东吴证券晨会纪要

2020 年 06 月 09 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：如何看待当前出口的韧性与前景？

根据前瞻性指标新出口订单及其通常领先出口 3-6 个月的历史表现（表 2），预计 2-5 月订单端的萎缩趋势将逐渐体现到下半年出口端的表现上，因此我们维持对全年出口同比降幅 10%-15%的预期，此外，还需关注下半年美欧经济在大规模政策刺激下可能出现超预期反弹的上行风险。

固收金工

固收点评:2020 年 5 月进出口数据点评—出口超预期进口放缓，未来外贸依旧承压

前 5 个月进出口数据:按美元计,我国 5 月进口同比下降 16.7%，1-5 月同比下降 8%；5 月出口下降 3.3%，1-5 月出口同比下降 7.7%；5 月贸易帐 629.3 亿美元。按人民币计，我国 5 月进口同比下降 12.7%，1-5 月同比下降 5.2%；5 月出口同比增长 1.4%，1-5 月同比下降 4.7%，5 月贸易帐 4427.5 亿元。海外疫情回复逐渐向好，外需有所回升，考虑到外贸数据的滞后性，要警惕海外疫情波动风险。

行业

汽车行业点评报告：5 月产销同比均转正

整汽车正处于大周期下底部位置，Q2 为配置良机。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】。

钢铁行业跟踪周报：需求超预期周期品或迎估值修复

1）需求超预期将推动钢铁股业绩超预期，叠加板块进入历史底部区域，以及持续分红逻辑，钢铁股估值出现修复的概率较大，建议关注华菱、宝钢、三钢、方大等；2）铁矿石中期强势，关注龙头股金岭矿业、河钢资源、海南矿业

轻工制造行业：家居专题：建材家居回调迎布局良机，重点关注零售家居边际回暖

电商销售占比高、增速快的软体龙头恢复更加强劲，顾家 4 月线上销售额 1.09 亿（+63.8%，Wind 统计），敏华 4-5 月线上增长分别超过 60%、100%。综合来看，持续推荐软体赛道龙头顾家家居、敏华控股以及综合优势突出的定制龙头欧派家居，并积极关注零售基因优秀的索菲亚、美克家居！

风险提示：线下客流恢复不及预期，房地产调控超预期

轻工制造行业：文化纸专题：景气触底向上趋势确立，关注纸企龙头布局机遇

持续推荐浆纸一体化及产能持续释放的太阳纸业。2020 年太阳纸业合计纸浆产能突破 730 万吨，精细化及一体化优势明确。公司通过海外布局巩固低成本原料优势，广西 350 万吨林浆纸

一体化项目已取得环评，资源优势突出，中期成长逻辑通顺。太阳纸业 ROE 处于历史 59%分位，PB 处于历史 8%分位，充分包含下游需求疲软预期。
风险提示：海外疫情反复，纸价涨幅低于预期

推荐个股及其他点评

上汽集团（600104）：5 月产量同比转正，批发同比降幅收窄
稳定汽车消费基调已定，部分地方政府已出台相应刺激政策，国内乘用车需求重新步入复苏轨道。上汽集团作为行业龙头，有望跟随行业周期波动。我们预计 2020-2022 年上汽集团的归母净利润为 224/246/267 亿元，对应 EPS 为 1.92/2.11/2.28 元，对应 PE 为 9.51/8.66/7.99 倍。公司估值处于历史低位，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评：如何看待当前出口的韧性与前景？

观点

5 月中国出口虽然重回负增长，但仍超出市场预期和同期其他出口国的表现。如何理解 4 月以来中国出口增长展现出的韧性？本文试从邻国出口比较、防疫物资出口、以及疫情封锁产生的“替代效应”这三方面加以考察，并据此判断下半年出口增长的前景。

1、为何 4 月以来中国出口持续强于同样没有限产的日韩出口？

4 月中/韩/日出口增速分别为 3.5%/-25.1%/-21.9%，5 月中/韩出口增速分别为-3.3%/-23.7%（图 1）。我们认为表现分化本质上是因为国家间出口产品结构的差异（图 2），中国出口产品结构中消费品占比近三成，远高于韩国（8%）、日本（9%）。而消费品出口由于直接对应进口国消费者的终端需求，其波动性要明显低于中间品和资本品出口。尤其是当前海外各国因抗疫封锁而停产停工的背景下，其中间品和资本品进口需求的显然萎缩要大于消费品，这就使得中国出口相对其他国家能够受益于这种产品结构上的优势。

2、5 月防疫物资出口对整体出口的贡献有多大？

根据海关总署公布的 3 月以来我国防疫物资出口情况，3、4 月份防疫物资出口金额分别在 62 亿元、650 亿元左右，对当月总出口贡献分别为 0.5%/4.6%（表 1）。4 月初至 5 月中旬，防疫物资日均出口金额从 10 亿元上升至 35 亿元以上。4 月份医疗仪器、纺织纱线、医药品、药材等防疫物资在各类产品中增速显著领先，5 月医疗仪器及纺织纱线产品增速再攀高峰，同比增速分别达 88.51%/77.34%（图 3）。基于 5 月份防疫物资保持 5/1-5/16 的日均出口金额不变的保守假设，5 月份防疫物资占出口比重将继续上升至 8.4%。

海外疫情的反复可能会使得防疫物资外需持续旺盛，但由于海外新增确诊和未治愈病例数量逐渐趋缓、防疫物资中的医疗器械产品具有一定耐用品属性、欧美等主要经济体逐渐恢复生产，预计防疫物资对整体出口的贡献会持续较长时间，但贡献程度或将在三季度迎来边际回落。

3、全球抗疫封锁下，中国出口的“替代效应”能持续多久？

全球在应对疫情的隔离封锁措施不同步情况下，封锁程度差异导致了一定的“替代效应”，即中国作为实施封锁隔离最早的国家，疫情防控效果显著，领先于其他国家放宽封锁限制，生产部门快速实现了复工复产，因此在 3 月至 5 月可能“抢占”其他国家在贸易对手国的进口份额。2 月美国/日本/香港/台湾从中国大陆进口金额占整体比重分别为 9.3%/12.9%/35.6%/14.6%，到 4 月份这一数值分别升至 15.5%/28.3%/45.2%/23.6%（图 4）。由于欧美目前的复工还存在较大的疫情反复的不确定性，因此中国出口的替代效应优势可能会持续存在，但随着产能供给差距的缩小，未来这一效应可能会边际减弱。

4、下半年中国出口增长的前景？

根据前瞻性指标新出口订单及其通常领先出口 3-6 个月的历史表现（表 2），预计 2-5 月订单端的萎缩趋势将逐渐体现到下半年出口端的表现上，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

因此我们维持对全年出口同比降幅 10%-15%的预期，此外，还需关注下半年美欧经济在大规模政策刺激下可能出现超预期反弹的上行风险。

风险提示：国内疫情二次爆发、国际贸易环境恶化

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

固收金工

固收点评：2020 年 5 月进出口数据点评—出口超预期进口放缓，未来外贸依旧承压

事件

数据公布：前 5 个月进出口数据：按美元计，我国 5 月进口同比下降 16.7%，1-5 月同比下降 8%；5 月出口下降 3.3%，1-5 月出口同比下降 7.7%；5 月贸易帐 629.3 亿美元。按人民币计，我国 5 月进口同比下降 12.7%，1-5 月同比下降 5.2%；5 月出口同比增长 1.4%，1-5 月同比下降 4.7%，5 月贸易帐 4427.5 亿元。海外疫情回复逐渐向好，外需有所回升，考虑到外贸数据的滞后性，要警惕海外疫情波动风险。

观点

出口方面：出口超预期回落，主要系海外订单交付效应递减以及基数效应等因素。5 月以美元口径计量的出口增速收于-3.3%，较前值大幅回落，由正转负，超出市场普遍预期。5 月出口大幅回落的原因主要有：前期积压订单的赶制随着复工复产的推进陆续交付，“补交货”的效应开始递减，国内复工复产基本恢复正常，制造业扩张力度仍然相对疲弱（5 月国内 PMI 环比为 50.6，连续两个月下降），对 5 月出口形成一定负面影响。同时，机电产品和服装等出口下降，仅纺织品出口增长。包括口罩在内的纺织品出口 4066.6 亿元，增长 25.5%。外贸企业新增订单不足的问题逐渐凸显，仅依靠口罩等防疫物资的支撑难以拉动出口的增长。随着海外疫情的持续性恢复，防疫物资出口显然动力不足，预计该出口分项将在海外疫情逐渐平稳后下降。从国际市场上看，中国对美欧日等国家的外贸也有所下降。考虑到海外各国逐渐分批次复工复产和取消隔离，未来预计外需将会有所恢复。从产品的角度分析，我国出口结构仍以劳动密集型产品为主，处于价值链的相对低位。此外，去年 5 月出口同比为 1.1%，较高基数对出口增速回落有一定压力。

进口方面：进口增速小幅下降，疫情影响海外供给。5 月以美元计算的进口增速为-16.7%，增速较前值小幅下降。进口增速有所下行的原因主要有三：第一、海外疫情对国际物流的冲击影响持续，航运业仍面临疫情的影响。第二、国内经济尚在恢复期，经济增速有所回落，内需疲弱。第三，大宗商品的价格大幅下降致使进口增长放缓。铁矿砂、原油、煤、天然气、大豆等商品进口量增加，大宗商品进口均价以下跌为主。前 5 个月，我国进口原油增加 5.2%，进口均价下跌 21.2%；进口煤增加 16.8%，进口均价下跌 4.7%；进口天然气增加 1.9%，进口均价下跌 14.7%；进口大豆增加 6.8%，进口均价下跌 1.7%。

展望后期：海外疫情影响持续，外贸压力加大。展望后期：外需疲惫，积压订单交付的边际效应递减，很有可能面临再一次的外贸寒冬。进口

请务必阅读正文之后的免责声明部分

方面：人民币汇率有望继续回升，助力进口提升。出口方面：随着海外疫情的持续性恢复，预计该出口分项将在海外疫情逐渐平稳后下降。存量订单的交付边际效应递减突显新增订单的不足，预计未来出口承压。随着 6 月 4 日下午，商务部部长钟山在京出席东盟与中日韩（10+3）抗击新冠肺炎疫情经贸部长特别会议，提出加强区域贸易投资合作，稳定和提升地区产业链供应链水平，加强经贸政策协调，指导做好“加强 10+3 供应链互联互通联合研究”，维持经贸人员往来和物流畅通，为缓解疫情对经济影响、尽快恢复区域经济增长创造有利条件，中日韩及东盟互补能力很强，可以进行区域分工和资源的相互配置，有助于促进中国与东盟国家进出口贸易。

风险提示：海外疫情后续影响持续，政策变动超预期，全球经济萎靡。

（证券分析师：李勇）

行业

汽车行业点评报告：5 月产销同比均转正

投资要点

行业整体概览：产批零同比转正，环比 4 月继续提升。乘联会口径：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 160.9 万辆（同比+1.8%，环比+12.6%），其中新能源乘用车批发 7.0 万辆（同比-25.8%，环比+19.5%）。背后可能原因分析：1）5 月产批零同比之所以转正，得益于“产业链复工复产恢复正常+疫情期间被压制的需求释放+车企促销+中央/地方刺激政策出台”四方面。2）产量的同比增幅之所以好于批发及零售的，或由于因国五升国六，去年同期车企产量节奏放缓导致基数较低所致。5 月传统乘用车企业库存-3.2 万辆，企业累计库存为-46 万辆，渠道库存预计季节性小幅补库。展望 6 月：综合考虑国六基数+季节性因素+终端需求复苏，产量/批发同比增速预计小幅回落。

车企层面产销：重点车企产销同比增速转正，略超预期。根据乘联会及公司公告数据（截止 6 月 8 日）统计：目前有 11 家主要车企公布了批发销量数据，4 家公布了产量数据。已公布的数据中，大部分车企批发销量同比转正，同比增速大于 10%的为吉利汽车+东风日产+东风本田+广汽丰田+长安自主，同比增速为 0-10%的为一汽大众+一汽丰田；同比仍低于-10%的仅为上汽大众；产量方面同比增速为正的为上汽通用+上汽自主+长安自主。

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。

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

钢铁行业跟踪周报：需求超预期周期品或迎估值修复

本周行情

行情回顾：本周钢铁板块下跌 0.4%，落后上证综指 3.2 个百分点。板块个股中，涨幅居前的为法尔胜、宏达矿业、应流股份。本周黑色系主力合约涨跌互现，盘面利润小幅回落。

行业跟踪：本周钢材社会库存 1488 万吨，下降 3.9%，其中长材降 4.6%，板材降 13.1%；本旬钢厂库存 1466 万吨，下降 1.5%。本周全国钢贸商出货量 23.1 万吨，下降 6.4%；上海终端线螺走货量 4.0 万吨，上升 9.0%。钢厂高炉利用率为 86.4%，下降 0.2%。本周螺纹钢产线开工率 76.4%，下降 0.7%。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利分别为 690、472、195、556 元/吨，涨幅分别 2.3%、-3.1%、-5.7%、-1.5%。

本周观点

需求持续高位，板材需求开始修复。二季度以来需求超预期的趋势仍在延续，近期建材成交有所回落主要为季节性原因，其绝对水平仍处于历史高位；反而板材需求近期出现大幅回升，上海终端成交量周环比大增 9.0%，板材库存去化也开始加速。我们认为，除库存回补和基建刺激外，国内前两年的低利率导致的信用扩张，是本次需求回升的更重要原因，其可能同时体现在地产、基建和制造业，故我们认为本轮需求的持续性将超出市场普遍预期（2 个月左右）。

钢铁板块进入历史估值底部区域。钢铁板块自 2019 年以来持续回落，目前估值已经进入历史底部区域：申万钢铁 PB0.82，逼近历史低点 0.73；宝钢 PB0.59，较历史最低值 0.55 高出不到 10%；若以 16 只普钢股计算，上周平均 PB 仅为 0.71，达到历史次低，较历史最低 0.69（2014 年 6 月）已相差无几。我们认为行业估值已经充分反应了市场悲观预期。

继续提示铁矿石涨价。我们判断铁矿石行业总体延续 2019 年以来的景气回升逻辑——底部震荡抬升、均值上移。首先是需求超预期带来的钢厂开工及需求增加；其次巴西疫情影响下，供给端有望再次收缩。港口库存年内下降接近 2000 万吨，显示缺口已经显现，未来或进一步扩大。

投资建议：1）需求超预期将推动钢铁股业绩超预期，叠加板块进入历史底部区域，以及持续分红逻辑，钢铁股估值出现修复的概率较大，建议关注华菱、宝钢、三钢、方大等；2）铁矿石价格中期维持强势，关注金岭矿业、河钢资源、海南矿业；3）钢企转型是长期趋势，关注转型数字经济的杭钢、沙钢；4）特钢龙头受益下游逆周期增长，关注久立、st 抚钢、中特等。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：地产需求下滑等。

（证券分析师：杨件）

轻工制造行业：家居专题：建材家居回调迎布局良机，重点关注零售家居边际回暖

投资要点

建材家居：本周股价回探，全年仍然坚定看好：本周因板块近期涨幅较大以及市场对赛道龙头江山欧派 5 月订单增速的担忧，精装线标的普遍迎来回调,但我们坚定看好这条线的投资机会仍将是 20 年全年的主旋律，超跌建议布局。6 月 3 日奥维云网发布 4 月精装地产报告，4 月精装住宅+公寓开盘套数 9.63 万套（同比-59%），环比 3 月 9.39 万套持续复苏，预计 5 月开盘数据将持续修复。持续看好帝欧家居，并建议关注江山欧派、志邦家居、大亚圣象、金牌厨柜、蒙娜丽莎。政策驱动装配式建筑发展，多数省份已制定 2020 年明确占比目标。截止 19 年底，已有 59%的省份颁布政策制定明确的 2020 年装配式建筑占比目标（21%的省份要求 30%以上，38%的省份要求达到 15-20%），并制定税费优惠、用地支持、财政贴息等激励措施扶持发展。整装卫浴可提升建筑装配率，需求有望得到催化，关注海鸥住工、惠达卫浴。

零售家居：5 月零售数据回暖，关注边际修复：（1）20 年 5 月一线/二线/三线城市商品房成交面积同比增速分别为-4.46%/-2.38%/-6.3%，基本恢复至去年同期水平，且一二线城市恢复速度较三线城市更快。（2）5 月全国城市二手房出手挂牌量指数（90-144 平米房型）为 181.18（环比+13%），边际向好。（3）4 月建材家居卖场销售额 526 亿元（-37.73%，3 月下滑 64%）环比有所修复，5 月以来伴随学生开学、社区解禁，预计家居安装服务落地更为顺畅。（4）各地家居展会重启，成为家居线下渠道复苏重要信号。线上渠道紧锣密鼓，“618”大促顺利开局：继疫情期间家居 MCN 直播引流浪潮后，龙头重心又纷纷转移至刚刚拉开帷幕的“618 大促”，6 月 1 日天猫&京东平台家居品类销售均交出靓丽销售成绩。跟踪龙头零售订单恢复情况，软体、成品、衣柜表现较好：（1）精装分流下，厨柜零售端仍然承压（如志邦、金牌、皮阿诺 5 月厨柜零售仍有 10-20%的下滑），但免受精装冲击的软体（顾家 5 月内销出货+40%、敏华 5 月内销+50%）、衣柜（索菲亚 5 月零售接单同比+20%，欧派衣柜正增长，金牌、志邦衣柜保持高增）、成品（美克 4-5 月同比转正）表现较好；（2）电商销售占比高、增速快的软体龙头恢复更加强劲，顾家 4 月线上销售额 1.09 亿（+63.8%，Wind 统计），敏华 4-5 月线上增长分别超过 60%、100%。综合来看，持续推荐软体赛道龙头顾家家居、敏华控股以及综合优势突出的定制龙头欧派家居，并积极关注零售基因优秀的索菲亚、美克家居！

风险提示：线下客流恢复不及预期，房地产调控超预期

（证券分析师：史凡可）

轻工制造行业：文化纸专题：景气触底向上趋势确立，关注纸企龙头布局机遇

投资要点

铜板、双胶纸价落地提涨，景气有望触底上行。进入 5 月以来，我们跟踪渠道库存走低、终端需求提振，文化纸企的提价函近期相应落地（本周铜版提涨+60 元/吨、双胶+50 元/吨）。展望后市，我们判断伴随国内开

请务必阅读正文之后的免责声明部分

学党建前期抑制的需求释放、叠加海外开工的边际修复，文化纸的价格有望重新进入上升通道。成本端：我们判断后市浆价仍将低位运行，主要系（1）下游需求疲软，近期纸机开工率下行拖累需求；（2）4-5 月全球生产商的库存仍然处于上升周期。供给端：20 年供给平稳，仅有年底太阳纸业兖州本部 45 万吨文化纸和 7 万吨特种文化纸投产（预期 11 月底）；21-23 年新增产能以产业龙头扩张为主，集中度有望继续上行。需求端：双胶纸需求量与图书印刷量高度相关，中国学生人数以及人均纸质图书阅读量均十分稳定，对应造纸业协会披露的双胶纸 13-19 年的消费量 CAGR 为 1.2%。考虑建党、建国周年刊物印刷消费，我们对下半年文化纸的需求维持乐观判断。库存：卓创资讯显示双胶纸厂周库存连续五周环比下降、且草根调研显示渠道库存消化相对充分。

龙头文化纸企估值处于底部，重点建议布局。优质的成长公司太阳纸业 PB 为 1.64X，纸浆一体化龙头晨鸣纸业、华泰纸业 PB 分别为 0.81X、0.62X，均触及近两年来的估值低点；但所对应的 ROE 水平伴随行业集中度提升、自身纸浆自给及规模红利释放高于历史中枢。考虑行业需求稳定且具有向上催化、供给新增产能投放较为合理，我们认为文化纸龙头的中期估值有望锚定 ROE 实现上移。

持续推荐浆纸一体化及产能持续释放的太阳纸业。2020 年太阳纸业合计纸浆产能突破 730 万吨，精细化及一体化优势明确。公司通过海外布局巩固低成本原料优势，广西 350 万吨林浆纸一体化项目已取得环评，资源优势突出，中期成长逻辑通顺。太阳纸业 ROE 处于历史 59%分位，PB 处于历史 8%分位，充分包含下游需求疲软预期。

风险提示：海外疫情反复，纸价涨幅低于预期

（证券分析师：史凡可）

推荐个股及其他点评

上汽集团（600104）：5 月产量同比转正，批发同比降幅收窄

投资要点

公告要点：5 月上汽集团产量 455264 辆，同比+10.4%，环比+13.0%；销量 473064 辆，同比-1.6%，环比+13.3%。上汽大众产量 136308 辆，同比-1.6%，环比+27.0%，销量 131000 辆，同比-14.9%，环比+9.1%。上汽通用产量 129763 辆，同比+1.6%，环比+21.9%，销量 136157 辆，同比-3.6%，环比+23.8%。上汽通用五菱产量 113649 辆，同比+27.6%，环比-1.8%，销量 122000 辆，同比+10.9%，环比+1.7%。上汽乘用产量 43871 辆，同比+18.7%，环比-3.8%；销量 52257 辆，同比-5.0%，环比+25.9%。

上汽 5 月产量同比转正，批发同比降幅收窄，通用五菱相对较好。4 月上汽产量同比-11.7%，环比+95.3%；批发同比-8.6%，环比+80.4%。5 月产销同比转正，较 4 月环比继续提升，主要系供应链快速恢复，终端需求逐渐恢复。5 月已披露销量的车企（上汽+吉利）实现总销量 581886 辆，同比+1.9%，环比+11.3%，可近似为行业平均水平。5 月上汽通用五菱销量增幅同比略高于行业平均水平，上汽大众+上汽通用+上汽乘用销量同比表现均略逊于行业平均水平。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

企业端上汽乘用+上汽通用+通用五菱均小幅去库，上汽大众小幅补库。根据我们自建库存体系显示，5 月上汽乘用、上汽通用、上汽通用五菱企业端小幅去库，企业库存当月分别小幅减少 8386 辆、6394 辆、8351 辆，上汽大众企业端小幅补库，企业库存当月分别小幅增加 5308 辆。上汽乘用、上汽通用、上汽通用五菱企业库存累计-14076 辆、-32258 辆、-91049 辆，仍为去库存阶段，上汽大众企业库存累计-26717 辆（2017 年 1 月开始统计）。

上汽 5 月下旬折扣率微幅扩大。上汽 5 月下旬车型算术平均折扣率 12.45%，环比上旬+0.13%。其中，上汽大众算数平均折扣率 13.19%，环比上旬+0.13%；上汽通用算数平均折扣率 15.05%，环比上旬+0.20%；上汽乘用算数平均折扣率 14.39%，环比上旬+0.08%。从具体车型方面来看，帕萨特 2020 成交价下降超过 1000 元以上。

投资建议：稳定汽车消费基调已定，部分地方政府已出台相应刺激政策，国内乘用车需求重新步入复苏轨道。上汽集团作为行业龙头，有望跟随行业周期波动。我们预计 2020-2022 年上汽集团的归母净利润为 224/246/267 亿元，对应 EPS 为 1.92/2.11/2.28 元，对应 PE 为 9.51/8.66/7.99 倍。公司估值处于历史低位，维持“买入”评级。

风险提示：海外疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主品牌 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