态环境监测规划纲要发布，持续关注环卫大行业小公司轻资产

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

核心观点

生态环境监测规划纲要正式发布，加强生态环境监测现代化能力。6 月 21 日，生态环境部正式发布了《生态环境监测规划纲要（2020-2035 年）》。《纲要》提出，要全面深化我国生态环境监测改革创新，全面推进环境质量监测、污染源监测和生态状况监测，系统提升生态环境监测现代化能力。《纲要》明确，2020-2035 年，生态环境监测将在全面深化环境质量和污染源监测的基础上，逐步向生态状况监测和环境风险预警拓展，构建生态环境状况综合评估体系。《纲要》提出了三个阶段实施目标：1）到 2025 年，以环境质量监测为核心，统筹推进污染源监测与生态状况监测，环境要素常规监测总体覆盖全部区县、重点工业园区和产业集群；2）到 2030 年，环境质量监测与污染源监督监测并重，生态状况监测得到加强；3）到 2035 年，实现环境质量、污染源与生态状况监测有机融合。同时，纲要从大气、地表水环境、土壤环境、海洋环境、地下水环境监测等做出了详细的指导与要求。本次生态环境监测规划纲要的发布明确了环境监测的主要目标、时间节点与重点内容，政策持续推进，为环境监测市场空间的稳步开拓提供了良好的支撑。

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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：玉禾田事件点评：近期新增年化合同金额逾 1.4 亿元，期待环卫市场加速拓展；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）

机械设备：国产半导体清洗设备陆续突破，工程机械建议维持超配

1.推荐组合

【三一重工】【杭可科技】【建设机械】【中联重科】

【纽威股份】【晶盛机电】【杰瑞股份】【恒立液压】【华测检测】

2.投资要点

【半导体设备】清洗设备赛道好空间大，国产设备商陆续突破

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；同时技术门槛也较低，比较容易率先实现全面国产化，故市场空间大。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，到 2023 年清洗机的国产化率可达 40%-50%，即国产设备的市场空间在 40-70 亿元。同时预计未来 12 寸晶圆的槽式和单片式清洗设备将是市场的主要增量，其中在单片式清洗机市场，至纯科技有望成为少数几家具备核心技术的国内设备商。

至纯科技单片清洗和槽式清洗设备 2020Q2 出货超 10 台，上半年总出货量预计 10-15 台，全年高增长确定。公司交付 ICRD 的 12 寸单片清洗设备已获客户认可，其晶圆表面颗粒清洗能力及每小时产出量可以支持到 14nm 以下的工艺技术节点，达业界一流水平。我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.5 亿、2.1 亿、2.8 亿，对应 PE 分别为 71 倍、50 倍、38 倍，在可比公司中处于最低位置，我们看好公司半导体清洗设备业务的发展，在估值上存在提升空间，维持“增持”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

【工程机械】龙头企业 Q2 业绩有望超预期，维持 Q2 策略建议持续超配

挖掘机销量持续高增：5 月挖机销量同比+68%，其中国内同比+76%；出口在海外疫情影响下仍同比+3.3%；1-5 月行业销量同比+19%持续回升。核心零部件厂商排产旺盛，恒立液压自 3 月以来排产持续超负荷，6 月排产环比有所下降，但同比仍然大幅上行。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有望持续。

后周期品种将接力挖机高增长，下半年景气度确定性强：混凝土泵车今年 3 月、4 月销量接连创下新历史新高，1-5 月销量增速预计在 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。

塔机行业仍处于高景气：2020 年 5 月份以来庞源租赁周签单量持续创新高，6 月 19 日庞源租赁官网公布的最新周签单量金额达 1.79 亿，价格指数较上周有所下降，周签单量持续处在较高水平，行业依然处于高景气度的位置。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。【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。【中联重科】起重机、混凝土机龙头，混凝土机刚开始更新周期，塔机销量有望继续超预期。【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。

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）

汽车行业周报：6 月第三周批发同比+7%，配置时机已至

投资要点

每周复盘

SW 汽车下跌 0.7%，跑输大盘 1.5%。除 SW 商用载客车和 SW 乘用车外，所有汽车子板块均呈下跌形态，SW 商用载货车跌幅最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 18 名，排名在中部。估值上，整体有所下跌，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 15-21 日乘用车零售日均销量同比下降，批发日均销量同比上升。6 月 15-21 日乘用车零售销量日均 43,899 辆，同比下降 11%。6

请务必阅读正文之后的免责声明部分

月 15-21 日乘用车批发销量日均 49,626 辆，同比上升 7%。

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 22 日，工信部双积分政策修改，明确新能源汽车积分比例要求；6 月 23 日，德赛西威与杰发科技签订合作协议，助推国产汽车电子芯片发展；6 月 25 日，吉利汽车建议根据特别授权发行人民币股份不超过 17.32 亿股，即扩大后股本 15%于内地科创板上市。

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）

通信跟踪周报：本周专题：自动驾驶渐行渐近，无人驾驶还有多远？

投资要点

本周策略观点：1、自动驾驶最终将达到最具商业价值的无人驾驶状态，随着道德法律法规界定落实、政策技术产业推动，尤其是 5G、云计算/边缘计算等技术大力推动下，未来 5-10 年有望实现无人驾驶。我们认为，滴滴首次开放自动驾驶服务，自动驾驶逐步开启，建议关注车联网各个环节的绩优个股。2、云计算、IDC 等基础设施技术可帮助自动驾驶弥补车端的感知能力和算力，让自动驾驶更智能更安全，是实现无人驾驶的必备条件，建议关注云计算/边缘计算等环节的绩优个股。

行业动态及点评：三大运营商 5 月数据：5G 套餐用户数或破亿；滴滴

请务必阅读正文之后的免责声明部分

出行首次面向公众开放自动驾驶服务；2019 年上海市万元 GDP 能耗累计下降 17.07%，提前一年完成国家“十三五”考核指标。

行业前瞻：2020 中国国际通信大会（2020.8.9-8.11）

东吴通信优选指数：中兴通讯（000063）、中际旭创（300308）、天孚通信（300394）、数据港（603881）、杭钢股份（600126）、宝信软件（600845）、移远通信（603236）、崇达技术（002815）。

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：云计算/边缘计算：优刻得（688158）网宿科技（300017）；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）、三川智慧（300066）、汇中股份（300371）、金卡智能（300349）、四维图新（002405）；锐明技术（002970）、鸿泉物联（688288）；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）、南兴股份（002757）、广东榕泰（600589）；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）。广电全国一网：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）、恒实科技（300513）、国网通信（600131）。

市场回顾：近一周通信（申万）指数上涨 0.84%；沪深 300 指数上涨 3.02%；行业跑输大盘 2.18pp。东吴通信优选指数近期表现：一周上涨 7.76%，年初至今上涨 51.42%，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）

银行行业点评：银行获取券商牌照的五大展望

事件：根据《财新周刊》媒体报道，证监会计划向商业银行发放券商牌照，或将从几家大型商业银行中选择至少两家试点设立券商。由于该报道内容尚未经官方确认，我们仅通过假设分析，展望商业银行获取券商牌照对金融体系格局及行业的影响。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

展望一：银行获取券商牌照的核心是什么？宏观目标是借力银行做强直接融资。

①发展直接融资是 2018 年至今，科创板等一系列资本市场改革的主线，目标是解决我国融资结构中信贷占比过高的困局（2019 年新增社融中表内信贷占比仍高达 66%）。大型银行作为我国资本最雄厚、企业资源最丰富、风控能力最强的金融机构，不仅需要在传统间接融资领域让利实体，还需要承担做强直接融资的核心使命，决策层对商业银行有更高的期望。

②银行自身也有诉求拓宽金融牌照边界。参考近两年银行理财转型，资管新规的初衷是压降影子银行系统的风险，虽然表观上对银行理财造成负面影响，但转型实操中，理财子公司最终保留了公募牌照优势，目前依然牢牢占据零售财富管理领域的龙头地位。此外，当前金融让利实体导向下，银行本身传统信贷业务的盈利能力也受到影响，存在拓宽业务范围、寻找盈利增长点的诉求。

③关于金融混业经营，我们认为并非制度创新的核心、无需过度解读。一方面我国金融业目前实质上接近混业经营（诸如中行/中信/平安等大型金融集团都拥有银行、券商等各类牌照），另一方面从决策层及监管角度，推动金融混业并非主要目标，金融反哺实体、发展直接融资才是制度改革主线，这一点与 2015 年时提出银行试点券商业务的背景显然不同。

展望二：银行可能通过哪种形式开展券商业务？直接设立子公司聚焦投行业务。

①银行向来偏好直接设立子公司，因其资本实力雄厚且本身就设有投行部门（开展银行间市场债券承销等业务），参考 2016 年以来国有大行分别以 100 亿注册资本设立债转股子公司直接切入 AMC 领域。银行收购现存中小券商的可行性较低，因为很多券商的控股股东为地方政府或国企，本身出售牌照意愿有限，而兼并规模过小的民营券商又面临不必要的整合风险。

②券商目前拥有经纪/投行/资管/自营投资/投资咨询等主要业务牌照，根据发展直接融资的核心主线，我们判断银行将重点关注投行牌照，且“商行+投行”模式本来就是不少商业银行服务企业客户的主线手段。对于其他券商业务领域，我们预计银行参与意愿相对有限：i）以赚取交易佣金为主的经纪业务本身不是银行客群的核心需求，也不是决策层推动改革的主要诉求，且长期盈利成长空间有限；ii）券商资管业务中，银行本身就是主要机构资金方；iii）权益自营投资业务与银行风险偏好存在显著冲突，因此中短期内不应对银行资本直接投资权益市场有过高预期。

展望三：资源优势强大的银行一定能做好券商业务吗？我们认为并不必然。

①对于投行业务，与市场观点不同，我们认为激励机制的差异不会明显制约银行发展投行业务的能力，看好资源优势强大的大型银行有能力快速拓展投行业务。目前大型券商投行部的激励模式基本是“个人底薪+团队项目收入决定年度奖金”，而银行客户经理按照每笔信贷业务的模拟利润获取提成。虽然总体上银行激励机制吸引力略低，但 2017 年资

请务必阅读正文之后的免责声明部分

本市场严监管以来，大型投行的平台与品牌优势已经越来越显著（对个人资源的依赖逐步弱化），未来随着投行更加复杂化（融合并购重组、直投等），“个人资源转向平台资源”的趋势会更明显。

②但对于主动投资管理类业务，诸如资产管理、基金、自营投资、研究等，我们认为市场化激励机制和人才资源仍将是发展核心，目前大量优秀的主动投资管理人仍然集中于公募或大型私募基金公司。因此在主动投资及研究领域，我们预计短期内银行相对固化的激励机制会制约其发展效率。

③从资源协同角度，虽然银行拥有庞大的客户群，但实操中金融集团的内部资源协同并没有想象中那么容易，独立的风控体系、不同部门差异化的考核激励都是需要解决的问题。近年来，AMC 系券商与股东资源协同比较明显（获取投行业务），我们重点推荐的平安集团及平安银行综合金融模式也表现卓越，但这都需要自上而下的机制和充足的考核激励推动。

④从历史经验来看，金融机构切入不熟悉的业务领域都会面临挑战，专业业务仍然需要专业机构承做，这涉及到长期的行业经验和企业文化沉淀。以券商为例，2016~2018 年高速发展的股权质押业务本质上是券商切入银行信贷业务，业务实质是以企业股票为质押物投放流动资金贷款，但从实操结果来看，大量券商低估了信贷业务风险，2018 年在流动性风险（金融去杠杆）和市场风险（中美贸易战）叠加冲击下，股权质押信用风险暴露，一度冲击券商资本金安全。

展望四：银行会冲击券商竞争格局吗？短期冲击不必高估，长期拓展新兴业务。

①券商传统赛道本身竞争格局就相当拥挤，传统经纪业务的佣金增长前景有限（受制于佣金率长期下行趋势），权益型自营投资的业绩则天然高波动。但券商同样享有发展机遇，发展直接融资背景下投行业务长期有广阔的增长空间。如果考虑银行作为新进入者的竞争，我们认为对券商会产生一定的压力，但银行入场的核心目标仍然是做大直接融资的增量市场，并非对存量市场的份额争夺，在做大直接融资市场的过程中，有核心竞争力的券商总体上仍将受益于资本市场的扩容。

②非传统业务方面，我们未来看好券商在财富管理领域（即公募理财）成为新兴力量，核心逻辑在于我国固定收益类理财产品吸引力持续降低的大背景下，权益型产品吸引力提升，而券商虽然客户数量少，但客群风险偏好更高，直接受益权益市场发展。我们建议未来重点关注基金投顾牌照，这一牌照赋予了持牌券商/基金公司/银行主动管理客户资产的权限，因此主动管理能力将是关键，这对于熟悉权益市场、激励机制更市场化的券商/基金公司非常有利。

展望五：券商业务对银行盈利能力影响如何？短期增量有限，长期值得期待。

①由于银行与券商行业的体量差异显著，因此大型银行开展券商业务短期内对盈利贡献弹性及 ROA 的提升幅度都比较有限。例如，2019 年工商银行的归母净利润达到 3122.24 亿元，而我国 133 家证券公司（包含证券类子公司）合计净利润 1230.95 亿元，券商龙头中信证券的归母净利润为 122.29 亿元，证券行业及行业龙头盈利分别占工商银行盈利的 39%、3.9%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

②参考海外成熟金融集团，JPMorgan 的投资银行板块 2019 年贡献盈利 119.22 亿美元，占集团总盈利的 32.7%，是盈利贡献仅次于零售社区银行的第二大业务板块。但投资银行业务受制于杠杆较低，ROE 并不高，JPMorgan 投资银行板块 ROE 为 14%，远低于零售银行板块的 31%。

投资建议：下半年积极看好核心银行股。1）银行、券商共同推动直接融资发展，长期利好资本市场，但短期影响有限，更不应对银行资本直接投资权益市场有过高预期，制度创新的核心仍是金融支持实体。2）优质龙头银行如果获取券商牌照，将进一步提升以综合金融模式服务客户的能力，无论零售还是公司业务都将受益。3）银行股上半年预期过度悲观，估值大幅回调，安全边际充足，我们依然重点推荐基本面优质的招商银行、平安银行、宁波银行、建设银行。

风险提示：1）银行获取券商牌照的政策能否落地、推行进程、政策细节等均存在较高不确定性，本篇报告仅在假设情形下展望政策影响；2）金融让利实体导向下，商业银行信贷业务盈利能力持续承压；3）宏观经济承压背景下，商业银行信贷资产质量风险超预期上行。

（证券分析师：马祥云）

化工行业 2020 年 6 月第 4 周周报：新能源汽车景气度回升，继续推荐国六及新老基建相关化学品标的

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 2979.55，本周累计上涨 0.40%，深证成指本周上涨 1.25%，化工板块（申万）下跌 0.24%。

本周化工板块个股中，动力电池相关材料标的涨幅居前：本周化工板块涨幅居前的个股有雅本化学、新宙邦、光正集团、天赐材料、当升科技、光威复材、利安隆、达志科技、ST 丰山、新金路。其中，新能源汽车行业景气度整体回升，电池配套相关材料新宙邦（锂离子电池电解液）、天赐材料（锂电池电解质）、当升科技（锂电正极材料）市场表现较好。

二次疫情风险叠加原油库存升高，油价中枢小幅收跌：本周 ICE 布油报收 40.93 美元/桶（-2.99%）；WTI 原油报收 38.49 美元/桶（-3.17%）。需求方面，周内 EIA 公布美国上周除却战略储备的商业原油库存增加 144.2 万桶，加之二次疫情风险影响,未来石油需求变化充满不确定性；供给方面，美国钻井公司连续第 8 周削减石油钻井平台数量至历史新低、纾解了石油供过于求的状况。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，涨幅前五的产品有煤沥青（+13.1%）、液氯（+5.7%）、焦炭（+5.1%）、甲醇（+3.5%）、对二甲苯（+3.5%）。受限产和下游建材市场需求好转双端驱动，煤沥青（预焙阳极块），焦炭（生铁冶炼）价格上涨明显。经过 6

请务必阅读正文之后的免责声明部分

月上旬的大涨行情，市场对丙酮，丁酮的高价位出现抵触情绪，叠加下游需求疲软，本周丙酮（-9.7%）、丁酮（-5.4%）价格持续走低。

投资建议：国六实施在即，推荐关注尾气处理相关材料标的万润股份、国瓷材料、双箭股份；新老基建拉动相关配套材料的需求，建议关注苏博特、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）

汽车行业深度报告：软件定义汽车，E/E 架构是关键

投资要点

软件定义汽车背景下，芯片是汽车核心技术生态循环的基石。

在智能网联汽车产业大变革下，软件定义汽车理念已成为共识。传统汽车采用的分布式 E/E 架构因计算能力不足、通讯带宽不足、不便于软件升级等瓶颈，不能满足现阶段汽车发展的需求，E/E 架构升级已成为智能网联汽车发展的关键。E/E 架构升级包括硬件、软件、通信架构三大升级，硬件架构升级表现为分布式 ECU 向域控制器/中央计算平台方向发展。芯片+操作系统+应用算法+数据构建核心技术闭环，汽车芯片是软件定义汽车生态循环发展的基石。

MCU 引领汽车由机械化走向电气化时代，AI 芯片引领走向智能时代。

汽车在机械化向电气化时代过渡时，MCU 是传统汽车执行 ECU 的计算大脑。随着功能增加+处理数据复杂化，驱动 MCU 单车价值稳步提升。经我们测算，MCU 单车价值由 2019 年 78 美元提升到 2025 年的 149 美元，我国汽车 MCU 市场规模由 2019 年的 21.1 亿美元提升到 2025 年的 32.9 亿美元，CAGR7.7%。随着智能汽车芯片需要处理图片、视频等海量非结构化数据，面向控制指令运算的 MCU 不能满足需求，汽车芯片逐步走向域控制集成化、异构化、智能化，AI 芯片成为智能时代的核心。经我们测算，AI 芯片单车价值由 2019 年的 100 美元提升到 2025 年的 1000+美元，我国汽车 AI 芯片市场规模由 2019 年的 9 亿美元提升到 2025 年的 91 亿美元，CAGR46.2%。

特斯拉 FSD 引领产业发展，域控制 AI 芯片呈现三强多级竞争格局。

特斯拉 FSD 芯片自研自用，减少非必要的软硬件模块，缩短研发周期，提高能效比，大量用户数据优化算法，引领产业发展，属于独立一级。三强处于第一方阵：1）NVIDIA 全球 GPU 领域 AI 龙头，拥有强大的生态，占据 L3 级及以上市场，作为大厂对外提供开发平台/芯片产品，是合资品牌的优选；2）Mobileye 背靠英特尔的汽车 AI 芯片龙头，生态封闭，占据 L3 以下市场，对外提供算法+芯片解决方案，黑盒模式或影响长期发展；3）华为技术强劲，依托多项技术欲打造最强生态体系，对应 L2+级以上市场，模式与 NVIDIA 类似对外提供开发平台，是自主品牌的优选。多级：地平线类 Mobileye 模式提供解决方案、寒武纪云边端全领域覆盖、传统汽车电子厂商及其他潜在进入者均有入局机会。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资建议

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：自动驾驶行业发展不及预期，法律法规限制自动驾驶发展，中美贸易摩擦加剧的风险

（证券分析师：黄细里）

推荐个股及其他点评

浙江医药（600216）：昌海制药股权转让，员工激励范式打开

事件：2020 年 6 月 24 日，公司发布公告，拟向绍兴益元生物医药合伙企业转让子公司昌海制药 6.474025%的股权，转让价格为 2050 万元。根据相关规定，本次交易构成关联交易，但不构成重大资产重组。

投资要点

子公司股权转让打开员工激励新模式。益元生物的合伙人主要是公司的高管以及技术骨干，昌海制药主要从事出口原料药业务，19 年实际亏损 1.08 亿元，此次股权转让按照收益法评估，昌海制药评估价值 3.03 亿元，相较于净资产 2.78 亿元，略有增值。我们认为此次股权转让作为公司改革的一个重要尝试，有望解决经营骨干激励不足问题。

创新药业务持续推进，产品市场推广在即：公司独家生产的 1.1 类创新药苹果酸奈诺沙星胶囊已经进入《国家医保目录（2019 版），针剂业务正在推进。ADC 大分子项目 ARX788 乳腺癌临床研究 I 期已基本完成。ARX788 正在开展胃癌 II 期/III 期临床研究的准备工作。子公司创新生物的万古无菌喷干项目正在准备相关缺陷答复完善和 NDA 资料再提交准备工作。此外，目前公司共有在研新药新产品项目 37 项，处于临床研究或 BE 阶段 5 项，申报生产 8 项。

维生素价格同比大增，公司业绩弹性大：2020 年 3 月以来，受疫情影响，行业库存减少、开工率低，维生素产品供需关系收紧，截至 6 月 28 日，博亚和讯国产 VA、VE 报价分别为 420 元/Kg 和 69 元/Kg，上半年均价分别为 424.36 元/Kg 和 66.31 元/Kg，上半年均价同比涨幅分别为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

13.75%和 52.40%，维生素涨价有望大幅推动公司 Q2 业绩增长。

喷雾干燥技术有望带动公司制剂出口：公司推出喷雾干燥技术代替传统的冷冻干燥技术，注射用盐酸万古霉素和注射用达托霉素已经获得 FDA 同意以 505b2 的方式提交 NDA 申请，并接受了 FDA 的 POV 访问。喷雾干燥技术属于平台型技术，可拓展空间大，相关动向值得关注。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020~2022 年分别实现收入 96.78 亿元、102.11 亿元、107.44 亿元，实现归母净利润分别为 15.02 亿元、15.67 亿元、16.78 亿元，EPS 分别为 1.56 元、1.62 元、1.74 元，当前股价对应 PE 分别为 13X、13X、12X。维持“买入”评级。

风险提示：维生素价格下行；创新药、创新制剂以及一致性评价进展慢于预期；新产品市场推广受阻；国际贸易环境恶化。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

三一重工（600031）：上调 EPS，四个维度深入解读当前投资价值

投资要点

维度一：行业层面景气持续性拉长，周期属性削弱

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。

维度二：业务层面中短期受益国内市场高景气，龙头份额提升盈利持续

（1）挖掘机械：旧挖机更新需求持续、挖机对装载机替代效应提升、地产基建投资不悲观因素下，我们预计国内挖机市场 2020-2022 年挖机增速 12.4%/4.9%/0.5%趋于平稳。公司中高端产品份额上升显著，预计 2020-2022 年挖机收入增长 15%/8%/3%，毛利率保持稳定。

（2）混凝土机械：2020-2022 年混凝土机械迎来更新高峰，预计国内混凝土泵车行业销量增速为 31.7%/18.7%/4.2%，搅拌车行业销量增速为 37.6%/15.9/3.8%。公司作为行业龙头，预计收入增速高于行业，2020-2022 年增速达 40%/20%/10%；推行国产化底盘+销售结构优化+规模效应下，预计公司 2020 年混凝土机械毛利率继续回升。

（3）起重机械：2020 年基建与风电项目拉动下，起重机行业景气度持续，我们预计 2020-2021 年行业销量增速为 7.2%/0.1%/0%。公司起重机份额处于持续扩张阶段，预计业务增速会更为明显，2020-2021 年收入增速达 10%/5%/0%，同时供需结构改善与业务规模效应下，预计毛利率上行。

维度三：业务层面长期全球市场空间广阔，海外份额提升下成长可观

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2019 年三一重工的海外营收占比仅为 15%，挖机海外份额仅 3%左右，与公司的产品质量与产品定位极不匹配。相对内外资龙头，公司具备产品性价比、服务渠道及资本扩张实力的全球竞争力。我们预计随着公司全球资源投入加大，海外份额长期趋于提升，海外收入年复合增长率有望达 30%，长期增长下规模可观。

维度四：财务层面，公司业绩具有高弹性，盈利释放有望持续超预期

规模效应下，公司业绩释放具有弹性。近十年公司固定费用占比在 7%-19%波动明显。随着公司规模扩大，固定成本会不断分摊在更多的业务单元，规模效应叠加业绩杠杆作用，龙头盈利释放有望持续超预期。

盈利预测与投资评级：我们继续维持 2019 年年初以来的观点，坚定看好中国最具全球竞争力的高端装备企业：高端产品结构优化+规模效应+出口增长将持续带来业绩弹性，全球竞争力逐步体现带来估值溢价，看好公司戴维斯双击的机会。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 144/166/177 亿元，对应 PE 分别为 11/9/9 倍，参考国内外可比上市公司，我们认为公司 PE 估值被低估，给予 2020 年目标估值至 15 倍 PE，对应市值 2160 亿，上调目标价至 25.6 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；行业竞争加剧导致利润率下滑；全球贸易争端加剧。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

华阳集团（002906）：被忽视的智能网联赛道核心标的

投资要点

华阳是国内优秀汽车电子标的之一

华阳地处惠州，于 1993 年成立。公司产品四大类：汽车电子（63.03%，核心是智能座舱+ADAS），精密压铸（15.76%），精密电子部件（12.63%），LED 照明部件（4.81%）。汽车电子业务模式：对接纯软件与主机厂之间的需求，处于中间层角色，需具备软硬件一体化能力。公司核心竞争力在于持续高研发投入，即使在 2017-2019 年行业需求下行+尾部客户经营困境的情况下，资产负债率维持低位且始终坚持每年研发投入 3 亿元及以上。公司也不断加强优秀自主品牌+合资品牌的客户拓展。

智能座舱/ADAS 业务：天时地利人和将迎量价齐升

看点一：行业红利正当时。基于效率+安全+娱乐需求，消费者愿意买单推动下游主机厂积极提升智能座舱+ADAS 渗透率。渗透率/单车价值：智能座舱由 19 年的 50%/4500 元→25 年的 80%/6000 元；ADAS 由 19 年的 25%/1.5 万元→25 年的 40%/3 万元；2019 年我国智能座舱+ADAS 市场规模 567 亿元+844 亿元，2025 年 1030 亿元+2250 亿元，CAGR 分别为 15.2%、21.3%。看点二：国产替代正加速。在高性价比+快速响应能力的双重优势下，国内智能座舱/ADAS 提供商整体客户质量处于改善通道中，华阳亦是核心受益企业。看点三：HUD 产品终迎放量期。长达 8 年研发储备，受益成本下行，HUD 渗透率加速提升。看点四：与华为全

请务必阅读正文之后的免责声明部分

方面合作开启，打开长远期成长空间。软件定义汽车之下，凭借通信+手机领域积累优势，进入汽车产业的华为或将成为核心玩家，华阳借助自身软硬一体化的适配优势，与华为有望实现共赢。

其他业务：精密压铸持续向好+LED 稳健+精密电子收缩

精密压铸业务：凭借制造技术先进和服务支持优势，公司在专业领域内优势明显，有望随着下游行业复苏和市场集中度提升实现业务收入稳步增长。LED 业务：LED 照明取代白炽灯是发展大趋势，LED 市场规模持续扩大，虽市场竞争激烈，公司凭借多年耕耘积累丰富经验，业务发展将保持整体稳健。精密电子部件业务：随着网络技术和替代存储技术的发展，视盘机市场缩减，公司对应的视盘机相关零部件市场也相应缩减，公司该领域或面临业务转型。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年营收 34.3/39.6/46.1 亿元，同比+1.3%/+15.4%/+16.6%，归母净利润 0.84/1.69/3.08 亿元，同比+13.4%/+99.6%/+82.9%，对应 EPS 为 0.18/0.36/0.65 元，对应 PE 为 82.70/41.43/22.65 倍。首次覆盖，给予“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；智能网联汽车行业发展不及预期；法律法规限制自动驾驶发展。

（证券分析师：黄细里）

彤程新材（603650）：特种橡胶助剂龙头，奏响新材料发展强音

投资要点

公司为特种橡胶助剂龙头，多维度布局新材料领域：公司主要从事高性能酚醛树脂的生产和销售，主要产品为橡胶用酚醛树脂，包括增粘树脂、补强树脂、粘合树脂等，广泛应用于轮胎及其他橡胶制品制造行业。经过多年深耕，公司已发展成为国内橡胶助剂龙头企业。同时，公司凭借双研发中心，积极推动产品转型发展，加快电子酚醛树脂的产品研发和市场应用；此外，公司前瞻性地开拓可降解高分子材料业务，多维度布局新材料领域。

汽车行业复苏，有望带动轮胎用橡胶助剂需求增长：2020 年 4 月 28 日，发改委等 11 部门发文稳定和扩大汽车消费，实施包括鼓励汽车消费信贷、延长还款期限等措施。与此对应，4 月份我国汽车产销量分别达 210 万辆、207 万辆，同比增长 2.3%、4.4%，一举逆转 2020 年第一季度以来汽车行业产销量下滑的趋势。因此，在多重消费刺激政策下，汽车行业复苏在即，橡胶助剂有望借势实现新一轮的增长。

半导体行业向好，电子酚醛国产化进程有望提速：在我国，电子级酚醛树脂被大量应用于电子材料制造行业，尤其是环氧塑封料及覆铜板制造业。随着半导体产业的转移和电子信息产业的发展，电工电子材料领域对酚醛树脂的需求量将以 15%-20%的速度增长，其市场规模有望迎来更大幅度的提升。

公司积极布局新材料蓝海，“一体两翼”战略稳步推进：公司依托在酚醛树脂行业的积累，积极向电子行业用酚醛树脂及可降解塑料等领域拓展。公司拟建设 50 吨/年功能型树脂中试线装置，产品系属高端封装行业以及覆铜板行业树脂的主要树脂原料；同时，公司 6 万吨/年橡胶助剂扩产项目规划有 5000 吨/年电子级酚醛树脂。此外，公司携手巴斯夫，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

拟投资约 6.7 亿建设 10 万吨/年可生物降解材料项目（一期），预计于 2022 年第二季度投产，可年产 6 万吨/年 PBAT。通过上述内涵式增长和外延式发展，公司有步骤、分层次地进入新材料相关领域，致力于成为具有国际竞争力的新材料企业。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 4.43 亿元、5.32 亿元和 6.30 亿元，EPS 分别为 0.76 元、0.91 元和 1.08 元，当前股价对应 PE 分别为 30X，25X 和 21X。考虑到彤程新材为国内特种橡胶助剂龙头企业，产能增长较快，同时“一体两翼”战略稳步推进，可降解材料与电子级酚醛树脂市场前景看好，未来公司盈利有望得到持续性增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：募投项目达产进度不及预期的风险；原材料价格波动的风险；可降解材料市场供需不匹配的风险；国际贸易环境恶化的风险。

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

波司登（03998）：短期波动不改长期价值，坚定看好品牌势能持续提升

事件：波司登公布 FY20 年报：波司登 FY20 收入 122 亿，同增 17.4%，归母净利润 12.0 亿，同增 22.6%。公司宣布每股派息 0.06 港币，全年每股派息 0.09 港币，股息率 3.7%，派息率超过 70%。

品牌羽绒服业务受到疫情和暖冬双重影响，增速及库存如期承压。公司品牌羽绒服业务收入同增 24.2%至 95.1 亿，分部营业利润同增 9.6%至 15.2 亿（预估可比口径同增 21.5%）；其中波司登主品牌虽受疫情及暖冬影响，但在持续的品牌营销投入和产品更新下，依旧录得 23%的增长至 84 亿。

库存方面，公司存货同增 41%至 27.3 亿，存货周转天数同增 24 天至 155 天，主要由于今年无法在春节后进行正常销售，而该销售比例大概占全年销售 10%左右，拖累了全年库存表现。公司全年经营性现金流 12.3 亿（新准则），整体保持平稳。

OEM 业务利润率提升，女装业务受到减值影响。OEM 业务收入同增 17.8%至 16 亿，分部营业利润同增 41%至 2.1 亿，利润率的提升主要由于流程优化、技术改造和规模增长带来的毛利率提升和费用节约。

女装业务则由于疫情带来的影响收入下滑 18%至 9.8 亿，同时由于女装业务计提 9800 万减值损失，其营业利润下降 45.5%至 0.8 亿。

短期波动不改公司近三年来品牌建设成效，持续向上趋势依旧明确。虽然受到疫情影响公司短期增速和库存水平受到挑战，但是公司过去三年的品牌转型成果依旧值得肯定，持续向上的趋势未变：

（1）品牌认知方面，公司成功的营销宣传和国际秀场活动，使波司登品牌持续保持 60%中国消费者心中首选羽绒服专家品牌地位，品牌认知度持续提升；

（2）粉丝运营上，截至 FY20 波司登拥有会员 1500 万，微信公众号粉丝 500 万人，30 岁以下消费者占比 16.3%，会员消费及复购占线下销售金额的 68%/26%；

（3）产品单价上，FY20 波司登天猫旗舰店 1200-1800/1800+价位段成交金额占比分别达到 20%/51%（去年同期 14%/55%），1200 以上价位段产

请务必阅读正文之后的免责声明部分

品占比超过 70%，体现出消费者对品牌不断提升的认可度。

盈利预测及投资建议：考虑到 FY20 疫情带来的库存压力，我们认为公司在 FY21 的羽绒服业务（尤其批发渠道）会迎来一定调整；同时 OEM 业务及女装业务也因为疫情影响收入增速预计有所下降，因此我们下调 FY21 的业绩预测以反应疫情带来的后续影响。

但是我们长期看好公司持续向上的趋势，公司过去三年的从品牌建设、产品创新、到零售运营上的努力效果依旧明显，作为国产品牌中难得的品类龙头，我们认为短期的波动并不改变其持续向上的品牌势能。预计 FY21/FY22/FY23 净利润 13.9 亿/19.2 亿/23.6 亿元，消费同比增长 15.5%/37.8%/23.3%，对应 PE 17X/12X/10X，长期持续看好，维持“买入”评级。

风险提示：新冠肺炎影响时间长于预期，天气变化使终端零售需求不及预期。

（证券分析师：陈腾曦）

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