

研究所晨报

2020年08月31日

市场指数表现

指数名称	收盘	涨跌 (%)
上证综指	3,404	1.60
沪深 300	4,844	2.39
中小盘指	4,592	1.63
创业板指	2,758	2.55
国债指数	182.55	(0.06)

股指期货表现

指数名称	收盘	涨跌 (%)
沪深 300	4,844	2.39
IF2010	4,821	3.19
IF2103	4,732	3.35
IF2009	4,844	3.13
IF2012	4,777	3.20

大宗原材料

品种合约	收盘	涨跌 (%)
铝	14,605	0.07
天然橡胶	12,660	0.04
白砂糖	5,194	0.93
黄玉米	2,267	(0.48)
阴极铜	51,990	0.91

国际市场指数

指数	收盘点位
香港恒生	25,422
H 股指	1,917
红筹股	2,415
日经 225	22,883
道琼斯	28,654
标普 500	3,508
纳斯达克	11,696
德国 DAX	13,033
法国 CAC	5,003
波罗的海	1,598

资料来源：财汇、华泰证券研究所

固定收益研究：债市几个特立独行的品种

【固收 张继强、张亮】固收：债市几个特立独行的品种

今年债市出现几个特立独行的品种，如 30 年国债尤为弱势、IRS 在 5 月对冲现券无效、超长信用债反而比较平稳、永续债后续面临压力，源于投资者行为等变动。债市调整最快的阶段过去，但基本面利空尚未出尽，尤其是政策、供求、资金分层等仍暗流涌动，关注 11 月和明年一二季度之间两个关键时点。操作上，利率债胜率偏弱、赔率改善，短期交易难度仍大，继续坚持久期防守反击策略，配置盘如摊余成本法债基、保险、养老金等开始尝试配置；信用债短期提防永续债、中长久期信用债压力，同时地产债将分化；杠杆保持中性，谨防资金分层；转债关注优质个券上市的机会。

【固收 张继强】固收：解密中证华泰转债价值指数

中证华泰转债价值指数年初至今回报接近 30%，远超转债指数，我们在本专题中对其编制原理、改进方向等问题进行了讨论。股市大逻辑没有变化，短期情绪有所回暖但预计中期保持震荡走势，我们建议积极通过轮动把握结构性机会。配置上，一要跟踪风格切换，二要继续依托中美等主线，三要关注打新资金的底仓选择。转债方面，目前高价个券占比仍高、股市不确定性大，投资者需要在进攻和控制回撤之间作出权衡。而大秦、南航两只大盘品种发行在即，短期会面临一定的供给冲击。操作上，建议继续平衡仓位，在消费复苏、周期品涨价以及中美等主线中寻找板块机会。

【策略 张馨元、陈莉敏】策略：景气修复斜率有望主导市场

上周市场由主板、创业板分化转为两者共振上行，主要源于：上半周市场流动性分化，创业板注册制实施后，创业板资金净流入、主板资金净流出；下半周海外流动性和国内景气超预期：8/27 美联储政策目标调整，预计中长期对通胀容忍度提高；同日统计局公布 7 月工业企业净利同比增速，达 19.6%。我们预计创业板分流效应为短期影响；海外流动性政策符合预期、美债收益率曲线或变陡；国内景气数据确认企业盈利改善，预计随着外需复产和国内消费修复，盈利改善有望持续。维持 6 月以来的低估值、顺周期板块建议，关注大金融/地产竣工链/汽车链/智能制造链/欧洲出口链等。

【金工 林晓明、李聪】金工：上周标的上涨，期权成交量下降

上周上证 50ETF 收于 3.424 元/份，上涨 2.64%，日均成交量 4.52 亿份，与前一周期相比下降 27.27%，ETF 份额减少 4.49%。上交所沪深 300ETF 收于 4.917 元/份，上涨 2.80%，日均成交量 3.46 亿份，与前一周期相比下降 11.41%，ETF 份额减少 2.52%。深交所沪深 300ETF 收于 4.999 元/份，上涨 2.75%，日均成交量 1.25 亿份，与前一周期相比上升 6.36%，ETF 份额增加 1.42%。沪深 300 指数收于 4844.27 点，上涨 2.66%，日均成交量与前一周期相比下降 23.99%。

【交通运输 黄凡洋、沈晓峰】东方航空(600115 SH,买入)：二季度亏损扩大；行业逐步修复

东方航空 2020 年上半年营业收入 251.29 亿，同降 57.3%，归母净利润-85.42 亿，去年同期为 19.43 亿，亏损额比我们此前预期(-83.86 亿)多 2%；其中二季度营业收入 96.75 亿，同降 66.3%，二季度公司供给环比下滑，并且营业成本较为刚性，使得二季度归母净亏损扩大 6.76 亿至 46.09 亿。考虑国际疫情不确定性仍较高，拖累整体恢复进度，我们下调 2020E/21E/22E 年归母净利润至-76.0/53.2/65.1 亿。但疫情反应充分，并且民航出行需求复苏，国际油价大跌将边际利好航司成本，盈利能力逐步修复以及疫苗研发进展带动估值提升，更新目标价至 6.50 元，维持“买入”。

策略

策略：景气修复斜率有望主导市场

分析师：张馨元(021-28972069)(SAC No. S0570517080005)(SFC No. BPW712)

海外美债收益率曲线或变陡，国内旺季景气修复斜率有望主导市场

上周市场由主板、创业板分化转为两者共振上行，主要源于：上半周市场流动性分化，创业板注册制实施后，创业板资金净流入、主板资金净流出；下半周海外流动性和国内景气超预期：8/27 美联储政策目标调整，预计中长期对通胀容忍度提高；同日统计局公布 7 月工业企业净利同比增速，达 19.6%。我们预计创业板分流效应为短期影响；海外流动性政策符合预期、美债收益率曲线或变陡；国内景气数据确认企业盈利改善，预计随着外需复产和国内消费修复，盈利改善有望持续。维持 6 月以来的低估值、顺周期板块建议，关注大金融/地产竣工链/汽车链/智能制造链/欧洲出口链等。

疫情与经济：美联储框架调整+美疫情放缓~美债收益率曲线或变陡

疫情方面，最近 7 天欧洲地区的西班牙、法国和亚洲地区的韩国、印度感染人数快速上升，根据约翰霍普金斯大学数据，两周以来美国每日新增确诊病例保持在 5 万人以下水平，趋势向好。经济复苏方面，欧美电力需求已修复至接近疫情前水平，零售餐饮、航运在持续修复，根据 Wind 数据，上海至美东航线上周运价环比上涨 6%。政策方面，8 月 27 日，美联储宣布一致通过有关“长期目标和货币政策战略声明”的更新，引入了“平均通胀目标”。美联储政策目标调整符合前期市场预期，短期有望保持低利率、支撑风险资产价格，预计中长期对通胀容忍度提高，或助推美元贬值。

估值与景气：中报必需消费与高端制造板块盈利同比增速居前

估值比较来看，上周五创业板/沪深 300/纳斯达克指数/标普 500 估值 PE TTM 达历史（07 年以来）88%/64%/100%/100%。分行业对比美股可比公司，A 股低估值集中于金融、周期板块。景气方面，8/27 统计局公布的 7 月工业企业净利同比增长 19.6%，在地产基建带动下 PPI 回升、去库加快，企业盈利改善斜率超预期。上市公司方面，截止 8/30，全 A 中报披露率达 95%，全 A、主板、中小板、创业板已披露个股归母净利润同比增速为 -17%、-22%、12%、16%，中小板和创业板高于去年同期。分行业来看，农林牧渔、国防军工、医药、电新、电子、食品饮料行业归母净利润同比增速居前。

市场流动性：创业板短期虹吸效应显著，杠杆资金流入放缓

资金结构方面，上周市场交投分化：1) 创业板注册制实施后，8/24-8/27 主板/中小板/科创板资金净流出，创业板资金净流入，其成交额占全 A 比值达到 10 年以来历史高位的 28%，板块换手率也达到 3%，为历史 93% 水平。参照科创板经验，注册制施行一个月后换手率逐步回归历史中枢水平，预计未来三周创业板换手率将持续回落；2) 两融余额上周环比增加 7 亿元，但增幅有所回落；3) 7 月中旬至 8 月上旬周度累计净流出的北向资金，上周转为净流入，主要流入钢铁、公用事业、采掘等行业；股票供给方面，8 月 IPO 和增发金额达到 1624 亿元，为 19 年 7 月以来较高水平。

配置建议：短期继续关注低估值修复，中长期继续推荐持续高景气产业

上周三层流动性出现边际变化：1) 海外流动性延续宽松+美国经济修复预期增强；2) 创业板首批注册制密集发行的短期虹吸效应过后，市场流动性有望改善；3) 国内流动性方面央行对银行间流动性仍较为呵护。9 月传统旺季内外需和景气修复斜率成为主导变量，但投资、出口与消费均有修复空间，一是全球复产复工持续；二是传统旺季效应：地产销售旺季、中秋消费旺季、十一境内游、苹果新品发布会等，关注相关行业。配置上维持 6 月以来的低估值、顺周期板块建议，在经济周期的 β 品种中选择今年有 α 逻辑的大金融、地产竣工链、汽车产业链、智能制造链、欧洲出口链等。

风险提示：内外疫情反弹，景气修复扰动加大；中美关系压力显著增大，市场避险情绪上升；灾害天气超预期，通胀上行压力加大。

策略：景气修复斜率有望主导市场

宏观

宏观：量价回暖带动盈利持续修复

分析师：张继强(SAC No. S0570518110002)(SFC No. AMB145)

利润增速加快回升，盈利修复态势可持续

1-7 月工业企业利润累计同比-8.1%，跌幅较前值收窄 4.7 个百分点；当月同比+19.6%，自 5 月份转正以来，当月增速连续加快。1-7 月份，工业企业营业收入累计同比-3.9%，跌幅较前值收窄 1.3 个百分点。7 月份，基建投资修复主线较为明确、外贸需求呈现回暖、工业产成品价格 PPI 环比连续正增长，对工业企业盈利的改善起到较明显的正向拉动。上游原材料价格上涨向中下游传导存在一定的滞后效应，而内需和外需温和复苏的态势或仍持续，我们预计三季度工业企业盈利有望继续修复，装备制造业、高技术制造业盈利的改善可能更为突出。

汽车、电子、通用/专用设备装备制造业是 7 月盈利改善主线

1-7 月份，利润累计同比跌幅明显低于整体（或为正增长）的主要行业包括食品加工、造纸、家具、医药、橡胶塑料、通用/专用设备制造、计算机电子、仪器仪表等。7 月份，盈利改善逻辑进一步集中到兼具需求复苏和科技属性的装备制造业领域。根据统计局表述，7 月份，升级类电子产品需求上升，电子行业利润同比增长 38.6%，比 6 月份加快 27.6 个百分点；通用和专用设备行业利润增速加快在 6-9 个百分点之间；汽车行业受益于销售回暖和投资收益增加，利润当月增速大幅上升至 125.5%。统计局表示，初步测算，装备制造业拉动 7 月份整体工业企业利润增长 13.8 个百分点。

内部产业链的完善，有助于在盈利分配端“留存”利润在国内

7 月份政治局会议首次将“双循环”的新发展格局写入政治局会议文件，我们认为，在外部环境不确定性加大的背景下，完善和稳定内部产业链供应链、加快释放内需潜力的诉求更为急迫。今年工业企业利润增速从年初的“挖深坑”、到二三季度得以迅速修复，我国较为完善的工业体系、良好的疫情防控能力、广阔的国内市场优势成为坚实后盾。随着“双循环”的战略发展方向进一步明确，需求和生产端要素间的耦合度有望进一步提升。强调内部产业链的完善、尤其是关键技术要素的自主可控，有助于在国际产业链的盈利分配端，将利润“留存”在国内。

营业成本继续下降，上游涨价有望逐渐向下游传导，营业利润率继续改善

1-7 月，工业企业营业收入利润率为 5.6%，较前值改善 0.2 个百分点；其中，装备制造业利润率较 1-6 月份环比改善幅度最大。统计局指出，今年以来“降成本”成为政策主要发力点，大规模减税降费、降低企业用电、用地及租金成本等惠企政策陆续落地。7 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本同比减少 0.67 元，连续 2 个月同比下降。目前看来，受益于需求向好预期，部分工业金属和建材价格稳中有升，考虑上游涨价逐渐向下游传导的机制，中下游产成品价格仍有改善空间。结合降成本政策继续落实、效力显现，工业企业营业利润率有望延续环比改善。

库存继续缓步去化，装备制造业或领先进入补库存

7 月末，工业企业产成品周转天数为 19.7 天，较前值继续下行 0.3 天；工业企业产成品库存同比+7.4%，连续四个月回落，显示市场需求状况持续改善。受本轮地产周期性特征不明确、今年经济更注重内生修复而非逆周期刺激等因素影响，部分传统行业库存仍有积压，本轮库存周期整体波动并不太大。我们认为目前的去库存幅度平缓，未来可能出现的补库存可能呈现行业结构分化。我们判断，下半年机械设备、通用/专用设备、医疗设备等行业，有望领先进入主动补库存。

风险提示：需求复苏不及预期，库存积压时间长于预期，企业盈利改善幅度不及预期。

宏观：量价回暖带动盈利持续修复

金工

金工: WGAN 应用于金融时间序列生成

分析师: 陈烨(010-56793943)(SAC No. S0570518080004)(SFC No. BPV962)

WGAN 模型可应用于金融资产时间序列生成, 效果优于原始 GAN 模型

本文探讨 GAN 模型的一类重要变体——WGAN, 并将其运用于金融资产时间序列的生成, 发现 WGAN 在生成数据的真实性和多样性上均优于原始 GAN。原始 GAN 模型具有训练不同步、训练损失函数不收敛和模式崩溃的缺点。WGAN 模型使用 Wasserstein 距离衡量真实分布与生成分布之间的距离, 克服了原始 GAN 模型中 JS 距离的缺陷。使用 GAN 和 WGAN 生成上证综指日频和标普 500 月频收益率序列, 结果表明 GAN 无法复现出真实序列的长时程相关等特性, WGAN 则有显著改善, 并且 WGAN 在多样性上相比于 GAN 也有一定提升。

W 距离克服了 JS 散度的缺陷, 在生成对抗网络中是更合适的距离指标

原始 GAN 模型的主要缺点是判别器 D 和生成器 G 训练不同步、训练损失函数不收敛和模式崩溃。其中训练不同步问题与 JS 散度的梯度消失现象有关; 模式崩溃由 KL 散度的不对称性导致; 损失函数不收敛由 GAN 本身 D 和 G 的博弈导致。W 距离避免了 JS 散度带来的梯度消失现象, 故而不用再小心平衡 D 和 G 的训练过程。WGAN 用判别器近似估计真假分布间的 W 距离, 随着训练的进行, W 距离越来越小, 即判别器的损失函数收敛, 可以辅助指示训练进程。因此相比于 JS 散度和 KL 散度, W 距离是应用于生成对抗网络里更合适的衡量分布间“距离”的指标。

WGAN 生成序列在“真实性”上相比于 GAN 模型有进一步的提升

数据实证部分围绕 WGAN 与 GAN 模型的对比展开, 我们选取上证综指日频和标普 500 月频的对数收益率序列进行生成训练并展示结果。除自相关性、厚尾分布、波动率聚集、杠杆效应、粗细波动率相关、盈亏不对称性这六项指标以外, 本文还引入方差比率检验、长时程相关的 Hurst 指数两项指标验证生成序列的真实性。在上证综指日频序列上, GAN 生成序列在 Hurst 指标上与真实序列仍有差距, WGAN 则有显著改善; 在标普 500 月频数据上, GAN 生成序列在波动率聚集、粗细波动率相关和盈亏不对称性指标上表现不佳, WGAN 也改善明显, 更接近真实序列。

WGAN 生成序列在不失真的基础上相比于 GAN 生成序列更加多样

另外我们引入衡量序列相似性的 DTW 指标, 评价生成序列的多样性。在上证综指日频序列上, WGAN 生成序列多样性相较于 GAN 有小幅提升; 在标普 500 月频数据上, WGAN 生成序列多样性相较于 GAN 有明显提升。我们看到的不再是重复的生成序列, 而是观察到了更多的市场可能性。

风险提示: WGAN 生成虚假序列是对市场规律的探索, 不构成任何投资建议。WGAN 模型存在黑箱问题, 深度学习存在过拟合的可能。深度学习模型是对历史规律的总结, 如果市场规律发生变化, 模型存在失效的可能。

金工: WGAN 应用于金融时间序列生成

金工：多个模型看多来 9 月牛市第二阶段

分析师：林晓明(0755-82080134)(SAC No. S0570516010001)(SFC No. BPY421)

市场在震荡上行中酝酿牛市第二阶段

今年以来，各行业指数几乎全线上涨，消费、成长风格指数涨幅领先，周期股表现较弱。根据前期研究，我们判断当前市场处于牛市第二阶段，短期呈现震荡但长期来看大概率趋势上行。牛市第二阶段市场风格或许会出现切换，也即前期强势的板块可能阶段性走弱。从各行业的涨跌幅可以看出，今年以来涨幅领先的消费者服务和医药行业，近一月（截至 8/28）均表现不佳，或在一定程度上印证牛市第二阶段的特征。

华泰金工从不同角度开发的多类 A 股市场的择时模型整体看好后市

自 2016 年以来华泰金工已相继开发多类择时模型，本文综合考虑了量价择时模型、风险收益一致性模型、PE 变动指标择时、牛熊指标择时和双均线策略的多空信号。截至 2020 年 8 月 28 日的最新数据，5 类择时模型中的贝塔、量价、估值、均线等 4 类模型看好股市未来表现，结合牛市第二阶段的判断，短期来看随着企业盈利修复，叠加较低的估值，传统基建的补涨需求更大，风格或出现切换。

行业景气度跟踪：农林牧渔、电新和国防军工三个行业景气度为正

在华泰金工行业轮动系列报告《景气度指标在行业配置中的应用》（2019-9-12）中，我们结合财务报表、业绩快报、业绩预告、一致预期等多个维度数据，构建了 12 个景气度指标来对各行业景气状态进行月度打分（该指标景气度向好打 1 分，恶化打 -1 分，无信号打 0 分，综合打分数值越高，意味着该行业越景气）。根据 2020 年 7 月 31 日的最新建模结果，全市场景气度触底反弹，仅农林牧渔、电新和国防军工三个行业景气度为正。景气度打分排名前五的行业分别是：农林牧渔、电新、国防军工、钢铁和基础化工。

行业拥挤度跟踪：建材、轻工制造、机械、消费者服务行业拥挤

我们以量价数据为基础，构建了收盘价乖离率、换手率与收盘价相关系数、成交量与收盘价的相关系数、峰度、换手率乖离率以及换手率这六项拥挤度指标，用以刻画行业指数是否存在过热交易风险。将上述指标的打分结果加总即可得到各行业的复合拥挤度打分，复合拥挤度大于零即可表明该行业处于拥挤状态，有一定的交易过热风险。上周市场延续震荡行情，全市场成交量和上周相比仍然小幅下滑，创业板成交量显著放大。各行业震荡调整程度不一，表现出一定分化。建材、轻工制造、机械、消费者服务四个行业量价关系背离，成交量与收盘价相关系数处于历史低位。

风险提示：模型根据历史规律总结，历史规律可能失效。金融周期规律被打破。市场出现超预期波动，导致拥挤交易。

金工：多个模型看多来 9 月牛市第二阶段

金工：主动权益 ETP 上涨最高达 8.84%

分析师：林晓明(0755-82080134)(SAC No. S0570516010001)(SFC No. BPY421)

上周 A 股主要股指微涨，短期 Shibor 利率下跌，人民币继续升值

上周(2020/08/24-2020/08/28)A 股主要股指微涨；十年期国债利率继续上涨，短期 Shibor 利率下跌，长期 Shibor 利率微涨；伦敦黄金现货价格微涨 1.28%，白银现货价格微涨 2.82%；人民币兑美元、日元、英镑均有所升值，兑美元中间价报收于 6.8646。

权益 ETP 表现较好，景顺鼎益（162605.SZ）上涨 8.84%

上周权益类 ETP 表现较好。成交额前 20 的主动型权益 ETP 多数上涨，其中景顺鼎益（162605.SZ）涨幅最高，为 8.84%。上周债券类 ETP 表现不佳。成交额前 10 的主动型债券 ETP 多数下跌，其中富国汇利（161014.SZ）跌幅最高，为 0.59%。上周跨境类 ETP 表现平淡。成交额前 15 的主动型跨境 ETP 多数下跌，其中易基黄金（161116.SZ）跌幅最高，为 1.48%。另类投资 ETP 多数上涨，其中豆粕 ETF（159985.SZ）涨幅最高，为 1.59%。

国寿精选（168002.SZ）场内流通份额增幅 723.71%

上周 ETF 中，800ETF 基金（515820.SH）场内流通份额增幅最大，为 18.51%，流通份额增至 1.12 亿份。景顺 MSCIA 股 ETF（512280.SH）场内流通份额降幅最大，上周降幅达 31.91%，目前场内流通份额降为 1.28 亿份。上周 LOF 中，国寿精选（168002.SZ）场内流通份额增幅最大，为 723.71%，流通份额增至 686.53 万份。九泰锐智（168101.SZ）场内流通份额降幅最大，上周降幅达 41.13%，目前场内流通份额降为 7680.36 万份。

上周新上市 ETP 动态

国寿安保基金管理有限公司的科创国寿（501097.SH）于 2020 年 8 月 28 日上市，由张琦、吴坚任基金经理。该基金的业绩比较标准为中证全债指数收益率*60%+中国战略新兴产业成份指数收益率*40%。海富通基金管理有限公司的上证可转债 ETF（511180.SH）于 2020 年 8 月 26 日上市，由陈轶平、陆丛凡任基金经理。该基金的业绩比较标准为上证投资级可转债及可交换债券指数收益率。天弘基金管理有限公司的 500ETF 基（159820.SZ）于 2020 年 8 月 24 日上市，由张子法、陈瑶任基金经理。该基金的业绩比较标准为中证 500 指数收益率。

本周 ETF 建议关注大金融板块，消费板块相关

上周大金融板块、消费板块多数 ETF 资金净流入，市场整体微涨，其中消费板块 ETF 全部上涨且涨势领先大盘。当前市场处于震荡上行阶段，建议谨慎分散风险，保持一定的投资期限。本周建议关注以下产品：证券 ETF（512880.SH），券商 ETF（512000.SH），医疗 ETF（512170.SH），消费 ETF（159928.SZ），医药 ETF（512010.SH）。

风险提示：本报告对历史数据进行梳理总结，不构成任何投资建议。根据历史数据的规律总结，存在失效的可能，历史结果不能简单预测未来。

金工：主动权益 ETP 上涨最高达 8.84%

金工：上周盈利、换手率因子表现较好**分析师：陈烨(010-56793943)(SAC No. S0570518080004)(SFC No. BPV962)****上周盈利、换手率因子表现较好，其余因子在各类股票池内部表现分化**

上周盈利、换手率因子表现较好，在各类股票池均取得正收益。反转、波动率、技术因子表现接近，在沪深 300 成份股票池出现小幅回撤，在其余股票池表现较好。估值因子在沪深 300 成份股票池出现回撤，在中证 500、中证 1000 成份股票池表现尚可。成长因子在沪深 300、中证 500 成份股票池表现较好，在其余股票池表现平淡。财务质量因子在沪深 300、中证 500 成份股票池表现较好，在其余股票池出现小幅回撤。小市值因子在沪深 300、中证 500 成份股票池出现回撤，在其余股票池表现较好。beta 因子在中证 1000 成份股票池出现小幅回撤，在其余股票池表现较好。

主动型量化基金近 1 个月表现强于非量化基金

我们基于 Wind 量化基金分类，通过自主筛选，构建量化公募基金池，定期跟踪业绩表现。上周主动型、指数型、对冲三个类别的量化基金收益率中位数分别为 2.42%、2.43%、0.15%，所有股票及偏股型公募基金收益率中位数为 3.01%；近 1 个月主动型量化基金收益率中位数为 6.83%，所有股票及偏股型公募基金收益率中位数为 6.77%；主动型量化基金近 1 周表现弱于非量化基金，近 1 个月表现强于非量化基金。我们基于结合上期持仓的二次规划法、Lasso 回归和逐步回归方法，对偏股混合型基金仓位变化情况进行测算，上周偏股混合型基金仓位预测值较前一周略有上升。

上周市场上行，表现最好的指数是创业板指

上周市场上行，创业板指一周涨幅 4.76% 相对较大，上证综指一周涨幅 0.68% 相对较小；观察市场重要规模指数发现，沪深 300 指数一周涨幅 2.66% 相对较大，中证 1000 指数一周涨幅 0.15% 相对较小；上周表现最好的指数是创业板指。在 30 个中信一级行业中，上周有 17 个行业处于上涨状态；食品饮料、消费者服务、医药行业表现相对较好，涨跌幅分别为 7.60%、4.96%、4.18%；商贸零售、综合金融、煤炭行业表现相对较差，涨跌幅分别为 -3.01%、-1.97%、-1.81%；电子行业一周成交额领跑其它行业。

风险提示：风格因子的效果与宏观环境和大盘走势密切相关，历史结果不能预测未来；量化与非量化基金的业绩受到多种因素影响，包括环境、政策、基金管理人变化等，过去业绩好的基金不代表未来依然业绩好，投资需谨慎。本报告所采用的基金仓位测算方法仅基于日频基金净值数据和行业数据，没有利用基金报告中公布的重仓股、行业分布等信息，存在一定局限性，敬请注意。

金工：上周盈利、换手率因子表现较好

金工：上周全部模型跑赢基准

分析师：陈烨(010-56793943)(SAC No. S0570518080004)(SFC No. BPV962)

上周全部模型跑赢基准

上周全部模型跑赢基准。今年以来双周频调仓的“遗传规划+随机森林”模型表现较好，换手率限制为 60%的情况下，该模型上周超额收益为 1.85%，最近一个月超额收益为 2.86%，今年以来超额收益为 18.44%。对于月频调仓的“遗传规划+随机森林”模型，换手率限制为 120%的情况下，模型上周超额收益为 1.65%，今年以来超额收益为 11.98%。

全 A 选股模型中，今年以来 Calmar 比率为标签的模型表现最好

全 A 选股模型中，收益率为标签的模型上周超额收益为 1.4%，最近一个月超额收益为 0.46%，今年以来超额收益为 15.42%。信息比率为标签的模型上周超额收益为 1.37%，最近一个月超额收益为 0.43%，今年以来超额收益为 9.64%。Calmar 比率为标签的模型上周超额收益为 1.62%，最近一个月超额收益为 1.24%，今年以来超额收益为 15.46%。等权集成模型上周超额收益为 1.35%，最近一个月超额收益为 0.32%，今年以来超额收益为 12.23%。

沪深 300 成份内选股模型中，今年以来信息比率为标签的模型表现最好

沪深 300 成份内选股模型中，收益率为标签的模型上周超额收益为 0.73%，最近一个月超额收益为 0.89%，今年以来超额收益为 4.34%。信息比率为标签的模型上周超额收益为 0.79%，最近一个月超额收益为 2.15%，今年以来超额收益为 9.12%。Calmar 比率为标签的模型上周超额收益为 0.92%，最近一个月超额收益为 1.17%，今年以来超额收益为 6.89%。等权集成模型上周超额收益为 0.67%，最近一个月超额收益为 1.1%，今年以来超额收益为 6.86%。

中证 500 成份内选股模型中，今年以来收益率为标签的模型表现最好

中证 500 成份内选股模型中，收益率为标签的模型上周超额收益为 1.17%，最近一个月超额收益为 1.15%，今年以来超额收益为 9.84%。信息比率为标签的模型上周超额收益为 0.64%，最近一个月超额收益为 0.65%，今年以来超额收益为 5.28%。Calmar 比率为标签的模型上周超额收益为 0.81%，最近一个月超额收益为 -0.03%，今年以来超额收益为 0.03%。等权集成模型上周超额收益为 1.08%，最近一个月超额收益为 0.71%，今年以来超额收益为 4.56%。

今年公募中证 500 指数增强基金平均超额收益为 9.24%

截至 2020 年 8 月 28 日，公募沪深 300 指数增强基金上周平均超额收益为 -0.08%，最近一个月平均超额收益为 0.63%，今年以来平均超额收益为 5.33%。公募中证 500 指数增强基金上周平均超额收益为 0.65%，最近一个月平均超额收益为 1.17%，今年以来平均超额收益为 9.24%。

今年以来阿尔法策略类私募基金收益率中位数为 15.86%

截至 2020 年 8 月 21 日，今年以来，股票多空类私募基金收益率中位数为 24.33%，宏观对冲类私募基金收益率中位数为 21.36%，阿尔法策略类私募基金收益率中位数为 15.86%，沪深 300 增强私募基金收益率中位数为 24.04%，中证 500 增强私募基金收益率中位数为 26.51%，CTA 私募基金收益率中位数为 16.27%。有投资顾问的沪深 300 增强私募基金和中证 500 增强私募基金超额收益率中位数分别为 8.85%和 25.19%。无投资顾问的沪深 300 增强私募基金和中证 500 增强私募基金超额收益率中位数分别为 2.27%和 0.33%。

风险提示：通过人工智能模型构建选股策略是历史经验的总结，存在失效的可能。人工智能模型可解释程度较低，使用须谨慎。本报告对基金历史数据进行梳理总结，不构成任何投资建议。

金工：上周全部模型跑赢基准

金工：上周标的上涨，期权成交量下降

分析师：林晓明(0755-82080134)(SAC No. S0570516010001)(SFC No. BPY421)

上周期权标的价格均上涨，除深交所沪深 300ETF 成交量均下降

上周上证 50ETF 收于 3.424 元/份，上涨 2.64%，日均成交量 4.52 亿份，与前一周期相比下降 27.27%，ETF 份额减少 4.49%。上交所沪深 300ETF 收于 4.917 元/份，上涨 2.80%，日均成交量 3.46 亿份，与前一周期相比下降 11.41%，ETF 份额减少 2.52%。深交所沪深 300ETF 收于 4.999 元/份，上涨 2.75%，日均成交量 1.25 亿份，与前一周期相比上升 6.36%，ETF 份额增加 1.42%。沪深 300 指数收于 4844.27 点，上涨 2.66%，日均成交量与前一周期相比下降 23.99%。

上周期权成交量整体下降

上周上证 50ETF 期权日均成交量 171.75 万张，较前一周期下降 27.38%，上证 50ETF 期权持仓 205.40 万张，与前一周期相比下降 26.75%。上交所 300ETF 期权日均成交量 189.85 万张，较前一周期下降 15.06%，上交所 300ETF 期权持仓 170.08 万张，与前一周期相比下降 22.88%。深交所 300ETF 期权日均成交量 24.42 万张，较前一周期下降 24.19%，深交所 300ETF 期权持仓 36.02 万张，与前一周期相比下降 29.23%。沪深 300 指数期权日均成交量 6.96 万张，较前一周期下降 37.95%，沪深 300 指数期权持仓 12.09 万张，与前一周期相比上升 23.40%。

标的上涨，认购期权大部分上涨，认沽期权大部分下跌

上周上证 50ETF 期权中，认购期权最大涨幅为 37.64%，最大跌幅为 8.24%；认沽期权全部下跌，最小跌幅为 9.17%，最大跌幅为 62.75%。上周上交所 300ETF 期权中，认购期权最大涨幅为 59.57%，最大跌幅为 7.59%；认沽期权最大涨幅为 0.00%，最大跌幅为 59.31%。上周深交所 300ETF 期权中，认购期权全部上涨，最大涨幅为 75.42%，最小涨幅为 1.76%；认沽期权全部下跌，最小跌幅为 8.94%，最大跌幅为 58.47%。上周沪深 300 指数期权中，认购期权最大涨幅为 91.92%，最大跌幅为 10.96%；认沽期权最大涨幅为 4.17%，最大跌幅为 76.47%。

本月历史波动率持续下降，上周五出现小幅回升

截至 8 月 28 日，上证 50ETF20 日波动率为 17.75%，上交所 300ETF20 日波动率为 18.03%，深交所 300ETF20 日波动率为 18.15%，沪深 300 指数 20 日波动率为 18.01%。

上周股指期货期现差情况

上周沪深 300 指数上涨 2.66%，中证 500 指数上涨 0.71%，上证 50 指数上涨 2.55%。截至 8 月 28 日，IF 当月合约期现差 -0.01%，下月合约期现差 -0.49%，当季合约期现差 -1.39%，下季合约期现差 -2.32%。IC 当月合约期现差 -0.47%，下月合约期现差 -1.58%，当季合约期现差 -3.74%，下季合约期现差 -6.51%。IH 当月合约期现差 0.11%，下月合约期现差 -0.11%，当季合约期现差 -0.52%，下季合约期现差 -0.96%。

风险提示：模型根据历史规律总结，历史规律可能失效；市场发生超预期波动，导致期权价格暴涨暴跌；期权市场波动较大，特殊事件可能引发市场较大波动。

金工：上周标的上涨，期权成交量下降

固定收益

固定收益研究：信用债周度跟踪

分析师：张继强(SAC No. S0570518110002)(SFC No. AMB145)

核心观点

2020 年 8 月 21 日至 8 月 28 日，利率债收益率普遍上行，信用债收益率普遍上行，信用利差走势分化。信用债发行规模下降，票面利率较低。二级成交中，活跃成交以中高等级、中短期、国企为主。截至 8 月 28 日，各行业利差较 8 月 21 日多数上行。本周信用债一级发行规模下降、取消发行数量增加，信用债收益率有所上行，信用债市场进入震荡调整阶段。

收益率曲线：利率债收益率普遍上行，信用利差走势分化

2020 年 8 月 21 日至 8 月 28 日，利率债收益率普遍上行，其中 3Y 中债国债收益率上行幅度最大，达到 15.6BP。信用债收益率普遍上行，其中 1Y、3Y 和 5Y 中短票以及 3Y、5Y 城投债收益率上行幅度较大。信用利差走势分化，其中 1Y、7Y 中短票以及 1Y、7Y 城投债利差上行。

一级发行：信用债发行规模下降，票面利率较低

2020 年 8 月 24 日至 8 月 28 日，信用债一级发行规模下降，发债主体以 AAA 为主，发行利率较低。仅统计主要非金融企业信用债品种：超短融、短融、中票、企业债、公司债，8 月 24 日至 8 月 28 日统计到信用债发行 187 期，其中超短融 76 期、短融 17 期、中票 60 期、企业债 3 期，公司债 31 期，取消发行 8 期，发行规模总计 1795.9 亿元。一级发行的票面利率较低，187 期信用债中，114 期票面利率不高于 4%，84 期信用利差不高于 100BP。

二级成交：活跃成交主体以中高等级、中短期、国企为主

活跃成交主体以中高等级、中短期、国企为主。分类型来看，城投债成交量前二十主体评级多为 AAA，成交量最大的省份是江苏，成交期限集中在 1-3 年；地产债成交量前二十的主体以 AAA 为主，其中地产债 AAA 总成交规模达到 115.89 亿元，成交期限集中在 1-3 年；民企债成交多为 AAA，其中民企债 AAA 总成交规模达到 94.18 亿元，成交期限集中在 0.5-1 年。

信用利差：行业利差多数上行，轻工制造行业利差绝对水平较高

分行业看，最近一周各等级利差多数上行，轻工制造业绝对利差仍然维持较高水平。截至 8 月 28 日，各行业利差较 8 月 21 日多数上行，以 AAA 评级为例，31 个行业中 28 个上行，其中新能源行业利差上行幅度最大，达到 15.6BP。从 AAA 评级最新绝对水平看，31 个行业中石油、通信和电力等 29 个行业，行业利差 50%分位数在 100BP 以下；轻工制造行业利差中位数在 200BP 以上。

风险提示：数据口径偏差、公开信息披露不全。

[固定收益研究：信用债周度跟踪](#)

固定收益研究：市场兴奋缘何只持续半小时？

分析师：张继强(SAC No. S0570518110002)(SFC No. AMB145)

核心观点

北京时间 27 日晚，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表了题为“货币政策框架评估”的讲话，同时美联储正式公布长期目标和货币政策策略声明。货币政策框架调整的靴子落地，长期维持的低利率政策引发市场兴奋。但我们认为，美联储明显不想给予市场过度鸽派的预期，鲍威尔表示如果通货膨胀上升到“高于我们的目标水平”，美联储将“毫不犹豫地采取行动”，且在提问环节鲍威尔对经济复苏动能表示乐观。鲍威尔讲话的鸽派立场并未超出彭博等市场预期，给市场注入冷静剂。鲍威尔讲话期间，美元、黄金分别上演 V 型和倒 V 型走势，会后基本回归演讲前走势。

美联储发布新的长期目标和货币政策策略声明

美联储本次并未修改其货币政策长期目标即充分就业和物价稳定。在具体数字方面，美联储对物价稳定设置的 2% 的数字目标并未改变，同样也未对充分就业设置具体的数字目标，其依然认为影响充分就业水平的影响因素“可能会随着时间的推移而改变，且可能无法直接衡量”。但美联储对达到长期目标的货币政策策略进行了相应调整：（1）对称通胀目标调整为平均通胀目标；（2）就业目标由“偏离充分就业水平”调整为“对充分就业水平不足进行评估”；（3）承认持续低利率环境给货币政策带来的挑战，利率比过去更有可能受到有效下限的约束。

对称通胀目标调整为平均通胀目标

在美联储实行对称通胀目标的时间里，美国实际通胀水平长期低于 2%，使得美联储维持 2% 通胀目标的预期变得不再可信，影响货币政策执行效率。因此，平均通胀目标允许通货膨胀在一段时间内持续高于或低于 2%，有利于形成平均 2% 的通胀预期。在当前短期通缩压力较大的情况下，提高对通货膨胀的容忍度，相当于允许更长时间的低利率和量化宽松政策，是更加鸽派的操作，但并未超过彭博等市场预期。

“偏离充分就业水平”调整为“对充分就业水平不足进行评估”

这一修改相对微妙，相当于将双向偏离充分就业水平调整为仅考虑不及充分就业水平，意味着提高了对就业超出充分就业水平即经济过热情形的容忍度，且鲍威尔提到“强劲的就业市场可以在不引发通胀爆发的情况下维持下去。”因此，针对就业目标的策略调整同样也是更加鸽派的做法，略超彭博等市场预期，但与通胀目标的调整基本同质。同时，美联储承认持续低利率环境给货币政策带来的挑战，意味着美联储后续对低利率环境的接受度提高，对疫情后货币政策正常化的动机减弱，加息与缩表或迟迟不会到来。

新货币政策策略或削弱美联储信誉

美联储针对通胀的新方法不会由一个明确的公式来给出，鲍威尔也并未说明允许通胀提高至何种水平，充分就业水平更难以被预测。这意味着将原先明确的泰勒规则调整为未知的黑箱，增加了美联储政策的不可预见性，或在一定程度上削弱美联储信誉。

市场启示

因为美联储同时提高对通胀和就业的容忍度，我们认为其或在后续的 FOMC 会议中引入基于双重结果（失业率和通胀实现值）的前瞻指引，即“当实际失业率达到 xx，实际通货膨胀水平达到 xx 时提高政策利率”，这将不同于以往根据预期通胀和失业率进行前瞻指引的做法，相当于延长了货币宽松的持续时间。持续更长时间的低利率和更高的通胀预期仍将施压实际利率水平，长期利空美元并利好黄金的逻辑未变。

风险提示：疫情持续时间超预期，经济修复速度慢于预期。

固定收益研究：市场兴奋缘何只持续半小时？

固定收益研究：债市几个特立独行的品种

分析师：张继强(SAC No. S0570518110002)(SFC No. AMB145)

核心观点

今年债市出现几个特立独行的品种，如 30 年国债尤为弱势、IRS 在 5 月对冲现券无效、超长信用债反而比较平稳、永续债后续面临压力，源于投资者行为等变动。债市调整最快的阶段过去，但基本面利空尚未出尽，尤其是政策、供求、资金分层等仍暗流涌动，关注 11 月和明年一二季度之间两个关键时点。操作上，利率债胜率偏弱、赔率改善，短期交易难度仍大，继续坚持久期防守反击策略，配置盘如摊余成本法债基、保险、养老金等开始尝试配置；信用债短期提防永续债、中长久期信用债压力，同时地产债将分化；杠杆保持中性，谨防资金分层；转债关注优质个券上市的机会。

30 年国债表现尤为弱势

30 年国债利率早于其他期限利率上行，近期已经超过去年四季度的水平。我们认为，四方面因素导致今年 30 年国债表现尤为弱势：首先，疫情冲击下，寿险保费增长承压，对超长利率债的配置减弱。其次，地方债供给压力等对保险配置资金形成分流。第三，股市行情等促使保险机构加大权益资产投资力度，也对保险机构资金形成分流。最后，目前投资者普遍保持中短久期、中低杠杆操作。不过，目前 30 年国债对应的税后收益率已经超过 5%，性价比明显超过非标等资产，配置吸引力正在回归。海外养老金等资金对中国长期利率债的关注度在上升。

IRS 在 5 月份对冲现券无效

利用利率互换对债券进行套保是比较常见的方法，但在 5 月，以 IRS 进行套保却失效了，其根本原因在于现券收益率的上行幅度明显大于 IRS。将“多债券+多 IRS”这一套保策略拆解来看可以得到： $(\text{现券收益率}-\text{互换固定端利率}) + (\text{FR007}-\text{实际融资利率})$ 。为了保证套保效果，“现券收益率-互换固定端利率”这一基差需要相对稳定，但今年 3-4 月货币宽松政策力度加大，中短端利率快速下行且幅度更甚 IRS，导致该基差压缩至 20-30bp，这导致 5 月债市调整过程中即使机构利用 IRS 进行套保，但 IRS 估值上的盈利远不及现券的亏损，因此整体头寸依旧会出现浮亏。

超长信用债反而比较平稳

超长信用债本是债市上的“小众品种”，但今年 5 月份以来债市剧烈调整的过程中，超长信用债远比其他品种抗跌，尤其是相对 3、5 年期品种以及超长利率债。背后原因在于：第一，超长信用债原本就是估值洼地；第二，今年非标供给不足，保险等机构对超长信用债的关注度明显升高，对超长信用债利率起到了稳定作用。叠加超长信用债票息较高，从持有期回报的角度看，仍跑赢其他品种。当然，超长信用债流动性相对较弱，不适合大规模操作。不难看出，寻找估值洼地品种，虽然很难脱离大市走势，但对获得超额回报，仍大有裨益。

永续债后续面临压力

今年以来在加大信贷投放支持实体企业以及向实体经济让利的政策目标下，不良贷款上升压力仍然较大，商业银行有补充一二级资本的需求。永续债、二级资本债供给压力不小，Wind 数据显示，年内发行规模分别有望达 6380 亿、5115 亿。但近日永续债需求明显减弱。一是银行理财在落实资管新规净值化转型与非标压降等要求的过程中，会计处理和期限匹配难题难以解决，承接永续债的能力大为下降。二是保险机构负债成本较高，因此对资产收益率的要求也明显更高。相较于银行永续债，保险机构往往更偏好其他长久期的非标。银行资本债供需矛盾突出，利差存在走阔风险。

风险提示：监管政策导致债市抛压超预期；资金面紧张超预期。

固定收益研究：债市几个特立独行的品种

固定收益研究：解密中证华泰转债价值指数

分析师：张继强(SAC No. S0570518110002)(SFC No. AMB145)

核心观点

中证华泰转债价值指数年初至今回报接近 30%，远超转债指数，我们在本专题中对其编制原理、改进方向等问题进行了讨论。股市大逻辑没有变化，短期情绪有所回暖但预计中期保持震荡走势，我们建议积极通过轮动把握结构性机会。配置上，一要跟踪风格切换，二要继续依托中美等主线，三要关注打新资金的底仓选择。转债方面，目前高价个券占比仍高、股市不确定性大，投资者需要在进攻和控制回撤之间作出权衡。而大秦、南航两只大盘品种发行在即，短期会面临一定的供给冲击。操作上，建议继续平衡仓位，在消费复苏、周期品涨价以及中美等主线中寻找板块机会。

本期专题：解密中证华泰转债价值指数

今年以来，中证华泰转债价值指数已收获 29.83% 的回报，显著超过纯债及转债指数。其编制的核心逻辑是选择高性价比个券进行长期投资，但为贴近实际情况，我们还加入了流动性约束及样本数量补全机制。该指数今年表现强势的原因有四点：第一、高性价比因子叠加转债本身的产品特性带来“优异基因”；第二、转债市场扩容后有助于指数的充分发挥；第三、该指数成分券回报分布更优、风格配置也与市场节奏较为匹配，做到了“多赚少赔”；第四、市场贡献了一定运气成分。但该指数也并非完美，未来可优化之处包括：流动性、指标阈值、引入正股基本面维度与持有期概念等。

股市研判

近期股市仍在快速轮动阶段，板块间估值分化和相对性价比可能是接下来把握结构性机会的重要线索。结合相对性价比、盈利的确定性、成长性和估值率等因素看，商贸、军工机会最佳，而机械、通信、银行等值得关注。后市来看，政策支持等股市的中长期逻辑不变、美国大选不确定性的压制将继续存在，流动性或继续处于紧平衡状态。我们认为市场情绪虽有所回暖但难改股指震荡走势，建议投资者继续通过轮动把握结构性机会。结构上，一是继续把握高低位、大小盘、顺逆周期等风格切换，二是继续把握中美关系+消费复苏+周期品涨价三个主线，同时关注打新资金的底仓选择。

转债研判

近期转债市场有两个变化值得关注：第一、供给方面，大盘转债审批正在提速，注册制转债也正式拉开帷幕、科创板首支转债预案出现；第二、经过前期调整，部分优质转债进入超跌区间，可从中寻找一些配置机会。策略方面，股市延续结构性行情且存量博弈特征愈发明显，建议继续通过行业轮动与个券挖掘把握机会。南航、大秦两只大盘品种发行在即，不排除转债遭遇小幅供给冲击。而目前高价转债占比仍高，投资者需要在进攻和控制回撤之间做权衡。操作上，建议适度平衡仓位，在上述股市主线下挖掘结构性和个券机会。此外，我们对奥瑞、法兰等重点个券做以分析。

一级跟踪

上周共有 5 个转债预案公布，分别是绿康生化（3.0 亿）、杭州银行（150.0 亿）、洁美科技（6.0 亿）、万讯自控（2.6 亿）和弘亚数控（6.0 亿）；通过股东大会的有 6 家，分别是嘉元科技（12.5 亿）、强力新材（8.5 亿）、华菱钢铁（40.0 亿）、洽洽食品（13.4 亿）、新乳业（7.2 亿）和健帆生物（10.0 亿）；还有 5 家通过发审委，包括隆利科技（3.2 亿）、贝斯特（6.0 亿）、南方航空（160.0 亿）、威派格（4.2 亿）和荣泰健康（6.0 亿）；拿到证监会批文的有 3 家，分别是新疆交建（8.5 亿）、东方电缆（8.0 亿）和多伦科技（6.4 亿）。

风险提示：美国新一轮刺激计划搁浅；中美摩擦加剧；国际地缘政治冲突。

[固定收益研究：解密中证华泰转债价值指数](#)

行业

公用事业：用电新动能,推荐高性价比发电龙头

分析师：施静(010-56793967)(SAC No. S0570520040003)(SFC No. BMO306)

“新动能”支撑用电需求韧性，火电依然是电源结构压舱石

20 年初至今电力板块上涨 7.2%，跑输上证指数 3.7 pct，15 年以来电力板块仅在大盘疲软的 18 年有超额收益（电力指数-14.5% vs 上证指数-24.6%）。我们认为，影响电力板块表现的核心因素在于：1）需求端，经济发展阶段和用电结构变化导致电力需求很难持续两位数高增长，2）供给端：风光等新能源技术进步带动的成本下行，引发投资者对火电和煤炭发展前景的质疑，3）电价端：市场化逐步推进的过程中政策性让利持续压制发电龙头的定价权。本篇报告我们重点梳理驱动电力板块中长期投资逻辑的需求和供给议题。推荐华能国际/中国核电/国投电力/华能水电/川投能源。

需求侧：“新动能”接棒“高耗能”，“十四五”用电量温和增长可期

市场普遍认为主要由“四大高耗能”拉动的电量增长在经济增速下一台阶的“十四五”很难再现 5%以上增长。我们对需求侧的分析结论是：预计“十三五”期间“四大高耗能”用电量复合增速 6%，20 年贡献用电增量（20 年较 15 年，下同）的 25%-30%；“十四五”期间增速会下降至 2%，25 年贡献用电增量（25 年较 20 年，下同）10%以上。我们量化测算出的“新基建”（仅包括 5G 电信基站、新能源汽车充电桩和大数据中心）20 年贡献用电增量 9%（vs 高耗能为 26%）；“新基建”25 年贡献用电增量 12%（vs 高耗能 12%），更广义的“新动能”有望贡献用电增量 26%。

供给侧：能源结构持续优化，火电压舱石基石地位不改

按照能源局规划，2020/30 年非化石能源在一次能源占比要提升至 15%/20%，2050 年非化石能源占一次能源的比重和终端电气化率都要达到 50%。这侧面反映出短期内火电+核电依然是电源结构的主力。根据我们预测，未来五年水/风/光等清洁能源（发电具有一定不可控性）电量占比将从当前的 27%提升至 30%+。截至 20 年 6 月火电装机 12.1 亿千瓦（燃煤 10.5 亿千瓦/燃气 9,371 万千瓦），基本符合“十三五”火电产能规划。我们预期未来煤电新增装机更多以结构性调整为主，灵活性改造为辅，兼顾清洁能源的送出和电网安全保障功能。

煤电利用小时短期相对稳定，关注低估值发电龙头

根据供需预测，煤电“十四五”期间利用小时都很难再回到 2018 年的水平，但维持在 4,000-4,500 小时范围内是大概率事件。2020 上半年煤价降幅明显（秦港 Q5500 均值同比下降 12%），关注火电龙头业绩弹性，推荐华能国际。核电项目陆续投产，经营现金流将逐步改善，若分红比例提升，投资价值将相当可观，推荐中国核电。来水由枯转丰有望带来水电发电量增长，水电机组折旧陆续到期，带动利润增厚，推荐国投电力/华能水电/川投能源。

风险提示：1）传统工业景气度下滑严重，新经济短期还难以接棒用电量增长；2）储能/新能源成本下行和发展速度超预期，非化石能源装机和电量挤占传统电力的空间。

公用事业：用电新动能,推荐高性价比发电龙头

传媒：发起组建，千亿广电股份启航**分析师：朱璐(SAC No. S0570520040004)(SFC No. BPX711)****中国广电等 47 家发起人共同组建广电股份，广电“全国一网”整合加速**

8 月 26 日 11 家广电上市公司公告参与投资成立中国广电网络股份有限公司，发起人一共 47 家，包括中国广电、战略投资者、持有或合计持有非上市省级有线电视网络公司 51% 股权股东、已上市网络公司、北京北广传媒投资发展中心有限公司等。其中，前五名发起人：中国广电为第一大股东持股 51%；杭州阿里巴巴创投和国网信息通信产业集团均持股 9.88%；广东广电持股 6.15%；北广传媒投资发展中心持股 3.85%。我们认为广电股份组建意味着全国一网整合快速推进，发起人将带来资金、基础网络、内容、用户等丰富资源，为广电发展带来动力。

主要股东资源丰富，为广电股份发展提供新动能

47 家发起人入股广电股份并注入大量资金，其中国网信通产业集团和阿里创投各出资 100 亿元、广东广电入资 62.26 亿元、北广传媒出资 38.9 亿元，为广电股份发展带来亟需的资金支持，按对应持股比例计算，总注册资本约为 1012 亿元。此外，国网信通由国家电网 100% 控股，我们认为将加强广电股份在网络建设上的便利程度；阿里创投的股东自然人为阿里合伙人，我们认为其入股将借助阿里的资源，助推广电股份在“全国一网”产品开发和运营等领域的布局，并丰富各项内容资源。我们认为广电股份主要股东资源丰富，资金注入和资源协同，将为广电股份发展提供新动能。

一网整合快速推进，与移动合作迅速获得 5G 网络资源，广电进入新时代

中宣部等 9 部委今年 2 月联合发布《全国有线电视网络整合发展实施方案》。6 月 5 日全国有线电视网络整合领导小组办公室举行工作推进会，明确“全国一网”整合时间点：12 月 30 日所有发起人完成资产注入工作。中国移动 5 月 20 日发布公告，与中国广电签署 5G 合作框架协议，将开展 5G 共建共享以及内容和平台合作。我们认为一网整合后，凭借与移动合作，广电将快速获得 5G 网络，开展个人用户业务和垂直行业业务，并对以 5G 网络为基础的各应用场景进行商业化开发，培育新的业务增长点。

投资建议

我们认为广电股份组建意味着全国一网整合快速推进，47 家发起人不仅为广电股份注入亟需资金，而且带来丰富资源，如基础网络、内容、用户、管理能力等，为广电发展带来动力。广电整合将实现互联互通和智能化改造，建成统一运营的管理体系，提升规模效益降低成本。并促进广电行业 5G 建设进一步加快，驱动行业发展。短期看有利于板块估值提升，中长线关注整合后运营效率提升，以及个人和垂直业务带来的业绩增长。建议关注东方明珠。其他相关公司包括：歌华有线、广电网络、湖北广电、贵广网络、江苏有线、广西广电、华数传媒、天威视讯、电广传媒、吉视传媒等。

风险提示：全国一网整合不及预期、广电 5G 建设不及预期。

传媒：发起组建，千亿广电股份启航

非银行金融：分类评级整体向好，龙头优势显著

分析师：沈娟(0755-23952763)(SAC No. S0570514040002)(SFC No. BPN843)

券商分类评级整体向好，龙头优势显著

8 月 26 日证监会公布 2020 年证券公司分类评价结果，高评级券商数量明显提升，中低评级券商数量有所下降，大部分优质券商维持较优评级，部分券商实现评级跃升。今年 7 月证监会对分类监管制度进行修订，集中于优化评价细则、引导券商强化资本约束，整体体现监管引导行业稳健规范运行、差异化发展的思路。评级高的龙头券商有望把握业务发展先机，行业马太效应或将加强。推荐行业优质龙头中信证券、国泰君安、海通证券。

高评级券商数量提升，中低评级券商数量有所下降

整体来看，头部券商数量提升，尾部券商数量有所下降。98 家公司的分类结果为 AA 类 15 家（较 2019 年增加 5 家），A 类 32 家（较 2019 年增加 4 家），BBB 类 23 家，BB 类 10 家，B 类 6 家，CCC 类 6 家，CC 类 4 家，C 类 1 家，D 类 1 家，无 E 类公司。A 类公司相较去年有明显增加，B、C、D 类公司数量相应地较去年有所下降。

行业整体评级趋势向好，大部分优质券商维持较优评级

98 家公司中 31 家公司评级被上调，较 2019 年上调数量有明显上升（2019 年上调 19 家）；24 家评级被下调，较 2019 年数量下降（2019 年下调 28 家）；39 家维持不变。六大券商中，中信、国君、海通、华泰、招商维持 AA 类评级，广发证券维持 BBB 级不变。光大、国金、申万、银河、中泰从 A 级上升至 AA 级，安信证券从 BBB 级上升两级至 AA，长江证券由 CCC 级跃升至 A 级；此外天风证券跌出 AA 级梯队，下调至 A 级。今年新参与评级的摩根大通、野村东方等均为 BBB 级。

评级结果或间接影响券商经营，优质企业优势显著

分类评价结果或影响证券公司创新业务资格、证券投资者保护基金缴纳比例、融资成本等各个方面，我们认为具备较强的合规风控能力的券商将在业务开展中逐步形成正向反馈，积累竞争优势，差异化监管逻辑下行业或将分化加速，头部效应凸显。

行业分类监管体系持续完善，马太格局逐步强化

分类监管制度自 2009 年出台以来历经 3 次修订，今年 7 月为第三次修订，对投行、资管、机构服务、财富管理等业务评级做出优化，细化投行评价方式、引导资管业务结构调整、新设财富管理业务评价指标、完善信息技术投入评价方式，同时通过优化资本充足与风险管理能力加分指标，引导券商强化资本约束，提高全面风险管理有效性。新制度体现出扶优限劣的监管思路，资本运用能力和风控能力将成为关键要素，未来评级高的券商有望获得更多业务空间，龙头券商将更为受益，行业马太效应或将加强。

风险提示：市场波动风险，政策推进节奏不及预期。

非银行金融：分类评级整体向好，龙头优势显著

建材：涨价大幕拉开，新一轮向上周期开启

分析师：方晏荷(0755-22660892)(SAC No. S0570517080007)(SFC No. BPW811)

玻纤龙头公司集体发布涨价函，行业向上周期开启

8月25日国内三大玻纤龙头公司通过官网发布涨价函，中国巨石自9月1日起针对国内玻纤粗纱及制品销售价格上调7%（不包括已签订合同），泰山玻纤及长海股份均对无碱玻纤粗纱及制品价格上调300元/吨，具体推进情况仍需进一步关注。玻纤价格19年10月见底，一直维持低位震荡，6月以来，各企业曾针对无碱粗纱直接纱、缠绕纱等部分产品小幅提价50-100元不等，预示行业景气度已见底回升，此次全面涨价时点之选择，幅度之大，均超出市场预期（预期Q4或开启涨价，幅度或100-200元），标志着新一轮玻纤行业上行周期的开启。

我们预计2020年中国巨石利润增量约9700万元，长海约1590万元

我们测算上半年中国巨石粗纱及制品（不含电子纱）销售收入41.4亿元，吨均价4551元，吨净利837元，上半年国内销量占比约65%，按国内收入占比60%计算，国内粗纱及制品吨均价4200元，根据巨石调价函，上涨7%对应调价幅度294元，对应吨净利增加294元，考虑公司未调价在手订单约占40%，我们预计9-12月调价部分产品对应产量33万吨，综上我们认为，调价对巨石带来的利润增量约9700万元。长海股份19年玻纤及制品销量19.4万吨，我们预计20年销量小幅增长，按9-12月份销量占全年比重1/3测算，预计长海股份提价带来的利润增量约1590万元。

下半年供给端增量有限，需求持续向好，行业延续高景气

供给端，我们预计下半年产能增量仅为巨石成都二线12万吨玻纤纱产能，计划于Q4点火，邢台金牛20万吨玻纤纱产能预计年底点火，但产能实际贡献在明年，供给端增量有限；需求端，我们认为下半年风电抢装将延续，基建高景气，且热塑等其他领域需求环比也有望好转，叠加海外需求边际恢复，看好下半年需求继续上升。根据我们调研，目前巨石库存降至50天，环比继续减少，部分产品零库存，长海除外销短切毡少量库存以外，玻纤纱及毡类制品几乎无库存，我们预计下半年需求释放叠加有限新增产能，有望支撑价格进一步上涨。

预计下半年涨价持续性较强，继续推荐中国巨石、长海股份

从大的周期来看，2018年下半年行业新增产能集中释放，同时2019年全球经济增速放缓导致需求下滑，玻纤行业供需阶段性失衡，19Q3玻纤价格加速探底，粗纱阶段性供需底部基本确认。20年初受国内外疫情影响，有望于Q1实现的价格普涨行情被推迟，随着疫情影响的减弱以及国内需求的恢复，玻纤行业正式迎来价格普涨，标志着新一轮玻纤行业上行周期的开启。我们认为该轮涨价或只是开始，从供需两端来看，涨价的持续性具有一定支撑，未来几年随着玻纤渗透率提升+新增产能放缓+落后产能淘汰，全球玻纤市场展望向好，继续推荐中国巨石、长海股份。

风险提示：下半年需求恢复不及预期，涨价落实进度不及预期。

建材：涨价大幕拉开，新一轮向上周期开启

基础化工/石油化工：周期行业数据周报（第三十五周）

分析师：李斌(SAC No. S0570517050001)(SFC No. BPN269)

建筑：7 月单月交通基建投资同比增长 26.7%

根据交通运输部数据，1-7 月交通固定资产投资累计完成 1.8 万亿元，YOY+9.4%，增速较 1-6 月提升 3.4pct；7 月单月交通固定资产投资完成 3458 亿元，YOY+26.7%，单月增速较 6 月单月升 6.4pct。1-7 月公路水路固定资产投资累计完成 1.35 万亿元，YOY+12.1%，完成全年 1.8 万亿元任务目标的 75.2%。分方式来看，公路完成投资 1.27 万亿元，YOY+11.3%，内河、沿海分别完成投资 348 亿元和 324 亿元，分别同比增加 7.8%和 10.7%。7 月单月公路固定资产投资完成 2574 亿元，YOY+33%，单月增速较 6 月单月提升 9pct，交通固定资产投资增速加快。

建材：水泥/玻纤价格旺季有序推涨，玻璃库存小幅回升

根据数字水泥网，上周全国 P.O 42.5 高标水泥 432 元/吨，周环比上升 2.3 元/吨，系华东、中南水泥价格上涨。全国水泥出货率上升至 87%，较去年同期高 9pct，环比上升 1.8pct；水泥库容比 57%，环比大幅下降 3.8pct，旺季需求回升有望推升价格。根据卓创资讯，上周全国 5mm 白玻均价 100 元/重箱，周环比继续上升 1.9 元/重箱，同比高 16.8 元/重箱，玻璃价格保持增势但幅度有所减弱。截至上周五，平板玻璃社会库存 3081 万重箱，环比小幅回升 47 万重箱，同比低 87 万重箱。玻纤价格继前期小幅涨价后，上周主要龙头公司均发布涨价函，提价时点早于上周我们预期的 Q4。

钢铁&煤炭：矿价或高位震荡，煤价后期或可上行

上周澳洲 PB 粉价格 950 元/吨，周环比持平、仍维持高位；上周铁矿港口库存、钢厂库存周环比分别+69、-6 万吨，高炉产能利用率周环比降 0.4pct、但仍高于去年同期，五大钢材品种周度测算消费周环比降 34 万吨。整体看需求有边际走弱趋势，但铁矿库存水平仍偏低，后期矿价或仍高位震荡。煤炭方面，上周秦港动力煤 574 元/吨、周环比降 3 元/吨；重点港口、电厂库存周环比降 234、22 万吨，均低于去年同期，叠加考虑到 9 月水电冲击减弱，后期动力煤价或可上行。另外，据煤炭资源网，8 月 24 日大秦线发生近期第二次脱轨事故，但此次为空车脱轨，影响有限。

有色：弱美元，有色强势；钴锂渐复苏

上周美联储宣布平均通胀目标刺激政策，提升通胀预期，利好金价。国内铜、铝、锌、铅、锡、镍现价为 51820、14670、20640、15950、144000、119550 元/吨，周变动幅度为-0.59%、-1.01%、-0.39%、-0.93%、-0.17%、3.33%；LME 三个月铜、铝、锌、铅、锡、镍期货价格为 6575、1776.5、2482、1977.5、17680、15175 美元/吨，周变动幅度为 0.50%、0.85%、0.30%、-0.40%、0.20%、3.87%。上周 COMEX 黄金和白银分别收于 1974.9 和 27.6 美元/盎司，周变动幅度分别为 1.43%、3.28%。

化工：MDI、DMF、纯碱价格上行，化肥收储管理方法即将实施

上周，国际油价小幅上涨，国内化工品价格上涨为主：重点监测的 295 个主要化工品中，92 个上涨，59 个下跌，其中 PVC 糊树脂(16.5%)、轻质纯碱(12.0%)、重质纯碱(11.1%)涨幅居前；硝酸(-6.3%)、丁二烯(-5.5%)、乙腈(-4.3%)跌幅居前。重点产品中：1) DMF 及甲醇：厂家装置检修利好 DMF 价格上涨，甲醇价格小幅上涨；2) MDI：供给端生变，厂家上调挂牌价，MDI 价格上涨；3) 纯碱：开工小幅上行、库存下降，下游需求向好，纯碱价格上涨；4) 化肥：化肥收储项目招标启动，支撑化肥整体需求。

风险提示：部分抽样指标无法代表整体趋势；历史数据对未来指引失效。

基础化工/石油化工：周期行业数据周报（第三十五周）

传媒：抖音将禁外链商品，打造电商闭环**分析师：朱璐(SAC No. S0570520040004)(SFC No. BPX711)**

本周观点：坚定布局游戏、在线视频等线上娱乐方向，关注影视院线复苏建议关注：1、游戏板块。Q3 众多新游排队上线，中报业绩表现优秀，估值有望切换至 2021 年，板块迎来布局良机；2、影视院线板块。影院复工全面推进，观影限制逐渐放宽，新映大片陆续定档，继续拉动板块反弹；3、在线视频行业，大屏用户持续活跃，业绩增长表现优秀；4、字节跳动产业链标的。各业务线高速发展，产业链涉及游戏、营销和版权等；5、关注基于新模式、聚焦互联网新流量的网红经济营销服务公司、MCN 等。

抖音将禁止第三方平台链接商品，或将全面完成直播电商业务闭环打造

抖音 8 月 26 日发布官方公告，自 9 月 6 日起，第三方平台的商品链接需要商家通过星图平台下单后，方可以进入直播间购物车；自 10 月 9 日起，第三方来源的商品将无法进入抖音直播间购物车。抖音小店平台来源的商品不受影响。如若此次公告政策按计划实施，10 月 9 日后，抖音将完全切断直播带货业务中第三方平台商品来源，实现直播电商业务的闭环打造。

抖音依托小店及巨量星图平台快速推进直播电商闭环打造

抖音小店作为抖音平台直播电商业务闭环建设的重要抓手，2020 年以来处于快速完善阶段，“抖店”App 已于 6 月正式推出；星图平台的直播业务已于 2020 年 5 月 14 日正式上线，作为抖音直播电商业务闭环中的重要组成部分，星图平台通过汇集字节跳动旗下的抖音、今日头条和西瓜视频多平台的达人主播资源，为客户提供全链路智能直播内容服务。

密集发布直播带货新政，抖音加大对第三方来源商品限制

7 月以来抖音密集公布直播带货政策，7 月底宣布抖音平台直播带货业务所有第三方平台商品链接中，美妆个护类的商品需要通过星图平台任务才能够进入该直播间内的购物车；星图平台 8 月 17 日发布官方通知，第三方平台商品服务费率上调四倍至 20%。密集政策下，抖音小店的直播电商闭环趋势已现。根据飞瓜数据，7 月底以来抖音直播销量 Top200 的商品中，抖音小店来源的商品链接比例持续提升，由 7 月 27 日到 8 月 2 日当周的 55% 提升至 8 月 17 日至 8 月 23 日当周的 82%。

内容平台推进电商业务发展，第三方运营服务商有望获益

小店化发展是内容平台提升电商业务收入的重要抓手。同时根据艾瑞咨询，快手作为内容平台能够从小店来源的商品中获取成交 GMV 的 9% 作为收入，抽成比例明显高于外链商品的抽成比例。鼓励自营小店工具的发展将同时提升内容平台的综合电商服务能力，提升生态吸引力。小店工具的推广还能够助力内容平台积累更多数据，增强对商户及商品的把控程度。内容平台小店化发展趋势，将提升商家对于线上运营更加专业精细化的管理需求，提供整合营销服务、线上品牌代运营服务的第三方服务商或将受益。

风险提示：直播电商渗透率提升不及预期、直播电商竞争格局变化的风险。

传媒：抖音将禁外链商品，打造电商闭环

电子元器件：重申看好 LCD 和 MLCC 投资机遇

分析师：刘叶(021-38476703)(SAC No. S0570519060003)(SFC No. BKS183)

发展内需市场，国产替代加速，重申看好 LCD 和 MLCC 投资机遇

过去一周上证综指上涨 0.68%，电子上涨 1.37%，光学光电子、显示器件涨幅居前。我们认为，面对严峻的全球疫情和贸易摩擦形势，推动产业链自主可控、硬件生态创新以及新型基建有望成为电子产业发展内需市场的重要方向：一方面与日本数字电视产业发展类似，国内 19 年发布的《超高清视频产业发展行动计划》有望为已处于全球领先地位的国内 LCD 产业带来增量需求；另一方面，已具备较强替代能力的被动元件尤其是 MLCC 产业国产替代进程加速、3Q 行业高景气延续，继续推荐京东方 A、风华高科。

TCL 科技收购三星 8.5 代线，韩厂退出加速，重视 LCD 龙头投资机遇

据 TCL 科技 8 月 28 日公告，公司将以约 10.80 亿美元对价获得苏州三星电子液晶显示科技(SSL)60%股权及苏州三星显示(SSM)100%的股权，其中 SSL 是三星在大陆唯一一条 8.5 代线；同时三星显示将以 SSL 60%股权的对价款 7.39 亿美元对 TCL 华星增资，增资后占 TCL 华星 12.33%股权。此举一方面体现了韩系厂商退出 LCD 产业的决心，另一方面体现了陆资厂商凭借高世代线规模效应所展现出的领先竞争力，我们认为，LCD 原先 2-3 年的价格周期是由后进入者的扩产周期所引发的，而在韩厂加速退出之际行业有望进入稳定盈利的收获期，继续推荐 LCD 龙头京东方 A、TCL 科技。

被动元件 2Q 业绩表现亮眼，疫情冲击下 3Q 供需紧张态势依然

由中报可见，2Q20 被动元件行业景气度呈快速上升态势，其中风华高科、顺络电子、江海股份、艾华集团 2Q 扣非归母净利润增速分别为 64.2%、37.7%、77.0%、72.1%，毛利率同比提升幅度分别为 5.22、2.68、0.56、5.41pct。我们认为，贸易摩擦和疫情的冲击已成为 2020 年被动元件供需格局中的重要变量。据环球网 8 月 7 日讯，由于疫情反复，被动元件尤其是 MLCC 产业重镇菲律宾大马尼拉地区二度封锁，行业供需紧张态势在 3Q 有望持续，国产替代进程再加速，推荐风华高科、江海股份、顺络电子等。

周专题：IC 产业自主可控需求迫切，本土 EDA 产商有望迎来发展机遇期

设计、制造和封测并称 IC 生产三大核心环节，据赛迪数据，19 年 IC 设计流程高度依赖的 EDA 软件国内市场规模约为 5.8 亿美元，Synopsys、Cadence 和 Mentor 占据 85%份额，EDA 国产化率仅为 10%，目前国内 EDA 厂商如华大九天、芯禾科技等在部分细分领域已拥有可靠产品。我们认为，一方面基于海思、展锐等 IC 设计企业崛起带来的需求市场，一方面基于中芯国际等制造企业工艺制程上的突破所带来的与先进工艺连结的机会，在 IC 产业自主可控大背景下，国内 EDA 产商有望迎来发展机遇期。

重点覆盖组合

京东方 A、风华高科、环旭电子、领益智造、歌尔股份、海康威视、立讯精密、顺络电子、乐心医疗、鹏鼎控股、视源股份、长信科技、硕贝德、精研科技、江海股份、水晶光电、兆易创新。

风险提示：海外疫情升级风险，宏观下行风险，创新品渗透不及预期风险。

电子元器件：重申看好 LCD 和 MLCC 投资机遇

通信：从设备商库存看光模块行业景气度

分析师：付东(SAC No. S0570519080003)

本周观点

上周通信（中信）指数上涨 0.35%，同期沪深 300 上涨 2.66%，创业板指上涨 4.76%。上周，国家电网与阿里巴巴入股“中国广电”，腾讯云率先公布全链条 5G 产品矩阵。本周专题，我们重点分析上半年光模块及器件板块高景气的驱动因素，长期看好板块成长性，短期来看通信设备商是否推动库存去化将成为影响电信光模块市场的景气度的风向标。投资建议上，重点推荐：特发信息、数据港、奥飞数据、中兴通讯、新易盛、中际旭创、光环新网、移远通信、新易盛、金卡智能、中国联通。

周专题：通信设备商存货高增长验证上半年光模块产业链高景气

上半年光模块及器件板块相关公司业绩高增长，其背后的原因我们认为与通信设备商在 2Q 积极备货有关。从数据上来看，截至 1H20 期末中兴通讯存货账面价值为 371.79 亿元，较年初增长 34.28%；1H20 期末烽火通信存货账面价值为 130.61 亿元，较年初增长 46.12%。进一步看存货结构，中兴通讯和烽火通信原材料占存货的比重皆有所上升。站在 1~2 年的维度，我们看好光模块及器件板块受益于全球 5G 网络规模建设及数据中心 200G/400G 需求带动，但短期（一个季度到两个季度）来看，通信设备商是否推动库存去化将成为影响电信光模块市场的景气度的风向标。

国家电网与阿里巴巴入股“中国广电”，“全国一网”整合进程迎来关键进展

据蓝鲸 TMT 8 月 27 日报道，东方明珠、歌华有线等 11 家上市公司发布公告，47 家发起人共同组建中国广电网络股份有限公司，中国广播电视网络有限公司为第一大股东。中国广电网络股份有限公司前五名股东持股比例如下：中国广播电视网络有限公司为第一大股东，持股 51%；国网信息通信产业集团有限公司持股 9.8813%；杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司持股 9.8813%；广东广电网络发展有限公司持股 6.1523%；北京北广传媒投资发展中心持股 3.8469%。

腾讯云率先公布全链条 5G 产品矩阵，覆盖“云边网端”

据 C114 通信网 8 月 25 日报道，在腾讯云新基建媒体开放日上，腾讯云对外表示，目前腾讯云成为国内首家全面构筑起覆盖“云-边-网-端”完整 5G 产品矩阵的云厂商，5G 产品矩阵主要包括边缘接入和加速平台（TSEC）、边缘计算机器（ECM）、物联网边缘计算平台（IECP）、AIoT 物联网关、5G 行业专网、物联网开发平台（IoT Explorer）、5G 物联网 SDK、5G 行业 DTU、5G SDWAN 等产品，实现了“云-边-网-端”的全面覆盖。

风险提示：中美贸易摩擦加剧；全球新型肺炎尚未可控；国内 5G 网络建设投入不及预期；云厂商资本开支投入不及预期。

通信：从设备商库存看光模块行业景气度

基础化工/石油化工：行业周报（第三十五周）**分析师：陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)****本周观点：景气震荡筑底，部分偏下游子行业有望率先复苏**

化工品国内需求总体平稳，而电子化学品、新材料等化工品进口替代进程延续；供给端新增产能总体可控，且主要由龙头企业扩产，行业供给侧面临重构；国际油价深跌之后企稳反弹，有望带动化工品价格探底回升，部分偏下游的子行业伴随需求企稳回升，在低油价条件下盈利有望明显改观。

上周回顾

DMF 及甲醇：厂家装置检修利好 DMF 价格上涨，甲醇价格小幅上涨；MDI：供给端生变，万华化学上调挂牌价，MDI 价格上涨；纯碱：开工小幅上行、库存下降，下游需求向好，纯碱价格上涨；化肥：化肥收储项目招标启动，支撑化肥整体需求。

重点公司及动态

1) 民营炼化装置逐步投产，已投产装置盈利情况良好，关注恒力石化、桐昆股份、恒逸石化、荣盛石化等。2) 维生素、农药等细分子行业景气上行，低油价环境有利盈利改善，相关公司包括新和成、金禾实业、广信股份等。3) 化工新材料公司进口替代逻辑确定性较高，建议关注金发科技、奥福环保、光威复材、国瓷材料。4) 低估值细分领域龙头长期来看市场份额有望不断提升，建议关注万华化学、华鲁恒升、浙江龙盛。

风险提示：油价大幅波动风险，下游需求不达预期风险。

基础化工/石油化工：行业周报（第三十五周）

建筑：行业周报（第三十五周）**分析师：方晏荷(0755-22660892)(SAC No. S0570517080007)(SFC No. BPW811)****本周观点**

过去五个交易日沪深 300 指数涨 2.66%，SW 建筑跌 0.9%，除园林外其余子板块均下跌。截至上周末建筑公司中报基本披露完毕，装配式、地方国企、设计和园林龙头在 Q2 体现出较高的基本面向上弹性。继续推荐：1) 行业高景气，具备中长期成长逻辑的装配式基建、房建产业链龙头；2) 受益逆周期调节和装配式基建发力的基建设计龙头及大基建龙头；3) 有望切入装配式装修，行业景气回暖且估值处于相对低位的装饰龙头。

子行业观点

根据 Wind 初步统计，上半年 SW 建筑板块收入/归母净利同比增速达到 5.8%/-8.9%，Q2 单季度收入/归母净利增速达到 17.5%/7.4%，我们认为尽管 Q2 疫情及气候条件对基建和地产施工仍然造成了一定不利影响，进而影响到建筑公司的收入确认及盈利能力，但建筑板块 Q2 已经体现了较强的基本面回暖趋势。随着 Q3 国内疫情影响进一步减弱，南方雨水接近尾声，我们认为板块基本面有望延续向上态势。

重点公司及动态

装配式推荐华阳国际、中设集团、鸿路钢构、精工钢构，基建推荐中国铁建、中国交建、苏交科，房建推荐金螳螂、中国建筑、上海建工等。

风险提示：疫情对建筑复工影响超预期；基建投资增速回暖不及预期。

建筑：行业周报（第三十五周）

房地产：行业周报（第三十五周）**分析师：陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)****本周观点**

根据住建部官网，8 月 26 日住建部召开房地产工作会商会，沈阳、长春、成都、银川、唐山、常州等城市政府及所在省（自治区）住建厅负责同志参加会商，强调房住不炒，落实城市主体责任、落实省级监控和指导责任。我们预计房价涨幅过快是这些城市被住建部召集开会的主要原因，未来大概率将出台城市层面的收紧政策。我们认为房地产调控的总体基调并未变化，平稳健康发展、防范灰犀牛事件是最终目标，市场自然冷却后，因城施策的政策环境将再次趋于缓和。

市场回顾

上周地产板块下跌 0.98%，相对沪深 300 指数收益为-3.64 个百分点。细分板块方面，房地产开发下跌 0.88%，房地产中介服务下跌 0.21%。

重点公司及动态

继续重点推荐：1、具备融资优势、信用评级高的龙头房企：万科 A、金地集团；2、成长型房企，在未来有望受益于信用评级提升：中交地产、中南建设、华发股份；3、物业管理和存量资产龙头：招商积余、新大正、大悦城。

风险提示：疫情发展不确定性；行业政策风险；行业下行风险；部分房企经营风险。

房地产：行业周报（第三十五周）

商业贸易：行业周报（第三十五周）**分析师：陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)****本周观点**

生鲜市场是万亿赛道，其中社区拼团模式以宝妈进行获客并完成履约，获客成本低、转化效率高，且独特的货找人模式大幅提升供应链效率，是一种高效的打法。历经 17、18 年百团大战，已有 19 年 GMV 破百亿元的头部玩家跑出，但阿里、苏宁、美团等巨头的陆续进场，使得竞争格局尚不明朗。据亿邦动力，拼多多 8 月底正式上线“多多买菜”正式进军社区拼团，我们认为这将进一步加剧行业竞争，凸显供应链价值，继续看好生鲜超市龙头永辉、家家悦。

子行业观点

超市行业：永辉超市、家家悦 20Q2 收入、归母净利继续高速增长，继续看好生鲜超市龙头在 Q3 的表现；黄金珠宝：“金九银十”婚庆高峰在即，继续看好龙头企业 Q3 业绩弹性与盈利能力的边际改善；跨境电商：受益于海外电商渗透率提升，行业龙头 Q3 业绩有望延续 Q2 高速增长。

重点公司及动态

永辉超市：上半年营收 505.2 亿元，同比增长 22.7%；归母净利 18.5 亿元，同比增加 35.4%；家家悦：上半年营收 92.5 亿元，同比增长 27.3%；归母净利 2.9 亿元，同比增长 27.0%

风险提示：疫情防控不及预期；需求回暖不及预期；居民债务压力增大。

商业贸易：行业周报（第三十五周）

社会服务：行业周报（第三十五周）**分析师：沈晓峰(021-28972088)(SAC No. S0570516110001)(SFC No. BCG366)****本周观点**

国货化妆品企业 1H 线上整体较快增长，线下渠道仍受疫情拖累。据情报魔方数据，7 月阿里系美容护肤中面部精华品类销售额 13.54 亿元，同比增速 28%，环比增速-40%。展望 3Q，行业整体缺乏电商大促活动，行业整体销售增速可能较 2Q 边际下滑，可能缺乏板块性催化，我们建议 2H 把握边际改善的国货龙头标的上海家化、丸美股份。

子行业观点

免税：离岛免税高增长可预见性强，龙头规模和运营优势显著，充分受益。化妆品：3Q 行业可能缺乏电商大促活动，关注边际改善的国货龙头标的。酒店：需求边际回暖，长期看结构改善。演艺：宋城演艺上海项目延迟开业，股东减持影响短期情绪，长期看好投资价值。人力资源：疫情加速灵活用工渗透。

重点公司及动态

丸美股份 1H20 收入 7.94 亿元/yoy-2.59%，归母净利 2.68 亿元/yoy4.6%。上海家化 1H20 收入 36.84 亿元/yoy-6.07%，归母净利 1.83 亿/yoy-58.68%。珀莱雅 1H20 收入 13.84 亿元/yoy4.26%，归母净利 1.78 亿/yoy3.1%。

风险提示：疫情二次扩散；市场恢复进展低于预期；公司业绩大幅下滑。

社会服务：行业周报（第三十五周）

电力设备与新能源：行业周报（第三十五周）**分析师：黄斌(SAC No. S0570517060002)(SFC No. BPY554)****本周观点：新能源车排产环比提升，光伏产业链价格或回归稳态**

9月锂电池产业链公司排产普遍环比提升10%-20%左右,看好Q3国内新能源车景气回升。光伏产业链价格仍处于博弈状态,硅业分会披露,上周单晶复投料价格上涨1.43%,隆基G1/M6硅片报价维持,电池片价格下降,我们认为光伏产业链价格或逐步回归稳态。9月份进入竞价项目组件的密集交付期,硅料供应也将迎来逐步改善,价格回稳或促进终端需求的释放。

子行业观点

新能源车-增持:9月排产环比继续提升,看好Q3国内新能源车景气提升;光伏-增持:龙头业绩持续催化,产业链价格有望回归稳态;风电-增持:关注中报业绩高增,把握风电板块估值修复;电力设备-增持:源网荷储一体化发展,调度和储能建设或加速。

重点公司及动态

科达利:电池结构件龙头,受益于全球电动化;林洋能源:智能电表及分布式电站运营龙头,营收增长与估值修复可期;欣旺达:消费电池pack龙头,各业务边际向好。

风险提示:新能源车产销量增长低于预期,产业链盈利增长低于预期;光伏装机增速低于预期,行业竞争激烈程度超过预期;风电装机不达预期、弃风限电改善不达预期。

电力设备与新能源：行业周报（第三十五周）

非银行金融/银行：行业周报（第三十五周）**分析师：沈娟(0755-23952763)(SAC No. S0570514040002)(SFC No. BPN843)****本周观点：中报业绩相对稳健，把握预期差**

基金销售机构管理办法落地，引导行业规范发展；部分大型券商中报表现超预期，银行、险企中报表现稳健，看好经济修复环境下的估值提升，把握优质标的配置机遇。

子行业观点

1) 证券：基金销售机构管理办法落地，综合实力突出的券商有望领先。2020 券商分类评级出炉，行业马太格局逐步强化。大部分上市券商 20H1 业绩表现超出预期，主要由投资、经纪与投行驱动。2) 保险：7 月寿险保费持续回暖，规模成长保持稳健；资产配置保持稳定，权益环比小幅提升。上市险企披露中报，业绩有所分化，但未来均较为注重价值增长，我们认为行业价值成长有望逐步步入正轨。3) 银行：上市银行中报显示资产规模平稳扩张，净息差略有下行，资产质量表现稳定，部分城商行归母净利润增速优势明显。看好经济修复环境下优质银行股的估值修复。

行业推荐公司

证券：推荐优质龙头中信证券、国泰君安、海通证券。保险：推荐行业优秀龙头，中国平安、中国太保、新华保险。银行：推荐宁波银行、成都银行、常熟银行、南京银行、兴业银行、招商银行、平安银行。

风险提示：经济下行超预期，资产质量恶化超预期。

非银行金融/银行：行业周报（第三十五周）

食品饮料：行业周报（第三十五周）**分析师：陈羽锋(025-83387511)(SAC No. S0570513090004)(SFC No. BPX276)****本周观点**

我们继续看好白酒和调味品行业投资机会。关于白酒，流动性宽松、经济环比改善将使得白酒景气周期向上，推荐贵州茅台/五粮液等；二线白酒消费场景、终端动销恢复，部分二线酒企开启提价和产品战略升级推荐今世缘/洋河股份等。关于调味品，其具备需求稳健刚性和成长属性，短期看，Q2 受益于补货和铺货需求增加，且餐饮端消费逐步恢复，调味品企业收入增长加速，中长期看，需求稳定增长，行业集中度不断提升，产品结构持续升级，推荐品牌力和渠道力强大且内部激励改善的中炬高新/恒顺醋业。

子行业观点

白酒：20Q2 白酒板块营收同比+3.7%，营收增速小幅回暖，我们看好下半年营收增长提速。调味品：Q2 生产经营迅速重回发展快车道，板块 20Q2 营收同比+24.2%，归母净利润同比+27.6%，营收加速回升，龙头优势显著。速冻食品：板块 Q2 营收同比+32.8%，扣非归母净利同比+220%，终端需求较好，产品结构持续优化和渠道质量改善推动利润率表现亮眼。

重点公司及动态

五粮液：20H1 营收 307.7 亿，同比+13.3%；归母净利 108.6 亿，同比+16.3%。20Q2 营收 105.3 亿，同比+10.1%；归母净利同比+10.2%。

风险提示：市场需求不达预期；市场竞争激烈程度超预期；食品安全问题。

食品饮料：行业周报（第三十五周）

农林牧渔：行业周报（第三十五周）**分析师：陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)****本周观点**

上周猪价普遍下跌，主要系月底养殖场为完成出栏计划增加供应及降雨影响减弱。考虑到雨季和高温仍将持续，非瘟防疫难度可能加大，建议关注防疫能力强的龙头标的，如牧原股份、天康生物、温氏股份等。在转基因种子政策或将加速背景下，种业产业链有望受益，产业链内相关公司有隆平高科、大北农、登海种业以及荃银高科。此外，全国生猪产能的持续恢复有望带来旺盛的饲料需求和疫苗需求，后周期的饲料和动保板块有望受益，建议关注海大集团、中牧股份、生物股份。

子行业观点

1) 生猪养殖：逐季向好，生猪养殖板块利润逐步释放；龙头公司加速扩张，驱动公司净利增长；2) 动物疫苗：生猪产能持续恢复及国家强制疫苗补贴带动疫苗需求，相关标的估值有望修复。

重点公司及动态

1) 牧原股份、温氏股份：猪价高位运行，稳健高增长标的；2) 生物股份：产品升级，新品助力高增长。

风险提示：猪价不及预期，生猪出栏量不及预期，原材料价格上涨，新冠疫情持续时间较长，洪涝灾害风险。

农林牧渔：行业周报（第三十五周）

交通运输：行业周报（第三十五周）**分析师：林珊(021-28972209)(SAC No. S0570520080001)(SFC No. BIR018)****本周观点**

首选需求回暖的航空和集运，关注快递中报后表现。上周（8.24-8.28），沪深 300 指数/SW 交运分别上涨 2.7%/1.4%。子行业中，顺丰中报大超预期，物流领涨 6.7%；机场在外资流入下，上涨 0.9%；航运、铁路、高速、港口、航空、公交受中报拖累，分别下跌 0.4%、0.9%、1.6%、1.6%、2.0%和 3.5%。

子行业观点

航空-增持：航司二季度亏损额环比有所收窄。物流-增持：直营模式中报表现优于加盟模式。航运-增持：集运/油运/干散运费上周环比表现 6.72%/-3.11%/-10.40%。机场-增持：二季度上海机场转亏，白云机场亏损扩大。公路-增持：高速公路车流量恢复增长，撤站后通行效率显著提升。铁路-增持：铁路运煤旺季结束，行业转入淡季。港口-中性：7 月全国港口集装箱吞吐量环比和同比分别增长 5.1%和 4.6%，需求向好。

重点公司及动态

公司推荐：1) 顺丰控股：时效件龙头，盈利增长强劲；2) 中远海控：三季度旺季需求向好，行业运费坚挺；3) 东方航空：暑运旺季，需求逐步回暖；4) 粤高速 A：拟进行资产重组，高股息有吸引力。

风险提示：经济低迷，疫情超预期，贸易摩擦，油汇风险，竞争恶化。

交通运输：行业周报（第三十五周）

公用事业：行业周报（第三十五周）**分析师：施静(010-56793967)(SAC No. S0570520040003)(SFC No. BMO306)****本周观点**

新固废法实施在即，重点明确固废污染防治坚持减量化、资源化和无害化原则。同时，新法加大对违法违规行为的处罚力度，有望从源头促进固废产业链健康良性发展。大固废领域需求有望加速释放，关注细分领域投资机会，推荐瀚蓝环境/盈峰环境/碧水源/维尔利。

子行业观点

环保：新固废法即将实施，大固废领域需求有望加速释放，关注细分领域投资机会，推荐瀚蓝环境/盈峰环境/碧水源/维尔利；国内疫情受控，检测板块经营快速恢复，推荐华测检测/广电计量。公用：“新动能”接棒“高耗能”，用电量温和增长，能源结构持续优化，关注高性价比发电龙头，推荐华能国际/中国核电/国投电力/华能水电/川投能源。

重点公司及动态

环保组合：华测检测，2Q 净利润同比+56%，净利率 20%，综合性检测公司具备更强的穿越周期和抗风险能力；维尔利，在手订单执行落地，管理效率提升，渗透液及餐厨板块有望维系高增长。公用组合：川投能源，优质水电资产叠加潜在装机成长，高股息率凸显长期价值。

风险提示：政策推进不达预期，项目进度不达预期，新经济短期还难以接棒用电量增长，非化石能源装机和电量挤占传统电力的空间。

公用事业：行业周报（第三十五周）

家用电器：行业周报（第三十五周）**分析师：王森泉(0755-23987489)(SAC No. S0570518120001)(SFC No. BPX070)****本周观点：大家电零售数据跟踪，线上渠道仍将是重点**

大家电高频零售数据显示，8 月各周大家电线上累计销量恢复较高增长，818 等促销活动依然保持了线上渠道的高热度，但线下 KA 渠道各大家电产品累计销量同比下滑趋势未呈现出明显恢复态势。我们预计全年或保持线上高增长的态势，渠道格局继续向线上倾斜，拥有线上优势企业有望实现更高增长。

子行业观点

白电：8 月空调、冰箱表现或好于洗衣机。小家电：看好具备线上渠道优势企业。厨电：地产销售数据继续回暖，工程渠道优势厨电企业有望更快恢复增长。黑电：品牌商价格竞争激烈，面板价格回升或对黑电企业盈利形成压力。上游：关注行业技术领先标的。

重点公司及动态

公司推荐：1) 海尔智家：公司围绕家电主业组织结构、成长质量方面持续发力，期待公司调整后实现更优组织效率和盈利能力。2) 新宝股份：线上品牌优势突出，重视渠道利益，有望维持线上高增长。3) 老板电器：地产后周期影响有望继续好转，同时公司继续发力线上营销、维持工程渠道优势，继续加快估值修复。

风险提示：疫情影响及宏观经济下行；地产影响超出预期；原材料价格不利波动。

家用电器：行业周报（第三十五周）

有色金属：行业周报（第三十五周）**分析师：李斌(SAC No. S0570517050001)(SFC No. BPN269)****本周观点**

上周 SW 有色金属指数降低 1.01%，弱于大盘；唯一涨价品种黄金周涨幅 2.97%，主要受到 27 日晚美联储宣布采用平均通胀目标，提升了通胀预期；美联储的大规模刺激并未有效促进实体经济的恢复，我们认为美债收益率有望进一步降低，黄金价格仍将延续涨势。金属价格方面，贵金属价格有所上涨，基本金属价格小幅振荡，铜供需双弱趋于平衡，即将迎来传统旺季，铜价格有望上涨；铝锌短期供需均有增长，可统计库存仍处低位，预期价格高位震荡；小金属方面，稀土需求走弱，中重稀土价格回调，雨季影响供应，惜售情绪严重；7 月钴原料进口超预期，涨势或放缓。

子行业观点

1) 贵金属：美联储宣布平均通胀目标刺激政策，提升通胀预期，利好金价；2) 铜：供需双弱趋于平衡，即将迎来传统旺季，铜价格有望上涨；3) 铝锌：短期供需均有增长，可统计库存仍处低位，预期价格高位震荡；4) 钴锂：7 月进口超预期，钴价涨势或放缓；5) 稀土：雨季影响轻稀土供应偏紧，弱需求中重稀土价格仍上调。

重点公司及动态

上周我们推荐银泰黄金、宝钛股份、南山铝业。

风险提示：经济形势不及预期、政策调整、需求低迷、价格波动等。

有色金属：行业周报（第三十五周）

公司

华夏航空(002928 SZ,买入): 专注支线赛道, 迈向细分龙头

分析师: 沈晓峰(021-28972088)(SAC No. S0570516110001)(SFC No. BCG366)

支线市场高速发展, 华夏航空向细分龙头迈进

支线航空市场增长迅速, 华夏航空是我国唯一长期坚持支线战略的独立航空公司, 正向细分市场龙头迈进。公司通过构建支线航空网络, 契合支线航空特点, 营收表现稳健, 并逐步形成一系列竞争优势, 挖掘新增长点, 提高盈利水平。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.58/0.88/1.08 元, 目标价 17.60 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

高速发展中的支线航空市场, 空间广阔, 蓝海特点明显

我国支线机场众多, 流量增长明显快于头部枢纽机场, 并且新建支线机场将提供新增量。我们认为未来五年支线机场吞吐量复合增速或将维持 20%。以目前我国支线玩家数量有限, 并且测算每年需新增 143 架支线飞机才可以满足所有新增支线需求, 支线飞机供给存在较大缺口, 为支线航司发展提供广阔空间。另外各公司尚未产生明显竞争。但单条支线航线无法容纳多航司竞争, 率先抢占市场的航司将建立先发优势。

营收增长稳健, 支线战略营造细分市场核心竞争力

公司通过支线航空特有的机构运力购买模式, 保障培育新航线的动力, 并推动营收稳健增长, 2013-2019 年营收同比增速维持在 20% 以上。有别于干线思维, 华夏航空充分把握支线航空市场特点, 2020 年上半年独飞航线比例达到 92%, 并培育支线资源丰富的地区, 构建支线航空网络。同时通过机型与流量的匹配, 更有效率的汇集支线需求, 提升支线运营能力, 目前机队规模达到 50 架, 其中支线机 38 架, 共覆盖 117 个国内外航点, 执飞 155 条国内航线, 单机比例为国内最高。

复制新疆模式、发展干支结合, 提升盈利水平

公司创造性的将库尔勒打造为新疆次枢纽, 通过支支串飞或环飞方式形成独特的支线航线网络, 激发疆内支线需求, 使得 2019 年航线补贴大幅提升 3.4 亿。同时新疆模式具有可复制性, 为公司的长期持续增长提供道路。另外华夏航空相对独立的股权结构, 为其提供购买干线运力的动力和优势, 目前已在 52 个机场开通通程航班, 发展干支结合航线, 或将成为公司分享干线高收益的有效途径。

疫情下净利润恢复较快, 享受支线市场成长, 首次覆盖给予“买入”评级

公司特有的机构运力购买模式, 保障营收稳健增长, 并在疫情冲击下, 有助于净利润快速恢复; 长期坚定的支线战略形成细分市场护城河, 抵御新进入者和高铁的竞争, 与商飞签订框架合作协议, 或有助于公司进行成本管控, 并且公司不断挖掘新增长点, 提升盈利水平。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.85/8.91/10.91 亿, 分别同增 16.4%/52.4%/22.5%。作为中小航司, 我们参照可比公司 2021 年均值 15xPE, 考虑到支线更广阔的市场和疫情下公司净利润恢复较快, 给予 2021 年 20xPE, 对应目标价 17.60 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 运力引进和补贴低于预期、高铁分流高于预期、国际油价波动。

华夏航空(002928 SZ,买入): 专注支线赛道, 迈向细分龙头

新泉股份(603179 SH,增持): 快速成长的本土饰件供应商

分析师: 林志轩(021-28972090)(SAC No. S0570519060005)(SFC No. AVU633)

商用车与乘用车业务双轮驱动

新泉股份是汽车饰件整体解决方案提供商, 产品包括仪表板总成、顶置文件柜总成、门内护板总成等内外饰件, 覆盖一汽解放、北汽福田等国内商用车和吉利、上汽、奇瑞等乘用车客户。公司受益于商用车内饰产品升级和集中度提升, 乘用车深度绑定吉利, 同时有望在 2021 年供货给特斯拉。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.79/1.21/1.70 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级, 目标价 31.50 元。

2022 年汽车饰件全球市场规模预计达 6,052 亿元

通过我们的测算, 2022 年全球和中国汽车内外饰件市场规模预计分别为 6,052 亿元、1,759 亿元, 并且测算得到 2019 年自主内饰龙头华域汽车内外饰件市占率约 15.4%, 新泉股份市占率约为 0.5%, 汽车饰件行业以外企为主, 新泉股份有较大提升空间。对比国内汽车内饰部分上市公司 2015-2019 年毛利率, 我们发现合资整车客户占比较高的常熟汽饰和商用车业务占比较高的新泉股份盈利能力较强, 主要是客户结构不同和商用车车内饰件产品毛利率高所致。

核心竞争力在于客户、研发、生产技术和服务上

公司核心客户为商用车和乘用车国内前十大厂商, 2015-2019 年营收复合增速达 35.4%, 2017-2020H1 前五名客户占比保持在 70%以上, 业务增长伴随吉利汽车、一汽集团、上汽集团、奇瑞汽车、北汽福田等客户增长。作为汽车饰件整体解决方案提供商, 具备同步研发、模具开发、检测试验等方面技术优势, 在 12 个城市设立了生产基地, 提高供应效率和准时交付能力, 同时在马来西亚设立合资公司, 服务东南亚客户, 并辐射全球市场。

新产品、新客户持续拓展, 拟非公开发行股票扩张产能

公司未来发展重点是: 1) 内部强调技术创新和产品结构优化; 2) 现有客户, 通过优质品质和快速响应的服务提高现有产品供应比例, 并拓展新产品; 3) 拓展优质新客户(合资、外资品牌)。根据 2020 年 5 月非公开发行股票预案, 拟投资“上海智能制造基地”, 服务上海客户, 公司预计达产后每年贡献净利润 5,600 万元; 拟投资西安建设生产基地, 服务以吉利、陕重汽为主的西部整车厂, 公司预计达产后每年贡献净利润 3,350 万元。

快速成长的自主内饰件供应商, 首次覆盖, 给予“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 38/49/63 亿元(同比+25%/30%/28%), 归母净利润分别为 2.5/3.7/5.3 亿元(同比+34%/52%/40%), 对应 EPS 分别为 0.79/1.21/1.70 元, 对应 PE 为 38/25/18 倍。可比公司 2021 年 Wind 一致预期 PE 均值为 18 倍, 鉴于公司 2020-2022 年归母净利润 CAGR 高于可比公司, 综合考虑给予估值溢价, 给予 2021 年 PE 26 倍估值, 目标价 31.50 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示: 汽车饰件行业前景受制于汽车行业的风险; 客户集中较高的风险; 市场竞争加剧的风险。

新泉股份(603179 SH,增持): 快速成长的本土饰件供应商

广深铁路(601333 SH,增持): 疫情抑制出行需求, 中报录得亏损
分析师: 林霞颖(0755-82492284)(SAC No. S0570518090003)(SFC No. BIX840)
受新冠肺炎疫情拖累, 公司上半年录得净亏损

上半年, 广深铁路实现营业收入 74.57 亿元 (同比-26.8%)、归母净亏损 6.14 亿元 (去年同期盈利 7.62 亿元)、经营活动现金流量 5.26 亿元 (同比-61.5%) (公告 8/27)。新冠肺炎疫情期间, 居民出行需求下降, 公司客运业务严重受损, 货运受疫情影响较轻。我们调整 2020-2022 年 EPS 预测值至 0.00/0.12/0.13 元, 目标价 2.84 元。尽管公司 PB 估值处于历史底部, 但考虑客运量恢复进展缓慢, 我们预计下半年扣非净利仍然承压。短期缺乏基本面催化剂, 降低至“增持”评级。

业绩下滑原因: 疫情抑制出行需求、运营成本相对刚性

疫情期间, 出行限制与隔离要求重创铁路客运需求。上半年, 广深城际、直通车、长途车的客运收入分别同比下降 59.6%、91.4%、53.9%, 客运量分别同比下降 66.1%、91.3%、51.0%, 同期全国铁路客运量降幅为 53.9%。其中, 广九直通车自 1 月 30 日起全部停运, 至今未恢复。受武汉封城影响, 在 1 月 23 日至 3 月 28 日, 终到武汉方向的长途旅客列车停运, 途经列车停办业务。铁路货运受疫情影响较轻, 公司上半年发运量和接运量的同比降幅仅为 10.7%和 5.6%。上半年营业成本仅同比降低 10.1%, 主要因人力成本和折旧费用 (合计约占营业成本的 40%) 相对刚性。

展望下半年: 货运量已恢复到常态、客运量的恢复仍需时日

随着珠三角地区复工复产的推进, 公司货运量已在 5 月份恢复至去年同期水平。虽然客运需求自 3 月起逐月环比好转, 但出行心理的恢复仍需要一段时间。广深城际客运量在 6 月仍同比降低 57.7%。受 7 月以来香港疫情反复的影响, 罗湖口岸仍未开放, 我们预计广深城际客运量的恢复进度低于全国均值。我们观察到, 广深城际在 8 月底的周末和工作日的发车频次同比降低 23%和 40% (12306 网站)。

PB 估值处于 2011 年以来的历史底部

广深铁路当前 PB 估值 (0.61x 2020E PB) 的估值已低于 2011-2019 年的历史低位 (2012 年 6 月 0.67 倍)。以中国时速 200 公里的高速铁路的平均建造成本 (1,540 万美元/公里) 测算 (世界银行统计), 公司核心资产广深城际铁路 (152 公里) 的重置成本约 23.41 亿美元。公司当前市值约 25.40 亿美元, 与核心资产的重置成本相近。

短期缺乏催化剂, 降低至“增持”评级

受香港疫情反复的影响, 我们下调 2H20 客运量预期, 因此下调 2020/21/22 年归母净利至 -0.33/8.56/9.39 亿元 (前次 7.60/9.14/10.13 亿元)。参考: 1) 公司 2011 年至今的 PE 估值中枢为 26.3x; 2) 铁路行业平均估值为 22.8x TTM、24.4x 2020PE、15.9x 2021PE, 取 1) 和 2) 均值, 我们基于 23.5x 2021PE (前次 26-27x 2020PE), 测算目标价为 2.84 元 (前次 2.86-2.97 元)。我们认为短期缺乏基本面催化剂, 降低至“增持”评级。

风险提示: 疫情影响高于预期, 土地开发低于预期, 路网分流高于预期。

广深铁路(601333 SH,增持): 疫情抑制出行需求, 中报录得亏损

博世科(300422 SZ,增持): 疫情拖累工程进度, 运营快速增长
分析师: 施静(010-56793967)(SAC No. S0570520040003)(SFC No. BMO306)
2Q20 归母净利-13%, 下调盈利预测与评级

1H20 公司实现营收/归母净利/扣非归母净利 14.8/1.2/1.0 亿元, 同比-3%/-14%/-29%; 2Q20 实现营收/归母净利/扣非归母净利 8.5/0.6/0.5 亿元, 同比-3%/-13%/-37%。疫情影响工程类项目建设进度, 我们认为将拖累 20 年收入确认; 1H20 运营类业务收入同比+122%, 但体量还不足以对冲工程类收入下滑。下调盈利预测, 预计 20-22 年 EPS 0.72/1.07/1.26 元, 给予 21 年 14x 目标 PE, 目标价 15 元/股, 下调至“增持”评级。

疫情影响工程项目建设进度, 运营收入大幅增长

1H20 公司营收与归母净利下滑, 主因受新冠疫情影响, 公司及上下游企业复工时间普遍延迟, 项目建设实施进度有所放缓, 目前伴随公司复工复产加速推进, 2H20 有望明显恢复。1H20 公司运营收入 1.0 亿元/yoy+122%; 从运营收入构成来看, 供水 23% (2019: 36%)、污水 23% (2019: 21%)、固废 49% (2019: 31%)、油泥治理及土壤处置终端 5% (2019: 11%)。

在手订单充裕, 项目民生属性强保障现金回流

截至 20 年 6 月末, 公司在手订单 99.5 亿元 (19 年底: 103.7 亿元), 其中 PPP 项目 56.2 亿元, EP/EPC 类订单 27.5 亿元, 运营类订单 13.4 亿元。EP/EPC 类订单业务领域占比中, 水处理 67%、土壤修复 19%、化学品清洁化生产 14%。公司在手订单大多为民生属性较强的项目, 支付能力有保障且回款周期短, 有利于后续现金回流。

依托自主技术与设备优势, 积极拓展危废处置

20 年 8 月公司公开增发募资净额 5.8 亿元 (计划募资额 7.1 亿元), 公司计划以 2.9 亿元用于北部湾资源再生项目 (由子公司科清环境投建), 已于 19 年 5 月至 20 年 7 月以自有资金预先投入 2.4 亿元 (20 年 7 月鉴证报告)。该项目服务北海市与北部湾周边工业企业危废, 设计产能 6.4 万吨/年, 其中焚烧处理 1.65 万吨/年、固化填埋 3 万吨/年、物化处理 1 万吨/年、蚀刻液综合利用 0.75 万吨/年。项目建成后可接收的危险废物种类 32 种, 完善公司业务布局。

下调盈利预测, 目标价 15 元, “增持”评级

疫情拖累项目建设进度, 我们认为将影响公司 20 年收入确认, 下调盈利预测, 预计 20-22 年归母净利润为 2.9/4.3/5.1 亿元 (前值 3.7/4.6/5.2 亿元), 对应 EPS 为 0.72/1.07/1.26 元, 对应 PE 18x/12x/10x。参考可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE 平均值为 17x, 考虑到公司工程业务占比较高, 叠加新冠疫情影响, 我们给予公司 21 年 14x 目标 PE, 每股目标价 15 元 (前值 13.44-15.51 元)。下调至“增持”评级。

风险提示: 项目进度不及预期, 新中标项目数量不及预期等。

博世科(300422 SZ,增持): 疫情拖累工程进度, 运营快速增长

莱克电气(603355 SH,买入): 健康家电需求成长, Q2 继续恢复
分析师: 王森泉(0755-23987489)(SAC No. S0570518120001)(SFC No. BPX070)
2020H1 收入/归母净利同比-9.31%/+6.81%, 提升至“买入”评级

公司披露 2020 年中报, 2020H1 公司实现营业总收入 25.34 亿元, 同比-9.31%, 归母净利 2.52 亿元, 同比+6.81%, 其中, 2020Q2 营收同比+1.05%, 归母净利同比+8.54%。公司内销以线下渠道为主, 受疫情冲击影响明显, 而公司发力线上营销转型、提升产品及品牌覆盖, 一定程度对冲疫情影响, 且疫情下消费者对健康家电需求提升, 或能带动吸尘器、净水器、净化器等产品需求改善。而参考国内疫情期间吸尘器较好的市场表现, 海外需求有望带动出口继续恢复。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 为 1.28、1.38、1.54 元的预测, 提升至“买入”评级。

发力线上渠道, 健康家电需求逐步恢复

公司主营环境清洁类、空气净化类、水净化类、厨电等家电产品, 把握疫情下消费者对于健康家电的成长机会, Q2 收入有明显恢复, 分季度来看, 公司 2020Q1\Q2 收入分别同比-19.56%、+1.05%。重点发力互联网营销, 带动部分品类线上销售迎来高增长。其中, 奥维云网数据显示, 2020 年 1-6 月, 公司莱克吸尘器线上销售额同比+43.1%。同时, 公司披露碧云泉(主营净水产品)、吉米(主营中低端吸尘器产品)也受益于线上渠道, 收入同比增长超过 80%。海外消费者对于健康家电也有较强需求, 预计出口好转也带动收入恢复。

2020H1 整体毛利率同比+1.49pct

公司 2020H1 毛利率为 27.25%, 同比+1.49pct。其中, 2020Q2 毛利率同比+1.69pct。公司虽未披露分产品毛利率, 但我们预计线上收入占比的提升、原材料价格偏低以及出口产品的结构优化均对毛利率提升有推动作用。

2020H1 期间费用率同比提升

2020H1, 公司整体期间费用率同比+1.35pct。其中, 针对线上营销活动加大, 销售服务费有较大的提升, 2020H1 销售费用率同比+0.85pct, 达到 7.20%。管理费用率同比+0.44pct, 达到 3.38%。研发费用率同比+0.20pct, 为 5.62%。财务费用率同比-0.14pct, 为-1.10%。同时, 公司 2020H1 交易性金融资产公允价值变动实现收益 0.18 亿元, 带动净利润上行。

看好健康家电需求提升

我们维持公司 2020-2022 年 EPS 为 1.28、1.38、1.54 元的预测, 截至 2020 年 8 月 28 日, 行业可比公司 Wind 一致预期 2020 年平均 PE 为 31x, 疫情下, 健康家电需求持续好转, 公司经营有望继续恢复, 但是考虑到净利润提升部分由于公允价值收益影响, 认可给予公司 2020 年 28x PE, 对应目标价 35.84 元(前值 25.60~28.16 元), 提升至“买入”评级。

风险提示: 疫情海外冲击; 贸易摩擦影响; 行业竞争加剧; 人民币升值。

莱克电气(603355 SH,买入): 健康家电需求成长, Q2 继续恢复

壹网壹创(300792 SZ,买入): 主业发展稳健, 利润持续高增
分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)
上半年归母净利润高增 55.9%, 上调至“买入”评级

公司 20H1 实现营收 5.6 亿元, 同比略降 0.2%; 归母净利润 1.1 亿元, 同比高增 55.9%。利润端增速高于收入增速主要系公司的收入结构发生较大改善, 毛利率相对更高的品牌线上管理业务占比由 19H1 末的 20.6% 提升至 20H1 末的 33.1%。伴随公司上半年新签的品牌客户包括盐津铺子、圣牧、君乐宝业务成熟、子公司浙江上佰助力拓展新品类与新平台, 我们继续看好公司 20H2 收入的边际弹性、利润的高速增长, 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.28、3.07、4.25 元, 上调至“买入”评级。

业务结构进一步改善, 综合毛利率同比提升 4.8pct

分业务来看, 公司品牌线上管理服务同比增长 59.7% 至 1.8 亿元, 主要系上半年公司新签约新快消类品牌客户; 品牌线上营销服务收入同比下降 15.2% 至 2.5 亿元, 线上分销业务同比下降 18.2% 至 1.2 亿元, 主要系品牌客户业务(与露得清的合作结束)调整及疫情影响所致。20H1 品牌线上管理、品牌线上营销、线上分销业务毛利率分别为 66.0%、40.2%、18.2%, 这使得公司综合毛利率同比提升 4.8pct 至 33.1%。伴随新客户业务的逐步成熟, 公司整体的毛利率有望进一步提升。

持续拓展快消品牌新客户, 与盐津铺子达成战略合作

作为线上代运营龙头, 公司整合营销能力、数据分析能力获业内广泛认可。20H1 公司陆续签约圣牧、君乐宝、盐津铺子等食品饮料品牌用户, 进一步拓展了公司运营的品牌边界、打开了业务空间。据证券日报, 8 月 25 日公司与盐津铺子签署了全面战略合作协议。公司与盐津铺子的强强联手有望打造行业标杆, 为公司持续吸引更多的新品牌客户。

收购浙江上佰 51% 股权, 拓展产品品类、平台版图

报告期内公司完成浙江上佰 51% 股权的收购, 作价 3.6 亿元, 于 6 月 1 日开始并表。浙江上佰专注消费电器领域, 并与拼多多、苏宁易购、贝店签署了合作协议。通过并购公司扩充了家电品类的同时也进一步拓展了公司的多平台战略合作版图。此外, 浙江上佰也将为公司带来直接的利润增量, 承诺 2020-2022 年净利润分别为 5500、7000、8500 万元, 且累计不低于 2.1 亿元。若业绩未达成, 将由宁波好贝对公司进行现金补偿。

拓客户、跨品牌, 公司主业利润有望维持高增, 上调至“买入”评级

凭借新客拓展、品类扩张, 公司持续打开业务新空间。考虑到客户调整及新会计准则影响, 我们下调了品牌线上营销收入、销售费用率预期, 预计 2020-2022 年公司实现营收 19.1、25.6、34.5 亿元(前值 22.1、30.4、42.0 亿元), 归母净利 3.3、4.4、6.1 亿元(前值 3.1、4.3、6.2 亿元), 参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期 2.48x PEG, 考虑公司除美妆个护外的新品类运营仍处起步阶段、发展存一定不确定性, 给予公司 2020 年 2.1x PEG, 对应目标价 191.55 元(前值 182.00~185.64 元), 上调至“买入”评级。

风险提示: 大客户流失; 新客户拓展不顺; 平台抽成比例提高。

壹网壹创(300792 SZ,买入): 主业发展稳健, 利润持续高增

小熊电器(002959 SZ,买入): 线上再迎高增, 提升至买入

分析师: 王森泉(0755-23987489)(SAC No. S0570518120001)(SFC No. BPX070)

2020H1 收入/归母净利同比+44.51%/+98.93%, 提升至“买入”评级

公司披露 2020 年中报, 2020H1 公司实现营业总收入 17.17 亿元, 同比+44.51%, 归母净利 2.54 亿元, 同比+98.93%, 其中, 2020Q2 营收同比+75.23%, 归母净利同比+110.89%。公司销售渠道与互联网深度融合, 把握疫情期间电商成长红利, 热门品类继续迎来放量增长, 且公司灵活运营互联网大数据, 深度分析消费者动向, 精准把握需求变化, 我们依然看好公司全年收入及净利润增长。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.93、3.83、4.65 元, 提升至“买入”评级。

秉持互联网思维, 持续保持线上优势, 2020H1 公司收入同比较快增长

把握疫情下线上小家电发展机遇, 整体收入保持较高增速。分产品来看, 2020H1 电动类收入 4.71 亿元, 同比+81.88%。电热类收入 2.10 亿元, 同比+47.25%, 锅煲类收入 2.95 亿元, 同比+22.62%, 西式电器收入 2.75 元, 同比+1339.27%, 而壶类收入 2.43 亿元, 同比-6.14%, 生活小家电收入 1.61 亿元, 同比+1.90%。同时整体经营活动现金流净额同比+250.91%, 收入回款情况良好。

高毛利产品占比提升, 2020H1 整体毛利率同比+0.49pct

公司毛利率同比+0.49pct, 公司 2020H1 毛利率达到 36.50%。其中, 2020Q2 毛利率同比-0.79pct。分产品来看, 2020H1 电动类毛利率同比+1.11pct, 达到 39.45%, 电热类毛利率同比+3.38pct, 达到 40.41%, 西式电器毛利率同比+7.49pct。达到 33.92%。而锅煲类与壶类毛利率分别下滑 1.04pct 和 2.32pct。

2020H1 期间费用率大幅下降

2020H1 销售费用率大幅减少, 带动公司整体期间费用率同比下降 3.64pct。其中, 销售增长低于收入, 且采取精准营销手段, 品牌宣传费用同比下滑, 2020H1 销售费用率为 12.17%, 同比-2.44pct。管理及研发费用增速均低于收入, 管理费用率为 2.82%, 同比-0.24pct。研发费用率为 2.35%, 同比-0.46pct。利息收入大幅增长, 财务费用率为-0.50%, 同比-0.49pct。

线上优势突出, 公司收入、净利润有望保持较高增长

公司把握线上发展机遇, 收入及净利润增速均保持高位, 我们上调收入毛利率、下调部分费用率预测, 预计公司 2020-22 年归母净利为 4.58、5.98、7.26 亿元, 较前值提升 21.07%、34.19%、45.85%, EPS 为 2.93、3.83、4.65 元(前值为 3.15、3.71、4.15 元, 由于股本增长, EPS 有所降低)。截止 2020 年 8 月 27 日, 可比公司 2020 年平均 PE 为 44x, 公司聚焦线上小家电, 在电商大成长阶段维持较高产品创新投入, 分享多元化品类红利, 或享受较为明显的估值溢价, 我们认为公司 2020 年合理 PE 估值为 57x PE, 合理股价为 167.01 元(前值 121.26~127.56 元), 提升至“买入”评级。

风险提示: 电商渠道波动及需求下滑; 国内市场开拓受阻; 行业竞争加剧。

小熊电器(002959 SZ,买入): 线上再迎高增, 提升至买入

东方航空(600115 SH,买入): 二季度亏损扩大; 行业逐步修复

分析师: 沈晓峰(021-28972088)(SAC No. S0570516110001)(SFC No. BCG366)

二季度归母净亏损扩大 6.8 亿; 行业盈利能力逐步修复; 维持“买入”

东方航空 2020 年上半年营业收入 251.29 亿, 同降 57.3%, 归母净利润-85.42 亿, 去年同期为 19.43 亿, 亏损额比我们此前预期 (-83.86 亿) 多 2%; 其中二季度营业收入 96.75 亿, 同降 66.3%, 二季度公司供给环比下滑, 并且营业成本较为刚性, 使得二季度归母净亏损扩大 6.76 亿至 46.09 亿。考虑国际疫情不确定性仍较高, 拖累整体恢复进度, 我们下调 2020E/21E/22E 年归母净利润至-76.0/53.2/65.1 亿。但疫情反应充分, 并且民航出行需求复苏, 国际油价大跌将边际利好航司成本, 盈利能力逐步修复以及疫苗研发进展带动估值提升, 更新目标价至 6.50 元, 维持“买入”。

二季度供给受限, 需求恢复有所滞后

公司二季度营收环比一季度下滑 37%。主要由于整个二季度均受新冠疫情影响, 并且“五个一”政策限制国际线流量, 公司二季度整体供给环比一季度下降 32%, 客座率 65.3%, 环比下降 2.5pct。公司二季度将主要运力投放至国内线, 国内线供给环比提升 5%, 但需求在二季度恢复有所滞后, 国内线客座率 66.1%, 环比下降 1.2pct。不过 7 月公司国内线运力环比继续增投, 并且迎来暑运旺季需求持续回升, 我们预计三季度营收将有明显反弹。另外上半年货运业务亮眼, 货运营收达到 26.2 亿, 同增 50.1%。

收益水平小幅提升, 成本刚性拖累业绩

2020 年上半年, 公司整体客公里收益同增 3.7%, 主要由于国际线收益水平大幅提高, 同比上升 45.8%, 国内线客公里收益同降 8.5%。成本方面, 虽然油价下跌使得燃油成本仅 63.1 亿, 同降 62.0%, 但折旧、人工等固定或半可变成本压力较大, 2020 年上半年公司营业成本 324.85 亿, 同降 37.8%, 并且由于飞机利用率降低, 单位座公里成本同比大幅上升 32.6%, 其中单位扣油成本同增 56.7%。并且在二季度更为艰难, 单位座公里成本环比一季度提升 9.9%, 使得二季度毛利率下降至-44.1%, 亏损额扩大。

调整目标价至 6.50 元, 维持“买入”评级

考虑国际疫情不确定性仍较高, 拖累整体恢复进度, 下调 2020E 年归母净利润预测至-76.0 亿 (前值-20.6 亿), 下调 21E/22E 年归母净利润预测值 38%/25%至 53.2/65.1 亿。但疫情反应充分, 并且伴随国内疫情好转, 民航出行需求复苏, 国际油价大跌将边际利好航司成本, 盈利能力逐步修复以及疫苗研发进展带动估值提升, 我们给予 1.8x 2020PB (过去 10 年 PB 估值均值, 前值 1.3x-1.4x PB, 预计 2020 年 BPS 为 3.61 元), 上调目标价至 6.50 元 (前值 5.14-5.53 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 新冠疫情影响超预期, 经济低迷, 国际贸易与政治摩擦, 市场竞争加剧, 油价大幅上涨, 人民币大幅贬值, 高铁提速, 737MAX8 复飞时点超预期。

东方航空(600115 SH,买入): 二季度亏损扩大; 行业逐步修复

国金证券(600109 SH,增持): 投行提振业绩, 未来增长可期

分析师: 沈娟(0755-23952763)(SAC No. S0570514040002)(SFC No. BPN843)

投行放量提振业绩, 未来增长可期

公司 20H1 归母净利润 10 亿元, 同比+61%, 营业收入 29 亿元, 同比+51%, 上半年增速领先行业, EPS 为 0.33 元, 加权 ROE 为 4.73% (未年化), 业绩表现优异。综合看投行、自营业务驱动业绩向上。公司经营稳健, 连续 9 年评级 A 类, 2020 年升为 AA 级。预计 2020-2022 年 EPS0.59/0.66/0.71 元, BPS7.37/7.96/8.59 元, 目标价 15.48 元, 维持增持评级。

投行业绩显著增长, 人才储备丰富

公司 20H1 投行业务收入 7.5 亿元, 同比+197%, 增速显著高于行业平均+28%, 是驱动业绩增长的核心因素。据 Wind 数据, 20H1 公司股权承销规模 94 亿元, 排名第 14 位; 债券承销规模 487 亿元, 排名第 22 位。截至 20H1 公司注册保代 144 名, 在全部保荐机构中排名第 8 位, 人员储备丰富, 保持领先优势, 为未来业绩增长奠定基础。

加大金融资产配置力度, 投资业绩增长亮眼

20H1 投资类业绩 8 亿元, 同比+44%。主要受交易性金融资产的投资收益增加所致。20H1 末股票类投资 14 亿元, 较年初+129%; 债券类投资 152 亿元, 较年初+71%。从策略上看, 公司固定收益投资提升信用资质, 积极把握交易型机会, 并通过丰富的融资工具和合理安排融资期限优化负债管理; 权益投资保持稳健风格, 多元化配置分散风险。

经纪业务推进投顾转型, 试点创新服务模式

公司 20H1 经纪业务净收入 7.3 亿元, 同比+20%, 系股基交易总金额同比+19.9%推动, 测算得 20H1 公司股基交易市占率 1.21%, 较 2019 年保持相对稳定。公司积极推动投顾转型, 强化业务协同, 基本建成投顾服务工作室展业模式, “财富宝”账户服务费模式的试点有望为公司带来业务增量。

利息净收入稳定增长, 资管净收入扭转下行趋势

公司 20H1 利息净收入 4.4 亿元, 同比+17%, 系融出资金利息收入大幅增长 33%所致。截至 20H1 融资融券余额 106 亿元, 市占率较 19 年末提升 0.4bp 至 0.91%; 股票质押规模 39 亿元, 较 19 年末-23%。20H1 公司资管净收入 0.6 亿元, 同比+14%, 扭转负增长态势。

投行积淀较强, 有望在资本市场改革中优先受益, 维持增持评级

综合考虑资本市场改革红利和公司 20H1 业绩表现, 上调公司投行等业务规模, 预计 2020-2022 年 EPS0.59/0.66/0.71 元 (前值为 0.44/0.49/0.55 元), 对应 PE24、21 和 20 倍。预测 2020-2021 年 BPS7.37/7.96/8.59 元 (前值为 7.24/7.67/8.16 元), 对应 PB1.92、1.78 和 1.65 倍, 可比公司 2020PBWind 一致预期平均数 1.61 倍, 考虑公司投行积淀较强, 在注册制稳步推进的环境下有望优先受益, 给予 2020PB2.1 倍, 目标价 15.48 元 (前值为 10.86-11.56 元), 维持增持评级。

风险提示: 业务开展不及预期, 市场波动风险。

国金证券(600109 SH,增持): 投行提振业绩, 未来增长可期

隆基股份(601012 SH,买入): 业绩高增, 一体化龙头优势显著

分析师: 黄斌(SAC No. S0570517060002)(SFC No. BPY554)

盈利能力持续领先, 一体化布局优势显著

公司发布 20 年中报, 报告期内公司实现营收 201.41 亿元(同比+42.73%), 归母净利 41.16 亿元(同比+104.83%)。公司盈利能力持续领先, 加速硅片优势产能扩张, 组件渠道和品品牌能力持续提升, 垂直一体化优势尽显。我们预计公司 20-22 年 EPS 2.03/2.48/3.02 元, 给予目标价 71.05 元, 维持“买入”评级。

硅片加速优势产能扩产, 带动盈利能力提升

20H1 公司实现单晶硅片销售 24.69 亿片(同比+14.98%), 自用 14.89 亿片(同比+87.3%), 技改及新产能投产带动非硅成本下降。据 Energy Trend, 20H1 行业单晶硅片平均价格 2.78 元/片(同比-10.9%), 上游单晶硅料平均价格 66.25 元/kg(同比-14.5%), 上半年硅片降价幅度低于硅料, 带动公司 H1 毛利率同比提升 3.01pct 至 29.23%。公司坚定持续推动优势产能投产, 截至 6 月底公司硅片产能 55GW。根据公司产能规划, 下半年仍有腾冲 10GW 硅棒和曲靖 10GW 硅棒&硅片产能投产, 随着公司新产能投产, 硅片的规模和成本优势进一步凸显, 市占率有望持续提升。

组件业务持续发力, 品牌和渠道能力不断加强

20H1 组件对外销售 6578MW(同比+106%), 自用 222MW(同比-16%), 销量创 15 年以来新高。根据 PVinfolink 数据, 上半年隆基组件出货量上升至行业第 2 位, 较 19 年提升 2 名。美国等海外高毛利市场对 H1 组件盈利起到重要支撑。公司组件渠道与品牌持续发力, 获得 PV-Tech 全球唯一 AAA 级组件供应商以及可融资性 AAA 级组件供应商地位, 品牌实力持续提升。公司在行业标准制定和产品推广方面优势明显, 推出基于 182mm 硅片的 Hi-Mo5 组件迭代新品, 72 片功率达到 540W, 转化效率超过 21%。

期间费用率大幅下降, 原材料储备应对下半年需求旺季

20H1 公司期间费用率为 5.18%(同比下降 3.49pct), 主要受益于销售费用率和财务费用率的下降。新会计准则下运维计入营业成本, 叠加销售渠道的规模效应, 上半年公司销售费用率 1.64%(同比-2.23pct); 财务费用率-0.30%(同比-1.43pct), 受益于有息债务的下降及汇兑收益的增加。公司存货 85.6 亿(同比+54.7%), 主要为备货的原材料和在运产品, 考虑到 7 月以来光伏产业链价格持续提升, 我们认为存货或助力下半年利润提升。

垂直一体化龙头优势尽显, 维持“买入”评级

作为行业内优质低成本硅片产能, 上半年硅片盈利能力大幅提升。组件大幅放量, 品牌与渠道能力凸显。考虑国内竞价和平价项目规模同比大幅提升, 公司硅片环节持续推动降本, 垂直一体化龙头抗风险能力优异, 我们调整公司 20-22EPS 至 2.03/2.48/3.02 元(前值为 1.48/1.72/2.03 元), 可比公司 20 年 Wind 一致预期平均 PE 为 29.82 倍, 考虑到公司硅片龙头地位, 垂直一体化优势凸显, 给予 35 倍 PE, 目标价 71.05 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 光伏新增装机不及预期; 2) 产业链价格下跌超预期。

隆基股份(601012 SH,买入): 业绩高增, 一体化龙头优势显著

奥飞数据(300738 SZ,买入): 上半年 IDC 服务业务实现快速增长

分析师: 付东(SAC No. S0570519080003)

上半年 IDC 服务业务快速增长, 成长逻辑逐渐兑现

公司 1H20 营收 3.76 亿元 (YoY -36.98%), 归母净利润 1.03 亿 (YoY +69.50%); 2Q20 营收 1.99 亿元 (YoY -57.47%), 归母净利润 0.39 亿元 (YoY -16.38%)。收入同比下滑主要系公司上半年存量系统集成业务未完工交付导致, 但公司 IDC 服务业务在上半年实现快速增长。归母净利润同比增长主要系公司间接持有的紫晶存储股票带来投资收益。我们看好公司通过内生与外延并举加速资源部署, 有望受益云计算驱动下 IDC 行业成长红利。我们预计公司 20~22 年 EBITDA 分别为 3.49 (前值 2.66) /4.72/6.82 (新引入) 亿, 维持“买入”评级。

上电率提升推动公司 IDC 服务业务实现高增长

上半年公司 IDC 服务业务实现营收 3.42 亿元, 同比增长 69.62%, 其中以奥飞国际为代表的海外宽带业务实现营收 1.20 亿元, 剔除此业务后公司自有机柜及国内宽带业务上半年实现营收 2.22 亿元, 去年同期为 0.84 亿元。我们认为机柜规模快速扩张以及线上化加速带动上电率的提升系上半年公司自有机柜及国内宽带业务高增长的主要原因。截至报告期末, 公司自有数据中心可用机柜数超过 9600, 较年初增加 2400 个机柜, 较去年同期增长 5600 个机柜。此外, 在上电率提升带动下, 上半年公司 IDC 业务毛利率同比提升 6.5 个百分点至 28.44%。

规模扩张稳步推进, 固定资产持续提升

我们认为当前国内 IDC 行业仍处于跑马圈地的阶段, 对于一线及其周边资源的获取成为 IDC 公司夯实长期发展基础的重要保证。公司自去年以来通过内生与外延的方式持续扩大机柜规模。上半年公司累计完成资本开支 1.84 亿, 同比增长 127.2%。报告期末公司固定资产+在建工程合计达到 9.15 亿, 同比增长 180.7%。

拟收购固安聚龙 100%股权, 外延并购或再下一城

公司拟以 18959 万元收购固安聚龙自动化设备股份有限公司 100%股权。固安聚龙公司位于廊坊固安县, 其对应的土地使用权的不动产权证所载土地净地面积达到 93624 平方米。我们认为若本次收购完成, 有助于公司在北京周边地区进一步扩大业务范围, 增强资源储备, 夯实长期成长基础。

成长逻辑逐渐兑现, 维持“买入”评级

我们看好公司通过内生与外延并举加速资源部署, 有望受益云计算驱动下 IDC 行业成长红利。我们预计公司 20~22 年 EBITDA 分别为 3.49 (前值 2.66) /4.72/6.82 (新引入) 亿, 可比公司 2021 年 EV/EBITDA 均值为 24.78x。我们认为公司客户结构优异, 同时内生与外延并举, 成长有望加速, 给予公司 21 年 EV/EBITDA 25x, 对应目标价 52.09 元 (按照最新股本计算, 前值为 40.97~43.64 元), 维持“买入”评级。

风险提示: IDC 业务拓展不及预期; 海外疫情导致海外业务发展不及预期。

奥飞数据(300738 SZ,买入): 上半年 IDC 服务业务实现快速增长

顺丰控股(002352 SZ,买入): 从优秀到卓越, 从卓越到伟大**分析师: 沈晓峰(021-28972088)(SAC No. S0570516110001)(SFC No. BCG366)****敬畏市场先生, 做时间的朋友**

时效件奠定公司成为“优秀”的基因, 供应链推动公司走向“卓越”的进程, 国际化开创公司追求“伟大”的愿景。我们期待投资者做时间的朋友, 分享公司“从优秀到卓越, 从卓越到伟大”的征程; 维持公司 20/21/22 年扣非净利润预测 64.52/74.06/84.78 亿元, 上调目标价至 102.47 元/股, 重申“买入”评级。

“唯一不变的是变化”是我们对时效件的观察

时效件奠定公司成为“优秀”的基因, 从时效到服务是更严的要求。顺丰通过远高于市场的时效与服务获得定价权, 实现对竞争对手的“降维打击”。2H18-2019, 时效件增长显著放缓, 潜在风险被过度认知。2020 年, 公司在时效市场的努力令人惊讶, 新冠疫情亦显著增强高端产品溢价。而疫情终将过去, 物流去信息流无可阻挡, 但新的机会也已在孕育之中。行业进步带来了产品力的收敛, 我们对“同场竞技”有预期但不悲观。

“以客户为中心, 以奋斗者为本”是我们对供应链的思考

供应链推动公司走向“卓越”的进程, 从产品到客户是更高的追求。在供应链服务领域, 深度理解客户需求是精确定义客户价值的基础。我们期待公司通过组织、文化与激励的结合形成战斗力, 在激烈的商业环境直击客户痛点。“物美价廉”意味着服务标准之上的持续降本与让利, 而这依赖于开放系统与社会化协同。2018 年以来, 快运业务在激烈的竞争中完成“追赶者”到“领先者”的转变, 我们期待公司积小胜为大胜。

“看见更大的世界, 让更大的世界被看见”是我们对国际化的期待

国际化开创公司追求“伟大”的愿景, 从中国到世界是更大的梦想。基于服务响应、人口红利与本土市场三重优势, 我们认为中国物流业很可能具备全球比较优势。在国际化的道路上, 我们期待公司以“普惠”与“丰富”的产品链接消费者、企业与地区, 追求“万物互流”的愿景。我们认为公司国际化的两大突破口是: 1) 依托鄂州枢纽与航线网络, 维护中国制造业全球供应链安全; 2) 深耕东南亚本地化市场, 为全球本土化积累经验。

做时间的朋友, 重申“买入”评级

人类历史和金融市场都属于二级混沌系统, 股价的短期走势往往超出我们的认知。过去三十年, 中国物流企业的成长速度令全球刮目相看; 展望未来, 我们期待投资者做时间的朋友, 分享公司“从优秀到卓越, 从卓越到伟大”的征程。我们维持公司 20/21/22 年扣非净利润预测 64.52/74.06/84.78 亿元, 上调目标价至 102.47 元/股 (前值: 92.79 元/股), 对应时效业务 20 年 30X PE, 非时效业务 20 年 2.5X PS, 重申“买入”评级。

风险提示: 市场竞争、成本膨胀、新业务管理和整合风险、估值波动风险、盈利预测风险。

顺丰控股(002352 SZ,买入): 从优秀到卓越, 从卓越到伟大

中远海能(600026 SH,买入): 油轮运费大幅上涨驱动盈利上行

分析师: 林珊(021-28972209)(SAC No. S0570520080001)(SFC No. BIR018)

受益于国际油轮市场运费上涨, 公司中报盈利同比大幅增长 520.0%

中远海能发布 2020 年中报业绩: 1) 营业收入同比增长 36.8%至 97.6 亿元; 2) 归母净利润 29.1 亿元, 同比大幅增长 520.0%, 符合此前发布的业绩预增公告; 3) 扣非归母净利润 29.5 亿元, 同比增长 511.9%。公司盈利大幅增长主因今年 3-4 月 OPEC+ 石油价格战, 原油价格升水驱动套利和囤油需求, 国际油轮运费大幅上涨。我们维持对公司 2020/2021/2022 年盈利预测 (EPS 1.13/0.77/0.82 元); 基于 1.5x 2020E PB, 对应目标价 11.49 元, 维持“买入”评级。

外贸油运业务毛利润同比增长 494.7%

上半年, 公司外贸油运业务实现营业收入 64.0 亿元, 同比增长 60.5%; 毛利润 26.3 亿元, 同比增长 494.7%; 毛利率 41.1%, 同比增加 30.0 个百分点。利润大幅提升, 主因上半年国际原油运输市场运费大幅上涨驱动。根据波罗的海交易所数据, 1-6 月 VLCC 船舶中东至中国航线日均运费为 81,480 美金/天, 同比增长 300.2%。截至 6 月底, 公司共计运营 52 艘 VLCC 船舶。除 VLCC 船型外, 公司拥有苏伊士、阿芙拉、巴拿马和灵便型油轮, 船队覆盖全球主流油轮船型。包含 VLCC 船型, 公司共计运营 152 艘油轮, 油轮船队规模排名全球第一。

内贸油运业务毛利润同比增长 9.3%

上半年, 公司内贸油运业务实现营业收入 26.0 亿元, 同比增长 9.0%; 毛利润 6.2 亿元, 同比增长 9.3%; 毛利率 23.7%, 和上年同期基本持平。疫情期间, 公司内贸油运业务表现整体稳健, 在内贸原油运输市场份额保持在 55%。

LNG 业务实现税前利润 4.4 亿元, 同比增长 32.8%

公司 LNG 船舶均签署长期租赁合约, 收益稳健。上半年, 公司 LNG 业务实现税前利润 4.4 亿元, 同比增长 32.8%。盈利上涨, 主因船队规模增加。截至 6 月底, 公司共计运营 36 艘 LNG 船舶, 较上年同期增加 6 艘; 公司 LNG 在手订单 5 艘, 2 艘将于今年下半年交付, 另 3 艘预计于 2022-2023 年交付使用。

关注油运四季度旺季行情, 维持“买入”评级

油运运费受原油市场博弈和淡旺季需求影响, 运费波动剧烈。截至 8 月 27 日, VLCC 中东至中国航线即期运费为 13,729 美金/天, 较 3-4 月景气高点已大幅回调。国际原油市场超预期的事件性因素和原油价格变化都有望驱动运费新一轮上涨。我们维持 2020/2021/2022 年的盈利预测 (基于 VLCC 运费 60,000/45,000/45,000 美金/天的假设)。我们基于 1.5x2020EPB (公司历史三年 PB 均值 0.9x +5 个标准差, 2020E BPS 7.66 元), 对应目标价 11.49 元 (前值为 11.49-11.95 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 运费增长低于预期; 2) 需求低于预期; 3) 地缘政治风险; 4) 自然灾害。

中远海能(600026 SH,买入): 油轮运费大幅上涨驱动盈利上行

工商银行(601398 SH,增持): 营收增速转正, 潜在风险指标改善

分析师: 沈娟(0755-23952763)(SAC No. S0570514040002)(SFC No. BPN843)

营收增速转正, 潜在风险指标改善

工商银行于 8 月 30 日发布 2020 年中报, 1-6 月归母净利润、营业收入、PPOP 分别同比 -11.4%、+1.3%、+2.1%, 增速较 1-3 月 -14.4pct、+4.9pct、-1.0pct。公司拨备前利润增长平稳, 潜在风险指标改善。我们预测 2020-22 年 EPS 0.80/0.82/0.86 元, 目标价 5.97 元, 维持“增持”评级。

资产平稳扩张, 净息差下行

1-6 月年化 ROE、ROA 分别同比 -2.71pct、-0.22pct 至 11.70%、0.95%, ROE 处大行中等水平。6 月末总资产、贷款、存款同比增速分别为 +10.4%、+10.5%、+8.4%, 增速均较 3 月末略有上升, 总资产增速在大型银行中居于前列。Q2 加大个贷投放力度, 新增个人贷款占比为 48% (6 月末存量占比 38%)。1-6 月净息差为 2.13%, 较 1-3 月 -7bp, 较 2019 年 -11bp。1-6 月生息资产收益率、计息负债成本率分别为 3.69%、1.71%, 较 2019 年 -15bp、-5bp。贷款利率下降 (较 19 年 -8bp), 存款成本上升 (较 19 年 +4bp), 同业负债成本改善有一定对冲。

多计提多核转, 潜在风险指标改善

6 月末不良贷款率、拨备覆盖率分别为 1.50%、195%, 较 3 月末 +7bp、-5pct。Q2 不良率上升幅度在大行中较高。6 月末对公不良率较 19 年末 +7bp, 新增不良来自交运、批零、住宿餐饮等行业; 零售不良率较 19 年末 +4bp, 新增不良来自按揭和信用卡贷款。Q2 年化不良生成率 1.35%, 较一季度 +0.18pct。公司加强拨备计提和不良核转力度, 1-6 月信用减值损失同比 +27%, 不良核转同比 +49%。6 月末关注贷款率、逾期 90 天以上偏离度分别较 19 年末 -30bp、-15pct, 潜在风险指标明显改善。

中间收入增速放缓, 资本补充在即

1-6 月中间业务收入同比 +0.5%, 增速较 1-3 月 -2.0pct。银行卡业务对工行中收贡献较大, 其手续费收入同比 +3.9%, 我们认为主要由信用卡分期手续费贡献。6 月末非保本理财余额 24946 亿元, 较 19 年末 -5.6%, 理财规模仍为全行业第一。6 月末资本充足率、核心一级资本充足率分别为 16.00%、12.70%, 较 3 月末 -0.52pct、-0.45pct, 公司于 7 月、8 月分别获准发行 300 亿元优先股、1300 亿元二级资本债, 据 6 月末 RWA 计算有望提升资本充足率 0.81pct。

目标价 5.97 元, 维持“增持”评级

鉴于公司主动加大拨备计提力度, 我们预测 2020-22 年 EPS 为 0.80/0.82/0.86 元 (前值为 0.91/0.96/1.02 元), 2020-2022 年归母净利润增速为 -9.2%/3.3%/5.0% (前次为 3.8%/5.7%/6.0%), 2020 年 BVPS 7.46 元, 对应 PB 0.67 倍。可比公司 2020 年 Wind 一致预测 PB 0.61 倍, 公司作为银行业龙头应享受估值溢价, 我们给予公司 2020 年目标 PB 0.8 倍, 目标价由 5.91~6.44 元调整至 5.97 元。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

工商银行(601398 SH,增持): 营收增速转正, 潜在风险指标改善

隆平高科(000998 SZ,买入): 疫情拖累短期业绩, 不改长期向好

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

2020H1 归母净利-0.74 亿元, yoy-207.43%

2020 年 8 月 28 日, 公司公布 2020 年半年度报告, 20H1 实现营收 11.32 亿元, yoy-9.00%; 实现归母净利润-0.74 亿元, yoy-207.43%。单季度看, 20Q2 公司实现营收 3.25 亿元, yoy-35.48%, 归母净利润-0.98 亿元, yoy-48.04%。我们预计, 2020-22 年公司 EPS 分别为 0.25 元、0.41 元以及 0.60 元, 合理目标价为 28.70 元, 维持“买入”评级。

疫情影响销售, 水稻玉米暂时承压

20H1 公司净利出现亏损, 主要系疫情影响公司种子销售及人民币汇率贬值导致汇兑损失约 4500 万元。分业务板块看: 1) 水稻业务方面, 库存积压仍较为严重, 公司水稻业务承压, 实现收入 5.32 亿元, yoy+9.4%, 毛利率 36.5%, yoy-8.7pct; 2) 玉米业务方面, 疫情影响销售, 实现收入 2.56 亿元, yoy-20.8%, 毛利率 39.7%, yoy-10.5pct。此外, 向日葵业务与蔬菜瓜果业务分别贡献收入 1.11 亿元和 0.83 亿元。公司 Q2 出现亏损, 但我们认为, 随着国际局势缓解, 人民币有望升值带动财务费用下降。

水稻有望边际向好, 玉米或迎周期向上

杂交水稻业务: 公司水稻研发力量及品种储备领先行业, 隆两优、晶两优等明星品种在国内水稻市场竞争力突出。同时, 公司加大营销能力建设, 进行多平台营销推广, 我们认为, 在发改委上调今年早籼稻、中晚籼稻收购价格的背景下, 公司水稻业务有望实现边际向好。玉米业务: 玉米临储库存有望在今年见底, 叠加生猪产能持续恢复带来生猪饲料需求增加, 我们认为玉米价格将持续处于高位, 下半年公司玉米业务收入有望改善, 并有望在明年实现较高增长。

研发优势突出, 转基因技术行业领先

短期内, 公司业绩受新冠疫情和外汇波动影响出现较大幅度下滑, 但公司传统种子业务具有较大研发优势, 并大力投入转基因技术研发, 为中长期发展夯实基础。目前公司拥有杭州瑞丰和隆平生物两大转基因研究平台, 持有多项转基因农作物专利。在公司已发布的非公开发行股票预案中, 公司拟投入 2.49 亿元进行农作物转基因性状及品种研发项目建设。我们认为, 在我国转基因玉米正式商业化种植后, 国内玉米市场空间有望大幅上升, 公司为行业龙头, 并具备研发技术优势, 有望占有较高市场份额。

疫情不改中长期向好, 维持买入评级

内修研发, 外延扩张, 种企航母再度启航。我们维持对公司的盈利预测, 我们预计 20-22 年公司 EPS 分别达到 0.25 元、0.41 元以及 0.60 元, 参照可比公司 21 年 67X 的 PE, 考虑到公司稳居全国种业头把交椅, 研发力量雄厚, 技术储备足, 给予公司 21 年 70 倍 PE 估值, 目标价 28.70 元 (前值 30.75 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 品种推广不及预期, 发生自然灾害, 转基因审批不达预期, 新冠疫情风险, 汇率波动风险。

隆平高科(000998 SZ,买入): 疫情拖累短期业绩, 不改长期向好

永辉超市(601933 SH,买入): 收入维持高增, 到家业务表现亮眼

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

2020 年上半年收入、利润高速增长, 维持买入评级

8 月 29 日公司公布半年报, 20H1 实现营收 505.2 亿元, 同增 22.68%; 归母净利 18.54 亿元, 同增 35.4%。其中 Q2 营收同增 12.2%, 归母净利同增 16.6%, Q2 营收与利润增长环比有一定放缓, 主要系疫情影响减弱、居民减少囤货消费所致。但短期疫情防控常态化下生鲜超市仍将受益于餐饮消费需求转移, 我们预计同店 20H2 保持低个位数同比增长。预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.24、0.30、0.36 元, 维持买入评级。

大店维持扩张态势, Mini 店调整升级成效显著

20H1 公司大店新开 31 家, 扩张速度较 19H1 有一定程度放缓, 但我们认为公司充沛的门店储备(已签约未开店 254 家)仍将有力支持 20 全年 130 家大店扩张目标的顺利达成。Mini 店延续调整态势, 但调整幅度有所减小, Q1、Q2 分别新开 7、9 家, 关闭 74、14 家。20H1 公司 Mini 店实现销售 14.5 亿, 同比大幅提升 63.8%, 单店店效(Mini 店营收/期末门店数)同比大幅提升 129.3%, Mini 店调整升级成效十分显著。

20H1 线上销售同增 242.9%, 试水直播积极拥抱新零售

公司继续加大线上业务投入, 建立总部线上运营中心, 统筹线上业务开展。截至 20H1 公司线上会员累计达 3,284 万户, 用户月活达 772 万户; 20H1 线上销售额同比增长 242.9% 至 45.6 亿元, 占营收比例由 19H1 末的 3.4% 进一步提升至 9.7%。其中永辉生活 APP 到家实现销售 22.5 亿元, 同比增长 2 倍。此外, 报告期内公司积极试水直播营销, 在永辉生活、小程序等多平台开展名酒节, 酒节期间公司全渠道累计销售 8800 万元。

经营质量持续提升, 综合毛利率同比增长 0.5pct

20H1 公司同店同比增长 7.4%, 综合毛利率同比增长 0.5pct 至 22.4%。毛利率的提升我们认为主要受益于上半年我国 CPI 维持高位、供应链效率提升。分产品看, 生鲜及加工毛利率同比增长 1.0pct 至 15.0%, 食品用品毛利率同比增长 0.6pct 至 19.2%。我们认为疫情防控常态化背景下 CPI 仍将维持高位, 预计公司 20H2 综合毛利率同比仍有正增长。

云超主业收入快速增长, 维持买入评级

公司云超主业 20H1 收入维持快速增长, 同店增长 7.4% 超出我们此前 2.5% 的预期, 因此我们对其上调, 并考虑了云创并表对收入增厚的影响。我们预计公司营收 2020-2022 年分别为 1025.2、1153.6、1354.7 亿元(前值 972.6、1107.9、1288.1 亿元), 归母净利润分别为 23.2、28.2、34.0 亿元(前值 27.5、34.0、41.2 亿元), 参考可比公司 Wind 一致性预期 41.13x PE, 考虑伴随云超主业夯实、供应链壁垒高筑、数字化转型推进, 公司有望进入快速成长期, 认可给予公司 2020 年 46x PE, 对应目标价 11.23 元(按新股本折算前值为 10.96-11.54 元), 维持买入评级。

风险提示: 经济复苏不及预期; 线上业务发展不及预期; 供应链整合不及预期。

永辉超市(601933 SH,买入): 收入维持高增, 到家业务表现亮眼

山鹰纸业(600567 SH,买入): 疫情冲击需求, 静待盈利修复

分析师: 陈羽锋(025-83387511)(SAC No. S0570513090004)(SFC No. BPX276)

Q2 收入同比增速转正, 利润仍然承压

山鹰纸业发布 2020 年半年报, 2020H1 公司营收同比下滑 12.0%至 98.26 亿元, 归母净利润同比下滑 45.8%至 5.01 亿元, 扣非归母净利润同比下滑 40.7%至 4.78 亿元; 分季度看, Q2 收入同比增速转正, 2020Q1/Q2 单季营收同比分别变动 -26.5%/+0.6%至 38.36/59.91 亿元, 单季归母净利润同比分别下滑 49.7%/42.0%至 2.30/2.71 亿元。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.30、0.42、0.50 元, 维持“买入”评级。

包装纸二季度逐步修复, 包装业务稳健发展

疫情冲击包装纸下游需求, 2020 年上半年公司包装纸业务营收同比下滑 18.3%至 55.8 亿元, 销量同比下降 10.2%至 198.7 万吨, 二季度以来公司包装纸业务已快速修复, Q2 包装纸销量同比回正, Q1/Q2 销量同比增速分别为 -32.5%/+8.8%, 后续随着经济逐步回暖、下游需求回升, 我们预计公司造纸业务有望逐步复苏。此外, 北欧纸业特种纸 20H1 营收同比下滑 4.6%至 1172.86 亿元, 实现净利润 1.56 亿元。包装业务在疫情影响下仍实现稳健发展, 营收达到 20.0 亿元, 同比基本持平, 其中销量同比增长 1.8%至 6.0 亿平米。

吨利收窄+会计准则调整致毛利率同比下降, 经营性现金流走强

20H1 公司综合毛利率同比下降 3.3pct 至 17.1%, 一方面系疫情冲击下游需求、吨利收窄, 另一方面系会计准则调整、原计入销售费用的销售运输费用列报至营业成本所致。2020H1 期间费用率同比下降 1.6pct 至 12.0%, 其中销售费用率同比下降 2.3pct 至 1.5%, 主要系运输费用列报口径调整所致; 管理+研发费用率同比上升 0.3pct 至 7.6%, 主要系收入下滑、但职工工资等支出偏刚性所致; 财务费用率同比上升 0.4pct 至 2.9%, 主要系报告期内利息收入减少、汇兑损失增加所致。现金流方面, 20H1 经营性净现金流同比增长 90.9%至 10.46 亿元, 主要系保理业务现金流入增加所致。

提升原材料自给能力, 加速包装产业互联网发展

为应对外废“零进口”政策, 公司持续布局再生浆产能, 公司预计到 2020 年底有望实现 150 万吨再生浆产能, 巩固原材料成本优势。包装方面, 公司加速推进包装产业互联网平台, 据公司中报, 目前注册用户数量已达到万余家、签约产销达到 39 条、覆盖产能 5.9 亿平米, 后续发展值得期待。

包装纸龙头, 维持“买入”评级

考虑疫情冲击包装纸下游需求, 调整造纸业务销量及毛利率预测值, 预计公司 2020-2022 年归母净利 13.9、19.3、23.0 亿元 (前值 14.8、19.3、23.0 亿元), 对应 EPS 为 0.30、0.42、0.50 元, BPS 为 3.44、3.86、4.36 元。公司 2001 年以来 PB (LF) 均值为 2.00x, 考虑下游需求承压、盈利修复尚需时间, 给予公司 2020 年 1.20x 目标 PB 估值, 对应目标价区间为 4.13 元 (前值 4.15-4.33 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情发展不确定性, 需求超预期下行, 原材料价格大幅波动。

山鹰纸业(600567 SH,买入): 疫情冲击需求, 静待盈利修复

中国交建(601800 SH,增持): Q2 营收向好,BOT 与减值拖累利润

分析师: 方晏荷(0755-22660892)(SAC No. S0570517080007)(SFC No. BPW811)

Q2 营收向好, 运营业务与减值拖累利润, 维持“增持”评级

8 月 28 日公司发布 20 年中报, H1 实现营收 2465 亿元, yoy+2.4%, 归母净利润 51 亿元, yoy-40.5%, 扣非归母净利润 45 亿元, yoy-37.9%。20H1CFO 净流出 406 亿元, 同比多流出 8 亿元。公司 Q2 实现了 9.1%的收入同比增速, 但 H1 高速公路免费、国内外工程受疫情拖累等因素使公司运营业务利润同比下降, 信用减值损失同比增加。我们认为 H2 上述不利因素有望得到部分消除, 公司盈利能力或呈现回升趋势。公司预计于 8 月/10 月分批赎回优先股(8 月批次已完成), 其股息对未来 EPS 的影响也有望减弱。我们预计 20-22 年 EPS1.16/1.34/1.46 元, 维持“增持”评级。

Q2 收入增速环比提升, 盈利能力下降对利润影响大

20H1 公司工程/设计/疏浚/其他收入同比增速 3.1%/3.1%/3.3%/1.9%, Q1/Q2 单季度营收同比增速-6.7%/9.1%, Q2 单季度收入呈现回暖。20H1 公司毛利率/净利率 11.68%/2.62%, 同比下行 0.2/1.19pct, 信用减值损失/投资收益占收入比重同比变动 0.44/-0.73pct, 对净利率影响显著。20H1 工程/设计/疏浚/其他业务净利润同比增速-12.7%/-26.9%/-32.0%/-62.5%, 我们认为公司较高的海外业务收入占比以及较大的运营资产规模, 是公司上半年利润增速弱于其他基建央企的重要原因。随着高速公路恢复收费及国内工程项目结转速度加快, 我们预计公司 H2 利润有望恢复正增长。

经营效率总体稳健, H2 部分利润拖累因素有望缓解

H1 工程/设计/疏浚业务毛利率同比变动-0.25/-2.48/+1.07pct, 其中工程业务毛利率下降主要系疫情下境内外部分项目停工, 防疫费用增加以及境外个别项目确认预计损失所致。20H1 公司销售/管理/财务/研发费用率同比变化-0.01/+0.01/-0.22/+0.09pct, 总体稳健。H1 公司信用减值和投资收益(BOT 运营相关)变动对利润总额的负贡献为 28.55 亿元, 而 H1 利润总额总计同比下降 29.87 亿元, 在剔除两项因素影响后利润总额降幅较小。我们预计上述两项对 H1 利润造成重大影响的科目, 其在下半年对利润的影响或较小, 随着公司营收复苏, 下半年公司基本面有望明显好转。

订单总体稳健, 期待下半年基本面恢复, 维持“增持”评级

H1 公司新签订单 yoy+7.3%, H1 末在手订单 2.26 万亿元, 订单饱满。考虑到上半年公司利润受特定因素影响较大, 且公司收入占比较高的海外业务仍具有一定不确定性, 在扣除其他权益工具股息影响下, 我们调低 20-22 年预测 EPS 为 1.16/1.34/1.46 元(前值 1.25/1.37/1.47 元), 当前可比公司 20 年 Wind 一致预期平均 PE7.34 倍。公司 H1 末公司特许经营权类资产 2361 亿元, 占资产比重 19.2%, 资产绝对量和资产占比均明显领先可比公司, 公司工程业务盈利能力也处于行业前列, 认可给予公司 20 年 8 倍 PE, 对应目标价 9.28 元(前值 8.75-10.00 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 投资类业务现金流出超预期; 疫情对公司业务影响超预期。

中国交建(601800 SH,增持): Q2 营收向好,BOT 与减值拖累利润

中宠股份(002891 SZ,增持): 业绩增长强劲, 国内保持高增

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

2020H1 归母净利 0.46 亿元, yoy+186.31%

2020 年 8 月 30 日, 公司公布 2020 年半年度报告, 20H1 实现营收 9.88 亿元, yoy+25.58%; 实现归母净利润 0.46 亿元, yoy+186.31%。单季度看, 20Q2 公司实现营收 6.16 亿元, yoy+51.42%, 归母净利润 0.38 亿元, yoy+308.57%。我们预计, 2020-22 年公司 EPS 分别为 0.71、1.07 以及 1.34 元, 目标价为 53.50 元, 维持“增持”评级。

海外收入增速稳健, 国内收入维持高增

随着国内和海外疫情消退, 公司顺利复工, 二季度赶工保障订单交付, 叠加主要原材料鸡胸肉价格下行和人民币贬值因素利好, 公司业绩实现较高增长。宠物食品在海外国家已成为刚需, 疫情不影响宠物食品的旺盛需求, 分业务看: 1) 宠物零食: 实现收入 7.72 亿元, yoy+19.51%, 毛利率 23.3%, yoy+4.6pct; 2) 宠物罐头: 实现收入 1.39 亿元, yoy+37.35%, 毛利率 28.1%, yoy-6.6pct; 3) 主粮业务: 国内业务开拓效果良好, 实现收入 4994 万元, 同比大增 87%。分海内外来看, 国外/国内收入分别为 7.52/2.36 亿元, yoy+18.53%/54.90%, 国内收入比例提升为 23.88%, yoy+4.52pct。

全球战略抵御疫情风险, 产能释放保障收入高增

公司全球化战略布局完善, 美国、加拿大、荷兰和新西兰等地共 16 家子公司和 12 间宠物食品加工厂恢复运转, 产品销往全球超过 50 个国家和地区, 疫情期间出口业务订单情况稳定, 未遭受重大影响。年初公司柬埔寨工厂顺利投产, 发挥原材料+人工成本优势, 缓解海外订单压力, 保障公司的生产在疫情期间未受到重大影响。此外, 20 年 8 月, 公司非公开发行股票已获得证监会批文, 公司拟募资 6.15 亿元进行年产 6 万吨宠物干粮项目和年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目的建设, 我们认为, 随着公司产能的进一步释放, 营销及渠道的进一步开拓, 公司收入有望继续保持高增。

新媒体精准营销, 产品不断完善

公司紧跟新媒体营销潮流, 通过小红书、抖音等平台大数据分析针对养宠人士精准营销; 打开电商销售渠道, 与苏宁易购、阿里巴巴和京东达成战略合作, 提升对年轻消费者的影响力。目前公司已形成“Wanpy”中端+“Zeal 真致”高端宠物品牌, 拥有宠物零食、罐头、干粮、用品完备产品线, 已打造涵盖 11 大类、1000 余个小的产品矩阵。

宠物食品市场潜力正在释放, 维持“增持”评级

国内宠物食品市场潜力正在释放, 公司作为国产宠物食品领跑者, 成长性凸显。我们维持对公司的盈利预测, 我们预计 20-22 年公司归母净利润分别达到 1.27、1.91 以及 2.44 亿元, 参照可比公司 2021 年 41 倍左右 PE 估值, 考虑到公司处于宠物食品行业增长快车道且公司成长性较高, 我们给予公司 21 年 50 倍 PE 估值, 对应目标价为 53.50 元 (前值 27.00-28.50 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 海外市场竞争加剧, 原材料价格波动, 汇率波动。

中宠股份(002891 SZ,增持): 业绩增长强劲, 国内保持高增

岱美股份(603730 SH,增持): 疫情冲击大, 不改长期发展轨迹

分析师: 林志轩(021-28972090)(SAC No. S0570519060005)(SFC No. AVU633)

Q2 业绩低于预期, 长期稳健成长值得期待

公司 8 月 28 日发布半年报, 1H20 实现营收 16.7 亿元 (同比-33%), 归母净利润 1.6 亿元 (同比-48%); 扣非归母净利润 1.5 亿元 (同比-44%)。其中 Q2 营收 5.4 亿元 (同比-56%), 归母净利润 400 万元 (同比-97%), 扣非归母净亏损 1840 万元; 公司 Q2 归母净利润低于我们预期 (华泰预期 Q2 实现归母净利润 1 亿元), 主要原因是其海外业务受疫情负面影响明显。随着海外工厂复产, 汽车需求逐步恢复, 公司归母净利润有望逐步改善。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.32/1.73/2.06 元, 维持“增持”评级。

受海外疫情负面影响, Q2 收入大幅下滑

Q2 收入下滑主要原因是海外工厂大部分时间处于停工状态, 下游客户需求大幅下降, 公司海外业务收入受到负面影响。Q2 毛利率为 31%, 同比+2.2pct, 主要是因为顶棚中央器和遮阳板业务毛利率有所改善。Q2 销售费用率 12.2%, 同比+6.2pct, 管理费用率 12.2%, 同比+6.1pct, 研发费用率 7.2%, 同比+3.3pct, 主要因为 Q2 营收下滑较多, 折旧摊销等固定费用拉高期间费用率。

产能逐渐恢复, 归母净利润有望逐季环比改善

根据公司中报, 随着国内工厂于 2 月中旬开始复工复产, 海外工厂于 5 月中旬开始复工复产, 公司生产订单已恢复到较好水平。Motus 整合成效显著, 公司转移产能至墨西哥后整合完毕, 公司毛利率有望改善。公司积极拓展高端客户和日系客户, 2019 年获得日系客户定点。我们认为随着公司克莱斯勒 (FCA US)、福特 (F US) 和日系客户订单逐步放量, 公司收入和归母净利润有望逐季改善。

上调目标价至 43.25 元, 维持“增持”评级

公司以遮阳板业务为核心业务, 并渗透头枕和顶棚控制器等业务, 产品多元化, 助力公司成长。我们认为公司拓展日系客户, 市占率有望进一步提升, 随着公司海外业务整合成功, 盈利能力有望提升。我们预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 5.30/6.94/8.25 亿元 (前值 6.55/7.76/8.82 亿元), EPS 分别为 1.32/1.73/2.06 元 (前值 1.64/1.94/2.20 元), 同行业可比公司 21 年平均估值 30XPE(Wind 一致预期), 考虑到公司业绩弹性略弱于可比公司, 给予公司 21 年 25XPE 估值, 上调目标价至 43.25 元 (前值 34.44~36.08 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 中美贸易摩擦加大, 公司海外拓展不及预期。

岱美股份(603730 SH,增持): 疫情冲击大, 不改长期发展轨迹

索菲亚(002572 SZ,增持): 订单持续向好, 加速布局整装渠道
分析师: 陈羽锋(025-83387511)(SAC No. S0570513090004)(SFC No. BPX276)
Q2 经营显著修复, 营收与归母净利润增速转正

索菲亚发布 2020 年中报, 20H1 公司营收同比下滑 18.7%至 25.55 亿元, 归母净利润同比下滑 12.4%至 3.43 亿元, 扣非归母净利润同比下滑 38.8%至 2.13 亿元。分季度看, 20Q1/Q2 单季营收同比分别下滑 35.6%/8.5%至 7.63/17.91 亿元, Q2 单季归母净利润同比增长 26.5%至 3.59 亿元。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.28、1.48、1.62 元, 维持“增持”评级。

疫情冲击短期影响公司收入增长, 大宗业务出货金额同比快速增长

分品类看, 20H1 衣柜营收同比下滑 18.4%至 20.8 亿元, 橱柜营收同比下滑 18.5%至 2.54 亿元; 此外, 家具家品营收同比下滑 35.8%至 1.2 亿元, 木门营收同比增长 9.9%至 0.89 亿元。分渠道看, 大宗业务收入达到 2.74 亿元, 部分工程项目安装进度延迟导致发出商品未确认收入, 据公司中报, 20H1 大宗出货金额同比增长达到 39.9%, 后期随着项目竣工有望对大宗收入增长形成较强支撑; 零售方面, 公司加强对经销商渠道精细化管理, 20H1 实现收入 22.8 亿元。

销售毛利率同比提升, 订单有望逐步兑现到报表端

受益于产品销售结构变化, 2020H1 公司销售毛利率同比提升 0.8pct 至 37.5%。期间费用率同比提升 3.7pct 至 26.1%, 其中销售费用率同比提升 1.0pct 至 11.9%, 费用绝对额同比减少, 费用率提升主要系收入同比下滑所致; 管理+研发费用率同比上升 2.5pct 至 13.5%, 主要系职工薪酬、折旧费等固定费用率提升所致; 财务费用率同比上升 0.2pct 至 0.6%。2020 年上半年末公司预收账款达到 6.05 亿元, 较 19 年末增长 11%, 据公司中报, 公司线下门店 Q2 接单已恢复正增长、省会城市店面接单同比增长 10%, 考虑订单传导到工厂 2-3 个月周期, 有望对下半年收入形成支撑。

加强渠道精细化管理, 加速整装渠道拓展

经销商渠道管理变革持续推进, 2018 年至 2020 年上半年末新店叠加门店翻新数量超 2000 家, 经销商运营效率提高, 消费者体验持续提升, 后续公司将进一步强化渠道培育与精细化管理, 加快替换不合格经销商、开放区镇空白市场招商。此外, 公司加速推进整装渠道布局, 推出多个风格多个系列专供产品, 深受装企认可, 据公司中报, 2020 年上半年末已签约 300 家整装企业, 公司全年计划签约 500 家。

全渠道发力, 维持“增持”评级

考虑到公司零售订单快速回暖、大宗出货高增长, 上调衣柜业务收入预测, 预计 2020~2022 年归母净利润 11.7、13.5、14.8 亿元 (原值 11.2、12.0、13.1 亿元), 对应 EPS 为 1.28、1.48、1.62 元。参照可比公司 2020 年 22 倍 PE 均值, 给予公司 2020 年 22 倍 PE 估值, 对应目标价 28.16 元 (原值 17.22~18.45 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 疫情发展不确定性, 地产销售大幅下行, 渠道拓展不及预期。

索菲亚(002572 SZ,增持): 订单持续向好, 加速布局整装渠道

中金岭南(000060 SZ,增持): 期待募投项目增厚公司业绩

分析师: 李斌(SAC No. S0570517050001)(SFC No. BPN269)

公司 1H20 归母净利润同比降 21.2%, 维持增持评级

公司发布中报, 1H20 实现营业收入 143.80 亿元, 同比增 54.8%; 归母净利润 3.71 亿元, 同比降 21.2%, 扣非后归母净利润 3.95 亿元, 同比增 8.4%。2Q20 营业收入 83.30 亿元, 同比增 60.9%, 环比增 37.7%; 归母净利润 2.28 亿元, 同比增 8.8%, 环比增 60.3%。我们预计 20-22 年 EPS 为 0.22/0.27/0.33 元 (前值 0.24/0.26/0.27 元), 维持增持评级。

1H20 公司产品产量平稳增长, 盈利能力小幅下滑

1H20, 公司矿山企业生产精矿铅锌金属量 14.51 万吨, 同比增长 1.89%; 其中国内矿山生产 8.93 万吨, 同比增长 2.83%; 公司冶炼企业生产铅锌产品 14.63 万吨, 同比增长 3.93%。因铅锌产品同比跌价, 1H20 公司精矿、冶炼产品营收分别同比降 17.3%、26.9%; 但成本亦有不同程度下降, 使得精矿、冶炼产品毛利率分别降 1.35pct、增 13.95pct 至 23.0%、32.0%。报告期公司主营业务营收下行但整体营收同比增 54.8%, 主要因有色金属贸易业务营收同比增 110.0%, 贸易业务不贡献业绩。整体看, 公司 1H20 盈利能力小幅下滑, 毛利率、净利率分别降 3.1pct、2.5pct 至 6.7%、2.6%。

期间费用率平稳下行, 经营性现金流净额同比大幅增加

1H20, 公司期间费用率下行 2.19pct 至 3.49%, 其中, 销售、管理、研发、财务费用分别同比变动-19.5%、-2.8%、-4.2%、+18.3%。因报告期末经营性应付款项余额增加、存货结存减少、经营活动现金净流入增加, 公司 1H20 经营性现金流净额同比增 134.6%。此外, 因联营企业权益法确认投资收益及期货套保值平仓盈利, 1H20 公司投资收益 0.64 亿元; 因本期交易性权益工具公允价值变动盈亏, 1H20 公司公允价值变动损益-0.63 亿元。

期待募投项目扩大公司产能, 增厚公司业绩

20 年 8 月 14 日, 公司 38 亿元可转债在深交所上市交易。募投资金主要用于: 1) 迈蒙矿年产 200 万吨采选工程项目。项目建设期 3 年, 公司预计年均可生产精矿含锌、铜、银、金等多种金属约 6 万吨, 年均净利润约 4.45 亿元; 2) 丹霞冶炼厂炼锌渣升级改造项目。项目建设期 1.5 年, 项目实施后可对炼锌渣中有价金属回收, 公司预计年均净利润 1.43 亿元; 3) 凡口铅锌矿采掘废石资源化利用技改项目。项目建设期 1 年, 项目实施后, 现有废石堆场废石可加工为工程建设用砂石, 同时回收有价矿石, 公司预计年均净利润 0.17 亿元; 随着前述项目建成, 公司盈利能力有望进一步提升。

下调业绩预期, 维持“增持”评级

疫情影响铅锌产品下游需求, 我们小幅下调公司 20-22 年归母净利润至 7.81/9.74/11.78 亿元 (前值 8.50/9.12/9.49 亿元)。可比公司 20 年 Wind 一致预期平均 PE 为 26.2 倍, 参考近三年公司 PE TTM 平均值为 19.5 倍, 我们给予公司 20 年 22 倍 PE, 预测 20 年 EPS 为 0.22 元, 对应目标价 4.84 元 (前值 4.08-4.32 元), 维持增持评级。

风险提示: 募投项目进展不及预期, 下游需求不及预期。

中金岭南(000060 SZ,增持): 期待募投项目增厚公司业绩

韵达股份(002120 SZ,增持): 市场竞争激烈, 关注和德邦协同
分析师: 沈晓峰(021-28972088)(SAC No. S0570516110001)(SFC No. BCG366)
市场竞争激烈, 关注和德邦战略协同

公司公告 2020 年中报 (08/30): 1H20, 公司实现收入 143.2 亿元, 同比下降 8.0%; 归母净利润为 6.8 亿元, 同比下降 47.5%。考虑市场竞争压力, 我们下调公司 20/21/22 年 EPS 预测至 0.80/0.93/1.06 元; 公司是仅次于中通的龙头企业, 拟入股德邦完善生态布局, 给予 20 年 29X PE, 下调目标价至 23.19 元/股, 维持“增持”评级。

市场竞争加剧, 盈利压力较大

2Q20, 公司件量同比+45.8% (邮政局: 行业同比+36.7%), 件均收入为 2.18 元 (同比-31.8%); 实现收入 86.9 亿元, 同比下降 2.0%; 毛利率为 9.1%, 同比-5.7pct; 四项费用 3.70 亿元 (同比+13.5%), 费用率 4.3% (同比+0.6pct); 归母净利润为 3.5 亿元, 同比-52.4%。二季度, 行业价格战异常激烈, 公司加大了对加盟商的补贴力度, 对总部盈利产生较大拖累。

持续优化单位成本

上半年, 公司分拨中心综合操作能力同比+41%, 高效能运力同比提升 6 个百分点, 车辆装载率提升近 5pct, 分拨人均综合效能提升 6.8%, 错分、错发、错集包率值持续下降。在综合施策下, 上半年公司快递服务单票成本为 2.18 元, 同比下降 23%, 可比口径下, 连续六年呈下降趋势。

拟参股德邦, 战略协同颇具空间

今年 5 月, 公司拟向德邦投资 6.14 亿元 (9.2 元/股*6674 万股), 股权合作为业务合作奠定基础。公司小票快递和德邦大票快递, 韵达快运和德邦快运业务高度互补。我们认为公司和德邦合作的可能方向为: 1) 车辆、油料等物资集采, 2) 干线、分拨和末端降本 (如末端网点合作), 3) 业务深度协同 (如中通快运和快递合场运行, 深度联动)。(资料来源: 公司公告)

下调盈利预测, 维持“增持”评级

考虑市场竞争压力, 我们下调公司 20/21/22 年 EPS 预测至 0.80/0.93/1.06 元 (前值: 0.96/1.10/1.25)。可比公司对应 20 年 Wind 一致预期 PE 中值 28.3X, 韵达是仅次于中通的龙头企业, 拟入股德邦完善生态布局, 给予公司 20 年 29X PE (较行业估值溢价 2%), 下调目标价至 23.19 元/股 (前值: 25.97-29.81 元/股), 维持“增持”评级。

风险提示: 行业增速低于预期、价格战、社保成本冲击。

韵达股份(002120 SZ,增持): 市场竞争激烈, 关注和德邦协同

中航重机(600765 SH,买入): 下游需求旺盛, 航空主业持续发力**分析师: 王宗超(010-63211166)(SAC No. S0570516100002)(SFC No. BPX920)****报告期内订单增加, 营收/利润实现较快增长, 维持“买入”评级**

公司发布 2020 年中报, 实现营业收入 32.63 亿元, 同比增长 12.71%; 归母净利润 1.20 亿元, 同比增长 15.87%。公司持续聚焦锻铸与液压环控两大主业, 整体经营稳健。随着军机上量以及民机的快速增长, 锻铸业务刚需旺盛。预计公司 2020-22 年 EPS 分别为 0.34、0.38 和 0.43 元, 给予目标价 17.34 元/股, 维持“买入”评级。

持续聚焦两大核心业务, 锻铸业务及液压环控稳定成长

2020 年上半年公司订单增加, 整体业绩稳定增长。锻铸类产品实现收入 24.3 亿元, 同比增长 17.68%。其中, 航空业务实现收入 20.46 亿元, 同比增长 18.33%, 占锻铸板块收入比为 84.2%, 国内市场份额稳步增长; 非航空业务实现收入 3.84 亿元, 同比增长 14.29%, 占锻铸板块收入比为 15.80%。公司液压环控类产品实现收入 8.33 亿元, 同比增长 0.34%。其中, 液压业务实现营业收入 3.93 亿元, 同比增长 4.57%, 主要系航空业务本期增长拉动; 热交换器业务实现营业收入 4.4 亿元, 同比下降 3.02%, 主要受疫情影响, 部分国外订单暂缓。

资金充裕, 经营稳健, 未来发展基础牢固

公司上半年资金充裕, 整体经营稳健。期内经营性现金流量金额 0.53 亿元, 同比增长 186.89%, 主要是销售回款增加所致。货币资金高达 28.04 亿元, 同比增长 275.12%, 主要系募集资金和借款到账所致。此外, 公司上半年研发费用 1.06 亿元, 同比增长 7.45%, 主要是产品研发和工艺研发投入增加所致。

航空锻造龙头, 专注主业长期发展可期, 维持“买入”评级

我国未来几年有望迎来军机采购高峰期, 同时民用航空产业也发展迅速。中航重机作为航空锻铸造龙头, 持续聚焦主业、整体经营稳健, 有望充分受益。我们维持盈利预测, 预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 65.30、71.41 和 78.20 亿元, 归母净利润分别为 3.18、3.61 和 4.03 亿元, 对应 EPS 分别为 0.34、0.38 和 0.43 元。根据 Wind 一致预期, 可比公司 2020 年平均估值为 56.93 倍 PE。由于中航高科估值偏高, 因此给予公司可比公司平均估值 10%折价, 即给予公司 2020 年 51 倍 PE 目标估值, 对应目标价 17.34 元(前值 12.24~12.41 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 军费增长低于预期风险、军用产品列装进度不达预期风险、国际转包业务不达预期风险。

中航重机(600765 SH,买入): 下游需求旺盛, 航空主业持续发力

一汽解放(000800 SZ,增持): 2Q20 净利润环比大幅增长

分析师: 林志轩(021-28972090)(SAC No. S0570519060005)(SFC No. AVU633)

2Q20 归母净利润环比增长 978%

一汽解放 8 月 28 日公布半年报, 1H20 公司实现收入 691 亿元, 备考同比+16%, 归母净利润 21.5 亿元, 备考同比+20%。公司业绩略好于我们预期(华泰预期 1H20 归母净利润 20.5 亿元)。2Q20 公司收入 405 亿元, 归母净利润 19.7 亿元, 环比高增长(1Q20 归母净利润 1.8 亿元)。我们认为 2Q20 公司净利润大幅改善主要得益于重卡行业的强劲复苏, 展望 2H20, 我们认为公司经营表现仍将维持强劲。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.70/0.89/1.03 元, 维持“增持”评级。

1H20 重卡需求增长强劲

据中国汽车工业协会数据, 1H20 中国重卡销量同比+24.0%至 81.4 万辆。一汽解放 1H20 重卡销量 23 万辆, 同比+33%, 市占率 28%。我们认为有两个因素促进重卡需求的快速增长: 1) 物流运输需求不断增长, 物流运输相关的重卡需求相比工程建设类的重卡需求更具韧性; 2) 仅符合国三及以下排放标准的柴油车淘汰政策力度加码, 推动用户提前换车。展望 2H20, 我们认为上述两个驱动因素将继续推动重卡需求快速增长。

高端产品驱动盈利改善

从 2019 年 7 月 1 日重卡“国六”阶段排放标准开始实施以来, 公司的新一代产品 J7 系列销量快速增长。J7 系列产品相比公司老一代的 J6 系列而言, 产品售价和毛利率均有较大增长(据公司公告披露, 2019 年 J7 系列销售毛利率 22.7%, J6 系列销售毛利率 15.3%)。总体而言, 我们认为公司有望通过产品技术升级推动盈利能力的改善, 2021-2022 年随着“国六”排放标准在全国逐渐推进, 公司高端产品销量有望进一步提升, 进而驱动公司的净利润增长。

产品和技术升级将持续推动公司利润增长

我们认为中国重卡行业未来有望延续技术与产品升级的趋势, 体现在排放标准提升、发动机排量增加、安全性要求提高等方面。随着“国六”排放标准的实施, 行业进入壁垒进一步提高。展望 2H20-2022 年, 一汽解放作为中国重卡行业的龙头, 我们预计公司将通过产品升级、提升核心零部件自配率和产能利用率提升, 推动公司利润持续增长。

维持“增持”评级

基于一汽解放强劲的经营表现, 我们将其 2020-2022 年的销量假设分别上调 16%/9%/9%, 我们将公司 2020-2022 年的归母净利润假设分别上调 18%/6%/6%至 32.2/41.0/47.5 亿元。可比公司 2021 年 Wind 一致预期的 PE 均值 13.8x (前次 PE 均值为 10.5x), 考虑到公司的龙头地位和较好的业绩增长前景, 我们基于 2021 年 19.1x PE (前次 2020 年 15.5x-16.5x), 给予公司目标价 17.00 元 (前次 11.21-11.94 元)。

风险提示: 重卡需求不及预期; 行业竞争加剧, 导致公司利润率不及预期。

一汽解放(000800 SZ,增持): 2Q20 净利润环比大幅增长

凤凰传媒(601928 SH,买入): 教育产品优势突出, 调优结构

分析师: 朱璐(SAC No. S0570520040004)(SFC No. BPX711)

公司教育产品优势突出, Q2 盈利恢复趋势已现, 维持买入评级

公司 20H1 营收及归母净利分别实现 54.27 亿元/8.35 亿元, 分别同降 12.27%/ 5.89%。考虑疫情冲击影响, 我们下调盈利预测, 预计 20-22 年归母净利为 14.57/15.92/17.43 亿元, EPS 为 0.57/0.63/0.69 元, 参考可比公司 20 年平均 15.02X PE, 给予公司相同 PE, 调整目标价至 8.56 元, 维持买入评级。

主营业务受疫情冲击, Q2 毛利率显著提升

20H1 公司营收及归母净利分别实现 54.27 亿元/8.35 亿元, 同降 12.27%/ 5.89%, 主因疫情影响及部分账期结算延后至下半年完成。分季度看, 20Q1/Q2 分别实现营收 20.90 亿元/33.38 亿元, 分别同降 11.09%/13.00%; 分别实现归母净利润 2.62 亿元/5.73 亿元, 同比 -18.75%/+1.44%。在公司教育类产品毛利率提升带动下, 公司 Q2 整体销售毛利率显著回升, 同比提升 5.27pct 至 42.61%。

主营教育产品优势突出, 扩宽数字渠道, 教材教辅发行稳定增长

截至 20H1, 公司拥有 19 套中小学课标教材, 品种数量和市场占有率居全国第 2 位; 凤凰版教育产品覆盖全国 28 个省(直辖市、自治区), 超过 4000 万学生使用。20H1 公司教材教辅实现发货码洋 27.86 亿元, 同比增长 10.2%。凤凰新华自建平台上线, 电商销售码洋达 5.6 亿元, 同增 28.36%。

专业化水平提升带动结构调优, 一般图书业务实力提升

20H1 公司根据垂直化、专业化、市场化的要求, 调整优化结构, 一般图书的码洋占有率较 2019 年底提升 0.15pct 至 3.16%, 排名第 4; 实体渠道码洋占有率上升 0.1pct 至 4.72%, 位列第 2 名; 网店渠码洋占有率为 3.00%, 上升 0.08pct, 排名第 4 名。同时, 20Q1 公司有多个出版项目入选中华优秀出版奖等多项业内评比, 入选项目数量均位居行业前列。

加速融合出版精品体系建设, 着力重大发展项目

公司大力推进线上教育、数据中心等融合发展项目, 凤凰书苑平台功能不断扩展, 截至 20H1 “听荐”、“电子书”等栏目已有过千种资源上线, 累计用户超 20 万; 凤凰学易 20H1 收入同比增长 53.05%至 1.12 亿元, 净利润同比增加 974 万元至 1,122 万元; 学科网流量大幅提升, ALEXA 国内排名较 2019 年提升 121 名至 213 名; 数据公司续约百度, 新项目有序推进。

教育领域优势稳固, 结构调优, 维持买入评级

公司教育产品优势突出, 结构调优, 20H1 毛利率同升 2.18pct 至 40.95%, 期间费率小幅提升 1.54pct 至 22.71%。考虑疫情冲击影响下, 发行出版量下滑, 我们下调盈利预测, 预计 20-22 年归母净利为 14.57/15.92/17.43 亿元(前值 20-21 年归母净利润 15.42/17.15 亿元), EPS 为 0.57/0.63/0.69 元, 参考可比公司 20 年平均 15.02X PE, 给予公司相同 PE 水平, 调整目标价至 8.56 元(前值为 9.15-10.37 元), 维持买入评级。

风险提示: 地方教育政策变化、新业务拓展不达预期。

[凤凰传媒\(601928 SH,买入\): 教育产品优势突出, 调优结构](#)

春秋航空(601021 SH,买入): 收益水平下滑; 二季度亏损收窄

分析师: 沈晓峰(021-28972088)(SAC No. S0570516110001)(SFC No. BCG366)

二季度归母净亏损环比一季度收窄 20%; 维持“买入”

春秋航空 2020 年上半年营业收入 40.45 亿, 同降 43.4%, 归母净利润-4.09 亿, 去年同期为 8.54 亿, 亏损额比我们此前预期(-4.44 亿)少 8%; 其中二季度营业收入 16.61 亿, 同降 52.7%, 公司国内线供给在疫情中快速恢复, 航空煤油出厂价均价环比一季度下降 55%, 叠加补贴提升, 推动二季度归母净亏损收窄 0.46 亿至-1.81 亿。考虑国际疫情不确定性仍较高, 拖累整体恢复进度, 我们下调 2020E/21E/22E 年净利润至 3.9/14.9/18.9 亿, 更新目标价至 53.22 元。但考虑到国内疫情影响逐步减弱, 暑运旺季需求回暖趋势将持续, 油价低位边际利好成本, 维持“买入”。

二季度国内线供给同比转正, 营收环比大幅下滑

国内疫情逐步得到控制, 公司将运力大幅增投至国内线, 二季度国内线供给同比增长 11.5%。同时二季度国内线客座率由一季度的 72.6% 上升至 75.5%, 领先其余航司。但整个二季度国际线均受到“五个一”政策影响, 春秋二季度国际线供给同降 98.7%, 使得整体供给同降 25.7%, 降幅相比一季度扩大 3.6pct。并且营收恢复迟缓, 环比一季度下滑 30%。不过 7 月公司国内线运力同比高速增长 37%, 并且迎来暑运旺季需求持续回升, 我们预计三季度营收将有明显反弹。

二季度客公里收益或大幅下滑, 油价下降减轻成本压力

二季度公司营收环比下降, 或主要受收益水平拖累。在一季度客公里收益同增 6.4% 的情况下, 上半年公司整体客公里收益仍同降 9.0%, 二季度公司客公里收益或同比大幅下滑超过 20%。我们认为这或由于公司大量新开航线, 并且二季度油价下跌, 减轻成本压力, 公司有空间调整定价策略, 从而帮助需求回暖。成本方面, 2020 年上半年公司营业成本 46.68 亿, 同降 24.3%, 虽然折旧、人工等固定或半可变成本压力较大, 但公司强调成本管控, 上半年单位座公里成本同降 0.4%, 其中二季度同降 15.5%。

下调盈利预测, 调整目标价至 53.22 元, 维持“买入”评级

考虑国际疫情不确定性仍较高, 拖累整体恢复进度, 下调 2020E/21E/22E 年净利润预测值 47%/40%/38%至 3.9/14.9/18.9 亿。目前国内疫情好转, 暑运民航出行需求复苏持续, 同时二季度公司经营现金回正, 流入 0.3 亿, 已度过现金流难关; 春秋航空作为国内低成本航空龙头, 在疫情下净利润更具韧性, 长期看好公司抗周期性扰动的能力, 参考公司上市至今估值倍数(均值为 3.2x PB), 给予 3.2x 2020PB(前值 2.8x-3.0x, 预测 2020 年 BPS 为 16.63 元), 调整目标价至 53.22 元人民币(前值 47.60-51.00 元)。维持“买入”评级。

风险提示: 油价大幅上涨, 人民币大幅贬值, 高铁提速, 经济增速放缓, 疫情影响程度超预期, 补贴下滑超预期。

春秋航空(601021 SH,买入): 收益水平下滑; 二季度亏损收窄

中国铁建(601186 SH,买入): Q2 经营回暖, 看好 H2 利润弹性

分析师: 方晏荷(0755-22660892)(SAC No. S0570517080007)(SFC No. BPW811)

20H1 经营回暖, 盈利能力持续增强, 维持“买入”评级

公司 8 月 28 日发布 2020 半年报, 20H1 实现营收 3708 亿元, yoy+5.06%, 实现归母净利润 93.2 亿元, yoy+0.35%, 扣非净利润 yoy+0.70%。20H1 公司 CFO 净流出 481 亿元, 同比多流出 156 亿元。Q2 公司新签订单/收入/利润同比增幅均较高, 体现了疫情后较强的基本面恢复能力。H1 公司盈利能力相对稳定, 少数股东权益增长较快或与去年完成的债转股等因素相关。我们预计下半年铁路、轨交等基建领域有望保持高景气, 公司 H2 营收及利润有望继续保持较高增速, 预计 20-22 年 EPS1.54/1.71/1.86 元, 维持“买入”评级。

Q2 收入利润增长较快, H2 收入结转或保持较快速度

公司 Q1/Q2 单季度收入同比增速-7.6%/+15.2%, 归母净利同比增速-23.6%/+17.6%, 疫情过后收入/利润端回暖明显。H1 施工/设计/地产/制造收入同比增速+7.0%/+0.8%/-9.7%/-18%, 利润总额同比增速+19.1%/-2.6%/-7.4%/-20.4%, 施工利润增速明显快于收入, 我们判断可能与施工业务控费效果较好有关。上半年公司 CFO 净流出同比扩大, 我们判断可能主要与收现比下降相关, 而上半年公司投资支出控制较好, CFI 净流出量与去年同期接近。我们认为 Q2 国内基建仍受到气候较大影响, H2 基建投资景气若走高, 公司收入结转有望保持较快速度。

控费效果显著助净利率同比提升, H2 盈利能力或保持上行趋势

20H1 公司毛利率 9.1%, 同比-0.69pct, 其中施工/设计/地产/制造/毛利率分别变化-0.61/-2.05/-5.41/+0.9pct, 主要业务毛利率的下行及收入结构变化是综合毛利率下行主因。H1 公司销售/管理/研发/财务费用率同比变化-0.02/-0.33/-0.17/-0.12pct, 控费效果明显, 对冲了毛利率下行压力, H1 净利率 2.9%, 同比升 0.02pct。H1 公司少数股东损益同比增 52%, 或主要受去年完成的子公司债转股等因素影响。我们认为上半年疫情对公司毛利率的影响符合行业规律, 下半年公司毛利率有望边际回暖, 费用率有望持续优化, H2 公司盈利能力有望保持上升趋势。

订单保持较高增长, H2 利润提速可期, 维持“买入”评级

20H1 公司新签订单同比增速 21.9%, 其中境内订单同比增速 23.8%, 施工/设计订单增速 25%/86%, 施工订单中铁路/公路/城轨/房建/市政同比增速 25%/-8%/8%/43%/50%, Q1/Q2 单季订单同比增长 14%/27%, 订单增速位居可比公司前列。我们认为公司订单饱满, 下半年盈利能力有望延续升势, 维持公司 20-22 年 EPS 为 1.54/1.71/1.86 元, 当前可比公司 20 年 Wind 一致预期为 PE6.7 倍, 公司受益逆周期调节程度在可比公司中较高, Q2 基本面恢复情况在可比公司中也处于较好水平, 认可给予 20 年 8 倍 PE, 对应目标价 12.32 元 (前值 10.78-12.32 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 基建投资增速不及预期; 毛利率修复幅度不及预期。

中国铁建(601186 SH,买入): Q2 经营回暖, 看好 H2 利润弹性

广州酒家(603043 SH,增持): 期待月饼旺季表现

分析师: 沈晓峰(021-28972088)(SAC No. S0570516110001)(SFC No. BCG366)

1H 受疫情影响业绩承压, 下半年月饼业务有望提升盈利

1H 收入 9.70 亿元/yoy1.93%, 归母净利 1139 万元/yoy-82.28%。Q1 收入 yoy0.14%, Q2yoy4.21%; Q1 归母净利 1221 万元, Q2 亏损 8182 万元。据半年报, 梅州基地 1 期正在有序推进, 我们预期有望在 2H20 投产, 为速冻产品提供增长支撑; 湘潭基地 1 期已正式投入使用, 为今年月饼供应提供保障, 2 期建设方案正处规划中, 我们预计有望在 21 年投产。19 年月饼市场整体承压, 今年中秋节与国庆节重叠, 时间较晚、促销窗口期拉长, 可能有利于提振月饼消费。伴随产能释放, 后续有望走出广东、辐射全国。预计 20-22 年 EPS0.96/1.31/1.54 元, 维持增持评级。

速冻业务受益疫情高速增长

1H 食品业务收入 7.85 亿元/yoy31.72%, 1H 疫情冲击实体门店, 公司单独设立连锁公司重新梳理线下利口福食品连锁店, 经整合后门店超 160 家。具体拆分来看, 速冻收入 4.27 亿元/yoy64.41%, 疫情大幅提振产品需求, 我们预计下半年伴随产能拓展仍有望维持较快增长。月饼系列收入 0.19 亿元/yoy-43.93%, 1H 为月饼淡季, 中秋节较去年同期推迟; 疫情冲击下月饼市场份额有望向龙头集中, 今年中秋节与国庆节重叠, 促销窗口期拉长, 或有利于提振月饼消费。其他产品营收 3.40 亿元/yoy12.22%。1H 餐饮收入 1.69 亿元/yoy-49.83%, 受疫情影响较大, 2H 有望逐步好转。

省外业务持续扩展

按区域划分, 广东省内收入 8.20 亿元/yoy-0.59%, 境内广东省外收入 1.16 亿元/yoy27.34%, 境外 0.18 亿元/yoy5.27%。按渠道拆分, 1H 直销收入 3.19 亿元/yoy-25.47%, 经销 5.63 亿元/yoy38.00%。广东省内经销商数量净增 26 家至 478 家, 境内广东省外经销商净减少 22 家至 179 家, 境外经销商数量净增 3 家至 18 家。

猪价抬升拖累毛利率

1H 毛利率 42.98%/yoy-4.80pct, 猪肉等原材料价格攀升拖累盈利能力。销售费用率 27.05%/yoy-0.52pct, 主要系疫情期间加强了费用管控以及受益于疫情优惠政策; 管理费用率 12.34%/yoy0.70pct, 主要系新生产基地及新餐饮店的人工成本、租金及折旧摊销费用增加; 研发费用率 2.34%/yoy0.06pct, 主要系加大研发投入; 财务费用率 -0.97%/yoy0.21pct。

伴随产能释放, 有望走出广东, 维持增持评级

维持原盈利预测, 预计 20-22 年 EPS0.96/1.31/1.54 元, 预计 21 年食品净利润 4.51 亿, A 股可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE50 倍, 公司食品业务仍有较强的区域性, 给予 21 年 40 倍 PE; 餐饮净利润 0.8 亿, 港股可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE42 倍, 因正餐品类可复制性低/扩张慢, 给予 21 年 25 倍 PE; 目标总市值 200.16 亿, 目标价 49.54 元(前次为 40.02-41.13 元), 维持增持。

风险提示: 疫情大幅拖累业绩、产能建设/市场拓展不顺、原材料价格上涨。

广州酒家(603043 SH,增持): 期待月饼旺季表现

葛洲坝(600068 SH,买入): Q2 收入订单同比转增, 期待 H2 发力

分析师: 方晏荷(0755-22660892)(SAC No. S0570517080007)(SFC No. BPW811)

Q2 收入同比增长 1%, 期待下半年赶工

公司 20H1 实现营业收入 434.8 亿元, 同比-12.7%; 实现归母净利润 11.6 亿元, 同比-45.4%; 扣非归母净利润 11.5 亿元, 同比-45.1%, 系建筑施工和公路运营业务受疫情影响较大。公司 Q1/Q2 分别实现收入 150/285 亿元, 同比-31.0%/+1.4%; 实现归母净利润 4.1/7.5 亿元, 同比-41.8%/-47.2%, 系 Q2 投资收益减少且计提减值损失较多。公司 20H1 受疫情影响较大但逐渐恢复, 环保业务仍大幅亏损但有望迎转机, 调整公司 20-22 年 EPS 至 1.16/1.38/1.52 元 (调整前 1.34/1.49/1.66 元), 维持“买入”评级。

建筑施工主业快速恢复, 环保水泥收入同比降幅较大

公司 20H1 工程建设业务实现收入 260 亿元, 同比-9%, 好于公司总体收入降幅, 显示疫情后施工主业快速恢复。公司内部专业化改造效应显现, 20H1 工程施工净利润 9.4 亿元, 净利率 3.6%, 在疫情影响下同比仅小幅下降 0.5pct。工业制造收入 114 亿元, 同比-24%, 其中以环保为主业的绿园公司实现收入 50 亿元, 同比-26%, 继续计提其他应收款坏账准备 2.8 亿元, 导致上半年净亏损 3.1 亿元; 水泥公司收入 35.7 亿元, 同比-28.5%, 实现净利 5.1 亿元, 同比-35.3%, 系主要市场受疫情和洪涝影响较大。投资运营收入 54 亿元, 同比-13%, 系公路运营和地产销售受疫情影响较大。

毛利率同比小幅提升, 经营现金流短期承压

公司 20H1 综合毛利率 15.8%, 同比提升 0.3pct, 盈利能力稳健。期间费用率 10.2%, 同比上升 1.0pct, 主要是管理/研发费用率同比分别提升 0.7/1.0pct, 而销售和财务费用率分别同比下降 0.4/0.3pct。公司 20H1 经营现金净流出 10.6 亿元, 而去年同期净流入 17.4 亿元, 系地产销售及高速公路收费受疫情影响同比减少; 其中 Q2 净流入 23 亿元, 去年同期净流入 28 亿元, 随着主业恢复, 我们预计下半年有望进一步改善。截至 20H1 末, 公司带息债务余额 708 亿元, 资产负债率为 71.3%, 分别较年初减少 31 亿元、下降 0.4pct, 公司持续推进压降负债工作, 夯实资产质量。

继续看好下半年赶工和政策加码, 维持“买入”评级

公司 20H1 新签订单 1465 亿元, 同比+4.4%, 完成全年目标的 56%; 其中 Q2 新签 945 亿元, 同比+28.8%。公司 Q2 营业收入和新签订单均实现同比增长, 疫情影响基本消除, 且中央支持湖北省经济社会发展一揽子政策落地, 公司工程主业、水泥民爆业务有望受益投资回补。基于上半年经营增速和资产减值, 我们调整公司 20-22 年归母净利润至 53.5/63.4/70.0 亿元 (调整前 61.5/68.7/76.3 亿元)。当前可比基建工程公司对应 20 年 Wind 一致预期平均 7xPE, 我们认可给予公司 20 年 7xPE, 对应目标价 8.12 元 (前值 8.04-9.38 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情后投资回补或赶工不及预期, 环保业务继续大幅亏损。

葛洲坝(600068 SH,买入): Q2 收入订单同比转增, 期待 H2 发力

桐昆股份(601233 SH,增持): 聚酯延续下行, 关注行业景气拐点
分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)
中报归母净利润同比降 27.2%, 二季度收入改善

桐昆股份于 8 月 28 日披露 2020 年中报, 上半年实现营收 213.4 亿元, 同比降 13.4%, 实现归母净利润 10.1 亿元, 同比降 27.2%, 对应基本 EPS 为 0.55 元, 稀释 EPS 为 0.50 元。其中 Q2 单季度实现营收 136.5 亿元, 同比增 5.4%, 实现归母净利 5.83 亿元, 同比降 32.9%。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.43/1.85/2.28 元, 维持“增持”评级。

纺织需求低迷拖累聚酯, 浙石化投产带来投资收益支撑业绩

据公司公告, 上半年受疫情影响, 纺织品内外需不佳拖累聚酯景气。依靠产能扩张, 公司实现涤纶长丝 (POY/FDY/DTY 合计) 产量 315 万吨, 同比增 19.1%, 销量 302 万吨, 同比增 5.9%, 销售均价 5357 元/吨, 同比降 30.4%, 营收 161.7 亿元, 同比降 26.3%, 毛利率 6.7%, 较去年同期降 5.2pct。但伴随 2019 年 12 月浙石化 (公司参股 20%) 投产, 20H1 公司实现投资收益 8.51 亿元, 同比大增 27 倍, 支撑公司整体业绩。报告期内受营收基数下降影响, 公司销售/管理/财务/研发费用率分别同比提升 0.1/0.2/0.2/0.3pct 至 0.3%/1.4%/1.0%/2.1%。

行业景气处于历史底部区域, 旺季需求或助力聚酯价格反弹

据中纤网, 8 月 28 日华东地区涤纶长丝 POY/FDY/DTY (均为 150D) 报价分别为 5150/5600/6525 元/吨, 较 6 月 30 日回落 3.3%/2.2%/3.3%, POY-PTA&MEG 价差在 836 元/吨, 自 6 月 30 日收窄 22%, 但较 7 月中旬回升。目前价差为 2016 年 4 月以来最低水平, 且处于历史底部区域。我们认为伴随 9 月开始的国内、外秋冬需求旺季启动, 叠加龙头企业协同, 聚酯价格有望反弹。

逆境扩张, 推动业务链一体化与多基地布局

据公司中报, 尽管行业景气低迷, 但作为行业龙头, 公司仍在持续拓展产业规模, 在建项目中, 恒超 50 万吨/年涤纶长丝项目已投入 9.0 亿元, 占预算总额 50.3%。洋口港 500 万吨/年 PTA、240 万吨/年聚酯一体化项目处于全面开工阶段。恒翔 15 万吨/年表面活性剂、20 万吨/年纺织专用助剂开工建设, 进一步完善公司一体化布局。

维持“增持”评级

我们维持公司 2020 年 EPS 1.43 元的预测, 考虑浙石化盈利能力及后续经济复苏后公司主业盈利能力的改善, 我们上调 2021-2022 年来自浙石化的投资收益贡献, 上调 2021-2022 年 EPS 至 1.85/2.28 元 (前值 1.77/2.14 元), 基于可比公司 2020 年平均 13 倍 PE 的估值水平, 给予公司 2020 年 13 倍 PE, 对应目标价 18.59 元 (前值 12.87-14.30 元), 维持“增持”评级。

下游需求不达预期风险, 原油价格大幅波动风险。
桐昆股份(601233 SH,增持): 聚酯延续下行, 关注行业景气拐点

恒逸石化(000703 SZ,增持): Q2 延续增长, 聚酯景气有望底部回升

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

2020H1 归母净利同比增 49%, 维持“增持”评级

恒逸石化于 8 月 28 日发布 2020 年半年报, 公司实现营收 394.1 亿元, 同比降 5.6%, 实现归母净利润 19.0 亿元, 同比增 49.0%, 对应 EPS 为 0.51 元。其中 2020Q2 实现营收 205.4 亿元, 同比降 1%, 实现归母净利润 10.9 亿元, 同比增 27.8%。同时公司公告拟以不超过 15 元/股价格回购 5-10 亿元公司股份, 回购时间不超过 12 个月。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.14/1.69/2.04 元, 维持“增持”评级。

文莱项目全面投产及涤纶短纤景气提升带动业绩增长

公司文莱 PMB 炼化项目于 2019 年 11 月全面投产, 2020H1 继续贡献业绩增量, 恒逸文莱实现营收 114.9 亿元, 净利润 5.6 亿元。2020H1 公司聚酯销量同比增 7.9%至 247 万吨, 营收同比降 25.4%至 133.1 亿元, 公司具备 80 万吨涤纶短纤产能, 由于疫情影响致使下游消毒湿巾需求较好, 2020H1 华东涤纶短纤价差同比扩大 6%至 0.15 万元/吨, 致使聚酯业务毛利率同比提升 6.4pct 至 12.7%。PTA 业务实现营收 57.3 亿元, 同比降 31.4%, 毛利率同比降 0.3pct 至 9.2%, 对应子公司浙江逸盛净利 4.1 亿元, 同比降 43%。

旺季需求或助力 PTA-聚酯产业链反弹, 石化景气逐步复苏

据百川资讯, 8 月 28 日华东地区涤纶长丝 POY/PTA/PX 报价分别为 5100/3515/4480 元/吨, 较 6 月底以来变动分别为-0.4%/-1.8%/0.7%, 价格处于底部整固阶段, 我们认为后续旺季需求或助力 PTA-聚酯产业链反弹。石化景气逐步复苏, 8 月 28 日 92#汽油(新加坡 FOB)/柴油(新加坡 FOB) 报价分别较 6 月底上涨 12%/3%至 48.66/49.52 美元/桶。

项目持续落地, 产业链优势进一步强化

据公司公告, 公司拟分别投资 33.5/25.7 亿元建设 56.6/50.0 万吨新型功能性纤维项目, 项目建设期均为 2 年, 公司预计投产后年均营收 104.5 亿元, 年均利润总额 16.2 亿元。文莱 PMB 项目(二期)(1400 万吨/年原油加工能力)计划投资 120 亿美元, 公司预计于 2022 年建成投产。另一方面, 公司于 2019 年 9 月公告参股子公司逸盛新材料(占股 50%)拟建设 600 万吨 PTA 项目, 项目总投资 67.31 亿元。上述项目投产后, 有望进一步强化公司产业链优势。

维持“增持”评级

考虑到文莱 PMB 二期项目盈利能力及后续经济复苏后公司主业盈利能力的改善, 我们上调公司 2020-2022 年净利润预测至 42/62/75 亿元(前值 42/50/59 亿元), 对应 EPS 为 1.14/1.69/2.04 元(前值按新股本折算后 1.14/1.36/1.61 元), 结合可比公司估值水平(2020 年 Wind 一致预期平均 13 倍 PE), 给予公司 2020 年 12 倍 PE, 对应目标价为 13.68 元(前值按新股本折算后 10.21-11.35 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 下游需求不达预期风险、原油价格大幅波动风险。

恒逸石化(000703 SZ,增持): Q2 延续增长, 聚酯景气有望底部回升

中航资本(600705 SH,增持): 经营保持稳健, 产融结合逐步拓展**分析师: 沈娟(0755-23952763)(SAC No. S0570514040002)(SFC No. BPN843)****产融结合持续拓展, 协同效应逐步显现**

公司 20H1 营业总收入 86 亿元, YoY+1.2%, 其中营业收入 49 亿元, YoY+0.6%, 系受益于资本市场回暖, 租赁与证券业务上行; 归母净利润同比小幅上涨 2.5%至 15 亿元。公司整体经营稳健, EPS 为 0.17 元, 加权 ROE4.92% (未年化), 同比小幅下降 0.31pct, 产融结合持续深化, 协同效应逐步显现。我们维持前期盈利预测, 预计 2020-22 年 EPS 分别为 0.36/0.41/0.49 元, 维持增持评级。

信托经营业绩有所承压, 证券业务表现亮眼

20H1 由于疫情冲击导致经济承压叠加信托行业整体监管趋严, 中航信托业绩表现有所承压, 营业总收入 16.8 亿元, YoY-1.8%。净利润 8.1 亿元, YoY-20.6%。但公司优质资产、净资本规模等核心指标稳居信托行业前列, 我们认为公司有望依托集团优势, 积极培育财富客户经营能力、业务主动管理能力, 同时拓展创新产品设计, 推动综合竞争力的稳步提高。上半年政策红利及市场回暖带动券商业绩上行。中航证券营业总收入 9.1 亿元, YoY+19.7%; 净利润 2.4 亿元, YoY+26.3%。

租赁竞争力不断提升, 风险管控能力增强实现稳健经营

中航租赁 20H1 净利润 9.6 亿元, YoY+10.3%。租赁业务以金融资本助力国防科技工业等实体产业, 为产业集团提供紧密的综合金融服务。中航租赁有效利用多层次资本市场工具提高融资能力, 并持续强化资产处置能力、业务拓展能力及深度产融协同服务能力, 推动市场竞争力不断提升, 租赁业务规模持续扩大。同时公司采取浮动利率报价收取租金以适当对冲负债的利率风险, 实现相对稳健经营。

产融结合+多元布局深化, “投资+保荐”模式助力成长

公司积极落实“产业投资+综合金融”发展战略, 通过新兴产业投资和航空产业投资布局新兴领域, 构建协同效应, 有望形成差异化优势。今年 6 月, 航空产业投资公司投资的合肥江航飞机装备公司(未上市)科创板 IPO 申请已获准, 并由中航证券参与保荐, “投资+保荐”模式逐步推进。未来公司将继续发挥综合金融工具对航空工业及实体产业的支持, 加大对航空工业的研究, 在航空产业链投资、军工企业混改、上市和科研院所改制等方面积极探索, 拓宽业务边界, 获取业务增量。

产融协同效应不断显现, 维持“增持”评级

公司拥有较为齐全的金融牌照, 产融结合持续深化, 协同效应逐步显现。我们维持前期盈利预测, 预计公司 2020-22 年 EPS0.36/0.41/0.49 元, 对应 PE 为 14.14x、12.41x、10.39x。可比上市金控 2020 平均 PE 估值(Wind 一致预期)为 12.61x, 考虑到公司牌照的完整性和军工资源的潜在市场, 给予一定的估值溢价, 给予 2020 年 PE 预期 15x, 对应目标价 5.40 元(前值为 4.32-5.04 元), 维持增持评级。

风险提示: 信托转型不及预期、产融结合进程不及预期、资产减值风险。

中航资本(600705 SH,增持): 经营保持稳健, 产融结合逐步拓展

上海机场(600009 SH,增持): 二季度非航业务低迷, 录得亏损

分析师: 沈晓峰(021-28972088)(SAC No. S0570516110001)(SFC No. BCG366)

二季度流量依然低迷, 拖累非航业务; 等待国际线恢复, 维持“增持”

上海机场 2020 年上半年营业收入 24.70 亿, 同降 54.7%, 归母净利润-3.86 亿, 去年同期为 27.00 亿, 归母净利润低于我们此前 0.3 亿的预期, 主要由于公司二季度免税收入仅为 0.9 亿; 其中二季度营业收入 8.34 亿, 同降 68.9%, 归母净亏损 4.66 亿, 一季度为净利润 0.81 亿。国际疫情对公司国际线及其非航业务产生拖累, 我们下调 2020E/21E/22E 净利润至 15.3/31.7/53.2 亿。但我们仍然看好公司长期高国际线比例的变现能力, 新冠疫情对公司长期价值拖累有限, 更新目标价至 86.95 元, 维持“增持”。

国际线拖累吞吐量恢复, 二季度环比继续下滑

由于完整二季度均受到新冠疫情影响, 并且上海机场国际线比例较高, “五个一”政策对公司流量影响更大, 公司二季度飞机起降架次和旅客吞吐量分别环比一季度下滑 9.5%和 48.8%, 同比降幅扩大至-48.6%和-78.7%。分区域看, 二季度国际线吞吐量仅完成 10.1 万人次, 同降 98.8%, 国际疫情依然较为不确定, 我们预计公司国际线吞吐量缓慢复苏。伴随国内疫情逐步得到控制, 国内线二季度吞吐量达到 399 万人次, 与一季度 402 万人次基本持平, 并且近期反弹趋势明显, 7 月同比降幅已缩窄至-15.1% (二季度同比下降 58.4%), 我们预计国内线将成为近期流量恢复主要驱动力。

非航业务低迷, 二季度营收环比下滑 49%

二季度公司营收仅 8.34 亿, 环比一季度下滑 49%, 主要由于《免税店项目经营权转让合同》二季度仅暂估营收 0.9 亿, 而一季度暂估 6.6 亿, 使得上半年商业餐饮收入仅为 10.1 亿, 同降 63.5%, 全年此项业务实际确认收入额或需等待公司与免税商谈判结果。另外航空性收入方面, 由于流量下滑以及部分收费减免, 公司上半年航空性收入同降 58.5%。

营业成本刚性提升, 投资收益同样遭受冲击

由于浦东机场三期扩建工程于 2019 年 9 月投产, 公司 2020 年上半年营业成本刚性提升, 达到 31.72 亿, 同增 33.3%, 其中摊销成本同增 2.89 亿, 运营维护成本同增 3.97 亿。同时公司投资收益同样受到疫情影响, 德高和油料公司净利润分别仅 1.92 亿和 0.52 亿, 拉低投资收益至 1.86 亿, 同降 66.2%, 但自贸基金三期贡献投资收益 0.91 亿, 或成为今后增量。

调整目标价至 86.95 元, 维持“增持”评级

由于国际疫情仍存在不确定性, 并将对非航业务产生拖累, 我们下调 2020E/21E/22E 归母净利润预测值 17%/46%/21%至人民币 15.3/31.7/53.2 亿; 长期看, 考虑公司地理位置得天独厚, 国际线占比国内领先, 依然看好高国际线比例的变现能力, 疫情对于公司价值拖累有限, 基于自由现金流折现法, 给予目标价区间 86.95 元(WACC 为 8.8%, 前值 9.0%, 目标价前值 77.81-85.10 元); 维持“增持”评级。

风险提示: 经济增速放缓、免税销售不及预期、新冠疫情持续时间和影响超预期、高峰时刻增长不达预期。

上海机场(600009 SH,增持): 二季度非航业务低迷, 录得亏损

上海环境(601200 SH,买入): 建造收入高增, 产能加速落地可期

分析师: 王玮嘉(021-28972079)(SAC No. S0570517050002)(SFC No. BEB090)

1H20 建造合同收入大幅增长, 维持“买入”评级

1H20 公司实现营收/归母净利润 19.1/3.3 亿元, 同比+45%/+12%; 2Q20 实现营收/归母净利润 10.2/1.9 亿元, 同比+50%/+21%, 上半年收入保持高速增长主要系建造合同收入大幅增加, 同时固废项目运营毛利率有所下滑, 叠加收入结构变化共同拉低公司整体毛利率同比下滑 8pct。我们调整 2020-2022 年归母净利润预测为 6.50/8.90/12.94 亿元, 对应 EPS 为 0.67/0.92/1.34 元, 给予 2020 年 24x 目标 P/E, 给予目标价 16.10 元, 维持“买入”评级。

上半年建造合同收入大幅增加, 驱动总营收同比+45%

1H20 公司营收同比增长 45%, 毛利率同比-8pct, 分板块看, 1) 固废处理: 截至 1H20 垃圾焚烧已投运产能 2.33 万吨/日 (含老港委托运营 0.9 万吨), 1H20 入厂垃圾 339 万吨/yoy+5%, 上网电量 10 亿度/yoy+8%, 吨上网电量同比+3%, 运营效率持续提升; 垃圾填埋/中转量 22/42 万吨, 上海施行垃圾分类导致同比均有所下降, 合计实现收入 9.6 亿元/yoy+8%, 毛利率 41.1%/yoy-1.1pct; 2) 污水处理: 营收 19 亿元/yoy+8%, 提标改造水价提升驱动毛利率同比+4.8pct 至 65.7%; 3) 承包及设计规划: 建造合同收入大幅增加带来营收同比+205%至 5.5 亿元, 毛利率同比-3.4pct 至 15.2%。

绿色债有望年底落地, 垃圾焚烧运营商有望率先受益

截至 1H20 公司垃圾焚烧在手产能 3.88 万吨/日, 已投运产能 2.33 万吨/日 (含老港委托运营 0.9 万吨), 根据公司中报公告的项目建设进度, 我们预计 20-22 年垃圾焚烧有望新增投运产能 0.7/0.8/0.1 万吨/日。截至 1H20, 公司应收账款同比增长 52%至 14 亿元, 主要系可再生能源电价补贴欠款增加所致。据上海证券报 8 月 11 日报道, 用于解决新能源补贴拖欠的首期 1400 多亿元债券的发行工作有望在今年年底前完成, 将由两大电网企业发行债券。我们认为包括垃圾焚烧在内的运营商有望率先受益, 现金流改善叠加损失计提缩减, 盈利能力有望提升。

危废项目及土壤修复业务取得新进展, 维持“买入”评级

公司立足生活垃圾和市政污水, 并积极拓展危废医废/土壤修复/市政污泥/固废资源化业务, 1H20 新增松江区危废项目 (一期规模 2 万吨/年)、新增土壤修复合同金额 1.16 亿元。考虑到公司上半年建造合同收入大幅增长, 或将拉低整体毛利率, 我们调整 2020-2022 年归母净利润预测为 6.50/8.90/12.94 亿元 (前值 6.95/8.91/12.85 亿元), 对应 EPS 为 0.67/0.92/1.34 元, 参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期 PE 均值 22x, 考虑到公司作为上海固废龙头, 在手项目优质, 给予 2020 年 24x 目标 PE, 目标价 16.10 元 (前值 12.93-15.22 元), 维持“买入”。

风险提示: 垃圾发电电价下调风险、项目进度不达预期、项目运营风险。

上海环境(601200 SH,买入): 建造收入高增, 产能加速落地可期

上港集团(600018 SH,买入): 疫情影响吞吐量, 下半年有望回升

分析师: 林珊(021-28972209)(SAC No. S0570520080001)(SFC No. BIR018)

受疫情影响, 公司中报归母净利润同比下滑 12.2%

上港集团发布 2020 年中报业绩: 1) 营业收入同比下降 30.0%至 120.4 亿元; 2) 归母净利润同比下降 12.2%至 38.4 亿元; 3) 扣非归母净利润同比下降 16.0%至 34.7 亿元。业绩下滑主因新冠疫情影响, 公司港口吞吐量下降。上半年公司实现投资收益 22.9 亿元, 同比下降 5.0%, 占比公司归母净利润的 60%。我们小幅下调公司 2020/2021/2022 年归母净利润预测 4.9%/3.2%/4.0% (EPS 0.36/0.40/0.42 元)。基于 14.4x 2020E PE, 对应目标价 5.18 元, 维持“买入”评级。

港口业务受疫情影响直接, 吞吐量同比下滑

今年上半年, 公司完成集装箱和散杂货吞吐量 2,006 万标准箱和 3,473 万吨, 同比下滑 6.8%和 43.8%。根据交通运输部数据, 同期全国港口(沿海+内河)累计完成货物吞吐量同比增长 0.6%、集装箱吞吐量同比下降 5.4%。虽然公司上半年吞吐量同比下滑, 但集装箱吞吐量继续位居世界第一。上半年公司集装箱板块实现营业收入 64.2 亿元, 同比下降 5.2%; 毛利润 33.4 亿元, 同比下降 6.7%; 毛利率 52.0%, 和上年同期基本持平。散杂货板块实现营业收入 6.5 亿元, 同比下降 26.1%; 毛利润 1.2 亿元, 同比增长 6.1%; 毛利率 18.6%, 较上年同期大幅提升 5.6 个百分点。

积极布局金融和航运领域, 实现多元化产业发展

上半年, 公司实现投资收益 22.9 亿元, 贡献公司归母净利润的 60%。其中, 截至 2020 年 6 月底, 公司持有邮储银行 4.13%股权、上海银行 8.32%股权和东方海外 9.9%股权, 上半年确认投资收益分别为 12.6 亿/9.3 亿/5,745 万元。

疫情逐步控制, 全球经济逐步恢复, 下半年货量环比有望改善

自第二季度起, 公司港口业务量较一季度已明显回升。第二季度, 公司实现归母净利润 21.7 亿元, 环比增长 30.3%。根据公司公告, 7 月公司集装箱吞吐量首次突破 390 万标准箱, 达到单月 390.3 万标准箱, 创上海港开港以来历史新高。

作为全球最大集装箱港, 看好公司中长期发展, 维持“买入”评级

中长期看, 上海港受益于上海自贸区和自贸港的建设, 对标香港、新加坡等国际一流港口, 港口物流等产业链延伸服务有望助力公司长期发展。我们小幅下调 2020/2021/2022 年归母净利润预测至 83.1 亿/93.8 亿/97.6 亿元。基于 14.4x 2020E PE (公司历史三年 PE 均值, 2020E EPS 0.36 元), 对应目标价 5.18 元 (前值为 5.60-5.70 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 全球疫情持续时间超预期; 2) 货量增长低于预期; 3) 政治风险; 4) 自然灾害。

上港集团(600018 SH,买入): 疫情影响吞吐量, 下半年有望回升

白云机场(600004 SH,增持): 国际线拖累, 二季度亏损小幅扩大

分析师: 沈晓峰(021-28972088)(SAC No. S0570516110001)(SFC No. BCG366)

归母净利润小幅低于预期, 国内线快速修复; 维持“增持”

白云机场 2020 年上半年营业收入 23.54 亿, 同降 39.0%, 归母净利润-1.68 亿, 去年同期为 4.28 亿, 归母净利润低于我们此前-1.1 亿的预期; 其中二季度营业收入 10.39 亿, 同降 46.5%, 归母净亏损 1.05 亿, 一季度为净亏损 0.63 亿。国际疫情对公司国际线及其非航业务产生拖累, 我们下调 2020E/21E/22E 归母净利润至-0.6/4.3/9.2 亿。但我们仍然看好公司大湾区门户枢纽地位, 盈利能力将持续提升, 新冠疫情对公司长期价值拖累有限, 更新目标价至 17.12 元, 维持“增持”评级。

二季度流量环比下滑 14%, 国内线环比回升

由于整个二季度均受到新冠疫情影响, 并且“五个一”政策限制国际线流量, 公司二季度飞机起降架次和旅客吞吐量分别环比一季度下滑 1.2%和 13.8%, 同比降幅为-39.3%和-58.7%。分区域看, 二季度国际线吞吐量仅完成 9.5 万人次, 同降 97.8%, 国际疫情依然较为不确定, 我们预计公司国际线吞吐量缓慢复苏。但国内疫情逐步得到控制, 国内线二季度吞吐量达到 714 万人次, 相比一季度提升 12.6%, 同降 44.8%, 并且近期反弹趋势明显, 7 月同比降幅已缩窄至-13.1%, 我们预计国内线将成为近期流量恢复主要动力。

二季度营收环比下滑 21%, 非航业务保持一定韧性

二季度公司营收仅 10.39 亿, 环比一季度下滑 21%, 降幅高于流量降幅, 或由于大幅下滑的国际线流量收费标准更高, 且拖累免税等非航业务。2020 年上半年, 公司新增对广州新免应收账款 2.16 亿, 或仍暂按保底租金记账, 并且广告业务收入同增 0.3 亿, 非航业务存在一定韧性。

营业成本较为刚性, 拉低盈利

机场折旧、人工等固定或半可变成成本压力较大, 虽然二季度公司营收环比下滑, 但仍录得营业成本 12.2 亿, 环比一季度仅下降 2%, 使得公司毛利率下降至-17.6%。不过据 7 月 17 日公告, 母公司将减免白云机场 2020 年 0.46 亿土地租金, 或将部分缓解公司今年成本压力; 同时公司公告在定增募资 32 亿完成后, 将 2021-23 年分红比例提高至 40%, 保障投资者利益。

下调盈利预测, 调整目标价至 17.12 元, 维持“增持”评级

由于国际疫情仍存在不确定性, 并将对非航业务产生拖累, 我们将 2020E 预测从归母净利润 2.4 亿下调至归母净亏损 0.6 亿, 并下调 21E/22E 归母净利润预测值 68%/47%至人民币 4.3/9.2 亿; 但白云机场作为国际枢纽, 长期航线结构将逐步优化, 提升国际线比例, 推动非航业务发展, 公司盈利能力将持续改善。等待疫情解除, 疫情对于公司价值拖累有限, 基于自由现金流折现法 (WACC 为 10.4%, 前值 11.0%), 给予目标价 17.12 元 (前值 16.46-17.00); 维持“增持”评级。

风险提示: 经济增速放缓、免税销售不及预期、新冠疫情持续时间和影响超预期、高峰时刻增长不达预期。

白云机场(600004 SH,增持): 国际线拖累, 二季度亏损小幅扩大

中微公司(688012 SH,增持): 需求旺盛, 定增募资具有战略意义

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

下半年销售及订单增长有望进一步加快, 半导体设备横向延展空间广阔

8 月 28 日公司发布中报: 2020H1 收入 9.78 亿元/yoy+22%, 归母净利润 1.19 亿元/yoy+292%, 设备销售增长、政府补助增加是利润同比提升主因。我们认为, 疫情期间公司仍实现稳健增长, 在半导体产业链国产化需求提升趋势下, H2 销售、订单、份额有望进一步提升, 产业景气度或将持续 5 年以上。同时, 本次定增不仅将强化刻蚀设备产能及研发, 也为与刻蚀具有一定技术同源性的薄膜、检测等关键半导体设备横向延展打下坚实基础, 扩大成长空间。预计 2020~22 年 EPS 为 0.47、0.63、0.84 元, 增持评级。

高强度研发持续推进, 紧密契合国内外主流晶圆厂的前沿工艺需求

2020H1 公司研发投入 2.07 亿元 (含资本化), 收入占比达 21%。公司紧密配合客户需求推进前沿研发: 1) CCP 设备: 逻辑芯片领域开发包括更先进大马士革在内的刻蚀工艺、能够涵盖 5 nm 以下刻蚀需求和更多不同关键应用的设备, 3D NAND 领域开发新一代能够涵盖 128 层关键刻蚀应用及对应极高深宽比的设备; 2) ICP 设备: 研发满足 7nm 以下逻辑芯片、1X nm DRAM 和 128 层以上 3D NAND 等刻蚀需求的设备及高产设备。

内资晶圆厂崛起是公司加快发展良机, 长江存储新一轮招标份额有望提升

2020 年以来, 中芯国际 (688981 CH, 无评级)、长江存储 (非上市) 等为代表的本土晶圆厂扩产及设备招标持续推进, 国产设备迎来更充沛的验证试用、技术合作、进口替代机会。据我们对中国国际招标网梳理, 长江存储刻蚀机招标中微累计份额达 16%, 其中 2017~18、2019、2020M1-8 中微份额分别达 15%、14%、19%, 呈上升态势 (CCP 领域份额比上述数据更高); 继 1 月份中标 9 台后, 8 月 28 日中微拟新中标 9 台刻蚀机, 随着长存一期扩产、二期开工持续释放设备需求, 中微份额有望进一步提升。

本次定增对公司挑战世界领先水平、建立全球竞争力具有重要战略意义

据 8 月 28 日定增预案, 本次向特定对象发行股票总金额不超过 100 亿元, 募资将用于中微产业化基地建设项目、中微临港总部和研发中心项目、科技储备资金。我们认为, 本次定增有望扩充公司现有产能, 在产业链自主可控和需求旺盛环境下把握机遇做大做强; 同时通过建设产业化基地及研发中心将有望助力产品线扩张, 进一步强化公司技术优势并丰富产品结构。

需求旺盛、份额提升, 定增有望多维加快公司崛起, 维持“增持”评级

我们维持盈利预测, 预计 2020~22 年收入为 25.9/40.0/44.4 亿元, 归母净利润为 2.5/3.4/4.5 亿元, PE 399/298/223 倍, PS 39/29/23 倍。科创板半导体设备公司 20 年 PE、PS 均值为 142、39 倍 (Wind 一致预测), 我们认为板块估值水平较高的内在原因是半导体设备庞大的国产化空间和本土企业长期成长潜力, 中微作为国内最为领先的半导体设备公司之一, 其突出的技术及研发实力、海内外市场地位在本土稀缺度很高, 虽然存在较高估值溢价, 但作为中国高端装备的“核心资产”, 投资价值仍值得重点关注。

风险提示: 半导体周期性波动; 国内芯片技术突破、产业投资不及预期; 公司技术突破慢于预期; 海外疫情加剧; 知识产权争议和海外技术封锁。

中微公司(688012 SH,增持): 需求旺盛, 定增募资具有战略意义

绿色动力(601330 SH,买入): Q2 业绩强劲增长, 产能持续扩张

分析师: 施静(010-56793967)(SAC No. S0570520040003)(SFC No. BMO306)

2Q20 业绩强劲增长, 看好未来发展潜力

1H20 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 10.1/2.5/2.4 亿元, 同比+27.1%/+14.5%/+22.3%, 对应 2Q20 实现营收/归母净利润 5.8/1.5 亿元, 同比+30.1%/+26.7%, 随新项目集中投产 2Q 增速强劲。公司目前产能进入高速放量期, 据公司公告及我们统计, 20 年底垃圾处理累计产能有望达 2.68 万吨/日, 同比增长 37%, 对应 2H20 投放产能 1100 吨/日。因 1H20 信用减值损失提升, 我们略下调 2020-22 年 EPS 为 0.44/0.58/0.73 元, 参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期 PE 均值 22x, 给予公司 2020 年目标 PE 28x, 对应目标价 12.32 元/股, 维持“买入”评级。

新产能投运带动收入增长, 优质项目提振综合毛利率

1H20 公司实现收入 10.1 亿元, 同比+27.1%, 收入快速增长主要受运营产能大幅增长驱动。截至 1H20, 公司垃圾焚烧运营项目发电项目达 26 个, 运营项目垃圾处理能力达 25,710 吨/日 (同比+38.2%), 装机容量 508MW (同比+39.8%)。1H20 累计垃圾进厂量/发电量为 397.9 万吨/13.9 亿度, 同比增长+17.0%/+31.5%。同时, 新运营项目红安、惠州二期、海宁扩建等项目毛利率高于平均水平, 以及大修支出同比减少, 带动 1H20 毛利率同比提升 3.3pct 至 56.9%。因在建项目规模较大, 公司资产负债率同比略提升 1.4pct 至 75.8%, 负债率压力犹存。

在建项目进展顺利, 定增提供资金支持

根据公司公告, 截至 6 月 30 日, 公司垃圾焚烧发电在建项目 4 个, 筹建项目 16 个, 在建产能 3,000 吨/日, 其中永嘉二期/平阳二期/石首项目分别已完成施工总量的 40%/40%/30%, 金沙项目、惠州二期项目二阶段已正式开工。新项目获取方面, 1H20 新增 3 个垃圾发电项目, 合计产能 4,700 吨/日, 充裕项目储备助推公司中长期业绩增长。同时, 公司定增方案于 19 年 10 月启动, 于 20 年 3 月收到证监会反馈并更新定增方案, 公司计划于 2H20 稳步推进定增相关工作, 募集资金将用于投资在建项目及偿还银行贷款, 平衡资金压力, 并为公司快速发展提供资金支持。

绿色债有望落地利好运营商, 维持“买入”评级

据新华社 8 月 11 日报道, 用于解决新能源补贴拖欠的首期 1400 多亿元债券的发行工作有望在今年年底前完成, 我们认为包括垃圾焚烧在内的运营商有望率先受益, 现金流有望改善。考虑到 1H20 公司信用减值损失同比+75.6%至 0.32 亿元, 我们略下调盈利预测, 预计公司 20-22 年有望实现归母净利润 5.1/6.8/8.5 亿元 (前值 5.4/6.9/8.5 亿元), 参考可比公司 20 年 wind 一致预期 PE 均值 22x, 考虑到公司预期产能投运量大, 垃圾处理费与电价相对稳定, 项目储备充足, 可适当给予估值溢价, 我们给予 2020 年目标 PE 28x, 目标价 12.32 元 (前值 11.04-11.96 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 项目进度不达预期; 电价补贴风险。

绿色动力(601330 SH,买入): Q2 业绩强劲增长, 产能持续扩张

太阳纸业(002078 SZ,增持): 产能稳步投放, H2 盈利有望持续修复

分析师: 陈羽锋(025-83387511)(SAC No. S0570513090004)(SFC No. BPX276)

疫情冲击短期影响利润表现, 涨价持续落地、H2 经营修复可期

太阳纸业发布 2020 年中报, 2020 年上半年公司营收同比下滑 3.2%至 104.28 亿元, 归母净利润同比增长 5.6%至 9.36 亿元, 扣非归母净利润同比增长 1.4%至 8.75 亿元。分季度看, 受 Q2 纸价下行影响、公司收入利润同比有所下滑, 2020Q1/Q2 单季营收同比分别变动+1.9%/-8.4%至 55.52/48.76 亿元, 单季归母净利润同比分别变动 41.0%/-20.9%至 5.36/4.00 亿元。6 月以来文化纸景气回升, 涨价函持续落地, 利好公司盈利修复, 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.83、1.00、1.13 元, 维持“增持”评级。

疫情影响短期需求, 浆纸营收同比小幅下滑

2020 年上半年公司浆纸业务营收同比下滑 3.4%至 99.7 亿元, 其中非涂布文化纸/铜版纸/牛皮箱板纸营收同比分别变动+7.8%/-2.9%/+15.8%至 37.9/14.7/16.6 亿元, 毛利率同比分别变动+12.0/+14.5/-5.3pct 至 33.5%/34.6%/8.7%; 溶解浆/化机浆营收同比分别变动-28.3%/+16.1%至 13.1/8.9 亿元, 毛利率同比分别变动-21.0/+1.4pct 至 0.7%/24.8%; 淋膜原纸/生活用纸营收同比分别下滑 7.3%/6.2%至 3.9/3.7 亿元, 毛利率同比分别提升 10.0/12.3pct 至 29.2%/22.7%。

销售毛利率同比提升 4.0pct, 现金流维持稳定

20H1 公司销售毛利率同比提升 4.0pct 至 23.7%, 其中 Q1/Q2 毛利率分别为 24.6%/22.7%, Q2 毛利率环比下滑主要系疫情之后产业链库存升高、下游需求放缓, 纸价下跌带来吨利收窄所致。20H1 期间费用率同比提升 2.4pct 至 12.6%, 其中销售费用率同比提升 1.2pct 主要系运输费用增加所致, 管理+研发费用率同比提升 1.3pct 至 5.1%, 财务费用率同比基本持平。现金流方面, 经营性净现金流同比下滑 1.95%至 21.7 亿元, 维持稳定。

原材料与产品结构持续调整升级, 产能稳步投放夯实发展基础

公司根据市场情况及时调整原材料结构与产品结构, 疫情期间将市场需求低迷的溶解浆部分改产本色木浆, 用作为箱板纸产品原料, 增强盈利稳定性。全力推进在建项目, 公司预计老挝两条分别年产 40 万吨高端包装纸产线有望于 2020 年底和 2021 年初进入试生产阶段, 本部 45 万吨特色文化用纸项目拟于 2020 年 12 月份进入试生产阶段, 北海一期纸、浆项目均将在 2021 年下半年至 2022 年上半年陆续投产, 夯实长期成长基础。

文化纸龙头, 维持“增持”评级

考虑到溶解浆市场低迷, 下调溶解浆收入及毛利率, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 21.38、25.97、29.28 亿元(原值 24.2、29.0、32.5 亿元), 对应 EPS 为 0.83、1.00、1.13 元。参考可比公司 2020 年 15 倍 PE 均值, 考虑到公司更优的资产质量, 给予公司 2020 年 20 倍 PE, 对应目标价 16.60 元(前值 10.28~11.22 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 疫情发展不确定性, 原材料价格波动, 需求不及预期。

太阳纸业(002078 SZ,增持): 产能稳步投放, H2 盈利有望持续修复

侨银环保(002973 SZ,买入): 1H 归母净利高增,收入结构持续优化

分析师: 王玮嘉(021-28972079)(SAC No. S0570517050002)(SFC No. BEB090)

1H20 归母净利润同比+206%, 维持“买入”评级

公司 8 月 28 日晚发布中报,1H20 实现营收/归母净利润 14.5/1.9 亿元,同比+46%/+206%,归母净利润增速接近业绩预告上限(180%~210%),主要系环卫运营项目数量持续增加、精细化管理成效日益凸显、疫情期间国家出台相关优惠政策所致;2Q20 实现营收/归母净利润 7.8/1.0 亿元,同比+51%/+227%。疫情加速环卫运营订单释放,环卫市场持续扩张,公司作为领先的人居环境综合提升服务商,未来有望强者恒强。我们上调 2020-2022 年归母净利润预测为 3.6/3.6/4.8 亿元,给予公司 2020 年 38x 目标 PE,对应目标价 33.03 元,维持“买入”评级。

1H20 收入结构持续优化,在手合同充沛将有力保障未来业绩

1H20 公司实现收入 14.5 亿元/yoy+46%,毛利率 28.3%/yoy+9.7pct,其中,受益于环卫运营项目数量持续增加、公司不断强化项目精细化管理,叠加疫情期间国家出台相关优惠政策,城乡环卫保洁收入同比+47%至 14.0 亿元,毛利率同比+10.6pct 至 28.4%;1H20 期间费用率同比+3.2pct 至 11.5%,主要系职工薪酬、业务招待费增加导致管理费用率同比+3.6pct。公司立足广东,辐射全国,1H20 华南地区收入占比同比下降 4.9pct 至 50.4%,收入结构持续优化。截至 1H20,公司在手合同总金额达 279.7 亿元,为 2019 年营收的 12.7 倍,将有力保障未来业绩表现。

疫情加速环卫运营订单释放,环卫市场持续扩张,未来有望强者恒强

疫情暴露出城市管理中的卫生死角,加速环卫订单释放,据 E20 统计,1H20 国内环卫服务新增合同总额 973 亿元,新增年化金额超 282 亿元(同比+11.2%)创新高。受政府购买新规影响,1H20 环卫订单平均服务年限下滑至 3.5 年(2019 年: 4.5 年);行业新进者众,CR10 由 2019 年的 21%下滑至 13%(E20 统计),但 5000 万元/年以上的优质项目仍以传统环卫服务公司及装备公司为主。公司深耕环卫二十年,服务范围覆盖全国 18 个省,运营管理项目三百余个,是领先的人居环境综合提升服务商,未来有望凭借品牌、规模和信息化优势,巩固并扩大市场份额,实现强者恒强。

公司运营管理效益持续提升,维持“买入”评级

考虑到公司运营管理效益持续性提升,精细化管理驱动业绩再创新高,且疫情期间税收优惠政策将延续至年底,我们上调 2020-2022 年归母净利润预测为 3.6/3.6/4.8 亿元(前值 3.2/3.4/4.5 亿元),对应 EPS 为 0.87/0.88/1.18 元(前值 0.78/0.83/1.10 元),参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期 PE 均值 27x,考虑到公司成长前景可期(预计 2020-2022 年归母净利润 CAGR 达 54%,可比公司均值为 26%),运营属性突出,可享受一定估值溢价,我们给予 2020 年 38x 目标 PE,目标价 33.03 元(前值 31.33-32.90 元),维持“买入”评级。

风险提示: 环卫市场化进度不及预期;项目竞争加剧影响盈利前景。

侨银环保(002973 SZ,买入): 1H 归母净利高增,收入结构持续优化

招商轮船(601872 SH,买入): 原油市场博弈驱动盈利大幅上涨

分析师: 林珊(021-28972209)(SAC No. S0570520080001)(SFC No. BIR018)

受益运费上涨, 公司中报归母净利润同比大幅提升 378.9%

招商轮船发布 2020 年中报业绩: 1) 营业收入同比上涨 28.0%至 96.8 亿元; 2) 归母净利润实现 30.47 亿元, 同比增长 378.9%; 3) 扣非归母净利润 30.46 亿元, 同比上涨 590.3%。业绩大幅上涨主因国际油轮市场运费大幅上涨驱动。今年 3-4 月, 受 OPEC+石油价格战影响, 原油价格大幅下跌, 原油价格升水驱动套利和囤油需求, VLCC 船舶运费大幅上涨。我们维持对公司运费的基准假设和盈利预测(2020/2021/2022 年 EPS 0.75/0.50/0.60 元), 基于 1.9x 2020E PB, 对应目标价 9.39 元, 维持“买入”评级。

上半年油轮运输实现营业利润 30.2 亿元

今年上半年, 公司油轮运输业务实现营业收入 58.8 亿元, 同比上涨 95.6%; 营业利润 30.2 亿元, 同比大幅上涨 829.5%。利润大幅增长主因 VLCC 船舶运费上涨驱动。根据波罗的海交易所数据, 1-6 月 VLCC 中东至中国航线日均运费为 81,480 美金/天, 同比上涨 300.2%。截至 6 月底, 公司共计拥有 VLCC 船舶 51 艘, VLCC 船队规模排名世界第一。

完成对中外运航运旗下干散船舶收购, 上半年散杂船业务录得亏损

受新冠疫情和全球干散运输市场运费低迷影响, 上半年公司散杂船运输业务亏损 6,689 万元(上年同期盈利 1.7 亿元)。公司已完成对中外运航运下属干散船舶收购, 自 2020 年起实现并表。截至 6 月底, 公司共计拥有干散船舶 112 艘, 其中 VLOC 船舶 31 艘, 为全球最大的 VLOC 船东。公司 VLOC 船舶均锁定长期租约, 收益稳定。

滚装船业务受疫情影响, 上半年录得亏损; LNG 业务锁定长期收益

上半年公司滚装船运输业务亏损 873.4 万元, 主因疫情影响(上年同期盈利 1,641 万元)。截至 6 月底, 公司共计拥有滚装船 23 艘, 船队规模居国内领先。另一方面, 公司通过旗下合营公司共计拥有 LNG 船舶 21 艘, 均锁定长期租约, 收益稳定。

关注油运四季度旺季行情, 维持“买入”评级

油运运费受原油市场博弈和淡旺季需求影响, 运费波动剧烈。截至 8 月 27 日, VLCC 中东至中国航线即期运费为 13,729 美金/天, 较 3-4 月景气高点已大幅回调。国际原油市场超预期的事件性因素和原油价格变化都有望驱动运费新一轮上涨。我们维持 2020/2021/2022 年的盈利预测(基于 VLCC 运费 60,000/45,000/50,000 美金/天的假设)。我们基于 1.9x 2020E PB(公司历史三年 PB 均值 1.4x 加 2 个标准差, 2020E BPS 4.94 元; 前值采用均值 1.4x 加 2.5 个标准差, 标准差小幅下调主因油运板块景气度较前期高点有所回调), 对应目标价 9.39 元(前值为 9.88-10.06 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 运费低于预期; 2) 需求低于预期; 3) 地缘政治风险; 4) 自然灾害。

招商轮船(601872 SH,买入): 原油市场博弈驱动盈利大幅上涨

贵阳银行(601997 SH,增持): PPOP 增速领先, 资产质量改善

分析师: 沈娟(0755-23952763)(SAC No. S0570514040002)(SFC No. BPN843)

PPOP 增速领先, 资产质量改善

公司于 8 月 28 日发布 2020 年中报, 1-6 月归母净利润、营业收入、PPOP 分别同比+6.7%、+18.7%、+25.6%, 增速较 1-3 月-8.8pct、+1.2pct、+1.4pct。公司拨备前利润增速抢眼, 资产质量明显改善。我们预测 2020-2022 年 EPS 为 1.93/2.12/2.42 元, 目标价 9.88 元, 维持“增持”评级。

业务回归本地, 息差逆势上行

1-6 月年化 ROE、ROA 分别同比-1.20pct、持平至 16.12%、1.04%。6 月末总资产、贷款、存款同比增速分别为+4.3%、+10.8%、+0.4%, 较 3 月末-3.0pct、-3.5pct、-3.6pct。贵阳市贷款占比同比+1.3pct 至 42.8%, 营收占比同比+11.3pct 至 49.2%, 聚焦本地在客户基础、资产质量等方面更显优势。1-6 月净息差为 2.44%, 较 1-3 月+5bp。1-6 月生息资产收益率、计息负债成本率分别为 5.08%、2.73%, 较 19 年全年+5bp、+7bp。贷款收益率较 19 年+5bp, 零售贷款收益率提升 49bp (19 年收益率曾大幅下行); 而存款成本较 19 年+33bp, 主要由于定期率和定期存款成本均上行。

资产质量改善, 拨备计提提升

6 月末不良率、拨备覆盖率分别为 1.59%、286%, 较 3 月末-3bp、+7pct, 资产质量较一季度有所好转。隐性风险指标也均有改善, 关注率较 19 年末下降 2bp 至 2.74%。逾期 90 天以上贷款/不良贷款为 96%, 较 19 年末-10pct。Q2 年化不良生成率 2.27%, 较 Q1 上升 10bp。Q2 单季年化信用成本为 2.61%, 较 Q1 下降 40bp。1-6 月信用减值损失同比+41.9%, 上半年拨备计提力度加大。其中非标资产计提了较多拨备, 债权投资、信用承诺的信用减值损失均同比明显提升。

理财转型领先同业, 本地投行业务强劲

1-6 月中间收入增长稳健, 同比+8.9%, 增速较 1-3 月-48.7pct。其中代理业务、投行业务手续费收入分别同比+72.3%、+30.3%, 公司深耕贵阳本地大中型客户, 债权融资计划挂牌金额居区域市场首位。6 月末非保本理财余额 799 亿元, 较 19 年末+3.4%, 其中净值型产品规模较 19 年末+17.2%, 规模占全行理财产品的 91.7%, 净值化转型领先同业。期末资本充足率、核心一级资本充足率分别为 13.31%、9.32%, 较 3 月末-0.38pct、-0.27pct。

目标价 9.88 元, 维持“增持”评级

鉴于公司主动加大拨备计提力度, 我们预测 2020-22 年 EPS 为 1.93/2.12/2.42 元 (前次 2.06/2.39/2.77 元), 2020 年 BVPS12.20 元, 对应 PB0.68 倍, 可比公司 2020 年 PB 为 1.01 倍, 公司保持了较高成长性, 净利润同比增速高于大部分可比同业, 且资产质量改善, 估值折价应较当前有一定缩小空间, 我们给予 2020 年目标 PB0.81 倍, 目标价由 9.24-9.86 元上调至 9.88 元。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

贵阳银行(601997 SH,增持): PPOP 增速领先, 资产质量改善

铁龙物流(600125 SH,买入): 中报低于预期, 等待特箱量价恢复
分析师: 林霞颖(0755-82492284)(SAC No. S0570518090003)(SFC No. BIX840)
上半年业绩低于预期, 特种箱业务受到疫情拖累

上半年, 铁龙物流实现营业收入 87.9 亿元 (同比+13.1%)、归母净利润 2.59 亿元 (同比-2.5%); 二季度归母净利润达到 1.18 亿元 (同比-16.6%), 弱于一季度表现 (归母净利润同比+13.7%)。1H20 归母净利润低于我们预期 16.5% (报告 7/23)。中报业绩下滑的原因是: 受疫情影响, 特种集装箱业务量与毛利率同比下降。我们调整 2020-2022 年 EPS 至 0.35/0.40/0.44 元, 调整目标价至 6.59 元。我们长期看好铁路多式联运赛道, 短期疫情影响不改变长期增长空间, 维持“买入”评级。

沙鲮线货运量及临港物流业务实现逆势增长

上半年, 沙鲮铁路因承接“公转铁”回流及增量货源, 其到发量同比增长 23.1% (同期全国铁路货运量同比+1.8%), 使公司铁路货运及临港物流业务的收入 (占收入 14.5%) 和毛利 (占总毛利 55.1%) 同比增长 9.7% 和 15.7%, 毛利率提高 0.99pp 至 19.1%。上半年, 委托加工贸易业务销售钢材量同比减少 0.61%, 收入 (占收入的 76.3%) 同比增长 21.7%; 但毛利润 (占总毛利的 13.2%) 同比降低 47.2%, 毛利率同比降低 1.13pp 至 0.87%, 主要因为执行 2020 年新收入准则, 运杂费由销售费用改到营业成本列示, 若考虑此因素, 我们认为同比口径下的毛利基本持平。

特种集装箱业务的发送量与毛利率有所下降

上半年, 受疫情因素影响运输需求放缓, 公司特种集装箱业务的收入 (占收入 7.6%) 和毛利 (占总毛利 25.3%) 同比下降 17.2% 和 31.4%, 毛利率下滑 3.44pp 至 16.6%。上半年, 公司特种集装箱发送量 (同比减少 11.5%) 与国铁集装箱发送总量 (同比增加 32.3%) 的表现存在差异, 这可能因为货种情况不同。干散货箱型占的公司特种集装箱总保有量的 72%、占总发运量的 88% (2019 年), 其主要货种为煤炭、硫磺、磷肥、水泥、熟料等。我们认为, 2 月至 5 月高速公路免费通行与低油价环境使公路运输的付现成本大幅降低, 对铁路构成竞争压力, 部分大宗商品货源分流至公路。

等待干散货需求回暖, 促进特箱量价恢复

我们长期看好铁路多式联运赛道, 公司特种集装箱业务正处于扩张期, 短期疫情影响不改变其长期增长潜力。因上半年特种集装箱业务量与毛利率同比下滑, 我们下调 2020\2021\2022 年的归母净利预测至 4.53\5.26\5.77 亿元 (前次 4.89\5.37\5.98 亿元)。因铁路行业估值中枢上移, 我们基于 19x 2020PE (较前次 16-17x 2020PE 提升约 11.8-18.8% (可比公司 2019\2020E\2021E PE 均值为 18.7\26.8\17.3x, 较前次 16.8\19.3\15.9x 已提高 11.4\39.1\8.7%)), 调整目标价至 6.59 元 (前次为 5.99-6.37 元)。维持“买入”评级。

风险提示: 特种箱发展不及预期, 疫情影响超预期, 铁路改革进展缓慢。

铁龙物流(600125 SH,买入): 中报低于预期, 等待特箱量价恢复

广汇汽车(600297 SH,买入): Q2 业绩超预期, 拐点逐渐显现

分析师: 林志轩(021-28972090)(SAC No. S0570519060005)(SFC No. AVU633)

Q2 业绩超预期, 销量和归母净利润有望逐季改善

公司 8 月 28 日发布半年报, 1H20 实现营收 661 亿元 (同比-18%), 归母净利润 5 亿元 (同比-67%); 扣非归母净利润 4.8 亿元 (同比-65%)。其中 Q2 营收 405 亿元 (同比-7%), 归母净利润 9 亿元 (同比+27%), 扣非归母净利润 8.7 亿元 (同比+74%); 公司 Q2 归母净利润高于我们预期 (华泰预期 Q2 实现归母净利润 7.80 亿元), 主要原因是毛利率改善、加强销售费用管控及所得税费用减少。随着汽车需求逐步恢复, 公司业绩有望逐步改善。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.26/0.37/0.42 元, 维持“买入”评级。

大力发展非车险业务, 毛利率有所改善

Q2 公司销售新车 18 万台, 同比-20%, 主因同期国五去库存导致基数较高。Q2 毛利率 9.8%, 主因高毛利的代理业务占比提升。Q2 销售费用率 3%, 同比-0.2pct, 主因减少了促销费用; 管理费用率 1.4%, 同比+0.1pct; 财务费用率 1.9%, 同比+0.2pct, 主因汇兑损失增加。Q2 所得税费用为 1.7 亿元, 同比-53%, 主因公司加大了税务筹划力度。

新车销售毛利率下降, 佣金代理业务增速快

Q2 整车销售收入同比-8%, 因为车型结构改善, 收入增速快于销量增速, 毛利率 2%, 同比-1.5pct, 公司加大了终端折扣; 维修收入同比-3%, 毛利率 41%, 同比+3.5pct, 公司增加了维修保养创新服务; 佣金代理收入同比+28%, 毛利率 84.4%, 同比+6.6pct, 主因公司开展了双保无忧等创新业务; 融资租赁收入同比-10%, 毛利率 54.9%, 同比-7.9pct, 因为整体资金环境趋紧, 资金成本提升, 融资租赁业务规模和毛利率下降。

拐点有望来临, 后市场业务推动长期成长

我们认为今年下半年行业销量有望逐季环比改善, 2021 年行业销量有望正增长, 公司的销量和归母净利润迎来拐点; 1H20, 公司关闭了 26 家盈利性较差的网点, 逐步布局成二手车交易中心和豪华车、日系品牌网点, 品牌结构有望进一步改善; 随着汽车保有量的提升以及车龄增加, 中国汽车后市场有望获得长期稳定成长, 公司维修等后市场业务有望占比提升, 盈利周期性有望减弱; 二手车增值税改革有望推动国内二手车行业规范化运营, 公司二手车业务有望快速发展。稳定的现金流有望修复公司资产负债表, 最终获得利润和估值双重提升。

上调盈利预测, 上调目标价至 5.18 元, 维持“买入”评级

公司销量和归母净利润有望同比逐季改善。我们预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 21/30/34 亿元 (前值 21/26/30 亿元), EPS 分别为 0.26/0.37/0.42 元 (前值 0.26/0.32/0.37 元), 同行业可比公司 21 年平均估值 13XPE, 考虑到经销商行业周期性弱于整车, 给予公司 21 年 14XPE 估值, 上调目标价至 5.18 元 (前值 4.46-4.95 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 我国汽车销量增速不及预期, 公司海外市场拓展不及预期。

广汇汽车(600297 SH,买入): Q2 业绩超预期, 拐点逐渐显现

江西铜业(600362 SH,增持): Q2 铜价修复, 业绩环比改善

分析师: 李斌(SAC No. S0570517050001)(SFC No. BPN269)

公司 20H1 归母净利润同比降 42.68%, 维持增持评级

公司 20H1 实现营收 1469.85 亿元, 同比增 39.93%; 实现归母净利润 7.45 亿元, 同比降 42.68%; Q2 归母净利润 5.85 亿元, 同比增 4.86%, 环比增 265.06%。公司铜业务持稳, 通过并购实现了对恒邦股份的控股, 增厚了公司利润。20H1 铜价同比下降影响公司上半年业绩, 我们预计 20-22 年 EPS 为 0.59/0.73/0.79 元 (前值 0.71/0.75/0.83 元), 维持增持评级。

公司控股恒邦股份并拟全额参与其定增, 积极布局贵金属产业

截止 20 年 8 月 30 日公司持有恒邦股份 29.99% 股权, 恒邦股份主要从事黄金的探、采、选、冶炼及化工生产, 是国家重点黄金冶炼企业, 具备年产黄金 50 吨、白银 700 吨的能力, 附产电解铜 25 万吨、硫酸 130 万吨能力。公司今年 4 月公告拟以发行价格 10.57 元/股、现金方式认购恒邦股份非公开发行的 237,614,400 股股票, 届时预计其恒邦股份控股权将升超 40%; 公司将恒邦股份作为其黄金板块发展平台, 对公司业绩有积极影响。

20H1 金银铜量增和期间费用率下降, 但难敌铜价下降造成的负面影响

据中报, 公司矿产铜 10.46 万吨, 同比增 2.55%; 黄金 38.5 吨, 同比增 198.91%; 白银 544.85 吨, 同比增 222.38%; 阴极铜 80.06 万吨, 同比增 6.85%; 铜加工产品 67.61 万吨, 同比增 27.47%。公司 20H1 期间费用率同比小幅下降 0.15pct。但是 20H1 LME 三个月铜价均价为 5525.5 美元/吨, 同比下降 10.6%, 我们认为一方面对铜业务板块盈利造成负面影响, 另一方面造成了存货跌价损失增加; 因此公司 20H1 归母净利润同比降 42.68%; 随着铜价自 3 月底以来持续回升, 6 月底铜价已收复疫情前全部跌幅, 公司二季度盈利环比增 265.06%, 实现单季归母净利润 5.85 亿元。

公司加强冶炼和深加工等重点项目投建

据中报, 城门山铜尾矿制备绿色建材产品项目实现投料试生产; 江铜华北(天津)公司(子公司)年产 22 万吨铜杆线项目、贵溪宏源铜业(子公司)10 万吨/年电解铜项目完成土建施工, 管路、电气设备安装有序进行; 铜箔公司(子公司)1.5 万吨/年锂电铜箔改扩建项目 A 区完成封顶, 土建施工加速推进; 武铜(子公司)三期工程 (1 万吨/日) 于 6 月取得深部采矿权证, 前期工程建设正紧锣密鼓加速推进; 江铜台意(子公司)8000 吨/年特种漆包线扩产项目开工前期准备工作有条不紊展开。

铜价维持高位震荡, 维持“增持”评级

鉴于铜矿供给趋紧及需求逐步复苏, 我们认为今年下半年铜价将维持在 5 万元/吨高位震荡。我们预计公司 20-22 年归母净利润为 20.33/25.14/27.45 亿元(前值 24.41/26.08/28.75 亿元)。参考可比公司 20 年 Wind 一致预期 PE 均值为 30 倍, 给予公司 20 年 30 倍 PE 估值, 预测 20 年 EPS 为 0.59 元, 对应目标价 17.70 元 (前值 14.20-14.91 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 黄金、铜等主要产品价格下跌; 矿山采选品位下降; 矿山和深加工产能生产不及预期。

江西铜业(600362 SH,增持): Q2 铜价修复, 业绩环比改善

中密控股(300470 SZ,买入): Q2 业绩恢复增长, 看好管网/核电放量

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

20Q2 归母净利润同增 19.40%, 疫情影响逐步消退, 重回增长轨道

20H1 公司实现营收 4.26 亿元/yoy-4.96%, 归母净利润 0.96 亿元/yoy-7.45%, 业绩短期承压, 主要系 1) 物流、供应商及客户均受疫情影响; 2) 疫情期间较高毛利率的存量业务下单有所滞后, 收入结构变化致毛利率低于上年同期; 3) 限制性股票激励计划费用摊销同比提升。随着疫情影响消退公司营收及归母净利重回增长轨道, Q2 单季营收同增 6.38%, 归母净利同增 19.40%。短期看, 受益大炼化加速建设, 公司在手订单稳步增长; 中长期看, 油气管网建设提速及核电密封国产化有望支撑公司快速发展。维持盈利预测, 预计 20~22 年 EPS 1.25/1.41/1.61 元, “买入”评级。

疫情抑制高毛利存量需求致毛利率短期承压, 在手订单稳步增长

20H1 公司毛利率 49.72%/yoy-3.86pct, 主要系 1) 20H1 受疫情影响, 高毛利的存量客户下单滞后及物流延迟, 20H1 存量业务同比下滑 15.68%, 毛利率 67.04%/yoy+1.86pct, 占营收比重 55.60%/yoy-6.11pct; 2) 20H1 增量(装备主机厂)竞争更为激烈, 毛利率 28.03%/yoy-6.08pct, 该业务营收占比提升, 综合毛利率短期承压。据中报, 20H1 公司在多个重大项目取得的订单高于其预期, 订单持续增长, 排产饱满。我们判断, 伴随国内受疫情影响逐步减轻, 存量业务收入有望稳步回升, 带来毛利率水平修复。

高端密封国产化加速, 油气管网+核电领域密封有望支撑利润增长

据中国石油、中国石化 7 月 23 日公告, 拟划拨合计超 3913 亿元资产至国家管网集团, 国家管网公司进入正常运营阶段, 管网投资有望加速。据《中长期油气管网规划》我们测算, 2020-2025 年间天然气管道新增密封需求空间约为 28 亿元。据中报, 2019 年 2 月公司核主泵密封通过中国机械联合会科学技术成果鉴定。公司多项核主泵密封项目正在有序推进, 部分已通过可靠性试验, 开展鉴定试验。公司有望在存量+增量市场上逐步实现进口替代。我们判断, 油气管网及核电密封有望成为中长期支撑公司营收及利润增长的重要动力。

内生外延双轮驱动, 看好公司长期发展, 维持“买入”评级

公司作为国内机械密封行业龙头, 有望通过内生+外延双轮驱动, 一方面对新地佩尔的并购整合有望丰富产品品类, 深度绑定客户; 一方面公司积极扩展新的销售资源, 实现增量业务的较快发展。公司成长路径清晰, 看好中长期持续发展的前景。暂不考虑拟并购标的业绩, 维持盈利预测, 预计 20-22 年归母净利润为 2.46/2.78/3.17 亿, EPS 为 1.25/1.41/1.61 元, 对应 PE 为 36/32/28x, 参考其它核心零部件类公司 Wind 一致预期 20PE 均值 37 倍, 考虑到公司产品为消耗品, 需求相对稳定, 中长期成长性较高, 给予 20PE 40x, 目标价 49.96 元(前值 28.75~31.25 元), “买入”评级。

风险提示: 石油化工、煤化工行业景气度超预期下行, 核电及天然气管线行业固定资产投资不及预期, 对收购公司整合效果不及预期, 董事及高管减持产生股价波动风险, 定增预案审批不通过的风险。

中密控股(300470 SZ,买入): Q2 业绩恢复增长, 看好管网/核电放量

上海建工(600170 SH,增持): Q2 基本面较快修复, 激励领跑同行

分析师: 方晏荷(0755-22660892)(SAC No. S0570517080007)(SFC No. BPW811)

Q2 业绩回暖明显, 营收有望实现稳健增长, 维持“增持”评级

8 月 28 日公司发布 20 年中报, H1 实现营收 1041.5 亿元, yoy+0.6%, 实现归母净利润 12.4 亿元, yoy-36.5%, 扣非归母净利润 13.2 亿元, yoy-1.5%, 非经常损失主要受股票资产跌价影响。20H1 公司 CFO 净流出 185 亿元, 同比多流出 57 亿元。公司 Q2 单季营收 yoy+12.8%, 扣非净利润 yoy+30.8%, 施工/建材新签订单额同比增速 41%/15%, 疫情过后基本面实现较快修复。上半年公司海南总部揭牌, 收购天津住宅集团及建材公司 IPO 事项稳步推进, 我们认为公司在战略布局和员工激励角度处于行业领先水平, 预计 20-22 年 EPS0.42/0.47/0.51 元, 维持“增持”评级。

Q2 单季度收入和归母净利润回暖明显, 工程/材料业务带动营收增长

单季度看, 公司 Q1/Q2 单季度营收增速-13.9%/12.8%, 归母净利润增速-90.6%/74.9%, 扣非归母净利润增速-40.9%/30.8%, Q2 单季度收入和扣非归母净利润增速均实现大幅反弹。H1 公司施工/设计/建材/地产/城市建投五大板块收入同比增速 4.5%/-1.1%/16.5%/-60.8%/-22.6%, 收入占比同比变动 2.17/-0.13/0.74/-3.18/-0.01pct, 工程和材料类收入实现同比正增长, 收入占比同比有所提升。公司 16-19 年新签订单均保持较快增长, 我们预计 20H2 公司营收有望延续 Q2 的恢复态势。

毛利率同比下行, 经营效率有所提升

20H1 公司毛利率/扣非归母净利率 8.17%/1.27%, 同比下行 1.07/0.03pct。分业务看, 20H1 施工/设计/建材/地产/城市建投毛利率同比变化-0.07/+6.02/-0.53/-2.62/+0.24pct, 收入结构变化及施工等业务毛利率下降是综合毛利率下降的主要原因。20H1 公司期间费用率 6.13%, 同比下降 0.16pct, 经营效率有所提升, 其中销售/管理/财务/研发费用率同比变化-0.05/-0.15/+0.04/-0.01pct, 财务费用率有所提升主要系公司借款增加使得利息支出增加所致。H1 公司信用减值损失净冲回 0.38 亿元, 去年同期为 0, 对盈利能力产生了一定积极影响。

激励制度、资产质量领先, 看好中长期稳健增长, 维持“增持”评级

我们预计公司 H2 收入增速有望保持较高水平, 中长期稳健增长的基础较好。8 月 27 日公司公告其在非洲的金矿采信储量大幅增加, 新增储量价值约 43 亿元, 占公司 19 年末净资产的 13%。公司 4 月发布核心员工持股计划, 激励制度在地方建筑国企中走在前列。我们维持 20-22 年 EPS 预测为 0.42/0.47/0.51 元 (未考虑持仓股票收益), 当前可比公司 20 年 Wind 一致预期平均 PE8 倍, 公司所在长三角区域投资需求好于全国平均, 金矿等资产具备较好升值潜力, 认可给予 20 年 10 倍 PE, 对应目标价 4.20 元 (前值 3.36-3.78 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 地产业务经营不及预期; 全国化拓展不及预期。

上海建工(600170 SH,增持): Q2 基本面较快修复, 激励领跑同行

中国中冶(601618 SH,增持): 新签订单高增长, 现金流明显改善

分析师: 方晏荷(0755-22660892)(SAC No. S0570517080007)(SFC No. BPW811)

收入和利润增速匹配度较好, 维持“增持”评级

公司 8 月 28 日晚发布 20 年中报, 20H1 实现营收 1085.7 亿, YoY+13.6%, 归母净利润 35.9 亿, YoY+13.8%, 扣非归母净利润 YoY+10.8%, 扣非归母净利润增速略低于归母净利润增速主要系计入当期损益的政府补助同比增加 1 亿元所致。20H1 公司经营性现金净流入 14.1 亿元, 同比多流入 66.4 亿元, 20H1 公司新签合同额 4651.7 亿, YoY+21.9%。我们认为公司在手订单饱满, 特色主题公园、地下综合管廊等新兴产业收入放量可期, 预计公司 20-22 年 EPS0.36/0.40/0.45 元, 维持“增持”评级。

20Q2 单季度归母净利润同比增速超 20%, 新兴产业具备先发优势

20Q1/Q2 单季度收入增速 15.2%/12.4%, 归母净利润增速 7.1%/22.3%, 扣非归母净利润增速 7.7%/14.8%, 20Q2 单季度归母净利润实现较高增长。20H1 工程承包/房地产开发/装备制造/资源开发四项业务收入 YoY+12.7%/+26.2%/+28.6%/-34.8%, 工程承包业务细分板块中, 20H1 冶金/房建/交通基建 YoY+8.2%/+23.9%/+3.2%, 冶金工程占工程承包收入的比重降低 0.8pct 至 19.4%, 有效化解市场风险。此外公司在地下管廊、海绵城市、主题公园、垃圾焚烧发电等领域布局, 新兴产业具备先发优势。

费用控制能力增强, 资产负债结构优化

20H1 公司销售毛利率为 10.75%, 同比下降 0.25pct, 其中工程承包/房地产开发/装备制造/资源开发四项业务毛利率较 19H1 分别变动+0.20/-7.27/+3.38/+1.65pct。20H1 公司期间费用率为 5.76%, 较 19H1 下降 0.89pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别较 19H1 下降 0.10/0.36/0.05/0.38pct, 费用控制能力明显增强。20H1 资产(含信用)减值损失占收入的比重提升 0.8pct 至 1.30%, 对利润有一定侵蚀, 20H1 公司净利率为 2.37%, 同比基本持平。20H1 末资产负债率同比下降 1.06pct 至 75.7%, 资产负债结构优化。

Q2 单季度订单同比增速超 45%, 非钢工程合同快速增长

20H1 公司新签合同额 4651.7 亿, YoY+21.9%, 20Q2 单季度新签合同 2906.2 亿元, YOY+45.8%。20H1 国内/海外新签合同 YoY+23.4%/-15.3%, 20H1 新签工程承包合同 4495.6 亿, YoY+22.7%, 其中冶金工程 622.0 亿, YoY-4.0%, 非钢工程 3873.6 亿, YoY+20.3%; 20H1 新签合同额超过 5000 万的工程订单中, 四大细分板块中房建/基建/冶金/其他分别新签合同 2584.1/659.6/531.4/521.7 亿, YoY+38.6%/+6.3%/-4.8%/+23.8%。总体来看公司新签合同增速较快, 为未来业绩稳健增长提供动能。

新签合同额保持高增长, 维持“增持”评级

我们认为公司业绩增长稳健, 维持公司 20-22 年 EPS 为 0.36/0.40/0.45 元, 参考当前可比公司 20 年 Wind 一致预期平均 PE 为 6.87 倍, 考虑到公司订单增速在央企中处于较高水平, 认可给予公司 20 年 9 倍 PE, 目标价 3.24 元(前值 2.70-2.88 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 基建投资增速放缓, 地产调控升级, 矿产金属价格下滑超预期。

[中国中冶\(601618 SH,增持\): 新签订单高增长, 现金流明显改善](#)

中鼎股份(000887 SZ,增持): 受海外疫情冲击, 2Q20 经营承压

分析师: 林志轩(021-28972090)(SAC No. S0570519060005)(SFC No. AVU633)

2Q20 净利润出现亏损

中鼎股份 8 月 28 日公告了半年报, 1H20 公司收入 47.5 亿元, 同比-15%, 归母净利润 1.2 亿元, 同比-73%。其中 2Q20 收入 22.3 亿元, 同比-23%, 归母净利润亏损 4200 万元。公司 1H20 的归母净利润符合其此前业绩预告的范围 (1.1-1.4 亿元)。我们认为公司 1H20 的利润表现较弱的主要原因是新冠疫情冲击导致下游汽车需求放缓。展望 2H20, 我们认为新冠疫情影响逐渐消除, 公司经营也会相应改善。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.39/0.54/0.59 元, 维持“增持”评级。

疫情冲击导致公司经营承压

1H20 中鼎股份收入按地区来看, 来自国内收入占比 34%, 来自海外的业务占比 66%, 因此虽然 2Q20 国内疫情影响逐渐消除, 但海外疫情爆发的情况下, 公司 2Q20 受到的冲击较大。1H20 分业务来看, 汽车底盘零部件业务收入 15 亿, 同比-19%, 汽车冷却系统零部件业务收入 12 亿, 同比-15%, 汽车密封系统零部件业务收入 12 亿, 同比-16%。展望 2H20, 我们认为随着海外疫情影响逐渐消除, 公司的业务也有望回到正轨。

盈利能力短暂承压

1H20 在疫情冲击影响下, 公司盈利能力承压。分业务来看, 汽车底盘零部件业务毛利率 17.9% (1H19: 22.2%), 汽车冷却系统零部件业务毛利率 15.2% (1H19: 22.1%), 汽车密封系统零部件业务毛利率 23.3% (1H19: 24.9%)。1H20 公司整体毛利率 19.0% (1H19: 22.2%), 净利率 2.6% (1H19: 8.2%)。展望 2H20, 我们认为随着下游需求逐渐恢复, 公司各项业务也有望恢复增长, 盈利能力也有望改善。

中长期发展潜力犹存

公司积极拓展海内外业务, 2017 年以来公司公告了多个知名下游客户的订单。订单涵盖产品除了传统的减震和密封类产品, 还包括新能源车电池包减振类产品, 新能源车电池冷却系统相关产品。除此之外, 公司在轻量化和空气悬架等方面也有产品布局, 我们认为新产品的拓展和新项目的执行有望对公司未来的收入和利润增长构成支撑。

维持“增持”评级

基于公司 1H20 的经营表现, 我们将公司 2020-2022 年的收入假设分别下调 3%/1%/1%, 同时我们将毛利率假设下调至 24.5%/25.4%/25.4% (前值 25.1%/25.6%/25.6%), 我们将归母净利润假设分别下调 12%/4%/4%至 4.8/6.5/7.2 亿元。可比公司 2021 年 Wind 一致预期 PE 均值为 28.9x (前次 PE 均值为 21.3x), 考虑到海外疫情影响完全消除尚需时日, 我们基于 2021 年 24.5x PE 估值 (前次 23x~24x 2020E PE), 给予公司目标价 13.2 元 (前次 10.92~11.70 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 汽车需求低于预期; 海外疫情冲击比预期严重; 新项目投产进度低于预期。

中鼎股份(000887 SZ,增持): 受海外疫情冲击, 2Q20 经营承压

永艺股份(603600 SH,增持): 办公椅出口引领增长, Q2 经营修复

分析师: 陈羽锋(025-83387511)(SAC No. S0570513090004)(SFC No. BPX276)

Q2 经营显著修复, 单季归母净利润同增 45.3%

永艺股份发布 2020 年中报, 2020 年上半年公司营收同比增长 7.0%至 12.21 亿元, 归母净利润同比增长 15.4%至 1.05 亿元, 扣非归母净利润同比增长 33.6%至 0.95 亿元。分季度看, Q2 经营显著修复, 2020Q1/Q2 单季营收同比分别变动-19.1%/+29.7%至 4.30/7.92 亿元, 单季归母净利润同比分别变动-25.5%/+45.3%至 0.29/0.76 亿元。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.76、0.90、1.05 元, 维持“增持”评级。

海外疫情下办公椅出口景气度高, 公司办公椅收入引领增长

上半年受海外疫情催化, 居家办公需求加大, 20H1 办公椅出口行业景气度高, 海关数据显示 20H1 全国办公椅出口金额同增 6.5%至 13.62 亿美元, 其中 4-6 月分别同增 24.7%/17.1%/55.1%, 公司作为行业龙头优先受益。分业务看, 20H1 公司办公椅业务收入同比增长 25.43%至 9.24 亿元, 上半年毛利率较同期上升 3.5pct 至 22.8%; 沙发业务收入同比下滑 21.9%至 2.12 亿元; 按摩椅椅身业务收入同比增长 14.3%至 1.20 亿元。疫情将加速居家办公习惯养成, 办公椅零售有望迎较高增长。

销售毛利率同比上升 3.9pct, 现金流维持稳定

大力推进降本增效, 切实降低原材料采购成本、提升核心零部件自制比例, 2020H1 公司销售毛利率同比上升 3.9pct 至 23.0%。上半年期间费用率同比上升 2.0pct 至 13.1%, 其中销售费用率同比上升 1.6pct 至 5.7%, 主要系跨境电商业务销售费用增长所致; 管理+研发费用率同比上升 0.1pct 至 7.4%; 财务费用同比上升 0.3pct 至 -0.02%。现金流方面, 2020H1 公司经营性现金流同比下降 2.5%至 1.68 亿元, 较同期变化不大。

加快建设全球化生产布局, 内销线上线下齐发力

公司积极推进全球化布局, 上半年公司越南生产基地订单和产能快速提升, 6 月单月实现销售收入超 5000 万元, 公司预计越南二期生产基地第一批新厂房有望于 Q4 投产, 新增厂房面积 11 余万平米, 对冲贸易摩擦压力; 内销方面, 公司加大国内市场开发力度, 不断加强与主流线上商城的深度合作, 上半年国内电商销售收入增长 90%+; 线下大力推进直营大客户开发, 已为杭州 G20 峰会等提供产品和服务, 同时有序推进经销商渠道建设, 截至 20H1 累计发展经销商 1506 家、品牌代理商 21 家。

办公椅出口景气度高, 维持“增持”评级

考虑到办公椅出口行业景气度高, 上调办公椅预期销售额, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 2.31、2.72、3.18 亿元 (原值 1.95、2.29、2.66 亿元), 对应 EPS 为 0.76、0.90、1.05 元。参考可比公司 2020 年 31 倍 PE 均值, 给予公司 2020 年 31 倍目标 PE, 对应目标价 23.56 元 (前值 12.80~13.44 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 疫情发展不确定性, 原材料价格波动, 外贸环境的不确定性。

永艺股份(603600 SH,增持): 办公椅出口引领增长, Q2 经营修复

洋河股份(002304 SZ,买入): 变革积势能, 看好下半年收入增速回暖

分析师: 陈羽锋(025-83387511)(SAC No. S0570513090004)(SFC No. BPX276)

20Q2 营收降幅扩大, 但整体经营态势向好

20H1 公司营收 134.3 亿元, 同比-16.1%; 归母净利 54.0 亿元, 同比-3.2%; 扣非归母净利 42.7 亿, 同比-18.1%。20Q2 单季实现营收 41.6 亿, 同比-18.6%; 归母净利 13.99 亿, 同比-10.3%。20Q2 营收降幅较 Q1 (yoy-14.9%) 有所扩大, 预计主要系 Q2 公司继续控货稳价, 帮助经销商消化库存、发货同比下降所致, 随着疫情好转动销恢复较快, 我们预计下半年公司发货动销有望提速, 且随着 M6+逐步完成对 M6 的替代升级, 看好下半年收入提速, 我们预计 20~22 年 EPS 为 5.10/5.79/6.49 元, 维持“买入”评级。

产品结构持续优化, 营销改革持续推进

公司坚持推行“一商为主、多商为辅”新型厂商关系策略, 营销势能在转型调整中不断积聚。在稳定市场秩序上, 洋河践行“控货稳价”策略, 带动终端价格提升。此外, 公司积极推进产品升级和结构升级, 推动 20H1 公司酒类产品毛利率同比+2.1pct 达 80.27%。下半年公司将继续推进双品牌战略落地, 全力做好中秋国庆销售, 奋力打赢营销转型攻坚战, 我们认为, 公司渠道变革和产品升级成效初显, 随着终端动销恢复加快, 预计下半年收入增速将环比改善, 将努力完成年初提出的全年收入保平目标。

着力梦系列产品升级, M6+精准卡位, M3+推出在即

公司 19 年中推出 M6+精准卡位 600-800 元价格带, 目标打造百亿级大单品, 拉升自身品牌力, 给腰部产品留足空间。据调研反馈, 目前 M6+在江苏省内终端价 620 元以上, 公司期望市场价格 620-650 元, 渠道反馈市场接受度良好, 渠道利润较 M6 明显改善; 在省外市场, M6+已基本完成招商工作。我们预计 20 年内 M6+将在省内市场完成对 M6 的完全替代。此外, 目前 M3+升级准备工作已基本结束, 公司预计将在年内投放市场。我们认为, 梦系列产品升级将有助于抬升品牌势能和不同层次产品价格体系的重建。

费用投放加大/税金及附加比率提升使得 20H1 扣非归母净利率下降 0.8pct

20H1 公司销售商品、提供劳务收到的现金 79.97 亿, 同比-43%, 20Q2 末还原预收账款为 39.5 亿, 较 20Q1 末减少 39%, 系疫情影响下对经销商预收货款下降。20H1 总体毛利率 73.2%, 同比+2.3pct; 20H1 税金及附加比率 15.73%, 同比+2.39pct; 20H1 销售费用率 8.8%, 同比+0.24pct, 预计与公司上半年加大 M6+市场投入有关; 20H1 管理费用率为 6.7%, 同比+0.83pct。公司上半年投资及政府补助等带来非经常性收益 11.3 亿, 使得归母净利润下滑相对较少。综上, 20H1 扣非归母净利率同比小幅下降 0.8pct 至 31.8%。

变革积势能, 改善尤可期, 维持“买入”评级

公司 19 年主动变革, 在渠道/品牌势能/产品结构/价格体系方面均有改善, 中长期向好。我们预计 20-22 年 EPS 5.10/5.79/6.49 元, 参考可比公司 20 年平均 PE 53x (Wind 一致预期), 公司业绩增速略低于可比, 给予其 20 年 36x PE, 目标价 183.60 元 (前次 173.40-183.60 元), 维持“买入”。

风险提示: 宏观经济波动风险, 食品安全问题, 市场竞争加剧。

洋河股份(002304 SZ,买入): 变革积势能, 看好下半年收入增速回暖

中国中车(601766 SH,买入): 中报承压, 轨交装备长期需求稳健

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

公司中报利润短期承压, 铁路装备稳健、城轨高速增长的趋势不改

2020H1 收入 894 亿元/yoy-7%, 归母净利润 36.93 亿元/yoy-23%, 销售结构变化(高毛利率铁路装备收入及占比下降)致净利率有所下降。我们认为, 虽然疫情及宏观经济承压等因素导致铁路装备收入及新增订单有所下降, 同时国铁部分装备招标进度有所后移, 公司或暂时面临短期成长压力, 但长期来看, 国铁对 2035 年铁路及高铁里程规模的展望印证了未来 15 年铁路装备仍具较大需求基础, 在国内基建投资发力背景下, 铁路装备业务稳中有升、城轨地铁业务高速增长的大趋势保持不变。预计 20~22 年 EPS 为 0.41、0.46、0.50(前值 0.44、0.47、0.51)元, “买入”评级。

铁路装备收入下降致毛利率、净利率降低, 城轨及新产业实现较快增长

2020H1 铁路装备收入 401 亿元/yoy-26%(机、客、货车、动车组收入及销量均有所下降); 城轨收入 213 亿元/yoy+19%, 继续保持 2019 年的较快增长趋势; 新产业收入 251 亿元/yoy+20%(风电业务增长较快, 但毛利率偏低); 现代服务收入 30 亿元/yoy-17%(缩减贸易业务所致)。由于毛利率较高的铁路装备收入占比下降, 公司整体毛利率 22.47%/yoy-0.79pct, 归母净利率 4.13%/yoy-0.84pct, 期间费用率 14.64%/yoy+0.38pct。经营活动产生的现金流量净额-148 亿元(19H1 为-134 亿元)。2020H1 新签订单 1023 亿元/yoy-21%, 其中海外 104 亿元/yoy-12%。

国铁最新《纲要》印证铁路装备中长期需求可观, 城轨业务成长潜力深远

1) 国铁集团 8 月 13 日发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》, 提出新时代中国铁路发展目标——到 2035 年全国铁路网运营里程达到 20 万公里左右, 其中高铁 7 万公里左右。相比于 2019 年底铁路、高铁通车里程 13.9、3.5 万公里, 未来 15 年铁路建设规模具备较大空间, 对应铁路装备需求可观。同时随着存量动车组逐步进入高级修, 公司有望形成“制造+服务”全寿命周期体系, 维修收入有望成为铁路装备新动能。2) 国内城市轨道交通建设快速推进, 公司城轨收入有望保持持续增长; 受益于南北车合并协同效应, 城轨业务盈利能力稳步提升, 有望逐步成为新的利润增长点。

长远需求稳健、具备全球竞争力的轨交装备龙头, 维持“买入”评级

我们认为, 铁路装备业务稳中有升、城轨地铁业务高速增长的大趋势不会改变, 2020 年动车组招标尚未开启, 时速 250 公里动车组招标值得期待。考虑到疫情及宏观经济承压、客运量下降对铁路装备业务的短期影响, 以及国铁动车组招标进度有所延后, 我们下调公司 2020~22 年铁路装备收入预测, 预计 20~22 年归母净利润 118、133、142(前值 127、135、146)亿元, PE 为 14、13、12x。轨交装备可比公司 20 年平均 PE 为 28 倍(Wind 一致预测), 考虑到公司利润增长短期承压, 利润增速或低于可比公司, 我们给予公司 20 年目标 PE 17x, 目标价 6.97 元(前值 7.04~8.80 元)。

风险提示: 铁路固定资产投资不及预期, 铁路货运增量行动进度不及预期, 国内铁路装备采购、交付进度不及预期, 海外业务拓展不及预期, 海外疫情加剧致海外业务收入及新签订单下滑、海外产能及供应链受到影响。

中国中车(601766 SH,买入): 中报承压, 轨交装备长期需求稳健

南京银行(601009 SH,买入): 净息差平稳, 中收增长亮眼

分析师: 沈娟(0755-23952763)(SAC No. S0570514040002)(SFC No. BPN843)

净息差平稳, 中收增长亮眼

南京银行于 8 月 28 日发布 2020 年中报, 1-6 月归母净利润、PPOP (拨备前利润) 分别同比+5.0%、+6.5%, 增速较 1-3 月-8.0pct、-10.7pct。公司净息差稳定, 资产质量优异, 中收增长亮眼。我们预测 2020-2022 年 EPS 为 1.30/1.39/1.54 元, 目标价 11.02 元, 维持“买入”评级。

贷款投放较快, 净息差平稳

1-6 月年化 ROE、ROA 分别同比-2.10pct、-0.03pct 至 17.12%、1.03%。PPOP 同比增速较 Q1 下降主要受其他非息收入影响 (增速较 Q1 下降 42pct), 主要由于二季度债市下跌。6 月末总资产、贷款、存款同比增速分别为+8.7%、+21.6%、+10.7%, 较 3 月末-3.8pct、-0.2pct、+0.8pct。Q2 新增对公 (含贴现)、零售贷款比例大约为 7: 3。1-6 月净息差为 1.85%, 较 2019 年持平。1-6 月生息资产收益率、计息负债成本率分别为 4.61%、2.64%, 较 2019 年-18bp、-17bp。负债端成本改善, 一是受益于同业负债成本下行, 二是存款成本较 2019 年降低 7bp 至 2.52%。

资产质量优异, 潜在风险指标改善

6 月末不良率、拨备覆盖率分别为 0.90%、401%, 较 3 月末+1bp、-21pct, 绝对水平均处上市银行前列。不良率上升的领域主要为个贷、批零业贷款 (母公司口径 6 月末不良率较 19 年末分别+46bp、+77bp)。Q2 年化不良生成率较 Q1 上升 0.54pct 至 1.20%。Q2 拨备计提力度有所减轻, 年化信贷成本 0.67%, 较 Q1 下降 1.62pct。6 月末关注率较 3 月末-16bp 至 1.33%, 逾期 90 天以上贷款偏离度较 19 年末-6pct 至 80%, 潜在风险指标改善。

中间收入增速提升, 资本实力增强

1-6 月中收同比+21.4%, 增速较 1-3 月+12.3pct, 主要由对公业务贡献。公司推动“1+3”行动计划夯实客户基础, 为客户提供综合金融服务。1-6 月代理咨询业务、债券承销、贷款担保业务分别同比+17%、+8%、+37%。截至 8 月 28 日, 2020 年非金融企业债务融资工具承销规模超千亿元, 位列城商行第 3。6 月末非保本理财余额 2855 亿元, 净值型理财产品占比超过 60%。南银理财已于 8 月正式开业, 理财净值化转型有望提速。6 月末资本充足率、核心一级资本充足率分别为 14.68%、9.77%, 较 3 月末+1.96pct、+0.99pct, 主要受益于 4 月完成 116 亿元定增, 夯实资本实力。

目标价 11.02 元, 维持“买入”评级

鉴于公司利润增长受到营收端拖累, 且后续有望加大拨备计提力度继续增强风险抵补能力, 我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 1.30/1.39/1.54 元 (前次 1.40/1.62/1.90 元), 2020 年 BVPS8.81 元, 对应 PB0.98 倍, 可比公司 2020 年 Wind 一致预测为 0.91 倍, 公司对公基础扎实, 稳步推进零售转型, 业务经营与风控能力良好, 应享受一定估值溢价, 我们给予 2020 年目标 PB1.25 倍, 目标价由 9.37-9.81 元上调至 11.02 元。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

南京银行(601009 SH,买入): 净息差平稳, 中收增长亮眼

东方雨虹(002271 SZ,买入): Q2 业绩回升显著, 资产质量大幅改善

分析师: 方晏荷(0755-22660892)(SAC No. S0570517080007)(SFC No. BPW811)

Q2 经营回升显著, 20H1 扣非归母净利同比大增 51%

公司 20H1 实现收入 87.8 亿元, 同比+11.1%; 实现归母净利润 11.0 亿元, 按新收入准则追溯后同比+31.2%; 扣非归母净利 10.4 元, 同比+50.6%, 系受益于毛利率提升和销售财务费用率下降。其中 20Q2 实现收入 63.2 亿元, 同比+21.0%; 归母净利 9.7 亿元, 同比+36.3%, Q2 回升显著。公司 20H1 经营活动现金净流出 3.6 亿元, 较去年同期净流出 11.6 亿元明显改善。公司在防水行业龙头地位显著, 上半年疫情后快速恢复, 且资产负债表延续改善, 并拟每 10 股转增 5 股, 我们小幅调整公司 20-22 年 EPS 预测至 1.82/2.20/2.62 元(调整前 1.86/2.10/2.53 元), 维持“买入”评级。

防水主业增长稳健, 原材料跌价驱动毛利率提升

按产品看, 公司 20H1 防水材料销售收入 70.5 亿元, 同比+6.9%, 其中卷材 46.2 亿元, 同比+3.6%; 涂料 24.2 亿元, 同比+13.6%, 涂料呈现较快增长。防水工程施工收入 14.0 亿元, 同比+35.8%, 上半年防水主业延续良好增长态势。受益于沥青等原材料价格下跌, 公司 20H1 防水材料销售毛利率为 43.0%, 同比提升 4.2pct, 其中卷材和涂料分别为 42.4%/44.1%, 同比提升 5.0/2.3pct; 防水工程毛利率 28.5%, 同比提升 0.8pct。此外, 公司继续推进节能保温、砂浆等多元业务延伸, 20H1 其他业务收入 3.3 亿元, 同比+19.0%; 毛利率 20.9%, 较 19H1 提升 3.7pct。

期间费用率同比小幅下降, 资产质量进一步夯实

公司 20H1 期间费用率 21.1%, 同比下降 2.6pct, 系销售费用率因运输差旅费减少而下降 2.7pct, 管理费用率因激励费用增加提升 0.6pct, 财务费用率下降 0.5pct。公司 20H1 计提信用资产减值损失 3.4 亿元, 同比多增 2.0 亿元, 进一步夯实资产质量, 其中应收账款减值 2.7 亿元, 同比多增 1.5 亿元。公司继续加大收付款管理, 20H1 收现比同比小幅提升 3.4pct 至 93.3%, 支付的付现费用与往来款同比减少 2.9 亿元, 最终经营活动现金同比减少流出 8.0 亿元。截至 20H1 末, 公司带息债务余额 37.5 亿元, 资产负债率 49.8%, 分别较年初减少 13.3 亿元、5.7pct。

防水龙头地位突出, 维持“买入”评级

随着下游客户集中度提升, 公司在防水行业的品牌、服务、渠道、成本优势有望持续提升市占率, 且公司在民用建材、涂料、保温、砂浆、修缮等多元化业务布局也领先行业。由于公司 20H1 计提资产减值较多, 且近期原材料价格回升, 我们调整公司 20-22 年归母净利润至 28.6/34.5/41.1 亿元(调整前 29.2/33.0/39.6 亿元)。当前可比公司对应 20 年 Wind 一致预期 49 倍平均 PE, 公司在防水行业的龙头地位稳固, 涂料、砂浆业务潜在高增长但占比仍小, 我们认可给予公司 20 年 40x 目标 PE, 目标价 72.80 元(前值 40.92-46.50 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 房地产销售和新开工大幅低于预期, 油价及沥青价格大幅反弹。

东方雨虹(002271 SZ,买入): Q2 业绩回升显著, 资产质量大幅改善

中国中铁(601390 SH,增持): 收入订单高增长, 基建主业回暖

分析师: 方晏荷(0755-22660892)(SAC No. S0570517080007)(SFC No. BPW811)

收入和利润维持稳健增长, 维持“增持”评级

8月28日公司发布20年中报, 20H1实现营收4149.3亿元, yoy+15.0%, 实现归母净利润117.0亿元, yoy+11.3%, 扣非归母净利润105.3亿元, yoy+6.0%, 扣非归母净利润增速低于归母净利润增速主要系计入当期损益的政府补助及应收款项、合同资产减值准备转回同比增加较多所致。20H1公司CFO净流出507.7亿元, 同比多流出9.7亿元, 主要系疫情影响下部分工程项目业主资金支付滞后、材料储备支出和及时支付供应商款项所致。我们认为公司在手订单饱满, 收入和利润有望继续保持增长稳健, 预计20-22年0.96/1.08/1.23元, 维持“增持”评级。

Q2单季度收入和归母净利润大幅增长, 基建施工主业收入回暖

20Q1/Q2单季度收入同比增速为-2.0%/28.6%, 归母净利润同比增速为-6.7%/21.6%, Q2单季度收入和归母净利润增速均实现大幅反弹。20H1公司基建施工业务实现营收3697.1亿, yoy+17.9%, 其中铁路/公路/市政及其他业务板块增速分别为-1.1%/+35.4%/+25.2%。除基建施工主业外, 设计/装备制造/房地产业务分别实现营收74.1/103.2/126.9亿元, yoy-4.5%/+28.7%/-7.6%。受疫情影响, 20H1地产签约金额yoy-27.8%, 新开工面积yoy-25.8%, 新增土地储备yoy-34.0%。

毛利净利率小幅下滑, 费用控制能力增强

20H1公司毛利率9.16%, 较19H1下降0.69pct, 其中基建施工/设计/装备制造/房地产业务毛利率分别同比变化-0.09/+0.81/-6.42/+0.46pct, 其中房地产业务毛利率提升主要系当期确认收入的部分项目毛利率较高。20H1公司期间费用率为4.77%, 同比下降0.8pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.43%/2.35%/1.49%/0.48%, 同比下降0.08/0.44/0.04/0.24pct, 费用控制能力进一步增强。20H1资产(含信用)减值损失占收入的比重提升0.26pct至0.60%, 20H1公司净利率为2.99%, 同比下降0.13pct。20H1公司资产负债率为76.7%, 同比下降0.63pct。

订单维持高增长, 在手订单充裕, 维持“增持”评级

20H1新签合同额yoy+24.1%, 20Q2单季度新签合同额yoy+37.3%, 20H1基建业务新签合同yoy+26.9%, 细分板块中铁路/公路/市政及其他三项业务yoy+22.3%/29.4%/27.5%。20H1末公司在手订单额3.49万亿元, 是19年营收的4.1倍, 订单收入保障倍数高。20年7月, 公司公告完成收购恒通科技并成为其控股股东, 我们认为有望加快中铁装配式业务产业链布局, 维持公司20-22年EPS为0.96/1.08/1.23元, 参考当前可比公司20年Wind一致预期平均PE7.02倍, 认可给予20年7倍PE, 目标价6.72元(前值6.24-6.43元), 维持“增持”评级。

风险提示: 工程订单结转不及预期, 毛利率提升持续性不及预期。

中国中铁(601390 SH,增持): 收入订单高增长, 基建主业回暖

东方园林(002310 SZ,买入): Q2 单季实现盈利, 负债结构好转

分析师: 方晏荷(0755-22660892)(SAC No. S0570517080007)(SFC No. BPW811)

Q2 单季度已实现盈利, 基本面有望持续好转, 维持“买入”评级

公司 8 月 28 日发布 2020 中报, H1 公司营收 17.8 亿元, yoy-18.9%, 归母净利润-1.88 亿元, 19H1 亏损 8.94 亿元, 20H1 实现扣非净利-2.88 亿元, 同比实现大幅减亏。20H1 公司 CFO 净流出 9.6 亿元, 同比多流出 1.6 亿元。公司 Q2 单季实现盈利, 费用率同比明显下降, 架构与业务调整初现成效, 20H1 末负债结构相比 19FY 末也更加健康。公司可转债发行已通过二次反馈, 且已发布定增预案, 我们认为公司基本面未来有望持续好转, 预计 20-22 年 EPS0.30/0.42/0.59 元, 维持“买入”评级。

上半年大幅减亏主要得益于费用端的良好控制

Q1/Q2 公司单季收入同比增-56.5%/13.5%, 疫情过后收入结转呈现加速。H1 公司工程/环保收入同比增-33.7%/178%, 收入占比同比变动-16.5/15.5pct, 低毛利率环保业务占比提升, 及两项主业毛利率的同比下行, 带动公司综合毛利率同比降 3.6pct。但公司架构调整显成效, 20H1 销售/管理/财务/研发费用率同比变动-0.23/-14.98/0.22/-1.8pct, 其中财务费用绝对值同比降 1.32 亿元。H1 股权调整产生的投资收益增加及信用减值损失占收入比重的下行对利润率修复也有较明显的带动作用, 但总体来看, 业务和组织架构调整所产生的效率提升是 20H1 大幅减亏的核心原因。

负债结构明显改善, 后续资金端有望获持续支持

20H1 末公司资产负债率 69.9%, 同比小幅下降, 期末有息负债余额 142.4 亿元, 虽然较 19FY 末小幅增加 22 亿元, 但一年以内到期债务的占比较 19FY 末下降 17.1%, 债务结构有所改善。公司公告称今年以来新获银行贷款成本基本在基准利率左右。公司 7 月末已完成优先股发行二次反馈, 并于 6 月初公告 20 亿元定增预案, 我们认为公司未来资本结构有望进一步优化。资产端, 相比 19FY 末, 20H1 末公司应收款余额净减少约 4 亿元, 存货类资产基本持平, PPP 项目投资及运营资产小幅净增加。我们认为公司未来有望继续加快两金清收工作, 改善资产结构及现金流。

Q2 为全年奠定良好基调, 维持“买入”评级

公司 Q2 单季实现净利率 7.99%, 单季度销售/管理费用率已低于 18Q2 水平, 财务费用也与 18Q2 水平接近, 我们预计随着公司高成本有息负债的持续置换和权益融资的推进, H2 公司财务费用或低于 H1, 收入结转速度或较 H1 提速。但考虑到疫情对毛利率提升幅度的影响及公司融资进度的不确定性, 我们调低 20-22 年预测 EPS 至 0.30/0.42/0.59 元(前值 20-21 年 0.35/0.52 元), 当前可比公司 2020 年 Wind 一致预期 PE18.3 倍, 我们预计公司后续基本面恢复速度有望快于行业平均, 认可给予公司 2020 年 20 倍 PE, 对应目标价 6.00 元(前值 5.25-5.60 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 订单结转进度不及预期, 盈利能力提升进度不及预期。

东方园林(002310 SZ,买入): Q2 单季实现盈利, 负债结构好转

豪迈科技(002595 SZ,增持): 业绩同增 37%, 龙头优势不断强化

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

2020H1 业绩增长 36.79%, 大型零部件及铸造贡献主要业绩增长

公司 2020H1 实现营收 24.50 亿元/yoy+24.39%, 归母净利润 5.12 亿元/yoy+36.79%, 扣非净利润 4.97 亿元/yoy+36.68%, 铸造及大型零部件业务营收实现高增长, 轮胎模具业务营收实现稳步增长。考虑到公司海外轮胎模具产能占比较小, 公司有望通过科学有序排产协调订单承接和及时交付, 海外疫情或对公司模具业务出货能力影响有限。同时, 国内汽车及轮胎单月产量同比增速先后于 4 月及 6 月转正, 下游景气度有望持续回暖, 上调盈利预测, 预计 20-22 年 EPS 为 1.30/1.48/1.63 (前值 1.08/1.18/1.29 元) 元, PE 为 19/16/15 倍, 维持“增持”评级。

轮胎模具营收稳增, 毛利率稳步提升

2020H1 公司实现轮胎模具业务营业收入 15.72 亿元/yoy+13.53%, 毛利率 36.56%/yoy+1.28 pct。据 Wind, 国内轮胎单月产量于 6 月同比转正, 7 月同比增幅扩大; 据国家统计局, 国内汽车单月产量同比于 4 月转正, 并于 5-7 月同比增幅持续扩大。国内汽车及轮胎行业景气度边际回暖。公司作为全球产能最大的轮胎模具制造商有望实现模具业务的良性平稳发展。

大型零部件及铸造业务规模迅速增长, 盈利能力有所提升

2020H1 公司实现大型零部件及铸造业务营收 8.10 亿元/yoy+53.72%, 大型零部件及铸造业务营收快速增长, 主要系 1) 公司新增 4 万吨产能如期放量; 2) 受益下游风电抢装, 行业景气度较高。毛利率 24.70%/yoy+1.31 pct, 毛利率提升主要系 1) 风电产品由于行业高景气快速放量, 规模效应显著; 2) 该业务由进料加工 (成本记加工成本及原料费) 及来料加工 (成本仅记加工成本) 两种形式组成, 占比变化会造成毛利率的波动, 同种情况下进料加工的毛利率低于来料加工。

公司财务状况良好, 现金流充沛

公司截至 2020 年 6 月 30 日资产负债率为 18.86%, 相比 2019 年末降低 8.15 pct。营业周期 207 天, 连续 6.5 年稳定在 205-210 天区间内, 财务状况良好, 运营能力优秀。公司 2020H1 经营性净现金流为 -1.08 亿元, 主要系客户部分货款由票据支付, 过程不经现金流量表, 公司将附追索权的票据贴现款 5.03 亿元在筹资活动现金流入中列示, 经调整后的经营性净现金流为 3.95 亿元, 为 20H1 归母净利润的 0.8 倍。

上调盈利预测, 维持“增持”评级

考虑到下游景气度有望持续回暖, 上调盈利预测, 预计 20-22 年归母净利润为 10.4/11.9/13.0 (前值 8.7/9.4/10.3) 亿元, 对应 EPS 为 1.30/1.48/1.63 (前值 1.08/1.18/1.29) 元。参考同类可比公司 Wind 一致预期 2020 年 PE 均值 23x, 考虑到轮胎模具行业成长性或低于可比公司行业, 给予 20PE 22x, 目标价 28.61 元 (前值 19.51~21.68 元), “增持”评级。

风险提示: 汇率波动风险、原材料价格上涨、下游需求超预期下行、产能扩建进程不及预期、疫情超预期扩散影响公司需求。

豪迈科技(002595 SZ,增持): 业绩同增 37%, 龙头优势不断强化

皖能电力(000543 SZ,买入): 区域火电显著受益于煤价下行

分析师: 施静(010-56793967)(SAC No. S0570520040003)(SFC No. BMO306)

2Q20 归母净利+81%, 维持“买入”评级

1H20 公司实现营收/归母净利/扣非归母净利 76/5.0/4.7 亿元, 同比+3%/+42%/+37%; 2Q20 实现营收/归母净利/扣非归母净利 41/3.7/3.4 亿元, 同比+25%/+81%/+70%。关注区域火电龙头盈利弹性与估值修复, 维持盈利预测, 预计 20-22 年 BPS 6.43/6.92/7.49 元, 20E 股息率 4.2%, 给予 20 年 0.8x 目标 PB, 目标价 5.1 元/股, 维持“买入”评级。

1H20 煤价下行及投资收益上升, 对冲发电量下滑冲击

1H20 公司发电量同比下滑 (155 亿千瓦时/yoy-11%), 主要受到年初疫情与准东-皖南特高压 19 年 9 月投运双重影响。但收入与归母净利均实现正增长, 主要得益于: 1) 公司入炉煤价与安徽电煤价格走势较为同步, 1H20 安徽动力煤 (Q5000 宿州产) 均价 579 元/吨, 同比降价 50 元/吨, 降幅 8%, 受益于煤价下行, 公司成本端压力显著下行; 2) 增值税率让利留存 (增值税率 16%下调至 13%), 不含税电价提升; 3) 参股资产盈利向好, 1H20 神皖能源/中煤新集利辛净利润分别为 3 亿/2 亿, yoy+14%/+7%, 贡献投资收益 1.5 亿元/0.9 亿元。

煤价中枢有望下移, 电价下浮风险可控

我们预计全年煤价中枢有望降低至 550 元/吨左右, 煤价下行区间, 优质火电利润弹性凸显, 根据我们测算, 公司 2020 年归母净利对煤价 (10 元/吨) 敏感性+7%。2019 年公司市场电比例为 50%, 公司指引 2020 年市场电量占比提升到 65%左右, 全年市场电折价 3.5 分/千瓦小时左右 (2020 年 4 月 30 日电话交流会)。考虑到在市场电比例大幅增长背景下, 发电公司更多基于全成本角度去进行报价, 未来市场电折价有望总体稳定甚至收窄, 电价下浮风险总体可控。

保障区域电力供应, 项目建设稳步推进

安徽定位为长三角能源基地, 从保障电力供应角度, 对煤电持正面态度。公司阜阳电厂二期项目计划 2020 年下半年正式开工建设, 公司预计在 22 年底至 23 年初投产; 公司参股桐城抽水蓄能项目, 正在进行开工前的准备工作; 钱营孜项目通过安全和达标验收, 1H20 正式移交生产。

下调盈利预测, 目标价 5.1 元, “买入”评级

特高压外送电压制发电量, 财务费用降幅不及我们的预期, 下调盈利预测, 预计 20-22 年归母净利润为 11.6/12.4/14.1 亿元 (前值: 13.5/14.2/15.9 亿元), BPS 6.43/6.92/7.49 元 (前值: 6.51/7.07/7.71 元), PB 为 0.66x/0.61x/0.56x。参考 19 年 35%分红比例计算, 公司 20E 股息率为 4.2%。参考可比公司 20 年 Wind 一致预期 PB 平均值为 0.9x, 考虑到特高压投运对安徽当地火电企业的负面影响, 我们给予公司 20 年 0.8x 目标 PB, 每股目标价 5.1 元 (前值 4.56~5.21 元)。考虑到煤价下行有望显著增厚业绩, 维持“买入”评级。

风险提示: 煤价上行风险, 电价调整风险, 发电量不及预期等。

皖能电力(000543 SZ,买入): 区域火电显著受益于煤价下行

招商银行(600036 SH,增持): 科技赋能获客, 财富管理领跑者
分析师: 沈娟(0755-23952763)(SAC No. S0570514040002)(SFC No. BPN843)
科技赋能获客, 财富管理领跑者

公司于 8 月 28 日发布 2020 年中报, 1-6 月归母净利润、营业收入分别同比-1.6%、+7.3%, 增速较 1-3 月-11.8pct、-4.2pct。净利润增速领先于上市股份行, 科技赋能零售, 获客能力强, 财富管理继续发力。我们预测 2020-22 年 EPS3.76/4.09/4.62 元, 目标价 45.81 元, 维持“增持”评级。

个人信贷投放较快, 新增存款量增质优

1-6 月年化 ROE、ROA 分别同比-2.53pct、-0.17pct 至 16.94%、1.29%。6 月末总资产、贷款、存款同比增速分别为+4.5%、+12.2%、+15.8%, 较 3 月末-9.8pct、-2.4pct、-0.8pct。Q2 新增贷款中零售贷款占比达 93%, 以住房贷款为主。1-6 月新增存款中活期存款占比达 85%, 对公与零售均强劲。Q2 净息差较 Q1 下降 11bp 至 2.45%。Q2 生息资产收益率较 Q1 下降 19bp 至 4.14%, 主要受对公端拖累; 计息负债成本率较 Q1 下降 12bp 至 1.75%, 除了得益于同业利率下行之外, 存款成本也随结构优化而较 Q1 下行 4bp。期末核心一级资本充足率较 3 月末-0.63pct 至 11.31%。

不良贷款率微升, 但隐形风险显著改善

6 月末不良率、拨备覆盖率分别为 1.14%、441%, 较 3 月末+3bp、-10pct。母公司口径对公贷款不良率较 3 月末+15bp 至 1.87%, 零售贷款不良率较 3 月末-4bp 至 0.83%。隐形风险指标显著改善, 母公司口径关注率较 3 月末-28bp 至 1.00%, 零售贷款关注率-33bp 至 1.18%; 逾期率较 3 月末-25bp 至 1.41%, 零售贷款逾期率-43bp 至 1.37%。逾期 90 天以上贷款偏离度较 19 年末-5pct 至 80%。Q2 单季年化信用成本为 1.68%, 较 Q1 低 9bp。

财富管理持续发力, 科技驱动获客实力

1-6 月中收占比 28.5%, 与 1-3 月基本持平; 中收同比+8.5%, 增速较 1-3 月-6.7pct。其中银行卡、结算与清算收入均同比小幅下降, 主要受消费下滑拖累。财富管理表现亮眼, 板块下中收同比+46.0%, 得益于理财产品规模和基金销量扩张, 招银理财实现净利润 15 亿元, 开业以来盈利能力提升迅猛。金融科技驱动线上服务效能, 获客能力提升, 金葵花以上、私行客户数量、AUM 均加速增长, 招银 APP 理财销售额和理财客户数在全行占比进一步提升, 两大 APP 的 MAU 保持较强韧性。科技投入力度持续稳定, 创新项目落地加速, 有望在客户经营、风控等多方位赋能。

目标价 45.81 元, 维持“增持”评级

鉴于公司主动加大拨备计提力度, 我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 3.76/4.09/4.62 元 (前次 4.15/4.79/5.56 元), 2020 年 BVPS25.45 元, 对应 PB1.51 倍, 可比公司 2020 年 Wind 一致预测 PB0.60 倍, 公司作为零售和财富管理引领者, 业务优势稳固, 且金融科技有望驱动获客和盈利能力持续提升, 逆境之中显示强大韧性, 应享受更高估值溢价, 我们给予 2020 年目标 PB1.80 倍, 目标价由 38.76~41.35 元上调至 45.81 元。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

招商银行(600036 SH,增持): 科技赋能获客, 财富管理领跑者

宝通科技(300031 SZ,买入): 归母净利同增 41%, 期待自研发力
分析师: 朱璐(SAC No. S0570520040004)(SFC No. BPX711)
20H1 归母净利同增 40.98%, 位于业绩预告区间中位, 维持买入评级

公司 20H1 实现营收 13.13 亿元, 同增 11.01%; 归母净利 2.35 亿元, 同增 40.98%, 业绩位于预告区间(同增 30%-50%)中位。Q2 实现营收 6.73 亿元, 同增 15.80%; 归母净利 1.17 亿元, 同增 47.26%。业绩增长主要得益于公司游戏业务稳定, 同时受投资收益分红约 6475 万元影响。考虑到自研游戏上线时间晚于我们之前预期, 我们调整 20-22 年归母净利润预测至 4.01/5.54/6.96 亿元, 20-22 年 EPS 1.01/1.40/1.75 元。采用分部估值法, 调整公司 20 年目标市值至 111.43 亿元, 目标价调整至 28.07 元(前值 34.47~35.53 元), 维持买入评级。

游戏业务表现稳定, 产品线日渐丰富

20H1 游戏业务实现营收 8.29 亿元, 同增 4.89%。易幻网络 20H1 上线的《食物语》、《造物 2》、《新笑傲江湖》表现良好, 既有精品游戏产品《三国志 M》、《万王之王》、《全民冠军足球》、《龙之怒吼》、《龙族幻想》、《遗忘之境》、《完美世界》提供稳定流水。海南高图自研发行《War and Magig》、《King's Throne》、《Dragon Storm Fantasy》在海外市场表现优秀。

下半年产品储备丰富, 自研游戏将发力构建新业绩增长点

海外游戏发行业务方面, 20H2 公司将上线《剑侠情缘 2》、《梦境链接》、《造物 2》、《决战三国》等多款产品, 其中我们预计《梦境链接》将有望成为公司又一力作; 自研游戏方面, 20H2 将有 3-4 款以上的自研产品陆续上线, 其中重点产品包括二次元手游《终末阵线: 伊诺贝塔》有望上线, 该游戏由 B 站独家代理, B 站丰富流量有望助益其表现。此外, 公司自研的《WILD WEST HEROES》也有望 H2 在海外上线, 带来新的业绩增长点。

深化布局 VR/AR, 参投公司哈视奇发展势头良好

20H1 宝通科技全资子公司易幻网络投资设立“星翼幻”, 主要为拓展 VR/AR/MR 领域新业务及结合云计算创新游戏业务新模式。7 月公司参投的 VR 游戏公司哈视奇官方宣布, 其产品《奇幻滑雪》已获得版号, 并获得华为 VR glass 首页持续推荐。宝通科技为哈视奇战略股东, 并于 2 月与哈视奇签订业务合作协议, 深化双方在 VR 领域的合作。我们认为, 哈视奇是 VR 游戏龙头公司, 宝通与其深度绑定, 为未来业务拓展打造基础。

出海龙头, 期待自研游戏发力, 维持买入评级

考虑到自研游戏上线时间晚于我们之前预期, 我们调整 20-22 年归母净利润预测至 4.01/5.54/6.96 亿元(前值 4.22/5.40/6.7 亿元), 20-22 年 EPS 1.01/1.40/1.75 元。采用分部估值法, 我们预计游戏业务净利润 3.15 亿元, 可比公司 20 年 PE 估值 24.39X, 给予公司 PE 25X 估值, 对应市值 78.75 亿元; 预计工业互联网业务净利 0.86 亿元, 可比公司 20 年 PE 估值 41.04X, 给予公司 PE 38X 估值, 对应市值 32.68 亿元, 合计市值 111.43 亿元, 目标价调整至 28.07 元(前值 34.47~35.53 元), 维持买入评级。

风险提示: 游戏上线时间和流水表现不及预期, 海外市场拓展不及预期等。

宝通科技(300031 SZ,买入): 归母净利同增 41%, 期待自研发力

京东方 A(000725 SZ,买入): 2Q 逆势增长, LCD 王者锋芒毕露

分析师: 刘叶(021-38476703)(SAC No. S0570519060003)(SFC No. BKS183)

2Q 面板跌价背景下实现扣非扭亏, 首次股权激励落地, 维持买入评级

公司 1H20 营收 608.67 亿元(YoY 10.59%), 归母净利润 11.35 亿元(YoY -31.95%), 毛利率 15.77%; 2Q20 营收 349.87 亿元(YoY 22.40%), 归母净利润 5.69 亿元(YoY -7.77%), 扣非后归母净利润 3.26 亿元(YoY 8.97%), 毛利率 16.84%, 同比提升 0.90pct, 环比提升 2.52pct。在 2Q20 面板价格下跌背景下公司仍实现 Q2 扣非净利润同比增长, 彰显出公司精细化运营能力以及全尺寸布局优势, 与此同时, 公司公告推出大额回购与首次大范围股权激励方案, 显示出对产业及公司发展前景的信心, 我们预计公司 20-22 年 EPS 为 0.18/0.29/0.39 元, 目标价 7.15 元, 维持买入评级。

产品结构的多元化使公司具备更强的盈利韧性, 高端产品快速突破

据 Omdia 数据, 7 月京东方以 26.8%和 20.4%的出货数量、出货面积份额继续占据全球大尺寸面板市场第一位。1H20 公司北京 8.5 代线单品良率创新高; 重庆 8.5 代线持续产品小型化, 生产水平进一步提升; 合肥 10.5 代线单月投入基板数创新高。公司高端产品持续突破, 1H20 8K 超高清显示屏销量环比增长超 15 倍, Oxide NB 显示屏销量同比增长超 10 倍。产品结构多元化、高端化使公司具备调整产品结构以改善盈利水平的能力, 在面对外界不确定时保持更强韧性, 从而在 2Q 逆势实现扣非净利润的增长。

拟回购不超过 20 亿元用于施行大范围股权激励计划, 彰显未来发展信心

基于对前景的信心和对公司价值的认可, 公司拟以自有资金回购 2.5-3.5 亿股(占总股本 0.72%-1.01%)用于股权激励, 回购价不高于 7 元/股, 规模不超过 20 亿元。同时公司公布首次股权激励计划, 包括 6.4 亿股股票期权和 3.41 亿股限制性股票, 约占公司总股本的 2.82%, 其中限制性股票激励对象涉及 82 名内部科学家/副总裁、173 名高级技术专家/总监、575 名技术专家/中层管理人员, 股票期权激励对象涉及 2023 名经理/高级技术骨干。

LCD 周期性弱化、涨价加速, 大陆厂商迈入收获期, 公司一马当先

据 WitsView 数据, 8 月 32 寸、43 寸 LCD 价格达到 44、83 美金, 较年初上涨 41.94%、22.06%。我们认为, LCD 原先 2-3 年的价格周期是由后进入者的扩产周期所引发, 在 10.5 代线规模效应释放的当下, 行业的进入壁垒被推高, 大陆厂商的后发优势得以强化, 韩国大厂陆续宣布退出, 行业有望进入稳定盈利的收获期, 公司作为全球 LCD 龙头, 业绩弹性可期。

2Q 逆势增长, LCD 王者锋芒毕露, 维持买入评级

基于 3Q20 LCD 加速涨价态势及行业周期性弱化预期, 考虑 20 年全球电视销量受疫情冲击, 我们维持对公司 20 年业绩预期不变, 上调 21-22 年产品均价及毛利率预期, 对应归母净利润由 76.99/113.59 亿元上调至 99.55/134.61 亿元, 参考可比公司 21 年 Wind 一致预期均值 29 倍 PE, 考虑 OLED 业务未来竞争格局、盈利能力的不确定性, 给与其 21 年 25 倍 PE 估值, 目标价由 4.44-4.97 元上调至 7.15 元, 维持买入评级。

风险提示: 韩系厂商产能退出慢于预期; 公司新产能量产进程慢于预期。

京东方 A(000725 SZ,买入): 2Q 逆势增长, LCD 王者锋芒毕露

视源股份(002841 SZ,买入): 教育及商显逆势成长, 业绩环比改善

分析师: 刘叶(021-38476703)(SAC No. S0570519060003)(SFC No. BKS183)

教育及商显业务逆势增长, 2Q20 业绩环比改善, 维持买入评级

1H20 公司实现营收 62.45 亿元(YoY -13.32%), 归母净利润 5.41 亿元(YoY -4.13%), 扣非归母净利润 4.44 亿元(YoY -16.98%), 业绩下滑主要系疫情对全球 TV 需求造成冲击, 公司板卡业务收入减少所致。受益于原材料成本下降及公司成本管控强化, 1H20 毛利率同比增加 1.28pct 至 27.27%; 但由于员工总数扩张, 1H20 管理费用率同比增加 0.78pct 至 5.19%, 研发费用率同比增加 1.46pct 至 7.75%。2Q20 营收 36.29 亿元(YoY -5.60%), 归母净利润 3.79 亿元(YoY 0.93%), 环比改善显著。我们预计公司 20-22 年 EPS 为 2.73/3.19/3.31 元, 目标价 121.12 元, 维持买入评级。

智能电视板卡渗透率提升, 部件业务向提供综合显示控制解决方案转型

新冠疫情导致全球电视机市场需求下降, 根据奥维云网数据, 1H20 全球液晶电视出货量 9206.8 万台(YoY -6.20%), 受此影响公司 1H20 液晶显示主控板卡业务营收 25.86 亿元(YoY -33.94%), 对应毛利率 18.09%, 同比减少 0.45pct。1H20 公司液晶电视主控板卡出货量 2839.13 万片, 全球占比 30.84%; 其中智能电视板卡出货量 1582.74 万片, 占公司液晶电视主控板卡出货量的 55.75%, 同比提升 8.6pct。根据中报, 公司继续拓宽部件业务应用领域, 从为客户提供单一主控板卡转变为提供综合显示控制解决方案。

疫情期间希沃积极承担社会责任, 产品种类拓展初显成效, 营收逆势增长

根据中报, 1H20 希沃推出针对高校场景的交互智能平板, 并推出新一代智慧黑板、校园小间距 LED、校园广播系统、智能讲台等多款硬件产品, 其中智慧黑板、学生终端、录播系统等产品取得了同比较快增长。疫情期间公司积极承担企业社会责任, 免费服务近 40 万老师, 进一步巩固希沃在教育信息化行业的影响力。根据奥维云网数据, 1H20 中国大陆教育交互智能平板市场销售额同比下降 23%; 公司交互智能平板产品在教育市场实现营收 22.14 亿元(YoY 5.63%), 中国大陆市占率 40.6%, 实现逆势增长。

上半年 MAXHUB V5 系列新品上市, 产品实力及领先地位进一步加强

1H 公司交互智能平板产品在企业服务市场营收 4.36 亿元(YoY 27.43%), 根据奥维云网数据, MAXHUB 交互智能平板 1H20 在中国商用平板市场市占率 32.2%, 继续保持份额第一。上半年 MAXHUB 发布全新一代 V5 系列产品, 与钉钉、华为、腾讯云、阿里云、WPS 等合作构建开放式生态系统, 为用户提供个性化的整体解决方案, 进一步加强 MAXHUB 产品实力。

以屏为器显研发之力、行交互之道, 维持买入评级

维持对公司 20-22 年 18.24/21.30/22.11 亿元的归母净利润预期, 参考可比公司 21 年 Wind 一致预期平均 29.87 倍 PE 估值, 考虑公司在教育、远程办公软件、AI 等领域的技术布局, 以及在教育信息化 2.0 背景下公司基于交互大屏的高市占率实现产品品类扩张的差异化竞争优势, 给予公司 21 年 38 倍 PE, 目标价由 86.23-91.79 元调整至 121.12 元, 维持买入评级。

风险提示: 新产品市场开拓慢于预期; 交互平板市场竞争加剧。

视源股份(002841 SZ,买入): 教育及商显逆势成长, 业绩环比改善

建发股份(600153 SH,买入): 季度利润波动大

分析师: 沈晓峰(021-28972088)(SAC No. S0570516110001)(SFC No. BCG366)

估值仍具吸引力, 维持“买入”评级

1H20, 公司实现收入 1575.4 亿元, 同比增长 23.2%; 归母净利为 22.7 亿元, 同比增长 65.2%, 低于我们预测的 24.98 亿元。考虑地产结算致淡季盈利波动大, 我们维持公司 20/21/22 年 EPS 预测 1.79/1.44/1.65 元; 给予 20 年供应链业务 10X PE, 地产业务(不含一级开发) 6.5X PE, 一级土地开发盈利 80%折价, 目标价 12.50 元, 维持“买入”评级。

淡季盈利受地产结算影响较大, 一级开发价值显著

2Q20, 公司实现收入 900.8 亿元, 同比增长 21.8%; 毛利率为 3.0%, 同比下降 2.8pct; 归母净利为 8.1 亿元, 同比下降 13.9%。受地产结算周期影响, 公司淡季盈利波动较大。截止 1H20, 公司一级土地开发剩余土地 36.34 万平(计容面积 104.64 万平); 考虑最近两次土地拍卖情况, 我们预计公司剩余一级开发盈利贡献约为 94 亿元。

供应链集中度提升逻辑不变, 毛利率略有下滑

1H20, 公司供应链业务完成收入 1415.1 亿元, 同比增长 19.8% (统计局: 1H20 社会物流总额同比-11.5%), 在大宗波动剧烈的上半年完成了份额扩张; 毛利率同比下降 1.39pct 至 1.65%。供应链业务营业利润为 10.74 亿元, 同比增长 1.8%; 我们测算分部归母净利为 7.38 亿元, 同比下降 0.3%。建发股份具备明显融资成本优势, 公司的经营策略是向中西部区域扩张, 份额仍有较大提升空间。

淡化季度盈利波动, 维持“买入”评级

受地产结算周期影响, 公司季度盈利波动较大, 我们维持公司 20/21/22 年 EPS 预测 1.79/1.44/1.65 元。供应链企业和大型地产企业对应 20 年 Wind 一致预期 PE 中值为 12.0/6.6 X; 考虑多元折价因素, 我们给予公司 20 年供应链业务 10X PE (折价 17%), 地产业务(不含一级开发) 6.5X PE (折价 1%), 一级开发盈利 80%折价, 上调目标价至 12.50 元(前值 9.36-10.65 元), 维持买入评级。

风险提示: 大宗价格大幅下滑、地产限购、一级土地开发低于预期。

建发股份(600153 SH,买入): 季度利润波动大

广汽集团(601238 SH,增持): 2Q20 经营环比改善

分析师: 林志轩(021-28972090)(SAC No. S0570519060005)(SFC No. AVU633)

2Q20 净利润同比增长 3%

广汽集团 8 月 28 日发布了半年报, 1H20 实现收入 256 亿元, 同比-10%, 归母净利润 23 亿元, 同比-53%。其中 2Q20 收入 148 亿元, 同比+6%, 归母净利润 22 亿元, 同比+3%。1H20 归母净利润好于我们预期(华泰预期 1H20 归母净利润 16 亿元)。我们认为公司上半年净利润下滑主因新冠疫情冲击所致, 随着汽车需求改善, 我们认为 2H20 公司的收入和利润将持续改善。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.69/0.93/1.05 元, 维持“增持”评级。

1H20 销量受疫情冲击出现下滑

1H20 公司汽车销量 82.5 万辆, 同比-18%。其中广汽本田销量 31.8 万辆, 同比-21%。广汽传祺销量 13.8 万辆, 同比-26%, 广汽菲克销量 1.8 万辆, 同比-51%, 广汽三菱销量 2.9 万辆, 同比-55%。广汽丰田因其产品周期较强且品牌受消费者青睐, 1H20 销量 32.1 万辆, 同比+3%。整体而言, 广汽集团 1H20 销量表现承压, 展望 2H20, 我们预计随着汽车需求复苏, 公司销量表现也有望改善。

2Q20 经营环比改善明显

1H20 公司经营受疫情冲击出现收入和净利润下滑, 但 2Q20 公司经营环比改善明显。2Q20 公司汽车销量 51.8 万辆, 同比+3%。收入 148 亿元, 同比+6%, 归母净利润 22 亿元, 同比+3%。2Q20 公司盈利能力环比也出现改善, 毛利率 6.7%(1Q20: 4.7%), 净利率 14.9%(1Q20: 1.1%)。公司净利率高于毛利率主因来自合资公司的投资收益较高, 2Q20 公司投资收益同比大幅增长 234%至 32 亿元。

合资品牌经营改善可期

广汽集团旗下两大日系品牌广汽丰田和广汽本田市场口碑较好, 颇受中国消费者青睐。即使在疫情冲击影响下, 广汽丰田 1H20 仍然实现了销量正增长, 新上市的威兰达和皓影填补了广汽丰田和广汽本田在 SUV 车型上的短缺, 同时现有的多款车型如 C-HR, 凌派等都推出了新能源版本, 以更好的满足中国消费者的需求。展望 2020-2022 年, 我们认为广汽本田和广汽丰田将是公司销量的主要支撑, 广汽传祺销量也有望随着新车型的上市企稳回升, 公司整体经营改善可期。

维持“增持”评级

基于公司 1H20 的经营表现, 我们将 2020-2022 年公司的毛利率假设下调至 6.3%/7.8%/8.5% (前值 8.1%/8.2%/8.8%), 我们将归母净利润假设下调 21%/9%/6%至 70.1/95.3/107.5 亿元。可比公司 2021 年 PE 均值为 18.6x (前次 PE 均值为 10.1x), 考虑到公司利润主要来自投资收益, 且广汽传祺处于亏损状态, 我们基于 2021 年 13.5x PE (前次 2020 年 12x-13x), 给予公司目标价 12.50 元 (前次 10.41~11.28 元)。

风险提示: 销量及利润率不及预期; 广汽传祺亏损加大。

广汽集团(601238 SH,增持): 2Q20 经营环比改善

山东路桥(000498 SZ,买入): 利润增长翻倍, 盈利能力明显改善

分析师: 方晏荷(0755-22660892)(SAC No. S0570517080007)(SFC No. BPW811)

20H1 归母净利润同比增速超 100%, 维持“买入”评级

8 月 28 日晚公司发布 20 年中报, 20H1 实现营业收入 112.2 亿元, yoy+18.7%, 实现归母净利润 4.0 亿元, yoy+120.7%, 扣非归母净利润 yoy+113.4%, 利润增速明显高于收入增速主要系毛/净利率明显提升和资产(含信用)减值损失冲回所致。19 年来, 公司筹划并推动以发行股份方式购买铁发基金和光大金瓯持有的子公司路桥集团 17.11%股权, 并募集配套资金, 20 年 8 月 19 日, 公司公告该事项获证监会无条件通过。我们认为本次重组完成后, 路桥集团将成为全资子公司, 进一步提升公司盈利能力, 预计公司 20-22 年 EPS0.78/0.90/1.04 元, 维持“买入”评级。

20Q2 单季度业绩实现大幅反弹, 订单继续保持高增长

20Q1/Q2 单季度收入增速-18.6%/58.6%, 归母净利润增速-17.6%/358.6%, 扣非归母净利润增速-11.9%/302.3%, 20Q2 单季度收入和利润增速均实现大幅反弹。20H1 公司在建和新开工大型项目较 19H1 同期增多, 完成工作量增加, 20H1 实现路桥工程施工收入 104.9 亿元, yoy+23.4%, 实现路桥养护施工收入 3.5 亿元, yoy+45.0%。20H1 公司中标订单 205.0 亿元, yoy+53.7%, 其中 Q2 单季度中标订单 160.4 亿元, yoy+41.0%, 7 月 7 日, 公司公告中标济南绕城高速公路 125.5 亿元大单, 我们认为饱满的在手订单对公司未来收入持续高增长将产生积极影响。

盈利能力同比明显改善, 管理费用控制能力增强

20H1 公司综合毛利率 10.08%, 同比提升 2.04pct, 20H1 公司期间费用率 4.33%, 同比上升 0.65pct, 其中管理/财务费用率同比分别下降 0.28/0.05pct, 研发费用率同比增加 0.98pct, 主要系 20H1 研发立项增加较多, 研发投入同比增加 1.23 亿元, 20H1 资产(含信用)减值损失冲回 0.39 亿元, 而 19H1 公司计提减值损失 0.51 亿元, 20H1 公司净利率 4.67%, 同比提升 1.93pct, 20H1 CFO 净流出 3.29 亿元, 主要系受疫情影响, 施工项目计量进度延缓且票据收款增加, 20H1 应收票据同比增加 2.36 亿元。截至 20H1 末公司资产负债率为 74.7%, 较 19H1 末小幅上升 0.9pct。

继续看好省内基建投资对公司的带动效应, 维持“买入”评级

据山东交通运输工作会议, 2020 年计划完成交通基建投资 1842 亿元, 较 19 年目标增长 15%, 省内基建投资维持较高增长。我们认为公司区域优势明显, 在手订单饱满, 同时兼具公路铁路建设能力, 有望充分受益于省内交通投资高增长, 我们维持公司 20-22 年 EPS 为 0.78/0.90/1.04 元, 参考当前可比公司 2020 年 Wind 一致预期均值 PE 为 8.54 倍, 考虑到区域基建投资高景气度, 认可给予公司 2020 年 9 倍 PE, 目标价 7.02 元(前值 6.24-7.02 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 省内基建投资不及预期, 公司盈利能力回升不及预期。

山东路桥(000498 SZ,买入): 利润增长翻倍, 盈利能力明显改善

凯文教育(002659 SZ,增持): 中报符合业绩预告, 办学成效初显
分析师: 沈晓峰(021-28972088)(SAC No. S0570516110001)(SFC No. BCG366)
中报符合业绩预告, 办学成效初显

凯文教育发布 2020 年半年报, 2020 年上半年实现营收 1.38 亿元, YoY-9.8%; 实现归母净利润-0.66 亿元, 上年同期为-0.56 亿元。上半年业绩亏损主要由于疫情冲击下培训业务及租赁业务收入大幅下降。2020 年半年度业绩预告归母净利润为-0.62 到-0.66 亿元, 中报业绩与预告相符。上半年疫情对公司业绩有一定冲击, 9 月份复课后学校业务和培训业务都有望恢复正常。我们认为公司凭借资源优势掌握了优质稀缺的国际学校资产, 服务模式可复制和可扩展性强, 向素质教育培训业务延伸空间大。预计公司 2020-22 年 EPS 为 0.01/0.16/0.32 元, 维持“增持”评级。

上半年学校和培训业务受疫情冲击, 9 月后有望恢复

2020 年上半年公司教育服务业务(主要为两所学校)收入为 1.35 亿元, YoY+4.99%; 毛利率为-7.69%, 去年同期为 1.78%。在校学生人数较上年同期增长约 30%。上半年收入增幅低于学生人数增幅, 主要由于疫情期间采取线上教学, 住宿、餐饮、校车等收入减少, 同时学校针对疫情期间学费给予了一定比例的优惠。而学校折旧摊销、教师薪酬等成本项不会减少, 还增加一部分线上授课的投入, 导致营业成本不降反增, 毛利率转负。培训业务受疫情冲击较大, 上半年收入 193.5 万元, YoY-81.85%。随着北京复课, 9 月开学后学校和培训业务都有望恢复正常。

国际学校办学初见成效, 定增及董事会换届顺利完成

2020 年 2 月朝阳学校正式获得国际文凭组织 IBDP 项目授权。2020 年两所学校首届毕业生海外申请结果喜人, 海淀学校 8 名毕业生美国 Top40 录取率为 80%, 英国 Top5 录取率为 50%, 澳洲八大录取率为 100%; 朝阳学校国际艺术班 14 名毕业生收到 QS 榜单 TOP10 本科院校 offer 合计 20 份, QS 榜单第一的伦敦艺术大学 offer 10 份。两所学校的办学成效正在初步显现。7 月公司完成非公开发行, 募集资金总额 4.72 亿元, 8 月 7 日公司完成董事会和高管换届, 为公司下一步的战略发展夯实基础。

A 股国际教育龙头, 维持“增持”评级

考虑到疫情和国际环境对留学市场不利影响, 我们下调公司盈利预测, 预计 2020-22 年归母净利润为 0.03/0.97/1.94 亿元(前值 1.03/2.14/3.54 亿元), EPS 为 0.01/0.16/0.32 元。国际教育服务业务采用绝对估值法, 合理市值下调至 40.90 亿元(前值 46.96 亿元)。由于培训业务体量较小, 且我们认为疫情对其影响是暂时性的, 不再对其进行大的估值调整, 给予其合理市值 1 亿元(前值 0.97-1.13 亿元)。再考虑到本次定增募集资金 4.72 亿元, 加总合理市值为 46.62 亿元, 对应合理股价 7.80 元, 对应 21 年 PE 48 倍。维持“增持”评级。

风险提示: 疫情反复和国际环境影响留学市场风险; 教育行业政策风险; 招生人数不达预期风险; 商誉减值风险; 培训业务不达预期风险; 管理运营风险; 教师及核心管理人才缺乏或流失风险。

凯文教育(002659 SZ,增持): 中报符合业绩预告, 办学成效初显

盛和资源(600392 SH,持有): 加大原料库存, 有望受益稀土涨价

分析师: 李斌(SAC No. S0570517050001)(SFC No. BPN269)

20H1 归母净利润 0.42 亿元, 同比下降 77%

公司发布 2020 半年报, 报告期实现营收 35.48 亿元, 同比降 7.35%; 归母净利润 0.42 亿元, 同比降 76.88%。营收和利润下滑主要受疫情/水灾等影响, 稀土等主要产品降价、锆钛产销量减少所致。我们预计 20-22 年稀土价格有望保持增长态势, 长期看钛锆供需格局也有望改善, 故维持原有预测, 预计 20-22 年 EPS 分别为 0.12/0.12/0.13 元, “持有”评级。

20H1 轻稀土价格走弱, 长期看需求有望稳步提升

20H1 乐山盛和净利润 3746 万元 (YOY+580%), 晨光稀土净利润-757 万元, 科百瑞净利润-8 万。20H1 受新冠肺炎疫情影响, 行业整体需求缩减, 除镨钕等个别重稀土品种价格保持增长外, 其他产品价格持续低迷。据百川资讯, 2020H1 氧化镨钕/氧化铽/氧化镱均价为 28.19/395.00/181.06 万元/吨, 同比增-7.22%/21.98%/20.08%; 5 月 1 日至今(0829), 氧化镨钕/氧化铽/氧化镱均价涨幅 16.75%/26.75%/1.68%, 当前缅甸封关致中重稀土供给有限, 中美贸易摩擦背景下稀土作为战略资源价值凸显, 我们预计 20-22 年有望持续涨价, 公司业绩有望改善。

积极应对疫情, 加大原料库存, 清理抵消资产

报告期, 公司积极应对疫情防护工作, 清理处置低效资产; 同时加大原料库存, 降低产成品库存, 承接加工业务; 发挥资源优势, 开展稀土矿的委托加工业务, 推动与永磁、催化剂等领域大客户的长单销售。公司与美国芒廷斯矿山运营主体 MPMO (未上市) 重构合作协议, 子公司新加坡贸易在 MPMO 的利润分红权转化为优先股认股权。晨光稀土年产 1.2 万吨稀土金属项目已完成 4 台新型万安炉的安装工作, 并于 7 月份投入使用; 科百瑞 6000 吨稀土金属技术升级改造项目已于 8 月份动工。

20H1 钛锆产销量下降, 看好长期供需格局改善

钛锆业务, 20H1 海南文盛新材营收 10.75 亿元 (YOY-17%), 净利润 1317 万元 (YOY+588%), 营收增加主要由于受疫情影响, 产销量同比下降明显。20H1 锆英砂价格呈现下降趋势, 我们预计随着高端制造行业对于金属锆、复合锆、核级海绵锆等需求的逐步恢复, 价格有望筑底回升; 20H1 钛精矿价格相对稳定, 20Q3 上涨, 我们预计随着供需格局改善, 钛精矿价格有望保持增长态势; 公司钛锆业务盈利水平有望逐渐恢复。

“稀土-锆钛”双轮驱动, “持有”评级

我们看好稀土价格的上涨, 仍维持原有盈利预测, 预计 20-22 年营收 62.06/63.51/64.09 亿元, 归母净利润 2.02/2.15/2.29 亿元。公司是国内稀土行业独具特色的混合所有制上市公司, 已形成完整的稀土产业链布局, 随着全球稀土供应多元格局的确立, 我们仍看好公司未来的发展。可比公司 2021 年 PE 均值为 64X, 我们按照公司 21 年 EPS 给予 65X, 对应目标价 7.80 元 (前值 6.89-7.21 元), 维持“持有”评级。

风险提示: 中美贸易摩擦致稀土价格波动; 锆英砂龙头产能释放超预期。

盛和资源(600392 SH,持有): 加大原料库存, 有望受益稀土涨价

宁波银行(002142 SZ,买入): 盈利增速领跑者, 龙头效应凸显

分析师: 沈娟(0755-23952763)(SAC No. S0570514040002)(SFC No. BPN843)

盈利增速领跑者, 龙头效应凸显

公司于 8 月 28 日发布 2020 年中报, 1-6 月归母净利润、拨备前利润分别同比+14.6%、+22.8%, 增速较 1-3 月-3.5pct、-10.0pct。公司保持同业领先的成长性, 在客户拓展、财富管理等方面成效显著。我们预测 2020-2022 年 EPS 为 2.57/2.94/3.51 元, 目标价 41.65 元, 维持“买入”评级。

资产快速投放, 息差环比提升

1-6 月年化 ROE、ROA 分别同比-1.88pct、-0.08pct 至 17.47%、1.11%。6 月末总资产、贷款、存款同比增速分别为+21.9%、+33.2%、+21.4%, 较 3 月末-2.0pct、+1.6pct、-2.9pct, 保持业内领先的规模增速。1-6 月净息差为 1.78%, 较 1-3 月+4bp, 但净利差较 1-3 月持平于 2.29%。净息差较 1-3 月上升的主要原因是压缩非生息的交易性金融资产, 增配贷款等生息资产。1-6 月生息资产收益率、计息负债成本率分别为 4.51%、2.22%, 较 2019 年全年-21bp、-9bp, 同业利率下行对负债成本降低形成贡献。

资产质量做实, 资本较为充裕

6 月末不良贷款率、关注贷款率、拨备覆盖率分别为 0.79%、0.59%、506%, 较 3 月末+1bp、-15bp、-18pct。资产质量进一步做实, 关注率在已披露半年报的上市银行中最低。Q2 年化不良生成率 0.73%, 较 Q1 下降 7bp, 不良生成压力小于一季度, 因此公司有余力适度降低信用成本 (Q2 年化值为 1.15%, 而 Q1 为 2019 年以来新高的 2.09%)。6 月末资本充足率、核心一级资本充足率分别为 14.57%、9.98%, 较 3 月末-63bp、+38bp。Q2 完成 80 亿元定增、赎回 70 亿元二级资本债, 因此资本充足率、核心一级资本充足率反向变动, 目前核心一级资本充足率在上市城商行中较高。

扩大客户覆盖面, 发力财富管理

公司以客户覆盖为考核要点, 持续实施“211”工程和“123”客户覆盖率计划, 客户快速增长为长期业务发展赋能。公司银行基础客户、零售公司基础客户、个人贷款客户、财富客户、私人银行客户数量分别较 2019 年末增长 8.4%、9.5%、32.0%、6.9%、28.4%。公司基于客群基础, 以公私联动模式推进财富和私行业务, 业务发展成效显著, 零售 AUM、私人银行 AUM 分别较 2019 年末增长 11.9%、28.4%。1-6 月代理业务手续费同比+53.8%, 成为中间收入同比增长 46.5%的核心驱动力。

目标价 41.65 元, 维持“买入”评级

鉴于公司上半年净利润增速已降至 15%以下, 为继续增强风险抵御能力后续或有更大的拨备计提力度, 我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 2.57/2.94/3.51 元 (前次 2.67/3.21/3.89 元), 2020 年 BVPS 16.33 元, 对应 PB 2.22 倍, 可比公司 20 年 Wind 一致预测均值为 1.07 倍, 我们认为公司成长性较高, 经营与风控禀赋优势突出, 应享受一定估值溢价, 我们给予 2020 年 2.55 倍目标 PB, 目标价由 30.40-32.04 元上调至 41.65 元。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

宁波银行(002142 SZ,买入): 盈利增速领跑者, 龙头效应凸显

天通股份(600330 SH,增持): 装备业绩亮眼, 半导体设备续突破

分析师: 李斌(SAC No. S0570517050001)(SFC No. BPN269)

20H1 归母净利润 2.12 亿元, 同比增加 83.60%

公司发布 2020 半年报, 报告期实现营收 14.09 亿元, 同比增加 19.32%; 归母净利润 2.12 亿元, 同比增加 83.60%; 归母扣非净利润 0.71 亿元, 同比增加 15.97%。业绩增长主要由于装备业务获得明显增长, 且报告期公司减持部分博创科技股份, 实现 1.20 亿元收益。我们预计随着国产替代、自主可控的推进, 公司高端装备和电子材料订单有望持续突破, 我们预计 20-22 年 EPS 分别为 0.25/0.30/0.34 元, 维持“增持”评级。

高端装备: 20H1 营收增长 33%, 下游头部客户各个突破

2020H1 高端装备营收 6.26 亿元, 同比增加 33.34%; 毛利率 27.37%, 同比减少 4.79pct。

1) 粉末成型装备: 已经成为国内 5G 陶瓷滤波器知名厂商供应商。粉体材料装备订单饱满, 市场持续突破。2) 显示装备: 积极进行 AMOLED 模组工艺设备的研发, 据中报, 目前 COF/COP, FOF/FOP 绑定设备已成功量产, 并获得行业重要客户订单。3) 晶体装备: 据中报, 开发出国际领先指标的切磨抛设备, 并得到了全球大型太阳能单晶硅制造商后段切磨抛设备的独家订单。受益于新材料、新能源、新型显示和半导体等行业景气度的持续提升, 我们预计 20-22 年装备业务有望保持快速增长。

12 寸半导体单晶生长设备研发验证初见成效, 国产替代加速

据中报, 报告期公司 12 寸半导体单晶炉软件及控制系统开发, 在头部企业现场验证初见成效。TN-HMD720 卧式硅片磨床已完成样机试制, 开发了半导体倒角机样机, 技术储备了边缘抛光机、大尺寸减薄机。公司作为长晶和研磨抛设备供应商将受益, 且当前半导体晶体生长设备、切磨抛设备位于半导体产业链的上游, 其国产化需求迫在眉睫, 我们预计 20-22 年随着大尺寸硅片加速放量, 公司半导体设备出货量有望增加。

电子材料: 软磁材料营收同比增长 10%, 压电晶体市场稳步推进

20H1 软磁营收 2.94 亿元, 同比增长 10%, 得益于多年研发和技术改造投入生产效率提高, 产品结构调整加快; 毛利率 23%, 和去年同期持平。20H1 蓝宝石营收 1.22 亿元, 同比下降 24.18%; 毛利率 13.40%, 同比减少 24pct; 主要由于 LED 芯片市场供过于求导致价格下滑; 但蓝宝石在高端智能手表表镜、智能移动终端盖板、工业医疗设备盖板和尺寸视窗类等市场仍有新增长。压电晶体领域, 公司把握声表滤波器国产化和 5G 时代机遇, 积极开拓日本、韩国市场, 据中报, 已通过了部分国外厂商的产品认证。电子部品营收 3.26 亿元, 同比增 0.61%, 毛利率 18.95%, 同比增加 2.79pct。

电子材料和高端装备崛起, 维持“增持”评级

我们维持原有盈利预测, 预计 20-22 年营收 29/31/33 亿元, 归母净利润 2.55/3.00/3.35 亿元。可比公司 2021 年预期 PE 均值 38X, 考虑到公司在半导体和显示装备上的突破, 我们给予 21 年 43XPE, 调整目标价至 12.90 元 (前值 8.19-8.70 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 蓝宝石、磁材需求增速下滑; 高端装备客户测试不及预期。

天通股份(600330 SH,增持): 装备业绩亮眼, 半导体设备续突破

海尔智家(600690 SH,买入): 家电“大船”态势积极, Q2 收入同比增

分析师: 王森泉(0755-23987489)(SAC No. S0570518120001)(SFC No. BPX070)

2020H1 收入/归母净利同比-4.29%/-45.02%, 维持“买入”评级

公司披露 2020 年中报, 2020H1 公司实现营业总收入 957.28 亿元, 同比-4.29%, 归母净利 27.81 亿元, 同比-45.02%, 其中, 2020Q2 营收同比+2.11%, 归母净利同比-22.06%。公司家电业务规模庞大, 在复杂的经营环境下, Q2 仍恢复收入同比增长, 展现出积极的经营态势与灵活的经营策略, 在公司下一个生态品牌发展战略中, 我们看好公司继续对内提效, 期待公司继续聚焦主业, 实现更优组织效率和盈利能力。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 为 1.31、1.46、1.64 元的预测, 维持“买入”评级。

全球运营下快速复工复产, 2020H1 公司海外收入实现同比增长

公司积极推动全球产业产能恢复, 收入快速恢复增长。分地区来看, 海外业务 2020H1 收入同比+0.6%, 收入占比约为 49% (占比提升 2pct), 海外运营积极借鉴国内疫情防控经验, 快速调整, 实现收入增长 (其中, H1 美国、日本、东南亚收入分别同比+6.5%、+16.3%、+7%)。国内业务 2020H1 收入同比-8.59%。其中, 中国区家电业务 2020Q1、Q2 收入分别同比-9%、+14%, 维持国内业务的效率驱动及高端引领 (高端子品牌卡萨帝品牌 H1 收入同比+7%, 其中 Q1、Q2 分别同比-7%、+21%)。

2020H1 整体毛利率同比-1.03pct

公司 2020H1 整体毛利率为 27.99%, 同比-1.03pct。其中, 2020Q2 毛利率同比-0.49pct。分产品来看, 2020H1 家电产品中空调、冰箱、洗衣机、水家电、厨电毛利率分别同比-3.19pct、-0.29pct、+0.41pct、-0.30pct、-1.78pct, 仅优势洗衣机产品毛利率有所提升, 渠道部品及综合服务毛利率同比-1.73pct。2020H1 消费流量向线上汇聚, 线上促销活动频繁, 空调产品价格竞争压力较大, 随着旧能效产品出清, 公司空调业务毛利率压力有望缓解。

2020H1 期间费用率同比提升

2020H1, 公司整体期间费用率同比提升 1.18pct。其中, 2020H1 销售费用率同比+0.40pct, 达到 14.77%。管理费用率同比+0.28pct, 为 4.54%。研发费用率同比+0.27pct, 为 2.80%。汇兑损失有较大增长, 财务费用率同比+0.23pct, 为 0.50%。

看好公司继续业务聚焦, 维持“买入”评级

我们维持 2020-2022 年 EPS 为 1.31、1.46、1.64 元的预测, 截至 2020 年 8 月 28 日, 可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均 PE 为 16.4x, 随着疫情影响减弱, 围绕海尔集团智慧家庭生态品牌战略, 公司持续提升成长质量与运营效率的措施有望逐步显现效果, 同时公司控股子公司私有化方案加速推进, 并拟出售子公司卡奥斯部分股权并出表 (预计实现投资收益约 23 亿元), 进一步聚焦家电主业, 期待公司调整后更优组织效率和盈利能力, 认可给予公司 2020 年 20x PE 估值, 对应目标价格 26.20 元 (前值 23.58 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 家电市场竞争加剧; 海外市场不及预期; 原材料价格大幅波动。

海尔智家(600690 SH,买入): 家电“大船”态势积极, Q2 收入同比增

中国外运(601598 SH,增持): 疫情拖累业绩, 下半年有望回升

分析师: 林珊(021-28972209)(SAC No. S0570520080001)(SFC No. BIR018)

受疫情影响, 公司中报归母净利润同比下滑 19.9%

中国外运发布 2020 年中报业绩: 1) 营业收入同比增长 5.2%至 396.9 亿元; 2) 归母净利润同比下滑 19.9%至 12.2 亿元; 3) 扣非归母净利润同比下滑 16.9%至 10.9 亿元。业绩下滑主因疫情导致公司货运代理和专业物流业务需求下降。今年一季度, 公司业务受新冠疫情影响较为直接。自第二季度起, 公司收入和利润企稳回升, 二季度实现归母净利润 9.7 亿元, 环比增长 302%, 同比增长 4.0%。我们维持对公司归母净利润预测不变 (2020E/2021E/2022E EPS 0.34/0.38/0.40 元), 基于 11.6x 2020E PE, 对应目标价 3.94 元, 维持“增持”评级。

空运及铁路业务量大幅提升, 代理及相关业务盈利与上年同期基本持平

今年上半年, 公司货运代理及相关业务实现营业收入 270.0 亿元, 同比增长 2.9%; 分部利润 8.9 亿元, 同比上涨 0.7%。其中, 海运代理业务利润同比下滑 26.4%至 2.5 亿元, 主因新冠疫情影响; 空运代理受益于货机运力紧张, 运价上涨, 营业利润同比大幅提升 129.6%至 1.3 亿元; 铁路代理实现营业利润 4,900 万元, 同比上涨 219.8%, 主因中欧班列开行量增加。

专业物流受疫情影响, 盈利同比下滑

上半年, 公司专业物流业务的营业收入同比上涨 1.4%至 100.7 亿元; 分部利润同比下降 17.4%至 3.2 亿元, 盈利大幅下滑主因新冠疫情影响。其中海内外市场停产停工导致项目物流业务量下降, 项目物流业务利润同比下滑 80.2%至 1,600 万元; 合同物流业务利润同比增长 15.3%, 主因自 2020 年起, 公司新并表 KLG 集团; 化工物流利润同比增长 12.0%; 冷链物流实现扭亏为盈。

电商业务受益于货量提升, 盈利大幅上涨

上半年, 公司电商业务实现营业收入 26.2 亿元, 同比大幅增长 68.4%; 分部利润实现 5,900 万元, 同比上涨 177.4%。业绩大幅上涨主因受新冠疫情影响, 跨境电商物流业务实现量价齐升。其中, 跨境电商物流和物流装备共享平台业务实现利润 4,200 万和 2,600 万元, 同比上涨 786.5%和 25.5%。

海外布局驱动公司中长期发展向好, 维持“增持”评级

上半年公司实现投资收益 5.8 亿元, 同比下滑 7.2%, 贡献公司归母净利润的 48%。另一方面, 公司于今年上半年, 完成了对欧洲 KLG 集团 100%的股权收购, 有效充实了欧洲网络, 后续将有望逐步释放和公司现有业务的协同效应。伴随全球疫情逐步控制和经济生产逐步恢复, 我们预计公司下半年业务环比将有望改善。我们维持对公司 2020/2021/2022 年归母净利润预测 25.3 亿/28.2 亿/29.3 亿元, 基于 11.6x 2020E PE (公司历史三年 PE 均值 10.8x 加 0.5 个标准差, 2020E EPS 0.34 元), 对应目标价 3.94 元(前值为 3.90-4.00 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 1) 全球疫情持续时间超预期; 2) 进出口贸易增长低于预期; 3) 跨境电商业务增长低于预期。

[中国外运\(601598 SH,增持\): 疫情拖累业绩, 下半年有望回升](#)

安车检测(300572 SZ,增持): 车检需求复苏, 运营布局稳步推进

分析师: 施静(010-56793967)(SAC No. S0570520040003)(SFC No. BMO306)

2Q20 归母净利+6%, 维持盈利预测, 目标价 94 元/股

1H20 公司实现营收/归母净利/扣非归母净利 4.0/1.0/0.9 亿元, 同比-3%/-10%/-7%, 归母净利增速符合业绩预告(-15%~+5%); 2Q20 实现营收/归母净利/扣非归母净利 2.9/0.8/0.8 亿元, 同比+2%/+6%/+5%。车检系统需求复苏, 短长期均有看点, 车检运营布局稳步推进。维持盈利预测, 预计 20-22 年 EPS 1.29/1.88/2.58 元, 给予 21 年 50x 目标 PE, 目标价 94 元/股, 维持“增持”评级。

车检系统需求正在复苏, 短期和长期均有增长看点

车检系统目前仍是公司核心业务, 市场份额领先且地位稳固。1H20 收入 3.7 亿元/yoy-4%, 毛利率 41.9%/yoy-3.1pct。1Q 疫情影响项目验收与销售回款, 2Q 检测市场下游需求增加, 带动公司车检系统当季销售回暖。公司车检系统业务短期受益于 21 年安检新标实施、尾气遥感等新设备招标逐步落地, 长期受益于下游车检站数量增长、车检升级与频次提升。我们预计公司车检系统 20-22 年收入分别为 10.2/13.1/15.6 亿元, 19-22 年 CAGR=20%, 贡献净利润预计为 1.7/2.2/2.8 亿元。

车检运营布局稳步推进, 正直并表利好管理模式输出

公司以收购作为车检运营业务推进的主要手段之一。20 年 7 月公司完成对临沂正直 70% 股权的收购, 后者也将于 2H20 并表, 有望吸收车检站运营成熟模式; 收购中检汽车 75% 股权仍在持续推进, 车检品牌建立蓄势待发。考虑到临沂并表, 我们预计 20-22 年公司机动车检测服务收入为 0.67/1.33/1.47 亿元, 19-22 年 CAGR=148%; 我们预计 20-22 年并表检测站贡献净利润为 0.15/0.40/0.50 亿元; 我们预计产业基金收购检测站有望提速, 检测站投资收益预计为 0.11/0.43/1.04 亿元。

维持盈利预测, 目标价 94 元, “增持”评级

车检系统业务有望复苏, 车检运营稳步推进。维持盈利预测, 预计 20-22 年归母净利润为 2.5/3.6/5.0 亿元, 对应 EPS 为 1.29/1.88/2.58 元, 对应 PE 59x/40x/29x。参考可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE 平均值为 50x, 公司在机动车检测行业处于领先地位, 车检运营布局进入快速成长阶段, 我们给予公司 21 年 50x 目标 PE, 每股目标价 94 元 (前值 81.06~87.50 元)。维持“增持”评级。

风险提示: 原材料价格波动风险; 检测站新建速度放缓; 遥感业务不及预期; 收购进度存在不确定性。

安车检测(300572 SZ,增持): 车检需求复苏, 运营布局稳步推进

云南白药(000538 SZ,增持): 龙头风范, 韧性十足

分析师: 代雯(021-28972078)(SAC No. S0570516120002)(SFC No. BFI915)

1H20 归母净利增长 9%

公司公告 1H20 营业收入 155.0 亿元 (+11% yoy, 其中 2Q20 +12% yoy)、归母净利 24.5 亿元 (+9% yoy, 其中 2Q20 +304% yoy)、扣非净利 18.5 亿元 (+63% yoy, 其中 2Q20 +108% yoy)。我们维持盈利预测, 预计 2020-22 年归母净利 42.9/48.9/56.2 亿元, 增速为 3%/14%/15%, 对应 EPS 3.36/3.83/4.40 元。可比公司 2021 PE 估值均值 32x, 考虑到公司龙头地位、给予 2021 年 PE 估值 35x, 目标价 134.05 元(前值 100.85-117.65 元), 维持“增持”评级。

药品: 渠道去库接近尾声, 股权激励提振士气

以药品事业部为主的母公司 1H20 实现收入 24.6 亿元 (-3% yoy)、毛利率 56% (+3pct), 我们预计药品部 2020 年内生收入增速有望重回 10%, 长期增量依赖外延: 1) 销售人员士气经过 2017-18 年去库存的低落、2019 年涨薪后的恢复, 2020 年受益于股权激励落地将显著提振; 2) 2020 年考核更加精细化(省区指标在发货与利润上增加纯销), 人员结构持续优化(削减商务人员、增派终端营销); 3) 积极寻找关节等契合公司骨科领域的产品引入机会。

大健康: 市占率持续提升

健康产品公司 1H20 收入同比增长 12%至 27.6 亿元, 净利率同比下降 3.2pct 至 35.4%, 我们认为大健康部 2020-22 年收入端复合增速有望超 15%: 1) 牙膏市场维持高个位数增长, 白药品牌市占率持续提升; 2) KA 渠道平稳, 分销渠道不断深耕、对不饱和区域增加分销商挖潜市场; 3) 多肽牙膏等高毛利新品的规模起量抬高毛利率; 4) 规模效应与媒介分散化下的广告费率边际递减。

医药商业与中药资源部表现平稳

1) 医药商业 1H20 收入同比增长 13%至 101 亿元, 毛利率同比持平约 8.5%, 近年增长依赖并购地区小公司, 未来增长动力来自于医院药房的供应链延伸与并购企业的经营效率提升。2) 我们预计中药资源部 1H20 收入表现平稳, 公司计划以“白药养生云平台”为主体开拓健康养生新模式, 目前在市内机场、高铁、旅游区开店, 未来计划区域扩张。

经营指标稳健

1) 1H20 销售费率同比下滑 1.5pct 至 12.5%, 疫情期间消费品龙头均出现费率下降, 我们预计与龙头的品牌力有关; 2) 1H20 管理费率同比下降 1.0pct 至 1.3%, 主因 1H19 包含股权转让费用、交割期费用等抬高基数; 3) 1H20 财务费率同比下降 0.6pct 至 -0.2%, 主因吸并后账面资金增厚; 4) 1H20 其他应收款相比较于 2019 年底增长 6.1 亿元至 20.0 亿元, 其中 4.3 亿元为市场维护费及折扣与折让。

风险提示: 医保控费超预期, 外延收购不达预期。

云南白药(000538 SZ,增持): 龙头风范, 韧性十足

兴业银行(601166 SH,买入): PPOP 较快增长, 风险收敛显著

分析师: 沈娟(0755-23952763)(SAC No. S0570514040002)(SFC No. BPN843)

PPOP 较快增长, 风险收敛显著

兴业银行于 8 月 28 日发布 2020 年中报, 1-6 月归母净利润、PPOP (拨备前利润) 分别同比-9.2%、+12.6%, 增速较 1-3 月-15.9pct、+7.2pct。公司拨备前利润增长亮眼, 资产质量指标显著向好。我们预测 2020-22 年 EPS 2.98/3.13/3.52 元, 目标价 20.47 元, 维持“买入”评级。

净息差基本稳定, 负债端贡献突出

1-6 月年化 ROE、ROA 分别同比-3.30pct、-0.15pct 至 12.02%、0.90%。1-6 月营收同比+11.2%, 较 1-3 月+5.7pct, 主要由其他非息收入贡献。6 月末总资产、贷款、存款同比+7.9%、+16.0%、+10.9%, 均较 3 月末略有下降。Q2 加大个贷投放力度, 新增个人贷款占比为 57%。1-6 月净息差为 1.93%, 较 2019 年-1bp。1-6 月生息资产收益率、计息负债成本率分别为 4.13%、2.46%, 较 2019 年-17bp、-20bp。负债端成本改善明显, 一是受益于同业利率下行(公司同业负债占比较高, 6 月末超过 30%), 二是存款成本较 2019 年降低 7bp。

风险指标明显好转, 增强抵补能力

6 月末不良率、拨备覆盖率分别为 1.47%、215%, 较 3 月末-5bp、+16pct。关注贷款率 1.67%, 较 3 月末-40bp。Q2 不良率下降幅度居上市股份行首位, 风险抵补能力进一步增强。不良率下降主要受对公贷款不良率驱动(较 2019 年末-31bp), Q2 年化不良生成率 1.92%, 较 Q1 上升 31bp。公司加大拨备计提力度, 1-6 月信用减值损失同比+41.8%, 贷款、非标资产均计提了较多减值损失。6 月末资本充足率、核心一级资本充足率分别为 12.73%、9.04%, 较 3 月末-0.54pct、-0.48pct, 资本内生能力减弱。

转型成效显著, 中间收入高增

公司坚持“表内外两个布局”, 通过放大表外空间拓宽收入来源。1-6 月中间业务收入同比+28.4%, 增速较 1-3 月+0.6pct, 处于行业领先水平, 对公零售的中收同时发力。对公方面, 投行业务收入同比+20%。截至 8 月 28 日, 2020 年非金融企业债务融资工具承销规模 4477 亿元, 承销规模与只数均蝉联同业第一。零售方面, 银行卡、代理业务收入分别同比+29%、+62%。我们认为银行卡收入增长主要受信用卡分期手续费贡献。代理业务高增长主要由于公司将财富管理作为重要发力方向, 6 月末私行客户数、私行 AUM 分别同比+30%、+33%。兴银理财上半年净利润为 1.03 亿元。

目标价 20.47 元, 维持“买入”评级

鉴于公司主动加大拨备计提力度, 我们预测 2020-22 年 EPS 为 2.98/3.13/3.52 元(前值为 3.43/3.81/4.28 元), 2020 年 BVPS 25.59 元, 对应 PB 0.62 倍。可比公司 2020 年 Wind 一致预测 PB 0.72 倍, 公司以“商行+投行”驱动高质量发展, 应享受估值溢价, 我们给予公司 2020 年目标 PB 0.80 倍, 目标价由 20.31~21.35 元调整至 20.47 元。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

兴业银行(601166 SH,买入): PPOP 较快增长, 风险收敛显著

中信证券(600030 SH,买入): 投资收入上升, 净利表现优秀(更正)
分析师: 沈娟(0755-23952763)(SAC No. S0570514040002)(SFC No. BPN843)
(更正: 原第 1 页末段“PE”数据更正为 25、23 和 22 倍)

投资业绩上升增厚利润, 龙头地位稳固、布局前瞻

2020H1 归母净利润 89.3 亿元, 同比+38.5%; 营业收入 267.4 亿元, 同比+22.7%; 基本 EPS 为 0.70 元, 加权 ROE 为 5.07% (未年化), 和业绩快报基本一致。综合看来, 公司投资收入增厚净利润, 经纪、投行、资管净收入均正增长。公司龙头地位稳固, 预计 2020-2022 年 EPS1.24/1.37/1.46 元, BPS14.17/14.85/15.58 元, 维持买入评级, 目标价 36.83 元。

金融投资稳步扩张、投资业绩增长显著, 证券融资类规模行业领先

投资业务增长是净利增长核心。2020H1 自营净收入 118 亿元, 同比+64%, 主要来自于公司公允价值变动收益增长。金融资产投资规模持续增长。20H1 末交易性金融资产中股票余额 911 亿元, 较年初+47%; 债券类余额 (交易性金融资产中债券和其他债权投资) 合计 2549 亿元, 较年初+21%。证券融资类规模行业领先。20H1 末两融融出资金 818 亿元, 较年初+21%, 测算市占率 7%。其中融券余额 68 亿元, 测算市占率 21%。2020H1 利息净收入 8 亿元, 同比-41%, 逆行业趋势下降, 主要系利息支出同比+17%。

投行业务维持领先地位, 私募股权投资利润优异

公司投行业务保持优势, 加强客户全产品覆盖。20H1 A 股主承销规模市场份额 20.3%, 延续市场第一水平。其中 IPO 规模 100 亿元, 再融资规模为 1218 亿元。债券承销金额占同业承销总额 12.9%, 维持同业第一水平。A 股重大资产重组金额约 2325 亿元, 市场份额 58.2%, 排名上升至行业第一。20H1 投行净收入 22 亿元, 同比+23%。股权投资业绩优异。另类投资子公司中信证券投资 20H1 净利润 9.8 亿元, 占集团净利润 11%, 预计主要受益于科创板跟投收益和股权投资收益兑现。

经纪市占率提升、代销收入增长显著, 资管增速优于同业

财富管理转型升级实践, 金融产品体系与销售能力业内领先。受益于中信华南并购完成, 20H1 股市市占率上升至 6.3%。20H1 经纪净收入 50 亿元, 同比+32%, 其中代理买卖净收入同比+26%、代销金融产品收入同比+123%。资管坚持“扩大主动管理规模、发展权益产品”, 20H1 末资管 1.4 万亿元, 较年初+2%。20H1 资管净收入 33 亿元, 同比+23%。其中券商资管净收入 9 亿元, 同比+26%; 基金净收入 24 亿元, 同比+22%。

稳健均衡优势显著, 有望强者恒强

公司业务稳健均衡、布局前瞻。考虑到当前市场景气度上行, 上调市场股基成交额、公司 IPO 与债券承销规模、金融资产投资规模和收益等假设, 预计 2020-2022 年 EPS1.24/1.37/1.46 (前值 1.10/1.21/1.32), 对应 PE25、23 和 22 倍。预测 2020-2022 年 BPS14.17/14.85/15.58 (前值 14.10/14.70/15.36), 对应 PB1.70、1.61 和 1.52 倍。可比公司 2020PBWind 一致预期平均数 1.52, 考虑资本市场改革深化加速, 且公司为行业龙头优先受益, 给予 2020 年目标 PB 溢价至 2.6 倍, 目标价 36.83 元 (前值 25.38 - 26.79 元), 维持买入评级。

风险提示: 业务开展不及预期, 市场波动风险。

中信证券(600030 SH,买入): 投资收入上升, 净利表现优秀(更正)

首旅酒店(600258 SH,增持): 酒店行业复苏, 新开店逆势增加
分析师: 沈晓峰(021-28972088)(SAC No. S0570516110001)(SFC No. BCG366)
2Q 酒店经营指标环比改善, 展店有望提速

1H20 营收 19.04 亿/yoy -52.27%, 归母净利润-6.95 亿(1H19 为 3.68 亿), 扣非净利润-7.05 亿(1H19 为 3.36 亿)。2Q 营收 11.04 亿/yoy -46.08%, 归母净利润-1.69 亿, 环比 1Q 亏损缩小 67.86%。2Q 酒店经营指标环比 1Q 显著改善, 公司新开店速度较去年同期逆势增长。下半年行业景气有望持续复苏, 公司改造经济型产品, 采用中高端品牌集群策略展店, 非标品牌扩张, 持续推动产品结构优化, 扩大市场份额。维持原盈利预测, 20/21/22 年 EPS 为 0.06/0.97/1.16 元, 调整目标价为 24.25 元, 维持增持。

疫情拖累公司营收同比大幅下滑, 酒店和景区板块净亏损

1H20 年酒店运营收入同比下降 54.67%, 酒店管理收入同比下降 35.62%。酒店板块整体利润总额为-8.54 亿元(去年同期为 4.38 亿元)。景区运营收入 0.71 亿元, 利润总额为-0.07 亿元(去年同期为 1.19 亿元)。受会计政策调整影响, 1H20 毛利率下降 112.15pct 至 -18.01%; 销售费用率/管理费用率同比下降 59.53pct/上升 4.18pct 至 6.87%/16.72%。财务费用率同比上升 0.25pct 至 1.97%。1H20 归母净利率同比下降 45.71pct 至 -36.5%。

随疫情缓解后出行市场回暖, 2Q 酒店 RevPAR 改善明显

公司旗下酒店(不含管理输出) 2Q OCC 同比下降 25pct, 较 1Q 降幅 41.7pct 显著收窄, ADR 同比下降 26.2%, 较 1Q 的降幅 14.1%有所扩大, 综合来看, 2Q RevPAR 同比降幅为 49.3%, 较 1Q 同比降幅 61.7%有较大幅度收窄。2Q 经济型酒店 RevPAR/ADR/OCC 同比下降 48%/25.3%/25.3pct; 中高端酒店 RevPAR/ADR/OCC 同比下降 55.2%/35.6%/22.3pct。以同店数据看, 2Q 经济型酒店 RevPAR/ADR/OCC 同比下降 49%/25.4%/26.4pct; 中高端酒店 RevPAR/ADR/OCC 同比下降 55%/32.2%/25.2pct。

下半年展店速度有望进一步提升, 持续推进酒店结构优化

1H20 新开/净开酒店 250/6 家, 对比 1H19 的 234/68 家, 新开店较去年同期逆势增长, 因疫情关店数提升。继续推进轻资产化、中端升级和软品牌, 新开店中加盟店、中高端与云品牌占比分别为 96.8%、36%和 32%。截至 1H20, 公司酒店数量为 4456 家, 加盟占比达 81.44%。主品牌酒店 3515 家, 其中, 中高端占比达 28.56%, 较去年同期提升 3.57pct。根据中报, 公司全年维持新开 800~1000 家门店计划, 下半年展店较上半年将提速。

行业景气持续恢复, 公司加速展店, 扩大份额, 维持增持

截止 6 月底, 公司升级改造 16.41%的经济型门店, 中高端通过品牌集群策略加速展店, 以云品牌转化单体酒店。2H 行业有望持续回暖。公司为行业龙头, 未来有望利用品牌、体系赋能优势, 提升市场份额。维持盈利预测 20/21/22 年 EPS 为 0.06/0.97/1.16 元, 可比公司锦江酒店 Wind 一致预期 30.43X 21PE, 我们预计锦江展店速度略高于首旅, 给予首旅 21 年 EPS 目标估值 25X, 调整目标价为 24.25 元(前值 24.25~29.10 元), 维持增持。

风险提示: 疫情复发风险; 出行需求下降风险; 公司开店速度不及预期。

首旅酒店(600258 SH,增持): 酒店行业复苏, 新开店逆势增加

新和成(002001 SZ,增持): 维生素量价齐升, 二季度加速增长

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

中报营收同比增 37%, 归母净利润同比增 91%

新和成披露 2020 年中报, 上半年实现营收 52.9 亿元, 同比+36.8%, 实现归母净利润 22.1 亿元, 同比+91.4%, 对应 EPS 为 1.03 元。其中二季度实现收入 26.7 亿元, 同比增 31.5%, 实现归母净利润 13.1 亿元, 同比增 103.2%。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.92/2.10/2.37 元, 维持“增持”评级。

维生素量价齐升带动业绩增长

据博亚和讯, 2020 年 1-6 月 VA (50 万 UI/g, 下同)、VE (50%, 下同)、VH (2%, 下同) 平均报价分别为 432、67、260 元/千克, 较 2019H1 均价分别提升 16.4%、52.0%、372%。公司上半年公司营养品板块维生素产品销售价格和销售量均有不同程度的提升, 业务营收同比上涨 54.4%至 37.2 亿元, 毛利率同比增 17.7pct 至 63.4%。香精香料、新材料业务营收分别同比变动+15.4%/-0.5%至 10.5/3.1 亿元, 毛利率分别同比变动-2.7/+15.7pct 至 56.8%/42.7%。收入体量增长下, 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比下降 0.5/1.0/0.8/0.3pct 至 2.5%/3.4%/4.1%/1.4%。

淡季检修助维生素市场热度回升, 公司新建项目进展顺利

据博亚和讯, 8 月 27 日国内 VH/VE/蛋氨酸报价分别为 120.0/67.5/18.25 元/千克, 较 6 月底价格下跌 35.1%/2.17%/7.6%, VA 报价 435 元/千克, 与 6 月底持平, 较 3 月底下跌 18.7%, 但 8 月以来伴随 VA、VE 国内及欧洲厂家停产检修, 叠加需求改善, 部分厂家报价有所回升, VH 等小品种需求好转, 部分厂家停报。据公司中报, 蛋氨酸二期项目年产 10 万吨生产线已进入试生产阶段, 将逐步释放产能; 黑龙江新昊电完成转固, 黑龙江工业园一期生物发酵项目进度 99%。新项目将增强公司营养品多元化布局, 持续助力成长。

维持“增持”评级

考虑当前维生素价格走势, 我们上调公司 2020-2022 年 EPS 分别至 1.92/2.10/2.37 元(原值 1.82/2.05/2.32 元)。结合可比公司估值水平(2020 年 Wind 一致预期平均 21 倍 PE), 考虑华宝股份因电子烟概念拉高平均估值, 给予公司 2020 年 19 倍 PE, 对应目标价为 36.48 元(原值 32.76-38.22 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 下游需求低于预期风险, 维生素供给协同不达预期风险, 新项目推进不达预期风险。

新和成(002001 SZ,增持): 维生素量价齐升, 二季度加速增长

奥福环保(688021 SH,增持): H1 业绩稳增, 国内发力抵消出口疲软
分析师: 王玮嘉(021-28972079)(SAC No. S0570517050002)(SFC No. BEB090)
2020H1 净利同比增 25.0%, 维持“增持”评级

奥福环保发布中报, 2020 年上半年实现营收 1.50 亿元, 同比+14.5%, 实现归母净利润 0.43 亿元, 同比+25.0%, 对应 EPS 为 0.55 元; Q2 单季度, 公司实现收入 0.80 亿元, 同比+22.1%, 环比+13.1%, 实现归母净利润 0.22 亿元, 同比+22.7%, 环比+6.6%。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.13/1.62/2.08 元, 维持“增持”评级。

疫情压制出口订单, 存量客户升级及拓展新客户并行

上半年疫情拖累公司出口订单, 公司在保证现有国内客户国五需求基础上, 通过提供排放升级服务及拓展新客户, 实现业绩稳步增长。截止 2020 年 6 月 30 日公司已通过 11 家主机厂 28 种机型样件测试, 已获取国六燃气车型式检验公告 817 项; 国六柴油车型式检验公告 127 项, 汽油车型式检验公告 5 项, 母公司/子公司重庆奥福分别实现净利 3725/957 万元。2020H1 综合毛利率 53.6%, 同比降 1.9pct, 其中 2020Q2 综合毛利率 52.5%, 同比降 6.1pct, 环比降 2.5pct。公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动 +0.3/-1.2/+1.0/-2.3pct 至 4.4%/7.9%/8.8%/0.6%。

国六逐步实施提升市场容量, 公司扩产积极应对

2019 年我国重型燃气车已开始实施国六标准, 轻型汽车和城市车辆的国六标准将于 2021 年 1 月 1 日实施, 重型柴油车国六标准将于 2021 年 7 月 1 日全面实施, 部分地区提前实施国六标准。据公司公告, 在重型柴油车领域, 奥福环保已实现将 DOC、DPF、SCR 和 ASC 载体得以全面使用, 截至 2020 年 6 月 30 日, 山东 400 万升 DPF 载体项目已投入资金占预算额的 16.9%, 部分设备已安装完毕, 正在进行调试, 重庆二期项目已投入资金占预算额的 84.1%, 主体建筑已完工, 部分设备已安装完毕。伴随 2021H1 重型柴油车国六完全实施, 公司订单量有望迎来快速增长期。

维持“增持”评级

奥福环保是国内蜂窝陶瓷领域代表性企业, 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.13/1.62/2.08 元 (维持前值), 结合可比公司估值水平 (2021 年 Wind 一致预期平均 36 倍 PE), 考虑公司整体业绩增长趋势依靠国六标准落地后的市场扩容及进口替代, 逻辑与国瓷材料及艾可蓝更近似, 给予公司 2021 年 40 倍 PE, 对应目标价 69.66 元 (原值 36.16-39.55 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 行业政策实施低于预期风险, 汽车行业景气度低于预期风险, 公司产品认证进度低于预期风险。

奥福环保(688021 SH,增持): H1 业绩稳增, 国内发力抵消出口疲软

蓝光发展(600466 SH,买入): 盈利节奏平稳, 投融资结构优化

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

2020H1 归母净利稳健增长, 下半年销售有望平稳修复

8 月 27 日公司披露 2020 半年报, 2020H1 实现营收 158.0 亿, 同比+8.7%; 实现归母净利 13.6 亿, 同比+7.5%。上半年结算量、质平稳, 下半年随着集中推盘入市销售有望平稳修复。报告期末公司已售未结充裕, 全年盈利保有稳健增长潜力。我们维持 2020-2022 年盈利预测, 预计 EPS 为 1.66、1.92、2.18 元(最新股本摊薄), 维持“买入”评级。

结算节奏平稳, 短期盈利保有增长潜力

2020H1 公司地产结算平稳增长, 营收同比+8.7%至 158.0 亿。报告期虽然毛利率同比-2.1pct 至 27.3%, 但是归母净利依然实现 7.5%的稳健增长: 1、期间费用率同比改善 1.4pct; 2、投资净收益由去年同期的-0.2 亿提升至 1.3 亿; 3、少数股东损益占净利润的比重同比-6.1pct 至 9.9%。报告期末公司已售未结较 2019 年末净增 74.7 亿至 756.3 亿, 为 2019 全年营收的 193%, 全年盈利保有持续增长潜力。

疫情影响销售节奏, 精准投资优化土储

2020H1 公司实现销售金额 380.6 亿, 同比-18.2%, 合并报表权益金额 272.2 亿, 同比-22.1%。销售同比回落主要源于疫情影响供货节奏, 随着下半年集中推盘入市, 销售增速有望平稳修复。2020H1 新增土储总建面 588.5 万平, 同比-13.3%, 76%位于华东和华中地区; 上半年投资强度(面积口径) 140.9%, 较 2019 全年+38.6pct。报告期末公司净负债率 105.7%, 扣除预收账款的资产负债率 68.6%(半年报口径)。报告期大公国际将公司主体评级上调至 AAA, 今年以来公司通过公司债、美元债、中票、办公物业类 REITs 等多元渠道优化负债成本和结构。

物业延续高增长成色, 剥离迪康聚焦地产主业

2020H1 物业平台蓝光嘉宝实现营收 11.7 亿, 同比 25.0%; 实现净利 2.4 亿, 同比+30.8%; 期末在管面积 8988 万平, 合约面积 1.41 亿平, 分别同比+25.4%和+20.4%。6 月证监会核准公司所持 1.15 亿股蓝光嘉宝境内未上市股份转为境外上市, 流动性提升的同时丰富境外融资渠道。7 月公司公告拟将成都迪康药业 100%股权转让给汉商集团和汉商大健康, 公司预计增加当期损益约 2.47 亿, 利于公司集中资源专注地产和现代服务主业。

“人居蓝光+生活蓝光”引领高质量发展, 维持“买入”评级

2020 年 6 月公司公告拟斥资不超过 4.62 亿进行回购, 全部用于股权激励, 为新一轮成长发展蓄力。我们维持 2020-2022 年盈利预测, 预计 EPS 为 1.66、1.92、2.18 元(最新股本摊薄), 考虑权益性永续债利息分配后, EPS 为 1.56、1.82、2.08 元。参考可比公司 2020 年 6.6 倍 PE 估值, 鉴于三四线城市销售不确定性, 给公司 2020 年 4.5 倍 PE 估值, 目标价 7.02 元(前值 7.07-7.85 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情影响; 行业政策风险; 三四线市场风险; 异地拓展待检验。

蓝光发展(600466 SH,买入): 盈利节奏平稳, 投融资结构优化

东方明珠(600637 SH,增持): 扣非净利同增 5%, 发力 BesTV+
分析师: 朱璐(SAC No. S0570520040004)(SFC No. BPX711)
东方有线并表提振有线电视收入, 维持增持评级

公司 20H1 分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 59.00/10.02/7.50 亿元, 同比 +3.41%/-5.49%/+5.02%; 东方有线并表后, 公司整体营收有所提振, 但受疫情影响, 公司主营业务承压, 我们下调盈利预测, 预计 2020-2022 年归母净利润 15.84/17.65/20.05 亿元, EPS0.46/0.52/0.59 元。可比公司 2020 年行业平均 PE 水平 27.88X, 存在广电整合溢价因素, 公司业务多元化, 较行业平均估值应有折价, 给予公司 2020 年 25X PE 估值, 调整目标价为 11.50 元, 维持增持评级。

并表东方有线提振营收, 公司整体营收及扣非归母净利小幅增长

虽受疫情冲击, 公司并表东方有线提振有线电视收入, 带动媒体网络业务收入同增 73.64% 达 24.84 亿元; 文旅消费业务收入同增 105.25% 达 18.7 亿元, 系杨浦滨江项目实现销售; 视频购物及影视互娱业务受疫情冲击, 营收分别同降 58.61% 和 21.19% 至 12.05 亿元和 2.96 亿元。分季度看, 公司 20Q1 扣非归母净利润同比下降 16.85% 至 2.18 亿元; 而 20Q2 公司扣非归母净利润实现 5.33 亿元, 同增 15.10%, 公司盈利能力有所恢复。

依靠全牌照运营优势拓展用户基础, 持续发力 BesTV+流媒体战略

截至 2020 年 6 月底, 公司 BesTV 融合渠道平台服务 5823 万 IPTV 业务用户, 拥有 4566 万 OTT 业务用户、1800 万互动点播用户; 东方购物会员数提升至 1250 万。公司继续以 BesTV 融合渠道平台为核心, 为用户提供多内容、多服务、多场景、跨终端的融合媒体产品与服务, 旗下不同平台用户数维持增长态势。公司拥有包括 IPTV、OTT 等稀缺牌照, 及 IPTV、互联网电视、有线电视等完整的用户触达渠道, 持续有效推动 Best+TV 流媒体战略发展, 扩大用户规模, 商业变现能力有望提升。

顺应媒体融合趋势及广电 5G 国家战略, 同时积极探索智慧城市建设

公司依托广电 5G 国家战略, 2020 年拟出资 5 亿参与发起组建中国广播电视网络股份有限公司; 推进 5G 建设及 700M 清频在内的国网项目, 助力后续业务转型升级。同时, 公司不断探索广电 5G 产业外延, 参与智慧城市建设项目。8 月 27 日, 公司与中国电科共同宣布成立中电科东珠, 拓宽传统物联网和智慧城市建设项目, 形成对新一代信息基础设施的建设布局。

公司业务受疫情冲击, 影响尚未完全显现, 维持增持评级

公司业务受疫情冲击较为明显, 上半年因为东方有线并表同比基数低的原因, 对业绩的拖累还不明显, 但预计全年口径下会进一步显现 (东方有线 19Q4 开始并表), 因此我们下调公司盈利预测, 预计 2020-2022 年净利润为 15.84/17.65/20.05 亿元 (前值 2020-2021 年 17.74/18.22 亿元), EPS 为 0.46/0.52/0.59 元。可比公司 2020 年行业平均 PE 水平 27.88X, 存在广电改革的估值溢价, 公司业务多元化, 较行业平均估值应有折价, 给予公司 2020 年 25X PE 估值, 调整目标价为 11.50 元, 维持增持评级。

风险提示: 付费电视用户数量下降、视频购物业务收入下降。

东方明珠(600637 SH,增持): 扣非净利同增 5%, 发力 BesTV+

绿盟科技(300369 SZ,增持): 上半年盈利能力显著提升

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

公司 2020H1 收入增长 5.5%，归母净利润增长 176%

公司 2020 上半年营业收入 5.50 亿元，同比增长 5.50%，归母净利润亏损 0.31 亿元(2019H1 亏损 0.33 亿元)，扣非后净利润亏损 0.485 亿元(2019H1 亏损 0.484 亿元)。我们认为，公司渠道收入有望步入快车道，今年增长空间仍可期。预计公司 20-22 年 EPS 0.38/0.46/0.55 元，维持“增持”评级。

2020H1 毛利率同比提升 1.07pct，期间费用率下降 1.73pct

公司 Q1 营收同比下滑 13.74%，Q2 同比增长 16.66%，收入增速回暖。公司 H1 毛利率为 73.09%，同比提升 1.07pct，销售回款 8.65 亿元，同比增长 36.37%，收入质量显著改善。上半年期间费用率为 83.4%，YoY -1.7pct。其中由于疫情导致人员差旅减少，销售费用率 44.1%，YoY -2.1pct；管理费用率为 12.1%，YoY 0.1pct，较为平稳；研发费用率为 27.2%，YoY -1.1pct，由于受疫情影响，个别区域研发投入减少及社保减免导致；财务费用率为 -0.002%，YoY 1.4pct，由于上半年到期保证金利息收入增加。

服务收入占比 35.4%，同比提升 1.3pct

2020H1，安全产品与安全服务分别实现收入 3.21 亿元、1.95 亿元，YoY 0.76%/9.44%，安全服务收入占比 35.4%，同比提升 1.3pct。公司下游服务需求中，三方面值得关注：(1) 随着等保、HW 在下半年陆续开展，下游客户对于专家服务需求有望加速增长。(2) 安全运营中心进展顺利，公司推出“智慧城市安全运营中心”、“行业安全运营中心”及“企业一体化安全运营服务”等解决方案后，上半年发布以运营为中心，智能化、全场景的统一安全管理平台，提升安全运营效率。(3) 计算场景与客户结构的变化，有望提升安全 SaaS 需求。

渠道体系趋于完善，今年有望步入快车道

根据公司 2020 年合作伙伴峰会，今年绿盟科技正式进入渠道 2.0 时代，公司预计今年渠道业务占比有望达 50%。公司成立渠道战略委员会，邀请合作伙伴 CXO 加入，为双方合作出谋划策。同时，投入丰厚的资金用于渠道激励，构建完善专业的 NSP 渠道服务体系，开放安全服务市场空间给合作伙伴。通过开放渠道商务系统，渠道自主签约、项目报备、授权函申请、特价单申请、自主下单、自主核算业绩激励、返点等全流程可视化，让合作变得更加简单、高效、透明。另外，8 月 18 日，公司与太极股份(002368 CH，无评级)达成战略合作，有望帮助公司开拓“信创”市场。

目标价 23.18 元，维持“增持”评级

我们认为公司渠道收入有望步入快车道，今年增长空间仍可期。我们维持盈利预测，预计公司 20-22 年，归母净利润分别为 3.01/3.70/4.42 亿元，EPS 分别为 0.38/0.46/0.55 元。参考可比公司 Wind 一致预测 20 年平均 PE 61 倍，给予公司 20 年 61 倍 PE，目标价 23.18 元(前值：20.01~22.27 元)，维持增持。

风险提示：行业增速不及预期，公司竞争力下滑，核心技术人员流失。

绿盟科技(300369 SZ,增持): 上半年盈利能力显著提升

特发信息(000070 SZ,增持): 利润符合预期,“新基建”业务加速

分析师: 付东(SAC No. S0570519080003)

利润符合业绩预告,“新基建”业务加速

公司上半年实现营收 16.64 亿元 (YoY-21.98%); 实现归母净亏损 0.41 亿元 (1H19: 净利润 0.67 亿), 营收与利润下滑主要系疫情影响, 净亏损位于业绩预告中位偏上, 符合预期。2Q 单季度实现营收 10.22 亿元 (YoY+ 15.34%), 经营逐步回稳; 实现归母净利润 0.26 亿元 (YoY-15.98%)。中长期来看, 我们认为公司作为深圳本地国企, 在“新基建”背景下有望依托多年积累的 To B 和 To G 市场拓展能力, 加速信息化业务拓展。我们预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.11/0.39/0.50 元, 维持“增持”评级。

电子设备业务实现快速增长, 光通信业务上半年受疫情影响

疫情虽对客户招投标进度、公司施工进度与海外销售造成暂时性影响, 但公司紧抓“新基建”机遇, 完善 5G、大数据中心、工业互联网等领域的战略布局。电子设备业务方面, 受军工客户需求驱动, 公司电子设备实现收入 8,330 万 (YoY+60.07%)。上半年子公司成都傅立叶军用大数据业务稳定发展, 持续获得用户订单; 神州飞航签订合同额创其历史新高, 并实现数据采集产品在重大型号配套上的突破。光通信业务方面, 上半年公司光纤光缆收入为 6.24 亿元 (YoY-16.85%), 通信设备收入为 8.9 亿元 (YoY-29.64%)。

毛利率略有下降、费用率略有提升, 在建工程较上年末增长 24.36%

公司上半年综合毛利率为 14.76%, 同比略降 0.51pct。由于本期新增四川华拓并入销售费用, 及电力板块运输费用增加, 上半年销售费用率同比 1.71pct 至 4.44%。管理费用率(含研发)上升 2.09pct 至 9.79%。由于智慧城市创展基地建设项目建设投入, 截至 6 月末, 公司在建工程较上年末提升 24.36%至 2.17 亿元。

军工信息化业务景气提升,“新基建”带来新机遇

我们认为军工信息化水平的提升将推动公司相关业务的持续快速发展。此外, 在政策驱动下, “新基建”业务有望加速落地。子公司深圳市特发信息数据科技已取得 ISP 和 IDC 两大运营资质, IDC 业务有望加速发展, 其智慧城市项目正在有序建设中, 预计将于 2020 年第四季度建设完工投入使用。公司积极参与“新基建”项目建设, 上半年筹划设立深圳市特发信息技术服务有限公司, 进军智慧城市、智慧园区建设集成领域。

维持“增持”评级

我们认为公司军工信息化业务景气提升, “新基建”带来新机遇。我们维持盈利预测不变, 预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.11/0.39/0.50 元, 基于分部估值法(具体测算见第二页), 我们认为公司 2021 年合理估值为 112.38 亿元, 对应目标价 13.79 元(维持不变), 维持“增持”评级。

风险提示: 光纤光缆行业竞争加剧, 导致盈利能力下滑; 受制于一线城市能耗指标收缩, 数据中心业务拓展受到限制。

特发信息(000070 SZ,增持): 利润符合预期,“新基建”业务加速

高新兴(300098 SZ,增持): 聚焦两大主航道, 整装再出发

分析师: 赵悦媛(SAC No. S0570519020001)

疫情因素+战略调整, 20H1 营收和利润有所压制

公司 20H1 实现营收 9.39 亿元 (YoY -41.82%), 归母净利润为 -5,684.55 万元 (YoY-130.71%)。由于今年上半年受到疫情的影响, 部分项目招标和执行均有延后, 导致营收和利润同比下降。我们认为公司正积极完成战略转型和经营策略调整, 聚焦车联网和公安信息化两大垂直应用, 逐步形成核心竞争力, 未来随着业务逐步落地, 有望重回增长。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.06、0.11 和 0.19 元, 维持“增持”评级。

20Q2 营收增速降幅收窄, 扭亏为盈

相比 20Q1 公司整体经营情况大幅好转, 20Q2 营业收入增速为-7.52%, 较 Q1 的-62.30% 大幅缩窄, 实现归母净利润 213.22 万元, 是自 19Q3 以来首次扭亏为盈, 可以看到公司经过战略转型和经营策略的调整后, 经营情况实现改善。其中, 警务终端及信息化业务上半年实现营业收入同比增速 36.55%, 改善较为显著。我们认为随着国内外疫情影响逐步缓和, 结合公司各部门协同效应强化, 市场拓展效率提升, 有望于下半年重回增长。

夯实核心竞争力, 研发费用率再提升

公司 20H1 研发费用 1.65 亿元, 研发费用率达到 17.55%, 研发费用率较去年同期增长 5.26 个百分点, 主要用于两大主航道 5G 车联网和公安信息化相关产品的研发, 打造核心竞争力, 为其后续发力车联网 V2X 和公安信息化蓄能。我们认为当前阶段的投入有助于公司实现快速转型, 把握车联网 V2X 发展初期的先发优势, 并实现由传统集成商向产品化、平台化转型。

公司抢占智能网联自动驾驶产业高地

车联网是国家交通强国战略落地的主要抓手, 新基建的主要发展方向之一, 车联网产业未来可期。目前, 公司已形成了从车规级通信模组、车载终端 T-BOX 和 OBU、路侧终端 RSU、以及智能交通平台的全产业链布局, 公司正在研发基于高通 SDX55 Auto(SA515M) 平台的车规级 5G+V2X 模组, 有望是全球首批 5G C-V2X 的商用落地项目; 同时, 其解决方案已成功落地广州生物岛智能网联汽车项目 5G-V2X 创新方案。随着智能网联汽车行业的渗透率逐步提升, 未来公司有望形成先发优势, 打开成长空间。

公司业务增速重回增长可期, 维持“增持”评级

我们持续看好公司未来发展, 基于汽车智能网联行业景气度持续提升, 结合公司聚焦拓展车联网 V2X 打开成长空间。我们根据当前行业景气度提升以及当前市场拓展进度良好, 对公司车联网和公安信息化业务营收增速进行上调, 预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.06/0.11/0.19 元 (调整前为 0.06/0.10/0.18 元)。参考 Wind 一直预测 A 股可比公司 21 年平均 PE 估值为 59.5 倍, 给予公司 21 年 PE 估值 60 倍, 对应目标价为 6.89 元/股, 维持“增持”评级。

风险提示: 海外 OBD 终端出货量存在不确定性, 国内车联网产品落地不达预期, 公安信息化招标可能延后。

高新兴(300098 SZ,增持): 聚焦两大主航道, 整装再出发

中交地产(000736 SZ,买入): 高成长持续兑现, 逆周期大幅扩张

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

2020H1 归母净利同比+34%, 尽显黑马本色

8月27日公司披露2020半年报, 2020H1实现营收60.0亿, 同比+243.5%; 实现归母净利1.2亿, 同比+34.3%。上半年公司结算规模大幅提升, 销售、拿地、融资全面扩张, 尽显黑马本色。维持2020-2022年EPS为1.12、1.41、1.77元的盈利预测, 维持“买入”评级。

销售弹性稳步兑现, 确保年内交付计划如期实现

2020H1公司销售弹性稳步兑现, 交付增加推升营收同比+243.5%至60.0亿。结算结构拖累综合毛利率同比-13.0pct至25.9%, 同时低权益比项目集中结转, 导致少数股东损益占净利润的比重同比+13.8pct至69.4%。虽然归母净利增速低于营收增速, 但是报告期依然实现34.3%的高速增长。2020H1公司表内已售未结101.0亿, 对2019全年营收的覆盖率为71.9%。公司表示“确保年内计划结转项目如期交付”, 叠加销售高增长增厚预收储备、表外合作项目逐渐步入收获期, 全年归母净利有望延续稳定增长。

市场化管理提速周转, 销售拿地大幅扩张

公司明确从土地获取到项目交付的全周期运营体系, 市场化管理提速周转。2020H1实现签约销售金额122.8亿, 同比+31.7%, 权益销售金额88.2亿, 同比+54.2%; 实现销售回款100.2亿, 同比+40.7%, 权益回款72.9亿, 同比+51.4%。2020H1新增土储总价272.2亿, 同比+188.9%, 权益总价101.4亿, 同比+81.0%, 投资强度222%, 相比2019全年+121pct。新增项目主要位于北京、重庆、武汉、郑州等持续深耕的核心一二线城市。报告期末在建及待建面积1174.2万平(前三大城市重庆22.6%、北京12.5%、昆明10.0%), 全年销售有望向350-400亿发起冲击。

央企背景赋予杠杆优势, 融资发力蓄力成长

2020H1公司现金覆盖倍数136.9%, 净负债率较2019年末+153.9pct至238.9%。7月末公司借款余额482亿元, 相比2019年末大幅增长126%。7月10日公司董事会审议通过《关于增加2020年度融资额度的议案》, 全年拟增加融资额度336亿元。7月9日20亿ABS获批, 8月6日成功发行7亿元公司债(5年期, 票面利率低至3.8%), 今年以来多样融资渠道持续打通, 央企背景下的资源禀赋和集团支持在融资层面的优势持续兑现。

小身材大梦想, 看好未来进军千亿梯队, 维持“买入”评级

公司为中国交通建设集团(未上市)旗下唯一A股地产平台, 有望受益于集团全产业链资源和融资扶持, 且集团承诺在2021年底前逐步启动下属其他涉房企业与中交地产的深度融合。前绿城核心高管李永前上任加速市场化改革, 我们看好公司未来进军千亿梯队。维持2020-2022年EPS为1.12、1.41、1.77元的盈利预测, 参考可比公司2020年平均PE估值6.8倍, 考虑到销售、拿地高增长预期, 我们认为公司2020年合理PE估值9.5倍, 目标价10.64元(前值10.64-11.20元), 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情发展不确定性, 行业政策风险, 行业下行风险, 经营风险。

中交地产(000736 SZ,买入): 高成长持续兑现, 逆周期大幅扩张

长城汽车(601633 SH,增持): 2Q20 经营恢复强劲

分析师: 林志轩(021-28972090)(SAC No. S0570519060005)(SFC No. AVU633)

2Q20 公司利润实现大幅增长

长城汽车 8 月 28 日发布半年报, 1H20 收入 359 亿元, 同比-13%, 归母净利润 11.5 亿元, 同比-24%, 公司 1H20 的归母净利润符合华泰预期 (华泰预期 11.5 亿元)。2Q20 公司收入 235 亿元, 同比+25%, 归母净利润 18 亿元, 同比+142%。我们认为公司 2Q20 的经营恢复较为强劲, 主要得益于中国车市需求复苏以及公司皮卡车型销量增长。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.54/0.72/0.85 元, 维持“增持”评级。

皮卡车型驱动 2Q20 销量增长

受疫情冲击影响, 1Q20 公司销量 15 万辆, 同比-47%, 但 2Q20 公司销量 24.5 万辆, 同比+17%。我们认为 2Q20 的销量恢复快速增长, 主因皮卡车型快速增长所致。长城皮卡车型 2Q20 销量 6.5 万辆, 同比+129%。皮卡车型销量快速增长主要得益于“炮”系列皮卡的销量爬坡。据汽车之家数据, “炮”系列皮卡售价区间在 15-20 万元/辆, 其售价高于公司整体车型平均售价的 8 万元/辆。我们认为皮卡车型的快速增长对长城汽车产品升级和利润率提升起到了支撑作用。

2Q20 盈利能力迅速改善

受疫情影响, 公司 1Q20 盈利能力承压, 经营出现亏损, 1Q20 毛利率 9.5%(1Q19:15.0%), 净利率-5.2%(1Q19: 3.4%)。但 2Q20 公司经营状况迅速改善, 2Q20 公司毛利率 17.5%(2Q19: 15.1%), 净利率 7.6%(2Q19: 4.0%)。我们认为经营改善主要得益于公司的销量恢复增长, 且公司产品结构升级。皮卡车型销量占总销量比重持续提升, 从 1Q20 的 21%提升至 2Q20 的 27%。我们认为皮卡车型销量贡献的增长, 是公司 2Q20 盈利能力改善的主要原因。

即将进入新的产品周期

据半年报披露, 长城汽车 2H20 会推出第三代哈弗 H6、哈弗大狗、WEY 坦克 300、欧拉白猫和欧拉好猫四款车型。同时 7 月份长城发布了“柠檬”、“坦克”和“咖啡”三大技术平台, 涵盖了汽车研发、设计生产和汽车生活的全产业链价值创新体系。我们认为新平台和新产品的引入将对公司的产品力起到积极的支撑作用, 公司有望进入新的产品周期。

维持“增持”评级

基于公司强劲的 2Q20 经营表现和未来的新车型计划, 我们将公司 2020-2022 年销量假设上调 1/3/3%, 上调公司 2020-2022 年毛利率预测至 17.1%/17.8%/18.1% (前值 16.7%/17.6%/17.7%)。我们将公司归母净利润预期分别上调 9%/7%/9%至 49.6/66.4/78.4 亿元。2021 年 Wind 可比公司一致预期 PE 均值为 27.6x (前次 PE 均值为 24.2x), 考虑到公司新平台和新车型是否成功具有不确定性, 我们基于 22x 2021E PE (前次 18x-19x 2020E PE), 给予公司目标价 16.00 元 (前次 9.00~9.50 元)。

风险提示: 汽车需求低于预期, 市场竞争加剧, 新车型推出进度低于预期。

长城汽车(601633 SH,增持): 2Q20 经营恢复强劲

家家悦(603708 SH,买入): 20H1 公司业绩表现亮眼

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

2020H1 业绩表现亮眼, 龙头优势突出, 维持“买入”评级

20H1 公司营收同比增长 27.27%, 归母净利润同比增长 26.99%, 业绩表现亮眼。我们认为疫情及国际摩擦影响下, 内需循环意义重大, 公司作为必选消费代表防御性较强, 且近来粮食安全问题重要性提升, 下半年食品类 CPI 仍有望维持高位; 长期看生鲜超市仍有望持续替换传统农贸市场。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.94/1.12/1.28 元(预测前值 0.92/1.09/1.26 元), 维持“买入”评级。

2020H1 营收及净利润实现高增长

20H1 公司实现营收 92.46 亿元, 同比增长 27.27%, 实现归母净利润 2.87 亿元, 同比增长 26.99%; 其中 Q2 单季营收 39.59 亿元, 同比增长 14.40%, 归母净利润 1.11 亿元, 同比增长 30.51%。新冠疫情影响下, 社区生鲜超市充分受益, 叠加食品 CPI 指数同比较大幅度上涨, 利好 20H1 生鲜超市同店增速表现。分品类看, 20H1 生鲜/食品化洗/百货等营收同比分别变化 46.21%/21.16%/-18.09%。

门店维持快速扩张, 主营业务毛利率提升

疫情之下, 公司保持较快的门店扩张速度, 积极拓展山东、安徽、江苏、河北、内蒙古等市场。20H1 公司门店总计 844 家, 较年初净增 61 家, 开店速度较 19 年加快(全年净增门店 51 家)。20H1 新增门店 67 家(安徽家家悦真棒并表 31 家), 其中大卖场新增 17 家, 综合超市新增 50 家。在食品 CPI 上涨的驱动下, 公司主营业务毛利率有所提升, 20H1 主营业务毛利率达到 18.33%, 同比提升 1.04pct, 其中生鲜/食品化洗/百货毛利率分别提升 1.92/0.34/3.07pct。

门店及供应链持续创新升级

20H1 公司力推门店及供应链的创新升级, 不断优化商品及门店结构, 推动精细化管理, 提升客户消费体验。其中数字化方面, 公司于 4 月正式上线 SAP 系统; 此外在疫情期间利用“家家悦优鲜”线上平台, 推动 O2O 及到家服务发展; 供应链方面, 增强总部集采与区域采购联动, 推进物流项目建设, 烟台临港综合物流园常温物流分拨中心投入使用, 生鲜加工中心安装中; 济南莱芜生鲜加工中心陆续投入使用; 张家口综合产业园一期常温物流分拨中心投入使用, 一期生鲜加工中心装修中。

生鲜超市龙头, 必选消费防御性强, 维持“买入”评级

长期看公司有望受益于生鲜消费渠道升级。考虑到疫情影响时间拉长, 公司 Q2 业绩维持高增长, 上调公司盈利预测, 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 5.73/6.79/7.80 亿元(预测前值 5.57/6.66/7.68 亿元), 参考超市行业可比公司 2020 年 Wind 一致预期 41 倍 PE, 考虑到公司生鲜占比高, 且跨区域经营成效逐渐显现, 给予公司 2020 年 54 倍 PE 估值, 对应目标价 50.76 元(预测前值 34.96-36.80 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济低迷; 生鲜行业竞争加剧; 跨区域扩张不及预期。

家家悦(603708 SH,买入): 20H1 公司业绩表现亮眼

美亚柏科(300188 SZ,买入): 大数据收入快速增长

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

公司 2020H1 收入增长 5%，归母净利润增长 176%

公司披露 2020 年中报，营业收入 6.12 亿元，同比增长 4.84%，归母净利润 374.34 万元，同比增长 176.44%，扣非后净利润亏损 876.8 万元，2019 上半年亏损 907.2 万元。我们认为，下半年公司在手订单的实施与新签订单皆有望加速，预计公司 20-22 年 EPS 0.44/0.59/0.82 元，维持“买入”评级。

2020H1 毛利率同比提升 3.19pct，期间费用率下降 0.55pct

公司 Q1 营收同比下滑 6.78%，Q2 同比增长 13.35%，收入增长提速。公司 H1 毛利率为 53.48%，同比提升 3.19pct，主要是由于上半年大数据业务所确认的软件收入占比较高所致，大数据业务毛利率同比提升 13.31pct。由于上半年由于销售人员差旅活动减少，上半年期间费用率为 55.66%，YoY -0.55pct。其中销售费用率 15.4%，YoY -2.3pct；管理费用率为 21.1%，YoY 2.4pct，主要为人员薪酬总额增加以及房租、资产折旧等增加所致；研发费用率为 19.9%，YoY -0.7pct。

2020 年以来，公司持续发力取证 3.0 与大数据业务

2020H1，大数据平台与网络空间安全产品分别实现收入 3.50 亿元、2.28 亿元，YoY 40.34%/ -21.83%，大数据平台收入占比提升 14.47pct 至 57.22%。取证方面，公司持续布局取证 3.0，逐步将移动互联网、物联网、云计算、人工智能技术与产品深度融合，2020 年 1-7 月份公司电子数据取证业务新签合同总额已达到往年同期水平。

背靠央企股东国投智能、所在地优厚产业政策，切入“信创”领域

此外，公司将深度参与“信创”国家战略，我们认为公司背靠实控人国投集团，有望凭借央企股东，并受益公司所在地优厚的信息产业政策，切入“信创”服务器领域，同时，我们认为，相较于公司深耕的电子取证与公安大数据业务，“信创”产业空间广阔。一方面，在服务器产能建设完成后，有望促进原有政府、公安集成项目开拓，持续扩大业务规模；另一方面，“信创”有望促进各地智慧城市运营市场的培育。

目标价 26.55 元，维持“买入”评级

取证方面，公司持续布局取证 3.0，逐步将移动互联网、物联网、云计算、人工智能技术与产品深度融合，行业也已由网络安全部门逐渐向刑侦、监察委、税务、军工等行业延伸。在大数据业务方面，随着项目数量不断增加，公司产品化提升或助力其大数据产品的快速复制。我们维持盈利预测，根据股本变化将公司 20-22 年 EPS 调整至 0.44/0.59/0.82 元。参考可比公司 Wind 一致预测 21 年平均 PE 45 倍，给予公司 21 年 45 倍，目标价 26.55 元（前值：25.08~26.84 元），维持买入。

风险提示：行业增速不及预期，公司竞争力下滑，核心技术人员流失。

美亚柏科(300188 SZ,买入): 大数据收入快速增长

内蒙华电(600863 SH,买入): 煤价拖累利润, 股息率具吸引力

分析师: 施静(010-56793967)(SAC No. S0570520040003)(SFC No. BMO306)

2Q20 归母净利-1%, 维持盈利预测, 目标价 3.2 元/股

1H20 公司实现营收/归母净利/扣非归母净利 73/6.8/6.7 亿元, 同比+8%/-8%/-9%; 2Q20 实现营收/归母净利/扣非归母净利 40/5.6/5.5 亿元, 同比+10%/-1%/-1%。电力量价齐升, 增量资产前景可期, 蒙西火电资产持续改善。维持盈利预测, 预计 20-22 年 BPS 2.16/2.26/2.36 元, 20E 股息率 5.8%, 给予 21 年 1.5x 目标 PB, 目标价 3.2 元/股, 维持“买入”评级。

量价齐升带动电力收入增长, 标煤单价上涨拉低利润率

1H20 公司电力收入 68 亿元/yoy+13%, 得益于: 1) 新增机组增发电量, 1H20 发电量 278 亿千瓦时/yoy+8%, 上网电量 257 亿千瓦时/yoy+9%; 2) 电价稳增, 1H20 平均售电单价 262.9 元/兆瓦时(不含税)/yoy+4%。另一方面, 1H20 电力毛利率 16.8%/yoy-1.8pct, 主要是因为疫情导致蒙西部分煤矿运力不足, 叠加特高压集中投产, 公司标煤单价同比上升+12.3%至 391.2 元/吨。

增量资产前景可期: 乌达莱项目稳步推进, 和林项目运行平稳

1) 乌达莱项目: 在建装机 47.5 万千瓦, 截至 20 年 6 月末进度完成 61%, 受益于风力资源禀赋优质+特高压外送, 利用小时可观, 盈利前景可期; 2) 和林项目: 装机 132 万千瓦, 2H19 投运, 发电外输至乌兰察布, 1H20 发电量 33 亿千瓦时, 折合利用小时数 2,464h, 净利润 0.17 亿元。

蒙西火电资产持续改善, 股息率具备较强吸引力

公司存量资产业绩有望持续反弹, 蒙西电力供需偏紧, 有望带动公司旗下蒙西存量机组业绩持续好转。根据公告 2019-21 年分红率不低于 70%, 我们预计 2020 年归母净利润有望达 12.7 亿, 8 月 27 日收盘价对应股息率为 5.8%, 具备较强吸引力。

维持盈利预测, 目标价 3.2 元, “买入”评级

受疫情影响叠加气电替代滞后风险, 维持盈利预测, 预计 20-22 年归母净利润为 12.7/13.9/14.2 亿元, BPS 为 2.16/2.26/2.36 元, PB 为 1.2x/1.2x/1.1x。参考可比公司 20 年 Wind 一致预期 PB 平均值为 1.0x, 考虑到公司分红比率较高, 我们给予公司 20 年 1.5x 目标 PB, 每股目标价 3.2 元(前值 2.91-3.13 元)。维持“买入”评级。

风险提示: 电价超预期调整, 煤价上涨, 发电量不及预期。

内蒙华电(600863 SH,买入): 煤价拖累利润, 股息率具吸引力

三一重工(600031 SH,买入): H1 业绩同增 25%, 产品竞争力强化

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

20H1 归母净利润同增 25%, 下游需求快速修复

公司发布 2020 年中报, 上半年实现营收 491.88 亿元/yoy+13.37%, 归母净利 84.68 亿元/yoy+25.48%, 扣非后 79.46 亿元/yoy+16.64%, Q2 单季实现营收 319.21 亿元/yoy+44.49%, 归母净利 62.74 亿元/yoy+77.89%。Q2 随着疫情后短期需求回补、基建力度增强、人工替代效应等因素拉动工程机械销量持续高增。我们预计, 下半年工程机械行业有望持续高景气, 公司主要产品竞争力增强, 市场份额有望持续提升。维持盈利预测, 预计 20-22 年 EPS 为 1.55/1.81/1.93 元, PE 为 14.4/12.4/11.6x, “买入”评级。

主要产品竞争力持续增强, 挖掘机与起重机市占率提升

2020Q2 疫情影响减退, 工程机械行业销量快速反弹, 公司竞争力持续增强, 主要产品市占率提升。其中: 1) 挖掘机销量稳居国内首位, H1 收入 186.49 亿元/yoy+17.2%, 毛利率 34.9%/yoy-2.0 pct; 2) 混凝土机械稳居全球第一品牌, 收入 135.06 亿元/yoy+4.5%, 毛利率 28.9%/yoy-0.6 pct; 3) 起重机收入 94.27 亿元/yoy+10.9%, 毛利率 20.0%/yoy-5.81 pct, 其中汽车起重机市占率大幅提升(公司披露)。

费用控制良好, 净利率小幅提升, 研发投入加大

20H1 公司毛利率 30.34%/yoy-2.02pct, 主要系产品结构变化, 净利率为 17.56%/yoy+1.57pct, 主要系费用实现有效控制, 期间费用率 10.4%/yoy-1.36pct, 其中销售与管理费用率合计同比下降 2.04pct; 2020 年以来, 公司继续加大对工程机械产品创新与关键零部件投入, 研发创新成果显著, 2020H1 公司累计申请专利 9,439 项, 授权专利 7,486 项, 申请及授权数居国内行业第一, 20H1 投入研发费用 16.88 亿元/yoy+42%。

经营效率保持稳定, 经营现金流充沛

20H1 公司应收账款周转天数为 94.15 天/yoy-1.15%, 存货周转率 2.42 次, 贷款逾期率持续下降, 新增价值销售逾期率控制在历史最低水平且持续下降, 经营效率基本稳定。20H1 公司经营现金流为 85.48 亿元/yoy+12.54%, 截至 6 月末, 资产负债率为 56.09%/yoy+2.78 pct, 财务结构依然稳健。

龙头优势全面凸显, 维持“买入”评级

我们认为, 地产基建投资轮动, 2020 年工程机械行业有望维持平稳增长。维持盈利预测, 预计 2020-22 年归母净利润为 131/153/163 亿元, EPS 为 1.56/1.81/1.93 元, PE 为 14.4/12.4/11.6x。同行业国内公司 Wind 一致预期 2020 年 PE 均值为 12.4x, 海外龙头 CAT 与小松 PE 均值为 18.4x。公司产品全球竞争力逐步增强, 有望持续推进数字提升生产效率, 行业龙头优势有望全面凸显, 公司相比国内同行有望享受更高估值溢价, 给予 20PE 17x, 对应目标价 26.35 (前值 20.21~21.77) 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 海外疫情控制进度不及预期; 国内经济下行超预期; 基建投资增速未如期提升; 地产投资持续收窄; 行业竞争环境恶化; 新产品市场拓展不顺利; 应收账款减值损失对当期净利润的影响。

三一重工(600031 SH,买入): H1 业绩同增 25%, 产品竞争力强化

聚光科技(300203 SZ,增持): 盈利能力下滑, 现金流显著改善
分析师: 施静(010-56793967)(SAC No. S0570520040003)(SFC No. BMO306)
毛利率下滑+费用率上升共同影响公司盈利能力下降, 维持“增持”

1H20 公司实现营收/归母净利/扣非归母净利 14.2/0.14/-0.14 亿元, 同比-2%/-92%/-109%, 主要系疫情影响收入同比小幅下滑, 行业竞争加剧压制毛利率明显下降, 叠加费用率同比提升所致; 2Q20 实现营收/归母净利/扣非归母净利 9.7/0.5/0.3 亿元, 同比+16%/-64%/-76%。我们调整 2020-2021 年归母净利润预测为 3.1/4.1 亿元, 引入 2022 年归母净利润为 5.3 亿元, 给予公司 2020 年 26x 目标 PE, 对应目标价 17.99 元, 维持“增持”。

1H20 毛利率同比下滑 5.6pct/费用率上升 5.5pct, 致使归母净利大幅下降

1H20 公司收入受疫情影响小幅下滑, 毛利率同比-5.6pct 至 44.9%, 分业务看, 1) 仪器、相关软件及耗材: 营收 10.2 亿元/yoy-9%, 毛利率 41.7% (同比-8.8pct), 主要系市场竞争加剧, 压低订单单价等所致; 2) 运营/检测/咨询服务: 营收 1.8 亿元/yoy+22%, 毛利率 66.3% (同比-0.1pct) 基本持平; 3) 环保设备及工程: 营收 1.8 亿元/yoy+32%, 毛利率 47.9% (同比+7.3pct), 公司注重合同质量, 项目盈利能力有所回升。1H20 期间费用率 43.1% (同比+5.5pct), 主要系疫情期间防疫费用增加及人员薪酬增加, 管理/销售费用率同比+2.4/+2.3pct, 共同影响归母净利同比-92%。

应收账款同比下降, 上市以来上半年度现金流首次转正

1H20 公司收现比明显提升至 0.99 (1H19 为 0.83), 付现比下降至 0.84 (1H19 为 0.92); 1H20 应收账款为 17.6 亿元/yoy-11%, 占资产总额 20.5% (同比-1.2pct), 公司加大回款力度的举措效果持续显现。1H20 公司经营活动产生的现金流净流入 0.1 亿元 (1H19 净流出 3.7 亿元), 上市以来首次上半年度现金流转正, 分季度来看, 2Q 经营性现金流量净额扭负, 净流入 2.2 亿元 (1H19 为 0.1 亿元), 二季度现金流明显改善, 得益于公司控制 PPP 等建设项目投资、加强现金流管控, 提升运营质量。

仪器仪表龙头持续创新研发, 助力半导体产业国产替代

公司作为国内仪器仪表龙头, 持续创新研发, 截至 1H20 研发投入累计约 20 亿元; 公司以高端分析仪器技术为核心, 为环保/实验室/钢铁/石化等领域提供产品和服务, 并将半导体行业作为公司重点发展的细分市场, 开发高灵敏度四极杆/三重四极杆型质谱仪 (可实现 ~0.1ppt 级别的痕量元素检测能力)、杂质元素智能化检测专用设备等产品, 有望打破国外封锁, 助力半导体产业国产化。

调整盈利预测, 维持“增持”评级

考虑到公司上半年盈利能力有所下滑, 我们调整 2020-2021 年归母净利为 3.1/4.1 亿元 (前值 3.7/4.2), 对应 EPS 0.69/0.91 元 (前值 0.83/0.92), 引入 2022 年归母净利润 5.3 亿元 /EPS1.16 元, 参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期 PE 均值 25x, 考虑到公司作为监测龙头技术领先, 给予 2020 年 26x 目标 PE, 对应目标价 17.99 元 (前值 14.94~15.77), 维持“增持”。

风险提示: 项目进度不及预期, 融资环境恶化, 盈利能力恢复低于预期。

聚光科技(300203 SZ,增持): 盈利能力下滑, 现金流显著改善

申通快递(002468 SZ,增持): 业绩符合预告区间, 关注成本优化
分析师: 沈晓峰(021-28972088)(SAC No. S0570516110001)(SFC No. BCG366)
关注成本优化潜力, 维持“增持”评级

公司公告 2020 年中报 (08/27): 1H20, 公司实现收入 92.6 亿元, 同比-6.2%; 归母净利润为 0.71 亿元, 同比-91.5% (预告区间: 0.69-0.89 亿元)。考虑市场竞争及行业估值水平, 我们下调公司 20/21/22 年 EPS 至 0.87/1.18/1.41 元, 更新目标价至 18.20 元 (20 年 21X PE), 维持“增持”评级。

市场竞争激烈, 叠加成本较高致盈利承压

2Q20, 公司件量同比+38.4% (邮政局: 行业件量同比+36.7%); 公司加大对加盟商补贴力度, 件均收入为 2.22 元 (同比-27.1%); 实现收入 56.9 亿元, 同比+6.0%; 毛利率为 3.9%, 同比-9.1pct; 四项费用 1.81 亿元, 同比+7.8%, 占收入的 3.2% (同比+0.1pct); 归母净利 0.12 亿元, 同比-97.1%; 扣非后归母净利 0.09 亿元, 同比-97.7%。

持续降低单位成本, 中转成本优化空间大

上半年, 公司持续优化网络结构: 截止 1H20, 自有转运中心 63 个 (19 年底: 61 个), 自动化设备 194 套 (19 年底: 145 套), 独立网点 4100 个 (19 年底: 3500 个)。上半年, 公司单票快递收入 2.58 元 (同比-19.1%), 其中信息服务、派送和中转收入分别为 0.21/1.43/0.94 元, 同比分别-60.4%/-11.2%/-10.5%; 单票运输/派送/中转成本为 0.43/1.47/0.55 元 (同比分别-25.3%/-9.9%/-0.7%), 单位成本 (尤其是中转成本) 在通达系中仍处于较高水平。

阿里拟增持申通, 战略协同颇具空间

继 2019 年 7 月间接收购公司 14.65% 股份后, 阿里拟三年内以 99.82 亿元收购公司 31.35% 的股份 (对应申通快递估值 318 亿, 和前次收购估值相同)。若本次收购完成, 阿里将持有申通 46% 的股份, 并首次控股一家快递企业。作为中国最大电商平台, 我们预计阿里贡献通达系超过 50% 的件量 (2019), 战略协同颇具空间。我们认为公司和阿里的主要协同方向: 1) IT 系统升级及菜鸟大数据协同; 2) 菜鸟裹裹散件导流。

下调盈利预测, 维持“增持”评级

考虑市场竞争和成本因素, 我们下调公司 20/21/22 年 EPS 预测至 0.87 /1.18/1.41 元 (前值 1.14/1.35/1.52 元)。可比快递企业对应 20 年 Wind 一致预期 PE 中值为 28.1X, 考虑公司单票成本较高, 给予其 20 年 21X PE (较行业估值折价 27%), 更新目标价区间至 18.20 元 (前值 17.05-19.33 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 行业增速低于预期、价格战、社保成本冲击。

申通快递(002468 SZ,增持): 业绩符合预告区间, 关注成本优化

中南传媒(601098 SH,买入): Q2 明显复苏, 出版业务逆势增长

分析师: 朱璐(SAC No. S0570520040004)(SFC No. BPX711)

上半年经营受疫情冲击, Q2 恢复态势已现, 维持买入评级

公司 20H1 实现营业收入 41.31 亿元, 同比小幅下降 5.37%; 归母净利润同比回落 4.71% 至 6.37 亿元。分季度看, 公司 20Q1 营收受疫情影响较严重, 同比下降 16.5% 至 15.36 亿元, 归母净利润明显下降 32.26% 至 2.02 亿元; 20Q2 公司营收增速已转正, 同增 2.77% 达 25.95 亿元, 归母净利润同比提升 17.45% 至 4.35 亿元。考虑疫情影响, 我们略下调盈利预测, 预计 2020-2022 年净利润为 14.95/16.58/ 18.29 亿元, EPS 为 0.83/0.92/1.02 元, 参考可比公司 2020 年 16.09X PE, 考虑公司龙头地位及较高分红水平, 给予公司 20 年 17X PE, 调整目标价至 14.11 元, 维持买入评级。

主营出版业务收入逆势增长, 行业龙头地位稳固

分业务看, 20H1 疫情冲击下, 除出版业务外其他业务收入均同比下降。20H1 图书出版业务实现营收 12.31 亿元, 同增 5.69%。根据开卷监测数据, 20H1 公司在全国综合图书零售市场的码洋占有率为 2.92%, 同比上升 0.11pct; 在实体店市场及新书市场的码洋占比排名中分列第三和第二, 占有率分别达 3.68% 和 4.60%。20H1 旗下各子出版社多元发力出版业务, 该业务销售毛利率水平同比略微下降 0.41pct 至 35.83%。

疫情冲击下, 发行、印刷、物资等其他主业营收下滑, 但毛利率有所提升

20H1 发行业务营收同比下滑 2.23% 至 32.35 亿元; 印刷业务营收同比减少 14.35% 至 3.26 亿元; 物资业务收入同样受疫情影响同比下降 20.29% 至 4.8 亿元。但发行、印刷、物资分部毛利率分别同比提升 2.40/2.16/0.36pct 至 35.26%/11.43%/4.26%, 公司印刷物资业务加强集中采购, 降低原材料成本。同时, 公司旗下湖南省新华书店创新教材教辅发行模式, 新型智慧书店建设加快推进; 线上发行服务覆盖度提升, 20H1 实现营收 26.24 亿元。

数字教育业务持续推进, 服务范围及用户数继续提升

20H1 闻数媒仍处于亏损阶段, 但围绕 ECO 开放平台、ECR 资源平台、AiClass 云课堂等重点产品建设不断推进, 20H1 产品服务范围新增 11 个地级市、16 个区县 2000 多所学校, 累计应用至 582 个区县的一万多所学校。另外 20H1 贝壳网注册用户新增 54 万, 注册用户总数突破 450 万人。

看好公司后续营收及利润增长, 维持买入评级

20H1 经营一定程度受疫情冲击, 但主营出版业务逆势增长, 公司销售毛利率同比提升 2.92pct 至 45.52%, 期间费用率同比增加 2.72pct 至 27.23%; 净利率基本维持稳定。分红持续具备吸引力, 最近 12 个月股息率为 5.6%。基于疫情影响, 我们略下调公司营收水平预测, 预计 2020-2022 年净利润 14.95/16.58/ 18.29 亿元 (前值 2020-2021 年净利润 15.23/16.65 亿元), EPS 为 0.83/0.92/1.02 元, 参考可比公司 20 年 16.09X PE, 考虑公司行业龙头地位及较高分红水平, 给予 20 年 17X PE, 调整目标价至 14.11 元, 维持买入评级。

风险提示: 数字教育板块业务竞争激烈、传统报媒业务受数字化影响收入下降。

中南传媒(601098 SH,买入): Q2 明显复苏, 出版业务逆势增长

元隆雅图(002878 SZ,增持): 二季度大幅反弹, 新业务加速开拓

分析师: 王莎莎(010-56793922)(SAC No. S0570517090002)(SFC No. BOR137)

二季度大幅反弹, 新业务加速开拓

8月27日公司发布中报, 2020年上半年实现营收8.48亿元, YoY+25.07%; 实现归母净利润6834万元, YoY+14.51%; 实现扣非后归母净利润6459万元, YoY+15.57%。中报业绩相比一季报明显改善。我们认为公司开拓新增大客户初见成效, 客户结构逐渐优化, 新媒体业务快速发展, 冬奥会特许商品业务也开始放量, 未来具备较大的增长空间。预计公司2020-22年EPS为0.69/1.09/1.13元。维持“增持”评级。

二季度需求反弹至业绩大幅改善, 毛利率稳中略降

公司一季度受疫情影响业绩下滑, 二季度公司抓住需求反弹的机会, 实现单季营收5.16亿元, YoY+38.84%; 单季归母净利润4898万元, YoY+42.23%。分业务来看, 上半年礼赠品营收4.67亿元, YoY-1.30%, 毛利率22.11%; 促销服务营收1.08亿元, YoY+43.36%, 毛利率21.23%; 谦玛网络营收2.20亿元, YoY+93.22%, 毛利率23.35%, 归母净利润2835万元, YoY+85.34%; 贵金属和特许产品收入5203万元, YoY+253.60%。公司综合毛利率为22.74%, YoY-0.48pct。

期间费用率总体控制良好

2020年上半年公司期间费用率为12.44%, YoY+0.27pct, 主要由于销售费用率同比上升0.21pct。期间费用合计同比增加2296万元, 其中销售费用和研发费用同比增长率分别为29.63%、22.58%, 主要由于业务规模扩大、新客户培育和冬奥会特许业务需要增加比较多的销售人员和设计人员, 公司发展数字化业务以及谦玛网络升级沃米平台需要增加IT技术人员; 财务费用同比增长67.50%, 主要由于收入规模扩大较快, 银行借款有所增加。2020年上半年公司净利率为8.06%, YoY-0.73pct。

礼赠品及营销服务客户结构稳定, 谦玛加速开拓新业务和新客户

2020年上半年公司礼赠品及营销服务前十大客户合计贡献收入4.44亿元, 占礼赠品及营销服务营收比例为77% (2019年全年为81%), 客户集中度稳中略降。上半年谦玛网络抓住疫情促进线上消费的机会, 在美妆、母婴、电商、快消、汽车等行业新签多家世界500强和国内知名企业, 同时也试水小品牌、代工厂等下沉客户的营销+电商代运营一体化业务, 已陆续签约鳗鲡堂、葛一点、早晚读书、蔓楼兰等品牌。

国内礼赠品龙头向一体化整合营销发展, 维持“增持”评级

我们维持公司盈利预测, 预计公司2020-22年归母净利润为1.53/2.40/2.50亿元, 由于转增股本对应EPS变为0.69/1.09/1.13元。可比公司2021年平均PE为30倍, 元隆雅图业绩复合增速低于可比公司平均水平, 给予其2021年25倍PE, 对应合理股价27.00元。维持“增持”评级。

风险提示: 疫情导致订单交货确认延迟及新签订单延迟风险; 主要客户营销方式和需求发生变化的风险; 应收账款回收风险; 人力资源风险。

元隆雅图(002878 SZ,增持): 二季度大幅反弹, 新业务加速开拓

华东医药(000963 SZ,买入): 龙头昂首, 蓄势待发

分析师: 代雯(021-28972078)(SAC No. S0570516120002)(SFC No. BFI915)

疫情+阿卡波糖失标双重挑战, 业绩表现强韧

公司 1H20 实现收入 166.6 亿元, 同比下降 8.7%, 归母净利润 17.31 亿元同比增长 8.5%, 扣非净利润-4.6%yoy。扣非增速较低系 Sinclair 出让聚左旋乳酸微球(童颜针)西欧市场经销权, 确认近 3 亿资产处置收益。2020 为公司的转折之年, 考虑到: 1) 二线产品放量; 2) 多个重磅仿制药/医美产品获批在即, 我们上调公司 20-22 年 EPS 至 1.67/1.89/2.37 元(前值 1.64/1.81/2.26 元), 公司大举措进行转型, 自研+合作开发+license in+医美多点开花, 分部估值法下给予目标价 34.66 元(前值 23.91-26.86 元)。

商业业务受疫情影响下滑, 工业业务增长强劲

1) 1H20 公司商业收入-14.4%yoy, 其中 2Q20 商业配送订单满足率已基本恢复到正常水平; 2) 1H20 在疫情与阿卡波糖失标的双重拖累下, 中美华东依旧实现 5%的净利润增长, 展现出公司优秀的管理能力与产品梯队强劲的韧性, 其中阿卡波糖与消化线产品有所下滑, 百令胶囊与免疫线产品仍保持稳健增长, 二线产品不改快速放量趋势(我们预计吡格列酮二甲双胍 20 年销售翻番)。20 年公司面临较多压力与挑战, 但伴随基层与 OTC 发力, 我们预计工业业务全年仍有望冲击 10%的收入增长, 21 年伴随新品种的获批与集采失标影响的消退, 中美华东将重启快速增长通道。

医美业务: 产品梯队渐成, 重磅产品获批在即

受疫情影响, 1H20 公司医美收入-51%yoy, 我们预计 3Q20 有望逐步回暖, 但全年收入端仍将有所下滑。公司以代理 LG 玻尿酸伊婉为入口, 大力挺进医美领域, 构建丰富的产品管线: 1) 引进肉毒产品(ISAPS 数据: 最受欢迎非手术类医美项目, 17 年全球规模超 50 亿美元), 年内启动注册申报; 2) Ellans é (长效微球, 年底有望获批上市)+Mallinckrodt (新型含麻透明质酸填充物, 2H20 上市欧洲)+伊婉, 打造中高端注射类填充剂组合; 3) Silhouette (美容埋线) 启动中国注册工作; 4) 冷冻祛斑和美白医疗器械在中国的上市进程有序推进。医美产品有望成为公司未来新的业绩增长点。

谋求转型, 多点开花, 估值重塑在即

公司为国内龙头医药企业, 在集采背景下积极谋求转型, 通过自研+合作开发+授权引进等多种方式增厚产品储备与竞争力, 管线渐成: 1) 西格列汀/二甲双胍、卡泊芬净、来曲唑、Ellans é 有望于 20 年年底获批; 2) 糖尿病管线包含 18 个产品, 其中利拉鲁肽糖尿病适应症完成临床入组, 减肥适应症在 3 期临床, TTP273 预计于 2H20 开展 2 期临床; 3) 自免领域引进 QX001S (乌司奴单抗类似物), 预计 21 年初开展 3 期临床; 4) 迈华替尼 2/3 期临床同步进行, 有望以 2 期结果直接申报上市。

目标价 34.66 元, 维持买入评级

分部估值法下商业/工业 20 年 EPS 分别为 0.32/1.36 元, 给予 11/23xPE (Wind 一致预期可比公司 13/25x, 公司 20 年业绩低增长给予 10%折价), 计算目标价为 34.66 元。

风险提示: 产品降价的风险; 研发进度不达预期。

华东医药(000963 SZ,买入): 龙头昂首, 蓄势待发

中航电测(300114 SZ,买入): 盈利持续快速增长, 研发投入加大
分析师: 王宗超(010-63211166)(SAC No. S0570516100002)(SFC No. BPX920)
报告期内归母净利润快速增长, 维持“买入”评级

公司发布 2020 年中报, 实现营业收入 8.22 亿元, 同比增长 5.26%; 归母净利润 1.43 亿元, 同比增长 15.08%。公司整体经营稳健, 研发投入持续加大。我们认为, 航空和军工业务是公司未来业绩增长的主要动力, 看好公司未来发展前景。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.42 元、0.48 元、0.54 元。给予目标价 18.46 元/股, 维持“买入”评级。

2020 年上半年各项业务稳定增长

分业务中, 应变电测与控制业务实现收入 3.63 亿元, 同比增长 9.03%, 毛利率 36.92%, 同比提升 3.60 个百分点, 产品出口短期受到疫情影响, 国内客户寻求国产替代, 公司借机拓展国内业务; 智能交通业务实现收入 2.68 亿元, 同比增长 3.87%, 毛利率 46.75%, 同比下降 1.05 个百分点; 航空和军工业务实现收入 1.50 亿元, 同比增长 0.70%, 毛利率 33.68%, 同比上升 6.04 个百分点, 下游客户需求旺盛, 未来有望保持较快增长。

持续推进研发体系改革, 为进一步提升产品核心竞争力奠定坚实基础

上半年研发费用 0.47 亿元, 同比增加 67.77%, 研发费用率为 5.77%, 同比提升 2.15 个百分点。主要系公司持续推进研发体系改革, 增加研发人员带来研制任务、科研耗用原料、人工支出增长。报告期内, 公司吊挂投放系统重量监控、投放控制技术、大功率动态控制器、高精度传感器、高温应变计、动态仪表等关键技术和产品研制攻关进展顺利, 有利于进一步推动企业转型升级、实现健康发展。

股权回购稳步实施, 彰显长期发展信心

2019 年 5 月, 公司审议通过股份回购方案, 拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份 0.5 亿-1 亿元, 将用于员工持股计划或股权激励。2020 年上半年公司已实施首批员工持股计划, 过户股票 5458100 股, 实际金额为 5060 万元。回购方案的实施, 充分彰显了公司的长期发展信心。

军民业务并进, 航空军品成长空间广阔, 维持“买入”评级

公司军品业务板块具有较大的成长空间, 民品业务处于细分行业前列地位, 公司目前处于军品放量期和业务转型阶段, 回购股份彰显公司发展信心。我们维持盈利预测, 预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 16.94 亿元、18.60 亿元、20.46 亿元, 归母净利润分别为 2.48 亿元、2.83 亿元、3.20 亿元。根据 Wind 一致预期可比公司 2020 年平均 PE 估值为 44 倍, 给予公司 2020 年 44 倍 PE 估值, 对应目标价 18.46 元 (前值 13.44-13.86 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 军用产品列装进度或不达预期、民品业务竞争或加剧。

中航电测(300114 SZ,买入): 盈利持续快速增长, 研发投入加大

山东黄金(600547 SH,增持): 拟通过海外并购, 扩大矿产金产能

分析师: 李斌(SAC No. S0570517050001)(SFC No. BPN269)

公司 20H1 归母净利润同比增 98.22%, 维持增持评级

公司 20H1 实现营收 330.51 亿元, 同比增 3.5%; 实现归母净利润 11.53 亿元, 同比增 98.22%; Q2 归母净利润 5.89 亿元, 同比增 162.12%, 环比增 4.63%。公司专注于黄金业务, 通过并购和技改将继续扩产矿产金。我们预计 20-22 年归母净利润为 23.31/39.78/49.10 亿元(前值 20.82/22.21/23.40 亿元), 维持增持评级。

矿产金产量微降且费用增加, 金价上涨是公司业绩正增长的主要原因

公司 20H1 矿产金产量 20.0 吨, 同比减 0.51 吨; 其中国内矿产金同比增 0.56%; 因受疫情影响, 国外矿产金同比降 12.0%。期间费用率同比增加 0.79pct, 主要是薪酬、汇兑损失、子公司研发投入等增加。20H1 海外黄金平均价格为 1645 美元/盎司, 同比增 25.94%; 国内上海黄金交易所平均价格为 369 元/克, 同比增 28.28%。我们认为金价上涨的正面影响超过了费用增加和产量下降的负面影响, 是企业归母净利润正增长的主要原因。

积极布局海外金矿, 未来持续扩产

公司 20 年 5 月和 6 月分别公告拟以现金方式收购加拿大金矿公司特麦克(TMR CN, 无评级)、拟以场外要约收购方式收购 Cardinal Resources(CDV AU, 无评级)。特麦克 100% 控股的霍普湾项目 19 年生产黄金约 4.3 吨, 全维持成本 1,291 美元/盎司; Cardinal 下属 Namdini 项目可研报告称该项目拟定于 2022 年中正式投产, 投产后平均年产黄金 8.9 吨。若未来完成两项收购, 则将增加公司的矿产金产量。

黄金价格长期上涨逻辑未变, 有望继续上涨

20 年新冠疫情致使全球主要经济体都采取积极宽松的货币政策, 在此背景下, 20 年 1-7 月 10 年期美通胀指数国债利率已降至负值, 且美元趋弱。Comex 金价于 8 月 4 日涨至 \$2000; 后因美欧经济数据差异等因素, 导致美元指数 8 月在 92 附近出现反弹, 金价随即在 \$1900-2000 高位震荡。今年 6 月美联储 FOMC 声明: 经济面临“相当大的风险”, 预计接近于零的利率将维持至 2022 年底; 因此我们认为随着经济的逐步复苏, 实际利率为负的情景将延续。另据国际金协, 70 年代至 2019 年, 负利率情景下黄金年均收益率超 15%; 在 20-22 年负利率延续背景下, 我们继续看涨金价。

调高业绩预期, 维持“增持”评级

我们持续看涨 20-22 年金价, 且公司通过并购以保证未来自产金产量持续增长。故我们上调公司 20-22 年归母净利润为 23.31/39.78/49.10 亿元(前值 20.82/22.21/23.4 亿元)。可比公司 21 年 Wind 一致预期平均 PE 为 27.1 倍, 近三年公司 PE TTM 平均值为 70 倍, 鉴于公司是黄金龙头企业, 我们给予公司 21 年 35 倍 PE, 预测 21 年 EPS 为 0.92 元, 对应目标价 32.2 元(前值 39.10-42.66 元, 转增股本前对应目标价), 维持增持评级。

风险提示: 金价下跌、产能释放不及预期; 海外政策变化导致海外矿山关停或者成本上升等。

山东黄金(600547 SH,增持): 拟通过海外并购, 扩大矿产金产能

京能电力(600578 SH,买入): 业绩符合预期, 煤价弹性可观

分析师: 施静(010-56793967)(SAC No. S0570520040003)(SFC No. BMO306)

2Q20 归母净利+75%, 调整盈利预测, 目标价 4 元/股

1H20 公司实现营收/归母净利/扣非归母净利 91/8.4/8.2 亿元, 同比+13%/+23%/+24%, 归母净利增速位于业绩预告区间内 (20%~40%); 2Q20 实现营收/归母净利/扣非归母净利 41/3.7/3.5 亿元, 同比+10%/+75%/+53%。发电量与供热量稳步增长, 平均电价稳中有升, 火电煤价弹性凸显。调整盈利预测, 预计 20-22 年 BPS 为 3.62/3.75/3.88 元, 给予 20 年 1.1x 目标 PB, 目标价 4 元/股, 维持“买入”评级。

发电量与供热量稳步增长, 煤电项目稳步推进

1H20 公司累计发电量 331 亿千瓦时/yoy+7%, 累计上网电量 306 亿千瓦时/yoy+8%。截至 20 年 6 月底公司控股装机容量 1,529 万千瓦/yoy+14%, 在建 443 万千瓦, 权益装机容量 1,788 万千瓦/yoy+8%。扩大供热面积、通过技改提升热发电机组供热能力, 1H20 公司对企业供热面积达到 1.37 亿平方米/yoy+35%, 累计供热量 3,301 万吉焦/yoy+29%。公司在建项目进度按时间节点稳步推进, 预计 2020 年内吕临发电、秦皇岛热电#2 机组、宜春热电将陆续投产。

电量市场化营销获成效, 平均电价稳中有升

公司约 50%的发电量通过特高压和“点对点”直送北京、天津和山东等经济发达地区。1H20 公司市场电成交 151 亿千瓦时/yoy+8%, 占比达到 49% (1H19: 47%); 平均售电单价 267.99 元/兆瓦时, 同比增长 3.2%。目前多省已相继披露“基准+浮动”电价政策, 总体与中央政策精神相承, 我们判断价格机制的形成有助于驱动火电回归公用事业属性。

平均煤耗居行业领先水平, 煤价更具成本优势

公司新增机组多为大型火电机组与热电联产机组, 设备出力足, 平均煤耗与厂用电率均处于行业领先水平。公司以坑口电站为主, 约 90%控股装机容量位于富煤区 (内蒙/宁夏/山西), 煤价具备成本优势。公司通过错峰采购和劣质煤掺烧等手段, 进一步压降燃料成本。1H20 入厂标煤单价 396.46 元/吨, 同比降低 1.06%。年初至今煤炭价累计降幅明显, 我们预计 2020 年秦港 Q5500 动力末煤价格中枢约 550 元/吨, 进一步利好公司成本管控。

调整盈利预测, 目标价 4 元, “买入”评级

电力消费有望延续增长态势, 调整盈利预测, 预计 20-22 年归母净利润为 16.2/18.3/19.7 亿元(前值 16.7/17.8/18.7 亿元), 对应 BPS 为 3.62/3.75/3.88 元, PB 为 0.88x/0.85x/0.82x。参考可比公司 20 年 Wind 一致预期 PB 均值 0.9x, 考虑到公司煤价弹性可观, 给予公司 20 年 1.1x 目标 PE, 每股目标价 4 元 (前值 3.27-3.63 元)。维持“买入”评级。

风险提示: 煤价降幅不及预期、利用小时数下滑、电价下降风险。

京能电力(600578 SH,买入): 业绩符合预期, 煤价弹性可观

中金黄金(600489 SH,增持): 金价上涨和资产注入助盈利改善

分析师: 李斌(SAC No. S0570517050001)(SFC No. BPN269)

公司 20H1 归母净利润同比增 6.22%，维持增持评级

公司 20H1 实现营收 189.74 亿元，同比增 0.99%；实现归母净利润 5.16 亿元，同比增 6.22%；Q2 归母净利润 3.56 亿元，同比增 27.25%，环比增 123.05%。公司黄金业务持稳，通过并购实现了矿产铜业务的并入，增厚了公司利润。我们预计 20-22 年 EPS 分别为 0.26/0.38/0.48 元（前值 0.22/0.25/0.25 亿元），维持增持评级。

内蒙古矿业矿产铜开始贡献业绩，有望帮助提升盈利能力

公司已通过增发股份和现金收购的形式收购中原冶炼厂 60.98%股权和内蒙古矿业 90%股权，截至 2020 年 4 月 9 日，本次交易标的资产已全部过户完成。20H1 公司销售铜精矿约 4.1 万吨，内蒙古矿业业绩承诺 19-21 年度经审计的矿业权口径净利润合计数分别不低于人民币 7.46 亿元、7.34 亿元和 6.91 亿元；中原冶炼厂 19 年和 20H1 净利润分别约 4.48 亿元和 1.36 亿元。

20H1 公司业绩受益矿产铜产量大幅提升和金价上涨

据中报，公司 20H1 矿产金产量 10.6 吨，同比减 5.19%；冶炼金 18.49 吨，同比增 3.30%；矿产铜 4.11 万吨，同比增加 337.75%；电解铜 15.70 万吨，同比增加 9.01%。公司 20H1 期间费用率同比小幅下降 0.1pct；海外黄金平均价格为 1645.42 美元/盎司，同比增 25.94%；国内上海黄金交易所平均价格为 369.09 元/克，同比增 28.28%。我们认为公司 20H1 业绩增长主要受益于金价上涨和内蒙古矿业注入后矿产铜产量的大幅增加。

全球实际利率有望继续下行，黄金具备中长期配置价值

近期国际地缘政治关系紧张或提振贵金属避险需求，叠加全球货币宽松政策，10 年期美国通胀指数国债利率已降至负值，且美联储预期接近于零的利率将维持至 2022 年底。随着经济复苏，大宗商品价格预期企稳回升，实际负利率有望继续下行，继续推升金价，此背景下黄金具备较强配置价值。黄金价格上涨有望增强公司后续盈利能力。

金价上涨和资产注入改善盈利能力，维持“增持”评级

资产注入后公司矿产铜有所增长，矿产金产量预期持稳；因预期供给收缩和货币政策持续宽松，我们调升铜价和金价预期，预计公司 20-22 年归母净利润为 12.70/18.52/23.26 亿元（前值 10.40/11.52/11.83 亿元）。预计公司 20 年 BVPS 为 3.42 元，参考可比公司 4.1 倍的 20 年 Wind 一致预期 PB，近 3 年公司 PB 均值为 2.18 倍，我们给予其 20 年 3.5 倍 PB 估值，对应目标价 11.97 元（前值 9.60-9.73 元），维持“增持”评级。

风险提示：黄金、铜等主要产品价格下跌；矿山采选品位下降；矿山项目进度不及预期。

[中金黄金\(600489 SH,增持\): 金价上涨和资产注入助盈利改善](#)

金禾实业(002597 SZ,增持): 产品跌价拖累业绩, 代糖产品前景良好
分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

2020H1 净利润同比降 11%, 维持“增持”评级

金禾实业于 8 月 27 日公布 2020 年中报, 公司实现营收 18.29 亿元, 同比降 7.5%, 净利润 3.57 亿元, 同比降 11.1%。按照 5.59 亿股的最新股本计算, 对应 EPS 为 0.64 元。我们看好公司甜味剂产品未来的发展前景, 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.42/1.89/2.43 元, 维持“增持”评级。

主营产品跌价拖累业绩, 甜味剂板块以量补价

据百川资讯, 2020H1 公司食品添加剂板块产品价格大多下行, 2020H1 三氯蔗糖出口均价同比降 10%至 18.1 万元/吨, 甲/乙基麦芽酚价格同比亦有所回落, 板块实现营收 10.42 亿元, 同比增 7.8%, 毛利率同比降 6.9pct 至 39.6%。大宗化工原料板块景气亦显著下滑, 据百川资讯, 2020H1 华东三聚氰胺/液氨/硝酸/双氧水均价同比分别下跌 16%/17%/16%/18%, 板块实现营收 5.74 亿元, 同比降 23.4%, 毛利率同比增 1.2pct 至 22.9%。公司综合毛利率环比下降 2.1pct 至 30.9%, 销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动 0.5/0.9/-0.2/0.0pct 至 3.7%/3.1%/3.8%/-0.5%。

5000 吨三氯蔗糖、定远一期项目顺利推进

2019 年 12 月公司公告拟投资 3.6 亿元在定远建设 4500 吨佳乐麝香、2000 吨 2-甲基咪唑、3000 吨 2-甲基四氢咪唑、1000 吨咪唑铵盐等项目, 同时拟投资 8.6 亿元在滁州新建 5000 吨三氯蔗糖项目, 据滁州政府官网披露, 该项目已于 4 月 3 日获得环评批复。我们预计定远一期项目及 5000 吨三氯蔗糖项目将于 2020Q4 顺利投产, 公司公告项目合计年营收 21.2 亿元, 有望显著贡献业绩增量。此外公司 5000 吨麦芽酚项目正在持续推进。

代糖市场需求良好, 公司推出“爱乐甜”产品

随着消费者健康意识的日益加强, 全球无糖化、代糖化趋势较为明确, 代糖市场需求良好, 据公司中报披露, 公司积极推进“爱乐甜”零售餐桌糖和糖浆业务的品牌建设, 根据市场需求, 推出 1 倍和 6 倍甜度的代糖, 未来将根据不同的应用场景, 继续推出多品类产品。爱乐甜产品已与多个茶饮、商超、烘焙连锁企业开展对接, 并通过社群运行、品牌合作、线上和线下销售方式, 为产品下一步市场拓展打开空间。

维持“增持”评级

考虑到公司食品添加剂价格有所下跌, 我们下调公司 2020-2022 年麦芽酚、三氯蔗糖等甜味剂价格假设, 对应 2020-2022 年 EPS 预测下调至 1.42/1.89/2.43 元(前值 1.71/2.11/2.59 元), 结合可比公司估值水平(2021 年 Wind 一致预期平均 17 倍 PE), 考虑到公司向下游发展 to C 产品且代糖空间广阔, 给予公司 2021 年 20 倍 PE, 对应目标价 37.80 元(前值 22.23-23.94 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 行业格局持续恶化风险, 新项目投产不及预期风险。

金禾实业(002597 SZ,增持): 产品跌价拖累业绩, 代糖产品前景良好

广联达(002410 SZ,增持): “八三”开局优异, 造价施工并举

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

造价施工齐头并进

作为广联达“八三规划”的开局, 2020H1 总营收 16.09 亿元, YoY16.63%, 归母净利润 1.30 亿元, YoY45.21%。将云合同负债因素还原后的营业总收入(表观营业总收入+期末云合同负债-期初云合同负债) 19.71 亿元, YoY20.36%; 还原后的归母净利润(表观归母净利润+(期末云合同负债-期初云合同负债)*90%)) 4.56 亿元, YoY41.67%。2020 年住建部出台了一系列相关政策促进建筑业转型升级, 完善工程造价市场形成机制, 同时新基建刺激了全产业数字化转型。公司造价业务转型深化, 施工业务加速规模化。预计 20-22 年 EPS 0.29/0.41/0.51 元, 维持“增持”。

2020H1 毛利率同比下滑 3.47pct, 期间费用率下降 6.31pct

公司 Q1 营收同比增长 19.8%, Q2 同比增长 15.8%, 增长维持相对稳定。H1 毛利率 90.59%, YoY -3.47pct, 主要是由于公司施工、造价业务中解决方案类项目占比提升, 增加原材料成本所致。上半年控费效果明显, 期间费用率为 81.25%, YoY -6.31pct。其中销售费用率 29.6%, YoY -2.3pct; 管理费用率为 21.3%, YoY -2.6pct; 研发费用率为 29.7%, YoY -0.9pct。

数字造价业务: 云收入大幅增长占比超 50%, 累计 25 个地区云转型

2020H1 数字造价业务实现营收 11.52 亿元, 同比增长 19%, 其中云收入 6.66 亿元, 同比增长 79.5%, 占比达到 57.84%, 云合同 10.28 亿元, 同比增长 63.43%; 还原后造价收入为 15.13 亿元, 同比增长 23.49%。2020 上半年数字造价业务累计 25 个地区进入云转型, 其中 20 年新增的 4 个地区产品综合转化率超 30%, 19 年转型的 10 个地区产品综合化率达 70%, 续费率达 88%, 19 年之前已转型的 11 个地区产品综合化率、续费率均超过 85%, 同时上半年有超过 40% 的续费来自线上续费。云转型业务逐步深入, 抓住市场化改革机遇, 顺应政策导向, 实现了业务的快速增长。

数字施工业务: 加速新产品研发和上线, “平台+模块”发展迅速

2020 年 H1 数字施工业务实现营收 3.37 亿元, 同比增长 16.1%, 根据国家统计局, 20 年 1-6 月份全国房屋新开工面积累计同比下降 7.6%, 建筑业景气度有所回升, 公司服务建筑企业复工复产。数字项目管理平台加速规模化进程, 截止 20 年上半年数字施工项目级产品累计服务项目数突破 3 万个, 基于数字项目管理平台的模块已由去年同期的 30 个增至 54 个。劳务、物料、项目 BI 等重点模块应用率大幅提升; 岗位级产品持续快速放量, 入口效应逐步显现。

收入进入持续稳定增长阶段, 维持“增持”评级

由于公司上半年定增完成, 我们预期利息收入提升, 预计 20-22 年归母净利润 3.45/4.84/6.01 亿元(前值: 3.30/4.55/5.92 亿元)。我们采取 PS 进行估值, 可比公司 21 年 Wind 一致预期平均 PS 14 倍, 考虑到公司云业务成长性较强, 给予公司 21 年 16 倍 PS, 目标价 79.04 元, 维持“增持”。

风险提示: 行业需求恢复低于预期; 云转型不及预期; 宏观经济持续下行。

[广联达\(002410 SZ,增持\): “八三”开局优异, 造价施工并举](#)

丸美股份(603983 SH,买入): 1H 多点开花, 2H 亮点可期

分析师: 沈晓峰(021-28972088)(SAC No. S0570516110001)(SFC No. BCG366)

1H 业绩平淡; 产业基金、品牌孵化多点开花, 2H 亮点可期

1H20 收入 7.94 亿元/yoy-2.59%, 归母净利 2.68 亿元/yoy4.6%, 扣非归母净利 2.19 亿元/yoy0.59%。Q1 收入 yoy1.53%, Q2yoy-5.93%; Q1 净利润 yoy-1.14%, Q2yoy9.66%。1H 先后新设品牌孵化/代理公司及直播公司, 电商团队组织架构有望不断完善, 2H 亮点可期。1H 产业投资基金投资新锐国潮护肤品牌谷雨, 后续有望享受品牌迅速增长红利。产业链上下游布局有望不断完善, 预计 20-22 年 EPS 1.39/1.66/1.93 元, 维持买入评级。

线上直营为增长主力, 线下日化、百货渠道承压, 美容院渠道有相对韧性

分渠道看, 1H 线上收入 4.26 亿元/yoy27.4%, 其中直营增长 45.96%, 小红笔眼霜等新品贡献主要增量。据调研, 线上直营占比超过 30%, 1H 线上分销同比增长超 20%。1H 线下营收 3.67 亿元/yoy-23.47%。据调研, 线下美容渠道同比降幅仅约 1%, 有相对韧性; 日化、百货渠道同比降幅均超 20%, 受疫情影响较大。我们预计 2H 新品推广有望带动电商增长继续提速; 伴随疫情好转, 2H 线下渠道有望修复至去年同期水平。

丸美小红笔表现亮眼, 线下铺货良好, 2H 村上隆联名款表现可期

4 月公司在天猫小黑盒首发丸美小红笔眼霜, 定位“美容仪+护肤品”, 邀请朱正廷为代言人, 截止 6 月 30 日线上线下累计销量超 28 万支(线上 9 万支/线下 19 万支), 表现亮眼。6 月再推线上专供产品“钻光瓶”, 主打熊果苷、烟酰胺等功效成分美白。8 月丸美小红笔推出与村上隆联名款, 我们预计有望持续贡献线上增量、吸引年轻用户。4 月丸美东京日本珠系列亮相线下百货渠道, 目前丸美东京已有日本酒、日本花、日本珠系列, 差异化产品定位, 分别针对不同群体, 中高端品牌力有望不断提升。

1H 产业基金、品牌孵化多点开花, 2H 跨境代理业务有望发力

1H 公司产业基金投资国潮新锐护肤品牌“谷雨”6%股权, 据情报魔方, 其天猫官方旗舰店 20 年 1-7 月 GMV1.04 亿/yoy54%。据调研, 公司电商团队已超 70 人, 1H 公司先后新设娱丸/美洋互联/奢加子公司, 据官网, 娱丸定位为直播公司, 已装修近 1000 平方米的直播中心。后两者主要从事品牌孵化/代理及运营。公司电商组织架构有望逐渐成熟, 我们预计爆款打造/品牌孵化/全域营销能力有望不断夯实。据调研, 公司计划在上海松江建设 24000 平米的创新中心, 为孵化新品牌奠定坚实基础。19 年公司成立创新事业部, 拟发力跨境代理业务, 我们预计 2H 有望有成果落地。

国货眼霜龙头有望发力品牌孵化、跨境代理, 值得期待, 维持买入评级

维持原盈利预测, 预计 20-22 年 EPS 1.39/1.66/1.93 元, 可比公司 Wind 一致盈利预测 21 年平均 PE55 倍, 主品牌丸美为国内高端眼霜领导品牌, 新品小红笔眼霜表现亮眼, 2H 有望继续发力; 1H 产业投资基金投资新锐国潮护肤品牌谷雨, 后续有望享受品牌迅速增长红利。2H 品牌孵化、跨境代理等多亮点均值得期待, 给予公司 61 倍 PE, 维持原目标价 101.26 元。

风险提示: 各项业务推进较慢、新品推广节奏较慢、线下渠道恢复较慢。

丸美股份(603983 SH,买入): 1H 多点开花, 2H 亮点可期

大亚圣象(000910 SZ,买入): Q2 经营显著改善, 产品拓展持续

分析师: 陈羽锋(025-83387511)(SAC No. S0570513090004)(SFC No. BPX276)

经营大幅改善, Q2 归母净利润同比增长 59.9%

大亚圣象发布 2020 年半年报, 2020H1 公司营收同比下滑 17.6%至 25.40 亿元, 归母净利润同比下滑 19.5%至 1.58 亿元, 扣非归母净利润同比下滑 23.2%至 1.44 亿元; 分季度看, Q2 经营大幅改善, 2020Q1/Q2 单季营收同比分别变动-46.6%/6.9%至 7.55/17.85 亿元, 单季归母净利润同比分别变动-188.0%/59.9%至 -0.56/2.14 亿元。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.33、1.48、1.55 元, 维持“买入”评级。

工程渠道增长支撑地板业务快速修复, 中高密度板受疫情短期冲击

地板业务在“抢市占、扩品类、调结构、促增长”战略下, 积极进行产品升级、加大广告投放力度, 提高生产效率, 20H1 公司地板及配件业务营收同比下滑 9.2%至 20.69 亿元, 我们判断其中工程渠道快速发展对地板业务经营修复起到重要拉动作用; 板材方面, 上半年受疫情冲击、下游家具企业复工延迟影响, 中高密度板业务 20H1 营收同比下滑 42.1%至 4.55 亿元, 毛利率同比上升 1.6pct 至 21.1%; 木门及衣帽间业务上半年同比下滑 61.9%至 97.04 万元。

Q2 单季毛利率同比增 1.7pct, 经营性现金流大幅走强

20H1 公司综合毛利率同比微升 0.8pct 至 36.1%, 其中 20Q1/Q2 单季毛利率分别为 32.6%/37.6%, 较同期分别变动-2.0/1.7pct, Q2 毛利率修复显著。2020H1 期间费用率同比上升 2pct 至 28.5%, 其中销售费用率同比上升 0.3pct 至 15.3%, 主要系销售推广及市场开发费用率有所提升; 管理+研发费用率同比上升 1.4pct 至 12.5%, 主要系职工工资等刚性支出所致; 财务费用率同比上升 0.4pct 至 0.6%, 主要系报告期内汇兑损失与利息支出增加所致。现金流方面, 20H1 购买商品与支付劳务的现金相对减少, 公司经营性现金流同比增长 364.0%至 1.48 亿元, 相比同期转负为正。

地板业务优势突出, 人造板产品升级持续推进

据公司中报, 2020 年“中国 500 具价值品牌”排行榜显示“圣象”品牌价值达 572.59 亿元, 多年位居家居行业榜首; 上半年成功推出无醛认证系列地板和运动地板, 同时推出全国线上线下直播活动和“圣象社区”数字营销整合平台, 不断提升产品市占率。人造板方面, 大亚人造板以 182.81 亿元品牌价值蝉联中国人造板行业榜首, 20H1 成功开发地暖地板基材、绿色防潮线条板、阻燃板等产品, 不断提升市场竞争力和行业影响力。

地板与人造板行业龙头, 维持“买入”评级

考虑地板工程业务快速增长、带动地板业务快速修复, 上调地板业务预期收入, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 7.26、8.08、8.50 亿元 (原值 6.77、7.32、7.69 亿元), 对应 EPS 为 1.33、1.48、1.55 元。参考可比公司 2020 年 22 倍 PE 均值, 给予公司 2020 年 22 倍 PE, 对应目标价 29.26 元 (前值 12.30~14.76 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情发展不确定性, 地产销售大幅下行, 客户拓展不及预期。

大亚圣象(000910 SZ,买入): Q2 经营显著改善, 产品拓展持续

强力新材(300429 SZ,增持): 下游低迷拖累业绩, 等待景气复苏

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

2020H1 净利润同比降 34.1%, 维持“增持”评级

强力新材于 8 月 27 日发布 2020 年中报, 公司 2020H1 实现营收 3.73 亿元, 同比降 13.2%, 净利润 0.58 亿元, 同比降 34.1%, 对应 EPS 为 0.11 元。其中 2020Q2 实现营收 1.95 亿元, 同比降 20.7%, 净利润 0.32 亿元, 同比降 42.1%。短期下游 3C 电子需求受疫情冲击有所压制, 我们认为后续有望逐步回暖。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.38/0.46/0.54 元, 维持“增持”评级。

主营业务有所下滑, 期间费用率有所上升

公司 PCB 光刻胶光引发剂实现营收 0.98 亿元, 同比降 7%, 毛利率同比降 4.8pct 至 33.6%; LCD 光刻胶光引发剂实现营收 0.88 亿元, 同比降 8%, 毛利率同比增 0.7pct 至 57.4%; 其他用途光引发剂实现营收 1.09 亿元, 同比降 4%, 毛利率同比降 12.2pct 至 31.1%。公司综合毛利率同比下降 2.1pct 至 37.1%, 销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动 0.1/1.1/2.0/-0.6pct 至 3.6%/8.8%/7.3%/0.2%。财务费用率下降主要由于本期汇率变动形成汇兑收益而去年同期为汇兑损失以及银行贷款利率下降致利息支出减少。

OLED 材料业务发展前景良好

据 DSCC 预计, 2019 年全球 OLED 面板出货量将达 900 万平方米, 同比增长 35%, 对应 OLED 材料市场规模约 100 亿元, 国内 OLED 材料需求量亦有望快速增长。子公司强力显镭于 2017 年 9 月实现了 OLED 升华材料的量产, 现已进入国内主要 OLED 面板厂的研发线及生产线。另一方面, 目前公司正在建设“年产 3070 吨次世代平板显示器及集成电路材料”, 中报披露截至 2020Q2 末投资进度 47%, 建成后有望进一步扩大公司 OLED 业务规模。

新建环保型光引发剂产能, 拓展产业布局

2019 年 10 月公司公告称将投资 10.9 亿元建设“年产 12000 吨环保型光引发剂、年产 50000 吨 UV-LED 高性能树脂等相关原材料及中试车间项目”, 并于 2020 年 4 月公告拟发行可转债募资 9.0 亿元用于上述项目建设以及补充流动资金。公司预计项目建设期 36 个月, 投资回收期 9 年, 达产税后利润为 1.1 亿元。项目建成投产后, 我们认为有利于公司拓展新的业务增长点。

维持“增持”评级

我们维持公司 2020-2022 年 EPS 预测分别为 0.38/0.46/0.54 元的预测, 结合可比公司估值水平(2021 年 Wind 一致预期 43 倍 PE), 给予公司 2021 年 43 倍 PE, 对应目标价 19.78 元(前值 15.96-16.72 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 核心技术失密风险、新业务开拓不达预期。

强力新材(300429 SZ,增持): 下游低迷拖累业绩, 等待景气复苏

五粮液(000858 SZ,买入): Q2 营收稳健增长, 看好下半年提速

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

20Q2 营收增速环比放缓, 量价管控驱动良性发展

20H1 公司营收 307.68 亿元, 同比+13.3%; 实现归母净利 108.55 亿元, 同比+16.3%。20Q2 单季实现营收 105.3 亿元, 同比+10.1%; 归母净利润 31.5 亿元, 同比+10.2%。20Q2 营收增速较 Q1 (yoy+15.1%) 有所放缓, 预计主要系 Q2 坚持控量挺价、发货同比下降所致, 但仍符合全年营收两位数增长目标, 随着疫情好转动销恢复较快, 我们预计下半年公司发货动销有望提速, 我们预计 20~22 年 EPS5.38/6.62/7.72 元, 维持“买入”评级。

产品结构持续优化, 20H1 酒类毛利率同比提升 2.1pct

报告期内公司进一步丰富和完善五粮液“1+3”产品体系, 即第八代经典五粮液+501 五粮液/80 版经典五粮液/39 度五粮液, 根据半年报, 501 五粮液、经典版五粮液将在年内正式上市; 39 度五粮液正进行产品包装升级。同时, 完成了尖庄、五粮醇、五粮特曲三个全国性战略品牌新品升级, 新品上市工作全面展开, 为公司增长注入新动力。公司品牌力持续提升。根据渠道调研反馈, 后续公司还将推出定位 3000 元价格带新品, 进一步拉升品牌势能。在产品结构不断优化的推动下, 20H1 公司酒类产品毛利率达 80.27%, 同比+2.1pct。

营销变革推动渠道高质量发展, 目前批价坚挺, 全年业绩目标达成可期

公司持续推进营销改革, 20 年公司加大对传统团购渠道重视, 根据国酒财经, 公司今年计划减少传统渠道经销商配额 4000 吨以上投放至团购和新零售渠道。在价格管控上, 除了控制发货节奏, 公司持续优化配额投放, 同时加价回购七代收藏版以防止其影响普五价格体系, 根据国酒财经, 五粮液普五批价自 2 月初 945 元跌至 3 月中旬的 890 元, 但自 3 月下旬开始批价企稳回升, 当前批价已升至 960-970 元, 批价坚挺上行, 渠道库存良性。我们认为目前坚挺的批价和健康的渠道管理、疫情好转后的需求拉升将有助于全年业绩目标(全年目标营收双位数增长)的实现。

盈利能力持续提升, 净利率同比+0.9pct

20H1 公司销售商品、提供劳务收到的现金 286.1 亿, 同比+2.3%, 20Q2 末还原预收账款为 40.8 亿, 较 20Q1 末减少 14.4%, 系疫情影响下对经销商预收货款下降。20H1 公司总体毛利率 74.5%, 同比+0.7pct; 20H1 公司销售费用率 10.3%, 同比+0.6pct, 系公司在疫情下稳增长及布局疫情后恢复性消费, 加强品宣等终端市场投入所致; 20H1 管理费用率为 4.2%, 同比-0.5pct。综上, 20H1 归母净利率同比提升 0.9pct 至 35.3%。

看好公司业绩稳健增长, 价值凸显, 维持“买入”评级

公司的营销改革稳步推进, 渠道结构更为多元且对渠道管控力持续提升, 不断推进产品和品牌升级, 将有助于五粮液打开长期成长空间。我们维持盈利预测, 预计公司 20~22 年 EPS 分别为 5.38/6.62/7.72 元, 参考可比公司 21 年平均 PE 为 44 倍 (Wind 一致预期), 给予公司 21 年 44 倍 PE 估值, 目标价 291.28 元 (前次为 177.54~193.68 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济波动风险, 食品安全问题, 市场竞争加剧。

五粮液(000858 SZ,买入): Q2 营收稳健增长, 看好下半年提速

大秦铁路(601006 SH,增持): 需求不佳+竞争加剧, 拖累中报盈利
分析师: 林霞颖(0755-82492284)(SAC No. S0570518090003)(SFC No. BIX840)

参股铁路项目的回报低于我们预期, 下调全年盈利预测

上半年, 大秦铁路实现营业收入 335 亿元 (同比-16.9%)、归母净利润 55.8 亿元 (同比-30.7%) (公告 8/27)。1H20 归母净利润低于我们预期 9.9% (报告 7/23), 主要因为大秦线以外的铁路项目回报低于预期, 其中: 1) 参股的浩吉铁路确认投资损失 2.56 亿元; 2) 子公司侯禹和唐港铁路贡献的归母净利润同比减少 0.74 亿元, 降幅为 25%。上半年业绩下滑的原因是: 1) 疫情影响复工复产, 下游用煤需求疲弱; 2) 疫情期间进口煤冲击较大; 3) 高速公路免费与低油价促使部分货源分流至公路。我们预计 2020/21/22 年 EPS 为 0.73/0.86/0.85 元, 目标价 7.30 元, 维持“增持”评级。

业绩下滑原因: 用煤需求不佳、进口煤冲击、公路降价竞争

上半年, 大秦线实现货运量 1.88 亿吨, 同比减少 14%; 日均运量 118 万吨, 低于满载运量 18%。受疫情影响, 国内煤炭需求相对低迷。大秦线主要目的地为东南沿海, 上半年沿海六大电厂的煤炭日耗量同比降低 9.6%。全国原煤产量同比增加 0.6%, 其中大秦线主要货源地山西省的煤炭产量同比增长 2.3%。煤炭需求低迷而供给有增长, 使煤炭价格回落, 降低煤炭发运积极性。在竞争结构方面, 全国进口煤炭 1.74 亿吨, 同比增长 12.7%, 对大秦线下游的东南沿海地区产成较大竞争压力。高速公路阶段性免费 (2/17-5/5) 与国际油价下行, 使公路运输成本下降, 对铁路产生分流影响。

下半年展望: 受益于需求恢复与进口煤管控, 预计运量 115-120 万吨/日

展望 2H, 基建提速与消费复苏有望提振用电需求; 国内矿企已恢复生产, 前期基于供保安全而放松的进口煤管控有望继续收紧, 高速公路恢复收费使公路运输成本回升, 大秦线的竞争压力得以减轻。大秦线在夏季用煤旺季录得运量高位, 6 月/7 月的运量达到 130/126 万吨/日 (2014 年至今仅有 13 个月突破 126 万吨/日)。但今夏长江流域汛期过后, 水电量可能较高, 挤压火电量空间。综上, 我们预计 2H 大秦线运量为 115-120 万吨/日。

市场已消化可转债摊薄预期, 最低分红承诺强化类债属性

公司在 4 月底提出 320 亿元可转债发行方案, 并在 5 月获得股东大会批准通过。公司目前股价低于 1 倍 PB (2019 年报), 假设初始转股价格为 7.66 元 (2019 年 BPS), 可转债全部转股对股本的摊薄比例约 28%。我们认为, 当前市场已充分反映可转债发行的潜在摊薄预期。公司提出 2020/21/22 年分红规划, 即每股股息不低于 0.48 元, 对应股息率 7.3% (2020/8/27)。因分红承诺, 公司未来派息的可预见性提升, 稳定的高股息率有吸引力。

高股息率有较强吸引力, 维持“增持”评级。

因为参股铁路项目的回报低于预期, 我们下调公司归母净利润预测至 109/128/126 亿元 (前次 116/131/128 亿元)。参考公司历史 PE 中枢 10x, 我们基于 10x 2020PE 给予目标价 7.3 元 (前次 7.8 元)。维持“增持”评级。

风险提示: 经济快速下行, 浩吉、蒙冀、瓦日铁路分流, 公路治超放松。

大秦铁路(601006 SH,增持): 需求不佳+竞争加剧, 拖累中报盈利

中国平安(601318 SH,买入): 寿险深化改革, 股东回报稳健

分析师: 沈娟(0755-23952763)(SAC No. S0570514040002)(SFC No. BPN843)

营运利润表现稳健, 科技业务贡献度逐步抬升

公司 20H1 实现归母净利润 687 亿元, YoY+29.7%; 归母营运利润 743 亿元, YoY+1.2%, 其中寿险及健康险业务、科技业务归母营运利润同比增速分别达 6.6%和 22.7%, 盈利贡献逐步抬升。年化营运 ROE 达 21.6%。公司从客户需求出发, 实现综合金融协同发展, 具有长期增长韧性。我们预计公司 2020-22 年 EPS 分别为 8.77、10.10、11.56 元(前值为 9.01、10.60、12.27 元), 维持“买入”评级。

个人客户规模持续增长, 团体业务价值持续挖掘

截至 20H1 末, 平安个人客户数达 2.1 亿人, 较年初增长 4.6%。集团个人客户交叉渗透程度仍不断提升, 37.3%个人客户同时持有多家子公司合同, 较年初提升 0.5pct。上半年新增客户 1809 万, 其中 35.4%来自集团五大生态圈的互联网用户, 客均合同数 2.69 个, 较年初增长 1.9%, 一站式综合服务协同效应逐步体现。团体客户分层经营, 打造“1+N”服务模式, 提供“商行+投行+投资”、“融资+融智”的综合方案, 满足客户融资和管理需求。20H1 综合金融保费规模达 80 亿元, YoY+34%, 其中对公渠道同比增长 168%; 融资规模达 2730 亿元, 同比增长 170%。

新单保费有所承压, 交叉销售成效显著

公司 20H1NBV310 亿元, YoY-24.4%, 主要系新单与 Margin 共同拖累所致, 20H1 用于计算 NBV 的首年保费 845 亿元, YoY-8%, Margin 同比下滑 8pct。但长期保障险持续升级, Margin 同比提升 7.1pct 至 104.4%。截至 20H1 代理人 114.5 万人, 较 19 年末下降 1.9%, 但较 20Q1 末提升 1.2%。高潜能优才数量 10 万人, 同比+1.9%。20H1 代理人人均 NBV2.5 万元, 同比-14.7%, 月均收入 6189 元, 同比-6.5%, 其中月均交叉销售收入 1062 元, 同比+48.3%, 交叉销售成效显著。

财险业务结构优化, 投资回报同比有所承压

20H1 车险保费 956 亿元, 同比增长 3.6%, 增速同比下降 5.4pct。非车险业务整体(非车险+意外及健康险)增长动能强劲, 同比增速达 27.1%, 财险业务结构持续优化。20H1 年化净投资收益率 4.1%, 同比下滑 0.4pct; 年化总投资收益率 4.4%, 同比下降 1.1pct。

科技板块持续孵化, 维持“买入”评级

公司科技板块持续孵化, 盈利贡献逐步抬升, 综合金融生态优势显著。根据最新经营情况, 我们小幅下修 EV 预测, 预计 2020-22 年 EVPS 分别为 76.36、88.67、102.82 元(前值为 76.94、89.85、104.62 元), 对应 P/EV 分别为 1.00x、0.86x、0.74x, 相应的可比公司 2020 年平均估值为 0.84xP/EV。公司寿险深化转型已接近尾声, 成效有望逐步显现, 享受一定估值溢价。我们给予 2020 年 1.2xP/EV 预期, 目标价 91.63 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 市场波动风险、利率风险、政策风险、技术风险、消费者偏好风险。

中国平安(601318 SH,买入): 寿险深化改革, 股东回报稳健

移为通信(300590 SZ,增持): 短期疫情冲击, 备战行业高景气

分析师: 赵悦媛(SAC No. S0570519020001)

营业收入短期受全球疫情影响压制

公司于 8 月 27 日晚间发布 20 年半年报, 20H1 实现营收 1.83 亿元 (YoY -32.78%), 归母净利润为 4,207.04 万元 (YoY-33.28%)。由于公司超过 90% 为海外订单, 上半年受到全球疫情加剧影响, 使得需求有所延后, 导致营业收入大幅下降。我们认为当前物联网行业处于景气上行阶段, 随着海外疫情的逐步缓和, 以及公司国内业务拓展顺利, 公司营收有望回暖。考虑到今年疫情影响, 我们下调公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.76/0.96/1.23 元, 维持“增持”评级。

受全球疫情加剧影响, 20Q2 营收增速尚未见转折

公司 20Q1 和 Q2 营收同比增速分别为-28.01%和-37.39%, Q2 相比 Q1 营收增速进一步下滑, 主要原因系公司销售区域在北美洲、南美洲及欧洲区域受疫情影响, 以上地区 20H1 销售收入同比分别下滑超过 50%、47%、28%, 而公司营收超过 90% 以上来源于海外业务, 使得第一季度国内疫情导致的公司供给端受到冲击, 二季度海外疫情加剧导致需求受到冲击。

毛利率略有提升

20H1 公司综合毛利率水平为 44.55%, 较去年同期提升 2 个百分点, 可以看到公司随着研发不断积累, 以及品牌效应提升, 使其毛利率逐步提升。但公司销售费用率、管理费用率以及研发费用率分别提升 3.3、5.13 和 3.59 个百分点, 主要原因系营收大幅下降所致。

进军国内市场, 动物溯源电子商务平台上线, 存货原材料体现备货提升

公司加大汽车金融风控和两轮车车联网产品在国内的拓展力度, 同时, 其动物溯源产品不仅在国内已经进入实地产品实验阶段, 电子商务平台也已经在澳大利亚上线, 目前注册经销商约 350 家, 有效降低了商务拓展因疫情所受到的影响, 公司计划未来该电子商务平台将会在加拿大、美国等地区陆续上线。公司积极应对全球疫情的冲击, 同时为疫情后的需求提升做充足准备, 20H1 公司存货中原材料期末余额为 1.21 亿元, 较 2019 年末增长 83.33%, 占存货比重超过 70%。我们认为随着当前国内疫情的有效控制, 以及海外管控的放松, 下半年公司订单有望逐步回暖。

全球疫情对公司海外业务发展的仍有不确定性, 维持“增持”评级

公司通过定制化终端产品+解决方案不断突破海外优质客户, 并结合其产品类别和市场区域的不断延伸, 为未来增长打开空间。我们对其分业务收入增速进行下调, 同时由于营收下降导致费用的提升, 预计 20~22 年归母净利润分别为 1.84/2.32/2.99 亿元 (调整前为 2.01/2.64/3.64 亿元), 对应 EPS 分别为 0.76/0.96/1.23 元。参考 A 股同类型公司的 2020 年 PE 估值平均水平为 57.07 倍, 考虑到当前海外疫情导致公司订单不确定性较大, 保守给予 2020 年 PE 估值为 45 倍, 对应目标价 34.2 元/股 (按新股本折算前值为 28.22-33.20 元/股), 维持“增持”评级。

风险提示: 全球疫情影响订单量不及预期, 新客户拓展存在一定周期。

移为通信(300590 SZ,增持): 短期疫情冲击, 备战行业高景气

裕同科技(002831 SZ,买入): 精品包装快速增长, 纸塑发展可期
分析师: 陈羽锋(025-83387511)(SAC No. S0570513090004)(SFC No. BPX276)
Q2 营收、利润高增长, 单季归母净利润同比增长 30.7%

裕同科技发布 2020 年中报, 2020 年上半年公司营收同比增长 17%至 43.10 亿元, 归母净利润同比增长 10.6%至 3.28 亿元, 扣非归母净利润同比增长 23.0%至 2.88 亿元。分季度看, Q2 经营显著改善, 2020Q1/Q2 单季营收同比分别增长 2.1%/31.0%至 18.23/24.87 亿元, Q1/Q2 单季归母净利润同比分别变动-7.9%/30.7%至 1.42/1.85 亿元。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.44、1.73、2.07 元, 维持“买入”评级。

精品包装业务快速增长, 纸塑包装发展可期

分产品看, 2020 年上半年纸质精品包装营收同比增长 17.4%至 34.09 亿元, 包装配套产品营收同比增长 14.8%至 5.66 亿元; 我们判断包装业务快速增长一方面系 5G 应用加强催化智能手机换机需求, 提振裕同科技彩盒订单量, 另一方面系公司积极拓展彩品类, 酒包、烟标等业务有序推进带来收入新增长点。公司积极布局环保包装领域, 2020 年国家发改委与生态环境部进一步提出塑料污染治理时间表, “限塑令”推进下环保纸塑包装有望成为塑料彩盒、塑料袋的重要替代品, 2020H1 环保纸塑包装营收同比增长 13.9%至 0.78 亿元, 随着新增产能爬坡, 后续发展值得期待。

加强降本增效, 期间费用率同比下降 2.9pct

2020H1 销售毛利率同比下降 2.2pct 至 25.8%, 我们判断主要系单位固定成本增加所致。上半年期间费用率同比下降 2.9pct 至 17.1%, 其中销售费用率同比下降 1.2pct 至 3.4%, 主要系运费下降较多所致; 管理+研发费用率同比下降 0.6pct 至 12.0%, 主要系职工薪酬增幅较低所致; 财务费用同比下降 1.0pct 至 1.7%, 主要系汇兑收入增加。现金流方面, 2020H1 公司经营性净现金流同比减少 47.9%至 6.25 亿元, 主要系 2019 年末开展应收账款无追索保理业务提前回款所致。

深入挖掘市场潜力, 加强研发创新产业化

公司积极挖掘市场增长潜力, 在客户拓展、品类拓展的同时, 进一步增加投入, 持续提升海外生产基地产品交付能力; 此外, 为应对疫情, 公司采取多项降本增效措施, 策略性调整固定资产投资力度, 保障经营良性推进。2020 年上半年公司加强研发创新产业化, 深化智能包装云平台研究, 研发升级新型防伪技术, 提升包装设计、制造能力。

彩盒包装龙头, 维持“买入”评级

5G 换机驱动 3C 包装需求拐点, 非 3C 包装拓展已显成效, 维持盈利预测, 预计 2020-2022 年净利润分别为 12.60、15.20、18.11 亿元, 对应 EPS 为 1.44、1.73、2.07 元, 参考可比公司 2020 年 18 倍 PE 均值, 考虑到公司多业务领域打开成长空间, 给予公司 2020 年 27 倍 PE, 对应目标价为 38.88 元 (前值 28.80-30.24 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情发展不确定性, 地产销售下行, 整装及渠道拓展不及预期。

裕同科技(002831 SZ,买入): 精品包装快速增长, 纸塑发展可期

雄塑科技(300599 SZ,买入): H1 业绩暂承压, 看好异地扩张加速

分析师: 方晏荷(0755-22660892)(SAC No. S0570517080007)(SFC No. BPW811)

上半年归母净利润同比下滑 15.87%, 异地扩张持续推进

公司发布 2020 年半年报, 20H1 实现收入 8.7 亿元, 同比-6.83%, 实现归母净利润 0.96 亿元, 同比-15.87%; 实现扣非归母净利润 0.94 亿元, 同比-16.07%, 公司 2020 年 Q1/Q2 分别实现收入 3.1/5.6 亿元, 同比-26.1%/+9.2%; 实现归母净利润 0.30/0.66 亿元, 同比-47.0%/+14.9%, Q2 收入和净利润同比实现回升。公司上半年经营活动现金净流入 0.65 亿元, 相较于去年同期的 0.3 亿元净流出明显好转。20-22 年公司河南基地的达产、海南和云南基地的投产将推动公司步入新一轮发展周期, 维持公司 20-22 年 EPS 预测为 0.92/1.18/1.48 元, 维持“买入”评级。

价格竞争激烈导致公司收入下滑, 西南地区市占率加快提升

公司上半年 PVC/PPR/PE 系列产品收入分别为 6.8/1.0/0.86 亿元, 同比分别 +0.63%/-9.67%/-38.29%, 除 PVC 产品收入同比基本持平外, PPR 和 PE 类产品收入均实现下滑, 我们预计受疫情影响, 行业竞争激烈, 公司为加快出货抢占市场份额而采取降价措施。分区域看, 公司主要区域华南区收入同比下滑 7.0%, 但子公司广西雄塑实现收入 3.8 亿元, 同比增长 8%; 西南区收入同比大幅增长 53.4%, 占收入比重同比提升 2.5pct 达 6.4%, 显示公司异地扩张进一步加快, 公司继续推进海南、云南子公司项目投建工作, 海南基地预计年底投产, 西南地区的市占率有望进一步提升。

毛利率同比基本持平, 经营性现金流明显好转

公司上半年实现综合毛利率 25.4%, 同比小幅下降 0.5pct, 其中 PVC/PPR/PE 系列产品毛利率分别为 24.5%/31.9%/24.4%, 同比下降 0.7/0.4/0.7pct, 我们测算上半年 PVC/PPR/PE 原材料价格同比分别下滑 8%/15%/19%, 但公司同步对价格进行下调, 成本弹性并未显现。上半年公司期间费用率 13.5%, 同比小幅增长 0.8pct, 其中管理费用率同比提升 0.7pct, 主要因折旧费用增加较多, 整体来看公司费用管控依旧出色。上半年公司经营性现金流净流入 0.65 亿元, 较去年同期的 0.3 亿元净流出明显好转, 收现比同比提升 6.5pct 达 107.1%。

维持盈利预测, 维持“买入”评级

雄塑科技是国内少数年产能 20 万吨以上的塑料管道大型综合供应商之一, 立足华南面向全国, 上半年公司因积极进行市场扩张, 导致收入及利润暂时承压, 但我们认为公司财务报表较优异, 上半年资产负债率 21.9%, 未来加杠杆空间仍较大, 且公司持续推进异地产能建设, 市占率有望稳步提升。维持公司 20-22 年归母净利润预测 2.8/3.6/4.5 亿元, 当前可比公司对应 20 年 Wind 一致预期平均 26.8xPE, 考虑到公司规模优势及市场份额不及可比公司, 我们认可给予公司 20 年 20xPE, 目标价 18.40 元 (调整前 16.56-18.40 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格大幅上涨, 新增产能无法及时消化, 行业竞争加剧。

雄塑科技(300599 SZ,买入): H1 业绩暂承压, 看好异地扩张加速

广信股份(603599 SH,增持): Q2 企稳回升, 关注新项目投产进度
分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)
2020H1 净利同比增 10%, 维持“增持”评级

广信股份于 8 月 27 日发布 2020 年中报, 公司 2020H1 实现营收 17.68 亿元, 同比增 4.55%, 净利润 2.84 亿元, 同比增 10.25%, 对应 EPS 为 0.61 元。其中 2020Q2 实现营收 9.43 亿元, 同比增 17.69%, 净利润 1.69 亿元, 同比增 38.03%。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.26/1.48/1.69 元, 维持“增持”评级。

2020H1 杀菌剂板块稳健增长, 期间费用率有所上升

除草剂板块, 2020H1 公司原药销量 2.0 万吨, 同比降 20.6%, 均价 2.05 万元/吨, 同比降 14.0%, 原药营收同比降 31.8%至 4.1 亿元; 杀菌剂板块, 2020H1 公司原药销量 1.1 万吨, 同比增 29.3%, 均价 3.16 万元/吨, 同比降 2.1%, 原药营收同比增 26.6%至 3.6 亿元。子公司方面, 东至广信实现净利润 1.39 亿元, 同比增 61.5%。公司综合毛利率同比增 2.8pct 至 33.8%, 销售/管理/研发/财务费用率分别同比增 0.3/1.7/0.2/0.5pct 至 3.0%/8.6%/5.5%/-0.7%, 其中管理费用率上升主要系公司修理费/环保费分别同比增 49%/39%至 0.56/0.44 亿元所致。

近期公司农药产品价格走势整体平稳, 关注四川草甘膦装置复产进度

近期公司农药产品价格整体平稳, 据中农立华, 敌草隆/多菌灵/甲基硫菌灵截至 8 月 23 日报价分别为 3.5/3.6/3.3 万元/吨, 较 7 月初分别变动-3%/0%/-6%。草甘膦近期由于四川水灾影响致使福华通达、和邦生物合计 17 万吨产能供给有所受限, 8 月 23 日报价为 2.25 万元/吨, 较 7 月初上涨 7%, 关注后续四川厂家装置复产进度。

在建项目助力公司产品升级, 进一步完善产业链

公司 2018 年 1 月成功定增募资 14.0 亿元用于建设 3000 吨吡唑醚菌酯、1200 吨噁唑菌酮等项目, 吡唑醚菌酯、噁唑菌酮作为相对高端的农药品种, 助力公司产品升级, 目前项目进展顺利, 中报披露截至 2020H1 末进度分别为 12%/25%。此外重要中间体对邻硝基氯苯二期 10 万吨项目截至 2020H1 末进度为 99%, 有望于 2020H2 正式投产, 进一步完善公司产业链。

维持“增持”评级

我们维持公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.26/1.48/1.69 元的预测, 基于可比公司估值水平 (2020 年 Wind 一致预期平均 18 倍 PE), 考虑到公司现有农药产品需求前景或承压, 给予公司 2020 年 16 倍 PE, 对应目标价 20.16 元 (前值 18.90-21.42 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 草甘膦海外禁用政策风险、新项目投产不达预期风险。

广信股份(603599 SH,增持): Q2 企稳回升, 关注新项目投产进度

长川科技(300604 SZ,买入): 产品延伸初见成效, 研发、市场发力
分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

三钢闽光(002110 SZ,增持): 罗源闽光已并入, 地位进一步凸显

分析师: 邱瀚莹(SAC No. S0570518050004)(SFC No. BPN270)

20H1 归母净利同比降 54%, 维持“增持”评级

20H1, 公司实现营收 229 亿元 (yoy-5%), 归母净利 12 亿元 (yoy-54%); 因罗源闽光于 20 年中报并表并追溯调整 20H1 业绩, 20Q2 公司真实业绩情况无法追溯。罗源闽光并入后, 公司粗钢产能达到 1202 万吨, 区域龙头地位进一步凸显, 且钢材区域、品牌溢价仍在。考虑到罗源闽光并入, 我们预计 20-22 年 EPS 分别为 1.20/1.33/1.48 元, 仍维持“增持”评级。

20H1 长材毛利率下滑幅度更大

20 年 6 月, 公司正式完成对罗源闽光 100% 股权的收购, 于 20 年中报正式并表, 公司粗钢产能从 1000 万吨扩张至 1202 万吨。20H1, 公司分别产铁、钢、材 496、573、567 万吨, 以粗钢产量年化测算, 20H1 产能利用率达 95%。20H1, 公司钢铁主业毛利率 12.2% (yoy-5.5pct); 分品种看, 长材毛利率下滑更多 (其中螺纹钢同比降 8.8pct), 板材表现相对较好, 毛利率达 18.4% (yoy-1.8pct)。另外, 公司积极开展采购降本, 力争全年采购国内铁矿 100 万吨以上。

罗源闽光盈利能力相对较低, 未来或可改善

20H1, 费用中变动较大的为财务费用, 达 0.91 亿元 (yoy+1.05 亿元), 主要因利息支出增加; 期间费用率达 3.8% (yoy+0.7pct), 主要因财务费用率上行较多 (yoy+0.5pct)。销售净利率 5.1% (yoy-5.5pct), 主要因毛利率下滑、费用率上行。分基地看, 20H1 三明本部 (近似用母公司口径替代)、泉州闽光、漳州闽光、罗源闽光净利润分别为 7.2、2.9、-0.2、1.1 亿元, 净利率为 6.1%、6.4%、-6.0%、2.0%, 漳州闽光、罗源闽光盈利能力相对较低, 考虑到物联云商项目对购销两端渠道进行整合, 未来或可改善。20H1, 经营性现金流 25.6 亿元 (yoy+10.8 亿元), 主要因支付税费减少。

地产表现不弱, 预计基建仍然乐观

据国家统计局, 20 年 7 月地产、基建、制造业投资当月同比分别为 11.7%、7.9%、-3.1%, 制造业仍处分化。据华泰固收《经济继续修复, 金融边际放缓》(2020.8.25) 观点, 地产方面, 虽然融资政策边际收紧, 但短期地产投资增速或仍处高位、有一定韧性; 基建方面, 财政“弹药”充足、洪涝影响消退以及保就业诉求倒逼, 后期基建投资增速仍较乐观。

区域龙头地位进一步凸显, 维持“增持”评级

公司已于完成对罗源闽光收购, 粗钢产能规模达 1202 万吨, 区域龙头地位进一步凸显; 另外, 公司钢材区域、品牌溢价优势仍在, 沿海靠港可降低原料运输成本。考虑到罗源闽光并入, 我们预计 20-22 年 EPS 分别为 1.20/1.33/1.48 元 (前值为 0.99/1.11/1.14 元)。可比公司 PB (2020E, Wind 一致预期) 均值为 0.87 倍, 考虑到公司持续降本增效以及区域、品牌优势, 给予公司 0.9 倍 PB (2020E) 估值, BPS (2020E) 取为 8.59 元, 对应目标价 7.73 元 (前值为 7.96-8.38 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观经济不及预期; 疫情发展超出预期。

三钢闽光(002110 SZ,增持): 罗源闽光已并入, 地位进一步凸显

苏泊尔(002032 SZ,买入): 品牌优势凸显, 后续增长依然可期

分析师: 王森泉(0755-23987489)(SAC No. S0570518120001)(SFC No. BPX070)

2020H1 收入/归母净利同比-16.76%/-20.48%, 维持“买入”评级

公司披露 2020 年中报, 2020H1 公司实现营业总收入 81.87 亿元, 同比-16.76%, 归母净利 6.66 亿元, 同比-20.48%, 其中, 2020Q2 营收同比+5.59%, 归母净利同比+11.32%。可比口径下公司 Q2 收入恢复同比双位数增长, 一方面, 公司在传统线下零售渠道具备较强品牌影响力, 维持份额优势, 另一方面, 疫情下线上营销力度明显提升, 带动电商收入增长, 最后, 出口业务受益于工厂复工及海外订单向国内转移, 表现好于内销。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.65、3.17、3.60 元, 维持“买入”评级。

2020H1 公司收入同比下滑, 维持线下份额优势

采取新收入准则导致部分应付客户费用抵减收入, 还原口径下, 2020H1 公司收入同比-12.05%, Q2 收入同比+10.83%。分产品收入未披露还原口径下收入, 按照新口径, 2020H1 炊具收入 21.36 亿元, 同比-30.43%, 电器收入 60.01 亿元, 同比-10.62%。国内市场保持份额优势, 中怡康的数据显示, 2020H1 公司电饭煲、电压力锅、电磁炉、电水壶、豆浆机、搅拌机、榨汁机、煎烤机、电炖锅等 9 大主要品类合计的线下市场份额同比提升 1.6pct。

收入抵减及疫情影响下, 2020H1 整体毛利率同比-5.63pct

受到新准则及疫情影响, 2020H1 公司主营毛利率同比-5.63pct, 降为 25.22% (还原口径下, 毛利率同比下滑 1.62pct)。新口径下分产品来看, 2020H1 炊具毛利率同比-4.98pct, 降为 29.90%, 电器毛利率同比-5.46pct, 降为 23.55%, 抵减主要影响内销收入, 导致内销毛利率同比-6.91pct。

新收入准则同步影响销售费用率, 2020H1 期间费用率大幅下降

2020H1 新收入准则影响下, 公司整体期间费用率同比-3.23pct。其中, 广告、促销等费用受调整影响, 2020H1 销售费用率为 11.89%, 同比-3.93pct。管理费用率为 1.82%, 同比+0.16pct。研发小幅增长, 研发费用率为 2.26%, 同比+0.40pct。利息收入下降, 财务费用率为-0.25%, 同比+0.15pct。新收入准则同时影响收入及费用科目, 正负抵消后, 对于公司净利润率水平影响较小, 2020H1 公司净利润率为 8.14%, 同比-0.38pct。

小家电龙头归来, 维持“买入”评级

我们维持 2020-2022 年 EPS 为 2.65、3.17、3.60 元的预测。截至 2020 年 8 月 27 日, 公司过去三年 (2017.08-2020.08) PE 估值中枢为 33x, 考虑到国内疫情影响已大幅减弱, 线下消费流量逐步恢复, 线上消费维持较高增长, 公司在多元小家电品类上具备品牌力、产品力优势, Q2 收入恢复双位数增长; 准则调整虽影响报表毛利率, 但销售费用率相应下降, 实际盈利能力受影响较小, 后续收入及净利润增长依然可期。认可给予公司 2020 年 37x PE, 对应目标价格 98.05 元 (前值 95.40-98.05 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情冲击及市场竞争加剧; 原材料价格上涨; 关联交易风险。

苏泊尔(002032 SZ,买入): 品牌优势凸显, 后续增长依然可期

成都银行(601838 SH,增持): 稳健增长的标杆, 资产质量再优化

分析师: 沈娟(0755-23952763)(SAC No. S0570514040002)(SFC No. BPN843)

稳健增长的标杆, 资产质量再优化

公司于 8 月 27 日发布 2020 年中报, 1-6 月归母净利润、营收分别同比+9.9%、+11.6%, 增速较 1-3 月-1.7pct、-2.5pct。公司保持了较高的净利润增速, 资产质量继续向好, 展现了良好的经营韧性。我们预测 2020-2022 年 EPS 为 1.68/1.88/2.18 元, 目标价 12.76 元, 维持“增持”评级。

存款增长亮眼, 息差略有下行

1-6 月年化 ROE、ROA 分别同比-0.54pct、-0.04pct 至 14.90%、0.94%。6 月末总资产、贷款、存款增速分别为+15.1%、+19.4%、+15.0%, 较 3 月末+2.5pct、-4.2pct、+2.1pct。存款增长亮眼, Q2 环比增长 8.1%, 其中新增活期对公存款占 57%, 利于持续巩固存款成本优势。Q2 新增对公贷款与零售贷款比例为 65: 35。上半年净息差 2.10%, 较 2019 年全年下降 6bp。生息资产收益率缓慢下行, 其中零售贷款收益率逆势上升 5bp, 韧性较强; 计息负债成本率微升, 负债端以存款为主, 同业利率下行对负债成本的贡献有限, 而存款结构改善一定程度缓释了负债成本上升压力。

资产质量继续向好, 拨备覆盖率创新高

6 月末不良贷款率、拨备覆盖率分别为 1.42%、278%, 较 3 月末-1bp、+18pct。拨备覆盖率达到 2014 年以来新高。关注贷款率较 3 月末下降 7bp 至 0.80% (与 19 年末数据相比, 为上市城商行中第 2 低), 隐性风险指标优异。Q2 年化不良生成率仅有 0.28%, 比 Q1 低 79bp; Q2 年化信用成本 1.67%, 比 Q1 低 21bp。在不良生成压力很小的背景下保持了较大的拨备计提力度。1-6 月中间业务收入同比+22.7%, 主要由理财业务驱动, 6 月未理财收入同比+32%, 非保本理财规模为 343 亿元, 上半年增长 48 亿元。

做强本地辐射异地, 资本补充在即

6 月末公司在成都的贷款市占率达到 4.96%, 较 2019 年末+0.21pct, 本地地位继续上升。公司在深耕成都的同时挖掘异地潜力, 6 月末非成都地区贷款占比达 26.4%, 较 2019 年末+1.3pct。异地风险化解成果突出, 6 月末非成都地区不良贷款率 1.34%, 低于全行不良率。6 月末资本充足率、核心一级资本充足率分别为 14.45%、9.36%, 较 3 月末-0.49pct、-0.36pct。8 月 19 日公司发行不超过 60 亿元永续债的计划获得四川银保监局通过, 资本实力有望夯实 (据 6 月末 RWA 计算有望提升资本充足率 1.51pct)。

目标价 12.76 元, 维持“增持”评级

鉴于公司保持较大的拨备计提力度, 利润增速略有下降, 我们预测 2020-2022 年 EPS 为 1.68/1.88/2.18 元 (2020-22 年原预测为 1.77/2.09/2.48 元), 2020 年 BVPS 11.10 元, 对应 PB 0.88 倍。可比公司 2020 年 Wind 一致预测 PB 为 0.94 倍, 公司作为成长性较高、存款基础扎实的西部领先城商行应享受估值溢价, 我们给予 2020 年目标 PB 1.15 倍, 目标价由 8.95-9.85 元上调至 12.76 元。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

成都银行(601838 SH,增持): 稳健增长的标杆, 资产质量再优化

美凯龙(601828 SH,买入): Q2 营收环比改善, 卖场彰显高韧性
分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)
归母净利润 Q2 增速环比大幅改善, 维持买入评级

2020H1 公司实现收入 60.2 亿元, 同比下滑 22.3%; 归母净利 11.0 亿元, 同比下滑 59.3%。其中 Q2 营收同比下滑 17.9%, 归母净利同比下滑 49.1%, Q2 收入及净利润降幅收窄。考虑到 20H1 自营卖场已消化大部分免租带来的收入压力, 伴随疫情影响减弱, 居民家居消费需求释放, 我们仍看好公司卖场主业 H2 的快速回暖, 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.06、1.37、1.45 元, 维持买入评级。

自营、委管卖场出租率均超 90%, 支撑 20H2 主业收入快速回暖

20H1 公司自营卖场收入同比减少 23.4%至 30.3 亿元, 委管商场收入同比下降 15.4%至 18.3 亿元, 主要系公司主动减免商户租金及管理费、疫情影响委管项目进展、商业咨询业务减少所致。截至 20H1 末, 公司有自营商场 87 家、委管商场 247 家, 平均出租率仍分别高达 90.2%、90.1%。尽管短期收入承担较大压力, 但卖场租户并未明显流失, 主业的基本盘并未发生动摇。我们积极看好公司疫情影响减弱后卖场收入的快速回暖。

构造行业领先直播矩阵, 全面拥抱新零售

公司 20H1 通过云集 20 万商场导购的全民营销平台精准向营销活动导流 100 万人次; 并搭建覆盖全国 348 万家装用户的社群矩阵, 矩阵里的消费者粘性强、客单价高, 社群渠道人均消费高于非社群渠道 39%。在私域流量池的助阵下, 公司联合 5000 位家装专业主播, 20H1 直播超 4.6 万场, 不断刷新家装家居行业在淘宝平台上单场同时观看人数、单场次转粉数量等多项的记录。

加速布局万亿家装市场, 打造第二增长曲线

20H1 公司一方面持续推进家装渠道多样化布局, 新开 21 家自营家装门店, 签约合作家装企业 157 家、加盟商 9 家、合伙人/众筹开店 10 家; 另一方面整合旗下供应链、设计师、渠道资源为消费者提供全流程的家装解决方案, 其中自主研发的设计云平台能够针对解决设计的周期长、配货难的痛点, 推出三个月已与 100 家知名装修企业达成合作, 带动销售 150 万元。

卖场主业彰显高韧性, 维持买入评级

我们积极看好公司 20H2 主业收入的快速回暖, 预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 41.3、53.3、56.7 亿元 (前值 45.3、54.0、57.5 亿元, 调减公允价值变动收益)。参考泛家居、房地产可比公司 2020 年 Wind 一致性预期平均 15.6、6.1 倍 PE, 参考往年利润贡献比重分别给予 70%、30%权重, 对应 12.8 倍 PE, 考虑到公司投资性房地产存较大不确定性, 给予公司 2020 年 11.5 倍 PE, 对应目标价 12.19 元 (前值 10.88~13.06 元), 维持买入评级。

风险提示: 疫情对线下消费影响超预期; 宏观经济复苏不及预期; 委管卖场拓展不及预期。

美凯龙(601828 SH,买入): Q2 营收环比改善, 卖场彰显高韧性

圆通速递(600233 SH,增持): 航空货运强劲, 中报超预期
分析师: 沈晓峰(021-28972088)(SAC No. S0570516110001)(SFC No. BCG366)
中报超预期, 维持“增持”评级

公司公告 2020 年中报 (08/27): 1H20, 公司实现收入 145.8 亿元, 同比+4.5%; 归母净利润为 9.7 亿元, 同比+12.5%; 其中, 2Q20 公司归母净利润为 7.0 亿元, 同比+40.6%, 超过我们预期的 6.2 亿元。基于审慎考虑, 我们维持公司 20/21/22 年 EPS 预测 0.71/0.80/0.90 元; 公司竞争力提升但市场对价格战存担忧, 给予其 20 年 25.5X PE, 上调目标价至 18.11 元, 维持“增持”评级。

2Q 归母净利润超预期, 航空贡献主要增量

2Q20, 公司件量同比+52.5% (行业: 同比+36.7%), 件量同比增速领跑通达系, 件均收入为 2.19 元 (同比-28.1%); 实现营业收入 90.5 亿元, 同比+20.5%; 归母净利润为 7.0 亿元, 同比+40.6%, 超过我们预期的 6.2 亿元。1H20, 疫情致全货机运力供不应求, 圆通国际和母公司全货机业务受益显著: (1) 圆通国际实现净利润 0.84 亿元 (1H19: 113 万元); (2) 全货机实现外部收入 5 亿元 (1H19: 0.99 亿元), 全货机为主的其他行业毛利 0.91 亿元 (1H19: -0.64 亿元)。剔除前述因素后, 我们估算公司 2Q20 归母净利增速约为 10%。

精细化管理叠加资本开支, 持续降低单位成本

上半年, 公司持续强化成本控制: 1) 加大自有车投入力度, 截止 1H20 自有车辆 2002 辆 (19 年底: 1555 辆), 单票运输成本为 0.51 元 (中通: 0.47 元), 同比-31.3%; 2) 加大自动化设备投放, 人效同比提升超 20%, 单票中心操作成本 0.33 元 (中通: 0.32 元), 同比-15.0%; 3) 加大末端网络建设, 截止 1H20 终端门店超过 4.1 万个, 通过非上门派送降低成本, 单票派送成本为 1.21 元, 同比-6.5%。但由于激烈的市场竞争, 公司单票快递毛利为 0.22 元 (中通: 0.43 元), 同比下降 40.7%。

维持“增持”评级, 小幅上调目标价

今年 4 月, 公司公告拟授予股权激励 1640 万股, 行权目标为 20/21 年扣非净利不低于 24/26 亿元, 凸显管理层信心。公司 2Q 归母净利润超预期但基于审慎考虑, 我们维持公司 20/21/22 年 EPS 预测 0.71/0.80/0.90 元。可比公司对应 20 年 Wind 一致预期 PE 中值 26.8X; 考虑公司竞争力提升但市场对竞争格局存担忧, 给予公司 20 年 25.5X PE (较行业估值折价 5%), 上调目标价至 18.11 元 (前值 15.62-17.75 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 行业增速低于预期、价格战、社保成本冲击。

圆通速递(600233 SH,增持): 航空货运强劲, 中报超预期

八一钢铁(600581 SH,增持): 有望受益于疆内供需改善

分析师: 邱瀚莹(SAC No. S0570518050004)(SFC No. BPN270)

20Q2 归母净利润同/环比分别-18%/+4.5 亿元

公司 20H1 实现营业收入 98.0 亿元 (yoy+3%), 归母净利润 0.7 亿元 (yoy-44%)。20Q2 实现营业收入 66.3 亿元(yoy+18%, qoq+109%), 归母净利润 2.6 亿元(yoy-18%, qoq+4.5 亿元), Q2 大幅扭亏为盈, 主要是季节性原因及疆内需求改善。考虑到疆内供需向好, 且疫情已得到较好控制, 我们预计 20-22 年 EPS 0.10/0.11/0.12 元, 维持“增持”评级。

20H1 产销两旺, 毛利率小幅下行

20H1 公司钢材产、销量分别为 271、277 万吨 (yoy+3%/+9%), 其中建材、板材产量分别为 114、157 万吨 (yoy+3%/+2%), 销量分别为 117、160 万吨 (yoy+10%/8%); Q2 公司产品销量 188 万吨, 同比+28%, 其中建材销量同比+43%, 主要是同期疆内建材需求提升所致。此外, 20H1 公司建材、板材均价分别为 3341、3471 元/吨 (yoy-9%、-4%), 同期乌鲁木齐螺纹、板材均价同比分别-9%、-7%, 公司产品价格表现相对较好; 20H1 公司毛利率 7.8% (yoy-1.3pct), 主要是钢价下行较多导致。

20H1 费用率小幅下行, Q2 现金流显著改善

20H1 公司期间费用率、归母净利率分别为 6.8%、0.7% (yoy-0.8/-0.6pct), 其中销售、管理、研发、财务费用率同比变动较小, 费用绝对值同比分别+0.2%、-40%、-96%、+1%, 管理、研发费用下降较多分别因后勤服务费减至 0 元、Q1 新品投入减少导致研发费用为 0 元。此外, 20H1 公司经营性现金流净额 6.8 亿元, 去年同期-3.7 亿元, 主要是公司增加票据支付, H1 末应付票据同比增加 11 亿元。

产能或整合、固投强劲, 疆内供需向好

5 月 17 日, 中共中央、国务院印发《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》, 其中“强化基础设施规划建设”、“强化开放大通道建设”等均涉及包括新疆在内的西部地区基建投资。据 Wind, 2020 年前 7 月新疆固定资产投资、建安工程分项投资同比+25.5%、32.5%, 7 月当月分别为 18.2%、28.0%, 均明显好于全国平均水平 (-1.6%、-2.3%, 8.3%、5.2%)。公司为疆内龙头钢企, 且完成疆内产能整合是控股股东八钢公司 2020 年战略任务之一, 若整合顺利开展, 疆内供需格局有望改善, 公司有望受益。

公司盈利或改善, 维持“增持”评级

截至 8 月 26 日新疆已连续 10 天无新增病例, 疫情得到较好控制, 且疆内供需或改善, 公司有望受益, 我们维持盈利预测, 预计公司 20-21 年 BVPS 2.80/2.91/3.03 元, 对应 PB 1.35/1.30/1.24 倍, 可比公司平均 PB(2020E, Wind 一致预期) 0.98 倍, 考虑公司是疆内钢铁龙头且疆内用钢需求向好, 给予公司 2020 年 1.40 倍 PB, 目标价 3.92 元 (前值 3.36-3.50 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 公司产销不及预期; 下游需求大幅下行; 新疆疫情反复。

八一钢铁(600581 SH,增持): 有望受益于疆内供需改善

风华高科(000636 SZ,买入): 业绩拐点确立, 毛利率环比再攀升

分析师: 刘叶(021-38476703)(SAC No. S0570519060003)(SFC No. BKS183)

2Q 业绩拐点确立, 公司大规模扩产承接国产替代需求, 维持买入评级

1H20 公司实现营收 17.76 亿元(YoY 10.04%), 归母净利润 2.54 亿元(YoY -14.61%), 主要系子公司奈电亏损(2561.19 万元)和预提投资者索赔案件损失(8900.82 万元)影响, 若仅考虑公司被动元件主业 1H20 扣非归母净利润为 3.03 亿元(YoY 16.52%), 公司整体 2Q 扣非归母净利润 1.95 亿元(YoY 64.20%), 单季同比增速大幅转正。我们认为, 在疫情冲击海外供给、贸易摩擦加速国产替代的背景下, 公司作为国内被动元件尤其是 MLCC 龙头, 有望在 450 亿只/月 MLCC 扩产项目兑现过程中实现业绩高增长, 预计公司 20-22 年 EPS 为 0.82/1.43/2.00 元, 目标价 39.94 元, 维持买入评级。

2Q20 毛利率环比提升 6.66pct, 扩产加速兑现, 继续践行瘦身健体强脑

公司 2Q20 营收 10.78 亿元(YoY 41.47%), 扣非归母净利润 1.95 亿元(YoY 64.20%), 在 MLCC 景气上行过程中, 公司毛利率显著提升, 2Q20 毛利率达到 31.64%, 同比提升 5.22pct, 环比提升 6.66pct。在坚定践行“瘦身健体强脑”改革方针的过程中, 公司费用率水平继续改善, 2Q20 销售+管理+财务三项费用率合计 7.57%, 同比下降 0.93pct。2Q20 公司新增投资 75 亿元建设月产 450 亿只 MLCC 高端电容基地, 目前项目进度 22.47%。

2Q 被动元件营收逐月上行, 产品技术性能和质量实现跨越式提升

根据中报, 2Q 公司主营产品市场订单饱满, 单月营收呈现逐月上升的趋势。分业务来看, 1H20 片容营收 5.39 亿元(YoY 5.50%), 对应毛利率 44.49%, 同比减少 0.64pct; 1H20 片阻营收 5.23 亿元(YoY 22.76%), 对应毛利率 33.86%, 同比提升 5.69pct。根据中报, 1H20 公司产品技术性能和质量实现跨越式提升, 已完成产品对标 36 项, 获得 106 个车规标准, 331 项检测参数获 CNAS 认可, 1 项成果经鉴定达“国际先进”水平。

MLCC 产业重镇东南亚地区疫情再度反复, 行业供需紧张态势持续

我们认为, 与 16 年日韩厂商转产车用和高端 3C 所引发的 MLCC 供求失衡不同, 疫情的蔓延成为 20 年 MLCC 供需格局中的重要变量。据环球网 8 月 7 日讯, 由于疫情反复, 菲律宾大马尼拉地区二度封锁, 而全球 MLCC 大厂村田、三星电机在当地的产能分别占其总产能的 15%、40%。东南亚地区疫情难免再度冲击全球 MLCC 供给, 行业供需紧张态势仍有望持续。

被动元件高景气依旧, 上调 MLCC 营收增速预期, 维持买入评级

基于东南亚地区疫情以及中美贸易摩擦的影响, 考虑公司 75 亿元 MLCC 扩产计划的加速投入, 我们上调公司 20-22 年 MLCC 收入增速, 对应公司归母净利润预期由 6.24/9.24/12.40 亿元上调至 7.30/12.77/17.90 亿元。参考可比公司 21 年 Wind 一致预期均值 26.31 倍 PE 估值, 考虑公司 MLCC 业务相较于国内同行更加全面的型号覆盖度和更大规模的产能扩增计划, 给予公司 21 年 28 倍 PE 估值, 目标价由 20.92-22.31 元上调至 39.94 元。

风险提示: 此前受到行政处罚, 存在治理风险; 奈电诉讼风险; 疫情拖累需求风险; 扩产进度风险。

[风华高科\(000636 SZ,买入\): 业绩拐点确立, 毛利率环比再攀升](#)

宝钢股份(600019 SH,增持): 20Q2 销售实际情况环比好转

分析师: 邱瀚莹(SAC No. S0570518050004)(SFC No. BPN270)

20H1 归母净利 40 亿元, 同比降 37%

20H1, 公司实现营收 1298 亿元 (yoy-8%), 归母净利 40 亿元 (yoy-37%)。20 年 6 月, 子公司财务公司吸收合并武钢财务公司, 20H1 实现净利润 1 亿元, 对公司盈利影响有限。我们测算 20Q2 公司实现营收 697 亿元(yoy-8%, qoq+16%), 归母净利 25 亿元(yoy-28%, qoq+62%)。考虑汽车、家电等下游需求向好, 上调公司盈利预测, 预计 20-22 年 EPS 为 0.46/0.64/0.78 元, 仍维持“增持”评级。

20Q2 毛利率同环比下滑, 销售实际情况环比好转

20H1, 公司产铁、钢 2199、2346 万吨(yoy-4%, -3%); 商品坯材销量 2232 万吨(yoy-3%), 其中管材及其他下滑较多。20Q2, 实现钢材销量 1173 万吨 (yoy-4%, qoq+11%), 其中板带材表现相对平稳。价格方面, 20H1 均价同比降 3%, 20Q2 均价同比降 8%、环比降 3%, 期间板带材表现均较好。测算公司钢铁主业 20H1 销售毛利率为 9.1% (yoy-1.6pct), 20Q2 为 8.4% (yoy-3.1pct, qoq-1.6pct), 主要因矿价、钢价两端承压。另外, 20H1 分部间抵销项的毛利为-3.68 亿元, 表明期间销售实际情况仍存在压力; 20Q1、20Q2 毛利分别为-4.12、0.44 亿元, 20Q2 销售压力环比好转。

20H1 期间费用率同比下行, 成本削减效果显著

20H1, 销售、管理、财务、研发费用同比变动-12%、-23%、-36%、+3%, 其中财务费用同比下降较多, 主要因期间融资利率下行、存款规模增加; 期间费用率 5.9% (yoy-0.3pct), 销售净利率 3.5% (yoy-1.6pct)。剔除财务公司影响后经营性现金流净额 117 亿元 (yoy+14 亿元), 表现较好。20H1, 公司继续推行成本削减, 期间共实现 36.5 亿元, 远超全年 10.8 亿元目标, 对公司盈利形成有效支撑。另外, 分基地看, 东山基地表现较好, 20H1 实现净利润 9.3 亿元 (yoy-7%), 梅山、青山分别实现 0.4、-4.6 亿元 (yoy-2.5、-10.3 亿元), 其中青山基地位于武汉, 受疫情影响较大。

汽车、家电等下游需求表现强势

随着国内疫情影响逐渐消退, 汽车、家电等消费领域需求基本均从 5 月开始边际复苏。据中汽协、国家统计局, 20 年 7 月, 汽车产量同比增 22%, 彩电、电冰箱、冷柜产量同比增 34%、37%、80%, 表现较为强势。另外, 公司产品 7-9 月期货价格连续上调, 其中 9 月上调幅度基本均在 200 元/吨以上。我们认为在下游强势表现下, 公司 20H2 盈利或可改善。

行业龙头地位不变, 维持“增持”评级

公司背靠中国宝武, 是国内钢铁行业龙头, 20 年中国宝武拟入主重庆钢铁、兼并太钢集团, 后期或可进一步发挥采购环节协同效应。考虑汽车、家电等下游需求向好, 上调公司盈利预测, 预计 20-22 年 EPS 为 0.46/0.64/0.78 元 (前值为 0.41/0.53/0.70 元)。可比公司 PB (2020E, Wind 一致预期) 均值为 0.70 倍, 考虑青山基地盈利有所拖累, 给予公司 0.68 倍 PB (2020E) 估值, 目标价 5.56 元 (前值为 5.69 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观经济不及预期; 疫情发展超出预期。

宝钢股份(600019 SH,增持): 20Q2 销售实际情况环比好转

中国建筑(601668 SH,买入): 基本面稳健回升, 看好估值修复

分析师: 方晏荷(0755-22660892)(SAC No. S0570517080007)(SFC No. BPW811)

Q2 基本面稳健回暖, 看好估值修复, 维持“买入”评级

公司 8 月 27 日发布 2020 中报, H1 营收 7282 亿元, yoy+6.2%, 归母净利润 198 亿元, yoy-2.3%, 扣非净利润 yoy-2.9%, H1 公司毛利率同比提升, 但费用端对净利率产生拖累。H1 公司 CFO 净额-706 亿元, 同比少流出 123 亿元。公司前 7 月新签工程订单 1.54 万亿元, yoy+7.2%, 订单保持较快增长。总体来看, Q2 公司基本面呈现较好的回暖迹象。我们认为 H2 公司收入及利润同比增速有望继续回暖, 中长期经营效率有望持续提升, 8 月 27 日收盘公司 PE (TTM) 仅 5.3 倍, 处于历史较低水平, 后续估值修复可期, 预计 20-22 年 EPS1.08/1.20/1.32 元, 维持“买入”评级。

Q2 营收回暖较明显, 利润回暖幅度小于收入

单季度看, 公司 Q1/Q2 营收同比增-11.3%/19.7%, 利润总额同比增-15.7%/16.2%, 归母净利润同比增-15.1%/12.7%。Q2 收入增速较 Q1 明显回升, 但 Q2 公司在毛利率同比上升情况下, 主要费用项占收入比重均同比上升, 致使利润弹性低于收入弹性。H1 公司房建/基建/设计/地产收入同比增速 7.5%/2.9%/-20.3%/12.4%, 毛利率同比变动 1.4/1.2/-1.2/-3.6pct, 收入占比同比变动-1.2/-0.7/-0.2/0.7pct, 我们认为工程业务毛利率的提升及高毛利率地产业务收入占比的提升或是综合毛利率提升的主因, 20H1 公司综合毛利率 10.96%, 同比升 0.93pct。

H1 地产对利润总额的贡献明显提升, 公司整体费用率有所提升

分业务利润角度, 20H1 房建/基建/地产利润总额 100.8/75.5/284.1 亿元, 19H1 为 118.8/88/239.3 亿元, 20H1 公司利润总额增长主要靠地产业务拉动。H1 公司销售/管理/财务/研发费用率同比变动 0.02/0/0.76/0.28pct, 费用率总体提升较多, 其中财务费用升幅较高主要与利息费用和汇兑损失增长较快有关。H1 公司信用减值损失占收入比重同比升 0.33pct, 少数股东损益同比上升 10.6%, 明显快于净利润, 我们判断可能主要受公司去年完成的子公司债转股、永续债影响, 也可能与地产高权益占比项目比例同比有所下降相关。我们预计公司 H2 费用率存在改善空间。

工程订单保持稳健增长, 估值处于历史较低水平, 维持“买入”评级

1-7 月公司工程新签合同额/地产销售额同比增速 7.2%/-6.6%, 1-6 月为 6.2%/-1.9%, 工程订单景气度相对稳定, 地产销售额略有波动。我们认为公司在手订单饱满, H2 收入增速有望保持较高水平, 中长期稳健增长的基础较好。考虑到疫情对公司 H1 整体经营有所影响, 我们略调低 20-22 年 EPS 预测至 1.08/1.20/1.32 (前值 1.10/1.21/1.34 元), 当前可比建筑/地产公司 2020 年 Wind 一致预期 PE 平均值 6.6 倍, 认可给予公司 20 年 6.6 倍 PE, 目标价 7.13 元 (前值 6.60-7.15 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 地产业务利润增幅不及预期, 工程收入回暖不及预期。

中国建筑(601668 SH,买入): 基本面稳健回升, 看好估值修复

海天味业(603288 SH,增持): 业绩表现亮眼, 经营发展重回快车道

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

Q2 业绩表现亮眼, 保持规模和效益双发展

20H1 公司实现营收 115.95 亿元, 同比+14.1%; 归母净利润 32.53 亿元, 同比+18.3%; 扣非归母净利润 31.66 亿元, 同比+21.8%。20Q2 实现营收 57.11 亿元, 同比+22.3%; 归母净利润 16.40 亿元, 同比+28.8%。随着疫情好转, 公司生产经营迅速恢复, Q2 在实现营收加速回升的同时也实现利润的快速增长, 保持了规模和效益双发展, 我们持续看好公司长期发展空间, 我们预计公司 20-22 年 EPS 为 1.96/2.36/2.82 元, 维持“增持”评级。

优秀的应对调整能力使得经营重回发展快车道

分产品来看, 20H1 酱油/蚝油/调味酱实现营收 66.3 /20.0/13.8 亿元, 同比+10.7%/+16.5%/+9.3%, 对应 20Q2 营收 31.4/10.3/6.5 亿元, 同比+16.7%/+30.8%/+16.7%。分地区看, 20H1 东部/南部/中部/北部/西部营收分别同比增长 10.8%/3.1%/23.1%/11.8%/24.6%, 南部市场由于餐饮占比较大增速较缓, 中部和西部地区保持较快增长。疫情期间公司积极调整渠道和产品结构, 加大 2C 渠道投入, 同时给予经销商资金支持, 疫情好转后, 餐饮行业逐步恢复, 公司的生产经营迅速重回发展快车道。

规模效益和费用缩减推动净利率同比提升 1.0pct

20H1 公司毛利率 42.9%, 同比-1.9pct, 主要系运费由销售费用调至营业成本, 还原至同一口径则毛利率同比+0.3pct; 20H1 销售费用率 7.5%, 同比-3.5pct, 还原至同一口径则销售费用率率同比-1.3pct; 20H1 管理费用率 1.4%, 同比+0.1pct。综上, 20H1 公司归母净利率 28.1%, 同比+1.0pct, 盈利能力持续提升。20H1 末合同负债为 25.4 亿元, 与去年同期预收账款相比增长 12.6 亿元, 经销商打款积极; 20H1 公司销售商品、提供劳务收到的现金 117.1 亿元, 同比+21%, 推动经营现金流净额同比增长 69.3%。

渠道开拓稳步推进, 全年高增长目标完成可期

分渠道看, 20H1 线上/线下渠道实现收入 2.14/107.83 亿元, 同比+3.4%/+13.7%。公司渠道开拓稳步推进, 20H1 期末经销商数量为 6433 个, 报告期内净增加 627 个。公司上半年在疫情影响下依然实现了较高的业绩增长, 系公司管理层优秀, 激励机制完善, 规模优势明显, 调整能力优秀, 全年高增长目标(20 年营业总收入目标为 227.8 亿元(YoY +15.1%), 利润目标为 63.2 亿元(YoY +18.1%))完成可期。

行业龙头优势显著, 维持“增持”评级

我们认为公司作为调味品龙头, 有望继续保持领先优势, 不断提升市占率, 发力中高端产品结构升级。我们维持盈利预测, 预计 20-22 年归母净利 63.45 亿/76.56 亿/91.22 亿, 对应 EPS1.96/2.36/2.82 元(EPS 较前次变动系股本变动)。参考可比公司 21 年平均 PE 69 倍(Wind 一致预期), 海天长期保持稳健增长且具有较强经营壁垒, 给予一定估值溢价, 给予其 21 年 80 倍 PE 估值, 目标价 188.80 元(前次 133.94-136.29 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 食品安全问题, 原材料价格波动的风险, 产能消化风险。

海天味业(603288 SH,增持): 业绩表现亮眼, 经营发展重回快车道

韶钢松山(000717 SZ,增持): 20H1 盈利表现出一定韧性
分析师: 邱瀚莹(SAC No. S0570518050004)(SFC No. BPN270)
20H1 归母净利同比降 18%，具有一定韧性

20H1，公司实现营收 145 亿元 (yoy+6%)，归母净利 8.2 亿元 (yoy-18%)；20Q2，营收 83 亿元 (yoy+16%，qoq+32%)，归母净利 4.5 亿元 (yoy-25%，qoq+22%)。20H1 公司盈利表现具有韧性，钢铁产品毛利率仅同比下滑 0.4pct。考虑到地产、基建等下游需求表现仍然乐观，我们上调公司盈利预测，预计公司 20-22 年 EPS 为 0.74/0.85/0.98 元，维持“增持”评级。

区域钢材具有溢价和韧性，20H1 毛利率同比下滑较少

20H1，公司产铁、钢、材分别为 326、390、375 万吨 (yoy+2%、+7%、+9%)。公司钢铁产品毛利率 12.3% (yoy-0.4%)，分品种看，板材及特殊钢表现较好、毛利率同比上行 (yoy+0.8pct、+6.2pct)，长材毛利率同比下滑。公司盈利表现相对较好，或主要因所处广东地区钢材具备溢价且有韧性，据 Wind，20H1 广州、全国螺纹均价分别为 3896、3720 元/吨 (yoy-318、354 元/吨)，中板均价分别为 3878、3752 元/吨 (yoy-244、-259 元/吨)。

20H1 累计降本增效 5 亿元

20H1，公司销售、管理、财务、研发费用同比变动+19%、+89%、-38%、+23%，其中管理费用同比上行较多主要因职工薪酬增加，财务费用同比下行较多主要因利息支出减少、汇兑损失降低；期间费用率 3.7% (yoy+0.5pct)，销售净利率 5.7% (yoy-1.6pct)。期间公司积极开展降本增效，共计实现 5 亿元，其中包括炼铁环节 0.94 亿元、炼钢环节 1.86 亿元等。另外，子公司宝特韶关 50%股权已转让给 JFE 钢铁，未来有望通过合作进一步提高特钢产品质量和附加值。

地产表现不弱，预计基建仍然乐观

据国家统计局，20 年 7 月地产、基建、制造业投资当月同比分别为 11.7%、7.9%、-3.1%，制造业仍处分化。据华泰固收《经济继续修复，金融边际放缓》(2020.8.25) 观点，地产方面，虽然融资政策边际收紧，但短期地产投资增速或仍处高位、有一定韧性；基建方面，财政“弹药”充足、洪涝影响消退以及保就业诉求倒逼，后期基建投资增速仍较乐观。另外，公司地处广东，钢材溢价及韧性将进一步保证公司盈利能力。

期待采购端协同效应显现，维持“增持”评级

公司归属于中国宝武体系，目前中国宝武正在推进入主重庆钢铁、太钢集团，未来采购端协同效应或进一步显现，为公司提供降本增效空间。考虑到地产、基建等下游需求表现仍然乐观，我们上调公司盈利预测，预计公司 20-22 年 EPS 为 0.74/0.85/0.98 元 (前值 0.70/0.81/0.98 元)。可比公司 PB (2020E，Wind 一致预期) 均值为 1.06 倍，考虑公司原材料采购优势有望增强，给予公司 1.2 倍 PB (2020E) 估值，取 BPS (2020E) 为 3.90 元，对应目标价为 4.68 元 (前值 5.40~5.59 元)，维持“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期；疫情发展超出预期。

韶钢松山(000717 SZ,增持): 20H1 盈利表现出一定韧性

司太立(603520 SH,买入): 造影龙头, 乘风破浪

分析师: 代雯(021-28972078)(SAC No. S0570516120002)(SFC No. BFI915)

造影龙头, 业绩高增长

公司 8 月 27 日发布 20 年半年报, 实现收入 7.2 亿元 (+13.56%yoy), 归母净利润 1.4 亿元 (+50%yoy), 其中 2Q20 收入+26.1%yoy, 归母净利润+81.2%yoy, 业务呈现强劲的复苏态势。公司 7 月底发生爆炸事故, 当前仙居厂区处于停产中, 我们预计 3 季度有望逐步分批复产, 对全年业绩影响有限。我们略微下调 20-22 年归母净利润至 2.72/4.63/6.68 亿元(前值 2.85/4.74/6.94 亿元), 公司为造影行业龙头, 事故插曲不改长期增长逻辑(API 产能释放+制剂上市+出击海外), 给予 21 年 57xPE (可比公司 Wind 一致预期均值 PE 52x), 目标价 107.73 元(前值 89.04-95.76 元)。

经营稳健, 股权激励保障长期发展

1) 1H20 公司高毛利率产品销售比重增加, 毛利率同比提升 5.8pp 至 47.4%, 净利率同比提升 4.7pp 至 19.3%; 2) 1H20 公司费用指标表现平稳(销售费用率 yoy-0.1pp、管理费用率 yoy-0.5pp、财务费用率 yoy+0.8pp); 3) 公司 8 月 19 日发布 2020 年股权激励计划, 以 2019 年为净利润基数, 20-22 年增长分别不低于 40%/90%/190%, 高水平考核目标彰显公司对长期发展的信心。

造影剂原料药: 下游需求旺盛, 高景气度有望维持

公司为全球造影剂 API 的核心供应商, 1H20 在复工延迟与海神停产(停产时间: 2019 年 12 月 4 日-2020 年 3 月 2 日)的双重拖累下, 公司收入实现 13.6%yoy 的增长, 展现出高效的的生产能力与火热的下游需求(疫情之下海外产能紧张+制剂厂商为保障供应链安全提前备货)。20 年 7 月底公司仙居厂区碘海醇粗品车间发生爆炸, 随后全厂停产(2019 年净利润占比 82%), 当前处于停产自查中, 我们预计 3Q 有望分批复产。考虑到公司留有 15-20 天库存, 且当前处于募投产能认证备案与制剂入院过程中, 事故插曲对全年业绩影响有限, 我们预计全年仍有望冲击近 60%的利润增长。

造影剂制剂: 逐步获批, 梯队渐成

公司 12 年起布局下游制剂, 当前碘帕醇、碘海醇、碘克沙醇已相继获批上市, 碘佛醇、碘美普尔申报生产, 产品梯队逐渐成型。医药工业中心数据显示, 19 年全国造影剂规模约为 168 亿元, 原研占比超 4 成, 制剂的获批将打开公司的成长天花板: 1) 国内市场碘帕醇、碘海醇将携手恒瑞医药(600276 CH, 无评级)展开销售, 我们预计 22/23 年有望销售 15-20 亿元, 参考恒瑞造影剂毛利率(2019: 73%)与整体销售费用率(2019: 36%), 我们计算公司对应可得净利润为 2.5-3.3 亿, 考虑 API 利润后净利率约为 20%。2) 在国际市场, 公司将与战略伙伴携手实现造影剂全线出海, 海外市场有望成为公司新的业绩增长点。

风险提示: 复产进度不及预期, 产能释放进展不达预期, 制剂审批不达预期, 环保风险。

司太立(603520 SH,买入): 造影龙头, 乘风破浪

光环新网(300383 SZ,增持): 业绩稳健增长, 加大资源储备

分析师: 付东(SAC No. S0570519080003)

业绩稳健增长, 加大资源储备

1H20 公司营收 39.73 亿 (YoY +14.98%), 归母净利润 4.51 亿 (YoY +15.06%); 2Q20 营收 15.59 亿 (YoY -14.65%), 归母净利润 2.30 亿 (YoY +16.94%)。上半年收入端的较快增长主要由云计算业务驱动, 我们看好公司作为国内零售型 IDC 龙头企业有望分享云计算行业成长红利, 此外公司加大资源储备夯实长期成长基础。我们预计公司 20~22 年 EBITDA 分别为

17.17/20.17/23.31 亿元, 维持“增持”评级。

云计算业务驱动上半年收入保持较快增长

公司上半年云计算业务实现营收 30.17 亿, 同比增长 19.14%; IDC 相关业务实现营收 9.56 亿, 同比增长 3.46%。我们认为上半年疫情一定程度上影响了公司的上电进度, 下半年随着疫情影响减弱, 公司上电进度有望得到提升。项目进展方面, 上半年房山一期项目有序推进, 房山二期项目土建工程进展顺利, 燕郊三四期已获得能耗指标神品, 并部分客户达成初步定制意向, 上海嘉定二期项目完成项目备案, 并已获得 3000 个机柜能耗指标, 昆山项目完成方案设计和环评备案, 长沙一期项目已获得建设用地, 并正在进行设计初步方案。

毛利率略有下降, 相关费用率得到改善

收入结构变动使得公司上半年综合毛利率下降 1.9 个百分点至 19.69%。上半年公司云计算收入占比达到 75.94%, 较去年同期提升 2.68 个百分点。费用率方面, 上半年公司费用率改善明显, 销售费用率同比下降 0.4 个百分点至 0.54%, 管理费用率 (含研发费用) 同比下降 1.29 个百分点至 4.28%。其他方面, 上半年公司加大固定资产投资, 资本支出同比提升 45.02% 至 4.23 亿元。在建 IDC 项目逐步交付, 在建工程较年初减少 2.66 亿。

拓展增值服务业务提升客户粘性, 拟筹划定增夯实发展基础

公司以光环有云、光环云数据作为主体, 开展云迁移、云托管运维服务、云网络服务等多项业务。其中, 光环云数据从营销体系、交付支持和生态构建三个层面持续推进 AWS 在华服务推广和支持。我们认为公司有望通过增值服务业务的培育提升客户续约率。此外, 公司发布非公开发行预案, 拟发行不超过 50 亿用于 IDC 项目建设。我们认为公司以零售业务为主, 在此背景下在一线核心地段的资源拓展将保持高的盈利能力, 本次定增为公司的远期发展奠定了坚实的基础。

维持“增持”评级

我们看好公司作为国内零售型 IDC 龙头企业有望分享云计算行业成长红利, 公司加大资源储备夯实长期成长基础。我们预计公司 20~22 年 EBITDA 分别为 17.17/20.17/23.31 亿元, 可比公司 21 年 EV/EBITDA 均值为 25.65x, 我们认为公司作为行业龙头享有估值溢价, 给予 21 年 EV/EBITDA 26x, 对应目标价 33.25 元 (前值 28.29~28.84 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 上电率不及预期; 行业竞争加剧; 项目交付进度不及预期。

[光环新网\(300383 SZ,增持\): 业绩稳健增长, 加大资源储备](#)

兔宝宝(002043 SZ,增持): 并表效应显现, Q2 经营明显改善

分析师: 方晏荷(0755-22660892)(SAC No. S0570517080007)(SFC No. BPW811)

Q2 经营明显改善, 看好 H2 传统旺季

公司发布 2020 年中报, 20H1 实现收入 19.6 亿元, 同比+2.1%; 实现归母净利润 4282 万元, 同比-66.0%; 实现扣非归母净利润 9470 万元, 同比-24.3%, 非经常性亏损主要是持有大自然家居股票发生公允价值变动亏损 9674 万元。公司 20Q2 实现收入 14.9 亿元, 实现扣非归母净利润 1.2 亿元, Q2 环比改善明显。公司 20H1 经营活动现金净流出 1.5 亿元, 去年同期净流入 2.1 亿元, 系并表裕丰汉唐后存货较年初增加 3.5 亿元。考虑到公司板材主业逐渐修复, 裕丰汉唐下半年进入业务高峰, 我们暂维持公司 20-22 年 EPS 预测为 0.55/0.66/0.77 元, 维持“增持”评级。

裕丰汉唐并表效应显现, 大宗放量渠道销售逐月改善

公司 20H1 品牌授权 B 类收入折算为 A 类后的营业收入合计 36.1 亿元, 同比-7.0%, 完成全年 110 亿元收入目标的 33%, 主要是受疫情影响, 公司国内主要产品渠道销售同比下降较多, 其中装饰材料渠道销售 12.3 亿元, 同比-18.1%; 家居成品渠道销售 1.2 亿元, 同比-12.3%。但随着疫情逐渐稳定, 公司渠道销售逐月恢复较快, 我们预计全年有望实现持平略增。公司收购的青岛裕丰汉唐于 2020 年 1 月开始并表, 20H1 实现收入 3.1 亿元, 同比+69.7%, 驱动公司家居成品销售收入同比+191.8%; 实现净利润 400.8 万元, 较去年同期净亏损 988.6 万元实现明显改善。

大宗业务推升毛利率, 20Q2 经营现金净流入 3.3 亿元

裕丰汉唐的柜类产品通过大宗销售, 毛利率相对较高, 20H1 柜类毛利率 27.2%, 高于装饰板材 8.8% 的毛利率, 较 19H1 提升 8.0pct。受此影响, 公司 20H1 综合毛利率 20.5%, 较 19H1 提升 1.6pct, 我们预计随着大宗业务放量, 毛利率有望延续提升。但大宗业务费用率相对较高, 受并表影响, 公司 20H1 期间费用率 13.6%, 较 19H1 提升 3.1pct, 其中销售费用率提升 2.5pct 至 6.6%, 是最主要的增项。公司 20H1 末资产负债率 61.8%, 较年初增加 12.9pct; 带息债务余额 12.9 亿元, 较年初增加 3.5 亿元。经营现金净流出 1.5 亿元, 但 20Q2 净流入 3.3 亿元, 高于去年同期 2.6 亿元。

维持未来三年盈利预测, 维持“增持”评级

公司加速推进易装模式落地, 有利于提升板材业务综合利润率; 并加大赋能终端拓展小 B 和 C 端渠道业务, 下半年有望逐月延续改善; 且新收购的裕丰汉唐大宗业务快速增长, 短期增厚业绩中长期有望发挥渠道协同。我们维持公司 20-22 年归母净利润预测 4.3/5.1/6.0 亿元, 当前可比公司对应 20 年 Wind 年一致平均预期 27xPE, 考虑公司渠道销售较快恢复和大宗业务高增长, 以及潜在的业务协同, 我们认可给予公司 20 年 28xPE (前值: 15-17x), 对应目标价 15.40 元 (前值: 8.26-9.36 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 渠道销售恢复不及预期; 易装业务进展不及预期; 并购标的业绩不及预期。

兔宝宝(002043 SZ,增持): 并表效应显现, Q2 经营明显改善

乐普医疗(300003 SZ,买入): Q2 收入及净利润均环比明显提速

分析师: 代雯(021-28972078)(SAC No. S0570516120002)(SFC No. BFI915)

Q2 净利润环比显著提速

公司 1H20 实现收入 42.38 亿元 (yoy+8.08%)、归母净利润 11.40 亿元 (yoy-1.30%)、扣非归母净利润 11.14 亿元 (yoy+21.20%)，其中 2Q20 收入、归母净利润同比增速分别为 25.86% 和 32.11%，环比均明显提速。我们维持盈利预测，预计 20-22 年 EPS 为 1.25/1.62/2.12 元，同比增长 29%/30%/30%，当前股价对应 20-22 年 PE 估值为 30x/23x/18x。公司在国内高值耗材领域龙头地位彰显，且经营持续稳健，我们给予 20 年 PE 38x (可比公司 Wind 一致预期 20 年平均 PE 为 37x)，调整目标价至 47.46 元 (前值 44.97-47.46 元)，维持“买入”评级。

销售、管理费用率同比下降，现金流显著改善

公司 1H20 毛利率为 70.86% (yoy-2.45pct)，我们预计可能与产品销售结构变化有关。1H20 销售、管理、研发、财务费用率为 19.3% (yoy-5.2pct)、6.1% (yoy-1.8pct)、7.0% (yoy+0.6pct)、3.0% (yoy-0.8pct)，疫情期间差旅、推广等费用减少，销售、管理费用率同比下降。1H20 经营活动现金流量净额为 11.37 亿元 (yoy+61.72%)，现金流显著改善，主因销售额的整体增长拉动同时回款更为及时。

器械：疫情下增长仍稳健，非心血管器械引领增长

公司器械板块 1H20 实现收入 22.55 亿元 (yoy+29.16%)，疫情下仍然表现稳健。其中核心心血管介入产品 (冠脉介入+外周介入) 1H20 收入 6.78 亿元 (yoy-25.41%)，主因疫情下医院手术量下降影响。非心血管器械 1H20 收入 13.08 亿元 (yoy+155.38%)，我们预计主要受益于新冠试剂出口及麻醉监护类抗疫产品的放量。展望下半年，随着医院手术量的逐渐恢复，常规金属支架销售有望环比改善，叠加创新产品可降解支架及药物球囊的放量贡献，我们看好器械板块全年实现相对高速的增长。

药品：稳定现金流业务，零售端仍然增长良好

公司药品板块 1H20 实现收入 18.54 亿元 (yoy-8.87%)，我们预计药品板块净利润仍然实现同比增长。1H20 制剂业务实现收入 15.46 亿元 (yoy-5.06%)，主因受到集采降价影响。原料药业务 1H20 实现收入 3.07 亿元 (yoy-24.15%)，疫情下影响销售。药品板块 1H20 医院端受到疫情负面影响，但已在逐渐恢复，零售市场需求仍然旺盛。另外全国扩围已于 20 年 1 月起陆续执行，公司的阿托伐他汀和氯吡格雷均以同组最高价中标，标期至少两年，奠定 20-21 年净利润增长基础，我们看好药品板块全年净利润实现稳健增长。

风险提示：核心产品销售不及预期风险，集采降价超预期风险。

[乐普医疗\(300003 SZ,买入\): Q2 收入及净利润均环比明显提速](#)

宁德时代(300750 SZ,增持): 20Q2 净利润改善, 持续看好竞争力

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

20Q2 盈利能力改善明显, 维持“增持”评级

20H1 公司实现营收 188.3 亿元, 同比-7.08%; 归母净利润 19.4 亿元, 同比-7.86%。20Q2 公司归母净利润和销售毛利率环比改善明显, 我们继续看好公司作为全球动力电池龙头的竞争力。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 2.32/2.97/3.90 元, 给予 21 年 PE74 倍, 对应目标价 219.78 元 (前值为 148.09~158.13 元), 维持“增持”评级。

20H1 归母净利润同比略有下滑, 20Q2 毛利率环比改善明显

20H1 公司实现营收 188.3 亿元, 同比-7.08%; 归母净利润 19.4 亿元, 同比-7.86%; 扣非归母净利润 13.8 亿元, 同比-24.30%; 综合毛利率 27.15%, 同比-2.64pct; 扣非净利率 7.31%, 同比-1.66pct。20Q2 公司实现收入 98.0 亿, 环比+8.48%, 归母净利润 11.95 亿, 环比+61.05%, 销售毛利率 29.05%, 环比+3.96pct。20Q2 毛利率的改善是助力 20Q2 归母净利润环比大增的重要原因, 而毛利率改善的原因我们推测一方面系动力电池产能利用率环比提升带来毛利率提升, 另一方面系毛利率较高的其他业务收入占比提升, 其他业务主要包括废料处理收入、研发服务费、技术许可费等。

20H1 公司动力电池整体销量大于在国内的新增装机量

公司 20H1 动力电池收入 134.8 亿, 同比-20.2%, 毛利率 26.5%, 同比-2.38pct。毛利率同比下滑一方面系产品降价, 另一方面受疫情影响, 公司产能利用率降低, 导致设备折旧提升。从量来看, 根据中汽协数据, 20H1 公司国内动力电池新增装机量 8.8GWh, 同比-36.2%, 国内市占率 50.6%, 同比+4.5pct; 海外收入 22.4 亿元, 接近 19 全年收入 22.89 亿元, 我们推测对应出货量 2.5GWh 左右; 此外, 20H1 公司确认的动力电池销量还包括 19 年底发出商品延迟确认收入的量以及其他动力电池应用场景 (两轮电动车、电动卡车等) 的需求量。

扩产+深化与国际大客户的合作, 全球动力电池龙头地位稳固

目前公司具备动力电池产能 28.7GWh, 在建产能 18.9GWh。2020 年 7 月, 公司完成定增, 募资 200 亿元用于扩建湖西项目+江苏时代三期+四川时代一期 12, 合计 52GWh 产能, 我们预计新建产能 2022 年达产, 届时公司动力电池总产能将达到 100GWh。公司此次定增也获得国际大客户本田汽车 (7267 JT, 无评级) 的战略认购, 有利于深化双方战略合作关系。

目标价 219.78 元, 维持“增持”评级

受疫情、补贴退坡以及新车型吸引力不够的影响, 20H1 国内新能源车销量以及动力电池需求不及此前预期, 我们下调公司 20-22 年国内电池出货量假设, 调整公司 20-22 年 EPS 分别至 2.32/2.97/3.90 元 (之前预测值为 2.51/3.15/4.18)。考虑疫情的影响, 我们参考可比公司 21 年 Wind 一致预期下平均 PE51 倍, 考虑公司的全球竞争力以及高报表质量, 给予估值溢价, 给予 20 年 PE74 倍, 对应目标价 219.78 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 全球新能源车销量不及预期; 公司客户开拓进度不及预期。

宁德时代(300750 SZ,增持): 20Q2 净利润改善, 持续看好竞争力

潍柴动力(000338 SZ,买入): 1H20 收入增长但净利润短暂承压
分析师: 林志轩(021-28972090)(SAC No. S0570519060005)(SFC No. AVU633)
1H20 归母净利润同比下滑 11%

潍柴动力 8 月 27 日发布半年报, 1H20 实现收入 945 亿元 (同比+4%), 归母净利润 47 亿元 (同比-11%)。其中 2Q20 实现收入 555 亿元 (同比+22%), 归母净利润 26.2 亿元 (同比-3%)。公司 1H20 的归母净利润低于我们的预期 (华泰预测 1H20 归母净利润 55 亿元)。我们认为公司 1H20 归母净利润表现弱于预期的主要原因是其海外业务受海外疫情影响明显, 且“国六”排放标准升级带来的成本增加所致。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.27/1.48/1.59 元, 维持“买入”评级。

1H20 重卡需求增长强劲

潍柴动力的主要业务集中在重卡产业链, 1H20 其发动机业务收入 224 亿元, 同比+18%。其整车及零部件业务收入 420 亿元, 同比+11%。我们认为公司 1H20 重卡相关业务收入增长主要得益于重卡需求的强劲复苏。1H20 中国重卡销量同比+24.0%至 81.4 万辆。展望 2H20, 我们认为上述两个驱动因素将继续推动重卡需求快速增长。我们预计 2020 年重卡销量达到 130 万辆, 同比+11%。

短期因素扰动导致毛利率承压

1H20 公司毛利率 19.6%, 相比 1H19 的 21.7%略有下滑。其中 2Q20 的毛利率 17.6% (2Q19: 21.8%)。分产品来看, 1H20 公司动力总成、整车及相关零部件业务毛利率 18.1% (1H19: 20.1%), 海外业务毛利率 23.4% (1H19: 25.4%)。我们认为, 公司动力总成、整车及相关零部件毛利率下滑主因“国六”升级后成本上升但规模效应尚未显现所致。公司海外业务受疫情冲击明显, 1H20 毛利率下滑明显, 且 2Q20 亏损 1700 万欧元 (2Q19 盈利 1.3 亿欧元)。

中长期增长潜力不改

尽管公司 1H20 净利润短暂承压, 我们仍然看好公司中长期增长潜力: 就重卡业务而言, 我们认为随着“国六”排放标准在全国推广, 公司“国六”产品的毛利率有望随着规模增长而提升; 就海外业务而言, 即使在疫情冲击下, 公司 1H20 在手订单仍然实现同比增长 9%。我们认为随着疫情影响逐渐消除, 公司海外业务有望重回增长轨道, 恢复正向利润贡献。

维持“买入”评级

基于重卡行业的强劲需求趋势, 我们将 2020-2022 年潍柴重卡发动机销量预测上调 16%/9%/9%至 45.5/43.2/44.4 万台。我们将 2020-2022 年公司归母净利润预测上调 2%/6%/7%至 101/118/127 亿元。可比公司 2021 年 Wind 一致预期 PE 均值为 22.8x (前次 PE 均值为 11.8x), 考虑到海外疫情影响的消除具有不确定性, 我们基于 15x 2021E PE (前次为 15-16x 2020E PE), 上调公司目标价至 22.20 元 (前次 18.60~19.84 元)。

风险提示: 重卡销量不及预期; 利润率不及预期; 凯傲受疫情冲击严重。

潍柴动力(000338 SZ,买入): 1H20 收入增长但净利润短暂承压

平安银行(000001 SZ,买入): 业务稳健推进, 塑造长期竞争力

分析师: 沈娟(0755-23952763)(SAC No. S0570514040002)(SFC No. BPN843)

业务稳健推进, 塑造长期竞争力

公司于8月27日发布2020年中报,1-6月归母净利润、营业收入分别同比-11.2%、+15.5%,增速较1-3月-26.0pct、-1.3pct。平安银行财富管理与FICC业务表现亮眼,信用风险较为可控。我们预测2020-22年EPS1.48/1.58/1.79元,目标价17.64元,维持“买入”评级。

财富管理与FICC大发展, 塑造长期竞争力

在“科技引领、零售突破、对公做精”的策略下,平安银行迈向了更均衡发展阶段,1-6月零售、对公、其他(主要是资金业务)的净利润贡献占比为55:19:26,其中对公、其他的贡献均较2019年提升。财富管理和FICC业务是公司转型的亮点,共同驱动上半年非息收入同比+15.8%。财富管理方面,1-6月代理及委托手续费同比+54%,主要由于公司专注私行发展。6月末私行客户数、AUM同比+33.1%、+50.8%,分别快于零售客户数、零售AUM同比增速20.4pct、18.5pct。FICC业务方面,1-6月实现交易净收入46亿元,同比+189%。

净息差基本稳定, 存款成本显著下降

1-6月年化ROE、ROA分别同比-3.31pct、-0.21pct至9.33%、0.67%。贷款平稳增长,个贷投放恢复,Q2新增个人贷款占比77%。Q2净息差为2.59%,较Q1-1bp,较为平稳。Q2生息资产收益率、计息负债成本率分别较Q1-24bp、-23bp。资产端贷款降价较为明显,Q2贷款收益率季环比-33bp,对公和零售贷款收益率降幅均超过25bp。负债端成本下降除同业负债驱动外,存款成本改善较为亮眼,Q2存款成本率季环比-14bp,公司压降结构性存款(季度环比-8.8%)等高息存款规模,存款成本改善明显。

信用风险可控, 拨备计提力度加大

6月末不良贷款率、拨备覆盖率分别为1.65%、215%,较3月末持平、+15pct。对公不良率降低(较3月末-4bp)冲抵了零售不良率上升(较3月末+4bp)。6月末信用卡、新一贷、汽融不良率分别较3月末上升3bp、21bp、33bp,Q2信用卡不良率上升幅度已明显小于Q1(+66bp)。1-6月年化信贷成本2.67%,同比+0.36pct,信用减值损失同比+36.9%,拨备计提力度加大。6月末资本充足率、核心一级资本充足率分别为13.96%、8.93%,较3月末-0.31pct、-0.27pct,主要受内源资本补充能力下降影响。

目标价17.64元, 维持“买入”评级

鉴于公司主动加大拨备计提力度,我们预测公司2020-22年EPS为1.48/1.58/1.79元(前次1.64/1.89/2.19元),2020年BVPS15.34元,对应PB0.94倍。可比公司2020年Wind一致预测PB0.66倍,公司作为战略布局前瞻的零售型银行,估值可参考龙头招商银行(2020年Wind一致预测PB1.41倍),考虑公司尚处于转型推进阶段有一定估值折价,我们给予2020年目标PB1.15倍,目标价由15.50~17.82元调整至17.64元。

风险提示: 经济下行超预期,资产质量恶化超预期。

平安银行(000001 SZ,买入): 业务稳健推进, 塑造长期竞争力

老板电器(002508 SZ,买入): 新品表现优秀, Q2 恢复增长
分析师: 王森泉(0755-23987489)(SAC No. S0570518120001)(SFC No. BPX070)
2020H1 收入/归母净利同比-8.97%/-8.66%, 维持“买入”评级

公司披露 2020 年中报, 2020H1 公司实现营业总收入 32.11 亿元, 同比-8.97%, 归母净利 6.12 亿元, 同比-8.66%, 其中, 2020Q2 营收同比+4.20%, 归母净利同比+4.72%。2020H2 地产后周期影响有望继续好转, 同时公司继续发力线上营销、维持工程渠道优势, 有望继续保持收入及净利润同比增长态势。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.80、2.11、2.41 元, 维持“买入”评级。

新产品拓展成效显著, 逆势增长明显

新品类一体机、洗碗机、热水器及集成灶表现较好, 部分弥补传统三大产品降幅。2020H1 公司第一品类(油烟机、燃气灶、消毒柜)收入 26.37 亿元, 同比-11.51%, 第二品类(一体机、蒸箱、烤箱)收入 2.65 亿元, 同比+21.86%。第三品类(洗碗机、净水器、热水器)收入 1.12 亿元, 同比+0.18%。集成灶收入 0.99 亿元, 同比+22.64%。

国内线上渠道营销加速, 工程渠道有望继续迎来改善

疫情下消费者向线上转移, 线上厨电销售领先, 且公司凭借品牌优势, 实现线上快速放量, 部分弥补线下降幅。奥维云网数据显示, 2020 年 1-6 月, 老板油烟机线下、线上零售额同比分别-27.9%、+176.7%。地产后周期影响转正(5、6 月住宅地产销售已经同比增长), 公司工程收入占比较高, 同时依托品牌力, 深化与头部地产商合作, 预计 Q2 工程收入已恢复增长。

2020H1 整体毛利率同比+0.16pct

2020H1 公司毛利率同比+0.16pct, 达到 54.82%。其中, 2020Q2 毛利率同比-0.82pct。分产品来看, 油烟机毛利率同比-0.12pct, 降为 58.41%, 燃气灶毛利率同比+1.53pct, 达到 57.41%。

2020H1 期间费用率同比略有提升

2020H1 公司期间费用率同比+0.02pct。其中, 销售费用降幅略高于收入, 2020H1 销售费用率为 27.80%, 同比-0.27pct。管理费用率为 3.62%, 同比+0.32pct。研发支出稳步增长, 研发费用率为 3.67%, 同比+0.62pct。利息收入大幅增长, 财务费用率为-1.49%, 同比-0.65pct。

看好公司线上零售及工程表现, 有望继续迎来估值修复

我们维持公司 2020-2022 年 EPS 为 1.80、2.11、2.41 元的预测, 截至 2020 年 8 月 27 日, 行业可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均 PE 为 21x。我们看好城镇化、旧改提速及厨房新品潜力, 公司品牌力领先, 未来厨电存量博弈中有望保持优势。同时, 考虑到公司品牌优势突出, 在地产需求有望持续改善的情况下, 公司或继续受益于线上与工程渠道的加速恢复, 估值修复或先于业绩改善, 认可给予公司 2020 年 27x PE, 对应目标价格 48.60 元(前值 35.10~38.70 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情冲击、家电行业竞争加剧、原材料等价格不利波动。

老板电器(002508 SZ,买入): 新品表现优秀, Q2 恢复增长

老凤祥(600612 SH,买入): 20H1 经营稳健, 下半年改善可期

分析师: 陈莉(0755-82766183)(SAC No. S0570520070001)(SFC No. BMV473)

龙头经营稳健, 下半年业绩改善可期, 维持“买入”评级

2020H1 公司营收下滑 5.76%, 归母净利润增长 0.24%, 随着新冠疫情影响趋弱, 20Q2 起公司加快开店速度, 金价同比上涨增强公司利润弹性。我们预计下半年婚庆刚需释放, 金价有望维持高位, 公司渠道稳健扩张, 黄金珠宝主业明显改善, 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.83/3.33/3.69 元, 维持“买入”评级。

20H1 营收有所下滑, 归母净利润实现增长

20H1 公司实现营收 264.87 亿元, 同比下滑 5.76%, 实现归母净利润 7.41 亿元, 同比增长 0.24%; 其中 Q2 单季营收 119.98 亿元, 同比下滑 8.41%, 归母净利润 3.69 亿元, 同比增长 1.05%。受新冠疫情冲击, 上半年黄金珠宝业务承受一定压力, 但公司作为行业龙头, 多业务经营较为稳健。受益于金价上涨和产品结构调整, 20H1 公司毛利率达到 8.38%, 同比提升 0.15pct。20H1 公司经营性净现金流 43.78 亿元, 同比增加 20.22 亿元, 公司应对突发情况减少部分商品采购, 现金流表现亮眼。

黄金珠宝业务门店拓展提速, 金价上涨驱动毛利率提升

20H1 黄金珠宝业务实现营收 179.49 亿元, 同比下降 15.22%, 其中中国大陆营收 178.85 亿元, 同比下降 14.84%。分季度看, Q1/Q2 黄金珠宝业务营收分别下滑 2.8%/30.8%, 20Q2 下滑加速主要因 Q1 疫情爆发前加盟商订货较多, 疫情影响下渠道有一定库存。20H1 公司黄金珠宝门店净增加 98 家至 3991 家, 其中加盟门店净增加 99 家; 分季度看, Q1/Q2 门店分别净增-2/100 家, 随着终端零售逐渐恢复, 20Q2 加盟门店扩张提速。20H1 黄金珠宝业务毛利率达到 10.77%, 同比提升 0.91pct, 主要受益于金价同比上涨。展望下半年, 婚庆刚需释放有望拉动黄金珠宝业务拐点向上。

“双百行动”稳步推进, 内部激励改善可期

20H1 公司根据国资委指引要求, 在公司体系内选取了三家子公司于 2020 年起进行试点, 已于 4 月底完成所有选聘及签约工作, 为今后推广实施职业经理人制度、健全考核、激励、评价机制夯实基础。公司资产实力丰厚, 品牌力强, 如果内部激励逐渐市场化, 有望进一步释放长期增长动力。

黄金珠宝龙头优势显著, “双百行动”助力, 维持“买入”评级

公司未来仍有望保持渠道快速扩张态势, 且受益于金价上涨。此外“双百行动”国企改革有望理顺公司管理架构, 完善激励机制, 推动业绩持续稳健增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 14.80/17.40/19.31 亿元, 参考行业可比公司 Wind 一致预期 2020 年 PE 31.7 倍, 考虑到公司具有黄金交易业务, 并且公司黄金储备较多, 受金价波动影响较大, 给予一定估值折价, 给予公司 2020 年 25 倍 PE 估值, 对应目标价 70.75 元(预测前值 48.11-53.77 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济加速下行; 黄金价格大幅波动; 国际品牌渠道下沉。

老凤祥(600612 SH,买入): 20H1 经营稳健, 下半年改善可期

迈瑞医疗(300760 SZ,买入): 强势依旧, 监护线大放异彩

分析师: 代雯(021-28972078)(SAC No. S0570516120002)(SFC No. BFI915)

Q2 收入及归母净利润均环比显著提速

公司 1H20 实现收入 105.64 亿元(yoy+28.75%)、归母净利润 34.54 亿元(yoy+45.78%)、扣非归母净利润 33.66 亿元(yoy+44.56%)，其中 2Q20 收入、归母净利润同比增速分别为 35.43%和 56.99%，环比均明显提速。我们维持盈利预测，预计 20-22 年 EPS 为 4.81/5.86/7.10 元，同比增长 25%/22%/21%，当前股价对应 20-22 年 PE 估值为 68x/56x/46x。公司在国内医疗器械领域龙头地位彰显，且经营持续稳健，我们给予 21 年 PE 65x（可比公司 Wind 一致预期 21 年平均 PE 为 48x），调整目标价至 381.00 元（前值 293.59-303.21 元），维持“买入”评级。

销售、管理费用率同比下降，现金流显著改善

公司 1H20 毛利率为 65.96%（yoy+0.73pct），销售、管理、研发、财务费用率为 18.1%（yoy-2.7pct）、4.5%（yoy-0.5pct）、8.5%（yoy-0.04pct）、-1.4%（yoy+0.3pct）。1H20 经营活动现金流量净额为 42.09 亿元（yoy+100.57%），现金流显著改善，我们认为可能与抗疫产品回款较好且部分新订单贡献预收款有关。公司 1H20 归母净利润同比增速明显快于收入，我们认为主因：1）产品结构改善（高毛利率产品占比增加），毛利率提升；2）疫情期间差旅、推广等费用减少，销售、管理等费用率同比下降；3）期间美元对人民币汇率同比、环比均有所提升。

监护线引领增长，医学影像及 IVD 环比改善

1) 生命信息与支持：1H20 收入同比增长 62.26%，我们预计海外增速快于国内。分产品看，我们预计监护仪收入实现超 50%的同比增长，呼吸机实现数倍增长。当前，公司的呼吸机及个别型号监护仪仍处于供不应求状态，我们预计提振作用有望持续全年甚至明年；2) IVD：1H20 收入同比增长 6.49%，疫情期间，试剂销售受到负面影响，但装机如期推进，我们预计上半年发光仪器国内装机约 1000 台，奠定后续试剂销售基础；3) 医学影像：1H20 收入同比增长 6.67%，台式超声受到疫情负面影响但采购已在恢复，便携超及移动 DR 疫情期间销量大增，看好下半年继续恢复。

国内表现稳健，海外增长提速

1) 国内：1H20 国内收入同比增长 15.87%，我们预计二季度收入增速环比略有下降，主因从 3 月开始，公司产能供应更多向海外倾斜。考虑后续常规业务环比恢复、危急重症、传染病科室建设等拉动，我们看好国内收入全年实现稳健增长；2) 海外：1H20 海外收入同比增长 46.82%，其中欧洲、拉美、北美、亚太收入同比增速分别为 91.48%、60.51%、9.05%、10.85%。目前海外疫情继续蔓延，确诊病例继续攀升，对公司呼吸机、监护仪等产品的销量拉动有望持续，我们看好海外收入全年实现高速增长。

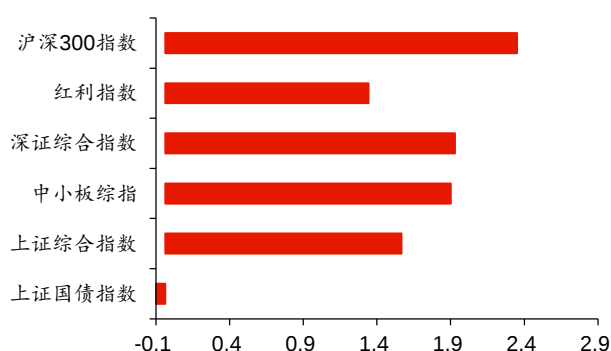
风险提示：核心产品销售不及预期风险，核心产品招标降价风险。

迈瑞医疗(300760 SZ,买入): 强势依旧, 监护线大放异彩

信息速递

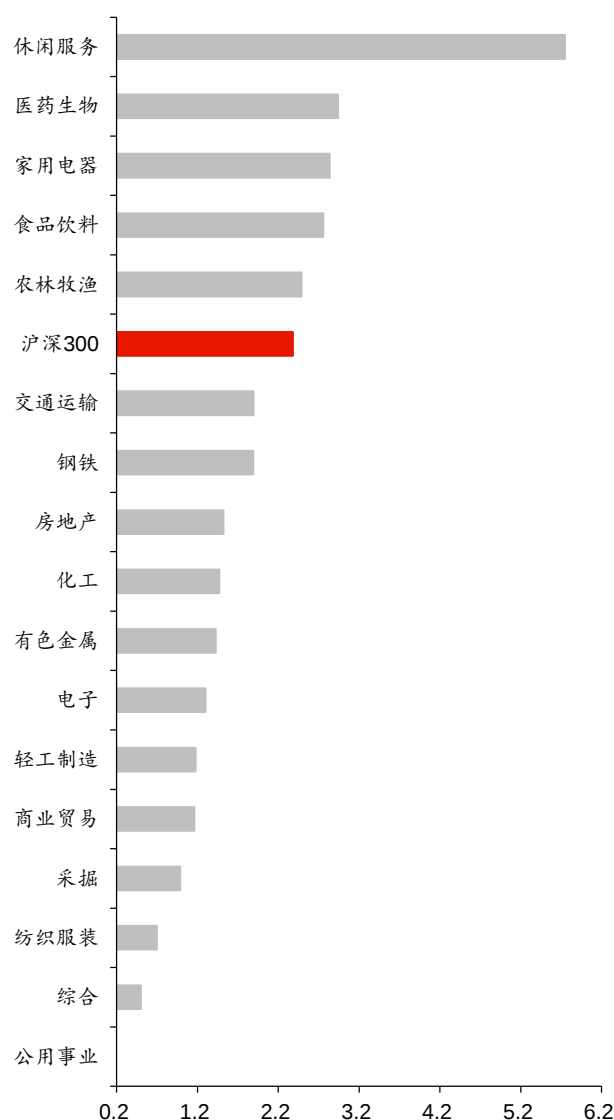
- 全国 7 个月审批 11.2 万个项目环评，总投资 11.4 万亿元
- 全球新冠肺炎确诊病例累计逾 2535 万例
- 各地密集出台政策 工业互联网迎来落地加速期
- 资源税法 9 月 1 日起施行 拉起自然生态的“保护网”
- 业绩二季度环比增逾两成 研发大幅加码 上市公司半年报折射中国经济强劲韧性和活力
- 稳外贸再添强劲新引擎 服贸盛会本周拉开帷幕
- 用资本智慧点亮时代公益 上市公司财报“数说”扶贫战绩
- 王毅：中国将进一步扩大内需，扩大对外开放
- 媒体：行贿人黑名单制度，“萌芽”18 年仍未“成年”
- 9 月资金面供求有望平衡货币市场利率将微降

上一交易日 A 股市场指数表现(%)



资料来源：Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

上一交易日行业表现(%)



资料来源：Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

评级变动

公司/个股	代码	目标价 (元)	评级调整	2020EPS (元)	2021EPS (元)	2022EPS (元)	日期
广深铁路	601333	2.84	增持(买入)	0.00	0.12	0.13	2020-08-30
博世科	300422	15.00	增持(买入)	0.72	1.07	1.26	2020-08-29
莱克电气	603355	35.84	买入(增持)	1.28	1.38	1.54	2020-08-29
华夏航空	002928	17.60	买入(首次)	0.58	0.88	1.08	2020-08-28
新泉股份	603179	31.50	增持(首次)	0.79	1.21	1.70	2020-08-28
壹网壹创	300792	191.55	买入(增持)	2.28	3.07	4.25	2020-08-28
小熊电器	002959	167.01	买入(增持)	2.93	3.83	4.65	2020-08-28
中国铝业	601600	3.26	持有(增持)	0.02	0.03	0.04	2020-08-27
清水源	300437	13.20	增持(买入)	0.56	0.78	1.04	2020-08-27
锡业股份	000960	9.60	持有(增持)	0.30	0.34	0.42	2020-08-27
数据港	603881	113.55	买入(增持)	0.46	1.45	2.27	2020-08-27
常宝股份	002478	5.70	增持(买入)	0.52	0.79	0.82	2020-08-27
粤高速 A	000429	8.85	买入(增持)	0.29	0.72	0.65	2020-08-26
陕西煤业	601225	10.34	买入(增持)	1.34	1.15	1.16	2020-08-26
妙可蓝多	600882	45.65	增持(买入)	0.46	0.83	1.31	2020-08-26
同花顺	300033	188.93	买入(增持)	2.66	3.77	4.95	2020-08-25
浙江美大	002677	21.06	买入(增持)	0.78	0.94	1.12	2020-08-25
和顺石油	603353	79.92	增持(首次)	1.48	2.13	2.86	2020-08-24
松井股份	688157	129.25	增持(首次)	1.53	2.35	3.24	2020-08-24
青松股份	300132	27.95	增持(首次)	1.12	1.24	1.36	2020-08-21

资料来源：华泰证券研究所

重点报告

类型	行业	报告名称	评级	分析师	日期
中报点评	交通运输	东方航空(600115 SH,买入): 二季度亏损扩大; 行业逐步修复	买入(买入)	黄凡洋、沈晓峰	2020-08-31
调低评级	交通运输	广深铁路(601333 SH,增持): 疫情抑制出行需求, 中报录得亏损	增持(买入)	林霞颖、沈晓峰	2020-08-30
调低评级	公用事业	博世科(300422 SZ,增持): 疫情拖累工程进度, 运营快速增长	增持(买入)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-29
调高评级	家用电器	莱克电气(603355 SH,买入): 健康家电需求成长, Q2 继续恢复	买入(增持)	林震宇、王森泉	2020-08-29
中报点评	非银行金融	国金证券(600109 SH,增持): 投行提振业绩, 未来增长可期	增持(增持)	陶圣禹、沈娟	2020-08-28
中报点评	电力设备与新能源	隆基股份(601012 SH,买入): 业绩高增, 一体化龙头优势显著	买入(买入)	孙纯鹏、黄斌	2020-08-28
首次覆盖	交通运输	华夏航空(002928 SZ,买入): 专注支线赛道, 迈向细分龙头	买入(首次)	黄凡洋、沈晓峰	2020-08-28
首次覆盖	交运设备	新泉股份(603179 SH,增持): 快速成长的本土饰件供应商	增持(首次)	刘千琳、林志轩、王涛	2020-08-28
调高评级	商业贸易	壹网壹创(300792 SZ,买入): 主业发展稳健, 利润持续高增	买入(增持)	陈莉、张萌、林震宇	2020-08-28
调高评级	家用电器	小熊电器(002959 SZ,买入): 线上再迎高增, 提升至买入	买入(增持)	林震宇、王森泉	2020-08-28
中报点评	通信	奥飞数据(300738 SZ,买入): 上半年 IDC 服务业务实现快速增长	买入(买入)	付东、王林	2020-08-28
调低评级	有色金属	中国铝业(601600 SH,持有): 多重负面因素叠加, 业绩表现不佳	持有(增持)	邱乐园、李斌	2020-08-27
调低评级	公用事业	清水源(300437 SZ,增持): 扩产与工程施工进度不及预期	增持(买入)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-27
调低评级	有色金属	锡业股份(000960 SZ,持有): 2Q 业绩环比改善, 拟定增夯实主业	持有(增持)	邱乐园、李斌	2020-08-27
中报点评	机械设备	春风动力(603129 SH,买入): 新产品扩容卓有成效, Q2 业绩高增长	买入(买入)	陈莉、章诚、时或	2020-08-27
中报点评	采掘	露天煤业(002128 SZ,增持): 20H1 盈利正增长, 看好新能源发展	增持(增持)	邱瀚莹	2020-08-27
调高评级	通信	数据港(603881 SH,买入): Q2 营收环比增速提升, 成长可期	买入(增持)	付东、王林	2020-08-27
调低评级	黑色金属	常宝股份(002478 SZ,增持): 20H1 盈利承压, 20H2 或可改善	增持(买入)	邱瀚莹	2020-08-27
调高评级	交通运输	粤高速 A(000429 SZ,买入): 政策冲击已出清, 2H 迎多重利好	买入(增持)	林霞颖、沈晓峰	2020-08-26
调高评级	采掘	陕西煤业(601225 SH,买入): 小保二号预计 20H2 投产	买入(增持)	邱瀚莹	2020-08-26
调低评级	食品饮料	妙可蓝多(600882 SH,增持): 定增退出不改蒙牛战略合作关系	增持(买入)	陈羽锋、张晋溢	2020-08-26
中报点评	非银行金融	东吴证券(601555 SH,增持): 投资与投行提振, 区位优势显著	增持(增持)	陶圣禹、沈娟	2020-08-25
调高评级	计算机软硬件	同花顺(300033 SZ,买入): 20Q2 盈利能力提升	买入(增持)	陈莉、谢春生、郭雅丽	2020-08-25
中报点评	农林牧渔	中牧股份(600195 SH,买入): 市场化见成效, 动保龙头迎复苏	买入(买入)	陈莉、杨天明、冯鹤	2020-08-25
调高评级	家用电器	浙江美大(002677 SZ,买入): 地产需求恢复, Q2 经营大幅好转	买入(增持)	林震宇、王森泉	2020-08-25
中报点评	家用电器	海信视像(600060 SH,增持): 海外需求大幅提升, 经营显著好转	增持(增持)	林震宇、王森泉	2020-08-25
首次覆盖	石油化工	和顺石油(603353 SH,增持): 发展空间广阔的民营加油站先锋	增持(首次)	陈莉、刘曦、庄汀洲	2020-08-24
首次覆盖	基础化工	松井股份(688157 SH,增持): 聚焦高附加值领域的工业涂料新贵	增持(首次)	陈莉、刘曦	2020-08-24
中报点评	有色金属	厦门钨业(600549 SH,增持): 1H20 电池材料业务同比扭亏为盈	增持(增持)	邱乐园、李斌	2020-08-23
中报点评	建材	亚玛顿(002623 SZ,增持): Q2 延续高景气, 拟定增加码深加工	增持(增持)	方晏荷、鲍荣富	2020-08-23
首次覆盖	社会服务	青松股份(300132 SZ,增持): 下游需求扩张、代工龙头大有可为	增持(首次)	王莎莎、梅昕、沈晓峰	2020-08-21

资料来源：华泰证券研究所

深度报告

类型	行业	报告名称	评级	分析师	日期
深度研究		金工: WGAN 应用于金融时间序列生成		陈烨、林晓明、何康	2020-08-28
深度研究	公用事业	公用事业: 用电新动能, 推荐高性价比发电龙头	增持(增持)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-28
深度研究	黑色金属	黑色金属: 宝武变局, 短期仍难优化竞争秩序	增持(增持)	邱瀚莹	2020-08-26
深度研究	非银行金融	非银行金融: 如何打造中国的航母级券商	增持(增持)	陶圣禹、沈娟	2020-08-26
深度研究		金工: 再探 AlphaNet: 结构和特征优化		陈烨、林晓明、李子钰	2020-08-24
深度研究		金工: 基金评价及筛选全流程研究框架		黄晓彬、林晓明	2020-08-21

资料来源: 华泰证券研究所

点评报告

类型	行业	报告名称	评级	分析师	日期
中报点评	建筑	中国交建(601800 SH,增持): Q2 营收向好,BOT 与减值拖累利润	增持(增持)	方晏荷、鲍荣富、王涛	2020-08-31
中报点评	商业贸易	永辉超市(601933 SH,买入): 收入维持高增, 到家业务表现亮眼	买入(买入)	陈莉、张萌、林震宇	2020-08-31
中报点评	轻工制造	山鹰纸业(600567 SH,买入): 疫情冲击需求, 静待盈利修复	买入(买入)	陈羽锋	2020-08-31
中报点评	交运设备	岱美股份(603730 SH,增持): 疫情冲击大, 不改长期发展轨迹	增持(增持)	刘千琳、林志轩、王涛	2020-08-31
中报点评	轻工制造	索菲亚(002572 SZ,增持): 订单持续向好, 加速布局整装渠道	增持(增持)	陈羽锋	2020-08-31
中报点评	农林牧渔	中宠股份(002891 SZ,增持): 业绩增长强劲, 国内保持高增	增持(增持)	陈莉、杨天明、冯鹤	2020-08-31
中报点评	交通运输	韵达股份(002120 SZ,增持): 市场竞争激烈, 关注和德邦协同	增持(增持)	袁钉、沈晓峰	2020-08-31
中报点评	有色金属	中金岭南(000060 SZ,增持): 期待募投项目增厚公司业绩	增持(增持)	邱乐园、李斌	2020-08-31
中报点评	航天军工	中航重机(600765 SH,买入): 下游需求旺盛, 航空主业持续发力	买入(买入)	王宗超	2020-08-31
中报点评	交运设备	一汽解放(000800 SZ,增持): 2Q20 净利润环比大幅增长	增持(增持)	刘千琳、林志轩、王涛	2020-08-31
中报点评	传媒	凤凰传媒(601928 SH,买入): 教育产品优势突出, 调优结构	买入(买入)	朱琨、周钊	2020-08-30
中报点评	交通运输	春秋航空(601021 SH,买入): 收益水平下滑; 二季度亏损收窄	买入(买入)	黄凡洋、沈晓峰	2020-08-30
中报点评	建筑	中国铁建(601186 SH,买入): Q2 经营回暖, 看好 H2 利润弹性	买入(买入)	方晏荷、鲍荣富、王涛	2020-08-30
动态点评	传媒	传媒: 发起组建, 千亿广电股份启航	增持(增持)	朱琨、周钊	2020-08-30
中报点评	社会服务	广州酒家(603043 SH,增持): 期待月饼旺季表现	增持(增持)	王莎莎、梅昕、沈晓峰	2020-08-30
中报点评	建筑	葛洲坝(600068 SH,买入): Q2 收入订单同比转增, 期待 H2 发力	买入(买入)	方晏荷、鲍荣富、王涛	2020-08-30
中报点评	基础化工	恒逸石化(000703 SZ,增持): Q2 延续增长, 聚酯景气有望底部回升	增持(增持)	陈莉、刘曦、庄汀洲	2020-08-30
中报点评	基础化工	桐昆股份(601233 SH,增持): 聚酯延续下行, 关注行业景气拐点	增持(增持)	陈莉、刘曦、庄汀洲	2020-08-30
中报点评	非银行金融	中航资本(600705 SH,增持): 经营保持稳健, 产融结合逐步拓展	增持(增持)	陶圣禹、沈娟	2020-08-30
中报点评	交通运输	上海机场(600009 SH,增持): 二季度非航业务低迷, 录得亏损	增持(增持)	黄凡洋、沈晓峰	2020-08-30
中报点评	公用事业	上海环境(601200 SH,买入): 建造收入高增, 产能加速落地可期	买入(买入)	王玮嘉、黄波	2020-08-30
中报点评	交通运输	上港集团(600018 SH,买入): 疫情影响吞吐量, 下半年有望回升	买入(买入)	林珊、沈晓峰	2020-08-30
中报点评	交通运输	白云机场(600004 SH,增持): 国际线拖累, 二季度亏损小幅扩大	增持(增持)	黄凡洋、沈晓峰	2020-08-30
中报点评	机械设备	中微公司(688012 SH,增持): 需求旺盛, 定增募资具有战略意义	增持(增持)	陈莉、章诚、关东奇来	2020-08-30
中报点评	公用事业	绿色动力(601330 SH,买入): Q2 业绩强劲增长, 产能持续扩张	买入(买入)	王玮嘉、黄波	2020-08-30
中报点评	轻工制造	太阳纸业(002078 SZ,增持): 产能稳步投放, H2 盈利有望持续修复	增持(增持)	陈羽锋	2020-08-30
中报点评	公用事业	侨银环保(002973 SZ,买入): 1H 归母净利高增,收入结构持续优化	买入(买入)	王玮嘉、黄波	2020-08-30
中报点评	交通运输	招商轮船(601872 SH,买入): 原油市场博弈驱动盈利大幅上涨	买入(买入)	林珊、沈晓峰	2020-08-30
中报点评	银行	贵阳银行(601997 SH,增持): PPOP 增速领先, 资产质量改善	增持(增持)	沈娟、蒋昭鹏	2020-08-30
中报点评	交通运输	铁龙物流(600125 SH,买入): 中报低于预期, 等待特箱量价恢复	买入(买入)	林霞颖、沈晓峰	2020-08-30
中报点评	交运设备	广汇汽车(600297 SH,买入): Q2 业绩超预期, 拐点逐渐显现	买入(买入)	刘千琳、林志轩、王涛	2020-08-30
中报点评	有色金属	江西铜业(600362 SH,增持): Q2 铜价修复, 业绩环比改善	增持(增持)	邱乐园、李斌	2020-08-30
动态点评		固定收益研究: 信用债周度跟踪		程晨、赵天彤、张继强	2020-08-30
中报点评	机械设备	中密控股(300470 SZ,买入): Q2 业绩恢复增长, 看好管网/核电放量	买入(买入)	陈莉、章诚、时或	2020-08-30
中报点评	建筑	上海建工(600170 SH,增持): Q2 基本面较快修复, 激励领跑同行	增持(增持)	方晏荷、鲍荣富、王涛	2020-08-30
中报点评	建筑	中国中冶(601618 SH,增持): 新签订单高增长, 现金流明显改善	增持(增持)	方晏荷、鲍荣富、王涛	2020-08-30
中报点评	交运设备	中鼎股份(000887 SZ,增持): 受海外疫情冲击, 2Q20 经营承压	增持(增持)	刘千琳、林志轩、王涛	2020-08-30
中报点评	轻工制造	永艺股份(603600 SH,增持): 办公椅出口引领增长, Q2 经营修复	增持(增持)	陈羽锋	2020-08-30
中报点评	食品饮料	洋河股份(002304 SZ,买入): 变革积势能, 看好下半年收入增速回暖	买入(买入)	陈羽锋、张晋溢	2020-08-30
中报点评	机械设备	中国中车(601766 SH,买入): 中报承压, 轨交装备长期需求稳健	买入(买入)	陈莉、章诚、关东奇来	2020-08-30
中报点评	银行	南京银行(601009 SH,买入): 净息差平稳, 中收增长亮眼	买入(买入)	沈娟、蒋昭鹏	2020-08-30
中报点评	建材	东方雨虹(002271 SZ,买入): Q2 业绩回升显著, 资产质量大幅改善	买入(买入)	方晏荷、鲍荣富	2020-08-30
中报点评	建筑	中国中铁(601390 SH,增持): 收入订单高增长, 基建主业回暖	增持(增持)	方晏荷、鲍荣富、王涛	2020-08-30
中报点评	建筑	东方园林(002310 SZ,买入): Q2 单季实现盈利, 负债结构好转	买入(买入)	方晏荷、鲍荣富、王涛	2020-08-30
中报点评	机械设备	豪迈科技(002595 SZ,增持): 业绩同增 37%, 龙头优势不断强化	增持(增持)	陈莉、章诚、时或	2020-08-30
中报点评	公用事业	皖能电力(000543 SZ,买入): 区域火电显著受益于煤价下行	买入(买入)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-30
中报点评	银行	招商银行(600036 SH,增持): 科技赋能获客, 财富管理领跑者	增持(增持)	沈娟、蒋昭鹏	2020-08-30
中报点评	传媒	宝通科技(300031 SZ,买入): 归母净利同增 41%, 期待自研发力	买入(买入)	朱琨、周钊	2020-08-29
中报点评	电子元器件	京东方 A(000725 SZ,买入): 2Q 逆势增长, LCD 王者锋芒毕露	买入(买入)	胡剑、刘叶	2020-08-29
中报点评	交通运输	建发股份(600153 SH,买入): 季度利润波动大	买入(买入)	袁钉、沈晓峰	2020-08-29
中报点评	电子元器件	视源股份(002841 SZ,买入): 教育及高显逆势成长, 业绩环比改善	买入(买入)	胡剑、刘叶	2020-08-29
中报点评	建筑	山东路桥(000498 SZ,买入): 利润增长翻倍, 盈利能力明显改善	买入(买入)	方晏荷、鲍荣富、王涛	2020-08-29
中报点评	交运设备	广汽集团(601238 SH,增持): 2Q20 经营环比改善	增持(增持)	刘千琳、林志轩、王涛	2020-08-29
中报点评	社会服务	凯文教育(002659 SZ,增持): 中报符合业绩预告, 办学成效初显	增持(增持)	王莎莎、梅昕、沈晓峰	2020-08-29
中报点评	有色金属	盛和资源(600392 SH,持有): 加大原料库存, 有望受益稀土涨价	持有(中性)	邱乐园、李斌	2020-08-29
中报点评	家用电器	海尔智家(600690 SH,买入): 家电“大船”态势积极, Q2 收入同比增	买入(买入)	林震宇、王森泉	2020-08-29
中报点评	银行	宁波银行(002142 SZ,买入): 盈利增速领跑者, 龙头效应凸显	买入(买入)	沈娟、蒋昭鹏	2020-08-29
中报点评	有色金属	天通股份(600330 SH,增持): 装备业绩亮眼, 半导体设备续突破	增持(增持)	邱乐园、李斌	2020-08-29
中报点评	交通运输	中国外运(601598 SH,增持): 疫情拖累业绩, 下半年有望回升	增持(增持)	林珊、沈晓峰	2020-08-29

类型	行业	报告名称	评级	分析师	日期
中报点评	公用事业	安车检测(300572 SZ,增持): 车检需求复苏, 运营布局稳步推进	增持(增持)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-29
中报点评	医药生物	云南白药(000538 SZ,增持): 龙头风范, 韧性十足	增持(增持)	代雯、张云逸	2020-08-29
中报点评	银行	兴业银行(601166 SH,买入): PPOP 较快增长, 风险收敛显著	买入(买入)	沈娟、蒋昭鹏	2020-08-29
中报点评	非银行金融	中信证券(600030 SH,买入): 投资收入上升, 净利表现优秀(更正)	买入(买入)	陶圣禹、沈娟	2020-08-29
动态点评	非银行金融	非银行金融: 分类评级整体向好, 龙头优势显著	增持(增持)	陶圣禹、沈娟	2020-08-29
中报点评	社会服务	首旅酒店(600258 SH,增持): 酒店行业复苏, 新开店逆势增加	增持(增持)	王莎莎、梅昕、沈晓峰	2020-08-29
中报点评	基础化工	奥福环保(688021 SH,增持): H1 业绩稳增, 国内发力抵消出口疲软	增持(增持)	刘曦、庄汀洲、王玮嘉	2020-08-29
中报点评	基础化工	新和成(002001 SZ,增持): 维生素量价齐升, 二季度加速增长	增持(增持)	陈莉、刘曦、庄汀洲	2020-08-29
中报点评	房地产	蓝光发展(600466 SH,买入): 盈利节奏平稳, 投融资结构优化	买入(买入)	陈慎、陈莉、刘璐	2020-08-29
中报点评	传媒	东方明珠(600637 SH,增持): 扣非净利同增 5%, 发力 BesTV+	增持(增持)	朱璐、周钊	2020-08-29
中报点评	通信	特发信息(000070 SZ,增持): 利润符合预期, “新基建”业务加速	增持(增持)	付东、王林	2020-08-28
中报点评	通信	高新兴(300098 SZ,增持): 聚焦两大主航道, 整装再出发	增持(增持)	赵悦媛、王林	2020-08-28
中报点评	计算机软硬件	绿盟科技(300369 SZ,增持): 上半年盈利能力显著提升	增持(增持)	陈莉、谢春生、郭雅丽	2020-08-28
中报点评	房地产	中交地产(000736 SZ,买入): 高成长持续兑现, 逆周期大幅扩张	买入(买入)	陈慎、陈莉、刘璐	2020-08-28
中报点评	商业贸易	家家悦(603708 SH,买入): 20H1 公司业绩表现亮眼	买入(买入)	陈莉、张萌、林寰宇	2020-08-28
中报点评	交运设备	长城汽车(601633 SH,增持): 2Q20 经营恢复强劲	增持(增持)	刘千琳、林志轩、王涛	2020-08-28
中报点评	社会服务	九美股份(603983 SH,买入): 1H 多点开花, 2H 亮点可期	买入(买入)	王莎莎、梅昕、沈晓峰	2020-08-28
中报点评	航天军工	中航电测(300114 SZ,买入): 盈利持续快速增长, 研发投入加大	买入(买入)	王宗超	2020-08-28
中报点评	公用事业	内蒙华电(600863 SH,买入): 煤价拖累利润, 股息率具吸引力	买入(买入)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-28
中报点评	计算机软硬件	美亚柏科(300188 SZ,买入): 大数据收入快速增长	买入(买入)	陈莉、谢春生、郭雅丽	2020-08-28
中报点评	机械设备	三一重工(600031 SH,买入): H1 业绩同增 25%, 产品竞争力强化	买入(买入)	陈莉、章诚、时或	2020-08-28
中报点评	交通运输	申通快递(002468 SZ,增持): 业绩符合预告区间, 关注成本优化	增持(增持)	袁钉、沈晓峰	2020-08-28
中报点评	公用事业	聚光科技(300203 SZ,增持): 盈利能力下滑, 现金流显著改善	增持(增持)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-28
中报点评	社会服务	元隆雅图(002878 SZ,增持): 二季度大幅反弹, 新业务加速开拓	增持(增持)	王莎莎、朱璐、周钊	2020-08-28
中报点评	传媒	中南传媒(601098 SH,买入): Q2 明显复苏, 出版业务逆势增长	买入(买入)	朱璐、周钊	2020-08-28
中报点评	医药生物	华东医药(000963 SZ,买入): 龙头昂首, 蓄势待发	买入(买入)	代雯、岳梅梅	2020-08-28
动态点评		固定收益研究: 市场兴奋缘何只持续半小时?		张继强、芦哲	2020-08-28
中报点评	有色金属	山东黄金(600547 SH,增持): 拟通过海外并购, 扩大矿产金产能	增持(增持)	邱乐园、李斌	2020-08-28
中报点评	公用事业	京能电力(600578 SH,买入): 业绩符合预期, 煤价弹性可观	买入(买入)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-28
中报点评	有色金属	中金黄金(600489 SH,增持): 金价上涨和资产注入助盈利改善	增持(增持)	邱乐园、李斌	2020-08-28
中报点评	计算机软硬件	广联达(002410 SZ,增持): “八三”开局优异, 造价施工并举	增持(增持)	陈莉、谢春生、郭雅丽	2020-08-28
中报点评	基础化工	金禾实业(002597 SZ,增持): 产品跌价拖累业绩, 代糖产品前景良好	增持(增持)	陈莉、刘曦、庄汀洲	2020-08-28
中报点评	轻工制造	大亚圣象(000910 SZ,买入): Q2 经营显著改善, 产品拓展持续	买入(买入)	陈羽锋	2020-08-28
中报点评	基础化工	强力新材(300429 SZ,增持): 下游低迷拖累业绩, 等待景气复苏	增持(增持)	陈莉、刘曦、庄汀洲	2020-08-28
中报点评	食品饮料	五粮液(000858 SZ,买入): Q2 营收稳健增长, 看好下半年提速	买入(买入)	陈莉、张晋溢	2020-08-28
中报点评	交通运输	大秦铁路(601006 SH,增持): 需求不佳+竞争加剧, 拖累中报盈利	增持(增持)	林霞颖、沈晓峰	2020-08-28
中报点评	非银行金融	中国平安(601318 SH,买入): 寿险深化改革, 股东回报稳健	买入(买入)	陶圣禹、沈娟	2020-08-28
中报点评	通信	移为通信(300590 SZ,增持): 短期疫情冲击, 备战行业高景气	增持(增持)	赵悦媛、王林	2020-08-28
中报点评	轻工制造	裕同科技(002831 SZ,买入): 精品包装快速增长, 纸塑发展可期	买入(买入)	陈羽锋	2020-08-28
中报点评	建材	雄塑科技(300599 SZ,买入): H1 业绩暂承压, 看好异地扩张加速	买入(买入)	方晏荷、鲍荣富	2020-08-28
中报点评	黑色金属	三钢闽光(002110 SZ,增持): 罗源闽光已并入, 地位进一步凸显	增持(增持)	邱瀚莹	2020-08-28
中报点评	机械设备	长川科技(300604 SZ,买入): 产品延伸初见成效, 研发、市场发力	买入(买入)	陈莉、章诚、关东奇来	2020-08-28
中报点评	银行	成都银行(601838 SH,增持): 稳健增长的标杆, 资产质量再优化	增持(增持)	沈娟、蒋昭鹏	2020-08-28
中报点评	家用电器	苏泊尔(002032 SZ,买入): 品牌优势凸显, 后续增长依然可期	买入(买入)	林寰宇、王森泉	2020-08-28
中报点评	基础化工	广信股份(603599 SH,增持): Q2 企稳回升, 关注新项目投产进度	增持(增持)	陈莉、刘曦、庄汀洲	2020-08-28
中报点评	商业贸易	美凯龙(601828 SH,买入): Q2 营收环比改善, 卖场彰显高韧性	买入(买入)	陈莉、张萌、林寰宇	2020-08-28
中报点评	交通运输	圆通速递(600233 SH,增持): 航空货运强劲, 中报超预期	增持(增持)	袁钉、沈晓峰	2020-08-28
中报点评	黑色金属	八一钢铁(600581 SH,增持): 有望受益于疆内供需改善	增持(增持)	张艺露、邱瀚莹	2020-08-28
中报点评	电子元器件	风华高科(000636 SZ,买入): 业绩拐点确立, 毛利率环比再攀升	买入(买入)	胡剑、刘叶	2020-08-28
中报点评	黑色金属	宝钢股份(600019 SH,增持): 20Q2 销售实际情况环比好转	增持(增持)	邱瀚莹	2020-08-28
中报点评	建筑	中国建筑(601668 SH,买入): 基本面稳健回升, 看好估值修复	买入(买入)	方晏荷、鲍荣富、王涛	2020-08-28
中报点评	食品饮料	海天味业(603288 SH,增持): 业绩表现亮眼, 经营发展重回快车道	增持(增持)	陈莉、张晋溢	2020-08-28
动态点评		宏观: 量价回暖带动盈利持续修复		朱洵、张继强、芦哲	2020-08-28
中报点评	医药生物	司太立(603520 SH,买入): 造影龙头, 乘风破浪	买入(买入)	代雯、岳梅梅	2020-08-28
中报点评	黑色金属	韶钢松山(000717 SZ,增持): 20H1 盈利表现出一定韧性	增持(增持)	邱瀚莹	2020-08-28
中报点评	医药生物	乐普医疗(300003 SZ,买入): Q2 收入及净利润均环比明显提速	买入(买入)	代雯、高鹏	2020-08-28
中报点评	通信	光环新网(300383 SZ,增持): 业绩稳健增长, 加大资源储备	增持(增持)	付东、王林	2020-08-28
中报点评	轻工制造	兔宝宝(002043 SZ,增持): 并表效应显现, Q2 经营明显改善	增持(增持)	方晏荷、鲍荣富	2020-08-28
中报点评	电力设备与新能源	宁德时代(300750 SZ,增持): 20Q2 净利润改善, 持续看好竞争力	增持(增持)	陈莉、黄斌、边文姣	2020-08-28
中报点评	交运设备	潍柴动力(000338 SZ,买入): 1H20 收入增长但净利润短暂承压	买入(买入)	刘千琳、林志轩、王涛	2020-08-28

类型	行业	报告名称	评级	分析师	日期
中报点评	银行	平安银行(000001 SZ,买入): 业务稳健推进, 塑造长期竞争力	买入(买入)	沈娟、蒋昭鹏	2020-08-28
动态点评	建材	建材: 涨价大幕拉开, 新一轮向上周期开启	中性(中性)	方晏荷、鲍荣富	2020-08-28
中报点评	家用电器	老板电器(002508 SZ,买入): 新品表现优秀, Q2 恢复增长	买入(买入)	林寰宇、王森泉	2020-08-28
中报点评	医药生物	迈瑞医疗(300760 SZ,买入): 强势依旧, 监护线大放异彩	买入(买入)	代雯、高鹏、孔垂岩	2020-08-28
中报点评	商业贸易	老凤祥(600612 SH,买入): 20H1 经营稳健, 下半年改善可期	买入(买入)	陈莉、张萌、林寰宇	2020-08-28
中报点评	电子元器件	水晶光电(002273 SZ,买入): 光学创新持续, 3D+AR 蓄势待发	买入(买入)	胡剑、刘叶	2020-08-27
中报点评	食品饮料	泸州老窖(000568 SZ,买入): Q2 业绩回暖, 经营态势向好	买入(买入)	陈莉、张晋溢	2020-08-27
中报点评	交通运输	嘉友国际(603871 SH,买入): 中报略超预期, 重申“买入”	买入(买入)	袁钉、沈晓峰	2020-08-27
中报点评	电力设备与新能源	麦格米特(002851 SZ,增持): 平台竞争力凸显, 迎布局良机	增持(增持)	陈莉、孙纯鹏、黄斌	2020-08-27
中报点评	通信	数知科技(300038 SZ,买入): Q2 营收回暖, 迎数字化转型机遇	买入(买入)	赵悦媛、王林	2020-08-27
中报点评	通信	星网锐捷(002396 SZ,增持): 2Q 收入增长回暖, 看好长期成长	增持(增持)	付东、王林	2020-08-27
中报点评	轻工制造	欧派家居(603833 SH,增持): 品类渠道齐发力, H2 经营修复可期	增持(增持)	陈羽锋	2020-08-27
中报点评	交运设备	上汽集团(600104 SH,买入): Q2 业绩超预期, 龙头复苏在望	买入(买入)	刘千琳、林志轩、王涛	2020-08-27
中报点评	社会服务	青松股份(300132 SZ,增持): 化妆品代工业务韧性彰显	增持(增持)	王莎莎、梅昕、沈晓峰	2020-08-27
中报点评	有色金属	格林美(002340 SZ,增持): 定增落地, 期待产能逐步释放	增持(增持)	邱乐园、李斌	2020-08-27
中报点评	通信	华工科技(000988 SZ,买入): 光通信业务驱动 2Q 业务加速恢复	买入(买入)	付东、王林	2020-08-27
中报点评	商业贸易	豫园股份(600655 SH,买入): 公司经营稳健, 珠宝时尚营收正增长	买入(买入)	陈莉、张萌、林寰宇	2020-08-27
中报点评	电力设备与新能源	晶盛机电(300316 SZ,买入): 订单充沛, 半导体设备研发稳步推进	买入(买入)	陈莉、章诚、黄斌	2020-08-27
中报点评	基础化工	国瓷材料(300285 SZ,增持): 中报小幅增长, 尾气净化材料是亮点	增持(增持)	陈莉、刘曦、庄汀洲	2020-08-27
中报点评	房地产	滨江集团(002244 SZ,增持): 业绩恢复弹性, 拓展权益比例改善	增持(增持)	陈慎、陈莉、刘璐	2020-08-27
中报点评	通信	中际旭创(300308 SZ,买入): 5G 及 400G 助力 2Q 利润创新高	买入(买入)	付东、王林	2020-08-27
中报点评	建筑	四川路桥(600039 SH,增持): Q2 业绩高增, 盈利能力持续改善	增持(增持)	方晏荷、鲍荣富、王涛	2020-08-27
中报点评	公用事业	电科院(300215 SZ,买入): 疫情拖累 1H 业绩, 多元化发展可期	买入(买入)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-27
中报点评	银行	渝农商行(601077 SH,增持): 净息差走平, 资产质量稳定	增持(增持)	沈娟、蒋昭鹏	2020-08-27
中报点评	黑色金属	马钢股份(600808 SH,增持): 20Q2 归母净利环比改善	增持(增持)	邱瀚莹	2020-08-27
中报点评	农林牧渔	瑞普生物(300119 SZ,增持): 产品优服务准, 业绩有望加速释放	增持(增持)	陈莉、杨天明、冯鹤	2020-08-27
中报点评	计算机软硬件	数字认证(300579 SZ,增持): 订单反映需求拐点已至	增持(增持)	谢春生、郭雅丽、王玮嘉	2020-08-27
中报点评	有色金属	银河磁体(300127 SZ,增持): 汽车磁体需求下滑, 降本增效稳利润	增持(增持)	邱乐园、李斌	2020-08-27
中报点评	公用事业	福能股份(600483 SH,买入): 风电利润增厚, 火电受益煤价弹性	买入(买入)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-27
动态点评		固定收益研究: 永续债面临的供求难题		王宛婷、张继强	2020-08-27
新券投资价		固定收益研究: 景 20 转债: 印制电路板龙头再临		张继强	2020-08-27
值分析					
中报点评	机械设备	巨星科技(002444 SZ,买入): H1 业绩高增长, 波动中彰显龙头本色	买入(买入)	陈莉、章诚、时或	2020-08-27
中报点评	社会服务	上海家化(600315 SH,增持): 至暗时刻已过, 柳暗后是花明	增持(增持)	王莎莎、梅昕、沈晓峰	2020-08-27
中报点评	家用电器	欧普照明(603515 SH,增持): 需求筑底, 强化商用及线上渠道优势	增持(增持)	林寰宇、王森泉	2020-08-27
中报点评	医药生物	华熙生物(688363 SH,买入): 营销发力, To C 业务高增长	买入(买入)	代雯、梅昕	2020-08-27
中报点评	农林牧渔	佩蒂股份(300673 SZ,买入): 海内外齐发力, 业绩有望逐季释放	买入(买入)	陈莉、杨天明、冯鹤	2020-08-27
中报点评	航天军工	中航机电(002013 SZ,买入): 航空主业持续发力, 国企改革先锋	买入(买入)	王宗超	2020-08-26
中报点评	交运设备	华域汽车(600741 SH,增持): Q2 业绩超预期, 新兴业务前景广阔	增持(增持)	刘千琳、林志轩、王涛	2020-08-26
中报点评	交运设备	精锻科技(300258 SZ,买入): 短期受疫情影响, 看好新能源产品	买入(买入)	刘千琳、林志轩、王涛	2020-08-26
中报点评	医药生物	东阿阿胶(000423 SZ,持有): 基本面与估值面有望触底	持有(中性)	代雯、张云逸	2020-08-26
中报点评	家用电器	新宝股份(002705 SZ,买入): 爆款策略执行有效, H1 净利+79%	买入(买入)	林寰宇、王森泉	2020-08-26
中报点评	电力设备与新能源	当升科技(300073 SZ,增持): 看好 20Q3 经营业绩环比改善	增持(增持)	陈莉、黄斌、边文姣	2020-08-26
中报点评	电力设备与新能源	林洋能源(601222 SH,买入): 主业趋势向上, Q2 业绩大幅回升	买入(买入)	陈莉、孙纯鹏、黄斌	2020-08-26
中报点评	公用事业	东江环保(002672 SZ,买入): 疫情影响危废处置需求与价格	买入(买入)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-26
中报点评	航天军工	航发动力(600893 SH,买入): 盈利增速显著提升, 下游需求旺盛	买入(买入)	王宗超	2020-08-26
中报点评	交通运输	山东高速(600350 SH,增持): 中报业绩超预期, 2Q 净利降幅收窄	增持(增持)	林霞颖、沈晓峰	2020-08-26
中报点评	计算机软硬件	航天宏图(688066 SH,增持): 云业务稳步推进	增持(增持)	陈莉、谢春生、郭雅丽	2020-08-26
中报点评	有色金属	赣锋锂业(002460 SZ,增持): 短期业绩承压, 不改长期向好态势	增持(增持)	邱乐园、李斌	2020-08-26
中报点评	传媒	新媒股份(300770 SZ,买入): 归母净利同增 79%, 趋于预告上限	买入(买入)	朱珺、周钊	2020-08-26
中报点评	黑色金属	南钢股份(600282 SH,增持): 拟参与中特系企业重整投资	增持(增持)	邱瀚莹	2020-08-26
中报点评	公用事业	维尔利(300190 SZ,买入): 在手订单落地驱动 2Q 业绩明显改善	买入(买入)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-26
中报点评	房地产	中南建设(000961 SZ,买入): 业绩如期高速增长, 财务进一步改善	买入(买入)	陈慎、陈莉、刘璐	2020-08-26
中报点评	交运设备	宇通客车(600066 SH,增持): 疫情影响客车行业, 龙头恢复可期	增持(增持)	刘千琳、林志轩、王涛	2020-08-26
中报点评	电子元器件	兆易创新(603986 SH,买入): 1H 业绩亮眼, 产品竞争力持续增强	买入(买入)	胡剑、刘叶	2020-08-26
中报点评	建材	亚士创能(603378 SH,买入): 成本收益弹性大, 看好长期高增长	买入(买入)	方晏荷、鲍荣富	2020-08-26

类型	行业	报告名称	评级	分析师	日期
中报点评	社会服务	豆神教育(300010 SZ,增持): Q2 业绩改善明显, 大语文蓄势待发	增持(增持)	王莎莎、梅昕、沈晓峰	2020-08-26
中报点评	交通运输	顺丰控股(002352 SZ,买入): 盈利大超预期, 上调目标价	买入(买入)	袁钉、沈晓峰	2020-08-26
中报点评	非银行金融	新华保险(601336 SH,买入): 银保持续发力, 人力稳步增长	买入(买入)	陶圣禹、沈娟	2020-08-26
中报点评	医药生物	健帆生物(300529 SZ,买入): Q2 收入及净利润均环比提速	买入(买入)	代雯	2020-08-26
中报点评	农林牧渔	天康生物(002100 SZ,买入): 养殖贡献业绩弹性, 后周期有看点	买入(买入)	陈莉、杨天明、冯鹤	2020-08-26
中报点评	电子元器件	江海股份(002484 SZ,买入): 国产替代+超容兴起, 毛利率创新高	买入(买入)	胡剑、刘叶	2020-08-26
中报点评	家用电器	九阳股份(002242 SZ,买入): 积极把握线上, 继续看好增长表现	买入(买入)	林寰宇、王森泉	2020-08-25
中报点评	社会服务	科锐国际(300662 SZ,增持): 疫情压力下灵活用工逆势增长	增持(增持)	王莎莎、梅昕、沈晓峰	2020-08-25
中报点评	社会服务	珀莱雅(603605 SH,买入): 产品中台模式提供增长源动力	买入(买入)	王莎莎、梅昕、沈晓峰	2020-08-25
中报点评	交通运输	唐山港(601000 SH,增持): 港口业务稳健, 盈利水平显著提升	增持(增持)	林珊、沈晓峰	2020-08-25
中报点评	非银行金融	中信证券(600030 SH,买入): 投资收入上升, 净利表现优秀	买入(买入)	陶圣禹、沈娟	2020-08-25
中报点评	电力设备与新能源	亿纬锂能(300014 SZ,买入): 动力电池经营好转	买入(买入)	陈莉、黄斌、边文蛟	2020-08-25
中报点评	交运设备	新坐标(603040 SH,买入): 1H 表现好于行业, 新产品逐步放量	买入(买入)	刘千琳、林志轩、王涛	2020-08-25
中报点评	通信	移远通信(603236 SH,买入): 订单高增长可期, 规模效应再强化	买入(买入)	赵悦媛、王林	2020-08-25
中报点评	公用事业	华测检测(300012 SZ,买入): 2Q 净利润同比+56%, 净利率达 20%	买入(买入)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-25
中报点评	交运设备	威孚高科(000581 SZ,买入): 1H20 经营稳健, 后处理业务高增长	买入(买入)	刘千琳、林志轩、王涛	2020-08-25
中报点评	电子元器件	立讯精密(002475 SZ,买入): 业绩亮眼, 精密制造平台强者愈强	买入(买入)	胡剑、刘叶	2020-08-25
动态点评		策略: 中美协议半程后的“变”与“不变”		张馨元、王以	2020-08-25
动态点评		固定收益研究: 银行存款再现及影响		张继强、张亮	2020-08-25
中报点评	黑色金属	新兴铸管(000778 SZ,增持): 净利稳步增长, 阳江二期投产	增持(增持)	张艺露、邱瀚莹	2020-08-25
中报点评	基础化工	利安隆(300596 SZ,增持): 疫情影响出口, 等待需求复苏	增持(增持)	陈莉、刘曦、庄汀洲	2020-08-25
中报点评	房地产	招商积余(001914 SZ,买入): 物管盈利改善, 逆境方显拓展实力	买入(买入)	陈慎、陈莉、刘璐	2020-08-25
中报点评	有色金属	云铝股份(000807 SZ,增持): 新项目增产增效, 成长优势明显	增持(增持)	邱乐园、李斌	2020-08-25
中报点评	建材	垒知集团(002398 SZ,买入): 毛利率下降拖累业绩, H2 有望好转	买入(买入)	方晏荷、鲍荣富	2020-08-25
中报点评	家用电器	兆驰股份(002429 SZ,买入): 凸显产业优势, 有望持续规模增长	买入(买入)	林寰宇、王森泉	2020-08-25
中报点评	基础化工	兴发集团(600141 SH,增持): 主产品以量补价, 二季度企稳回升	增持(增持)	陈莉、刘曦	2020-08-25
新券投资价值分析		固定收益研究: 塞力转债: 稀缺的医疗 SPD 标的		张继强	2020-08-25
中报点评	房地产	绿地控股(600606 SH,买入): 经营指标改善, 500 强排名创新高	买入(买入)	陈慎、陈莉、刘璐	2020-08-25
新券投资价值分析		固定收益研究: 青农转债: 深耕青岛的优质农商行		张继强	2020-08-25
中报点评	建筑	华阳国际(002949 SZ,买入): Q2 业绩高增长, 成长逻辑初步兑现	买入(买入)	方晏荷、鲍荣富、王涛	2020-08-25
中报点评	家用电器	创维数字(000810 SZ,买入): Q2 经营优化, 专业显示收入高增	买入(买入)	林寰宇、王森泉	2020-08-25
中报点评	食品饮料	山西汾酒(600809 SH,增持): Q2 恢复较快增长, 改革释放新动能	增持(增持)	陈莉、张晋溢	2020-08-25
公告点评	通信	特发信息(000070 SZ,增持): “新基建”业务扬帆起航	增持(增持)	付东、王林	2020-08-25
中报点评	机械设备	恒立液压(601100 SH,增持): H1 业绩同增 47%, 泵阀份额快速提升	增持(增持)	陈莉、章诚	2020-08-25
中报点评	银行	张家港行(002839 SZ,增持): 小微转型显效, 资产质量优异	增持(增持)	沈娟、蒋昭鹏	2020-08-25
中报点评	交通运输	传化智联(002010 SZ,买入): 疫情冲击显著, 补贴拖累业绩	买入(买入)	袁钉、沈晓峰	2020-08-24
中报点评	有色金属	南山铝业(600219 SH,增持): 股东增持显信心, 强化产业链优势	增持(增持)	邱乐园、李斌	2020-08-24
中报点评	房地产	新城控股(601155 SH,买入): 利润稳健增长, 杠杆下降扩张恢复	买入(买入)	陈慎、陈莉、刘璐	2020-08-24
中报点评	航天军工	中航电子(600372 SH,买入): 盈利增长显著, 军民融合前景广阔	买入(买入)	王宗超	2020-08-24
新券投资价值分析		固定收益研究: 嘉泽转债: 宁夏风电运营龙头		张继强	2020-08-24
中报点评	医药生物	新产业(300832 SZ,买入): 海外销售放量, 净利润增长超预期	买入(买入)	代雯、孔垂岩	2020-08-24
中报点评	非银行金融	中国太保(601601 SH,买入): 寿险加速转型, 财险结构优化	买入(买入)	陶圣禹、沈娟	2020-08-24
中报点评	交通运输	深高速(600548 SH,买入): 公路免费政策拖累盈利, 符合预期	买入(买入)	林霞颖、沈晓峰	2020-08-24
中报点评	公用事业	川投能源(600674 SH,买入): 来水推升业绩增长, 长期价值凸显	买入(买入)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-24
中报点评	计算机软硬件	深信服(300454 SZ,增持): 全年看好“安全+云”齐头并进	增持(增持)	陈莉、谢春生、郭雅丽	2020-08-24
中报点评	航天军工	中直股份(600038 SH,买入): 上半年整机交付增长, 业绩颇佳	买入(买入)	王宗超	2020-08-24
中报点评	航天军工	中海达(300177 SZ,增持): 中标大客户项目, 自动驾驶拓展顺利	增持(增持)	王宗超	2020-08-24
中报点评	有色金属	紫金矿业(601899 SH,增持): 聚焦金铜, 产能持续扩张	增持(增持)	邱乐园、李斌	2020-08-24
中报点评	公用事业	伟明环保(603568 SH,买入): 设备收入高增驱动 2Q 业绩明显改善	买入(买入)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-23
中报点评	建筑	中国化学(601117 SH,买入): Q2 收入快速增长, 主业盈利能力回升	买入(买入)	方晏荷、鲍荣富、王涛	2020-08-23
中报点评	黑色金属	金岭矿业(000655 SZ,增持): 矿价上涨及成本改善, 净利润大增	增持(增持)	张艺露、邱瀚莹	2020-08-23
动态点评		策略: 创业板涨跌幅扩大后四点边际变化		张馨元、钱海	2020-08-23
中报点评	交通运输	天津港(600717 SH,增持): 业务结构优化, 盈利水平显著提升	增持(增持)	林珊、沈晓峰	2020-08-23
中报点评	建材	蒙娜丽莎(002918 SZ,买入): 大板快速放量, 盈利能力持续提升	买入(买入)	方晏荷、鲍荣富	2020-08-23
中报点评	非银行金融	中国人保(601319 SH,增持): 业务边际改善, 队伍量质齐升	增持(增持)	陶圣禹、沈娟	2020-08-23
中报点评	公用事业	深圳燃气(601139 SH,买入): 销气毛利提升, 增量气源助推成长	买入(买入)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-23
中报点评	机械设备	上海机电(600835 SH,增持): 电梯需求修复, Q2 利润稳健增长	增持(增持)	陈莉、章诚、关东奇来	2020-08-23

类型	行业	报告名称	评级	分析师	日期
中报点评	基础化工	皇马科技(603181 SH,增持): 疫情影响逐步消退, Q2 加速增长	增持(增持)	陈莉、刘曦、庄汀洲	2020-08-23
中报点评	通信	金卡智能(300349 SZ,买入): Q2 订单回暖明显, NB 产品发力	买入(买入)	赵悦媛、王林	2020-08-23
中报点评	医药生物	片仔癀(600436 SH,买入): 持续全国扩张	买入(买入)	代雯、张云逸	2020-08-23
中报点评	银行	常熟银行(601128 SH,增持): 资产质量稳健向好, 小微标杆显韧性	增持(增持)	沈娟、蒋昭鹏	2020-08-23
中报点评	轻工制造	晨光文具(603899 SH,增持): 传统业务逐步修复,线上渠道加速发展	增持(增持)	陈羽锋	2020-08-23
动态点评		固定收益研究: 信用债周度跟踪		程晨、赵天彤、张继强	2020-08-23
中报点评	公用事业	建投能源(000600 SZ,买入): 区域火电龙头盈利弹性凸显	买入(买入)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-23
中报点评	轻工制造	劲嘉股份(002191 SZ,增持): 彩盒增长亮眼, 新型烟草布局推进	增持(增持)	陈羽锋	2020-08-23
中报点评	建材	海螺水泥(600585 SH,买入): Q2 环比明显改善, 期待旺季更旺	买入(买入)	方晏荷、鲍荣富	2020-08-23
中报点评	建筑	中设集团(603018 SH,买入): Q2 业绩高增, 装配式基建大有可为	买入(买入)	方晏荷、鲍荣富、王涛	2020-08-23
中报点评	食品饮料	妙可蓝多(600882 SH,买入): 大单品放量驱动 Q2 业绩加速增长	买入(买入)	陈莉、张晋溢	2020-08-23
中报点评	交运设备	福耀玻璃(600660 SH,增持): 疫情影响业绩, 产品升级长期成长	增持(增持)	刘千琳、林志轩、王涛	2020-08-23
中报点评	有色金属	金钼股份(601958 SH,增持): 钼价同比下行拖累公司业绩表现	增持(增持)	邱乐园、李斌	2020-08-23
中报点评	医药生物	万东医疗(600055 SH,买入): 抗疫产品大放异彩	买入(买入)	代雯	2020-08-21
中报点评	计算机软硬件	能科股份(603859 SH,买入): H1 收入增长 33%, 定增布局工业云	买入(买入)	陈莉、谢春生、郭雅丽	2020-08-21
中报点评	公用事业	城发环境(000885 SZ,买入): 2Q 业绩显著改善, 环保新星启航	买入(买入)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-21
中报点评	房地产	中新集团(601512 SH,增持): 一级开发支撑业绩, 创投之路启程	增持(增持)	陈慎、陈莉、刘璐	2020-08-21
中报点评	公用事业	盈峰环境(000967 SZ,买入): 资产剥离+环卫装备下滑压制 1H 业绩	买入(买入)	施静、王玮嘉、黄波	2020-08-21
中报点评	电子元器件	歌尔股份(002241 SZ,买入): 业绩指引强劲, 电子+时代核心标的	买入(买入)	胡剑、刘叶	2020-08-21
中报点评	电力设备与新能源	天顺风能(002531 SZ,买入): 降本叠加抢装, 塔筒龙头业绩高增	买入(买入)	陈莉、孙纯鹏、黄斌	2020-08-21
中报点评	有色金属	云南锗业(002428 SZ,增持): 半导体材料放量, 产品结构优化	增持(增持)	邱乐园、李斌	2020-08-21
中报点评	公用事业	国检集团(603060 SH,买入): 外延并购落地, 看好 2H 增长	买入(买入)	施静、方晏荷、鲍荣富	2020-08-21
中报点评	家用电器	海信家电(000921 SZ,增持): 中央空调标杆, 收入率先恢复增长	增持(增持)	林震宇、王森泉	2020-08-21
中报点评	机械设备	杭氧股份(002430 SZ,买入): 长协零售同蓄力, 开启成长新纪元	买入(买入)	陈莉、章诚、关东奇来	2020-08-21
中报点评	医药生物	通化东宝(600867 SH,买入): 二代表现强韧, 静待甘精放量	买入(买入)	代雯	2020-08-21
中报点评	计算机软硬件	安恒信息(688023 SH,增持): “平台+服务”收入持续增长	增持(增持)	陈莉、谢春生、郭雅丽	2020-08-21
中报点评	交通运输	深圳机场(000089 SZ,买入): 二季度流量复苏推动净利润改善	买入(买入)	黄凡洋、沈晓峰	2020-08-21
中报点评	黑色金属	浙商中拓(000906 SZ,增持): 20H1 扣非归母净利同比增 15%	增持(增持)	邱瀚莹	2020-08-21
中报点评	食品饮料	中炬高新(600872 SH,增持): Q2 营收加速回升, 净利率表现亮眼	增持(增持)	陈莉、张晋溢	2020-08-21

资料来源: 华泰证券研究所

华泰证券研究所通讯录

策略	张馨元 (研究员) 电话: 021-28972069 邮箱: zhangxinyuan@htsc.com SAC No. S0570517080005	金融工程	陈烨 (研究员) 电话: 010-56793943 邮箱: chenye@htsc.com SAC No. S0570518080004	纺织服装	林寰宇 (研究员) 电话: 邮箱: linhuanyu@htsc.com SAC No. S0570518110001
	陈莉敏 (研究员) 电话: 021-28972089 邮箱: chenlimin@htsc.com SAC No. S0570517070003		李聪 (研究员) 电话: 01056793938 邮箱: licong@htsc.com SAC No. S0570519080001		张萌 (研究员) 电话: 021-38476072 邮箱: zhangmeng016126@htsc.com SAC No. S0570519090004
港股	王以 (研究员) 电话: 邮箱: wangyi012893@htsc.com SAC No. S0570520060001	中小市值	李子钰 (研究员) 电话: 0755-23987436 邮箱: liziyu@htsc.com SAC No. S0570519110003	非银金融	沈娟 (首席研究员) 电话: 0755-23952763 邮箱: shenjuan@htsc.com SAC No. S0570514040002
	钱海 (研究员) 电话: 021-28972096 邮箱: qianhai@htsc.com SAC No. S0570518060002		何康 (研究员) 电话: 021-28972039 邮箱: hekang@htsc.com SAC No. S0570520080004		陶圣禹 (研究员) 电话: 021-28972217 邮箱: taoshengyu@htsc.com SAC No. S0570518050002
固定收益	龚勤 (研究员) 电话: 021-28972097 邮箱: gongqin@htsc.com SAC No. S0570519110002	采掘	杨洋 (研究员) 电话: 邮箱: yangyang012312@htsc.com SAC No. S0570517100001	钢铁	邱瀚莹 (研究员) 电话: 邮箱: qiuhanxuan@htsc.com SAC No. S0570518050004
	吕程 (研究员) 电话: 021-28972057 邮箱: lvcheng@htsc.com SAC No. S0570518010001		邱瀚莹 (研究员) 电话: 邮箱: qiuhanxuan@htsc.com SAC No. S0570518050004		张艺露 (研究员) 电话: 邮箱: zhangyilu@htsc.com SAC No. S0570520070002
固定收益	陶治 (研究员) 电话: 邮箱: taoye@htsc.com SAC No. S0570520080003	传媒	张艺露 (研究员) 电话: 邮箱: zhangyilu@htsc.com SAC No. S0570520070002	公用事业	王玮嘉 (首席研究员) 电话: 021-28972079 邮箱: wangweijia@htsc.com SAC No. S0570517050002
	张继强 (首席研究员) 电话: 邮箱: zhangjiqiang@htsc.com SAC No. S0570518110002		朱璐 (首席研究员) 电话: 邮箱: zhujun016731@htsc.com SAC No. S0570520040004		黄波 (研究员) 电话: 0755-82493570 邮箱: huangbo@htsc.com SAC No. S0570519090003
固定收益	卢哲 (研究员) 电话: 邮箱: luzhe@htsc.com SAC No. S0570518120004	电气设备	周钊 (研究员) 电话: 010-56793958 邮箱: zhouzhao@htsc.com SAC No. S0570517070006	国防军工	施静 (研究员) 电话: 010-56793967 邮箱: shi_jing@htsc.com SAC No. S0570520040003
	张亮 (研究员) 电话: 021-28972035 邮箱: zhangliang014597@htsc.com SAC No. S0570518110005		黄斌 (首席研究员) 电话: 邮箱: billhuang@htsc.com SAC No. S0570517060002		王宗超 (首席研究员) 电话: 010-63211166 邮箱: wangzongchao@htsc.com SAC No. S0570516100002
固定收益	肖乐鸣 (研究员) 电话: 邮箱: xiaoleming@htsc.com SAC No. S0570519110005	电子	边文斌 (研究员) 电话: 0755-82776411 邮箱: bianwenjiao@htsc.com SAC No. S0570518110004	化工	刘曦 (首席研究员) 电话: 025-83387130 邮箱: liuxi@htsc.com SAC No. S0570515030003
	王莞婷 (研究员) 电话: 021-38476079 邮箱: wangwanting014808@htsc.com SAC No. S0570520020001		孙纯鹏 (研究员) 电话: 邮箱: sunchunpeng@htsc.com SAC No. S0570518080007		鲍荣富 (首席研究员) 电话: 021-28972085 邮箱: baorongfu@htsc.com SAC No. S0570515120002
宏观	程晨 (研究员) 电话: 邮箱: chengchen@htsc.com SAC No. S0570519080002	房地产	王林 (首席研究员) 电话: 邮箱: wanglin014712@htsc.com SAC No. S0570518120002	机械设备	刘曦 (研究员) 电话: 025-83387130 邮箱: liuxi@htsc.com SAC No. S0570515030003
	赵天彤 (研究员) 电话: 邮箱: zhaotiantong@htsc.com SAC No. S0570519070002		刘叶 (研究员) 电话: 021-38476703 邮箱: liuye@htsc.com SAC No. S0570519060003		庄汀洲 (研究员) 电话: 010-56793939 邮箱: zhuangtingzhou@htsc.com SAC No. S0570519040002
宏观	朱洵 (研究员) 电话: 021-28972070 邮箱: zhuxun@htsc.com SAC No. S0570517080002	互联网	陈慎 (首席研究员) 电话: 邮箱: chenshen@htsc.com SAC No. S0570519010002	互联网	章诚 (首席研究员) 电话: 021-28972071 邮箱: zhangcheng@htsc.com SAC No. S0570515020001
	朱璐 (首席研究员) 电话: 邮箱: zhujun016731@htsc.com SAC No. S0570520040004		韩笑 (研究员) 电话: 01056793959 邮箱: hanxiao012792@htsc.com SAC No. S0570518010002		关东奇来 (研究员) 电话: 021-28972081 邮箱: guandongqilai@htsc.com SAC No. S0570519040003
金融工程	林晓明 (首席研究员) 电话: 0755-82080134 邮箱: linxiaoming@htsc.com SAC No. S0570516010001	金融工程	刘璐 (研究员) 电话: 邮箱: liulu015507@htsc.com SAC No. S0570519070001	金融工程	时戴 (研究员) 电话: 021-28972071 邮箱: shiyu013577@htsc.com SAC No. S0570520080005
	黄晓彬 (研究员) 电话: 0755-23950493 邮箱: huangxiaobin@htsc.com SAC No. S0570516070001				李倩倩 (研究员) 电话: 邮箱: liqianqian013682@htsc.com SAC No. S0570518090002

计算机	谢春生 (首席研究员) 电话:021-29872036 邮箱:xietchunsheng@htsc.com SAC No. S0570519080006
	郭雅丽 (研究员) 电话:010-56793965 邮箱:guoyali@htsc.com SAC No. S0570515060003
	林寰宇 (首席研究员) 电话: 邮箱:linhuanyu@htsc.com SAC No. S0570518110001
家用电器	王森泉 (研究员) 电话:0755-23987489 邮箱:wangsenquan@htsc.com SAC No. S0570518120001
	建筑材料
	鲍荣富 (首席研究员) 电话:021-28972085 邮箱:baorongfu@htsc.com SAC No. S0570515120002
建筑材料	方晏荷 (研究员) 电话:0755-22660892 邮箱:fangyanhe@htsc.com SAC No. S0570517080007
	建筑装饰
	鲍荣富 (首席研究员) 电话:021-28972085 邮箱:baorongfu@htsc.com SAC No. S0570515120002
建筑装饰	王涛 (研究员) 电话:021-28972059 邮箱:wangtao@htsc.com SAC No. S0570519040004
	交通运输
	沈晓峰 (首席研究员) 电话:021-28972088 邮箱:shenxiaofeng@htsc.com SAC No. S0570516110001
交通运输	林霞颖 (研究员) 电话:0755-82492284 邮箱:linxiaying@htsc.com SAC No. S0570518090003
	林珊 (研究员) 电话:021-28972209 邮箱:linshan@htsc.com SAC No. S0570520080001
	袁钉 (研究员) 电话:021-28972077 邮箱:yuan ding@htsc.com SAC No. S0570519040005
农林牧渔	黄凡洋 (研究员) 电话:+86 21 28972065 邮箱:huangfanyang@htsc.com SAC No. S0570519090001
	汽车
	林志轩 (首席研究员) 电话:021-28972090 邮箱:zhixuan.lin@htsc.com SAC No. S0570519060005
汽车	王涛 (研究员) 电话:021-28972053 邮箱:wangtao011711@htsc.com SAC No. S0570519110001
	刘千琳 (研究员) 电话:021-28972076 邮箱:liuqianlin@htsc.com SAC No. S0570518060004

汽车	邢重阳 (研究员) 电话:021-38476205 邮箱:xingchongyang@htsc.com SAC No. S0570520070003
	轻工制造
	陈羽锋 (首席研究员) 电话:025-83387511 邮箱:chenyufeng@htsc.com SAC No. S0570513090004
商业贸易	林寰宇 (首席研究员) 电话: 邮箱:linhuanyu@htsc.com SAC No. S0570518110001
	张萌 (研究员) 电话:021-38476072 邮箱:zhangmeng016126@htsc.com SAC No. S0570519090004
	食品饮料
食品饮料	陈羽锋 (首席研究员) 电话:025-83387511 邮箱:chenyufeng@htsc.com SAC No. S0570513090004
	张晋溢 (研究员) 电话:010-56793951 邮箱:zhangjinyi@htsc.com SAC No. S0570519030001
	通信
通信	王林 (首席研究员) 电话: 邮箱:wanglin014712@htsc.com SAC No. S0570518120002
	付东 (研究员) 电话: 邮箱:fudong@htsc.com SAC No. S0570519080003
	赵悦媛 (研究员) 电话: 邮箱:zhaoyueyuan@htsc.com SAC No. S0570519020001
休闲服务	梅昕 (研究员) 电话:021-28972080 邮箱:meixin@htsc.com SAC No. S0570516080001
	王莎莎 (研究员) 电话:010-56793922 邮箱:wangshasha@htsc.com SAC No. S0570517090002
	孙丹阳 (研究员) 电话:021-28972038 邮箱:sundanyang@htsc.com SAC No. S0570519010001
医药生物	代雯 (首席研究员) 电话:021-28972078 邮箱:daiwen@htsc.com SAC No. S0570516120002
	沈卢庆 (研究员) 电话:021-38476125 邮箱:shenluqing@htsc.com SAC No. S0570519060001
	张云逸 (研究员) 电话:021-38476729 邮箱:zhangyunyi@htsc.com SAC No. S0570519060004
医药生物	孔垂岩 (研究员) 电话:021-38476695 邮箱:kongchuiyan@htsc.com SAC No. S0570520010001
	高鹏 (研究员) 电话:021-28972068 邮箱:gaopeng@htsc.com SAC No. S0570520080002
	岳梅梅 (研究员) 电话:021-38476098 邮箱:yumeimei@htsc.com SAC No. S0570520080006

医药生物	袁中平 (研究员) 电话:021-38476159 邮箱:yuanzhongping@htsc.com SAC No. S0570520050001
	银行
	沈娟 (首席研究员) 电话:0755-23952763 邮箱:shenjuan@htsc.com SAC No. S0570514040002
银行	蒋昭鹏 (研究员) 电话:0755-82492038 邮箱:jiangzhaopeng@htsc.com SAC No. S0570520050002
	有色金属
	李斌 (首席研究员) 电话: 邮箱:libin@htsc.com SAC No. S0570517050001
有色金属	邱乐园 (研究员) 电话:010-56793945 邮箱:qiuleyuan@htsc.com SAC No. S0570517100003

免责声明

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司