东吴证券晨会纪要

2020 年 06 月 15 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：美股回调后能否延续前期涨势？

中美贸易摩擦升级的风险则不容忽视。此前中美互加关税在美国经济疲软时均引发美股下跌，随着美国大选日的临近，其对于美股的冲击可能比以往更为严重。

策略专题：美股依然乐观，港股颇具吸引

美股风格快速轮动，价值股将跑赢成长股

我们观察到风格轮动正在进行。3 月美国科技股率先反弹，FAAMG 贡献了纳斯达克自见底以来 80%的涨幅。过去两周投资者将注意力转移到前期跌幅较大的价值、周期股，如航空、邮轮、酒店、零售等。

我们判断市场将持续追逐股价反弹落后且盈利恢复较快的板块，带动道琼斯工业指数和罗素 2000 指数继续上涨。相比前期高点，潜在上涨空间最大的行业分别是能源、金融、耐用品、公用事业和可选消费。

港股下半年颇具吸引，推荐小米、美团

固收金工

固收周报：一周策略：央行信用扩张延续主旋律，国内政策进入实施调整期（2020 年第 22 期）

专题:6 月美联储议息会议点评:美联储公布了最新的利率决议，将法定准备金和超额准备金的利率维持在 0.10%；将主要信贷利率确定为现有的 0.25%；至少以目前的速度增加美国国债，机构抵押支持证券和机构商业抵押支持证券的系统公开市场账户持有量。

固收周报：利率债周报：货币政策宽松预期上升，经济复苏预期边际走弱（2020 年第 22 期）

本周债市点评及债市策略：本周（6.08-6.14）央行公开市场净投放 2000 亿元，下周（6.15-6.21）央行公开市场有 4200 亿逆回购到期，MLF 回笼 2400 亿元。从资金面来看，本周 Shibor 隔夜、DR001、R001 均值较上周有所下行。收益率方面，短端和长端下行。本周五 1 年期国债收益为 2.0505%，较上周下行 2.97BP。10 年期国债收益率 2.7451%，较上周下行 10.24BP。

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 6 支可转债发行,总发行量为 67.96 亿元，较上周增加 7.83 亿元；无可转债偿还，总偿还量较上周持平；净融资额 67.96 亿元，较上周增加 7.83 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 25 家公司可转债有新进展，其中 5 家公司通过了董事会预案，10 家公司通过了股东大会。

固收周报：中长期信用债收益率下降，信用利差总体扩大

事件

本周（6 月 8 日-6 月 14 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 217 支，总发行量 2,115.80 亿元，较上周增加了 844.95 亿元，总偿还量 1,444.15 亿元，较上周增加

请务必阅读正文之后的免责声明部分

了 496.84 亿元，净融资额 671.65 亿元，较上周增加了 348.11 亿元。

固收周报：风险信息周报（2020.06.08 -2020.06.14）

事件

负面信息：本周（6 月 8 日-6 月 14 日）负面信息共 4 条。重点关注：众信旅游集团股份有限公司被联合评级列入负面观察名单；凯撒同盛发展股份有限公司主体评级被中诚信国际下调至 BBB，前次评级为 AA-；青海盐湖工业股份有限公司发行的“15 盐湖 MTN001”本息未按时兑付；张家界市经济发展投资集团有限公司被联合资信列入评级观察名单。

固收周报：联储长鸽 V 型难现，二波疫情困局渐进

本周经济数据方面，6 月 11 日美国劳工部公布初请失业金人数和续请失业金人数，初请失业金人数 154.2 万，与前值 189.7 万相比有所下降，低于预测值 155 万，续请失业金人数 2092.9 万，高于预测值 2000 万，前值 2126.8 万；美国密歇根大学消费者预期指数 6 月 12 日报 73.1，高于预测值 70.0，也高于前值 65.9，美国密歇根大学消费者信心指数报 78.9，高于预测值 75.0，前值 72.3；美国核心 CPI 月率 6 月 10 日报-0.1%，等于预测值-0.1%，前值-0.4%，美国 CPI 月率报-0.1%，预测值-0.1%，前值-0.8%。

固收点评：5 月物价数据点评：CPI 通胀继续修复，PPI 通缩有所改善

CPI 通胀趋势下行，PPI 通缩边际缓解，基本符合市场普遍预期。统计局公布的 CPI 数据显示：5 月 CPI 从 4 月的 3.3%大幅下降至 2.4%，下跌 0.9 个百分点，方向和幅度基本符合市场预期。5 月 CPI 环比增速从 4 月的-0.9%小幅上涨至-0.8%。从分项的数据来看，食品价格延续 4 月趋势明显下降，是带动 CPI 继续下降的主要因素；非食品基本持平，服装小幅上涨 0.2%。5 月 PPI 从 4 月的-3.1%下降到-3.7%，下降幅度前值 1.6%，当月 0.6%，较上月收窄 1%。

固收月报：零利率下限仍有效，金砖四国继续发力

欧美日英货币政策：（1）5 月 28 日，欧盟委员会通过 7500 亿欧元的抗疫复苏法案，并酝酿未来 7 年总值 1.1 万亿欧元的欧盟预算及抗疫复苏基金；（2）5 月 7 日，英国央行公布最新利率决议，维持基准利率 0.1%不变，预计 2021 年平均基准利率为 0.1%，并且维持 6450 亿英镑债券购买规模不变，经济预期方面，英国央行准备好采取必要措施支撑经济，预计英国 2020 年第二季度 GDP 增速预期为-25%，对 2020 年 GDP 增速预期为-14%；（3）5 月 22 日，日本央行破例举行紧急政策会议，宣布准利率维持在-0.1%不变，将 10 年期国债收益率目标维持在 0%附近不变。

行业

公用事业跟踪周报：新疆水泥价格如期上涨，再次强调重视新疆基建板块

新疆水泥价格如期上涨，再次强调重视新疆基建板块，建议关注【天山股份】。

根据中国水泥网的消息：1）伴随着 5、6 月份以来新疆北部市场需求逐渐恢复，乌鲁木齐、昌吉地区需求同比去年上涨 10%-20%。2）同时经过多方协商，区域电石渣熟料置换事项及博尔塔拉蒙古自治州博乐方向产销过剩导致低价竞争问题达成

统一解决意见。

受此影响，12 日起区域主导企业天山水泥尝试通知恢复性上调 42.5 级水泥出厂价格 100 元/吨，涨幅超过 20%；其余同业预计下周将陆续跟进。若本轮上调成功，乌昌周边地区水泥价格也将陆续跟随回涨。建议关注新疆基建相关标的【天山股份】。

风险提示：宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱等

环保工程及服务行业周报：持续推荐环卫大行业小公司轻资产，社融增速持续加快供应端改善逻辑加强

社融增速持续加快，环保供应端改善逻辑加强。央行公布 5 月社融数据，5 月社会融资规模增量为 3.19 万亿元，比上年同期多 1.48 万亿元。5 月末社会融资规模存量为 268.39 万亿元，同比增长 12.5%，较 4 月增速提高 0.5pct。社融增速加快，环保行业供应端改善逻辑加强。

以泡泡玛特为例看“潮玩”经济：玩具不止“盲盒”，IP 变现新潮流

“潮玩”尚处于发展初期，未来在用户圈层和消费水平方面都具有较大发展空间，据弗若斯特沙利文统计，潮玩行业规模 2019-2024 年均复合增速有望达 30%。我们认为具有以下特点的公司将受益：1）掌握优质 IP 资源：由于 IP 是决定潮玩销售的核心因素，同时 IP 变现马太效应显著，未来能够聚集并掌握优质 IP 资源的公司将具有先发优势；2）全产业链布局：国内潮玩行业发展较慢主要由于 IP 创作者/独立工作室缺少优质宣发平台和让产品量产的能力有限，因此未来能够实现由“IP 设计”——“产品生产”——“销售设计”全产业链布局的公司将受益。

机械设备：工程机械景气度持续维持超配，新能源浪潮下设备商将率先受益

1.推荐组合

【三一重工】【杭可科技】【迈为股份】【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】

通信跟踪周报：周专题：为什么说 IDC、光模块等新基建板块的景气度和业绩高增的确定性高？

1、互联网公司投资加码新基建：其中，阿里表示未来三年新增 200 万台服务器，并大量投入服务器、芯片等核心技术深度自研。2、中国移动 BRAS&vBRAS 高端路由器，中兴通讯获最大份额。3、近日，阿里与杭州政府签署合作协议，进一步设定数字经济及治理未来规划。数字化生活习惯正在更广泛深入的养成，数字经济的来临将进一步拉大数据处理的供需缺口。4、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；加快 IDC 等新基建建设，是政策所趋，产业所需，我们坚定看好基站基建以及流量基建的投资机会，建议关注 IDC、光模块以及服务器等环节绩优个股。

电气设备新能源行业周报：特斯拉市值新高引领全球电动化，光伏高效产品需求旺盛

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）、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）、汇川技术（通用自动化上半年超预期、动力总成全面突破）、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）、晶澳科技（组件一线龙头、Q1 业绩超预期）、爱旭股份（专注高效电池的龙头、单瓦利润恢复超预期）

汽车行业月报：疫情后产销首次同比转正

汽车正处于大周期下底部位置，Q2 为配置良机。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【德赛西威+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】。

汽车行业周报：6 月第一周批发同比+60%，配置时机已至

汽车正处于大周期下底部位置，Q2 为配置良机。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【德赛西威+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】。

非银金融行业周报：创业板注册制落地，市场注入新活力

长期来看，政策逐步推进，券商生存环境优化，叠加估值仍然偏低，板块性机会值得关注；保险方面，银保监会发布《关于进一步明确农业保险业务经营条件的通知》，建立完善全流程的农险业务经营条件管理制度体系，促进农业保险平稳健康发展；信托方面，监管依旧保持相对严格，房地产信托环比-24%。综上，我们认为疫情负面影响逐渐出清，在积极的政策刺激下非银各子板块有望平稳回升，个股方面重点推荐:【东方财富】、【中信证券】、【华泰证券】、【中国财险】、【中国平安】、【中国太保】、【中国人寿】。

风险提示：1）受海外疫情影响市场交易活跃度下降；2）行业景气度下滑；3）监管趋严；4）长端利率下行超预期。

化工行业 2020 年 6 月第 2 周周报：继续推荐国六及新老基建相关化学品标的

投资建议：大宗化工品整体低迷。国六实施在即，尾气处理相关材料标的万润股份、双箭股份政策利好；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、宏大爆破。

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。

证券行业：创业板注册制改革落地，券商迎发展新机遇

投资建议：长期来看，政策制度变革持续推进，资本市场改革、金融市场对外开放、基金投顾试点等持续深化，券商分类评价规则优化进一步推动行业竞争格局变化和长期 ROE 中枢提升，券商阿尔法将明显提升，建议关注东方财富、中信证券、华泰证券、中金公司。此外交易制度变革将为金融 IT 公司带来机遇，建议关注恒生电子、同花顺、财富趋势。

风险提示：1）二级市场成交量大幅下行；2）金融监管政策趋紧。

电力设备与新能源行业点评：5 月销量点评：整体温和恢复，特斯拉强势增长

欧洲政策持续超预期，下半年销量重回爆发式增长；特斯拉 5 月销量超预期，下半年产能爬坡+新车型交付，销量持续攀升，一路高歌猛进；国内 toc 需求开始释放，3 季度 tob 端改善带动销量回暖，7 月行业排产或显著改善；而看 21 年国内外政策+新车型驱动，均为销量大年。我们继续看好电动车投资机会，强推欧洲电动车和特斯拉产业链，重点推荐布局中游龙头。

食品饮料：端午错位略有扰动，部分行业增速有所回落

白酒：酒企线上竞争加剧，线下线下融合趋势不改。啤酒：青啤加速“触网”，行业线上销售聚焦中高端。

推荐个股及其他点评

姚记科技（002605）：收购芦鸣科技剩余 88%股权，围绕字节跳动形成流量闭环

基于芦鸣科技的并表，以及出售上海嘉定工业用地产生 6200 万净利润的公告，我们上调对于公司的业绩预测，预计 2020-2022 年公司收入分别为 30.10/39.83/46.36 亿元，同比增长 73.3%/32.3%/16.4%，归母净利润 12.04/9.24/11.24 亿元，同比增长 249.2%/-23.3%21.7%，对应 PE 分别为 11.56/15.07/12.39。公司转型游戏成效显著，广告变现稳步推进，收购芦鸣科技形成流量闭环，将进一步贡献业绩增量，我们维持公司“买入”评级。

玉禾田（300815）：高价中标深圳环卫一体化项目，与物业管理领先企业达成合作携手开拓环卫市场

与物业管理领先企业雅生活服务达成战略合作，加速开拓环卫一体化市场。双方就环卫一体化项目开发和运营事宜达成合作意向，建立战略合作伙伴关系，合作内容包括联合开发环卫一体化项目、充分发挥各自资源实现信息共享。（1）公司深耕环卫服务市场，管理优势突出。19 年公司 ROE 为 37.30%，较同业均值高出 13.86pct。主要系：a）精细化管理降本增效，近年来环服毛利率显著领先同行，19 年同增 2.54pct 至 24.58%，领先同行均值 2.74pct。

分众传媒（002027）：经营波动与竞争格局的双重周期

我们预计公司 2020/2021/2022 年收入分别为 108.73/135.66/151.74 亿元，同比增长-10.41%/24.77%/11.85%，归母净利润分别为 22.04/34.43/44.41 亿元，分别同比增长 17.5%/56.2%/29.0%，对应 PE 分别为 35.03/22.42/17.38 倍。当前公司基本面受疫情影响处于底部区间，且盈亏平衡点已下移，预计随着疫情好转，公司业绩会展现比以往更大的弹性，我们维持公司“买入”评级，建议积极布局。

震安科技（300767）：全方位解读建筑减隔震市场空间：降本增值驱动当下，多维需求构筑未来

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.51 亿元、2.30 亿元和 3.34 亿元，当前股价对应 PE 分别为 52 倍、34 倍和 23 倍，考虑到公司在行业内的竞争优势和立法带来的广阔市场空间，维持“买入”评级。

风险提示：公司在建项目的建设进度不及预期；公司市占率下滑的风险；立法落地时间不及预期。

奥飞数据（300738）：收购上海永丽，储备一线城市资源，强化全国重点区域业务部署

我们持续看好奥飞数据未来业绩增长，我们预计 2020 年-2022 年奥飞数据营业收入分别为 9.03 亿元、13.66 亿元以及 18.93 亿元，实现归母净利润分别为 1.59 亿元、2.33 亿元及 3.26 亿元，EPS 分别为 0.80 元、1.17 元及 1.63 元，对应的估值分别为 57 倍、39 倍以及 28 倍，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评：美股回调后能否延续前期涨势？

观点

华尔街的投资组合经理对于今年的美股投资流行着一句说法：你不会因为未能预判 Covid-19 的大流行和 3 月的暴跌而被解雇，但如果在余下的时间里错过了 V 型反弹，那在年底前失业的风险将大大增加。由此可见，在美联储放水的盛宴下，“buynow,askquestionlater”已成为参与此轮美股上涨的基本法则。

然而，本周美国三大股指遭遇 3 月底以来最大幅度的调整。此前纳斯达克指数刚刚创下历史新高，标普 500 指数距离历史高点也仅差 4.5%的涨幅。在此背景下，市场似乎到了 askquestions 的时候，尤其是伴随着第二波疫情在美国有抬头的迹象。如何看待此轮流动性宽松所催生的美股牛市行情？哪些风险因素今后值得密切关注？

在我们看来，由于疫情以来的美股走势已脱离了美国经济基本面，判断此轮美股上涨可持续的关键，在于找寻美联储量化宽松与美股上涨之间的对应关系。在此，我们试提供一个简单的流动性分析框架。

首先，此轮美股上涨对于美联储量化宽松的弹性几何？我们不妨基于历史经验来做一次纵向和横向比较：如图 1 所示，2008 年金融危机以来伴随着美联储历次 QE 的推出，美股均迎来上涨，当前也不例外。图 2 的计算则表明，在美联储这一轮的无限量宽松中，1 美元的货币宽松可以带来约 3 美元的美股市值增加，这一弹性虽不及美联储 Q1 时期，但与 QE2 和 QE3 时期相当。可见当前美联储放水对美股的刺激依然是有效的，并未出现日本央行在 QQE 实施期间出现低效情形（当时 1 日元的货币宽松仅使得日本股市市值的增加不足 0.5 日元）。

其次，当前美联储资产负债表相对美国股市是否过度膨胀？如果是过度膨胀，显然未来美联储继续放水的效果要打一个折扣。如图 3 所示，此轮美联储无限量宽松以来，美联储的总资产规模相对美股市值虽然快速上升，但并未突破历次 QE 的高点，这也从一个层面反映出美国股市对于美联储放水的良好弹性。往后来看，一个值得参考的经验是 QE1 时期：在 2008 年 11 月宣布实施后，与今年 3 月类似，美联储在短时期内通过大规模资产购买计划向市场注入了大量流动性，其总资产相对美股市值比例快速攀升，在 2009 年 2 月升至 0.26 的历史高点，但随后持续回落，反映出美股市值的增加在速度上超过了美联储扩表。

由此可见，至少从目前来看，美联储此轮放水向股市的传导依然良好。我们预计未来数月内美联储的总资产规模将由当前的 7.2 万亿美元扩充至 9 万亿美元以上，从而继续对美股的涨势形成支撑。

今后值得密切关注的风险因素主要有两点：疫情第二波和中美贸易摩擦升级。在我们看来，前者的风险相对可控，后者的影响则难以估量。

我们认为疫情第二波对金融市场的影响可以参照瑞典的经验。如图 4-图 5 所示，瑞典自 5 月底以来的第二波疫情爆发中，国内股市仍然上涨，直到本周才因为美股回调出现下跌。注意到在瑞典这波疫情的爆发过程中，虽然新增确诊病例上升，但新增死亡病例是下降，可见发达国家在应对

请务必阅读正文之后的免责声明部分

第一波疫情的过程中已经实现了“拉平曲线”。

中美贸易摩擦升级的风险则不容忽视。此前中美互加关税在美国经济疲软时均引发美股下跌，随着美国大选日的临近，其对于美股的冲击可能比以往更为严重。

风险提示：美国后续财政刺激减弱、国际地缘政治环境恶化

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

策略专题：美股依然乐观，港股颇具吸引

事件

6 月 11 日美股大跌，三大指数跌幅均超过 5%，恐慌指数大涨 48%，投资者担心市场是否会二次探底

观点

市场下跌是针对前期暴涨行情的结构性回调。我们预计市场交易重心将回到有业绩支撑的科技股

1.过去两周市场提前乐观预期疫情完全结束，经济恢复正常，将注意力从受益于疫情的科技股转移到前期跌幅较大的价值、周期股，如航空、邮轮、零售等，其估值提升速度快于基本面修复

2.散户入场和空头回补是过去两周上涨的两大动因。市场出现 junk rally，垃圾股大涨。高昂的投资者情绪导致前期涨势迅猛的股票波动较大，出现急涨急跌的现象。

3.我们预计市场结构调整，交易重心可能再回到有业绩支撑的科技互联网，特别在 7 月中报来临之际

我们对美股前景仍然乐观，有以下两个原因：

1.不要和美联储作对。Don't fight the Fed. 美联储预计将维持利率在 0 左右至 2022 年。正如华尔街流传的那句话，“只要音乐不停，就不要停止跳舞”。宽松的信贷环境将继续支持市场上涨

2.美国 50 个州已全部在不同程度上重新开放经济活动，投资者担忧经济重启和大规模抗议将导致第二波疫情出现。我们认为，1) 新增病例曲线伴随复工小幅上升再所难免，但不会达到前期疫情的高峰和混乱局势；2)经济一旦开放，再次封锁的可能性较低

港股下半年颇具吸引。标的选择上，综合行业分析师的研究成果，我们推荐美团、小米

1.《国安法》引起美国“制裁”利空已出尽，香港国际金融中心地位难以撼动

1）香港不会实施外汇管制，受《基本法》保护，港币可自由兑换，资金可自由进出。

2）联系汇率制度是香港自设机制。极端的情况是美国把香港银行业剥离

请务必阅读正文之后的免责声明部分

SWIFT 体系。目前只有朝鲜和伊朗被禁，应用于香港的机会不大

3）任何的限制性措施，必然损害美国服务业（金融）在港的庞大利益，损人不利己

2.网易、京东 6 月回归受热捧。中概股相继回归为港股带来优质标的，提升市场活跃度，香港交易所受益

3.没有资本外流。港币对美元汇率 6 月 9 日再次触及 7.75 强方兑换保证，这显示已有资金流入香港

4.恒指估值现处于 10.5 倍市盈率水平，低于 2010 年以来十年估值中枢 11.7 倍

风险提示：疫情在美国二次爆发，经济复苏不及预期，美国将香港银行剥离 SWIFT 体系，中概股全面退市

（证券分析师：陈李　证券分析师：张良卫　研究助理：郭天瑜　研究助理：张飞鹏）

固收金工

固收周报：一周策略：央行信用扩张延续主旋律，国内政策进入实施调整期（2020 年第 22 期）

观点

专题：6 月美联储议息会议点评：美联储公布了最新的利率决议，将法定准备金和超额准备金的利率维持在 0.10%；将主要信贷利率确定为现有的 0.25%；至少以目前的速度增加美国国债，机构抵押支持证券和机构商业抵押支持证券的系统公开市场账户持有量。

利率债：本周五 1 年期国债收益为 2.0505%，较上周下行 2.97BP。10 年期国债收益率 2.7451%，较上周下行 10.24BP。展望后期：从基本面来看，市场对于经济回暖的乐观预期开始边际走弱，5 月份房地产和发电耗煤等高频数据相比于 4 月有明显改善，然而 6 月以来，发电耗煤的回落和南方洪涝灾害频发对于生产活动的负面影响表明疫情结束后的复工复产带来的复苏可能已经接近尾声，利率上行驱动因素不足。从货币政策来看，在 6 月 12 日发布的国务院关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见中，再次强调了稳健的货币政策要更加灵活适度，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行，市场对于货币政策宽松的预期开始升温，有助于利率的下行。整体而言，目前经济前景仍不明朗，市场对于新的货币政策工具保持观望态度，短期内利率仍处于震荡期。

信用债：总体来看，本周一级市场逆转月初颓势，三大指标均有较大幅度回升，其中净融资额增势明显。二级市场的交易量同样逆转下降趋势，转而大幅增加，其中短融和中票的交易量增幅较大。信用利差方面，本周除 5 年期外的其余期限各类信用债的信用利差均保持扩大趋势。分行业看，本周各行业债券交易量相比上周大幅增加，但仍未恢复此前高位。其中，公用事业涨幅最大，处于高位运行，材料行业同样涨幅显著，交

请务必阅读正文之后的免责声明部分

易量排位超过能源行业。

可转债：近期美股高位回调风险加大，引发避险情绪。5 月 28 日，全国“两会”落下帷幕，宏观政策调节力度加大，经济秩序逐渐恢复。上周央行开展逆回购续作，公开市场净回笼 4500 亿元。同时，6 月 1 日，央行创新直接针对实体的新货币政策工具，包括普惠小微企业信用贷款支持计划等，政策中心愈发转向“精准滴灌”。当前可转债整体估值水平，偏股型转债估值水平普遍较高。当前，国内政策进入实施调整阶段，转债市场近一月来波动较大。择券层面，“两会”中，消费板块的政策提升信号最为明显，建议持续关注食品饮料消费、新基建、科技板块的主题。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。投资者参与之前应该做好波动的准备，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，同时仍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：本周经济数据方面，6 月 11 日美国劳工部公布初请失业金人数和续请失业金人数，初请失业金人数 154.2 万，与前值 189.7 万相比有所下降，低于预测值 155 万，续请失业金人数 2092.9 万，高于预测值 2000 万，前值 2126.8 万；美国密歇根大学消费者预期指数 6 月 12 日报 73.1，高于预测值 70.0，也高于前值 65.9，美国密歇根大学消费者信心指数报 78.9，高于预测值 75.0，前值 72.3；美国核心 CPI 月率 6 月 10 日报-0.1%，等于预测值-0.1%，前值-0.4%，美国 CPI 月率报-0.1%，预测值-0.1%，前值-0.8%；英国国家经济社会研究院(NIESR)-GDP 预估 6 月 12 日报-17.6%，低于预测值-15.7%，前值-10.3%，英国 GDP 月率 6 月 12 日报-20.4%，低于预测值-18.7%，前值-5.8%。

风险提示：利率债：货币政策超预期；经济复苏超预期；海外疫情好转情况不及预期。信用债：疫情影响持续，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）

固收周报：利率债周报：货币政策宽松预期上升，经济复苏预期边际走弱（2020 年第 22 期）

观点

本周债市点评及债市策略：本周（6.08-6.14）央行公开市场净投放 2000 亿元，下周（6.15-6.21）央行公开市场有 4200 亿逆回购到期，MLF 回笼 2400 亿元。从资金面来看，本周 Shibor 隔夜、DR001、R001 均值较上周有所下行。收益率方面，短端和长端下行。本周五 1 年期国债收益为 2.0505%，较上周下行 2.97BP。10 年期国债收益率 2.7451%，较上周下行 10.24BP。展望后期：本周利率下行的原因可从基本面和政策面进行分析。首先从基本面来看，市场对于经济回暖的乐观预期开始边际走弱，5 月份房地产和发电耗煤等高频数据相比于 4 月有明显改善，然而 6 月以来，发电耗煤的回落和南方洪涝灾害频发对于生产活动的负面影响表明疫情结束后的复工复产带来的复苏可能已经接近尾声，利率上行驱动因素不足。其次从货币政策来看，在 6 月 12 日发布的国务院关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见中，再次强调了稳健的货币政策要更加灵活适度，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行，市场对于货币政策宽松的预期开始升温，有助于利率的下行。整体而言，目前经济前景仍不明朗，市场对于新的货币政策工具保持观望态度，短期内

请务必阅读正文之后的免责声明部分

利率仍处于震荡期。

一、二级市场回顾：本周（6.08-6.14）一级市场发行 42 只利率债，实际发行总额 3420.10 亿元，较上周增加了 509.12 亿元；总偿还量 1616.10 亿元，较上周增加了 960.24 亿元；净融资额 1804.00 亿元，较上周减少 442.12 亿元。本周 DR007 下行 2.85BP，R007 上行 6.30BP，SHIBOR 隔夜利率为 1.5290%，较上周下行 5.30BP；SHIBOR1 周为 2.0160%，较上周上行 2.90BP；SHIBOR2 周为 1.8590%，较上周上行 15.40BP；SHIBOR3 月为 1.9560%，较上周上行 36.20BP。

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 7 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 332.91 万平方米，较上周减少 100.16 万平方米。国内乘用车市场零售同比增速有所下跌。截至 6 月 7 日，市场日均零售 2.57 万台，同比增速为-10.00%，较前值有所下降，跌为负值。本周除螺纹钢外，主要钢材价格均有所上涨，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增长。截至 6 月 11 日，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 0.70%，铅价回升 2.18%，铜价回升 6.32%，铝价回升 2.88%。

本周通胀观察：蔬菜价格继续小幅上涨。截至 6 月 12 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 112.63，较上周上升 0.55%；山东蔬菜批发价格指数收于 90.84，较上周上升 0.62%。6 月 12 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 134.32 点，较上周下行 3.43%；南华工业品指数收于 2,151.11 点，较上周下行 0.73%。

风险提示：货币政策超预期；经济复苏超预期；海外疫情好转情况不及预期。

（证券分析师：李勇）

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 6 支可转债发行，总发行量为 67.96 亿元，较上周增加 7.83 亿元；无可转债偿还，总偿还量较上周持平；净融资额 67.96 亿元，较上周增加 7.83 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 25 家公司可转债有新进展，其中 5 家公司通过了董事会预案，10 家公司通过了股东大会；3 家公司通过了发审委；7 家公司通过了证监会核准，分别为文科园林、联诚精密、淳中科技、塞力斯、国城矿业、瑞达期货、科华生物，行业分别属于园林工程Ⅱ、汽车零部件Ⅱ、计算机设备Ⅱ、医药商业Ⅱ、工业金属、多元金融Ⅱ、医疗器械Ⅱ，涉及发行规模分别为 9.50 亿元、2.60 亿元、3.00 亿元、5.43 亿元、8.50 亿元、6.50 亿元、7.38 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场小幅震荡，指数走势上升，上证综指下跌 0.38%，沪深 300、创业板指、中小板指分别上升 0.05%、1.86%、0.98%，债转股指数上升 0.96%；本周可转债指数下跌，上证转债、深证转债、中证转债指数本周跌幅分别为 0.50%、0.04%、0.35%。

从申万行业指数的角度来看，本周各行业涨跌参半。涨幅最大的五个行

请务必阅读正文之后的免责声明部分

业分别为休闲服务、传媒、医药生物、商业贸易、电气设备，上涨幅度分别为 6.96%、3.63%、3.57%、1.99%、1.51%；跌幅最大的五个行业分别为公用事业、非银金融、银行、建筑装饰、农林牧渔，下跌幅度分别为 1.25%、1.52%、1.57%、1.72%、2.62%。

可转债存续债券中，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、电气设备、医药生物。从申万行业指数可知，本周医药生物、电气设备表现较好，呈涨幅趋势；银行、公用事业及化工呈涨跌幅趋势。

从个券涨跌幅可以看出，可转债涨跌情况与级别相关性较差，本周延续上周低级别可转债变动幅度较大的特点；与股指表现类似，医药生物本周表现尚可。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。按可转债活跃度统计可知，，本周市场最活跃的前五支可转债分别为国轩转债、振德转债、龙蟠转债、新天转债、模塑转债。

股票价格已经超过转换平价的转债共计 24 支。

截至 2020 年 6 月 13 日，可转债的纯债溢价率中位数为 23.48%，转股溢价率的中位数为 19.98%，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 4,930.31 万股，其中高能转债本周转股数为 924.96 万股，占全部转股数的 18.76%。从累计转股比例来看，截至 2020 年 6 月 13 日，19 派雷 E1 和广电转债累计转股比例分别为 100%和 91.07%。

（1）近期美股高位回调风险加大，引发避险情绪。宏观政策调节力度加大，经济秩序逐渐恢复。上周央行开展逆回购续作，同时创新直接针对实体的新货币政策工具，政策中心愈发转向“精准滴灌”。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）择券层面，“两会”中，消费板块的政策提升信号明显，建议持续关注食品饮料消费、新基建、科技板块的主题。可转债对投资者的风险承受能力要求较高。参与之前应该做好波动的准备，当前以平衡性标的为主要投资策略，同时仍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）

固收周报：中长期信用债收益率下降，信用利差总体扩大

事件

本周（6 月 8 日-6 月 14 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 217 支，总发行量 2,115.80 亿元，较上周增加了 844.95 亿元，总偿还量 1,444.15 亿元，较上周增加了 496.84 亿元，净融资额 671.65 亿元，较上周增加了 348.11 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、企业债和公司债的发行利率较上周均有一定程度的下降，中票的发行利率较上周有一定程度的上升。短融的发行利率的下降幅度为 41.73BP，中票的发行利率的上升幅度为 28.94BP，企业债的发行利率的下降幅度为 233.38BP，公司债的发行利率的下降幅度为 3.57BP。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

银行间和交易所信用债合计成交 4,579.45 亿元，总成交量较上周 989.83 亿元增加了 3589.62 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 1,758.41 亿元、2,389.58 亿元、293.90 亿元、137.56 亿元。

国债收益率：本周所有期限的国债到期收益率均呈下降趋势。具体来看，截至 6 月 12 日，1 年期国债收益率为 2.0504%，较上周 2.0801%下降 2.97BP。3 年期国债收益率为 2.2931%，较上周 2.3856%下降了 9.25BP。5 年期国债收益率为 2.4960%，较上周 2.5258%下降了 5.68BP。7 年期国债收益率为 2.7850%，较上周 2.9000%下降了 11.5BP。10 年期国债收益率为 2.7451%，较上周 2.8475%下降了 10.24BP。

各类信用债收益率呈现，本周除 1 年期外，其余期限的信用债收益率均主要呈下降趋势；除 5 年期外，其余期限的各类信用债的信用利差均主要呈扩大趋势；除 5 年期和 7 年期外，其余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 1,755.11 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 712.19 亿元、506.72 亿元、391.82 亿元、327.65 亿元、284.55 亿元和 137.33 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：一级市场上逆转月初颓势，三大指标均有较大幅度回升，其中净融资额增势明显。二级市场的交易量同样逆转下降趋势，转而大幅增加，其中短融和中票的交易量增幅较大。信用利差方面，本周除 5 年期外的其余期限各类信用债的信用利差均保持扩大趋势。分行业看，本周各行业债券交易量相比上周大幅增加，但仍未恢复此前高位。其中，公用事业涨幅最大，处于高位运行，材料行业同样涨幅显著，交易量排位超过能源行业。

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（2020.06.08 -2020.06.14）

事件

负面信息：本周（6 月 8 日-6 月 14 日）负面信息共 4 条。重点关注：众信旅游集团股份有限公司被联合评级列入负面观察名单；凯撒同盛发展股份有限公司主体评级被中诚信国际下调至 BBB，前次评级为 AA-；青海盐湖工业股份有限公司发行的“15 盐湖 MTN001”本息未按时兑付；张家界市经济发展投资集团有限公司被联合资信列入评级观察名单。

取消发行：中国光大绿色环保有限公司取消发行 5 亿元；苏州吴中国太发展有限公司取消发行 2.5 亿元；柳州东通投资发展有限公司取消发行 3 亿元；毕节市碧海新区建设投资有限责任公司取消发行 7 亿元；水发集团有限公司取消发行 3 亿元；南京溧水城市建设集团有限公司取消发行 4

请务必阅读正文之后的免责声明部分

亿元；南京建邺国有资产经营集团有限公司取消发行 5 亿元；江苏武进经济发展集团有限公司取消发行 5 亿元；绍兴市上虞城市建设集团有限公司取消发行 5 亿元；湖州市城市投资发展集团有限公司取消发行 4 亿元；云南省能源投资集团有限公司取消发行 20 亿元；泸州汇兴投资集团有限公司取消发行 3 亿元；上海世茂股份有限公司取消发行 5 亿元；广州国资发展控股有限公司取消发行 15 亿元；中国光大水务有限公司取消发行 12 亿元；西安兴航城乡建设发展有限公司取消发行 11.5 亿元；兰州新区商贸物流投资集团有限公司取消发行 8 亿元；宁波溪口雪窦山风景名胜区开发建设有限公司取消发行 2.5 亿元；黄石市众邦城市住房投资有限公司取消发行 10 亿元；湖南省高速公路集团有限公司取消发行 10 亿元；重庆市双桥经济技术开发区开发投资集团有限公司取消发行 5 亿元；伊宁市国有资产投资经营(集团)有限责任公司取消发行 5 亿元。

持有人会议：武汉新港建设投资开发集团有限公司于 2020 年 6 月 8 日召开“19 武汉新港 MTN001”2020 年第一次债券持有人会议；奥瑞金包装股份有限公司于 2020 年 6 月 10 日召开“16 奥瑞金”2020 年第一次债券持有人会议；天广中茂股份有限公司于 2020 年 6 月 11 日召开“16 天广 01”2020 年第一次债券持有人会议；凯撒同盛发展股份有限公司于 2020 年 6 月 11 日召开“17 凯撒 03”2020 年第一次债券持有人会议；北京立思辰科技股份有限公司于 2020 年 6 月 11 日召开“17 立思 01”2020 年第一次债券持有人会议；山东如意科技集团有限公司于 2020 年 6 月 12 日召开“19 如意科技 MTN001”2020 年第二次债券持有人会议。

其他关注信息：金地集团称“18 金地 05”回售金额为 0 元；中交第二航务工程局有限公司公告称公司涉及重大诉讼、仲裁；福建省电子信息(集团)有限责任公司公告涉及重大诉讼进展；旭辉集团股份有限公司公告称公司涉及重大诉讼；惠誉称出于商业原因撤销牡丹江城投集团“BB-”长期本外币发行人评级；因担保合作业务违规，农业银行重庆分行两支行分别被罚 30 万元；中交集团成功簿记发行国内首单桥梁基础设施类 REITs；呼和浩特春华水务开发集团：被列入失信被执行人；四川金融控股集团公告重要子公司涉及重大诉讼(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）

固收周报：联储长鸽 V 型难现，二波疫情困局渐进

观点

本周经济数据观点：本周经济数据方面，6 月 11 日美国劳工部公布初请失业金人数和续请失业金人数，初请失业金人数 154.2 万，与前值 189.7 万相比有所下降，低于预测值 155 万，续请失业金人数 2092.9 万，高于预测值 2000 万，前值 2126.8 万；美国密歇根大学消费者预期指数 6 月 12 日报 73.1，高于预测值 70.0，也高于前值 65.9，美国密歇根大学消费者信心指数报 78.9，高于预测值 75.0，前值 72.3；美国核心 CPI 月率 6 月 10 日报-0.1%，等于预测值-0.1%，前值-0.4%，美国 CPI 月率报-0.1%，预测值-0.1%，前值-0.8%；英国国家经济社会研究院(NIESR)-GDP 预估 6 月 12 日报-17.6%，低于预测值-15.7%，前值-10.3%，英国 GDP 月率 6 月 12 日报-20.4%，低于预测值-18.7%，前值-5.8%。

策略分析

请务必阅读正文之后的免责声明部分

美国：美联储过于鸽派的态度叠加市场对潜在的第二波经济衰退的担忧，引发市场恐慌情绪显著升温，研判短期内市场或主要受避险情绪支配。短期来看美债长端收益率或维持前期震荡走低格局；美元在前期小幅走低的行情后，短期来看或存在支撑；美股或延续本周回调格局；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，受日本政府宣布多地区解除紧急状态，日本疫情进入“打地鼠”状态，以及财政刺激加码等方面影响，日元或伴随美元走弱而短期出现升值压力；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，疫情防控方面欧美疫情对称性风险敞口，由于先发先控欧洲方面风险敞口边际收窄；另外，欧洲财政一体化伴随德国倒戈迈出坚实一步，欧央行资产购买计划近翻番至 1.35 万亿欧元规模，财政、货币政策双驱动迎来利好，欧元短期内或进一步保持一定程度的韧性；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，疫情仍在全球范围传播，但对于市场资产定价的影响边际下降，同时部分发达经济体已经陆续重新开放经济，原油需求有所回升，OPEC+也顺利延长减产协议，但美国原油库存数据录得大幅增长，市场依然担忧美国存在疫情“二次感染”的风险，油价承压；但是长期来看，疫情进一步减缓后市场需求预计将有所回升，但是美国的原油库存依然处于相对高位，OPEC+减产力度也边际下降，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，虽然对于能源行业投资减少会导致原油在相对长期供给减少，但是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，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，同时美股指数的高企引发投资者对于其再度回落的担忧，在众多不确定性下避险与投机需求博弈，金价预计延续高位震荡；长期来看，全球经济依然处于下行阶段，全球货币宽松环境长期有望延续，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，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，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）

固收点评：5 月物价数据点评：CPI 通胀继续修复，PPI 通缩有所改善

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件

数据公布：2020 年 6 月 10 日，国家统计局公布 2020 年 5 月份 CPI 和 PPI 相关数据：（1）5 月 CPI 从 4 月的 3.3%下降至 2.4%。（2）5 月 PPI 跌至 -3.7%，前值-3.1%。

观点

CPI：5 月 CPI 趋势下行，食品项跌幅超预期。从同比角度来看，食品类上涨 10.6%，非食品类上涨 0.4%。5 月 CPI 同比月较 4 月有所下降。从数据上来看，食品通胀回落明显，5 月份 CPI 食品价格同比增速从 4 月的 14.8%下降到 10.6%，涨幅回落 4.2 个百分点，是 CPI 回落的主要原因。从环比角度来看，食品类下降了 3.5%，非食品类与上月持平。食品中鲜菜和畜肉类环比下降较大，分别为 12.5%和 5.7%，同时分别贡献了 0.33%和 0.41%的 CPI 降幅(其中猪肉价格下降 8.1%，贡献约 0.37%)。其余分项涨跌互现，但贡献普遍较小。总体来说 5 月份食品项价格超预期回落以供给端为主导因素，而非食品类则由于居民可选消费意愿较弱导致需求端不足。

PPI：5 月 PPI 通缩边际缓解，原油价格反弹超预期。5 月 PPI 通缩边际缓解，从同比角度来看，5 月 PPI 从 4 月的-3.1%下降到-3.7%，跌幅为 0.6 个百分点，小于前值 1.6 个百分点。生产资料价格同比下降 5.1%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点，贡献约 3.79%的 PPI 降幅。环比角度来看，5 月 PPI 下降 0.4%，较前值收窄 0.9%。生产资料价格跌幅为 0.5%，缩小 1.3 个百分点，贡献约 0.36%的 PPI 降幅。其中，采掘工业、原材料工业，加工工业价格分别下降 1.7%、1.1%、0.2%。生活资料价格环比下降 0.3%，降幅比上月扩大 0.2 个百分点，贡献了 0.07%的 PPI 降幅。PPI 总体来说受国际原油价格、中下游工业品国内需求使通缩压力有所缓解。短期 PPI 依然在负值区间但以企稳为主，长期价格动力仍需关注国内外需求以及国际油价恢复趋势。整体而言，5 月物价指数符合市场预期，但未来不确定性有所体现。

展望后期：CPI 方面预计未来将会出现“一降一缓”的局面，总体处于缓步下行通道。食品方面菜价、猪价跌势仍在，其中供给增量占主导地位，但是需注意供给增量逻辑下又暗藏餐饮需求回补。总体来说预计食品价格后续稳中有降，跌幅收窄。非食品方面，武汉核酸普查告捷、文旅部宣布彻底开放除中高风险及境外旅游将会提高消费者对非食品等可选消费的消费意愿。未来非食品数据向月度均值收敛，可选消费需求逐步修复，预计非食品价格后续以稳为主。PPI 方面预计工业品物价整体止跌企稳，处于 U 型反弹底部。两条主线支撑工业品价格：国内方面，5/22 两会表明财政增量倾斜基建，项目储备与资金供给充足，重点基建项目基本全部复工，待财政资金拨款到位将推动基建需求带动中下游工业品价格。国际方面，需求端部分发达经济体经济重启，供给端 OPEC+减产协议落地两者共同为 PPI 形成支撑，但是需注意 PMI 新出口订单表明目前国际主线工业品需求端改善并不明朗。预计生产资料价格后续以 U 型触底反弹为主，不排除爬升节奏缓慢或回落可能性。

风险提示：旅游业开放增加防疫难度，“稳就业”进度不及预期，国内企业利润、国外需求恢复受阻。

（证券分析师：李勇）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固收月报：零利率下限仍有效，金砖四国继续发力

事件

欧美日英货币政策：（1）5 月 28 日，欧盟委员会通过 7500 亿欧元的抗疫复苏法案，并酝酿未来 7 年总值 1.1 万亿欧元的欧盟预算及抗疫复苏基金；（2）5 月 7 日，英国央行公布最新利率决议，维持基准利率 0.1%不变，预计 2021 年平均基准利率为 0.1%，并且维持 6450 亿英镑债券购买规模不变，经济预期方面，英国央行准备好采取必要措施支撑经济，预计英国 2020 年第二季度 GDP 增速预期为-25%，对 2020 年 GDP 增速预期为-14%；（3）5 月 22 日，日本央行破例举行紧急政策会议，宣布准利率维持在-0.1%不变，将 10 年期国债收益率目标维持在 0%附近不变，同时公布了新贷款计划的细节，通过金融机构向中小企业提供融资，总规模为 30 万亿日元；（4）5 月 7 日，挪威央行委员会一致决定再次降息至 0%，创下历史最低利率水平，但同时明确排除了进一步降息的可能性，就经济前景而言，挪威央行预测 2020 年 GDP 为-5.2%，2021 年为 3%；（5）5 月 13 日，新西兰联储召开货币政策委员会会议，宣布维持基准利率在 0.25%不变，但扩大量化宽松规模至 600 亿，并准备好进一步下调现金利率，不排除未来实施负利率，预计 2020 年第二季度 GDP 萎缩 21.8%，预计 2021 年第一季度年通胀率为-0.4%。

金砖国家（除中国外）货币政策：（1）5 月 22 日，印度央行货币政策委员会提前召开会议，将政策利率从 4.4%降低 40 个基点至 4.0%，边际利率和银行利率则从 4.65%降至 4.25%，反向回购利率从 3.75%降至 3.35%，改善市场和市场参与者功能，将对印度小型工业发展银行（SIDBI）的 1500 亿再融资延长 90 天；（2）俄罗斯央行行长在讲话中表示，未来有进一步降息的空间，在六月份的议息会议上将考虑是否将关键政策利率下调 100 个基点，但俄罗斯整体流动性状况良好，没有提供流动性工具的需求；（3）巴西央行货币政策委员会在 5 月 5-6 日召开会议，将政策利率超预期下调 75 个百分点至 3%；（4）南非央行行长莱塞特亚·卡尼亚戈 21 日宣布，下调回购利率 50 个基点至 3.75%，至历史最低水平，并将今年经济增长预期下调至负 7.0%。

其他 G20 国家货币政策：（1）5 月 28 日，韩国央行下调基准利率 25 个基点至 0.5%，经济增长预期下调至-0.2%，由于石油产品和公共服务价格下降以及农产品、牲畜和渔业产品价格增长放缓，韩国消费价格通胀已经明显放缓至 0%以下的水平，核心通胀率也已降至 0%以下的区间；（2）澳洲央行五月仍旧维持其目标利率不变，该行准备再次扩大债券购买规模，维持 3 年期澳大利亚政府债券（AGS）收益率在 0.25%，直到实现充分就业和通货膨胀目标方面取得进展之前，这一目标将保持不变。

观点

发达经济体货币政策界限感凸显：综合来看：（1）伴随货币空间相对较大的美联储在 3 月份倾囊而出，欧美日英的货币政策界限感更加凸显，下一步释放活力或主要来自于国内疫情防控效果较弱的新兴经济体；（2）美国相较其他全球主要国家降息幅度较大，但美元仍相对坚挺，兑美元来看，欧元贬值-0.05%，英镑贬值-3.33%，日元升值+0.32%，反应出一方面低息美元凸显出作为避险货币的属性，另一方面联储作为美元资产的最终托底方，购买规模之巨；（3）伴随全球经济停滞，全球贸易量同结算美元的流通速度同步下滑，“美元荒”或进一步加剧，新兴市场国家“筑堤”操作或限制未来宽松的货币政策空间。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情防控失策超预期；（3）民粹反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

公用事业跟踪周报：新疆水泥价格如期上涨，再次强调重视新疆基建板块

新疆水泥价格如期上涨，再次强调重视新疆基建板块，建议关注【天山股份】。

根据中国水泥网的消息：1）伴随着 5、6 月份以来新疆北部市场需求逐渐恢复，乌鲁木齐、昌吉地区需求同比去年上涨 10%-20%。2）同时经过多方协商，区域电石渣熟料置换事项及博尔塔拉蒙古自治州博乐方向产销过剩导致低价竞争问题达成统一解决意见。

受此影响，12 日起区域主导企业天山水泥尝试通知恢复性上调 42.5 级水泥出厂价格 100 元/吨，涨幅超过 20%；其余同业预计下周将陆续跟进。若本轮上调成功，乌昌周边地区水泥价格也将陆续跟随回涨。建议关注新疆基建相关标的【天山股份】。

政策持续催化：1）5 月 17 日，中共中央、国务院发布《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，明确提出强化基础设施规划建设。提高基础设施通达度，加强横贯东西、纵贯南北的运输通道建设，强化资源能源开发地干线通道规划建设，加快川藏铁路、沿江高铁、渝昆高铁、西（宁）成（都）铁路等重大工程规划建设，打通断头路、瓶颈路，加强出海、扶贫通道和旅游交通基础设施建设，加强综合客运枢纽、货运枢纽（物流园区）建设。完善国家物流枢纽布局，加强航空口岸和枢纽建设，合理规划建设一批重点水源工程、江河湖泊骨干治理工程和大型灌区工程，加强大中型灌区续建配套与现代化改造、中小河流治理和病险水库除险加固、抗旱水源工程建设和山洪灾害防治等。2）我们通过走访新疆当地水泥、钢铁、交建等相关公司，了解到今年以来公路水泥机场等大型基建项目新增 30-40 个，显著高于往年同期，后续预计会有基建相关的具体投资项目和金额落地。

数据全面验证：1）水泥：发货量持续暴增。1-3 月份，受疫情影响新疆地区水泥发货量同比下滑 50%-60%之间，4 月份开始，基建需求爆发，1-4 月份，新疆地区水泥发货量同比下滑 20%-30%之间，5 月份需求爆发趋势仍在持续，1-5 月份，新疆地区水泥发货量同比增长 5%-10%，预计全年发货量同比增长 10%左右。2）钢铁和基建。螺纹钢价格：2020 年 4 月以来，新疆乌鲁木齐地区螺纹钢价格从 3520 元/吨上涨至 3940 元/吨，上涨幅度达到 11.93%；尿素开工率：2020 年 2 月以来，新疆尿素开工率从 43.05%上升至 68.94%；基建订单：根据我们走访新疆交建的情况，3-4 月开始复工复产，新增 30-40 个公路水泥机场项目，同比大幅增加，新增项目有的来自于十三五项目加快进度，有的是来自于十四五规划的提前，预计 7-9 月份开始正式进入旺季。

风险提示：宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱、上网电价受到政

请务必阅读正文之后的免责声明部分

策影响持续下降、NB-IoT 推广速度不达预期等。

（证券分析师：刘博）

环保工程及服务行业周报：持续推荐环卫大行业小公司轻资产，社融增速持续加快供应端改善逻辑加强

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

社融增速持续加快，环保供应端改善逻辑加强。央行公布 5 月社融数据，5 月社会融资规模增量为 3.19 万亿元，比上年同期多 1.48 万亿元。5 月末社会融资规模存量为 268.39 万亿元，同比增长 12.5%，较 4 月增速提高 0.5pct。社融增速加快，环保行业供应端改善逻辑加强。

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。

生态环境部积极服务落实“六保”任务坚决打赢打好污染防治攻坚战。《关于在疫情防控常态化前提下积极服务落实“六保”任务坚决打赢打好污染防治攻坚战的意见》印发，确保 20 年底实现污染防治攻坚战阶段性目标，要求 1）坚持统筹兼顾；2）坚持精准治污；3）坚持科学治污；4）坚持依法治污；5）坚持全面推进；6）坚持夯实基础。

《全国重要生态系统保护和修复重大工程总体规划（2021-2035 年）》印发，布局指导黄河、长江重点生态区生态保护和修复工程。国家发改委、自然资源部发布《规划》，对黄河、长江重点生态区等重大工程的建设做出了布局和指导，其中，长江重点生态区布局了 8 个重点工程，黄河重点生态区布局了 5 个重点工程。

垃圾分类持续推进，浙江/湖南要求 2022/2025 年垃圾分类全覆盖。1）湖南省人民政府印发《湖南省地级城市生活垃圾分类工作实施方案》，要求 2025 年底，全省地级城市基本建成生活垃圾分类处理系统。2）浙江省召开全省生活垃圾治理攻坚大会，要求 2022 年底，基本实现全省城乡生活垃圾分类全覆盖，全面实施生活垃圾强制分类制度；2025 年底，生活拉圾治理体系和治理能力基本实现现代化。

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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：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；玉禾田深度报告：市场化&大环卫带来成长红利，卓越管理能力助力业绩高增

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）

以泡泡玛特为例看“潮玩”经济：玩具不止“盲盒”，IP 变现新潮流

投资要点

从互联网平台发展看“潮玩 IP 经济”——从头部互联网平台发展来看，供给端优质资源是其长久发展的基石，如淘宝天猫的发展得益于丰富的商户资源带动用户聚集形成网络效应；美团能不断壮大，前期帮助其获取商户的地推团队功不可没；视频社区 B 站的快速破圈更离不开那些优质 UP 主。相似的，在盲盒经济中，优质 IP 产品是决定其销量的核心，因此能否聚集上游优质创作资源是决定其未来发展的关键。

IP 变现马太效应显著，IP 端具有优势的玩家将受益。泡泡玛特拥有 85 个 IP，其中当红 IPMolly2019 年贡献收入 4.56 亿元，占总收入 26%，占自有 IP 收入 73%，IP 的重要性不言而喻。截止 2019 年，泡泡玛特市占率为 8.5%，CR5 合计市占率不足 23%，行业处于高度分散阶段。我们认为，由于潮玩 IP 销售马太效应显著，未来，整体行业集中度将进一步提升，在 IP 端具有先发优势的企业将受益。

“葩趣”社区效应加持，打造潮玩界“B 站”：泡泡玛特创建“葩趣”社区，奠定其平台化发展基础：1）从用户角度：用户除了分享和购买潮玩之外，还自发产生了“改娃”，“摄影”和“二手交易”等衍生活动，形成一个独特的“潮玩爱好者”圈层和交流方式；从某种意义上和早期 B 站以特有的二次元文化聚集当时还是“小众”的二次元用户有异曲同工之处，皆为基于某一“爱好”而形成的独特圈层，有利于培养用户粘性，提升产品复购率；2）从 IP 运营角度：IP 选择本质是对设计师持续创作优质能力的选择，但能聚集设计师资源是基础，良好的创作社区是吸引优质创作者的利器。B 站的成功离不开持续上传高质量 PUGV 视频的 up 主；类似的，“葩趣”上聚集了国内大量原创潮玩设计师和用户，为 IP 创作者提供了一个优质的宣发渠道和同好交流平台。

投资建议：“潮玩”尚处于发展初期，未来在用户圈层和消费水平方面都具有较大发展空间，据弗若斯特沙利文统计，潮玩行业规模 2019-2024 年均复合增速有望达 30%。我们认为具有以下特点的公司将受益：1）掌握优质 IP 资源：由于 IP 是决定潮玩销售的核心因素，同时 IP 变现马太效应显著，未来能够聚集并掌握优质 IP 资源的公司将具有先发优势；2）全产业链布局：国内潮玩行业发展较慢主要由于 IP 创作者/独立工作室缺少优质宣发平台和让产品量产的能力有限，因此未来能够实现由“IP 设

请务必阅读正文之后的免责声明部分

计”——“产品生产”——“销售设计”全产业链布局的公司将受益。基于以上原因，我们予以“潮流玩具”行业增持评级，建议关注个股：泡泡玛特，金运激光。

风险提示：IP 运营不及预期，政策监管风险，供应链风险。

（证券分析师：张良卫　研究助理：郭天瑜）

机械设备：工程机械景气度持续维持超配，新能源浪潮下设备商将率先受益

1.推荐组合

【三一重工】【杭可科技】【迈为股份】【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

【工程机械】各机型景气度持续，维持 Q2 策略建议持续超配工程机械

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%；2020 年 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 2020 年挖机景气度有望持续。

后周期品种将接力挖机高增长：2020-2022 年混凝土机械迎来更新高峰，泵车今年 3 月、4 月销量接连创下新历史新高，预计全年泵车销量旺季有望持续。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。

塔机租赁仍处于高景气：2020 年 5 月份以来庞源租赁周签单量持续创新高，6 月 12 日庞源租赁官网公布的最新周签单量金额达 20047 万元，价格指数较上周有所提升，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。

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。

【锂电设备】欧洲电动化政策持续加码，电动化大趋势下设备商率先受益

欧盟 7500 亿经济复苏计划，绿色电动化为主要方向，德法荷兰希腊已大幅提高电动车补贴，持续至 21 年底。我们认为随着欧洲补贴政策密集落地，车企加速复工复产，终端销量将逐步恢复；欧洲将继续引领全球电

请务必阅读正文之后的免责声明部分

动化率提升。

我们认为在电动化大趋势下，电动化率的提升将拉动车厂、电池厂的大规模投资，设备环节是电动车产业链最先受益的部分。近期大众入股国轩、丰田牵手松下也说明传统龙头整车厂都在加速布局电动化，相关龙头电池厂也将跟进扩产，设备公司有望最先受益。而后道化成分容设备是锂电池生产的最后一道关口，为电池的安全性把关，供应商进入壁垒高，整体利润率高于前中道环节；重点推荐后道设备龙头【杭可科技】，在深度绑定 LG、三星等海外龙头的基础上，有望切入国内龙头供应体系，在电池厂扩产周期下将呈现高弹性；其余关注【先导智能】【赢合科技】【璞泰来】。

【光伏设备】行业标准升级，高效产品需求旺盛，推荐弹性高的设备龙头

工信部出台《光伏制造行业规范条件(2020 年本》（征求意见稿），目前仅有一线龙头电池厂能够在年底达到 23%的效率要求，我们认为光伏制造标准的升级将促使先进产能的扩产，并进一步加速向高效技术路线升级。

HIT 电池路线进展顺利，技术迭代带来设备空间可观。据我们了解，通威 HIT 试验线进展卓有成效，效率已达预期，正在跑量阶段。除了 19 年通威、山煤等 4 个试验项目之外，今年来阿特斯、爱康、东方日升等也陆续展开 HIT 布局。我们预计 HIT 随着成本的下降，将成下一代光伏电池的大趋势，按照 5 亿/GW 的投资额有望带来超 500 亿的设备空间，重点推荐弹性高的设备龙头【迈为股份】、【捷佳伟创】。

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：周专题：为什么说 IDC、光模块等新基建板块的景气度和业绩高增的确定性高？

投资要点

本周策略观点：1、互联网公司投资加码新基建：其中，阿里表示未来三年新增 200 万台服务器，并大量投入服务器、芯片等核心技术深度自研。2、中国移动 BRAS&vBRAS 高端路由器，中兴通讯获最大份额。3、近日，阿里与杭州政府签署合作协议，进一步设定数字经济及治理未来规划。数字化生活习惯正在更广泛深入的养成，数字经济的来临将进一步拉大数据处理的供需缺口。4、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；加快 IDC 等新基建建设，是政策所趋，产业所需，我们坚定看好基站基建以及流量基建的投资机会，建议关注 IDC、光模块以及服务器等环节绩优个股。

行业动态及点评：中国移动 BRAS&vBRAS 高端路由器落地，中兴通讯获最大份额；杭州政府与阿里巴巴签署合作协议，加快建设“全国数字治理第一城”；阿里三年投资 2000 亿，深度自研，有望推翻芯片、操作系统、数据库—IT 领域三座大山；全国一网 6 月 30 日挂牌，12 月 30 日完成注资。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

行业前瞻：2020 年 5G 商用大会（2020.6.18）、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）、世嘉科技（002796）、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）、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：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）；云计算：优刻得（688158）网宿科技（300017）；服务器/路由器/交换机：兴森科技（002436）、紫光股份（000938）、浪潮信息（00977）；物联网：中科创达（300496）、移远通信（603236）、移为通信（300590）、高新兴（300098）、佳都科技（600728）；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）。

市场回顾：近一周通信（申万）指数下跌 0.36%；沪深 300 指数上涨 0.05%；行业跑输大盘 0.41pp。东吴通信优选指数近期表现：一周上涨 1.97%，年初至今上涨 39.08%，跑赢通信指数 2.33pp。

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。）指数上涨 4.23%；沪深 300 指数上涨 3.47%；行业跑赢大盘 0.76pp。东吴通信优选指数近期表现：一周上涨 6.54%，年初至今上涨 39.57%，跑赢通信指数 2.11pp。

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：特斯拉市值新高引领全球电动化，光伏高效产品需求旺盛

投资要点

申万电气设备 4883 上涨 1.51%涨幅强于大盘。风电涨 3.84%，光伏涨 3.24%，发电设备涨 1.83%，新能源汽车涨 0.22%，锂电池涨 0.07%，工控自动化跌 0.83%，发电及电网跌 1.19%，核电跌 1.78%。涨幅前五为江淮汽车、力帆股份、湘电股份、亚玛顿、百利科技；跌幅前五为佳云科技、台海核电、麦格米特、晓程科技、智云股份。

行业层面：电动车：中汽协：5 月新能源汽车销售 8.2 万辆，同环比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

-23.5%/+12.2%，产量 8.4 万辆，同环比-25.8%/+3.5%；深圳对纯电动给予 2 万/辆购车补贴，置换补贴 2 万，可叠加使用；英国拟出台新政提振车市，置换补贴最高 6000 英镑；希腊推出电动车补贴，补贴金额为售价 15%；5 月国产特斯拉新能源销量 1.11 万辆，环比+205%，成为国内新能源销量第一；磷酸铁锂版 Model3 已获准在中国生产，ModelY 开始在今加拿大交付，长续航版约 5.97 万美元；马斯克宣布特斯拉开始量产 Semi 电动半挂卡车；特斯拉超越丰田，成为全球市值最高汽车公司；比亚迪汉价格 23-28 万元，5 月 19 日预售至今订单突破 1.5 万台。新能源：南玻拟募集 40 亿元，建设 4 条熔化能力为 1200 吨/天的光伏玻璃生产线；21 省份公示 5 月新增户用光伏项目名单，总装机规模 451.46MW；天合光能在上交所上市；特斯拉上海超级工厂光伏储能项目将配置 4.4kW 光伏。工控&电网：国家电网：经营区全社会用电量同比增长 3.4%，1-5 月公司固定资产投资完成 1124 亿元，同比增长 11.2%，完成年计划的 24.5%；汇川技术 EP700B 数控系统上线；欧盟批准日立对 ABB 电网业务的收购。

公司层面：天合光能：6 月 10 日在上交所科创板上市。杉杉股份：1）拟以 7.7 亿美元收购 LG 化学偏光片业务的 70%股权；2）非公开发行股票不超过 3.37 亿股，拟募集资金不超过 31.36 亿元；3)每股转增 0.45 股，转增 5.052 亿股。晶澳科技：1）截至 2020 年 6 月 9 日，公司已收到晶澳太阳能分红款 12.70 亿元；2）拟以自有资金人民币 13.46 亿元对全资子公司晶澳太阳能进行增资。通威股份：将用于暂时补充流动资金的闲置募集资金 2,000 万元提前归还至募集资金专用账户。信捷电气：减持计划完成，吉峰通过集中竞价累计减持公司股份 120 万股，占总股本的 0.85%。比亚迪：1）“19 亚迪 G1”本付息期票面利率 4.86%，派息额每张 4.86 元；2）“17 亚迪 01”本付息期票面利率 4.87%，派息额每张 4.87 元。宏发股份：股东有格投资可交换债券完成换股 931.48 万股，持股比例被动下降 1.25%，变动后有格投资持股 29.69%。华友钴业：拟向第一期员工持股计划、实控人陈雪华以及不超过 33 名对象非公开发行不超过 3.4 亿股，募集金额不超过 62.5 亿元，用于扩大公司产能；隆基股份：刘学文女士已通过集中竞价方式累计减持公司股份 25 万股。璞泰来：全资子公司卓高新能源取得营业执照。

投资策略:欧洲 5 月电动车注册 4 万台，环比已提升 50%，法国、德国、荷兰、英国相继大幅增加电动车补贴，持续超预期，预计下半年欧洲电动车销量将暴增，特斯拉 5 月中国 1.11 万辆，环增 205%超预期，今年海外销量 130-140 万，同增 25-35%；国内政策落定和地方加码，5 月销 8.2 万，同环比-23.5%/+12.2%，下半年销量拐点明确，全年预期 140 万左右，同增 15%，中游排产 6 月环比有所回暖，预计 7 月加速，全球电动化大趋势明确，新平台新周期，下半年反转明确，强烈推荐特斯拉和欧洲供应链龙头。光伏国内 20 年项目陆续启动，630 抢装开始，竞价和平价项目申报超 30GW，今年装机估计 45-50GW，同增 50-70%，海外光伏需求逐步恢复，海外今年预计 80-90GW，同比持平，全球 120-130GW，同增 5-15%，产业链价格止跌，龙头份额逆势扩张，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。电网投资今年计划上修，逆周期投资急先锋，电网设备龙头向好。风电 19 年并网 25.79GW(+27%)，20 年估计 30GW+，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）、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）、汇川技术（通用自动

请务必阅读正文之后的免责声明部分

化上半年超预期、动力总成全面突破）、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）、晶澳科技（组件一线龙头、Q1 业绩超预期）、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）、恩捷股份（湿法隔膜龙头、LG 等海外客户放量）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、成本优势突出）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、业绩高增长）、国电南瑞（二次设备龙头、电力物联网受益）。建议关注：福斯特、阳光电源、三花智控、新宙邦、当升科技、天赐材料、天奈科技、华友钴业、赣锋锂业、思源电气、嘉元科技、亿纬锂能、麦格米特、天齐锂业、比亚迪、正泰电器、中国宝安、欣旺达、星源材质、福莱特、八方股份、金风科技、许继电气、平高电气、长高集团、长缆科技、国轩高科、国网信通、日月股份、迈为股份、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）

汽车行业月报：疫情后产销首次同比转正

投资要点

产销层面：产批均实现转正，中端消费占比提升

5 月狭义乘用车产量实现 161.1 万辆（同比+10.2%，环比+5.8%），批发销量实现 164.3 万辆（同比+6.3%，环比+9.4%），零售销量实现 150.9 万辆（同比-8.1%，环比+13.4%）。其中，5 月新能源乘用车批发销量 7.0 万辆，依然未转正（同比-25.8%，环比+19.5%），传统乘用车批发销量同比为+8.8%。5 月轿车&SUV 日系品牌市占率环比均小幅上升，自主品牌 SUV 市占率环比小幅下降，轿车市占率基本持平。5 月消费结构变化明显：疫情后高端消费占比首次下降，低端消费占比继续下降，中端消费占比继续上升。重点车企产销层面，5 月丰田+奔驰+宝马+长安表现依然强劲，福特/吉利/长城改善明显。

库存层面：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 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。新能源乘用车 5 月库存增加了 0.8 万辆，2015 年 1 月以来累计为 45.0 万辆，历史高位。主流自主品牌&合资品牌小幅度补库。自主中奇瑞/比亚迪/上汽乘用库存系数较高，合资中上汽大众/上汽通用库存系数较高。

价格层面：5 月折扣率小幅扩大

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。5 月乘用车价格监控结论：折扣率小幅增加。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 11.41%，环比 5 月上旬+0.14pct。2）主要车企 5 月下旬折扣率小幅扩大，折扣率增加超过 0.2pct 的车企有北京奔驰+华晨宝马+上汽通用+吉利汽车。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资建议：大周期的底部位置，配置良机

汽车正处于大周期下底部位置，Q2 为配置良机。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【德赛西威+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：疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期

（证券分析师：黄细里）

汽车行业周报：6 月第一周批发同比+60%，配置时机已至

投资要点

每周复盘

SW 汽车上涨 0.3%，跑赢大盘 0.0%。除 SW 汽车零部件Ⅲ外，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，排名靠前。估值上，SW 汽车板块整体有所上涨，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 1-7 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 1-7 日乘用车零售销量日均 25,725 辆，同比下降 10%。6 月 1-7 日乘用车批发销量日均 33,773 辆，同比上升 60%。

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：5 月下旬折扣率微幅增加。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。5 月下旬乘用车价格监控结论：折扣率微幅增加。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 11.41%，环比 5 月上旬+0.14pct，热门车型中扩大幅度前四车型是缤瑞 2020、帕萨特 2020、E 级 L2020、长安 CS75PLUS2020。2）主要车企 5 月下旬折扣率均不同程度增加，幅度较大的是吉利汽车+华晨宝马+北京奔驰+上汽通用。

重点关注

6 月 10 日，深圳加大对新能源汽车推广，允许持有居住证申请指标；6 月 10 日，特斯拉超越丰田成为全球市值最高汽车公司；6 月 10 日，福特

请务必阅读正文之后的免责声明部分

和大众签署战略协议，将在电动化、商用车、自动驾驶领域展开合作；6月12日，东风汽车国内首款完全自主研发的L4级5G自动驾驶汽车量产下线；6月12日，上汽和大众计划未来5年出资1400亿，重点投入新能源和智能网联。

投资建议

汽车正处于大周期下底部位置，Q2为配置良机。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【德赛西威+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）

非银金融行业周报：创业板注册制落地，市场注入新活力

投资要点

核心观点：创业板注册制落地，将为市场注入新的活力。6月12日，《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等四部规章出台。明确创业板发行上市审核和注册程序，深交所审核期限为二个月，证监会注册期限为十五个工作日。同时，针对“小额快速”融资设置简易程序。6月15日起，深交所将开始受理创业板在审企业的首次公开发行股票、再融资、并购重组申请。券商方面，证监会起草了《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定》，降低证券公司主要股东资质要求，有助于证券公司补充资本。长期来看，政策逐步推进，券商生存环境优化，叠加估值仍然偏低，板块性机会值得关注；保险方面，监管推进完善全流程的农险业务经营条件管理制度体系，促进农业保险平稳健康发展；信托方面，监管依旧保持相对严格，房地产信托环比-24%。综上，我们认为疫情负面影响逐渐出清，在积极的政策刺激下非银各子板块有望平稳回升，个股方面重点推荐：【东方财富】、【中信证券】、【华泰证券】、【中国财险】、【中国平安】、【中国太保】、【中国人寿】。

券商：创业板试点注册制，降低主要股东资质要求，逐步激发市场活力。1）6月12日，《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等四部规章出台，调整包括，设置行业负面清单；修改完善审核时限要求，明确“三个月”的时限要求；允许亏损企业上市；明确日涨跌幅限制将改为20%；同步放宽相关基金涨跌幅至20%；完善红筹企业上市及退市条件等。下一步，证监会将组织深交所、中国结算等单位扎实推进审核注册、市场组织、技术准备等工作，落实好创业板改革并试点注册制工作。2)6月12日，证监会起草了《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定》，并向社会公开征求意见，修改主要股东定义、降低证券公司主要股东资质要求、调整证券公司股权相关审批事项，进一步简政放权。促使更多

请务必阅读正文之后的免责声明部分

企业参股证券公司，有助于证券公司补充资本。3）长期政策催化行业估值提升，创业板注册制改革、金融市场对外开放、买方投顾试点等政策落地，推动行业竞争格局变化和长期 ROE 中枢提升，券商 α 明显提升，龙头券商受益改革红利，目前估值仍偏低，板块性机会值得关注。重点推荐【东方财富】、【中信证券】、【华泰证券】，建议关注【中金公司】。此外交易制度变革将为金融 IT 公司带来机遇，建议关注【恒生电子】、【同花顺】、【财富趋势】。

保险：维护农业保险市场秩序，建设险企守法经营意识。1）银保监会近日发布了《关于进一步明确农业保险业务经营条件的通知》，明确农险业务经营条件、提高农险业务经营标准、建立完善退出机制，建立完善了全流程的农险业务经营条件管理制度体系，促进农业保险平稳健康发展。2）4 月保费数据显示疫情对险企负债端的影响逐渐削弱，长期来看居民保险保障意识将有所提升，仍然看好行业长期增长路径和空间；利率下行周期，准备金及资产再配置均会有一定负面压力，但当前股价已经充分反映此悲观预期；另外，财险负债久期远小于寿险，对利率敏感度较低，因此从利率维度出发，财险优于寿险；长期看行业仍将保持稳健增长，且当前估值处于低位，配置价值显著。个股层面，重点推荐【中国财险】、【中国平安】、【中国太保】、【中国人寿】。

风险提示：1）受海外疫情影响市场交易活跃度下降；2）行业景气度下滑；3）监管趋严；4）长端利率下行超预期。

（证券分析师：胡翔　研究助理：朱洁羽）

化工行业 2020 年 6 月第 2 周周报：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 2919.74，本周累计下跌 0.38%，深证成指本周上涨 0.64%，化工板块（申万）下跌 0.37%。

本周化工板块个股中，国六尾气催化、车用材料相关标的涨幅居前：本周化工板块涨幅居前的个股有龙蟠科技、青松股份、普利特、三维股份、云图控股、光正集团、金力泰、高争民爆、阿科力、御家汇。国六标准实施在即，龙蟠科技（尾气处理液）领涨；5 月以来，汽车消费有所提升，普利特（车用改性塑料）、金力泰（汽车阴极电泳材料）、阿科力（汽车表面涂料）市场表现较好。

多地加快新老基建项目建设，相关标的有望持续受益：6 月，北京将集中开工 21 个重大项目，总投资超千亿元，主要聚焦快速轨道交通、怀柔科学城、大兴国际机场临空经济区等七大领域板块；6 月 11 日，5 亿元 5G 消费券投放宁夏市场，开启“通信+生活+金融”新消费模式。新老基建相关项目建设加速，市场需求强势增长，相关材料标的有望受益。

疫情二次风险叠加经济下行压力加剧，油价终结周线六连阳：本周 ICE 布油报收 38.73 美元/桶(-8.44%)；WTI 原油报收 36.26 美元/桶(-8.32%)。需求方面，本周五，美联储警告新冠疫情对经济造成长期损害之后，市场情绪恶化，而对第二波疫情的担忧有可能破坏需求恢复；供给方面，普遍预期沙特和俄罗斯难以使其他 OPEC+成员国遵守减产协议，石油市场对 7 月延长减产反应冷淡。短期看，部分国家陆续复工的背景下，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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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，本周涨幅前五的产品有液氯（+26.4%）、聚氯乙烯（+12.6%）、乙烯（+11.0%）、氯乙烯（+10.1%）、苯酐（+9.1%）。汽车与建筑业整体回暖，改性塑料行业景气度明显提升，相关原材料价格上涨，聚氯乙烯、乙烯、氯乙烯价格涨幅明显。

投资建议：大宗化工品整体低迷。国六实施在即，尾气处理相关材料标的万润股份、双箭股份政策利好；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、宏大爆破。

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）

证券行业：创业板注册制改革落地，券商迎发展新机遇

事件：6 月 12 日，证监会发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法》、《创业板上市公司持续监管办法》、《证券发行上市保荐业务管理办法》，自公布之日起施行。

投资要点

创业板注册制改革落地，企业上市条件得以优化，审核效率将会提升。6 月 12 日，《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等四部规章出台，明确了创业板发行上市审核和注册程序。6 月 15 日起，深交所将开始受理创业板在审企业的首次公开发行股票、再融资、并购重组申请。此次修订内容主要集中在以下几个方面：1）首发审核坚持以信息披露为核心，坚持市场化、法制化原则，制定针对创业板企业特点的差异化信息披露规则，依法充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息。2）增发放宽涨跌幅比例，优化融资融券和转融通机制，将股票、相关基金涨跌幅限制比例由 10%放宽至 20%，规定深交所审核期限为二个月，证监会注册期限为十五个工作日。同时，针对“小额快速”融资设置简易程序。3）监管优化上市条件，简化退市流程，完善盈利上市标准，综合考虑预计市值、收入、净利润等，指定多套上市标准，取消“最近一期不存在未弥补亏损”要求。同时，取消暂停上市、恢复上市环节，对于交易类退市不再设置退市调整期。

资本市场机制逐步完善，注册制下创新企业发展机会增加，同时也将推动投资者机构化进程。创业板注册制改革是深化资本市场改革、完善资本市场基础制度、提升资本市场功能的重要安排。其目的是打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，为更多有潜力的创新型企业提供发展机会。此次创业板改革落地将进一步影响市场：1）创业板交易制度的创新安排有利于提升市场活跃度，提高市场定价效率和机构投资者的定价能力，提振投资者信心，有利于整个市场价值投资理念的养成。2）上市条件包容且多元化，退市标准快、精、准，将大幅提升上市和退市效率，有利于畅通企业上市至退市循环体系，同时也意味着市场对上市公司的筛选更加严格，有利于进一步提升 A 股上市公司质量。3）注册制上市公司缺乏审核，需要投资者对公司投资价值做出判断。注册制下，发行审核侧重强化信息披露，不对项目质量发表意见，投资者在投资市场上面临的风险加大，亟需提高专业素质或购买专业投顾服务，将推动投资者机构化进程。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

创业板注册制改革对券商服务实体经济的综合金融能力提出了更高的要求，龙头券商优势突出，中小券商竞争预计加大。此次创业板注册制改革为证券行业提供了新的发展机遇：1）创业板注册制改革将提振经纪业务收入。本次改革放宽涨跌幅比例，短期预计券商经纪业务将直接受益于市场活跃度提升。2）注册制对券商的综合金融服务能力提出更高要求。注册制要求券商重构投行业务链，拓展企业价值链服务，券商的新股定价、信息披露、承销组织能力将直接影响其市场声誉和行业地位，同时也将影响券商的投资收益（本次改革要求券商对于四类特殊企业采取强制性跟投）。3）龙头券商综合实力突出，中小券商竞争加大。注册制下，龙头券商在获客能力、研究实力、风险管理能力方面的优势更为突出，对投行业务的利润增量贡献将更显著，预计行业集中度将进一步提升。此外，创业板存在板块定位差异，尤其是考虑到服务于潜在挂牌上市公司的中小券商的资本实力差异，未来预计中小券商在创业板的竞争将加剧。

投资建议：长期来看，政策制度变革持续推进，资本市场改革、金融市场对外开放、基金投顾试点等持续深化，券商分类评价规则优化进一步推动行业竞争格局变化和长期 ROE 中枢提升，券商阿尔法将明显提升，建议关注东方财富、中信证券、华泰证券、中金公司。此外交易制度变革将为金融 IT 公司带来机遇，建议关注恒生电子、同花顺、财富趋势。

风险提示：1）二级市场成交量大幅下行；2）金融监管政策趋紧。

（证券分析师：胡翔　研究助理：朱洁羽）

电力设备与新能源行业点评：5 月销量点评：整体温和恢复，特斯拉强势增长

投资要点

根据中汽协数据，5 月电动车销量 8.2 万辆，同比下降 23.5%，环比上升 12.2%，温和恢复，符合预期。根据中汽协数据，5 月新能源汽车产量为 8.4 万辆，同比减少 25.8%；销量为 8.2 万辆，同比下降 23.5%，环比上升 12.2%。5 月新能源乘用车销量为 7.4 万辆，同比减少 24.4%，环比上升 15.8%，加速恢复；产量为 7.5 万辆，同比减少 26.3%。5 月新能源商用车销量约为 0.8 万辆，同比下降 13.7%，环比下降 13.7%；产量为 0.9 万辆，同比下降 21.1%。

车型结构看，纯电比例回升，B 级销量大幅提升：根据乘联会数据，5 月新能源乘用车销量 7.27 万辆，同比降幅收窄至 25%，环比增长 24%。纯电动车销量 5.79 万辆，同比降 24%，环比增 37%，占比由 72%回升至 80%，其中 A00 级销量为 1.17 万辆，同比减少 34%，环比增 46%，占比 20%；A0 级销量 0.68 万辆，同比减少 43%，环比增 58%，占比 12%；A 级销量 2.41 万辆，同比减少 43%，环比增 7%，占比 42%，环比下滑 11pct；受益于国产 Model3（B 级）销量强势增长，B 级 5 月销量 1.45 万辆，环比翻倍增长，占比提升至 25%。

从车企角度来看，特斯拉超预期增长，新势力继续攀升。特斯拉环比翻两倍增长，重回销量榜首，5 月销量 1.11 万辆，环比+205%，20 年 1-5 月累计销量 3.14 万辆，累计市占率提升至 13%。比亚迪紧随其后，5 月销量 1.1 万辆，同比减少 52%，环比减少 13%，20 年 1-5 月累计销量 4.6 万辆，累计市占率 19%，居首位。新势力中蔚来汽车表现最好，5 月销量 3436 辆，同比大增 222%，环比微增 9%，排名第 6，20 年 1-5 月累计销

请务必阅读正文之后的免责声明部分

量 1.04 万辆，累计市占率 4%。

分车型看，国产 Model3 强势增长，别克 VELITE6 快速上量。纯电动乘用车中，Model3（B 级）强势增长，重回首位，售出 1.11 万辆（占比 19.2%），环比大增 205%；AIONS（A 级）5 月销量依然稳健，跃居第 2 位，售出 3892 辆（占比 6.7%），同环比+483%/+9%；别克 VELITE6（A 级）快速上量，冲至销量第 3，5 月售出 3526 辆（占比 6%），同环比+806%/+172%；北汽 EU 系列（A 级）环比提升 626%，销售 3500 辆（占比 6%），排名第 4；比亚迪秦 EV（A 级）销量略有下滑，退居第 5 位，售出 3201 辆（占比 5.5%）。

投资建议

欧洲政策持续超预期，下半年销量重回爆发式增长；特斯拉 5 月销量超预期，下半年产能爬坡+新车型交付，销量持续攀升，一路高歌猛进；国内 toc 需求开始释放，3 季度 tob 端改善带动销量回暖，7 月行业排产或显著改善；而看 21 年国内外政策+新车型驱动，均为销量大年。我们继续看好电动车投资机会，强推欧洲电动车和特斯拉产业链，重点推荐布局中游龙头（宁德时代、璞泰来、科达利、新宙邦、恩捷股份、当升科技，关注亿纬锂能、比亚迪、天赐材料、天奈科技、嘉元科技、当升科技、星源材质、杉杉股份等）；核心零部件（宏发股份、汇川技术、关注三花智控）；重点推荐底部的优质上游资源（华友钴业、天齐锂业、关注赣锋锂业）。

风险提示

电动车销量不达预期，政策力度不达预期，降价幅度超预期

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

食品饮料：端午错位略有扰动，部分行业增速有所回落

投资要点

酒水：1）白酒：酒企线上竞争加剧，线下线下融合趋势不改。2020 年 5 月，阿里线上渠道白酒销售额 5.27 亿元，同比+157.25%。分品牌看，茅台、泸州老窖、五粮液市占率分别为 39.3/5.2/5.0%。2）啤酒：青啤加速“触网”，行业线上销售聚焦中高端。阿里线上渠道啤酒销售额 2.37 亿元，同比+88%。分品牌看，百威、青岛、哈尔滨销售额分别为 0.36/0.29/0.22 亿元，同比+230/86/190%；市占率分别为 15/12/9%，对应 4 月市占率环比+8.8/0.4/-1.6pct。

乳制品：1）液态奶：降价促销势头减缓，保持复苏态势。2020 年 5 月，阿里线上渠道液态奶销售额 12.83 亿元，同比+85.9%，其中白奶、酸奶、低温奶销售额分别为 6.67/2.84/5.97 亿元，同比+85/59/205%。分品牌看，伊利、蒙牛、光明销售额分别为 2.80/1.70/0.68 亿元，同比+94/31/99%，市占率分别为 21.9/13.0/5.3%，对应 4 月市占率环比+1.1/-2.8/0.5pct。4 月销售淡季叠加消费需求不足，各品牌均降低价格，稳营收。2）芝士、黄油：疫情催化喝奶向吃奶跨越，龙头布局成人奶酪市场。阿里线上渠道芝士奶酪、黄油销售额分别为 1.28/0.48 亿元，同比+106/75%。3）奶粉（婴幼儿）：飞鹤环比提速，国产品牌亮眼。婴幼儿奶粉销售额 9.03 亿元，同比+22%；爱他美、飞鹤、君乐宝销售额分别为 1.40/1.06/0.66 亿元，同比+14/144/60%；市占率分别为 15.5/11.7/7%，对应 4 月市占率环比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.6/+2.0/-1.4pct。

膳食营养补充剂：健康需求加速显现，龙头引领行业恢复。5 月，阿里线上渠道膳食营养补充剂销售额 22.11 亿元，同比+43%。其中海外膳食营养补充剂销售额 9.50 亿元，同比+33%。分品牌看，汤臣倍健、Swisse、姿美堂 5 月销售额分别为 1.72/1.09/0.48 亿元，同比+44/26/14%；市占率分别为 7.8/5.0/2.2%，对应 4 月市占率环比+0.5/-0.6/+0.1pct。

休闲食品：自用需求保持高增速，端午错位对龙头略有扰动。5 月，阿里线上渠道休闲食品销售额 56.29 亿元，同比+32%。其中糕点、饼干、肉类品类销售额分别为 11.38/11.70/8.82 亿元，同比+33/29/-8%，占比为 20/21/16%，对应 4 月占比环比-0.6/+1.0/+0.1pct。分品牌看，行业龙头三只松鼠、百草味、良品铺子销售额分别为 4.45/3.81/2.27 亿元，同比 -9/26/-2%，百草味零食礼包热销带动增长，松鼠和良品的数据波动主要是 1）龙头品牌除自用属性外，有一定的节假送礼属性，19 年端午为 6 月 7 日，节前消费主要发生在 5 月，今年端午延后导致错位；2）头部品牌蓄力 618，5 月活动力度有所保留；3）公司战略上有所倾斜，在京东等新渠道上加大建设力度；4）部分品牌发放折扣券（不纳入统计范围）导致数据波动。

调味品：复合调味料延续高增，消费习惯已然生变。5 月，阿里线上渠道调味品（日常调味品+复合调味料）销售额 5.50 亿元，同比+51%。其中日常调味品销售额 1.61 亿元，同比+20%；复合调味料销售额 3.89 亿元，同比+69%。分品牌看，海底捞、海天、千禾、好人家（天味）销售额分别为 0.14/0.33/0.17/0.10 亿元，同比+65/149/206/138%；市占率分别为 2.7/6.0/3.1/1.8%，对应 4 月市占率环比-0.9/+0.3/-0.5/-0.9pct。

风险提示：阿里系线上数据代表性不完整，食品安全风险，宏观经济波动，消费需求减弱。

（证券分析师：杨默曦　研究助理：宗旭豪）

推荐个股及其他点评

姚记科技（002605）：收购芦鸣科技剩余 88%股权，围绕字节跳动形成流量闭环

投资要点

2020 年 6 月 13 日，公司公告拟以现金方式收购参股公司上海芦鸣网络科技有限公司（以下简称“芦鸣科技”）88%股权，购买价格为 26,312 万元。本次交易完成后，公司将持有芦鸣科技 100%股权，芦鸣科技将成为公司全资子公司。

芦鸣科技是字节跳动信息流广告买量公司。芦鸣科技成立于 2017 年，主营互联网营销，以字节跳动信息流广告买量为主要业务。公司以效果广告营销为核心，构建了覆盖数据分析、效果营销、效果优化、短视频内容生产、内容营销的互联网营销全链条，主要客户来自网络服务、电商、游戏、金融、教育、快速消费品等行业。公司拥有行业领先的广告效果优化团队，帮助客户制定基于目标用户的整体优化策略，有针对性地对广告物料、投放时段、目标人群、投放媒体、投放地域、人群拓展等方

请务必阅读正文之后的免责声明部分

面进行优化，为客户提供创新、高效、符合成本要求的整体优化方案。

收购价格合理。芦鸣科技 2019 年收入 7.63 亿元，净利润 2069 万元，承诺 2020-2023 年净利润分别不低于 2700、3500、4000、4500 万元，按照 100%股权价值 2.99 亿计算，对应 2020 年 PE 仅 11 倍。

收购芦鸣科技将使公司围绕字节跳动形成较为完整的流量闭环。姚记科技自转型互联网游戏公司以来，在休闲游戏领域表现亮眼，依靠优秀的产品运营能力，公司业绩高速增长。公司的游戏产品主要在字节跳动系买量，休闲游戏《小美斗地主》的广告变现也来自字节跳动，而芦鸣科技作为专业的流量运营公司，主要在字节跳动系 app 进行流量经营，因此，对芦鸣科技的收购，将在用户获取、流量运营方面与公司形成较为显著的业务协同，围绕字节跳动形成较为完整的流量闭环。

盈利预测与投资评级：基于芦鸣科技的并表，以及出售上海嘉定工业用地产生 6200 万净利润的公告，我们上调对于公司的业绩预测，预计 2020-2022 年公司收入分别为 30.10/39.83/46.36 亿元，同比增长 73.3%/32.3%/16.4%，归母净利润 12.04/9.24/11.24 亿元，同比增长 249.2%/-23.3%21.7%，对应 PE 分别为 11.56/15.07/12.39。公司转型游戏成效显著，广告变现稳步推进，收购芦鸣科技形成流量闭环，将进一步贡献业绩增量，我们维持公司“买入”评级。

风险提示：棋牌类游戏监管政策趋严；广告业务变现不及预期；传统主业超预期下滑；商誉减值风险

（证券分析师：张良卫）

玉禾田（300815）：高价中标深圳环卫一体化项目，与物业管理领先企业达成合作携手开拓环卫市场

投资要点

事件：6 月 11 日，（1）公司公告与雅居乐雅生活服务股份有限公司签署了《环卫一体化项目战略合作协议》。（2）公司中标深圳龙华区观湖街道清扫清运一体化升级运营服务项目 A 标段。

与物业管理领先企业雅生活服务达成战略合作，加速开拓环卫一体化市场。双方就环卫一体化项目开发和运营事宜达成合作意向，建立战略合作伙伴关系，合作内容包括联合开发环卫一体化项目、充分发挥各自资源实现信息共享。（1）公司深耕环卫服务市场，管理优势突出。19 年公司 ROE 为 37.30%，较同业均值高出 13.86pct。主要系：a）精细化管理降本增效，近年来环服毛利率显著领先同行，19 年同增 2.54pct 至 24.58%，领先同行均值 2.74pct。核心子公司盈利能力稳定增长，同一区域项目公司 ROA 高出同行 10pct；b）运营效率高效，19 年资产周转率 1.51，是同行均值的 1.57 倍。c）人均贡献持续提升，近 5 年复合增速高达 18.96%，19 年达 2.47 万元/人领先同行 9.81%。公司将凭借卓越的管理能力推动联合项目拿单率及盈利能力的不断提升。（2）雅生活服务系物业管理领先企业，广泛的商业区域具备环服市场开拓潜力。雅生活服务为中国物业服务百强企业 TOP7。截止 19 年，雅生活集团在管物业项目达 1180 个，覆盖全国 27 个省市自治区及 93 个城市，在管项目面积按照区域划分，其中 28.0%位于粤港澳大湾区，19.3%位于长三角城市群，10.8%位于兰西城市群，其余分布于中国其他区域，优势商业区域集中在粤港澳、长三角等发达地区，有助于协同拓展优质环卫项目。（3）雅居乐集团旗下

请务必阅读正文之后的免责声明部分

环保业务发展迅速，为雅生活拓展环服领域提供基础。集团自 18 年起大力拓展危废、水务及其他一般固废处置业务，截止 19 年底已拥有近 350 万吨/年的危废处理资质和 1800 万 m3 的安全填埋场库容,位居行业前列，下属项目布局于华北、华中、华南、广西四大区域。此次战略合作有利于双方“管理优势”与“资源支持”有效结合，进一步提升公司的行业地位和综合竞争力。公司通过合作方式实现管理领先优势在市场层面复制，路径清晰，期待市场拓展层面的进展。

高价中标深圳环卫一体化项目，大单落地验证公司领先优势。公司中标龙华区观湖街道清扫清运一体化升级运营服务项目 A 标段，中标总金额 9812 万元，服务年限 3 年，服务面积达 1535 万㎡。

标准化&机械化&管理优势促份额集中，预计 6 家环卫上市公司营收 6 年可扩张至 5.58 倍。环卫行业未来迎标准化驱动大合同增加、机械化率提升、龙头管理优势促降本增效 3 大趋势，预计 25 年 6 家环卫龙头公司营收市占率可提升至 20%，叠加 25 年环服市场化空间较 19 年增 134%，预计 25 年 6 家上市环卫龙头整体营收可扩张至 5.58 倍！公司凭卓越管理能力，预计领先优势仍将持续，强者恒强助力业绩增长。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 3.93/5.95/8.35 元，对应 30/20/14 倍 PE，给予“买入”评级。

风险提示：市场化率提升不及预期，市场竞争加剧，利润率下降风险安全事故风险

（证券分析师：袁理）

分众传媒（002027）：经营波动与竞争格局的双重周期

投资要点

高经营杠杆彰显利润弹性。楼宇媒体是高经营杠杆的商业模式，一块屏幕铺下后，成本即已发生，不会因楼宇媒体公司的不同而出现租金价格和营业成本明显不同的情况，单屏成本也不会因为承接广告数量的多少而显著波动。这也就意味着一块屏幕上多一则广告产生的收入，几乎全部贡献为纯毛利，广告收入的边际成本几乎为零，播放广告数量越多，利润率就会越高。

单屏营收再临周期性拐点，业绩预计将有显著改善。回顾公司历史，每当屏幕数大幅扩张，需求跟不上供给增加，刊挂率都会出现下滑，基于高经营杠杆的特性，公司盈利能力一般会表现出负面的变化。与之相反，在屏幕数缩减或缓慢增长，需求增加，刊挂率走高的阶段，都会对应公司盈利能力较好的时期。在经历 2018-19 年经济低迷与屏幕扩张收缩的双重影响后，单屏营收再迎拐点，经营状况进入向上周期。

竞争格局进入改善周期，降低公司盈亏平衡点，盈利弹性增大。公司屏幕数由 2018 年底的 266.2 万块降至 2019 年末的 248.9 万块，减少了 17.3 万块屏，单屏营业成本 2105 元，对应 3.64 亿的成本缩减。叠加今年以来疫情对经济增长和市场需求造成显著的负面影响，竞争对手与分众均已着手与物业谈判降低租金水平，按照租金水平 10%的同比下滑计算，租金成本将减免 3.67 亿元。也就意味着因竞争格局进入改善周期，由此带来的成本缩减总额为 7.3 亿元，公司盈亏平衡点已显著降低，一旦经济回暖，公司收入提升，公司业绩将出现更大的弹性。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

成长性依然大于周期性。公司 2019 年营业收入的下滑全部来自于互联网客户投放缩减，而传统行业广告主依然同比增长了 7.81%，因此是广告主结构性的变化导致了收入的下滑，在经济不景气的背景下，传统广告主在分众上的预算投放依然是提升的，突显出楼宇媒体的地位在增强。当前传统行业广告主占整体营收的比重已经提高至 79.5%，成为影响公司业绩的最重要因素。而这部分广告主的广告投放总额与自身收入正相关，同时楼宇媒体占其总预算的比重也在持续增加，也就意味着公司业绩实际具备持续增长的动力，因此公司依然具备持续的成长性。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020/2021/2022 年收入分别为 108.73/135.66/151.74 亿元，同比增长-10.41%/24.77%/11.85%，归母净利润分别为 22.04/34.43/44.41 亿元，分别同比增长 17.5%/56.2%/29.0%，对应 PE 分别为 35.03/22.42/17.38 倍。当前公司基本面受疫情影响处于底部区间，且盈亏平衡点已下移，预计随着疫情好转，公司业绩会展现比以往更大的弹性，我们维持公司“买入”评级，建议积极布局。

风险提示：疫情持续时间超预期、宏观经济超预期波动、竞争加剧、回款不利

（证券分析师：张良卫　研究助理：张飞鹏）

震安科技（300767）：全方位解读建筑减隔震市场空间：降本增值驱动当下，多维需求构筑未来

投资要点

建筑减隔震行业是增速快、空间足的朝阳行业：我国建筑减隔震行业自汶川地震后开始起步，由于减隔震技术在地震设防过程中具备显著的技术优势和成本优势，目前行业正处于快速发展的阶段，市场空间广阔。

降本增值驱动行业内生发展：按照安全等级和现有防震要求，我们测算得到在抗震设防烈度超过 8 度区域的建筑采用隔震技术可有效降低建设成本，同时减隔震技术在以 LNG 储罐、核电站为代表的高危特殊类建筑和抗震救灾生命线工程中不仅具有成本优势，更是现有技术方案中最可靠的防震方案。此外，“地铁上盖”等项目进一步打开了减隔震技术在商业地产中的应用场景，潜在的经济效益可观。

多维需求构筑减隔震大市场空间：2019 年 10 月，司法部已完成《建设工程抗震管理条例》的意见征集工作，未来随条例立法的落地和行业标准的趋严，建筑减隔震技术或将在全国范围内实现推广应用，有望形成超过 200 亿以上的市场空间；另一方面，我们测算得到减隔震在超过 8 度的高烈度地区、LNG 储罐、核电站、地铁上盖及 TOD 等领域具备 100 亿级别的市场空间，行业内生动力足，发展空间广阔。

公司加速布局全国迎接景气新周期：公司作为细分行业龙头，目前已根据地震重点监视防御区的划分进行了战略布局，未来将逐步形成以首都圈、长三角、新疆和珠三角等区域为代表的全国性布局。目前公司在唐山的智能化减隔震装备制造新基地已正式开工，随着新产能的推进及投

请务必阅读正文之后的免责声明部分

产，公司发展进入快车道。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.51 亿元、2.30 亿元和 3.34 亿元，当前股价对应 PE 分别为 52 倍、34 倍和 23 倍，考虑到公司在行业内的竞争优势和立法带来的广阔市场空间，维持“买入”评级。

风险提示：公司在建项目的建设进度不及预期；公司市占率下滑的风险；立法落地时间不及预期。

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

奥飞数据（300738）：收购上海永丽，储备一线城市资源，强化全国重点区域业务部署

投资要点

事件：6 月 11 日，奥飞数据公告，拟用 2.5 亿元收购上海永丽节能墙体材料有限公司 100%股权，本次收购主要着眼于标的公司约 5.3 万平方米的自有土地，奥飞数据计划将在此处建设数据中心。

着眼资源储备，完善一线城市布局战略：本次收购上海永丽 100%股权，其自有土地约 5.3 万平方米，位于上海市浦东新区航头镇航头路 128 号，剩余土地使用权年限约为 36 年，计划将在此处建设数据中心。奥飞数据通过内生与外延并举，持续开展全国布局，以一线城市为中心，以及海南、广西这些有明确需求的城市通过自建或收购的方式建立更多的数据中心，我们认为，通过本次收购，奥飞数据基于该土地资源在上海扩大业务范围，完善一线以及重点城市布局，稳步扩大业务规模。

资源及客户优势显著，后起之秀强势崛起：奥飞数据是华南地区有影响力的 IDC 服务商，预计到 2021 年，机柜数将达到 20000~25000 个。在带宽资源来讲，奥飞数据一直从事带宽租用业务，与三大运营商一直保持密切的合作，带宽资源充足，且更具成本优势。同时凭借多年的 IDC 服务经验，良好的产品技术与服务质量，获得了市场的认可，目前与众多知名网络游戏、门户、流媒体企业及其他企事业单位保持长期合作关系。随着互联网的快速发展，公司客户的业务量也随之增长，客户粘性较高，为未来业绩的持续增长奠定了坚实的基础。

盈利预测与投资评级：我们持续看好奥飞数据未来业绩增长，我们预计 2020 年-2022 年奥飞数据营业收入分别为 9.03 亿元、13.66 亿元以及 18.93 亿元，实现归母净利润分别为 1.59 亿元、2.33 亿元及 3.26 亿元，EPS 分别为 0.80 元、1.17 元及 1.63 元，对应的估值分别为 57 倍、39 倍以及 28 倍，维持“买入”评级。

风险提示：IDC 产业政策持续收紧，行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

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