东吴证券晨会纪要

2020 年 06 月 11 日

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

宏观策略

宏观点评：PPI 触底之后怎么看？

国家统计局公布 5 月价格数据，CPI 同比 2.4%，前值 3.3%；PPI 同比-3.7%，前值-3.1%。

策略周评：三分钟看中观：面板价格止跌

上游：美元走弱，黄金回调
中游：水泥价格回调
下游：猪肉价格跌幅收窄
交运：BDI 大幅回升
科技：面板价格止跌
风险提示

固收金工

固收月报：需求持续恢复，库存有所好转

我们认为整体经济将处于去库存周期。从整个统计的 41 个行业来看，去库存行业 30 个，补库存行业有 11 个，去库存数量大于补库存数量。分项来看，主动去库存行业有 4 个，被动去库存行业有 26 个，主动补库存行业有 8 个，被动补库存有 3 个。从需求景气度来分析，景气度较高的主动补库存和被动去库存行业一共有 34 个，景气度较低的主动去库存和被动补库存行业有 7 个，整体表现较好。从上中下游产业来看，上游主要集中在主动去库存，中游主要集中在被动去库存，下游主要集中在被动补库存。目前需求恢复，库存好转。

行业

电力设备与新能源行业点评：5 月装机电量点评：总体平稳，特斯拉及新造车势力表现亮眼

5 月电动车生产 7.52 万辆，同环比 32%/+3%，温和恢复。国内明确补贴延迟两年，6 月排产开始改善，7 月有望迎来拐点；海外复工复产提速，4 月销量低点已过，5 月销量恢复好于预期，欧洲主流国家销量 3.97 万，同环比+20%/+47%，欧洲电动车补贴政策持续超预期，6-7 月有望恢复高增长状态；TeslaModel3 国产和 ModelY 推进超预期，大众等传统车企提速奋力直追，近年海外车企有近 50 款全新电动平台车型上市，新车型带来的超级产品周期值得期待。

机械设备行业：5 月挖机销量同比+68%再超预期，供需矛盾有所缓解

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。建议关注柳工、中国龙工。

风险提示：疫情影响持续；政策力度不及预期；下游开工不及预期。

推荐个股及其他点评

长城汽车（601633）：5 月产销同比大幅增长，长城炮超预期

我们预计 2020-2022 年营业收入 91310/103012/114857 百万元，同比增长-5.1%/+12.8%/+11.5%，归母净利润 4426/5362/7054 百万元，同比增长-1.6%/+21.1%/+31.6%，对应 EPS 为 0.48/0.59/0.77 元，对应 PE 为 17.40/14.37/10.92 倍。汽车行业重新步入复苏轨道，加上公司新平台带上市的催化，我们依然看好长城汽车，给予“买入”评级。

宏观策略

宏观点评：PPI 触底之后怎么看？

事件

国家统计局公布 5 月价格数据，CPI 同比 2.4%，前值 3.3%；PPI 同比-3.7%，前值-3.1%。

观点

工业通缩与食品价格回落共振，CPI 时隔 8 个月重回“2 时代”。5 月 CPI 同比 2.4%，与我们的预期一致，相较于 4 月份回落了 0.9 个百分点，这是本轮猪周期冲击以来时隔 8 个月重回“2 时代”。食品方面，猪肉、鲜果、鲜菜是拖累 5 月通胀的关键，猪肉项对 CPI 同比的拉动为 1.98 个百分点，相较 4 月回落了 0.3 个百分点，贡献了 5 月 CPI 同比回落的 42%；鲜果和鲜菜同比分别下降 19.3%和 8.5%，合计拖累 CPI 同比 0.65 个百分点，尤其是鲜果项，由于天气因素导致去年高基数的影响将持续至 9 月份，这一影响在 6 月份最显著。非食品方面，需求不足带来的工业消费品价格下跌是主要影响，非食品消费品跟随 PPI 连续两个月同比转负，其中，国际油价下跌对国内 CPI 的拖累最为显著，5 月交通工具用燃料项同比下降 22%，创下 13 年以来新低。

非食品跟随 PPI 触底，食品成为影响下半年通胀走势的核心。在国内外大规模政策刺激下，内外需“最坏时刻”已经过去，国际油价自 5 月开始触底，PPI 环比 5 月已经触底反弹，因此，我们预计 CPI 非食品将结束前期的快速下行，在二季度触底后略有改善。而下半年猪周期和食品价格将成为拖累通胀继续走弱的关键。一方面，天气因素带来的去年鲜果价格超高基数的拖累将持续至 9 月份；另一方面，猪周期下行阶段带动肉类消费品价格继续下降。综合来看，我们下调全年 CPI 中枢至 2.6%左右，四季度 CPI 同比将降至“1%”以下，甚至有小幅转负风险。

PPI 触底，全年中枢在-2.5%至-2%左右。5 月 PPI 环比下降 0.4%，降幅较 4 月份大幅收窄了 0.9 个百分点；环比虽大幅改善，但在翘尾因素拖累下，5 月 PPI 同比进一步下挫至-3.7%，创下 2016 年 4 月份以来最大降幅。结构拆分来看，生产资料价格环比降幅收窄 1.3 个百分点至-0.5%，而生活资料项环比降幅则较 4 月份扩大 0.2 个百分点至-0.3%。具体来看，5 月 PPI 环比改善的最大支撑来自国际原油价格的企稳回升。石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工，化学原料和化学制品制造业伞行业对 PPI 环比的拖累较 4 月份减少 0.52 个百分点。展望下半年，内外需“最坏时刻”过去，叠加 PPI 翘尾因素在 5 月见底，预计 PPI 同比在 5 月份触底；但国内政策刺激有克制，新兴市场疫情扩散和发达经济体复工还存在较大不确定性，预计年内 PPI 转正概率低，预计全年 PPI 中枢在-2.5%至-2%左右。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：国内外疫情演化超预期，石油限产超预期，国内外政策刺激超预期

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

策略周评：三分钟看中观：面板价格止跌

上游：美元走弱，黄金回调

中游：水泥价格回调

下游：猪肉价格跌幅收窄

交运：BDI 大幅回升

科技：面板价格止跌

风险提示

（证券分析师：王杨）

固收金工

固收月报：需求持续恢复，库存有所好转

报告摘要：

一个完整的库存周期包括四个阶段：主动补库存，被动补库存，主动去库存，被动去库存。其中，主动补库存意味着，企业预测外部需求旺盛，主动增加库存以应对销量的增加，常发生在经济的繁荣阶段；被动补库存意味着，外部需求不振，企业未能及时反应，由于销量的下降而被动增加库存，常发生在经济的衰退阶段；主动去库存意味着，企业预测外部需求不振，主动减少库存，常发生在经济的萧条阶段；被动去库存，外部需求旺盛，企业未能及时反应，由于销量的大增而被动减少库存，常发生在经济的复苏阶段。随着需求持续恢复，4 月库存周期处于被动去库的阶段。总体判断，未来一段时间内企业处于去库阶段，但仍面临着不确定性。

我们认为整体经济将处于去库存周期。从整个统计的 41 个行业来看，去库存行业 30 个，补库存行业有 11 个，去库存数量大于补库存数量。分项来看，主动去库存行业有 4 个，被动去库存行业有 26 个，主动补库存行业有 8 个，被动补库存有 3 个。从需求景气度来分析，景气度较高的主动补库存和被动去库存行业一共有 34 个，景气度较低的主动去库存和被动补库存行业有 7 个，整体表现较好。从上中下游产业来看，上游主要集中在主动去库存，中游主要集中在被动去库存，下游主要集中在被动补库存。目前需求恢复，库存好转。

需求恢复库存好转，企业未来仍面临压力。4 月处于被动去库存阶段的行业有上游的非金属矿采选业、其他制造业；中游的燃气生产和供应业、金属制品、机械和设备修理业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、石油、煤炭及其他燃料加工业、化学纤维制造业、金属制品业、非金属矿物制品业、木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业、造纸及纸

请务必阅读正文之后的免责声明部分

制品业、印刷和记录媒介的复制业、电力、热力的生产和供应业、仪器仪表制造业、电气机械及器材制造业、通用设备制造业、有色金属冶炼及压延加工业、黑色金属冶炼及压延加工业、橡胶和塑料制品业、化学原料及化学制品制造业；下游的纺织业、纺织服装、服饰业、汽车制造业、文教、工美、体育和娱乐用品制造业、农副产品加工业、家具制造业。

风险提示：海外疫情反复；政策调整超预期。持续处于去库存状态。

（证券分析师：李勇）

行业

电力设备与新能源行业点评：5 月装机电量点评：总体平稳，特斯拉及新造车势力表现亮眼

投资要点

5 月电动车产量 7.52 万辆，同环比-32%/+3%，环比平稳微增，基本符合预期:根据合格证数据,2020 年 5 月新能源车产量 7.52 万辆,同比降 32%,降幅缩窄，环比增 3%，市场温和回暖。乘用车产量 6.82 万辆，同比减少 30%，环比增加 4%，其中纯电乘用车产量提升至 5 万辆，同比减少 39%，环比增加 8%。

国产特斯拉满产，造车新势力表现亮眼。国产特斯拉产量继续攀升，5 月生产 1.15 万辆,环比提升 3%。比亚迪消化库存,产量下滑,5 月产量 7669 辆，同比减少 33%，环比下滑 26%，20 年 1-5 月累计产量 3.66 万辆。一汽大众 5 月产量 4772 辆，跃居第三位，环比提升 12%，20 年 1-5 月累计产量 1.17 万辆。长城汽车环比表现较好,5 月产量 2383 辆,环比提升 64%。造车新势力继续发力，表现亮眼，蔚来汽车 5 月产量 3550 辆，同比大幅增长 203%，环比增长 18%；威马汽车 5 月产量 2310 辆，同比大幅增长 177%，环比增长 28%。

5 月装机电量为 3.51gwh，同比下降 38%，环比微降 3%。2020 年 1-5 月累计装机电量为 12.78gwh，累计同比减少 28%，降幅缩窄。1）5 月三元同比降 25%，环比增 3%，占比提升至 75%；2）5 月磷酸铁锂同比降 54%，环比降 11%。

从电池厂商看，宁德时代 5 月装机电量 1.66gwh（含时代上汽），同比降 34%，环比降 12%，单月市占率微降至 47%，仍居首位。LG 化学位列装机量第二，5 月装机 0.63gwh，环比增长 9%，占比提升至 18%。第三名为比亚迪，5 月装机 0.4gwh，同比下降 62%，环比下滑 28%，占比降至 11%。第四名中航锂电依靠广汽和长安，份额迅速提升至 6%。

从车型来看,乘用车依旧是电池消纳主力。5 月乘用车装机电量为 2.8gwh,同比下降 30%,环比提升 3%,占比回升至 80%,其中三元装机量 2.63gwh,同环比-24%/+4%，占比维持 94%；专用车装机电量 0.24gwh，同比下降 68%，环比下降 25%，占比 7%；客车 0.47gwh，同比下降 49%，环比下降 18%，占比 13%。

投资建议

5 月电动车生产 7.52 万辆，同环比 32%/+3%，温和恢复。国内明确补贴

请务必阅读正文之后的免责声明部分

延迟两年，6 月排产开始改善，7 月有望迎来拐点；海外复工复产提速，4 月销量低点已过，5 月销量恢复好于预期，欧洲主流国家销量 3.97 万，同环比+20%/+47%，欧洲电动车补贴政策持续超预期，6-7 月有望恢复高增长状态；TeslaModel3 国产和 ModelY 推进超预期，大众等传统车企提速奋力直追，近年海外车企有近 50 款全新电动平台车型上市，新车型带来的超级产品周期值得期待。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）

机械设备行业：5 月挖机销量同比+68%再超预期，供需矛盾有所缓解

投资要点

5 月挖机销量同比+68%再超预期，供需矛盾有所缓解

5 月挖机销量同比+68%再超预期，行业供给不足矛盾有所缓解。2020 年 5 月挖机销量 31744 台，同比+68%，超过市场预期 50%。5 月国内 29521 台，同比+76.3%；出口 2223 台，同比+3.3%。2020 年 1-5 月合计销售 145800 台，同比+19.4%。其中国内 134169 台，同比+19.3%；出口 11631 台，同比+20.7%，有所下滑，在总销量中占比 8.7%小幅下降。3 月以来行业供不应求产能紧张，而 5 月供给不足状况已有所缓解，预计 6、7 月起疫情影响下延后的需求增量逐渐减弱，市场走势恢复至正常水平。

小挖继续引领行业增长。国内市场分吨位来看，5 月小挖(0-20 吨)销量 19299 台，同比+99.9%；中挖(20-30 吨)销量 8170 台，同比+84.5%；大挖(>30 吨)销量 4345 台，同比+67.9%。小挖继续引领行业增长。5 月国内小挖/中挖/大挖销量占比分别为 60.8%/25.7%/13.7%，同比+2.8pct/-0.3pct/-1.3pct。长期来看，机器代人需求带动下小（微）挖占比仍趋于提升。短期来看，随着北方尤其是西北矿山采掘等需求的恢复，我们预计后续中大挖需求有望逐渐释放。

5 月国产龙头挖机销量同比+61%，累计同比 19%，单月市占率为 25%保持稳定；5 月国产第二名挖机销量同比+75%，单月市占率 15%；海外龙头挖机销量同比+33%，单月市占率 10%。

核心零部件厂商排产旺盛，预计全年挖机销量旺季持续

核心零部件厂商排产旺盛，预计 2020 年挖机销量旺季持续。挖机核心零部件厂商自 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 年挖机销量旺季有望持续。三一作为挖机龙头，市场份额存在提升趋势，销量增速有望达 10%以上。

专项债目标落地，工程机械确定性增长。5 月国务院发布 2020 年政府工作报告，拟安排全年赤字率 3.6%以上，发行 1 万亿抗疫特别国债，地方政府专项债券 3.75 万亿元，同时提高专项债券可用作项目资本金的比例。今年以来基建政策催化剂不断，我们认为全年基建投资增速约为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

8%-10%，上游工程机械内在需求增强，工程机械行业高景气确定性持续。

投资建议

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。建议关注柳工、中国龙工。

风险提示：疫情影响持续；政策力度不及预期；下游开工不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

推荐个股及其他点评

长城汽车（601633）：5 月产销同比大幅增长，长城炮超预期

投资要点

公告要点：

长城 5 月：产量 80338 辆，同比+26.7%，环比-1.4%；批发 81901 台，同比+30.9%，环比+0.3%。哈弗系列产量 50790 辆，同比+19.9%，销量 51915 辆，同比+20.3%。WEY 系列产量 4609 辆，同比-29.7%，销量 5015 辆，同比-19.3%。长城炮产量 10058 辆，销量 10006 辆。

长城 5 月产销同比大幅增长，领先于行业整体水平

4 月长城汽车产量同比-4.6%，环比+37.6%；批发同比-3.6%，环比+34.6%。5 月整体产销同比增速较 4 月大幅增长。乘联会数据，5 月狭义乘用车总体产量 161.1 万辆，同比+10.2%；批发 164.3 万辆，同比+6.3%，长城产销同比增速远远领先于行业整体水平。5 月长城同比增幅较大的车型主要为哈弗 M6，主要系去年国五升级，产量基数较低。皮卡产销快速增长，长城炮产能瓶颈缓解，表现亮眼。哈弗 H6 产销同比明显下滑，主要系去年基数较高+为下半年全新 H6 上市做准备。

长城 5 月企业端微幅去库

根据我们自建库存体系显示，5 月长城汽车企业库存当月-1563 辆，企业库存累计-19334 辆（2017 年 1 月开始），微幅去库。渠道库存预计季节性小幅补库。

长城 5 月折扣率微幅扩大，成交价微降

根据我们自建价格体系显示：长城 5 月下旬车型算术平均折扣率 9.04%，环比上旬+0.08%。5 月份下旬，哈弗 H6 经典版折扣率 7.26%，环比上旬+0.06%。Coupe 折扣率 8.83%，环比上旬+0.09%。运动版折扣率 24.00%，环比+0.12%。VV7 折扣率 7.78%，环比+0.04%。

盈利预测与投资评级：

我们预计 2020-2022 年营业收入 91310/103012/114857 百万元，同比增长-5.1%/+12.8%/+11.5%，归母净利润 4426/5362/7054 百万元，同比增长

请务必阅读正文之后的免责声明部分

-1.6%/+21.1%/+31.6%，对应 EPS 为 0.48/0.59/0.77 元，对应 PE 为 17.40/14.37/10.92 倍。汽车行业重新步入复苏轨道，加上公司新平台带上市的催化，我们依然看好长城汽车，给予“买入”评级。

风险提示：疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）

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