证券研究报告
2020 年 09 月 29 日 星期二

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

晨 会 聚 焦

行业与公司

- 长江电力（600900）：发行 GDR，构建国内外双循环新格局
- 京东集团-SW（9618.HK）：供应链渐入佳境，下沉速度“京喜”

融资融券交易数据

新股发行动态

本周限售股解禁明细

主要市场指数表现

指数	收盘	涨幅(%)	年初至今(%)
沪深 300	4,581.91	0.26	11.85
上证综指	3,217.53	-0.06	5.49
深证成指	12,760.93	-0.42	22.34
中小板指	8,545.33	-0.16	28.84
创业板指	2,521.25	-0.75	40.22
道琼斯工业	27,584.06	1.51	-3.34
标普 500	3,351.60	1.61	3.74
纳斯达克	11,117.53	1.87	23.91
伦敦富时 100	5,927.93	1.46	-21.41
日经 225	23,511.62	1.32	-0.61
香港恒生	23,476.05	1.04	-16.72

大宗商品价格

品种	收盘	净涨跌
波罗的海航运	1,654.00	-13.00
NYMEX 原油	40.57	0.53
COMEX 黄金	1886.1	21.80
LME 铝 3 个月	1582	-48.00
LME 铜 3 个月	4810	-15.00
CZCE 动力煤	621.8	9.40
DCE 焦炭	1902.5	-5.00
SHFE 螺纹钢	3540	18.00
CBOT 黄豆	995	-6.20
CBOT 小麦	549.4	5.40
CBOT 玉米	366.2	1.60

外汇商品价格

货币	收盘	净涨跌
美元指数	94.2663	-0.3208
美元/人民币	6.8252	0.0131
欧元/人民币	7.9398	-0.0083
欧元/美元	1.16632	0.0033
美元/日元	105.446	-0.107
英镑/美元	1.28268	0.0087
美元/港币	7.7496	-0.0002

数据来源：聚源数据

行业与公司

- **长江电力（600900）：发行 GDR，构建国内外双循环新格局**

【环保与公用事业组 王颖婷 S1250515090004 023-67610701】

事件： 公司发行全球存托凭证并在伦敦证券交易所上市的招股说明书获得英国金融行为监管局批准并刊发。

点评： 发行 GDR，形成国内、国际双循环发展新格局。公司增发 7.6 亿股 A 股股票为基础证券，成功在英国伦交所发行 7600 万份（含超额配售）“沪伦通”全球存托凭证（GDR），并将于 9 月 30 日在伦交所上市交易。GDR 以发行价格 26.46 美元/份，成功在英国伦交所发行 7600 万份，总募集资金约 20.11 亿美元，成为国内企业融资规模最大、实业类企业第一单的 GDR 发行，其中，投资者中外资占比约 90%，体现了全球投资者对公司长期价值的高度认可。公司 2019 年 9 月中标秘鲁路德斯配电公司 83.6%的股权，并于今年顺利完成交割，首次进入了海外配电市场，本次 GDR 的发行是收购的配套融资安排，满足国际并购项目资金需求的同时，充分借助境外资本市场推动公司实现了海外上市，通过利用国内外“两个市场、两种资源”，提高了公司国际化经营水平，成功构建了国内、国际双循环相互促进的新发展格局，进一步推动了公司高质量可持续性发展。

全球水电龙头，长期成长可期。公司是清洁能源龙头，2019 年底装机容量 4549.5 万千瓦，拥有五个全球装机前十的水电站，已投产三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝 4 座巨型电站，拥有全球水电最优质稀缺资产。2016-2019 年实现发电量 2061/2109/2155/2105 亿千瓦时，2019 年占全国水电发电量的 16.2%，2020 年上半年受来水偏弱影响，发电量略下降 6 个百分点至 801.2 亿千瓦时，经营业绩稳定，随着 7 月份后汛期来水增厚，全年计划发电量预计不变，保持强大韧劲。中期随着乌东德、白鹤滩巨型电站投产注入，未来将实现内生跨越式发展，目前乌东德第一、二批四台机组已投产，前景可期。公司盈利能力强劲，十年来毛利率稳定在 60%以上，ROE 在 14%以上，均处于全行业最高水平。

分红股息率高，经营性现金流充裕。公司承诺 2021-2025 年不低于当年净利润 70%进行分红，股息率约为 3.5%-4.5%。经营性现金流常年 390 亿左右，现金流充裕，逆周期类债属性凸显，在全球降息环境下，资产配置价值高。

盈利预测与投资建议。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.01 元、1.04 元、1.05 元，公司中长期有巨型水电站装机投产，存在资产注入预期，成长潜力突出，同时防御价值高，投资稳健，能有效平滑业绩波动，维持“持有”评级。

风险提示：电价政策变动风险，来水波动风险，资产注入进度或不及预期等。

- **京东集团-SW（9618.HK）：供应链渐入佳境，下沉速度“京喜”**

【海外研究组 张闻宇 S1250520080002 021-58351917】

点评： 公司概况：京东是中国互联网零售商龙头，集团定位于“以供应链为基础的技术与服务企业”。2019 年，公司 GMV 突破 2 万亿规模，位居行业第二。2020Q2 公司年度

活跃用户数达 4.17 亿人，超过 80%新用户来自三到六线下沉市场。在线自营是公司业绩增长主力，2019 年占总营收比率达 88.5%。

投资逻辑：1）京喜深度下沉获取用户增长：腾讯为京喜提供社交平台一级流量入口，助其获取下沉用户增长。2020 年 6 月，京喜小程序 MAU 达 2.5 亿，位居移动购物行业榜首，且仍处于下沉通道中。2）京东与腾讯、沃尔玛就社交/网络游戏/广告/支付/O2O 零售等方面深度合作，拥有腾讯社交流量的加持，借力沃尔玛完善京东线下业务。3）规模效应逐步显现，运营效率、利润率提升：公司经营费率、履约费用率均呈下降趋势，2020H1 经营费用率较 2018H1 下降 1.6PP 至 12.7%，2020H1 履约费用率较 2018H1 下降 0.48pp 至 6.44%。规模效应+技术加持下，京东利润率有望继续提升。

业务体系：1）零售业务：日用百货品营收贡献不断提升。2014 年-2020H1，京东日用百货商品在总营收中贡献的份额从 15.4%上升至 33.5%，非“标品”的日用百货，购买行为更高频+溢价空间更大，更易实现利润规模的集聚效应。2）物流业务：开放物流降本增效，供应链赋能长期增长。京东物流是全球唯一拥有中小件、大件、冷链、B2B、跨境和众包六大物流网络的企业。目前物流业务实行开放战略，长期来看，供应链技术优势预计催化京东长期增长。3）京东数科赋能行业数字化改革：2019 年，京东数科实现营收 182 亿元（+34%），京东数科目前在 AI 科技、智能城市、数字营销、金融科技等领域布局，通过“TIE”服务模式，实现产业数字化，为各产业创造新的增长场景，进而迎来技术服务收入增长。4）京东健康：以供应链为核心，以医疗服务为抓手，通过技术手段来推动整个用户的全生命周期、全状态、全场景的健康管理平台，2020 年 9 月 21 日，京东集团发布公告证实京东健康将赴港上市。

盈利预测与评级：预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 182/237/323 亿元，同比增速分别为 50%/30%/36%，估值分别为 44/33/25 倍。考虑到公司规模效应助推利润率上升，电商业务持续拓展商品品类，供应链“三流一体化”提升客户体验，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 387.75 港元。

风险提示：电商行业竞争对手增加投入风险；供应链扩展不及预期风险；京喜下沉速度不及预期风险；宏观经济下行风险。

【融资融券交易数据】

日期	沪深两融余额（亿元）	沪市两融余额（亿元）	深市两融余额（亿元）	融资余额（亿元）	期间买入额（亿元）	期间偿还额（亿元）	期间买入额（亿元）	融券余额（亿元）	融券余量（亿元）
2020-09-28	7,835.58	7,835.58	0.00	7,283.25	179.79	7,038.54	-6,858.76	552.33	53.06
2020-09-25	14,991.05	7,859.80	7,131.26	14,142.01	441.77	486.38	-44.62	849.05	70.95
2020-09-24	15,036.05	7,882.80	7,153.25	14,186.62	536.93	549.82	-12.89	849.43	71.09
2020-09-23	15,057.89	7,885.71	7,172.18	14,199.52	557.13	532.56	24.57	858.37	70.44
2020-09-22	15,010.61	7,859.34	7,151.27	14,174.94	585.09	590.31	-5.22	835.67	69.44

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 9 月 29 日

【新股发行动态】

公司名称	证券/申购代码	发行股数（万股）	发行价（元）	网上申购日	网下申购日	上市日	估值（元）
厦门银行	601187	26,391.28	6.71	20201013	20201013		

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 9 月 29 日

【本周限售股解禁明细】

代码	简称	解禁日期	解禁数量（万股）	占流通 A 股比例(%)	占总股本比例（%）	解禁股份类型
600446	金证股份	2020-09-28	213.78	0.25%	0.25%	股权激励限售流通
603226	菲林格尔	2020-09-28	267.61	1.29%	1.27%	股权激励限售流通
600721	ST 百 花	2020-09-28	716.04	2.00%	1.91%	增发 A 股法人配售上市
300659	中孚信息	2020-09-28	115.71	0.55%	0.51%	股权激励限售流通
300604	长川科技	2020-09-28	3,098.29	11.10%	9.86%	增发 A 股原股东配售上市
002869	金溢科技	2020-09-28	196.80	1.11%	1.09%	股权激励限售流通
300112	万讯自控	2020-09-28	148.09	0.52%	0.52%	股权激励限售流通
600933	爱 柯 迪	2020-09-28	31.40	0.12%	0.04%	股权激励限售流通
002806	华锋股份	2020-09-28	947.00	8.65%	5.38%	增发 A 股法人配售上市
300286	安 科 瑞	2020-09-28	10.80	0.05%	0.05%	股权激励限售流通
002696	百洋股份	2020-09-28	934.58	2.75%	2.67%	增发 A 股原股东配售上市
300609	汇纳科技	2020-09-28	4.00	0.04%	0.03%	股权激励限售流通
600498	烽火通信	2020-09-28	679.74	0.61%	0.58%	增发 A 股法人配售上市
002821	凯 莱 英	2020-09-28	16.61	0.07%	0.07%	股权激励限售流通
603690	至纯科技	2020-09-28	24.52	0.10%	0.09%	股权激励限售流通
300792	壹网壹创	2020-09-28	3,665.68	101.82%	25.41%	发行前股份限售流通
300329	海伦钢琴	2020-09-28	67.11	0.27%	0.26%	股权激励限售流通
002410	广 联 达	2020-09-28	48.03	0.04%	0.04%	股权激励限售流通
300308	中际旭创	2020-09-28	494.93	0.70%	0.69%	股权激励限售流通
300384	三联虹普	2020-09-28	61.04	0.19%	0.19%	股权激励限售流通
603363	傲农生物	2020-09-28	23,600.71	128.27%	45.58%	发行前股份限售流通
300654	世纪天鸿	2020-09-28	9,311.25	104.71%	51.15%	发行前股份限售流通
603136	天 目 湖	2020-09-28	8,700.00	300.00%	75.00%	发行前股份限售流通
300706	阿 石 创	2020-09-28	7,934.14	128.43%	56.22%	发行前股份限售流通
603378	亚士创能	2020-09-28	12,582.00	182.40%	64.59%	发行前股份限售流通
600734	*ST 实达	2020-09-28	1,575.12	3.03%	2.53%	增发 A 股法人配售上市
002605	姚记科技	2020-09-28	18.00	0.04%	0.04%	股权激励限售流通
300107	建新股份	2020-09-28	33.00	0.06%	0.06%	股权激励限售流通
603801	志邦家居	2020-09-28	51.60	0.24%	0.23%	股权激励限售流通
600893	航发动力	2020-09-28	16,041.28	8.24%	6.02%	增发 A 股原股东配售上市
002902	铭普光磁	2020-09-29	10,158.75	93.70%	48.38%	发行前股份限售流通
601086	国芳集团	2020-09-29	50,000.00	301.20%	75.08%	发行前股份限售流通
300449	汉邦高科	2020-09-29	353.80	1.21%	1.19%	增发 A 股法人配售上市

代码	简称	解禁日期	解禁数量（万股）	占流通 A 股比例(%)	占总股本比例（%）	解禁股份类型
300435	中泰股份	2020-09-29	19.25	0.08%	0.05%	股权激励限售流通
300329	海伦钢琴	2020-09-29	67.11	0.27%	0.26%	股权激励限售流通
300490	华自科技	2020-09-29	132.40	0.55%	0.51%	股权激励限售流通
603367	辰欣药业	2020-09-29	16,567.32	57.59%	36.54%	发行前股份限售流通
300546	雄帝科技	2020-09-29	76.80	0.57%	0.56%	股权激励限售流通
000797	中国武夷	2020-09-29	34.06	0.02%	0.02%	股权激励限售流通
000561	烽火电子	2020-09-29	259.32	0.43%	0.43%	股权激励限售流通
300342	天银机电	2020-09-30	134.10	0.31%	0.31%	股权激励限售流通
002937	兴瑞科技	2020-09-30	245.75	2.56%	0.83%	发行前股份限售流通
300369	绿盟科技	2020-09-30	396.61	0.50%	0.50%	增发 A 股法人配售上市
601128	常熟银行	2020-09-30	2,925.28	1.14%	1.07%	发行前股份限售流通
002821	凯 莱 英	2020-09-30	16.52	0.07%	0.07%	股权激励限售流通
300792	壹网壹创	2020-09-30	3,665.69	101.82%	25.41%	发行前股份限售流通
300291	华录百纳	2020-09-30	1,792.53	2.37%	2.19%	A 股发行法人配售上市
002271	东方雨虹	2020-09-30	2,073.12	1.39%	1.32%	股权激励限售流通
000716	黑 芝 麻	2020-09-30	1,612.99	2.28%	2.17%	增发 A 股法人配售上市
600887	伊利股份	2020-09-30	3,023.92	0.51%	0.50%	股权激励限售流通
600603	广汇物流	2020-09-30	52,250.13	71.90%	41.57%	增发 A 股法人配售上市

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 9 月 29 日

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn