东吴证券晨会纪要

2020 年 05 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

策略点评：加仓成长，重视科创

我们建议投资者在 5 月提高组合 beta，核心逻辑在于：其一，过去两个月，成长股调整相对更充分；其二，欧美复工后受外需影响大的消费电子等迎基本面拐点，国内复工后新基建建设加快；其三，两会召开在即，对市场风险偏好有正面带动。其四，美方在疫情后向中方施加压力，可能“雷声大，雨点小”。

固收金工

固收周报：一周策略：全球经济面临衰退风险，国内财政发力应对挑战（2020 年第 17 期）

如何更好地理解商业周期？：广义的商业周期理论是一个历史悠久、却同样饱负争议的理论生态，商业周期理论往往涉及两个特性，一个是（整体的）可预测性，一个是（局部的）波动性。

固收点评：谁给你的勇气继续发债，MMT 吗？——“真知”系列 11

背景：

美国财政部再发新债，20 年期国债重启：北京时间 5 月 7 日，美国财政部将季度再融资计划发债规模提高到 960 亿美元的纪录新高，在经济受新冠疫情打击陷入衰退之际，向政府提供资金支持。并且财政部周三公布的计划显示，5 月 20 日将标售首支重新启动发行的 20 年期国债，预期初始发行规模为 200 亿美元，超过多数经济学家的预测，同时计划提高整体发债规模，重点放在增加较长期国债的发行上。

固收周报：本周股市大幅回升，关注可转债投资机会

本周可转债一级市场有 1 支可转债发行，总发行量 1.25 亿元，较上周增加 1.25 亿元；无可转债偿还，总偿还量较上周减少 0.27 亿元；净融资额 1.25 亿元，较上周增加 1.52 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

固收周报：风险信息周报（2019.05.04 -2020.05.10）

负面信息：本周（5 月 4 日-5 月 10 日）负面信息共 5 条。重点关注：新华联控股有限公司公告称，截至 2020 年 5 月 6 日，公司未能按照约定足额兑付“19 新华联控 SCP003”债券；武汉国裕物流产业集团有限公司称公司及下属子公司银行贷款逾期及欠息共计 240111。11 万元，其中逾期本金 224，380。18 万元，欠息 15，730。93 万元；中诚信国际将凯撒同盛发展股份有限公司将主体信用等级由 AA 下调至 AA-；联合评级将蓝盾信息安全技术股份有限公司信用评级展望调整为“负面”；中诚信国际公告称将宜华企业(集团)有限公司主体评级由 A 下调为 CC。

固收周报：利率债周报：5 月财政发力货币为辅，利率进入短期调整（2020 年第 17 期）

本周（指 5.6-5.10，下同）债市周三（5.6）收益率较上周五收益率上行 4.29BP，收于 2.5809%，周四收益率较周三收益率上行 4.89BP，收于 2.6298%，周五收益率较周四下行 0.91BP，收

请务必阅读正文之后的免责声明部分

于 2.6207%。

固收周报：一次探底迫近拐点，美欧日迎来复工月

观点

本周经济数据观点：（1）从失业结构来看，有接近 80%的失业人口仅为临时性失业，永久性失业占到 8.7%，如果这部分临时性失业人口能够在疫情得到控制、经济重启之后回到岗位，高失业率将是暂时而非永久性的；（2）就失业率而言。

固收周报：中短期信用债收益率下降，各期限信用利差持续扩大

本周（5 月 4 日-5 月 10 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 111 支，总发行量 1,046.30 亿元，较上周减少 2,247.82 亿元，总偿还量 830.55 亿元，较上周减少了 524.36 亿元，净融资额 215.75 亿元，较上周减少了 1723.46 亿元。

固收点评：人民币仍然具备吸引力吗？——“真知”系列 10

事件：

离岸人民币劳动节期间再度趋贬：北京时间 5 月 1 日，美元兑离岸人民币收于 7.1366，离岸与在岸人民币汇差年内第三次走扩。本年度之前两次美元兑离岸和在岸人民币汇差走阔分别出现在 1 月末和 3 月下旬，前者是由于春节假期，在岸人民币未能及时反映疫情对于中国基本面冲击，后者是由于市场美元出现短缺，随着美联储建立临时流动性互换协议，美元短缺得到缓解，离岸人民币币值恢复稳定。本次离岸人民币在劳动节假期再度出现贬值为年内第三次走扩。

固收月报：新兴接棒主导宽松，复工复产如履薄冰

事件

欧美日英货币政策：（1）4 月 29 日，美联储宣布维持基准利率在 0%-0.25%水平不变，超额存款准备金利率维持在 0.1%不变，将继续购买必要的美国国债、机构所持居民类和商业类抵押贷款支持证券（MBS），承诺利用全面的政策工具来支持美国经济。

固收点评：4 月外汇储备数据点评：美指平稳估值为正，外储规模环比上升

数据公布：中国 4 月外汇储备 30914.59 亿美元，前值 30606.33 亿美元，环比增加 308.26 亿美元，上月为环比下降 460.85 亿美元。中国 4 月末外汇储备为 22624.81 亿 SDR，前值 22425.53 亿 SDR，环比增长。4 月末黄金储备为 6264 万盎司，前值 6264 万盎司，环比不变。

固收点评:2020 年 4 月进出口数据点评—出口超预期进口放缓，未来进出口压力加大

数据公布：2020 年 5 月 7 日，海关总署公布前 4 个月进出口数据：按美元计，我国 4 月进口同比下降 14.2%，1-4 月同比下降 5.9%；4 月出口增长 3.5%，1-4 月出口同比下降 9%；4 月贸易帐 453.4 亿美元。按人民币计，我国 4 月进口同比下降 10.2%，1-4 月同比下降 3.2%；4 月出口同比增长 8.2%，1-4 月同比下降 6.4%，4 月贸易帐 4157 亿元。进出口数据超出市场普遍预期，市场恢复超预期，但并不能盲目乐观，因为外贸数据存在滞后现象，海外疫情可能会引发后续压力。

固收深度报告：城投系列四之盐城城投平台梳理与比较

我们对盐城市及下辖区县的经济财政、债务状况进行对比，梳

理盐城市 28 家城投平台的地位、层级、风险特征，以及对外担保、授信、在建项目情况等，通过对盐城市本级及其区县当地财政情况以及各城投平台各自营收、债务等情况的梳理来帮助投资者选择优质城投平台。盐城市及下辖区县的债务率均处于全国中下游水平，整体债务率偏低，而盐城市平台发行的城投债收益率水平整体高于全国城投债一般水平，且 AA 级与 AA+级城投债之间的利差相对较阔，特别是 AA5Y 和 AA4Y 的盐城市城投债收益率有较充足的下行空间，值得投资者关注。

行业

纺织服装行业：我们如何看当下体育用品龙头的投资机会

长期看好安踏、李宁两大国产体育服饰龙头，同时建议关注申洲、滔搏这两家国际品牌上下游战略合作伙伴。安踏体育：专注效率销售驱动，FILA 成功方法论带动集团多品牌布局，对应 20/21 年估值 30/23X；李宁：品牌驱动，品牌力上升期前瞻选择精益化管理，对应 20/21 年估值 38/28X；申洲国际：全球稀缺优质供应链资产，对应 20/21 年估值 26/22X；滔搏：数据化零售龙头，有望继续享受两大国际体育服饰龙头在中国高速增长的红利，对应 20/21 年估值 18/15X。

通信：周专题：通信板块基金持仓持续增长，多部委助力新基建，5G、IDC、物联网持续受益

本周策略观点：1、通信板块基金持仓市值破 2000 亿，板块基金持仓比例持续增长；2、上海发力新基建，作为 5G 建设的主旋律，IDC 等科技新基建将持续受益;3、工信部推进移动物联网全面发展，模组是实现万物相连的硬件基础，在物联网产业链率先获益，在物联网的连接数的爆发支撑下，模组出货会迅速放量。

公用事业跟踪周报：设备端水表行业维持高景气度，运营端改革转型政策有望落地，建议超配板块

【东吴公用事业周观点】：1）公用事业设备：NB-IoT 推广超预期，【宁水集团】、【新天科技】等水表行业龙头将显著获益；2）公用事业运营：改革转型为剑、股息率为盾，期待板块开出“沙漠之花”；3）本周建议关注组合：山煤国际、三峡水利、三棵树、宁水集团、新天科技、易成新能。风险提示：宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱等

电气设备新能源行业周报：电动车销售明显回暖，工控龙头订单普提速

申万电气设备 4793 上涨 1.59%涨幅强于大盘。风电涨 2.9%，锂电池涨 2.82%，工控自动化涨 2.59%，发电设备涨 2.56%，核电涨 1.84%，新能源汽车涨 1.81%，光伏涨 1.07%，发电及电网跌 0.45%。涨幅前五为中电电机、寒锐钴业、智云股份、天齐锂业、中国宝安；跌幅前五为兆新股份、胜利精密、江特电机、海陆重工、坚瑞沃能。

电子行业周报：海外复工夯实底部，中芯登陆科创影响深远

目前，全球范围内疫情防控取得明显成效的地区已开始推进复工复产，除中国本土以外，电子产业链较为集中的东南亚地区 5 月以来陆续进入复产阶段，其中三星在越南和印度的工厂已经复工，OPPO、vivo、富士康和纬创等在印度的工厂已经恢复运营。

电力设备与新能源行业点评：4 月装机 3.60gwh，同比-33%，

环比+30%

4 月电动车产 7.47 万辆，同环比-30%/+44%，好于预期。国内明确补贴延迟两年，7 月有望迎来拐点；海外复工复产提速，5-6 月销量将逐步恢复；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，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）。

多元金融行业：资金信托新规征求意见，非标管控严格

2020 年 5 月 8 日，银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》（简称《办法》），向社会公开征求意见。1）《办法》总体遵循坚持私募定位、聚焦资管新规、严守风险底线和促进公平竞争原则。2）《办法》加强资金信托投资非标债权资产管理，限制债权集中度，同时对投资者人数进行限制，短期行业将迎来阵痛。3）本次征求意见稿延续资管新规大方向，明确信托行业资金信托定义及准则，放开债券正回购业务，利好行业长期健康稳健发展。

食品饮料行业深度：复盘龟甲万，浅析海天确定性溢价和估值衍变

投资建议：海天自上市以来，估值区间从上市以来的 30-40X 抬升至目前的 50-60X，市场对海天的认知逐步演变为确定性增长的全国调味品平台。而海天估值的提升背后也代表着市场对龙头确定性的肯定，由此，食品饮料板块估值也迎来中枢抬升。对食品板块而言，必选属性强，短期具备韧性，长期格局为王。

国防军工：行业整体景气度较高，持续看好国产替代相关标的和估值低位的主机厂

中下游领域一条投资主线：在公司行业地位稳固、订单来源稳定的前提下，筛选上市资产完整度高、公司治理水平较高、业绩有望实现更快增长的公司，推荐中航沈飞。

基于军工行业逆周期性凸显、龙头军工企业能维持长期确定性增长和当前估值水平，我们给予行业“增持”评级。

风险提示：武器装备列装进度不及预期；军工领域改革不及预期。

汽车行业周报：4 月重点车企产销同比转正，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：新版重疾表征求意见，重疾险或有降价空间

券商方面，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，一季度负债端受疫情冲击明显，目前国内疫情基本受控、各地逐渐复工，叠加疫情激发消费者保险需求，健康险仍将维持高增长态势，预计二季

度负债端将有明显回暖；信托方面，资金信托管理暂行办法出台，监管依旧保持相对严格。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】、【中国太保】、【中国人寿】、【中国平安】。

风险提示：开门红进展不及预期；受海外疫情影响市场交易活跃度下降；监管趋严；长端利率下行超预期。

化工行业 2020 年 5 月第 2 周周报：油价持续回升，继续推荐新老基建相关化学品标的

投资建议：大宗化工品整体仍处于低迷状态，维生素价格依旧坚挺，新老基建拉动相关配套材料的需求，建议关注苏博特、浙江医药、永安药业、昊华科技、震安科技、日科化学、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。

银行行业点评：外资偏爱银行股，QFII 红利最受益

5 月 7 日，央行、外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，明确并简化了 QFII、RQFII 投资管理要求，以进一步扩大金融业对外开放，便利境外投资者参与我国金融市场。我们认为跨境投资的政策红利将充分惠及资本市场，尤其利好银行业。坚定推荐核心银行股三条主线。1）核心资产定价权回归的招商银行；2）基本面转型升级的平安银行；3）低估值、高股息率的建设银行（H 股）等国有大行。此外，我们也积极推荐高盈利增长、高 ROE、高资产质量的宁波银行。

电力设备与新能源行业点评：大众 20Q1 财报点评：疫情增加短期现金压力，电动化如期推进

大众集团 20Q1 营业收入 550.54 亿欧元，同比下降 8.3%。20 年第一季度营业利润为 9.04 亿欧元，同环比分别大幅下滑 76.6%、73.6%，营业利润率 1.6%，同环比分别-4.8pct、-3.6pct。业绩下滑主要因新冠疫情爆发导致全球交付量下降。汽车部门销售收入 446.5 亿欧元，同比-12.1%，环比-19.5%，营业利润为 1.97 亿欧元，同比-93.8%，环比-91.9%，其中中国市场损失约占三分之二。金融服务收入 104 亿欧元，同比+12.6%，环比-1.6%，营业利润 7.07 亿元，同比+0.9%，环比-28.3%，金融服务基本不受影响。

电力设备与新能源行业点评：特斯拉点评：19Q4 销量新高和国产降价，电动化浪潮如火如荼！

投资建议

海外疫情高峰已过，逐步复工复产，终端销量将逐步恢复；国内政策落地，Q2 末有望迎来销量拐点，21 年全球电动车将恢复高增长，中国供应链崛起，进入海外供应链的龙头的订单尤其好。强烈推荐海外占比高的中游龙头（宁德时代、璞泰来、科达利、恩捷股份、新宙邦，关注比亚迪、天赐材料、当升科技、星源材质、杉杉股份、天奈科技等）；核心零部件（宏发股份、汇川技术、三花智控）；强烈推荐优质上游资源（华友钴业、关注赣锋锂业）。

风险提示

销量低于预期，政策低于预期

通信行业报告：上海市新基建行动方案指向意义显著，数据中心产业链尽享“地利”

建议关注的标的：IDC：光环新网、宝信软件、数据港、杭钢股份、沙钢股份、鹏博士、奥飞数据、城地股份、佳力图等；光模块：中际旭创、博创科技、天孚通信、新易盛；服务器/路由器/交换机：中兴通讯、星网锐捷、兴森科技、紫光股份、浪潮信息；云计算：优刻得、网宿科技；可视化：中新赛克。

推荐个股及其他点评

长城汽车（601633）：4 月国内批发同比转正

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 17.30/14.28/10.86 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。

上汽集团（600104）：4 月产销降幅同比收窄明显

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 10.25/9.33/8.61 倍。公司估值处于历史低位，维持“买入”评级。

宏观策略

策略点评：加仓成长，重视科创

事件

我们建议投资者在 5 月提高组合 beta，核心逻辑在于：其一，过去两个月，成长股调整相对更充分；其二，欧美复工后受外需影响大的消费电子等迎基本面拐点，国内复工后新基建建设加快；其三，两会召开在即，对市场风险偏好有正面带动。其四，美方在疫情后向中方施加压力，可能“雷声大，雨点小”。

观点

欧美复工，全球产业链恢复供应

欧美带病复工，供应逐渐恢复，消费电子、光伏、动力电池等行业生产预计回到常态。欧美复工复产进程超预期，绝大部分欧洲各国所施行的政策都是将从 4 月中旬开始复工，法国用电量已经在 4 月 22 日同比正增长，意大利和英国的发电量在 4 月 22 日恢复到去年同期 90%水平；而美国复工进程预计类似欧洲，美国绝大多数州的居家令都是截止至 4 月底，有望在 5 月底至 6 月初开启复工。

“两会”召开在即，对市场风险偏好有正面带动

全国“两会”将于 5 月 21 日召开。统计数据显示，“两会”前后，A 股风险偏好上升。观察上证综指累计涨跌，“两会”前 5、10、15 个交易日，上涨概率为 70%、60%、70%，“两会”期间上涨概率为 60%，会后 5、10、15 个交易日上涨概率为 60%、60%、70%。不仅如此，全国两会批准政府 2020 预算后，财政刺激政策预计可以逐渐落实，货币政策有望宽松。

特朗普的威胁，雷声大雨点小

中美投资者普遍预计，为了美国大选政治需要，抗击疫情不力的美国特朗普政府，可能以各种方式指责中国。但与 2018 年不同，这些威胁可能不会变成实质性政策。美国经济当前仍然处于疫情困难时期，贸然加大中美摩擦，严重不利于其经济修复和资本市场表现。摩擦加剧也不利于特朗普的政治诉求。

总结：加仓成长，重视科创

行业配置，我们在 5 月更加均衡。防御和成长并重。增加科技新基建、消费电子、汽车（电动车）和光伏配置，建议重视科创板的投资机会。

1，3 月和 4 月，科创板、半导体、新基建、消费电子等行业股票价格调整较大，而这些领域中长期高景气趋势并未改变；2，欧美逐步复工背景下，全球产业链供应恢复；3，“两会”期间财政刺激逐渐落实，传统老基建和科技新基建将加快建设步伐。

同时，建议重视科创板领域的投资机会。其一，科创板的产业构成主要在于，新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业；其二，就盈利增长来看，科创板整体处在快速增长期，在疫情背景下 20Q1 科创板归母净利同比仍达 19.3%；其三，截至 3 月底科创板在公募基金持仓中占比仅 0.97%，低配

请务必阅读正文之后的免责声明部分

0.93%。

具体到公司，就成长股来看，结合行业分析师观点，关注宁德时代、隆基股份、蓝思科技、数据港、神州数码；就科创板来看，关注金山办公、优刻得、乐鑫科技、澜起科技、传音控股。

风险提示：中美经贸摩擦超预期；疫情持续时间超预期。

（证券分析师：王杨）

固收金工

固收周报：一周策略：全球经济面临衰退风险，国内财政发力应对挑战（2020 年第 17 期）

观点

专题：如何更好地理解商业周期？：广义的商业周期理论是一个历史悠久、却同样饱负争议的理论生态，商业周期理论往往涉及两个特性，一个是（整体的）可预测性，一个是（局部的）波动性。

利率债：短端方面，本周五 1 年期国债收益率较上周上行 6.69 个 BP；长端方面，本周五 10 年期国债收益率较上周上行 8.27 个 BP。展望后期：本周债市收益率出现一定程度的调整，各期限的国债和国开债收益率均有所上行，体现了市场对于经济恢复的乐观预期。如 5 月 7 日海关总署公布的进出口数据，数据恢复超出市场普遍预期，但并不能盲目乐观，因为外贸数据存在滞后现象。在海外疫情依旧严峻的背景下，外贸压力加大。外需疲惫，近期订单交付完成之后很有可能面临再一次的外贸寒冬。货币政策方面，预计 5 月份的调节政策以财政为主货币为辅，可能对利率带来一定扰动。全国两会定于 5 月 22 日在京召开，在这之前，债市或出现短期震荡调整。

信用债：一级市场信用债发行只数及总发行量、总偿还量和净融资额三大指标受到五一假期的影响，保持上周的下降趋势，其中总发行量和净融资额递减明显。本周中长期各类信用债的信用利差均保持下降趋势。长期信用债信用利差的收窄表明经济基本面情况的好转为投资者带来信心，但就短期来看，投资者仍偏好高等级短久期信用债。分行业看，本周各行业债券交易量相比上周降幅明显，其中工业、能源及材料等行业的本周债券交易量跌幅较大。但就行业排位来看，基建相关行业的债券交易量仍然相对处于高位，无论处于当前投资避险的目的，还是基于政策基本面的抉择，投资公用事业、能源、材料和房地产等行业债券都是较好的选择。

可转债：从股票指数在过去一个月的走势来看，A 股能够经受住国际油价波动、创业板注册制改革的冲击，展现出较强的韧性。从企业业绩来看，第一季度大部分企业业绩下滑甚至亏损，但对未来持较好预期。虽然海外仍受疫情影响波动较大，但国内市场来看，市场逐步趋稳，A 股正逐步走出冲击，有较好的配置价值。国家为稳就业稳增长，继续稳步推进复产复工推进方面优惠政策。5 月的两会是当前最大的政策预期，建议关注两会前后的行业走势。从行业来看，可以继续关注疫情相关主题，如生物医药；消费和新旧基建仍然是较好的配置主题，此类可能是政策

请务必阅读正文之后的免责声明部分

稳经济的发力点，传统基建有建工转债，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。

海外宏观：从失业结构来看，有接近 80%的失业人口仅为临时性失业，永久性失业占到 8.7%，如果这部分临时性失业人口能够在疫情得到控制、经济重启之后回到岗位，高失业率将是暂时而非永久性的；就失业率而言，我们预计在五、六月份失业率仍会呈现一定程度上行势头，并且劳动参与率的下降一定程度反映了人们对于求职的悲观心态，有一部分人可能因为失业而退出劳动力市场，失业率或被低估，这对于经济发展而言并不是一个好现象；美国平均时薪年率的提升正反映了部分失业带来的就业结构变化，相较于知识水平高、在企业中处于核心位置从而薪资较高的员工而言，知识水平低、在企业中不那么重要从而薪资水平较低的人在疫情冲击之下更容易被辞退；综合来看，美国当下的关键仍然是在控制疫情的同时加大对企业的援助，确保企业能够实现“休眠”而非“死亡”，从而在解封之后能够尽快实现经济重启，完成暂时性失业人口的重新就业。

风险提示：利率债：海外疫情冲击外需；政策调整超预期，流动性收紧。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）

固收点评：谁给你的勇气继续发债，MMT 吗？——“真知”系列 11

背景：

美国财政部再发新债，20 年期国债重启：北京时间 5 月 7 日，美国财政部将季度再融资计划发债规模提高到 960 亿美元的纪录新高，在经济受新冠疫情打击陷入衰退之际，向政府提供资金支持。并且财政部周三公布的计划显示，5 月 20 日将标售首支重新启动发行的 20 年期国债，预期初始发行规模为 200 亿美元，超过多数经济学家的预测，同时计划提高整体发债规模，重点放在增加较长期国债的发行上。

观点：

美国发债规模将创纪录新高：（1）2019 年底美国财政赤字规模扩大至 9844.1 亿美元，占同年 GDP 的 4.64%，而今年以来已经连续三个月财政支出远超财政收入，并且因为政策实施相对法案颁布以及统计数据的滞后性，目前美国实际赤字规模已经越滚越大。（2）美国一季度 GDP 惨淡下滑 4.8%，加上美国国会预算办公室（CBO）对未来经济不明朗的预期，“重启经济”计划的实施将依赖更强更有力的财政刺激措施，今年联邦赤字势将超过 4 万亿美元的预估规模。（3）美国联邦政府通过不断增加债务补足赤字缺口的方式带来了国债规模的不断攀升，加上 2019 年 7 月白宫同国会就美国债务上限问题达成搁置协议，债务上限将被暂时搁置（suspended）直到 2021 年 7 月 21 日，导致疫情爆发之后美国国债规模犹如一匹脱缰的野马，总规模已经远超之前法律规定的债务上限 20.5 万亿美元。（4）从期限结构上来看，6 年及以上长期国债日均成交量占比不断增加，短期国债日均成交量比重下降，但随着 3 月份国库券发行量的扩大，政府把融资需要开始转向中期和长期国债，下周将进行合计 960 亿美元的再融资发债（包括 3 年期、10 年期和 30 年期招标）可能会将债

请务必阅读正文之后的免责声明部分

务的平均到期期限重新拉升至原位甚至更长。

政府杠杆率将持续上升，发债效果预期一般：（1）现代货币理论（MMT）认为财政政策目标并非实现收支平衡而是保证充分就业，通过创造货币来为政府购买提供资金以达到充分就业，只要不面临通胀风险，就无需担心财政扩张和赤字增加，即使面临通货膨胀也可以通过提高税收和发行债券来解决市场多余的资金。因此，财政赤字不应成为政府支出的硬性约束。MMI 提出财政赤字无害的观点无疑消除了美国政坛对公共政策资金约束的顾虑。如今被低估的实际失业率也需要更为庞大的财政支持，但是经济增长模型已经表明单纯的依靠资本投入难以解决生产放缓问题，并且存在投资的边际收益率递减，目前技术周期处于尾部，全球经济内生增长动力下降，加上疫情不确定因素对复产复工的“威胁”，从效果上来看，此次财政操作预计效果不及预期。（2）随着债务规模的不断膨胀和 GDP 增速的放慢，2019 年底美国政府宏观杠杆率已经超过理论研究的建议达到 100.1%（按照 2020 年以来的债务形式，目前该指标应当更高），继续高筑债台极有可能会反向遏制经济的增长，导致失业问题更为严重。

财政赤字货币化加强，主权信用面临升级风险：（1）2020 年以来所有联储银行持有国债的规模显著上升，同时也带来了资产负债表规模的同步扩大。年初至今，美联储持有国债规模共计增加约 1.7 万亿美元，目前持有的 4 万亿美元国债占所有联储银行的资产比重高达 60%左右，并且从国债期限上来看，美联储持有的国债种类中主要是以中长期名义债券为主，可以预期新增的 960 亿美元发债中的大部分比重将继续由美联储买单，财政赤字货币化程度将进一步推高。（2）此次发债操作之后，短期内美元全球储备货币地位应暂时不受影响，但是“财政赤字货币化”的加强将继续侵蚀美元在全球市场的公信力，削弱国际市场对美元的信心，我们仍持美元在未来或面临走跌，其他大类资产如黄金作为避免资产吸引力增强的观点。

风险提示：（1）经济重启速度不及预期；（2）政府宏观杠杆率超预期；（3）长期主权信用风险超预期。

（证券分析师：李勇）

固收周报：本周股市大幅回升，关注可转债投资机会

报告摘要

本周可转债一级市场有 1 支可转债发行，总发行量 1.25 亿元，较上周增加 1.25 亿元；无可转债偿还，总偿还量较上周减少 0.27 亿元；净融资额 1.25 亿元，较上周增加 1.52 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 10 家公司可转债有新进展，其中 3 家公司通过了董事会预案，2 家公司通过了股东大会；4 家公司通过了发审委；1 家公司通过了证监会核准，为火炬电子，行业属于元件Ⅱ，涉及发行规模为 6 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场大幅回升，指数走势上升，上证综指、沪深 300、创业板指、中小板指分别上升 1.23%、1.30%、2.70%、2.04%，债转股指数上升 2.71%；本周可转债指数下降，上证转债、中证转债指数本周跌幅分别为 0.07%、0.04%，深证转债指数涨幅为 0.01%。

从申万行业指数的角度来看，本周各行业大部分上涨。涨幅最大的五个行业分别为食品饮料、通信、计算机、家用电器、电子，上涨幅度分别

请务必阅读正文之后的免责声明部分

为 3.98%、3.83%、3.82%、3.67%、3.60%；跌幅的行业分别为休闲服务、房地产、银行、交通运输，下跌幅度分别为 0.09%、0.20%、0.59%、1.01%。

可转债存续债券中，银行业存量可转债余额最多，高达 1,485.44 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、电气设备和非银金融。从申万行业指数可知，本周化工表现较好，公用事业、非银金融表现稍好，而银行呈跌幅趋势。

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，食品饮料、化工本周表现尚可。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晶瑞转债、模塑转债、国轩转债、凯龙转债、凯发转债。

股票价格已经超过转换平价的转债共计 24 支。

截至 2020 年 5 月 9 日，可转债的纯债溢价率中位数为 24.97%，转股溢价率的中位数为 26.73%，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 2,810.56 万股，其中 17 宝德 E1 本周转股数分别为 2,619.49 万股，占全部转股数的 93.20%。从累计转股比例来看，截至 2020 年 5 月 9 日，17 宝德 E1 和盛路转债累计转股比例分别达 100%和 94.66%。

（1）新冠疫情相对 A 股市场受到牵连作用较小。从股票指数在过去一个月的走势来看，A 股展现出较强的韧性。从企业业绩来看，第一季度大部分企业业绩下滑甚至亏损，但对未来持较好预期。虽然海外仍受疫情影响波动较大，但国内市场来看，市场逐步趋稳， A 股正逐步走出冲击，有较好的配置价值。（2）择券层面，国家继续稳步推进复产复工推进方面优惠政策。5 月的两会是当前最大的政策预期，建议关注两会前后的行业走势。从行业来看，可以继续关注疫情相关主题，如生物医药；消费和新旧基建仍然是较好的配置主题，此类可能是政策稳经济的发力点。参与之前应该做好波动的准备，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：风险信息周报（2019.05.04 -2020.05.10）

事件

负面信息：本周（5 月 4 日-5 月 10 日）负面信息共 5 条。重点关注：新华联控股有限公司公告称，截至 2020 年 5 月 6 日，公司未能按照约定足额兑付“19 新华联控 SCP003”债券；武汉国裕物流产业集团有限公司称公司及下属子公司银行贷款逾期及欠息共计 240111。11 万元，其中逾期本金 224，380。18 万元，欠息 15，730。93 万元；中诚信国际将凯撒同盛发展股份有限公司将主体信用等级由 AA 下调至 AA-；联合评级将蓝盾信息安全技术股份有限公司信用评级展望调整为“负面”；中诚信国际公告称将宜华企业(集团)有限公司主体评级由 A 下调为 CC。

取消发行：招商局集团有限公司取消发行 5 亿元；江西铜业集团有限公司取消发行 15 亿元；冀中能源邯郸矿业集团有限公司取消发行 3 亿元；广西柳州市东城投资开发集团有限公司取消发行 5 亿元；中国巨石股份

请务必阅读正文之后的免责声明部分

有限公司取消发行 5 亿元。

持有人会议：南京中电熊猫信息产业集团有限公司 2020 年 5 月 7 日召开“18 熊猫 01”2020 年第一次持有人会议。

其他关注信息：西部证券股份有限公司公告称，公司涉及两起合同纠纷案件；中合中小企业融资担保股份有限公司公告称，公司涉及重大诉讼，系公司正常担保业务而产生；丹东港集团称预计无法按时披露 2019 年年度报告和 2020 年一季度财务报表；广东粤海控股集团有限公司公告称，全资子公司涉及重大诉讼进展；中信富通融资租赁称发生超过上年末净资产百分之十的重大损失；杭州市金融投资集团称公司涉及重大诉讼；融创地产称 2019 年累计新增借款占上年末净资产的 95.72%；申万宏源证券称公司涉及重大诉讼；陕西投资集团称公司新增两起重大诉讼。

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：利率债周报：5 月财政发力货币为辅，利率进入短期调整（2020 年第 17 期）

观点

本周债市点评及债市策略：本周（指 5.6-5.10，下同）债市周三（5.6）收益率较上周五收益率上行 4.29BP，收于 2.5809%，周四收益率较周三收益率上行 4.89BP，收于 2.6298%，周五收益率较周四下行 0.91BP，收于 2.6207%。收益率方面，长短端利率均有所上升。短端方面，本周五 1 年期国债收益率收于 1.2134%，较上周上行 6.69 个 BP。长端方面，本周五 10 年期国债收益率收于 2.6207%，较上周上行 8.27 个 BP。展望后期：本周债市收益率出现一定程度的调整，各期限的国债和国开债收益率均有所上行，体现了市场对于经济恢复的乐观预期。如 5 月 7 日海关总署公布的进出口数据，数据恢复超出市场普遍预期，但并不能盲目乐观，因为外贸数据存在滞后现象。在海外疫情依旧严峻的背景下，外贸压力加大。外需疲惫，近期订单交付完成之后很有可能面临再一次的外贸寒冬。货币政策方面，预计 5 月份的调节政策以财政为主货币为辅，可能对利率带来一定扰动。全国两会定于 5 月 22 日在京召开，届时或对于今年经济工作、稳就业政策目标、财政政策和货币政策安排等有进一步阐述，市场产生更明确的认知从而使债市做出反应。在这之前，债市或出现短期震荡调整。

一、二级市场回顾：本周（5.4-5.10）一级市场发行 27 只利率债，实际发行总额 3263.83 亿元，较上周增加了 1257.56 亿元；总偿还量 300 亿元，较上周减少 806.57 亿元；净融资额 2963.83 亿元，较上周增加 2064.12 亿元。本周 DR007 下行 35.71BP，R007 下行 31.94BP；SHIBOR 隔夜利率为 0.9380%，较上周下行 95BP；SHIBOR1 周为 1.8090%，较上周下行 11BP；SHIBOR2 周为 1.2960%，较上周下行 21.5BP；SHIBOR3 月为 1.4000%，较上周持平。

本周宏观经济跟踪：上周房地产整体表现有所回落，汽车表现呈现回升状态，煤炭价格呈现回升态势。上周商品房成交面积有所回落，截至 5 月 3 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 287.20 万平方米，较上周减少 43.25 万平方米。国内乘用车市场零售同比增速有所回升。截至 4 月 25 日，市场日均零售 4.87 万台，同比增速为 12.3%，较前值有所回升，且

请务必阅读正文之后的免责声明部分

为近期第一次增速为正。本周主要钢材价格有所上涨，Myspic 指数有所回升。本周较上周焦煤、动力煤价格有所回升，6 大发电集团日均耗煤量较上周有小幅度回升。截至 5 月 7 日，有色金属各品种价格涨跌互现。分品种来看，相比上周，锌价回升 3.43%，铅价回升 0.31%，铜价回落 0.03%，铝价回落 0.77%。

本周通胀观察：蔬菜价格继续回落。截至 5 月 8 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 119.07，较上周回落 3.14%；山东蔬菜批发价格指数收于 89.97，较上周回落 20.39%。截至 5 月 8 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 124.82 点，较上周上行 6.21%，南华工业品指数收于 2027.63 点，较上周上行 2.87%。

风险提示：海外疫情冲击外需；政策调整超预期，流动性收紧。

（证券分析师：李勇）

固收周报：一次探底迫近拐点，美欧日迎来复工月

观点

本周经济数据观点：（1）从失业结构来看，有接近 80%的失业人口仅为临时性失业，永久性失业占到 8.7%，如果这部分临时性失业人口能够在疫情得到控制、经济重启之后回到岗位，高失业率将是暂时而非永久性的；（2）就失业率而言，我们预计在五、六月份失业率仍会呈现一定程度上行势头，并且劳动参与率的下降一定程度反映了人们对于求职的悲观心态，有一部分人可能因为失业而退出劳动力市场，失业率或被低估，这对于经济发展而言并不是一个好现象；（3）美国平均时薪年率的提升正反映了部分失业带来的就业结构变化，相较于知识水平高、在企业中处于核心位置从而薪资较高的员工而言，知识水平低、在企业中不那么重要从而薪资水平较低的人在疫情冲击之下更容易被辞退；（4）综合来看，美国当下的关键仍然是在控制疫情的同时加大对企业的援助，确保企业能够实现“休眠”而非“死亡”，从而在解封之后能够尽快实现经济重启，完成暂时性失业人口的重新就业。

策略分析

美国：虽然“非农”数据创下历史最差纪录，但中美贸易谈判释放积极信号，伴随美欧日 5 月份接连迎来“复工月”，美国诸多经济指标呈现阶段性触底反弹的趋势，市场避险情绪整体降温，考虑到联储释放“收益率曲线控制”前瞻指引等讯号，短期来看美债长端收益率或维持震荡回升格局；美元在维持小幅震荡持平的 4 月行情后，边际方向感仍较模糊，短期来看或仍存一定回落空间；美股在政策呵护下收复前期自 2 月份以来 5 成失地，CAPE 自近期高点回落 1/5 报 27.43，短期来看或仍存一定上行空间；中长期来看，伴随联储针对收益率曲线控制程度边际加深，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：虽然日本政府宣布延长全国紧急事态至 5 月底，但部分县有意提前“解封”，且感染确诊人数并未出现爆炸式增长的大背景下，日本疫情防控整体被认为进入“收尾期”，短期来看伴随避险情绪整体降温，日元或小幅趋贬；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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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：疫情防控方面由于先发先控欧洲方面风险敞口边际收窄，复工复产或相较美国而言更加稳健；欧央行宽松施政受到自身政策边界感以及成员国立法机构约束，欧元短期内在前期走弱后或保持一定程度的韧性；中长期来看，基本面趋势上“美强欧弱”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，疫情已确定对今年的原油需求产生严重负面影响，同时新兴经济体和发达经济体在疫情的恢复时间上可能存在错配，进一步加大全球产业链恢复难度，尽管 OPEC+达成减产协议，但并未对原油市场产生实质利好，疫情在伊朗等国的传播可能引发中东的地缘政治风险，最终影响尚未定论，油价预计维持低位波动；但是长期来看，OPEC+达成的减产协议时效较长，疫情减缓后市场需求预计将有所回升，虽然美国原油产量和库存仍居历史较高水平，但钻井数量的下降反应美国原油的产量未来也会一定程度走低，供给端和需求端的不确定性将不断上升，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，新型冠状病毒在全球主要国家继续传播，伴随检测和治疗工作的开展，市场情绪有所稳定，风险资产市场逐步反弹，使得金价难以大幅走高，虽然全球主要经济体央行均采取宽松政策呵护市场，但美国经济基本面出现恶化对市场信心产生打击，但主要经济体金融系统尚未出现明显问题，在众多不确定性下避险与投机需求博弈，新冠病毒传播成为影响金价最主要因素，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，新型冠状病毒对于全球 2020 年经济增长已产生实质性负面影响，并且由于全球主要经济体当前处于低息货币环境，美联储预计后续依然会保持宽松立场，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）

固收周报：中短期信用债收益率下降，各期限信用利差持续扩大

本周（5 月 4 日-5 月 10 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 111 支，总发行量 1,046.30 亿元，较上周减少 2,247.82 亿元，总偿还量 830.55 亿元，较上周减少了 524.36 亿元，净融资额 215.75 亿元，较上周减少了 1723.46 亿元。

从本周发行短融、中票和公司债实际发行的加权平均利率来看，短融和中票的发行利率较上周均有一定程度的上升，公司债的发行利率较上周有一定程度的下降。短融的发行利率上升幅度为 21.15BP，中票的发行利率上升幅度为 92.16BP，公司债的发行利率下降幅度为 97.87BP。

银行间和交易所信用债合计成交 1,741.88 亿元，总成交量较上周 4,280.00 亿元减少了 2,538.12 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 706.53 亿元、839.39 亿元、137.04 亿元、58.91 亿元。

国债收益率：本周各期限的国债到期收益率均呈上升趋势。具体来看，截至 5 月 8 日，1 年期国债收益率为 1.2134%，较上周 1.1465%上升 6.69BP。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3 年期国债收益率为 1.5519%，较上周 1.4395%上升了 11.24BP。5 年期国债收益率为 1.9362%，较上周 1.7886%上升了 14.76BP。7 年期国债收益率为 2.4888%，较上周 2.3639%上升了 12.49BP。10 年期国债收益率为 2.6207%，较上周 2.5380%上升了 8.27BP。

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；除 5 年期和 7 年期外，其余期限的各类信用债信用利差均主要呈扩大趋势；各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 852.79 亿元。其次为能源、材料、公用事业、金融和房地产，周交易量分别为 202.21 亿元、182.08 亿元、146.65 亿元、138.27 亿元和 111.11 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：一级市场信用债发行只数及总发行量、总偿还量和净融资额三大指标受到五一假期的影响，保持上周的下降趋势，其中总发行量和净融资额递减明显。二级市场信用债成交量同样受到假期影响，相比上周明显减少，本周短融和中票的成交量减少较大。信用利差方面，本周中长期各类信用债的信用利差均保持下降趋势。等级利差方面，中短期信用债等级利差缩小，投资者对市场前景的预期得到提振。分行业看，本周各行业债券交易量相比上周降幅明显，其中工业、能源及材料等行业的本周债券交易量跌幅较大。

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）

固收点评：人民币仍然具备吸引力吗？——“真知”系列 10

事件：

离岸人民币劳动节期间再度趋贬：北京时间 5 月 1 日，美元兑离岸人民币收于 7.1366，离岸与在岸人民币汇差年内第三次走扩。本年度之前两次美元兑离岸和在岸人民币汇差走阔分别出现在 1 月末和 3 月下旬，前者是由于春节假期，在岸人民币未能及时反映疫情对于中国基本面冲击，后者是由于市场美元出现短缺，随着美联储建立临时流动性互换协议，美元短缺得到缓解，离岸人民币币值恢复稳定。本次离岸人民币在劳动节假期再度出现贬值为年内第三次走扩。

央行发行离岸票据，回笼流动性：北京时间 5 月 8 日，央行公告称将于 5 月 14 日（周四）通过香港金融管理局债务工具中央结算系统（CMU）债券投标平台，招标发行 2020 年第四期和第五期中央银行票据。其中，第四期中央银行票据期限 3 个月（91 天），为固定利率附息债券，到期还本付息，发行量为人民币 200 亿元，起息日为 2020 年 5 月 18 日，到期日为 2020 年 8 月 17 日，到期日遇节假日顺延；第五期中央银行票据期限 1 年，为固定利率附息债券，每半年付息一次，发行量为人民币 100 亿元，起息日为 2020 年 5 月 18 日，到期日为 2021 年 5 月 18 日，到期日遇节

请务必阅读正文之后的免责声明部分

假日顺延。

中美通电话，落实一阶段协议：北京时间 5 月 8 日上午，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方表示应加强宏观经济和公共卫生合作，努力为中美第一阶段经贸协议的落实创造有利氛围和条件，推动取得积极成效。双方同意保持沟通协调。

观点：

离岸人民币走弱，货币空间或成重要驱动因素：（1）劳动节假期期间，离岸人民币再度贬值，但本次贬值前一周，美联储和欧洲央行发表讲话且未进行明显宽松操作，货币政策空间有限；（2）美联储早前实行“零利率”政策，并进行无限量 QE，同时美联储认为美国就业市场不太可能在短期恢复到疫情前水平，且并不担心通胀，因此短期不存在加息预期；（3）欧央行表示今年欧元区 GDP 将萎缩 5%至 12%，并下调长期定向再融资操作利率 25BPs 至-0.5%，但并未进一步扩大资产购买规模，并未完全实现市场宽松预期，与欧美相比，中国政策利率处于相对高位，且中国全年“基建为主”，货币政策提供支持的预期已经形成，为配合财政政策，中国的货币政策仍存在进一步宽松的可能，因此人民币汇率可能反映了市场对于央行再度宽松的预期。

国际间基本面分化，人民币仍具吸引力：（1）目前疫情在各国影响程度不一，国内“先发先治”，目前已经逐步复工复产，同时对于境外输出病例控制较好，PMI 数据率先回暖，预计全年经济基本面相对较强；（2）欧元区主要国家，德国，法国等国受疫情影响程度较严重，同时尽管疫情尚未完全得到控制，部分欧元区国家已经开始预备逐步复工复产，带来“二次感染”的风险，国际主要评级机构惠誉 4 月将意大利主权评级降低至 BBB-，为投资级的最低档，一定程度上增加了欧央行的压力；（3）与欧洲类似，美国疫情虽未完全得到控制，但已有超过 20 州逐步复工复产，疫情再度传播的风险增加，疫情对美国基本面负面影响短期内结束的可能性不大。

人民币国际化：波浪式前进：（1）人民币国际化进程在中美贸易战期间受到阻碍，人民币在国际支付中所占比重有所下降，但随着中美贸易摩擦有所缓和，人民币在国际支付中地位有所恢复；（2）目前人民币国际化面临的不确定性是中美关系前景依然存在不确定性，特朗普多次将疫情与中国相联系，叠加大选的不确定性，中美关系有再度恶化的可能，人民币汇率或将承压；（3）由于央行可以通过在香港发行离岸票据稳定汇率，且随着中国对世界经济影响日益深远，人民币国际化进程仍将持续，人民币对投资者依然具备相当的吸引力。

风险提示：（1）中美关系恶化超预期；（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）

固收月报：新兴接棒主导宽松，复工复产如履薄冰

事件

欧美日英货币政策：(1)4 月 29 日，美联储宣布维持基准利率在 0%-0.25%水平不变，超额存款准备金利率维持在 0.1%不变，将继续购买必要的美国国债、机构所持居民类和商业类抵押贷款支持证券（MBS），承诺利用

请务必阅读正文之后的免责声明部分

全面的政策工具来支持美国经济；（2）4 月 30 日，欧洲央行宣布维持基准利率在 0%不变，存款利率-0.5%不变，同时维持 7500 亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）不变，并以灵活方式运行，额外增加每月 200 亿欧元的资产购买规模，开展一系列新的非定向疫情紧急更长期再融资操作（PELTROS）；（3）4 月 27 日，日本央行发布货币政策决议，维持短期利率在-0.1%不变，取消国债购买限制，增加企业债和商业票据的购买规模，将购买总额为 20 万亿日元的企业债券和商业票据，同时下调经济增长预期和通胀预期;(4)4 月 15 日,加拿大央行宣布隔夜利率维持在 0.25%不变，推出新的资产购买计划，以扩大资产购买范围，包括 500 亿加元的省级地方政府债券以及 100 亿加元的投资级企业债券，同时表示由于目前存在高度的不确定性，放弃基本的经济预期，瑞士和瑞典则是维持当前政策不变。

金砖国家（除中国外）货币政策：（1）4 月 17 日，印度央行将逆回购利率继续下调 25 个基点至 3.75%，针对疫情影响的第二轮经济刺激政策开启，包括通过定向长期回购操作(TLTRO2.0)，投放 5000 亿卢比的流动性支持，修改一些监管政策适应目前的经济环境等，4 月 27 日，印度央行继续加大流动性援助，表示将为共同基金（MutualFunds）提供 5000 亿卢比的特殊流动资金（SLF），缓解共同基金的流动性压力；（2）4 月 24 日，俄罗斯央行下调基准利率 50 个基点至 5.5%，创下 2012 年以来最低利率水平，俄罗斯央行行长在新闻发布会上说，不排除未来再降息 100 个基点的可能，实施宽松的货币政策；（3）4 月 14 日，南非央行召开货币政策委员会会议，下调回购利率 100 个基点至 4.25%，经济增长预期也大幅下调，从-0.2%降为-6.1%，通胀预期也由 3.8%下调至 3.6%，巴西央行将于 5 月 6 日召开会议决定下一步经济刺激政策。

其他 G20 国家货币政策：（1）4 月 9 日，韩国央行维持 0.75%的基准利率不变，4 月 16 日，召开临时金融通货委员会，决定新设以优良公司债券(信用等级 AA-以上)为担保,向银行、证券公司、保险公司提供规模达 10 万亿韩元的“金融稳定特别贷款”，提高市场流动性供给；（2）继 3 月份澳洲央行两次调降利率后，其目标利率水平维持在 0.25%不变，澳洲央行决定扩大其业务的合格担保品范围，包括非银行公司发行的具有投资级信用评级的澳元证券。

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。

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）

固收点评：4 月外汇储备数据点评：美指平稳估值为正，外储规模环比上升

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件

数据公布：中国 4 月外汇储备 30914.59 亿美元，前值 30606.33 亿美元，环比增加 308.26 亿美元，上月为环比下降 460.85 亿美元。中国 4 月末外汇储备为 22624.81 亿 SDR，前值 22425.53 亿 SDR，环比增长。4 月末黄金储备为 6264 万盎司，前值 6264 万盎司，环比不变。

观点

美元指数相对平稳，汇率折算因素偏正。4 月世界主要货币相对美元汇率涨跌互现，美元指数相对平稳。4 月美元指数小幅上涨，由 3 月末的 98.96 上涨 0.05%至 4 月底的 99.02，英镑对美元升值 1.50%，欧元对美元贬值 0.74%，美元兑日元较 3 月末下降 0.37%。4 月人民币对美元汇率小幅升值，人民币对美元中间价从 3 月末的 7.0851 升值到 7.0571。整体来看，为应对疫情持续蔓延冲击经济，4 月主要国家加大了货币及财政刺激政策力度，我国外汇储备中以非美元货币计价部分折算成美元计价后，估值小幅增加，汇率折算因素总体影响偏正面。

美英日欧收益下行，债券估值因素为正。4 月外汇储备的投资资产美日英欧国债收益率全线下行，债券估值变动对当月外汇储备规模为正向作用。4 月，美国 10 年期国债收益率由 0.70%降至 0.64%，下行 6.00BP，英国国债收益率下行 7.00BP，日本国债收益率下行 4.00BP，欧元区公债收益率下行 9.00BP。主要国家资产价格整体有所回升，其中占中国外汇储备比例较大的美债收益率小幅下降，英债、日债、欧元区公债收益率出现下滑趋势。美财政部最新 TIC 报告显示，2 月份中国增持美国国债 137 亿美元，所持美国国债规模达 1.09 万亿美元，是美国第二大债权国。日本增持美国国债 509 亿美元，至 1.27 万亿美元，为美国国债的最大海外持有国。

汇率波动升值，长期或可保持稳定。从银行结售汇数据来看，3 月银行代客远期结汇签约 2249.57 亿元人民币，远期售汇签约 1084.49 亿元人民币。综合来看，目前疫情仍处于全球大流行阶段，国际经济金融形势依然复杂严峻，随着境内疫情得到有效控制，防控工作转为常态化。在全球金融资产波动较大的背景下，人民币资产将受到国际投资者青睐，预计人民币汇率短期或面临阶段性升值压力。从长期来看，中国经济长期向好、高质量增长的基本面不会改变，加之外汇市场运行机制日益完善，有利于市场平稳运行，人民币汇率在双向波动中保持基本稳定，汇率预期相对平稳，为外汇储备规模总体稳定提供支撑。

展望和判断：4 月外汇储备回升主要是汇率折算和资产价格变化等因素共同作用，外汇储备规模有所上升，表现为主要货币相对美元汇率涨跌互现，汇率折算因素总体偏正面，同时各国国债收益率全线下行，致使资产价格回升，综合作用下拉动外汇储备上升。对 5 月的判断，一是外部环境依然复杂严峻，疫情仍处于全球大流行阶段，国际金融市场仍面临较多不确定因素。二是境内疫情得到有效控制，防控工作转为常态化，我国经济发展具有韧性、潜力和回旋余地，经济长期向好的基本面不会改变，将继续为外汇储备规模总体稳定提供支撑。

二季度黄金储备展望：展望二季度，外部因素主要考虑全球疫情的控制效果，以及对我国外需的冲击。全球经济后续走势仍面临衰退压力，黄金走势震荡，且黄金在我国外汇储备中的占比仍有提升空间，长期或有积极表现。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：海外疫情控制效果不如预期，外需受冲击影响较大。

（证券分析师：李勇）

固收点评：2020 年 4 月进出口数据点评—出口超预期进口放缓，未来进出口压力加大

事件

数据公布：2020 年 5 月 7 日，海关总署公布前 4 个月进出口数据：按美元计，我国 4 月进口同比下降 14.2%，1-4 月同比下降 5.9%；4 月出口增长 3.5%，1-4 月出口同比下降 9%；4 月贸易帐 453.4 亿美元。按人民币计，我国 4 月进口同比下降 10.2%，1-4 月同比下降 3.2%；4 月出口同比增长 8.2%，1-4 月同比下降 6.4%，4 月贸易帐 4157 亿元。进出口数据超出市场普遍预期，市场恢复超预期，但并不能盲目乐观，因为外贸数据存在滞后现象，海外疫情可能会引发后续压力。

观点

出口方面：出口超预期反弹，主要系海外订单交付以及基数效应等因素。4 月以美元口径计量的出口增速收于 3.5%，较前值强势反弹，超出市场普遍预期。4 月出口大幅上升的原因主要有：前期积压订单的赶制随着复工复产的推进，在 4 月也有所体现，国内复工复产基本恢复正常（4 月国内 PMI 环比为 50.8，仍在枯荣线以上且已经是两个月运行在扩张区间），对 4 月出口形成一定支撑。但疫情导致海外需求疲弱，后续可能造成海外货物库存积压，未来海外可能会因为去库存压力增大而减少订单，且该指标有一定滞后性，未来 1-2 个月出口仍承压。包括口罩在内的纺织品出口增长 5.9%，在全球疫情蔓延的大环境下，口罩等防疫物资的出口是近两个月出口增长的重要组成部分。以保税物流方式出口增长了 1.9%。1-4 月我国对东盟出口小幅增长 3.9%，拉动我国与东盟贸易总值增长了 5.7%。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。去年 4 月出口同比为-2.7%，较低基数对出口增速回升有一定助力。

进口方面：进口增速大幅下降，疫情影响海外供给。4 月以美元计算的进口增速为-14.2%，增速较前值大幅下降。进口增速有所下行的原因主要有三：第一、海外疫情集中爆发，疫情曲线尚未达到拐点，海外国家的生产供给端受到冲击影响。第二、国内经济尚在恢复期，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，大宗商品进口均价涨跌互现。前 4 个月，我国进口原油增加 1.7%，进口均价下跌 8.9%；进口煤增加 26.9%，进口均价下跌 4.9%；进口天然气增加 1.5%，进口均价下跌 15%；进口大豆增加 0.5%，进口均价下跌 2.8%。

展望后期：海外疫情严峻，外贸压力加大。外需疲惫，近期订单交付完成之后很有可能面临再一次的外贸寒冬。进口方面：中美第一阶段协议逐步落地，美国大豆出口协会中国首席代表采访透露，2020 年 3 到 4 月中国共采购美国 110 多万吨大豆，该项采购有利于缓和双边贸易。出口方面：近期人民币汇率有所下降，有助于出口提升；但海外需求端疲软，积压订单交付完成后预计将会面临新一轮的外贸低谷，中长期来看出口形势不容乐观。5 月 6 日，进出口银行与商务部联合印发《关于进一步做好扩大外贸信贷投放促进稳外贸有关工作的通知》，为外贸企业提供政策保障和金融支持，帮助外贸企业“复产达产、抓订单、保履约、保市场，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

保障外贸产业链供应链稳定”，再加之暂免征收内销缓税利息等政策的实施、以及促进外贸企业转电商等新渠道的扩展，有利于降低企业的内销成本，缓解企业的资金压力，促进出口转内销。

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）

固收深度报告：城投系列四之盐城城投平台梳理与比较

报告摘要

我们对盐城市及下辖区县的经济财政、债务状况进行对比，梳理盐城市28家城投平台的地位、层级、风险特征，以及对外担保、授信、在建项目情况等，通过对盐城市本级及其区县当地财政情况以及各城投平台各自营收、债务等情况的梳理来帮助投资者选择优质城投平台。盐城市及下辖区县的债务率均处于全国中下游水平，整体债务率偏低，而盐城市平台发行的城投债收益率水平整体高于全国城投债一般水平，且AA级与AA+级城投债之间的利差相对较阔，特别是AA5Y和AA4Y的盐城市城投债收益率有较充足的下行空间，值得投资者关注。

区域特征：盐城，江苏省地级市，长江三角洲中心区27城之一。地处中国东部沿海地区，江苏省中部，东临黄海，南与南通接壤，西南与扬州、泰州为邻，西北与淮安市相连，北隔灌河和连云港市相望。盐城下辖3区、5县、代管1县级市，另外设有盐城经济技术开发区和盐南高新区。2019年末户籍人口821.35万人，常住人口达720.89万人。

经济与财政：19年盐城市GDP为5702.3亿，19年名义GDP增速为5.1%；19年人均GDP为7.91万元。19年一般公共预算收入383.00亿，同比增长0.5%；其中税收收入占比77.02%；一般公共预算支出878.29亿，同比增长4.5%，财政自给率为43.61%。政府性基金收入389.65亿，同比增长9.7%。各下辖区域横向对比来看，大部分地区GDP增速在5%以上，其中射阳县、盐都区、亭湖区和建湖县增速排名靠前。地方财政方面，射阳县、亭湖区和盐都区预算收入增速排名靠前，公共预算收入同比下降的地区有5个，除盐城高新区外，响水县和东台市排名靠后。从财政收入来源看，全市一般公共预算收入中税收占比总体为77.01%，高于80%的地区共有5个，分别为大丰区、射阳县、盐都区、东台市和亭湖区，发展效益和企业营收能力可观。从财政自给率来看，全市总体水平为43.61%，其中阜宁经开区自给率为124.36%，为全地区中最高。共有6个地区财政自给率低于50%，其中滨海县和射阳县财政自给率最低。

债务情况：19年末盐城市地方债务余额1177.38亿元，地方债务余额/GDP为20.65%。考虑发债城投有息负债作为隐性债务的替代变量，盐城市广义债务规模（地方债+城投有息负债）为2153.8亿，（地方政府债余额+城投有息债务）/GDP为37.77%，处于全国中下游水平。盐城市存量债券余额最多的城投公司为盐城东方投资开发集团有限公司，存量债券为117.85亿。

利差情况：以盐城市城投债的发行规模为权重计算各类盐城市城投债的加权平均收益率，并与相同期限相同评级的中债城投债收益率比较，发现盐城市平台发行的城投债收益率整体高于全国城投债，且AA级与与AA+级城投债之间的利差相对较阔，特别是AA5Y和AA4Y的盐城市城投债收益率有较充足的下行空间。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盐城市各城投平台营运情况和地位分析梳理。盐城市各城投平台对外担保、银行授信、政府补助、在建项目规模尚需资金、股东背景与地位等情况进行梳理与对比。

风险提示：宏观经济整体下行时，财政收入增速下行压力加大，注意宏观经济波动造成的系统性风险和各地方政府的债务压力。

（证券分析师：李勇）

行业

纺织服装行业：我们如何看当下体育用品龙头的投资机会

投资要点

体育服饰行业空间仍大，远未到天花板。十年复合 12%增长，但增长远未止步：中国 18 年单纯运动鞋市场 1500 亿规模，美国为 2600 亿；考虑到中国 8 亿+城镇人口和美国 3 亿+总人口，人均消费上仍旧有充分提升空间，行业增长远未到头。

（1）主力消费人群以及生活习惯变化不可逆，休闲运动占据更多生活场景，体育服饰不再仅仅是运动：消费者对日常穿着舒适性、科技性要求不断加强（专业产品平时穿），运动服饰成为服装行业少有的全年龄段/全场景贯穿的品类。85-95 后成长于体育品牌在中国首次流行的 00 年前后，这批近 2.3 亿人口的消费人群是未来十年消费主力也是对体育服饰品牌认可度最高的群体。

（2）真正参加体育运动的人数持续上升，运动场景越来越细分：经常参加体育锻炼人数占比从 07 年的 28%增长至 14 年 34%，30 年按照体育总局规划增长至 40%。同时除了原来的足篮跑外，户外、瑜伽、高尔夫等加入，足篮跑进一步的产品细分，也增加了更多品类销售机会。

（3）优质供应链对运动品牌的不断倾斜：各个品类中拥有技术研发实力的供应商开始将自己与运动品牌绑定，运动服饰行业在全球服装供应链体系马太效应不断加强。

行业格局清晰稳定，龙头已形成稳定壁垒，很难出现其他服装品类大起大落的现象。目前 CR5 超过 60%，龙头集团形成的优势非常稳定。

（1）体育服饰行业竞争格局堪比奢侈品，文化、科技组成的故事成为头部品牌最大壁垒：服装行业只有奢侈品和运动品行业目前活跃的品牌都有数十甚至上百年历史，其中最大的壁垒在于头部运动品牌对稀缺体育明星赛事的垄断，头部品牌将自己的品牌文化与人类突破自我极限的运动精神紧紧相连。另一方面，龙头品牌通过不断科技创新激发消费者购买欲的方式，相较其他服装品类单纯比拼时尚设计的方式更稳定也更容易形成壁垒。

（2）渠道壁垒不断形成，中小品牌难以再获得露出机会：耐克/阿迪从原先集合形态的运动专区转为独立大店模式、成为购物中心一楼的常客后，在体验为主的购物中心业态中留给中小品牌（尤其国内中小品牌）露出机会越来越小。除了安踏依靠 FILA 和 AMER 旗下品牌、李宁依靠中国李宁之外，其他国内品牌很难再获得国内最优质的渠道资源。

长期看好安踏、李宁两大国产体育服饰龙头，同时建议关注申洲、滔搏

请务必阅读正文之后的免责声明部分

这两家国际品牌上下游战略合作伙伴。安踏体育：专注效率销售驱动，FILA 成功方法论带动集团多品牌布局，对应 20/21 年估值 30/23X；李宁：品牌驱动，品牌力上升期前瞻选择精益化管理，对应 20/21 年估值 38/28X；申洲国际：全球稀缺优质供应链资产，对应 20/21 年估值 26/22X；滔搏：数据化零售龙头，有望继续享受两大国际体育服饰龙头在中国高速增长的红利，对应 20/21 年估值 18/15X。

风险提示：宏观经济增速放缓导致终端消费疲软；原材料价格波动

（证券分析师：马莉　证券分析师：陈腾曦　证券分析师：林骥川　证券分析师：詹陆雨）

通信：周专题：通信板块基金持仓持续增长，多部委助力新基建，5G、IDC、物联网持续受益

投资要点

本周策略观点：1、通信板块基金持仓市值破 2000 亿，板块基金持仓比例持续增长：通信板块 2020 年一季度基金持股占比为 3.77%，环比增长 19.26%。市值增长率达 36.47%。通信板块处于稳步上升期，投资价值逐步显现；2、上海发力新基建，多部委多次强调加快 5G 以及 IDC 为代表的科技新基建的建设进度，政策以及顶层设计作为最有利的支撑，是推动 5G 以及 IDC 产业发展的重要的驱动力。作为 5G 建设的主旋律，IDC 等科技新基建将持续受益;3、工信部推进移动物联网全面发展，模组是实现万物相连的硬件基础，在物联网产业链率先获益，在物联网的连接数的爆发支撑下，模组出货会迅速放量，同时随着 WiFi-6 普及及车联网等应用场景落地，相应的配套模组也将带来很大的增量市场。

行业动态及点评：工信部推进移动物联网全面发展，提出建立 NB-IoT、4G（含 Cat.1）和 5G 协同发展的移动物联网综合生态体系，打造一批百万级连接规模应用场景。模组是实现万物相连的硬件基础，在物联网产业链率先获益，在物联网的连接数的爆发支撑下，模组出货会迅速放量，同时随着 WIFI-6 普及及车联网等应用场景落地，相应的配套模组也将带来较大的增量市场。

行业前瞻：2020 年商用大会（2020.05.26）。

首推组合：中兴通讯（000063）、中际旭创（300308）、光环新网（300383）、数据港（603881）、奥飞数据（300738）、紫达技术（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：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）；IDC：宝信软件（600845）、佳力图（603912）、鹏博士（600804）、杭钢股份（600126）、沙钢股份（002075）、城地股份（603887）、立昂技术（300603）、世纪互联（VNET）、万国数据（GDS）、南兴股份（002757）；PCB：深南电路（002916）、沪电股份（002463）；天线射频：通宇通讯（002792）、硕贝德（300322）；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）;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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）；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）。

市场回顾：近一周通信(申万)指数上涨 7.26%；沪深 300 指数上涨 2.97%；行业跑输大盘 4.29pp。东吴通信优选指数近期表现：一周上涨 18.78%，年初至今上涨 41.35%，跑赢通信（申万）指数 11.52pp。

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）

公用事业跟踪周报：设备端水表行业维持高景气度，运营端改革转型政策有望落地，建议超配板块

公用事业设备：NB-IoT 推广超预期，【宁水集团】、【新天科技】等水表行业龙头将显著获益。

工信部发文深入推进移动物联网全面发展，到 2020 年底 NB-IoT 网络实现县级以上城市主城区普遍覆盖。1）政策引导：工信部主导下政策持续落地，从基础设施到终端应用均有提及；2）标准统一：NB-IoT 被正式纳入 5G 候选技术集合，受到通信设备商支持；3）基站配套：预计 2020 年基站数量达 150 万，蜂窝物联网连接数超 11 亿；4）成本下降：芯片由华为和高通主导，模组成本已经降至与 2G 模组持平；预计 2020 年 NB-IoT 整体为 525 亿美元，应用端为 409 亿美元，在政策引导、标准统一、基站配套、成本下降等各种利好的共同促进下，NB-IoT 应用端近千亿市场空间有望加速释放，而 NB-IoT 水表作为其中最重要的应用场景，有望率先爆发。

2019 年以来，水表行业边际变化明显：1）政策持续出台，对水表使用的量和质均提出明确要求；2）NB-IoT 水表加速推广，技术成熟有效解决行业痛点；3）存量旧表置换+增量新表升级，152 亿市场空间正释放。目前，水表行业市场集中仍然较低，三家龙头企业市占率仅为 20%左右，考虑到：1）未来 3 年市场空间加速释放，行业景气度仍将高企；2）NB-IoT 水表的研发和生产对技术水平要求较高，只有行业龙头企业具备研发、生产和销售能力；3）NB-IoT 水表的运维和数据分析处理能力也对水表企业提出更高要求，因此，【宁水集团】、【新天科技】等龙头公司在手质量、品牌、NB-IoT 先发、渠道、技术、成本等多项核心竞争优势，有望在行业高景气度下充分获益，未来三年收入增速 30%以上、利润增速 30%-40%之间，强烈推荐。

公用事业运营：改革转型为剑、股息率为盾，期待板块开出“沙漠之花”。

一、电网改革为剑：特高压之外配电网和混改才是最大亮点，建议关注电网三杰。1）从 2015 年电改 9 号文到 2020 年国网 1 号文，配电网改革作为其中的重要内容，在国网董事长履新后不断被提起，今年有望加速推进、全面落地，【三峡水利】作为三峡集团旗下唯一的配售电业务平台，未来将会是三峡集团以重庆为核心、逐步向周边和全国范围扩张、整合存量和增量地方配电网的唯一平台，也是配电业务改革试点的显著获益龙头，成长逻辑正在逐步兑现，建议重点关注。2）信息化是国网推进新基建项目建设的重点举措之一，预计全年投资规模为 675-900 亿。复盘国

请务必阅读正文之后的免责声明部分

网过去两轮资本开支的扩张过程，投资-订单-业绩逻辑清晰兑现。类比过往预计订单招标高峰将至，2020 年仅信息化业务有望为公司贡献新增订单收入 89.91 亿元/年，建议关注【国网信通】。3）2020 年以来，国网综合能源服务领域改革措施不断落地，核心围绕“混合所有制改革”和“集团内战略地位提升”，建议关注国网综合能源服务集团旗下唯一平台【涪陵电力】。

二、地方国改为剑：强周期主业积极转型，建议关注【山煤国际】、【易成新能】。我们以山西省为例，梳理了能源转型的全进程：2017 年拉开序幕——2018 年有序推进——2019 决胜年，伴随着：1）七大煤炭集团核心人事调整完成，解决了管理层“想不想”改的问题；2）开滦集团和淮南矿业提供借鉴，信达股权退出有望，解决了股东层面“能不能”改的问题；3）通过一系列政策发布，划定国改边界，资产权属明晰，解决了顶层设计“可以不可以”改的问题，三大痛点逐一解决，山西能源转型有望取得实质性突破，重点推荐【山煤国际】，建议关注【易成新能】。

三、高股息率为盾：滞胀时期类债券资产吸引力提升，建议关注【长江电力】。

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）

电气设备新能源行业周报：电动车销售明显回暖，工控龙头订单普提速

投资要点

申万电气设备 4793 上涨 1.59%涨幅强于大盘。风电涨 2.9%，锂电池涨 2.82%，工控自动化涨 2.59%，发电设备涨 2.56%，核电涨 1.84%，新能源汽车涨 1.81%，光伏涨 1.07%，发电及电网跌 0.45%。涨幅前五为中电电机、寒锐钴业、智云股份、天齐锂业、中国宝安；跌幅前五为兆新股份、胜利精密、江特电机、海陆重工、坚瑞沃能。

行业层面：电动车：4 月电动车产量 7.5 万辆，同环比-30%/+44%，其中特斯拉 1.1 万辆；4 月装机电量 3.6gwh，同比环比-33%/+30%，CATL 占比 52%，LG 占比 16%;加州拒为特斯拉复工开绿灯，建议再等 1 周，上海工厂因产线调整停工至 9 号，与韩国韩华集团签署了电池制造机器设备的采购协议，电池日或于 5 月第三周举行；大众本周复工，本周将生产约 1400 辆汽车，到下周末产量将增至 6000 辆/周，即正常产能的 40%，ID3 将于 6 月开始交付，ID4 已投产；保时捷、法拉利等欧洲工厂逐步恢复产能；SKI 电池销售全年目标下调 10%至 104 亿元。新能源：隆基 9 日硅片挂牌价下降 0.15 元，158/166 分别降至 2.68 和 2.77 元/片；华电石城子 220 千伏光伏汇集站总投资 1.35 亿元园加速并网步伐。工控&电网：工信部：推进建立 NB-IoT、4G 和 5G 协同发展的移动物联网综合生态体系。

公司层面：比亚迪：4 月销量快报：新能源车销 1.3 万辆（同-45.9%），其中纯电销 9966 辆（同-38.2%），插混销 2296 辆（同-65.3%）。4 月新能源汽车动力电池及储能电池装机总量约为 0.857GWh。新宙邦:定增的 3275.9 万股将于 5 月 11 日在深交所上市，发行价格 34.8 元/股，本次募资总额 11.4 亿元。锦浪科技：19 年度权益分派方案：每 10 股转增 7 股，分红后

请务必阅读正文之后的免责声明部分

总股本增至 1.38 亿股。国轩高科：股东珠海国轩实施非公开发行可交换债券换股约 1271.74 万股，占总股本的 1.13%。福莱特：股东孙利忠累计减持 10 万股，占总股本 0.0615%，本次减持计划减持股份数量已过半。汇川技术：股东王伟、邵海波、李瑞琳、易高翔分别持有 30/58.34/26.25/34.50 万股，股份来源为股权激励计划，本次拟减持 7.5/14.5/6.56/8.63 万股。科达利：1）持股 5.14%的股东大业盛德拟减持不超过约 270 万股，占总股本的 1.29%；2）公司拟设立南山分公司，吸引研发技术人才，增强公司的技术研发能力。多氟多：圣光医用签订 2 亿元熔喷布销售合同。天齐锂业：股东天齐集团补充质押 3000 万股，占总股本的 2.03%。

投资策略:4 月产 7.5 万辆，同环比-30%/+44%，装机电量 3.6Gwh，同环比-33%/+30%，国内政策落定和地方加码，预计 5 月加速回暖，全年预期至 140-150 万辆，同增 15-25%，中游排产 5 月环比持平，预计 6 月同环比将有明显拐点；特斯拉节后国内 9 号整车复工下线，美国全面复工仍需时日，欧洲大众/宝马等已复工，ID3 将在 6 月如期交付，海外疫情总体 Q2 影响明显，今年海外销量 130-140 万，同增 25-35%；全球电动化大趋势确定，新平台新周期，下半年反转明确，强烈推荐各方向全球龙头。光伏国内 20 年项目陆续启动，630 抢装开始，今年估计 40-50GW，同增 30-70%，海外疫情拐点，海外尤其是欧洲光伏需求恢复，海外今年预计 80-90GW，同比持平，全球 120-130GW，同增 5-15%，产业链价格止跌或收窄，电池片涨价 1-2 分钱，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 10.3%/同降 1.2%/同增 8.9%，Q4 弱复苏，疫情短期有利有弊，Q1 行业同降 12.4%，龙头 Q1 订单超预期，4 月订单增长普遍提速，反转趋势确立，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，特高压提速，电网设备龙头重估。风电 19 年并网 25.79GW(+27%)，20 年估计 30GW+，整机盈利拐点，估值修复。

重点推荐标的：汇川技术（通用自动化上半年超预期、动力总成全面突破）、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、一季报超预期）、璞泰来（负极全球龙头、LG 等海外占比高）、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）、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）、晶澳科技（组件一线龙头、Q1 业绩超预期）、华友钴业（钴价格见底、钴加工龙头）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、成本优势突出）、国电南瑞（二次设备龙头、电力物联网受益）。建议关注：三花智控、新宙邦、天奈科技、爱旭股份、锦浪科技、当升科技、阳光电源、思源电气、嘉元科技、天赐材料、华友钴业、亿纬锂能、麦格米特、天齐锂业、赣锋锂业、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）

电子行业周报：海外复工夯实底部，中芯登陆科创影响深远

投资要点

请务必阅读正文之后的免责声明部分

海外电子产业链陆续推进复工复产：目前，全球范围内疫情防控取得明显成效的地区已开始推进复工复产，除中国本土以外，电子产业链较为集中的东南亚地区 5 月以来陆续进入复产阶段，其中三星在越南和印度的工厂已经复工，OPPO、vivo、富士康和纬创等在印度的工厂已经恢复运营。此外，村田日本工厂的生产也恢复到了接近正常水平。

亚太地区 AppleStore 零售店开始恢复运营：苹果自 3 月 27 日宣布关闭大中华区以外所有 AppleStore 零售店之后，也开始在疫情得到有效控制的部分地区重新开放门店，目前中国大陆、香港地区、台湾地区、首尔、澳大利亚（除悉尼外）和德国的 AppleStore 零售店已恢复运营。

电子制造是基金配置的主要细分板块，半导体板块配置比例持续提升：中芯国际（0981.HK）公告拟于科创板上市，公司主营业务为 14 纳米至 0.35 微米制程的晶圆代工和技术服务，是中国大陆规模最大、技术最先进的晶圆代工厂商。根据集邦咨询的数据，2020Q1 中芯国际在全球晶圆代工市场的营收排名位列第五位，市场份额为 4.5%。随着公司在晶圆代工市场先进制程技术的不断突破和客户资源的持续拓展，相关的半导体设备、材料和封测等产业链环节的投资机遇凸显。建议关注：中微公司、北方华创、至纯科技、安集科技、长电科技、通富微电等标的。

风险提示：市场需求不及预期；企业研发不及预期：市场开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳）

电力设备与新能源行业点评：4 月装机 3.60gwh，同比-33%，环比+30%

投资要点

4 月电动车产量 7.47 万辆，同环比-30%/+44%，恢复明显，好于预期：根据合格证数据，2020 年 4 月新能源车产量 7.47 万辆，同比减少 30%降幅缩窄，环比大增 44%，市场温和回暖。乘用车产量 6.53 万辆，同比减少 34%，环比增加 36%，其中纯电乘用车产量 4.6 万辆，同比减少 42%，环比增加 17%。客车产量提升至 2828 辆，同比减少 45%，环比大增 59%；专用车产量 4822 辆，同比增加 172%，环比增加 135%。20 年 1-4 月电动车累计产量达 18.7 万辆，同比下降 49%；乘用车累计生产 16.7 万辆，同比减少 51%；客车累计生产 7648 辆，同比减少 60%；专用车累计生产 1 万辆，同比增长 65%。

国产特斯拉继续加速，主流车企环比大幅改善。国产特斯拉爬坡加速，4 月生产 1.1 万辆，环比提升 10%，20 年 1-4 月累计产量达 2.8 万辆。比亚迪产量持平，4 月产量 1 万辆，同比减少 65%，环比小幅下滑 11%。广汽乘用车表现较好，4 月产量 4441 辆，环比增加 28%。一汽大众 4 月产量 4257 辆，环比大幅改善 241%。受疫情影响 3 月各车企产能环比大幅改善，4 月产量温和恢复。

4 月装机电量为 3.60gwh，同比下降 33%，环比增长 30%。2020 年 1-4 月

请务必阅读正文之后的免责声明部分

累计装机电量为 9.28gwh，累计同比减少 48%。1）4 月三元装机电量 2.56gwh，同比下降 30%，环比回升 18%，占比 71%；三元 2020 年 1-4 月累计装机电量为 6.76gwh，同比下降 45%，占比 73%相比 19 年有所提升。2）4 月磷酸铁锂需求恢复明显，受益于商用车拉动：4 月铁锂装机电量为 0.9gwh，同比下降 40%，环比增加 76%，占比 25%；2020 年 1-4 月磷酸铁锂累计装机电量 2.13gwh，同比下降 50%，占比为 23%。

从电池厂商看，宁德时代 4 月装机电量 1.9gwh，同比下降 27%，环比提升 54%，单月市占率达到 52%，仍居首位。第二名为 LG，受益于特斯拉放量，4 月装机 0.58gwh，环比增长 10%，占比 16.1%。第三名为比亚迪，4 月装机 0.55gwh，同比下降 67%，环比下滑 15%，占比 15.4%。

海外 4 月销量低点已过，将逐步恢复。4 月美国电动车销 1 万辆，同环比-52%/-49%；欧洲主流国家 4 月电动车销量 2.5 万辆，同环比-13%/-64%，其中德国 4 月销量仍较强势，销售 1 万辆，同比增 32%，环比下滑 48%。整体而言，受疫情影响海外 4 月为销量低点。我们预计随着 5 月逐步复工复产，销量将明显回暖，6-7 月有望恢复至正常水平，且随着大众 ID 系列交付，欧洲电动车市场将恢复较高增长。

投资建议：4 月电动车产 7.47 万辆，同环比-30%/+44%，好于预期。国内明确补贴延迟两年，7 月有望迎来拐点；海外复工复产提速，5-6 月销量将逐步恢复；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，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）

多元金融行业：资金信托新规征求意见，非标管控严格

事件：2020 年 5 月 8 日，银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》（简称《办法》），向社会公开征求意见。

投资要点

《办法》总体遵循坚持私募定位、聚焦资管新规、严守风险底线和促进公平竞争原则。资金信托在国民经济循环中长期扮演着以市场化方式汇聚社会资金投入实体经济领域的角色。近年来出现赔付压力、违规多层嵌套、与同类资管业务监管规则不一等问题。银保监会为补齐制度短板，对照资管新规要求推出《办法》，以推动资金信托回归“卖者尽责、买者自负”的私募资管产品本源，发展有直接融资特点的资金信托，《办法》遵循以下原则：1）坚持私募定位。资金信托为买者自负的私募资管业务。任何机构和个人参与任何资金信托，都要依法识别、管理并承担投资风险。信托公司应当确保信托风险与投资者承受能力匹配，打破刚性兑付。2）聚焦资管新规。以加强产品监管为抓手，明确资金信托业务的经营规则、内控要求和监管安排，促进资金信托监管到位。3）严守风险底线。要求信托公司建立健全资金信托业务管理制度，限制杠杆比例和嵌套层

请务必阅读正文之后的免责声明部分

级，实现风险匹配、期限匹配，防范风险向信托公司不当转移或向金融市场外溢。4）促进公平竞争。精简制度体系，统一监管规则，促进资金信托制度匹配，创造公平竞争的制度环境。

《办法》加强资金信托投资非标债权资产管理，限制债权集中度，同时对投资者人数进行限制，短期行业将迎来阵痛。1）《办法》限制投资非标债权资产的比例，禁绝资金池，短期承压。明确全部集合资金信托投资于非标债权资产的合计金额在任何时点均不得超过全部集合资金信托合计实收信托的 50%。与非标 35%限制的银行、理财子公司、保险资管、券商资管相比，虽然比例更高，但信托存量业务中非标占比较高（预计超过 80%），预计存在较大处置压力。2）《办法》限制非标债权集中度，预计行业将迎增资潮。规定全部集合资金信托投资于同一融资人及其关联方的非标债权资产的合计金额不得超过信托公司净资产的 30%。截至 2019 年末，信托行业净资产均值为 98.02 亿元，行业中位数是 74.67 亿元。以中位数计算，同一融资人非标债权的投放规模不能超过 22.4 亿元（按此标准信托公司可能几单项目就会面临超额），预计未来信托将迎来增资潮。3）《办法》明确资金信托投资者人数不得超过 200 人，延续资管新规要求。规定要求任何单位和个人不得以拆分信托份额或者转让份额受益权等方式，变相突破合格投资者标准或者人数限制（原规定为 100 万起，50 份限制，但 300 万以上的投资者不受人数限制）。

本次征求意见稿延续资管新规大方向，明确信托行业资金信托定义及准则，放开债券正回购业务，利好行业长期健康稳健发展。1）《办法》明确资金信托定义，利于信托有的放矢。属于自益信托、以保值增值为目的，包括转让受益权的财产权信托，且按三个维度分类（单一/集合、封闭/开放、固收/权益/商品/混合）。对于以受托服务为主要服务内容的信托业务，无论其信托财产是否为资金形式，均不再纳入资金信托，包括家族信托、资产证券化信托、企业年金信托、慈善信托及其他监管部门认可的服务信托。2）固收类资金信托放开正回购可融入资金，利好债券类信托。《办法》明确固定收益类证券投资资金信托业务可以开展回购业务标准化债券（银行间和交易所的股票和债券），信托公司做非标业务的经验、客户资源及信评能力，可以赋能于做标品投资，利好“固收+”业务。3）《办法》延续资管新规，推动信托行业压缩通道和非标业务，引导信托行业加速转型，提升服务水平和核心竞争力，长期将利好行业健康稳健发展。

风险提示：1）金融监管政策趋严；2）信托处置非标进度不及预期。。

（证券分析师：胡翔　研究助理：朱洁羽）

食品饮料行业深度：复盘龟甲万，浅析海天确定性溢价和估值衍变

投资要点

复盘海外：调味品龙头攻守兼备，估值中枢偏高显实力。在牛市上涨期，龟甲万与味好美皆显示出较好的进攻性，抬升估值；市场环境低迷时，均体现出较好的防御性，仍呈现 14-114%超额收益，估值中枢易上难下。复盘龙头龟甲万来看，酱油制品内需趋稳下，龟甲万通过业务多元化+海外扩张来驱动业绩增长，目前公司已涉足微生物医药、酒业、番茄及豆乳制品，海外业务占比约 60%。龟甲万估值区间从早年的 15-25X，一路提升至 30-50X，从基本面看，调味品龙头每一阶段估值溢价率的提升都来源于市场对龙头突出的竞争壁垒的认识、对公司业绩增长确定性的认可；从资金面看，外资对龟甲万的持股比例持续上升，进一步强化市场

请务必阅读正文之后的免责声明部分

对龙头确定性给予溢价的投资风格。

回望海天：以确定性为标杆，调味品板块估值之锚。2019 年国内调味品龙头海天味业实现营收近 200 亿元，同比+16.22%，截至 19 年公司经销商数量 5806 家，销售网络已 100%覆盖地级及以上城市，90%的内陆省份销售过亿，主要渠道面向 B 端餐饮。2019H1，上证指数涨幅达 23%，海天味业涨幅达 62%，超额收益 39%，估值攀升至 60 倍以上。因基本面强劲，大盘回调下，估值亦呈现易上难下的趋势。疫情发生后，2 月餐饮消费几乎停滞，3 月也仍在爬坡恢复中，但 Q1 海天实现收入增长 7%，业绩增长 9%，大幅跑赢行业，显示出了龙头确定性，这主要来源于 1）品牌力领先，客群从 B 端向 C 端有效转化；2）渠道管理能力强，积极的风险应对。市场对后续调味品行业头部集中趋势继续看好，海天估值一度超过 60X。

展望 2020，不确定下的确定。CPI 高位助力提价。复盘看，17 年至今食品指数与 CPI 走势逐步趋同，市场对食品板块尤其是必选消费提价预期高涨，相应食品板块估值得到提升。今年来猪价高位下，CPI 持续走高，预计全年前高后低，CPI 增速超过 3%，利好食饮板块个股表现，20 年存在一定的市场环境担忧或影响提价节奏，但促使 21 年提价预期进一步强化。疫情催化龙头集中，头部厂商具有更强的风险应对能力，危中反而生机，已经为疫后快速回补和顺势抢占份额埋下伏笔。资金面看，外资持续流入给予溢价。

投资建议：海天自上市以来，估值区间从上市以来的 30-40X 抬升至目前的 50-60X，市场对海天的认知逐步演变为确定性增长的全国调味品平台。而海天估值的提升背后也代表着市场对龙头确定性的肯定，由此，食品饮料板块估值也迎来中枢抬升。对食品板块而言，必选属性强，短期具备韧性，长期格局为王。在疫情以来，市场对龙头集中趋势进一步强化，龙头有能力抢占份额，呈现不确定中的确定。继续关注 Q1 疫情受益标的的补库存效应延续+龙头持续增长的确定性，推荐恒顺醋业、安井食品、安琪酵母、双汇发展、洽洽食品、绝味食品、三只松鼠、中炬高新，建议关注三全食品、涪陵榨菜、海天味业。长期来看把握 1）消费者新习惯培育和健康意识上升。乳制品、保健品、饮料边际环比改善明显，推荐伊利股份、汤臣倍健、香飘飘；休闲食品赛道多空间大，各子行业细分冠军值得关注；2）餐饮复苏和格局重塑，餐饮工业化进度加快以降低终端人工成本，利好速冻食材/复合调味料，推荐安井食品、安琪酵母，建议关注三全食品、颐海国际、天味食品。

风险提示：疫情控制低于预期，食品安全风险，宏观经济波动。

（证券分析师：杨默曦　证券分析师：马莉　研究助理：宗旭豪）

国防军工：行业整体景气度较高，持续看好国产替代相关标的和估值低位的主机厂

投资要点

核心组合推荐：【中航沈飞】【火炬电子】【光威复材】【鸿远电子】

最新行业观点：

根据 2020 一季报情况，军工企业一季度虽然受到疫情影响，但整体经营稳健，下游需求维持景气。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

当前我们对军工板块持续看好：

产业链上游领域：2018 年 10 月美国对中国军工企业实施制裁后，军工电子领域的国产替代明显加速（从火炬电子、鸿远电子 2019H1 的高增长中可以验证），我们认为在中美贸易战博弈还将长期持续的预期下，军工产业链所有对进口依赖的环节，都将加速国产化进程。在此背景下，军工电子、新材料等产业短板环节将加速技术进步，需求将高度景气，核心厂商能够现快速增长。军工电子领域上市公司已陆续发布 2019 年报，鸿远电子、火炬电子、宏达电子 2019 年利润增速分别为 28%、14%、31%，我们认为军工电子领域的景气度仍将持续，继续看好该领域核心供应商。

产业链中下游领域：我们基于折现模型和二叉树期权定价模型，客观评估了军工主机厂的合理市值，总结各主机厂的模型数据，我们得出以下三点结论：

1、所有的模型测算市值/股价都高于当前市值/股价，在假设已经比较中性偏保守的前提下，我们认为当前军工主机厂整体低估；

2、整体市值/股价和已有业务折现的差额，就是期权所对应的价值，期权对应的市值会随着市场预期、市场情绪的变化而波动，如果公司当前市值中的相当一部分是期权撑起来的，则需要更加谨慎衡量期权的实际价值；如果当前市值与已有业务折现接近，说明当下市场对期权兑现的预期很低，股价具有较高的安全边际；

3、主机厂当前的市值以及模型测算市值对应的 PE 依然较高，我们认为有两方面原因，第一是主机厂附带期权，第二是主机厂能够永续经营，已有业务在永续经营假设下的折现值对应 PE 已经不低。

整体上我们认为军工主机厂当前处于低估，具有配置价值。我们认为在资产已经低估前提下，事件驱动、资金流动有望带来板块性行情，看好公司治理水平较高、最有望兑现期权的中航沈飞，以及当前股价与已有业务折现非常接近、具备足够安全边际的内蒙一机。

投资主线：

上游领域两条投资主线：1）在商业模式稳定、景气度高的细分领域中寻找能够直接受益的主流供应商，主要看好被动元件领域，推荐火炬电子、鸿远电子；2）自下而上筛选具有极强的技术和产业化优势，在细分领域处于绝对龙头地位，业务能够向民用领域拓展的公司，推荐光威复材，建议关注景嘉微；

中下游领域一条投资主线：在公司行业地位稳固、订单来源稳定的前提下，筛选上市资产完整度高、公司治理水平较高、业绩有望实现更快增长的公司，推荐中航沈飞。

基于军工行业逆周期性凸显、龙头军工企业能维持长期确定性增长和当前估值水平，我们给予行业“增持”评级。

风险提示：武器装备列装进度不及预期；军工领域改革不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周佳莹）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

汽车行业周报：4 月重点车企产销同比转正，配置时机已至

投资要点

每周复盘

SW 汽车上涨 3.4%，跑赢大盘 1.3%，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 6 名，排名靠前。估值上，SW 汽车板块均有所上涨，SW 乘用车幅度最大。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：中汽协预计 4 月汽车行业批发为 200 万辆，环比+39.8%，同比+0.9%。4 月广汽集团产量同比+7.11%，批发同比+6.10%；长城汽车国内批发同比+1.8%；上汽集团国内零售同比+1.3%；长安汽车产量同比+14.2%；批发销量同比+32.0%。

库存：3 月企业库存增加 1 万辆，渠道库存减少 4 万辆。3 月传统乘用车库存增加 1 万辆，企业累计库存为-49 万辆（2015 年以来历史同期最低值），渠道库存下降 4 万辆，2015 年 1 月以来累计为 304 万辆。

价格：4 月下旬折扣率微幅扩大。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。4 月下旬乘用车价格监控结论：折扣率微幅扩大。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 11.62%，环比 4 月上旬增加 0.23%。2）车企层面整体折扣率稳中微幅扩大。上汽集团折扣率扩大最明显，增加 0.86pct。

重点关注

5 月 7 日，上海市人民政府正式发布《上海市推进新型基础设施建设行动方案（2020-2022 年）》，提出到 2022 年底，推动全市新型基础设施建设规模和创新能级迈向国际一流水平，预计总投资约 2700 亿元，包括新建 10 万个电动汽车充电桩，建设安亭国家智能网联汽车等 3 个试点示范区和车路网云一体化等示范项目。5 月 1 日，本田、丰田宣布 5 月将把中国工厂产量提高 10%以弥补疫情期间停产造成的损失。5 月 8 日，4 月全国各类重卡销量为 18 万辆，环比增长 50%、同比增长 52%。

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】。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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：新版重疾表征求意见，重疾险或有降价空间

投资要点

核心观点：5 月 7 日，央行、外汇局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求，我国金融市场扩大对外开放更进一步。券商方面，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，一季度负债端受疫情冲击明显，目前国内疫情基本受控、各地逐渐复工，叠加疫情激发消费者保险需求，健康险仍将维持高增长态势，预计二季度负债端将有明显回暖；信托方面，资金信托管理暂行办法出台，监管依旧保持相对严格。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】、【中国太保】、【中国人寿】、【中国平安】。

券商：境外机构投资者新规落地，增强资本市场活力。1）5 月 7 日，中国人民银行、国家外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求，主要是在 QFII、RQFII 取消投资额度的基础上，进一步简化 QFII、RQFII 的资金管理要求，便利境外投资者参与我国金融市场，增强资本市场活力。2）据券商中国消息，深交所就创业板改革并试点注册制审核关注事项向券商征求意见，整体方向是降低审核问题数量和轮次，提升审核效率，创业板注册制或将在 8 月正式推出。3）疫情对券商影响有限且情况逐步向好，随市场信心回暖，中短期贝塔属性凸显。长期来看，资本市场改革有序推进，产业政策放松引导券商转型发展推动行业长期阿尔法提升。制度变革的推动效应目前尚处于前期阶段，在券商生存环境优化的大趋势下，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】。

保险：2020 版重疾发生率表征求意见，未来重疾险或有降价空间。1）5 月 8 日，《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）（征求意见稿）》对外发布，整体下调了发生率指标，增大了保险公司的降价空间。此外，为助力国家粤港澳大湾区战略发展需要，大湾区的被保险人可以采用区别定价，和香港保险相比更有竞争力。同时本次重疾表推出了两种老年人代表性重疾经验发生率参考表，对老年险的定价提供了行业支持，促进老年险发展。2）5 月 7 日，中国太保公告公司发行 GDR 并在伦敦交易所上市已获得银保监会同意，募集资金将用于推进公司国际化布局及补充资本金，发行完成后太保将成为首家 A+H+G 上市的保险公司。3）一季度，负债端受疫情冲击较大，但从目前保费数据看已有显著改善，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】、【中国太保】、【中国人寿】、【中国平安】。

风险提示：1）开门红进展不及预期；2）受海外疫情影响市场交易活跃

请务必阅读正文之后的免责声明部分

度下降；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 5 月第 2 周周报：油价持续回升，继续推荐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 2895.34，本周累计上涨 1.23%，深证成指本周上涨 2.61%，化工板块（申万）上涨 2.71%。

本周化工板块个股中，电子化学品相关材料标的表现抢眼：本周化工板块涨幅居前的个股有宏和科技、容大感光、青松股份、同益股份、雅运股份、至正股份、光华科技、御家汇、金发科技、晶瑞股份。受新基建影响，5G 相关电子化学品标的板块整体涨幅明显，其中宏和科技（电子级玻璃纤维布）、容大感光（PCB 油墨、光刻胶）、同益股份（电子材料）、至正股份（电缆用高分子材料）、光华科技（PCB 化学品）、晶瑞股份（微电子化材）等涨幅居前。

财政部下发氢能汽车“十城千辆”征求意见函，新能源材料相关标的有望受益：5 月 9 日，财政部发出的《关于征求<关于开展燃料电池汽车示范推广的通知>（征求意见稿）意见函》，显示：“示范期间，要推广超过 1000 辆达到相关技术指标的燃料电池汽车，平均单车累积用氢运营里程超过 3 万公里。”。此系列措施有利于对疫情下新能源车带来机会，燃料电池相关材料标的有望受益。

供需两端均迎利好，油价继续回升：本周 ICE 布油报收 30.94 美元/桶（+25.08%）；WTI 原油报收 24.74 美元/桶（+7.53%）。需求方面，大部分国家开始放松疫情期间的封锁措施，原油需求端显著改善，给油价提供了上涨动能；供给方面，深化减产的乐观预期升温，EOGResourcesInc.5 月份将减产约四分之一，是迄今美国最大的页岩油减产之一；沙特 5 月原油出口有望降至约 600 万桶/日。短期看，部分国家陆续复工的背景下，原油市场最糟糕的阶段或已过去；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，本周涨幅前五的产品有乙烯（+22.5%）、液氯（+18.9%）、液氨（+18.4%）、工业萘（+14.4%）、丁二烯（+12.5%）。受益于国际原油形势回暖，能源化工下游产品价格上涨，乙烯、工业萘、丁二烯等涨幅居前。

投资建议：大宗化工品整体仍处于低迷状态，维生素价格依旧坚挺，新老基建拉动相关配套材料的需求，建议关注苏博特、浙江医药、永安药业、昊华科技、震安科技、日科化学、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）

银行行业点评：外资偏爱银行股，QFII 红利最受益

事件：5 月 7 日，央行、外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，明确并简化了 QFII、RQFII 投资管理要求，以进一步扩大金融业对外开放，便利境外投资者参与我国金融市场。我们认为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

跨境投资的政策红利将充分惠及资本市场，尤其利好银行业。

投资要点

本次政策红利核心：1）放松汇兑管制；2）取消托管人数量限制。

我国 2002 年推出 QFII 制度、2011 年推出 RQFII 制度，引导外资进入金融市场，制度出台以来已多次提高投资额度限制、放松管制等，外资也积极通过 QFII/RQFII、沪深港通两大主渠道持续增持 A 股甚至深远影响估值体系。本次新政是跨境投资又一个里程碑。

关于汇兑管理的监管松绑，是真正利好境外投资机构的政策红利，包括允许合格投资者自主选择汇入资金的币种和时机、大幅简化境内证券投资收益的汇出手续（以前要求提交专项审计报告和税务备案表等材料，新政改用完税承诺函替代）等。

关于托管人数量，此前监管要求 QFII 仅可以委托 1 家托管机构，RQFII 不超过 3 家并指定一家为主报告人，本次新政全面取消数量限制并实行主报告人制度。目前，我国合格境外机构投资者的托管机构牌照仅授予 19 家商业银行，而托管业务一方面增厚银行手续费收入，另一方面还能通过提供代客外汇衍生品业务等服务来拓展收入，取消数量限制后机构投资者有更多元的选择，同时利好拥有托管资质的商业银行（2014 年后一直没有新批牌照）。

取消投资额度限制此前已有预期，且目前额度宽松，短期影响微弱。

本次新政全面取消投资额度限制，包括渠道的总额度上限及每家合格投资者自身的投资额度上限，而在此前的监管体系中，一方面 QFII/RQFII 分别设有 3000 亿美元/1.99 万亿人民币的渠道总额度上限，另一方面各机构也基于自身的总资产或 AUM 设有额度限制。不过，我们判断取消额度限制短期内对投资总量影响微弱，对单家机构可能有影响，因为：

i）总量角度，目前合格境外机构投资者额度宽松，实际获批额度远低于渠道上限，4 月末 QFII 获批额度 1146.59 亿美元，尚不足额度上限的 39%；RQFII 也仅使用 36%（7130.92 亿人民币），且 21 个 RQFII 试点地区中额度使用率最高的新加坡、香港也仅使用了 78%、73%。

ii）对于单一合格境外机构投资者，取消额度与资产规模挂钩的限制后，将有更大空间增加投资。目前 QFII 额度 TOP3 分别为澳门金融管理局（50 亿美元）、阿布达比投资局（50 亿美元）、韩国银行（30 亿美元）；RQFII 分别为南方东英资管（461 亿人民币）、领航投资澳洲（300 亿人民币）、易方达资产香港（272 亿人民币）。

此外，外汇管理局实际上已于 2019 年 9 月宣布将全面取消 QFII/RQFII 投资额度限制及 RQFII 试点区域限制，所以本次政策落地并没有超预期的新增内容。

QFII 长期重仓银行股，估值回调后的核心银行最受益新一轮外资入场。

投资总量角度，根据央行披露的“境外机构和个人持有境内人民币金融资产情况”，外资 3 月末合计持有股票市值 1.89 万亿人民币，而沪深港通 3 月末合计持股市值为 1.45 万亿人民币，占外资总持股市值约 77%，是外资入市的第一大渠道，由此估算，QFII 及 RQFII 等其它渠道合计持股市值不超过 4382 亿。自 2014 年陆股通启动以来，QFII 及 RQFII 持股市值增长缓慢，原因在于陆股通投资更便利，无需繁琐审批，而这也是监

请务必阅读正文之后的免责声明部分

管层多次放松 QFII 监管规则的原因之一。本次新政后 QFII 渠道吸引力有所提升，预计规模将重新开始增长。

行业配置角度，Wind 以上市公司一季报十大流通股东为样本数据，统计 QFII 重仓前三大行业为银行、医药、家电，而银行在样本数据中配置比例高达 33%，当然这很大程度上源于部分银行的战略投资者也具备 QFII 资质，因此将大量的战略持股合并统计，例如宁波银行（新加坡华侨银行）、北京银行（INGBANK）、南京银行（法国巴黎银行）等。无论如何，盈利稳健、高股息率、估值安全的银行股本身就受外资青睐，我们认为目前海外流动性风险逐步消退，市场预期企稳，外资可能迎来新一轮入场，估值回调的核心银行将充分受益。

投资建议：坚定推荐核心银行股三条主线。1）核心资产定价权回归的招商银行；2）基本面转型升级的平安银行；3）低估值、高股息率的建设银行（H 股）等国有大行。此外，我们也积极推荐高盈利增长、高 ROE、高资产质量的宁波银行。

风险提示：1）疫情冲击宏观经济，造成银行资产质量承压；2）银行贷款利率持续下行，存款成本下行困难，净息差快速收窄；3）中小银行信贷投放受疫情冲击，盈利恶化。

（证券分析师：马祥云）

电力设备与新能源行业点评：大众 20Q1 财报点评：疫情增加短期现金压力，电动化如期推进

投资要点

大众集团 20Q1 营业收入 550.54 亿欧元，同比下降 8.3%。20 年第一季度营业利润为 9.04 亿欧元，同环比分别大幅下滑 76.6%、73.6%，营业利润率 1.6%，同环比分别-4.8pct、-3.6pct。业绩下滑主要因新冠疫情爆发导致全球交付量下降。汽车部门销售收入 446.5 亿欧元，同比-12.1%，环比-19.5%，营业利润为 1.97 亿欧元，同比-93.8%，环比-91.9%，其中中国市场损失约占三分之二。金融服务收入 104 亿欧元，同比+12.6%，环比-1.6%，营业利润 7.07 亿元，同比+0.9%，环比-28.3%，金融服务基本不受影响。

Q1 疫情影响销量，亚洲同比降 40%，大众降幅好于市场整体。大众集团 20Q1 汽车全球销量 193.7 万辆，同环比分别下降 25%、34.8%，其中亚太市场同降 41.8%，降幅最大。20 年第一季度欧洲销量 102.4 万辆，同环比分别下降 16.3%、16.5%，占比 52.9%（较 19Q1 提升 5.6pct）；北美市场销量 20.4 万辆，同环比分别下降 9.7%、6.8%；南美市场销量 12.1 万辆，同环比分别下降 3.2%、25.3%；亚太市场销量受新冠疫情影响严重，20Q1 销量 58.8 万辆，同环比分别下降 41.8%、57%。大众的表现优于市场，得益于多种类的新产品以及电动车的迅速发展，强大的在线销售能力也在一定程度对冲了疫情带来的风险。

新能源车：同比翻番，环比仍有增长，主要增量来自欧美。根据 Marklines 数据，20 年大众集团共销售新能源车 5 万辆，同比+135%，环比+10.1%，电动化率 2.6%，较去年同期提升 1.8pct。其中纯电车型销量 2.91 万辆，同比+191.3%，环比+7.6%，奥迪 e-tron 和 Golf 销量贡献最大，新车型 Taycan、Citigo 销量增长迅速。分市场来看，一季度大众在中国市场的销量因疫情影响同比跌超 48%，环比下跌 68.8%至 0.45 万辆；欧美市场 Q1

请务必阅读正文之后的免责声明部分

受疫情影响较小，同比增速较高，美国市场销 0.39 万辆，同比+236.8%，环比-4.1%；而欧洲 20Q1 销 4.1 万辆，同环比分别+265.9%、+54.7%，挪、德、英、荷、瑞典等汽车大国表现亮眼。

提升库存管理水平，注重平衡产销，年中现金流或将触底后改善：20 年第一季度公司净现金流为-25.18 亿欧元，去年同期为 19.90 亿欧元。20Q1 汽车部门经营性现金流 15.46 亿欧元，去年同期为 53.64 亿美元，同比-71.2%；现金流下降主要原因为销售停滞，车辆库存增加。季末净流动资产 177.9 亿欧元，去年同期为 159.9 亿欧元，同比增长 11.2%，仍处于强劲水平。公司称已采取多种措施来缓冲疫情影响，保证现金流，如通过分期付款方式促进现金流回收、谨慎平衡生产与交付、进一步提升库存管理水平。预计年中达到流动性最低点，Q3、Q4 将有所改善。

投资建议

海外车企 4 月底陆续复工，需求有望逐步回暖，今年海外销量 130-140 万，同增 25-35%；电动车底部确立，政策等利好积聚，销量将逐步回暖，强烈建议加大布局，强烈推荐中游龙头宁德时代、璞泰来、科达利、恩捷股份、新宙邦，关注比亚迪、天奈科技、亿纬锂能、天赐材料、当升科技、嘉元科技等；核心零部件：宏发股份、汇川技术、三花智控；布局优质上游资源：华友钴业、关注赣锋锂业。

风险提示

政策不达预期，销量不达预期，价格降幅超预期

（证券分析师：曾朵红）

电力设备与新能源行业点评：特斯拉点评：19Q4 销量新高和国产降价，电动化浪潮如火如荼！

投资要点

特斯拉 19Q4 交付 11.2 万辆，好于预期：Q4 交付 11.2 万辆，同比+23%，环比+15%。其中，Model3 四季度销 9.26 万辆，同比+46%，环比+16%；ModelX/S 合计销 1.95 万辆，同比-30%，环比+12%。19 年全年交付量 36.7 万辆，同比增长 50%，Q4 弥补 Q3 的交付缺口使全年销量达到此前预期。

美国市场预计今年微增长，主要增量来自欧洲、中国。美国特斯拉 19Q1-3 累计销量 12.5 万辆，预计全年交付 19-20 万辆左右，同比增长 5%。美国市场今年特斯拉交付表现一般，一方面因 18Q3 末触发补贴的销量额度导致税收抵免减半并于 19 年底退出，一方面 19Q1 欧洲和中国市场 Model3 开始交付导致产能分流。特斯拉今年销量增长主要来自欧洲和中国的 Model3 年初开始交付，预计 19 年欧洲和中国特斯拉分别交付 11 万辆和 5 万辆左右，同比增长 250-300%。

国产 Model3 价格降至 29.9 万，Musk 亲临 1 月 7 日对外交付现场，预计 20 年中国销量 15 万辆以上，20 年底实现零部件国产化。特斯拉公布国产 Model3 于 12 月 30 日完成首批对内员工交付，将于 1 月 7 日正式向普通消费者交付，Musk 将亲临上海交付现场。且标准续航升级版降价 3.2 万（原价 35.58 万），补贴后到手 29.9 万，价格降至 30 万以内（含标配 AP 自动辅助驾驶系统），且免购置税+一线城市牌照优惠。目前在中国市场进口对标中小型豪华车主要有奥迪 A4/A6，宝马 3/5 系，奔驰 C/E 级，雷克萨斯 ES 等，国产竞品电动车型主要有广汽 AionLX、比亚迪唐 EV、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

荣威 MarvelX 等。Model3 此次降价进一步增强消费热情，在中小型豪华车产品领域竞争力非常突出，20 年销量预期 15 万辆以上！同时公司上海工厂加速零部件国产化，目前国产 Model3l 零部件本地化约 30%，预计 20 年中达到 80%，20 年底接近 100%。

特斯拉引领全球电动化，海外车企电动化加速！未来两年以大众 Meb 为代表的近 50 款平台新车型密集推出，开启超级产品新周期。我们预计 2025 年全球电动车销量近 1500 万辆，渗透率 17%，对应电池需求 900gwh。看 2025 年动力电池及材料龙头有 4-6 倍利润空间，核心零部件 3-5 倍，成长性十足！

投资建议

特斯拉 Model3 成为类 Iphone4 爆款的起点，海外 ModelY 预计成为超越 Model3 的爆款，大众 MEB 车型陆续发布，海外新平台新周期开启，将迎来电动车战略性大机会。重点推荐海外占比高的中游龙头（宁德时代、璞泰来、科达利、恩捷股份、新宙邦，关注当升科技、杉杉股份、星源材质、天赐材料等）；核心零部件（宏发股份、汇川技术、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

销量低于预期，政策低于预期

（证券分析师：曾朵红）

通信行业报告：上海市新基建行动方案指向意义显著，数据中心产业链尽享“地利”

投资要点

事件：5 月 7 日，上海市政府正式发布《上海市推进新型基础设施建设行动方案（2020-2022 年）》，明确了上海版“新基建”指导思想与行动目标，围绕 4 大重点领域，全力实施 4 大建设行动，推出 8 项保障措施。未来三年新一轮的 48 项重大项目预计总投资约 2700 亿元。

政策顶层设计与实际落地，有助改善 IDC 产业供给端：上海经信委表示，2021 年 Q1 前，上海将新增 6 万数据中心机架供给，直接投资约 120 亿元，带动投资将超 380 亿元。由于数据中心在“新平台”中的重要地位，为解决“建不了”问题改善行业供给端，除了加大新基建资金投入外，将加强土地及工业用能耗指标保障。

IDC 兼具天时、地利以及人和优势：2020 年以来，各部委多次强调加快 5G 以及 IDC 为代表的科技新基建的建设进度，我们认为，政策以及顶层设计作为最有利的支撑，是推动 5G 以及 IDC 产业发展的重要的驱动力。当前处于 5G 建设的高峰期，运营商资本开支相继加码，据最新披露数据，2020 年三大运营商资本开支总额约 3348 亿元，5G 相关投资约 1800 亿元，占资本开支总投资 5 成以上。我们认为作为 5G 建设的主旋律，IDC 等科技新基建将持续受益。

供需 GAP 有望进一步拉大，带动行业景气度加速向上：我们预计 5G 时期的流量将是 4G 时期的百倍，虽然国内的能耗指标以及土地等政策有利好的倾向，但是供需的 GAP 仍然存在，并且有望持续拉大，我们认为，供需差的存在，将有望拉动 IDC 行业景气度加速向上，行业估值中枢有

请务必阅读正文之后的免责声明部分

望近一步提升。

建议关注的标的：IDC：光环新网、宝信软件、数据港、杭钢股份、沙钢股份、鹏博士、奥飞数据、城地股份、佳力图等；光模块：中际旭创、博创科技、天孚通信、新易盛；服务器/路由器/交换机：中兴通讯、星网锐捷、兴森科技、紫光股份、浪潮信息；云计算：优刻得、网宿科技；可视化：中新赛克。

风险提示：政策红利不及预期；5G 产业进度不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

推荐个股及其他点评

长城汽车（601633）：4 月国内批发同比转正

投资要点

公告要点：

长城 4 月：产量 81469 辆，同比-4.6%，环比+37.6%；批发 80828 台，同比-3.6%，环比+34.6%。总计出口 2024 辆，剔除出口批发同比+1.8%。哈弗系列产量 57312 辆，同比-4.0%，销量 57098 辆，同比-2.3%。WEY 系列产量 6024 辆，同比-15.9%，销量 6070 辆，同比-16.8%。长城炮产量 8134 辆，销量 8006 辆。

长城 4 月剔除出口批发同比转正，略微领先行业整体水平

3 月长城汽车产量同比-43.3%，环比+492%；批发同比-41.8%，环比+499%。4 月整体产销较 3 月同比降幅收窄，环比继续提升。剔除出口数据，长城实现批发销量 78804 辆，同比+1.8%，增速实现转正，主要系终端需求回暖和供应链全面恢复。4 月已披露销量的车企（上汽+长安+吉利+广汽+长城）实现总销量 929,686 辆，同比+0.8%，环比+51.2%，可近似为行业平均水平，4 月长城批发同比略高于行业整体水平。

长城 4 月企业端微幅补库，渠道库存波动较小

根据我们自建库存体系显示，4 月长城汽车企业库存当月+641 辆，企业库存累计-19075 辆（2017 年 1 月开始）。根据我们终端经销商调研反馈，因部分地方政府刺激政策出台+疫情之后需求回暖，预计公司终端零售销量也较快恢复，因此推测 4 月公司渠道库存波动较小，累计渠道库存约 6.4 万辆（从 2017 年 1 月开始）。

长城 4 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 4 月下旬车型算术平均折扣率 9.23%，环比上旬+0.19%。4 月份下旬，哈弗 H6 经典版折扣率 7.00%，环比上旬持平。Coupe 折扣率 8.67%，环比+0.02%。运动版折扣率 23.87%，环比-0.02%。VV7 折扣率 7.67%，环比+0.07%。

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 17.30/14.28/10.86 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）

上汽集团（600104）：4 月产销降幅同比收窄明显

投资要点

公告要点：

4 月上汽集团产量 402840 辆，同比-11.7%，环比+95.3%；销量 417560 辆，同比-8.6%，环比+80.4%。上汽大众产量 107362 辆，同比-29.8%，环比+114.3%，销量 120100 辆，同比-16.1%，环比+100.1%。上汽通用产量 106440 辆，同比-8.0%,环比+171.4%，销量 110002 辆，同比-12.4%，环比+138.6%。上汽通用五菱产量 115776 辆，同比-1.1%，环比+81.8%，销量 120000 辆，同比+13.5%，环比+60.0%。上汽乘用产量 45580 辆，同比-3.0%，环比+44.4%；销量 41511 辆，同比-26.7%，环比+32.2%。

上汽 4 月产销同比降幅大幅收窄，环比继续提升，通用五菱相对较好。3 月上汽产量同比-64.0%，环比+539%；批发同比-58.6%，环比+389%。4 月产销较 3 月同比降幅大幅收窄，环比继续提升，主要系供应链快速恢复，终端需求逐渐复苏。4 月已披露销量的车企（上汽+长安+吉利+广汽）实现总销量 145639 辆，同比+0.6%，环比+56.8%，可近似为行业平均水平。4 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。

企业端上汽大众+上汽通用+通用五菱均小幅去库，上汽乘用小幅补库。根据我们自建库存体系显示，4 月上汽大众、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 12738 辆、3562 辆、4224 辆，上汽乘用企业端小幅补库，企业库存当月分别小幅增加 4069 辆。上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱企业库存累计-32763 辆、-25829 辆、-86979 辆，仍为去库存阶段，上汽乘用企业库存累计-4751 辆（2017 年 1 月开始统计）。根据上汽官方公众号，4 月上汽集团汽车总零售 43.3 万辆，同比+0.5%，表明渠道端整体仍为小幅去库。

上汽 4 月下旬折扣率小幅扩大。上汽 4 月下旬车型算术平均折扣率 14.65%，环比上旬+0.49%。其中，上汽大众算数平均折扣率 13.66%，环比上旬+0.38%；上汽通用算数平均折扣率 15.88%，环比上旬+0.23%；上汽乘用算数平均折扣率 14.4%，环比上旬+0.86%。从具体车型方面来看，MGZS、荣威 RX5 等车型成交价下降超过 1000 元以上，柯迪亚克、柯珞克、柯米克、柯迪亚克 GT、明锐等车型官降超过 1 万元。

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 10.25/9.33/8.61 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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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