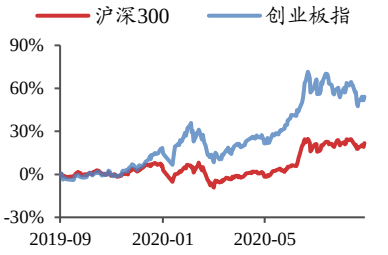
2020 年 09 月 21 日

开源晨会 0921

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
非银金融	5.27
房地产	3.15
建筑材料	2.71
采掘	2.62
国防军工	2.6

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电气设备	-0.12
钢铁	0.33
汽车	0.41
纺织服装	0.79
家用电器	0.88

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

观点精粹

总量视角

【策略】不必留恋不切换

【宏观】人民币升值，或已近尾声

【宏观】“流动性”风险尚未解除

【固定收益】信用债净融资额大幅增加，收益率整体下行

【固定收益】货币政策印象：短时的松紧失据和罕见的资产荒

行业公司

【房地产】8 月基本面温和向好，行业资金监管力度趋严

【电气设备】景气度扩散，关注量价齐升的弹性环节

【轻工制造】地产销售数据亮眼推荐定制家居；文化办公用品增速提升看好必选消费龙头

【非银金融】保险开门红有望超预期，继续看好保险和券商龙头

【家用电器】行业数据持续改善，新推荐跨境电商龙头安克创新

【石油化工】原油价格大幅反弹，长丝需求有望回暖

【食品饮料】茅台龙头地位稳固，重庆啤酒开启新征程

【商业贸易】阿里旗下犀牛智造亮相，C2M 模式构建电商可持续发展生态

【化工】关注氘代化合物在光电、医药领域的应用

【化工】疫情及汛情扰动消退，经济向好助力化工景气复苏

【农林牧渔】行业存栏有望加速恢复，建议加大配置动物保健板块

【通信】华为底线思维搏反击，5G 任重道远总向前

【煤炭开采】陕煤发布保底高分红政策，淡季涨价看好“金九银十”行情

【房地产】基本面温和向好，销售、投资、资金端持续靓眼

【农林牧渔】国内种业大而不强，转基因时代有望异军突起

【计算机】阿里“犀牛工厂”正式亮相，工业互联网大风已起

【电子：捷捷微电(300623.SZ)】新品产能扩张，受益国产替代

【家用电器：安克创新(300866.SZ)】国内跨境出海龙头企业，弘扬中国智造之美

【通信：中光防雷(300414.SZ)】夯实自主可控再起航，开拓业绩增长新空间

【计算机：奇安信(688561.SH)】进击的创新网安龙头

研报摘要

总量研究

【策略】不必留恋不切换——投资策略周报-20200920

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

顺周期引领市场反弹，进攻属性开始显现

上周（2020 年 9 月 14 日至 18 日）顺周期板块引领市场反弹，而绝大多数的科技、消费板块则未能跑赢市场。同样地，在美股也正在发生类似的事情。上述现象意味着此前我们在《流动性的变局与破局》中提到的全球流动性预期拐点的形成对于资产价格的影响正逐步显现并形成共振。投资者当下面对的顾虑是，周期只用于防守，反弹还需靠科技。但我们认为，流动性的负向循环或许才刚刚开始，对于科技、消费的“逢跌加仓”的思路需要评估贴现率上行对内在价值的影响与市场的扰动是否真正结束。我们建议投资者做容易的事情：聚焦顺周期。

流动性的负向循环：飞刀还未落地

当下市场也面临的一个问题是前期科技、消费的回调是否已经到位，“逢跌加仓”是否成为一种可操作策略。正如我们此前在周报《顺周期：不只是防守》中提到的，全球流动性预期拐点出现后，北上资金“兑现浮盈”仍会存在扰动，同时公募基金持有人也积累较高收益，相对收益的变化会让机构负债端成为下一阶段的“不安定因素”。我们跟踪的高频数据显示，在前期浮盈较大的医药和新能源类的个人投资者为主的 ETF 上已经开始出现净赎回，这或许可以作为部分风格明显的主动管理型产品申购赎回的“代理变量”。 7 月以前的流动性环境的自我强化而形成的“机构牛”的线性认知的底层逻辑正面临重要拐点。

逢跌加仓可能“仓又加错了结构”

当下风格切换已经发生，最近一次可参考 2016-2017 年创业板在风格切换过程中的历次反弹，我们发现反弹的力度总是要弱于每次下跌的幅度，这意味着历次反弹收益率并不能很好地补偿下跌带来的回撤风险，作为科技成长股整体高胜率区间已经过去。我们提醒投资者仍坚持把握后续存在的“结构性机会”需要关注两点：第一，历史经验指示宏观环境变化后，科技股内部也会出现分化，前期的强势板块和之后反弹较好的资产之间没有一一对应关系，即使后面涨了科技，可能涨的不是我们现在认为的科技；第二，从个股选择上看，确实通过科技成长股实现战胜市场在任何时刻都是有机会的，但是选股胜率和 7 月以前已经不可同日而语。周期成长股是更好的选项，在 2016-2017 年中被重估的白酒龙头为当下周期成长股提供了一个很好的借鉴：龙头企业在行业下行中实现了转变，在经济复苏中实现重估，并最终在经济转型中逐步找到独立于行业的自身成长逻辑。

做“容易的事”，重视顺周期的进攻属性

当下，我们坚持结构调整的意义重于仓位，为投资者提供两类布局思路：进攻把握经济复苏下盈利有弹性的行业（工程机械、保险、化工（大炼化与周期化工）、汽车、建材、家电），绝对收益把握所有估值相关因素影响已经很小的行业（银行、房地产、煤炭、建筑）。做容易的事，布局顺周期就像 7 月以前买科技和消费那样。不必留恋不放手。

风险提示：国内经济大幅下行；货币政策大幅宽松；行业政策超预期

【宏观】人民币升值，或已近尾声——宏观经济专题-20200920

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 徐骥（分析师）证书编号：S0790520070008 | 曹金丘（联系人）证书编号：S0790120080057

中美不同疫情形势下、经济周期出现“错位”等，带动人民币汇率 6 月以来大幅升值。疫情爆发后，中国快速

控制住疫情，有序推进经济重启；而美国疫情出现二次爆发，经济重启受阻。中国货币政策回归正常化、美国政策立场不变，进一步加大经济周期错位问题。受此影响，人民币兑美元汇率 6 月以来大幅走强。

中美利差的持续加速走扩，吸引外资大举流入中国、进一步推动人民币汇率走强。中美利差，能直接影响外资对人民币资产的配置行为。6 月以来，经济周期错位及货币政策分化背景下，中美利差持续加速走扩至 240bp 以上，刷新历史新高。受此带动，外资大举流入、加速配置人民币资产，进一步推升人民币汇率。

周期视角来看，在实际利率及库存水平降至历史低位后，美国经济已具备复苏条件。历史经验显示，历次美国经济走出衰退，与低利率环境支撑企业盈利反弹密切相关；同时，库存大幅下滑后，经济往往拥有较大反弹空间。此次疫情爆发后，伴随美联储放松货币、零售商等去库存，美国实际利率、库存水平已降至低位。

美国经济前期表现不佳，主要受疫情二次爆发拖累；最新情况来看，随着人口大州提升防控力度，以及疫苗研发顺利，美国疫情或已相对可控。疫情二次爆发后，美国各类线下活动持续降温，拖累经济表现。最新情况来看，美国主要人口大州已全面加强防控，疫情自 7 月中旬起持续改善；同时，疫苗最快可能年底入市。

伴随疫情可控，美国经济修复或将加速，通胀压力趋逐步显现；受此影响，长端美债收益率或进入上行通道。疫情可控下，美国各类经济活动或将加速恢复正常；库存周期也有望开启，推动经济复苏节奏进一步加快。随着美国经济增长加速，以及通胀压力逐步显现，长端美债收益率或将逐步脱离低位、进入到上行通道。

长端美债收益率的上行，可能导致美股及全球其他主要资本市场的波动不断加剧。4 月以来，受宽松流动性环境支持估值大幅提升带动，美股及全球其他主要风险资产大幅上涨。未来一段时间，随着长端美债收益率进入上行通道，美股等风险资产的估值或将开始承压。受此影响，美股等风险资产的波动或不断加剧。

伴随中美经济周期“错位”问题加速修复，人民币兑美元汇率升值趋势或已近尾声。疫情改善后，美国 8 月制造业 PMI 新订单指数飙升至 67.6%，远超中国的 52%。随着美国经济增长加速，推动中美经济修复节奏收敛、中美利差收窄，叠加海外市场波动加剧可能干扰外资行为等，人民币兑美元升值趋势或已近尾声。

风险提示：种族矛盾激化，引发美国骚乱加剧，导致疫情再次扩散。

【宏观】“流动性”风险尚未解除——宏观经济专题-20200920

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004 | 马洁莹（联系人）证书编号：S0790120080081

MLF 超额续作缓解市场担忧，然而流动性环境结构性紧张的问题继续扩大

近期，央行超额续作 MLF，缓解市场担忧；然而，流动性环境结构性紧张加剧、“分层”继续凸显。8 月以来，央行加大公开市场投放、连续 2 个月超额续作 MLF，其中 9 月 MLF 净投放 4000 亿元，缓解市场对货币收紧的担忧。然而近期货币市场利率多数上涨，R007 与 DR007 利差，及城商行与国有大行存单利差均扩大。

流动性环境结构性紧张，部分缘于季末和债券供给等干扰，核心原因在于超储率过低下，机构负债端稳定性下降。8 月银行超储率或在 1%附近，季末考核和国庆临近，及政府债券供给、结构性存款压降等，进一步加大资金压力。公开市场操作或有助于平抑资金短期波动，但较难补充银行长期资金缺口。负债承压下，银行资金融出减少、甚至赎回资金，加大非银流动性压力，“负债荒”逐步凸显。

当前与 2017 年下半年有诸多相似，超储率低、防风险下流动性“分层”凸显

当前与 2017 年下半年有诸多相似之处，超储率均较低，防范金融风险下中小银行和非银负债端压力上升。2017 年下半年，银行超储率大部分时候在 1.5%以下，叠加金融去杠杆影响，银行与银行、非银同业往来明显收缩，对同业负债较为依赖的中小银行和非银负债压力上升，央行主要通过逆回购、MLF 等补充流动性。

2017 年底公开市场操作、财政存款投放，并未明显缓解中小银行压力，同业存单等利率快速上升。2017 年底，央行加大 14 天和 28 天逆回购投放、超额续作 MLF，叠加 12 月超 1.2 万亿元的财政存款投放，均一定程度缓解资

金压力；但中小银行同业存单到期续发压力较大，同业存单净融资收缩的同时，发行成本“飙升”、3 个月利率大幅上行约 50BP，R007 与 DR007 利差一度扩大至接近 400BP。

以史为鉴，中小银行和非银“负债荒”不容忽视，仍将对机构行为产生压制

以史为鉴，流动性分层下，中小银行和非银“负债荒”不容忽视，流动性环境中短期或易紧难松。银行负债端年内仍面临债券供给等压制，尤其是中小银行结构性存款压降、同业存单到期压力较大；公开市场和财政存款直接投放对象以大行为主，而超储率过低下大行资金融出意愿下降，中小银行和非银风险容易上升。

中短期来看，流动性分层下“负债荒”或进一步凸显，仍将对机构行为产生压制。伴随年底临近、资金压力上升，逆回购和 MLF 投放可一定程度补充银行资金缺口，但较难解决流动性“分层”，中小银行和非银“负债荒”或进一步凸显，使得债券市场“超调”风险上升。但中长期来看，债券配置价值已经在逐渐显现。

风险提示：金融监管升级，存单利率超预期上行。

【固定收益】信用债净融资额大幅增加，收益率整体下行——固收信用周度复盘-20200920

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

一级市场：净融资额大幅增加

1、上周（2020.09.14-2020.09.20）发行量增加，净融资额大幅增加。信用债发行量达到 2,328.87 亿元（环比增加 24.00%），净融资量达到 1,017.60 亿元（环比增加了 509.94 亿元）。

2、推迟或取消发行债券规模小幅增加。上周（2020.09.14-2020.09.20）有 11 只债券推迟或取消发行，计划发行金额为 65.8 亿元，规模上相较前一周 50 亿小幅增加。

二级市场：成交量基本持平，收益率整体下行

1、成交量基本持平。上周（2020.09.14-2020.09.20）信用债二级成交量 6,393.02 亿元，环比上升 1.11%。

2、信用债收益率整体下行，尤其以中长久期、高评级债券下行明显

3、产能过剩行业信用利差小幅走扩，上游原材料价格涨跌互现

评级调整： 1 家主体评级上调

上周（2020.09.14-2020.09.20）1 家主体评级上调，无主体评级下调。

债市要闻：深入推进企业债券注册制改革

1、9 月 15 日，中央结算公司、上清所和全国银行间同业拆借中心公告，为进一步推动银行间债券市场开放发展，便利境内外投资者交易银行间债券，自 9 月 21 日起延长银行间现券买卖交易时段至 20:00。

2、9 月 16 日，发改委发言人在例行发布会上指出，将深入贯彻落实新《证券法》要求，深入推进企业债券注册制改革，加强信息披露和事中事后监管，推动企业债券更好服务实体经济。

3、9 月 18 日，最高法、发改委对《关于完善企业破产配套制度保障管理人依法履职，进一步优化营商环境的意见》公开征求意见，要求坚决打击逃废债行为。

风险提示：经济复苏低于预期，政策支持力度不及预期。

【固定收益】货币政策印象：短时的松紧失据和罕见的资产荒——固收定期策略-20200920

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

近来的货币政策无论是紧还是松的趋向都不太明显：

1）当前的资金面紧张可能仅仅是季节性的；

2）MLF 的超额续作也未必意味着货币政策的重新宽松，更大可能其只是针对三季末资金面的季节性紧张进行了一些平滑工作；

3）之所以动用偏长期的 MLF 工具去平滑短期的季节性紧张，是因为央行同时有拉长操作期限的诉求，但这与 2016 年打击资金空转的初衷并不相同。

另外一个值得关注的现象是：货币体系在货币政策偏紧的状态下出现了罕见的资产荒现象：

1）当前的长短收益率的位置看起来是存在矛盾的；

2））一个解释是：在一个相对 2019 年更小的池子中，资金总体在抛长端资产，而更多的货币的短端拆出意愿明显上升。

这并不一定意味着长端收益率后续会存在下行可能，相反，债券市场的风险依然没有化解：

1）比起经济基本面及真实的流动性来说，长端收益率并未超调；

2）如果在这种谨慎的情绪下，即使货币政策短期变平，机构很难大幅拉长久期。

当前利率债的风险仍然高于收益，顺势避险是个相对安全的策略。

建议利率债配置维持短久期、低杠杆，在四季度这一资金不松且债券买盘偏弱的季节中，谨慎对待利率债的波段机会。

风险提示：货币政策不及预期，经济增长不及预期。

行业公司

【房地产】8 月基本面温和向好，行业资金监管力度趋严——行业周报-20200920

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（联系人）证书编号：S0790120060038

房住不炒基调不变，长效机制持续完善，维持行业看好评级

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。目前房地产板块估值有所修复，板块 PE-TTM 为 8.99 倍，但仍处于历史低位。伴随疫情影响逐渐消散，预计全年结算将回到增长轨道。我们建议三季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

政策：资金监管力度加大，成都新政有效保障无房家庭需求

1）中央政策：银保监持续开展 30 多个重点城市房地产贷款专项整治，加大对首付贷、消费贷资金流入房市的查处力度，引导银行资金重点支持棚户区改造等保障性民生工程和居民合理自住购房需求……房地产金融化、泡沫化倾向得到有效遏制。央行副行长潘功胜表示，重点房企资金监测和融资管理规则建设的目的，在于增强房企融资管理的市场化、规则化和透明化。银保监会发文小额贷款公司贷款不得用于股票/金融衍生品等投资、房地产市场违规融资及其他违规用途。近年来，央行、银保监会等机构持续通过完善资金监管制度、加强监管力度，推动金融体系抗风险能力持续提升。2）地方政策看，住房保障方面，成都增加住宅用地供应，建立房价地价联动机制，提高公证摇号中棚改、无房居民家庭优先的比例，个人住房转让增值税征免年限由 2 年调整到 5 年。深圳司法局就《深圳市房地产市场监管办法（修订征求意见稿）》公开征求意见，包括在二手房交易方面，明确完善房地产市场价格

监管机制。公积金制度方面，苏州长三角住房公积金一体化战略合作正式落地，公积金可偿还长三角三省一市房贷；北京发布住房公积金行政处罚裁量基准；大连取消原有的“子女可以自己名义为已退休父母申请公积金贷款，且不占用子女的公积金贷款额度”。人才政策方面，郑州最高首次购房补贴达 300 万元。周内政策调控领域全面，地方因城施策自主权较大，但调控的最终目的均是保持当地市场平稳健康发展。

成交：一二手单周成交同比略有回落，但整体改善趋势不变

1）新房：2020 年第 38 周，全国 32 城成交面积 435 万平米，同比下降 13%，环比下降 12%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 15214 万平米，累计同比下降 4%，增速降幅仍在收敛。2）二手房：2020 年第 38 周，全国 32 城成交面积 435 万平米，同比下降 13%，环比下降 12%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 15214 万平米，累计同比下降 4%，增速降幅仍在收敛。

资金：单周发债规模、发行利率均有回落

2020 年第 38 周，信用债发行 50 亿元，同比减少 41%，环比减少 9%，平均加权利率 4.11%，环比减少 74BPs；海外债发行 3.7 亿美元，同比减少 25%，环比减少 71%，平均加权利率 3.04%，环比减少 718BPs。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

【电气设备】景气度扩散，关注量价齐升的弹性环节——行业周报-20200920

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 李若飞（分析师）证书编号：S0790520050004

周观点：关注量价齐升的弹性环节

1）新能源汽车行业：国内外景气度共振向上，二线环节、企业的弹性将更加突出，比如电解液产业链这段时间的量价齐升；这次行业向上周期是中国优质供应链进一步走向全球的契机，宁德时代、先导智能、比亚迪等企业已经在逐步落地其全球开放性业务。板块处于再次布局的时间窗口，后面仍是资本市场的主线，但这一波投资机会可以更关注周期性环节、二线公司的弹性；长期的投资方向，核心是特斯拉、宁德时代产业链。2）光伏行业：目前行业长期、短期景气度都是向上，尤其是装机季度增速加速向上，是较好的投资窗口期；后面关注景气度的扩散，可以关注新技术、新应用创新：跟踪支架、BIPV、储能等；从产业链价格看，目前价格已经企稳，部分平价项目装机时间有望后移；从龙头公司估值看，行业目前仍处于相对较好的位置，优质公司有望通过成长穿越周期。投资方面，中长期关注公司全球竞争力和创新带来的格局变化，隆基股份等龙头受益，短期关注硅料、逆变器、玻璃等环节的弹性机会，通威股份、阳光电源等受益。

宁德时代入股先导智能，资源整合共促发展

我们认为宁德时代介入上游锂电设备主要从三个维度考量：1）开发更高效、更智能的设备是提升锂电池性能、制造良率的关键，而宁德时代在锂电设备方_x000b_面专利数量相对较少，入股先导智能协同效应明显；2）提升宁德时代在锂电设备领域话语权；3）在锂电上游中，锂电设备环节毛利率与 ROE 均较高，宁德时代入股锂电设备龙头或将新增投资收益。而宁德时代之所以选择先导智能是因为：1）两家公司渊源深厚，宁德时代对其产性能与技术开发能力有充足信任；2）先导智能客户结构优秀，囊括国内外优秀锂电池企业，深度合作有助于宁德时代高端产品走向全球。推荐标的：宁德时代、恩捷股份、中材科技；受益标的：三花智控、璞泰来、宏发股份、中科电气、天赐材料、当升科技。

板块和公司跟踪

新能源汽车行业层面：1.LG 化学计划 12 月将汽车电池业务拆分；2.宁德时代 4400 万元入股加拿大锂矿制造商 Neo Liquitium Corp；3. 上周（2020.09.14-2020.09.20）电解液价格环比上升 2.6%。

新能源汽车公司层面：宁德时代全部认购先导智能定增股份。

光伏行业层面：林洋能源与国网江苏签署战略合作框架协议。

光伏公司层面：迈为股份发布第二期股权激励计划。

风电公司层面：日月股份定增获批，募投项目为年产 22 万吨大型铸件精加工生产线建设项目。

风险提示：新技术发展超预期、疫情导致需求低于预期、新能源市场竞争加剧。

【轻工制造】地产销售数据亮眼推荐定制家居；文化办公用品增速提升看好必选消费龙头——行业双周报-20200920

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

核心组合：索菲亚、欧派家居、太阳纸业、思摩尔国际、裕同科技

家居内需复苏组合：索菲亚、欧派家居；受益标的：志邦家居、顾家家居

文化纸企稳组合：太阳纸业

新型烟草组合：思摩尔国际

5G 催化包装组合：裕同科技

必选消费组合：中顺洁柔、晨光文具

（文中“上周”指 2020.9.14—9.18，“上上周”指 2020.9.7—9.11。）

2020 年 8 月社零数据恢复符合预期，日用品、文化办公用品类增速回升

1）2020 年 1-8 月家具类零售额累计同比下降 11.4%，降幅环比收窄 1.1pct。地产销售亮眼，商品房住宅销售面积当月同比增长 14.7%，涨幅相较 7 月扩大 4.8pct；2020 年 1-8 月房屋住宅竣工面积累计同比下降 9.7%，降幅相较 1-7 月缩小 0.5pct。竣工缺口的回补仍有较强的刚性需求，我们继续看好竣工回暖周期的大趋势。

2）必选消费品类当月同比增速显著回暖，其中文化办公用品类增速提升较快。2020 年 8 月，日用品类零售额当月同比增加 11.4%，增速环比回升 4.5pct。2020 年 8 月，文化办公用品类零售额当月同比增加 9.4%，增速环比提升 8.9pct。

景气度持续提升具有高确定性，长期竞争格局边际改善，继续推荐定制家居

1）定制家居龙头零售和工程接单持续改善，同时积压订单正在加速转化。因此 2020H2 业绩释放确定性较高。叠加上半年的低基数，预计景气度提升有望持续至 2021H1。长期看，受益于整装、工程、线上等渠道兴起，龙头竞争优势凸显。

2）从业绩反转的弹性角度，我们继续推荐索菲亚：公司 2020 年中报业绩前瞻指标大幅改善，经销渠道改革成效显著，厨柜、木门有望通过工程渠道释放弹性；从拥抱行业龙头发展红利的角度，我们持续看好欧派家居：公司全渠道、全品类优势显著，内部管理精细化。2020Q3 预计经销渠道大幅改善，工程端维持高增。

关注纸涨价和必选消费龙头长期价值，推荐太阳纸业、思摩尔国际、中顺洁柔

1）推荐文化纸龙头太阳纸业：2020H2 伴随需求回暖，纸价有望向上修复，带来盈利弹性。近期在文化纸涨价函接连下发后，文化纸价格提升逐步落地。上周（2020.09.14-2020.09.20），双铜纸/双胶纸上涨 2.78%/0.14%。长期看，公司产能释放、成本优化均有空间。

2）推荐电子烟雾化龙头思摩尔国际：2020Q2 海外市场新型烟草销量受疫情影响有限，继续看好思摩尔在技术研发、客户积累和供应链上的壁垒，建议长期关注。

3）推荐生活用纸龙头中顺洁柔：伴随体量提升，周期性正逐渐弱化。太阳、个护品类拓展空间大，线上、母婴等渠道后劲足。估值已接近合理区间，建议关注。

4）推荐文具行业龙头晨光文具：公司精品文创战略推进超出预期，办公文具等品类毛利率持续提升。九木杂物社开店速度受疫情影响也有限，进展顺利。

风险提示：行业需求恢复不及预期、行业价格战加剧等。

【非银金融】保险开门红有望超预期，继续看好保险和券商龙头——非银金融行业周报-20200920

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

周观点：顺周期风格切换叠加基本面边际改善，继续看好保险和券商

经济复苏延续，顺周期风格切换为低估值大金融板块带来交易层面的边际变化。保险公司提前备战开门红，疫情影响造成的低基数以及保险公司转型效果的释放，有望带来 2021 年开门红保费增速超预期，继续看好保险板块投资机会。券商行业并购事件落地，经济和政策双重顺周期延续，3 季度盈利有望超预期，继续看好券商板块龙头标的。

保险：提前备战有望带来开门红超预期，继续看好保险板块

1）上市险企或提前备战，2021 年开门红保费有望超预期。中国人寿 2020 年达成较好，坐稳行业龙头地位，我们预计将于 10 月初备战 2021 年开门红；中国平安即将转型完毕，蓄力开门红展示转型效果，基于 2020 年疫情及转型共同造成的低基数，我们预计中国平安将提早备战开门红，保费增长有望超预期；新华保险在持续推动 2020 年业务达成的同时，进一步提升人力数量，可能为开门红带来增量。整体来看，上市险企均较早布局 2021 年开门红业务，鉴于疫情影响造成的低基数及保险公司转型效果的释放，2021 年开门红保费增速有望超预期。2）经济复苏延续下保险资产端有望持续改善，后续开门红保费增速有望超预期。资产和负债双轮驱动下，继续看好保险股的投资机会。受益标的中国人寿、中国平安和新华保险。

券商：并购事件落地强化行业主题性投资机会

1）上周（2020.09.14-2020.09.20）国联证券合并国金证券事件超预期，在监管鼓励券商市场化合并做大做强、金融控股公司监管办法正式落地的背景下，金融公司的并购、重组或出现更多案例。券商并购事件的落地或强化后续行业主题性机会。2）证券会取消上市券商公开披露月度经营业绩的要求，为券商减负，有利于券商长期经营行为。月报取消或减少券商月报炒作，投资行为或将更加长期化，有利于盈利持续性更强的头部券商。3）行业并购事件落地，顺周期下，券商盈利表现有望逐级抬升，继续看好龙头券商和 3 季报盈利高增长标的。推荐 IPO 业务大幅增长的国金证券、受益居民资产入市的东方财富，受益标的华泰证券和中信证券。

受益标的组合：

券商：国金证券，东方财富，华泰证券，中信证券；

保险：中国人寿，中国平安，新华保险。

风险提示：疫情对经济冲击影响超预期，造成权益市场风险偏好下降，长端利率走低；保险行业保费增长不及预期。

【家用电器】行业数据持续改善，新推荐跨境电商龙头安克创新——行业双周报-20200920

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 孟昕（联系人）证书编号：S0790120040004

核心组合：石头科技、安克创新、小熊电器、新宝股份、九阳股份、老板电器、格力电器、公牛集团、科沃斯；受益标的：美的集团、海尔智家

1、小家电&厨电组合：石头科技、小熊电器、新宝股份、九阳股份、老板电器、科沃斯。2、线下消费回暖组合：格力电器、公牛集团，受益标的：美的集团、海尔智家。3、跨境电商标的：安克创新。

2020 年 8 月社零总额当月同比首次转正，家电零售额当月同比+4.3%

2020 年 1-8 月社零总额累计同比-8.6%，降幅环比缩小 1.3pct。2020 年 8 月社零总额当月同比+0.5%，为 2020 年首次转正。2020 年 1-8 月家用电器和音像器材类零售额累计同比-9.0%，降幅环比缩小 1.8pct。其中，2020 年 8 月家电类零售额当月同比+4.3%，继 618 促销透支行业部分需求之后，需求释放逐渐恢复。

2020Week36、37 线上表现好于线下，厨电品类表现较为优秀。从奥维云网统计数据看，Week36、37（08/31-09/13）厨电品类表现较为优秀。从品类来看，厨电整体受益于地产数据持续回暖，表现较好。根据国家统计局数据，2020 年 8 月，商品房住宅销售面积当月同比+14.7%，环比提升 4.8pct，预计伴随下半年商品房住宅销售面积数据持续回暖，厨电内销有望迎来增长。白电中空调品类近两周销额同比仍呈现下降，而冰箱、洗衣机销量同比有所提升。

建议关注热度较高的扫地机器人、厨电小家电及跨境电商龙头企业

（1）看好扫地机器人龙头。根据奥维云网数据，Week36、37 扫地机器人行业销量分别同比+10.24%、11.55%，销额分别同比+30.35%、33.77%；其中线上表现较为亮眼，销量分别同比+13.63%、13.09%，销额分别同比+36.54%、37.10%。推荐标的：石头科技。凭借 LDS 产品带动自有品牌海外业务持续超预期。2020H1 境外收入约 5.6 亿（+210.64%），主要系亚马逊平台的增长。我们预计 2020H1 实际外销同比增长接近 40%。从 Google Trends 数据看，8 月至今公司在美国地区与 iRobot 的搜索热度差距正逐步缩小，预计随着疫情稳定，海外渠道持续拓展，2020H2 将保持快速增长。（2）看好厨房小家电龙头。根据奥维云网数据，Week36、37 电饭煲行业销量分别同比+16.09%、1.09%，其中线上销量分别同比+22.49%、4.38%；九阳品牌电饭煲销量同比+42.2%、9.7%，表现优于行业整体。推荐标的：九阳股份。（3）看好跨境电商龙头。公司通过先进信息系统全面赋能产品、品牌、渠道，并通过扩品类、扩渠道、扩市场带来全新增量。推荐标的：安克创新。

建议关注业绩持续改善的白电龙头及地产回暖下的厨电龙头

（1）看好业绩持续改善的白电龙头。2020H2 空调行业回暖可期，龙头企业有望充分受益，从一年维度来看，2021H1 有望受益于前期（2020H1）低基数，出现较为亮眼的业绩同比数据。推荐标的：格力电器，受益标的：美的集团、海尔智家。（2）看好厨电龙头。考虑前期房屋新开工面积及竣工面积剪刀差逐步修复，下半年竣工端回暖有望提速，厨电内销有望持续增长。老板电器：地产数据回暖，厨电需求确定性提升，公司扩产品、拓渠道、品牌年轻化，业绩有望进一步增长。

风险提示：疫情缓和不及预期，全球经济衰退，行业竞争格局恶化等。

【石油化工】原油价格大幅反弹，长丝需求有望回暖——行业周报-20200920

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

原油价格大幅反弹，长丝需求有望回暖

截止上周（2020.09.14-2020.09.20）五（9 月 18 日），Brent 油价为 43.04 美元/桶，较上上周（2020.9.7-2020.9.12）上涨 3.12 美元/桶。主要受到两方面因素支撑，一个是以沙特为首的主要产油国通过各种方式力保油价，另外一个就是全球原油库存出现明显的下降。上周（2020.09.14-2020.09.20）美国原油库存为 4.96 亿桶，周环比减少 439 万桶，此前连续六周录得减少，上上周（2020.9.7-2020.9.12）短暂回升后再度减少；长丝方面，在传统“金九”时点，织造厂家逐渐恢复生产，市场上坯布工厂招工现象增多，织造厂家生产积极性提高，目前盛泽地区织机开工率已经上升至 70%附近，但下游织造厂库存仍处于 40 多天高位，预计随“金九银十”需求开启，高库存的矛盾将进一步解决，长丝盈利有望出现改善；受益标的：1）民营大炼化：桐昆股份、荣盛石化、恒逸石化；2）轻烃裂解龙头：卫星石化；3）油服龙头：中海油服；4）煤制烯烃龙头：宝丰能源；5）民营加油站：和顺石油；3）受益资产注入管网公司：中国石油、中国石化、中油工程、新奥股份、深圳燃气。

原油库存降幅超预期，需求端仍有压力

原油产量&钻井数增加：根据 EIA 最新数据，9 月 11 日当周美国原油产量为 1090 万桶/天，周环比增加 90 万桶/天；根据 Baker Hughes 最新数据，9 月 11 日当周美国活跃钻井数 255 万桶/天，同比增加 1 万桶/天；原油库存降幅超预期：根据 EIA 最新数据，9 月 11 日当周美国商业原油库存为 4.96 亿桶，周环比减少 439 万桶，此前连续六周录得减少，上上周（2020.9.7-2020.9.12）短暂回升后再度减少，上周（2020.09.14-2020.09.20）预期增加 145 万桶，去库降幅大超预期；汽油库存为 2.32 亿桶，周环比减少 38 万桶。炼厂开工率回升&油品消费承压：根据 EIA 最新数据，9 月 11 日当周美国炼厂原油加工能力为 1862 万桶/天，与上上周（2020.9.7-2020.9.12）持平；炼厂开工率为 76%，周环比增加 4%；美国油品消费总量为 1703 万桶/天，周环比减少 165 万桶/天；汽油消费 848 万桶/天，周环比增加 9 万桶/天。因驾驶季节结束，美国汽油需求复苏在 8 月放缓，需求增速甚至在 8 月最后一周转为负值，IEA 与 OPEC 均对疫情复苏持保守态度，下调全年原油需求，表明需求端压力仍存。上周（2020.09.14-2020.09.20）OPEC+会议未对当前减产协议进行修改，但表示将严格把关减产执行率，后续仍需关注产油国的减产履行情况。

长丝下游织造回暖，长丝盈利有望出现改善

下游织造复苏：上周（2020.09.14-2020.09.20）长丝企业平均开工率为 83.39%，环比下调 0.5%；在传统“金九”时点，织造厂家开始逐渐提高产能，此前放假、轮休的厂家也开始慢慢恢复正常生产，市场招工现象开始增多，织造厂家生产积极性提高，目前盛泽地区织机开工率已经上升至 70%附近，但下游织造厂库存仍处于 40 多天高位，预计随“金九银十”需求开启，高库存的矛盾将进一步解决，长丝盈利有望出现改善；价差方面：上周（2020.09.14-2020.09.20）PX 下游 PTA 开工变动有限，装置检修大多推迟至 10 月，短时 PX 市场供需两旺，但 PX 高库存加之原油持续上涨动力不足，PX 价格上行受阻，上周（2020.09.14-2020.09.20）PX-石脑油价差上涨 1.95%；上周（2020.09.14-2020.09.20）PTA 市场低位震荡，PX 成本端偏弱支撑，加工费尚可，装置检修继续向后推迟，PTA 库存难释放，PTA-PX 价差缩窄 3.43%；上周（2020.09.14-2020.09.20）原料乙二醇和 PTA 弱势整理，涤纶长丝市场优惠出货为主，现金流亏损严重，行业报价普遍维持低位，周涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差缩窄 0.72%。

风险提示：原油价格剧烈波动、地缘政治加剧、疫情反复导致需求萎靡风险。

【食品饮料】茅台龙头地位稳固，重庆啤酒开启新征程——行业周报-20200920

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038 | 逄晓娟（联系人）证书编号：S0790120040011

核心观点：客观看待茅台集团发债，重庆啤酒交易方案超预期

上周（2020.09.14-2020.09.20）食品饮料板块跑输市场，主因贵州茅台公告同意集团财务公司开展固定收益类有价证券投资业务。茅台集团在上交所申请发行不超过 150 元债券，用于缓解贵州高速较高债务问题，引发市场担忧，从而拉动白酒板块下跌。我们认为需要客观看待茅台集团发行公司债，茅台集团层面涉及多项业务，发债仅是集团业务的延伸，且有利于资金使用效率提升，并不影响上市公司利润。中秋节前茅台酒批价已突破 2800 元，经销渠道库存较低，同时自营渠道已多管齐下加大备货力度，为节日旺销做好准备。考虑到渠道结构以及产品结构变化，贵州茅台短期业绩确定性较强；考虑到出厂价格具有提升空间以及产能释放，贵州茅台龙头地位将进一步加强。

重庆啤酒公告重组方案，拟注入资产的估值水平约 11 倍 PE，嘉士伯现金支付数额低于市场预期。且巴黎银行、渣打银行可提供贷款，上市公司现金压力更低。交易完成后重庆啤酒将完善产品矩阵，形成以本地品牌（重庆啤酒、山城啤酒）为核心，区域品牌为补充（乌苏、风花雪月等），高端品牌（嘉士伯、1664 等）为推手，实现全产品结构覆盖，增强竞争实力。资产注入完成后，2019 年公司备考业绩收入规模翻倍，利润增厚 38%。展望未来啤酒产品结构升级趋势明显，重庆啤酒以“国际品牌+本地品牌”的双重优势，大概率实现在行业升级中率先受益。

推荐组合：贵州茅台、五粮液、中炬高新与海天味业

（1）贵州茅台回款节奏按计划进行，批价持续走高。直销体系中多个渠道可能增量，叠加其他直销出口逐渐理顺，直销渠道占比将进一步提升，业绩大概率加速增长。（2）五粮液持续推进营销改革，加大渠道管控，销量提

升源于空白市场覆盖以及团购渠道开拓，预计全年大概率完成双位数增长。（3）中炬高新淡季增速略有回落，公司已积极调整费用投放节奏，确保全年目标达成。目前公司仍按即定战略有序推进，渠道细化、产品开发等工作仍在进行，估计全年可顺利达成目标。（4）海天味业动销良性发展，餐饮复苏，商超渠道加大投入，二季度业绩略超预期。目前开启新一轮招商以拓展品类，目前进度良好，持续成长的确定性进一步加强。

板块行情回顾：食品饮料跑输大盘

9 月 14 日-9 月 18 日，食品饮料指数跌幅为 0.9%，一级子行业排名第 26，跑输沪深 300 约 3.3 pct，子行业中啤酒（6.3%）、其他酒类（5.5%）、软饮料（5.4%）涨幅较大。个股方面，重庆啤酒、养元饮品、燕京啤酒等涨幅领先；煌上煌、ST 威龙、上海梅林等跌幅居前。

重点新闻：9 月 18 日起暂停接受泸州老窖头曲系列产品订单

9 月 18 日起暂停接受泸州老窖头曲系列产品订单，11 月 1 日恢复接受（来源于酒说）。

风险提示：宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

【商业贸易】阿里旗下犀牛智造亮相，C2M 模式构建电商可持续发展生态——商贸零售行业周报-20200920

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 符超然（联系人）证书编号：S0790120080062 | 李旭东（联系人）证书编号：S0790120010014

阿里旗下犀牛智造 9 月 16 日正式亮相，C2M 模式构建电商可持续发展生态

9 月 16 日，阿里巴巴沉淀三年的新制造平台犀牛智造于浙江杭州亮相，标志着阿里巴巴在 C2M 模式上又进一步。犀牛智造工厂以数据驱动，将消费与生产环节紧密相连，帮助中小商家解决生产供应链的一系列痛点。目前，犀牛平台已经与淘宝天猫系统打通，会首先运用于服装行业。此外，京东、拼多多、苏宁等电商平台也都先后推出 C2M 战略。根据艾瑞咨询数据，随着中产阶级崛起，消费进入“去品牌化”发展阶段，预计 2022 年中国 C2M 市场潜在容量超过一万亿元，但从电商平台的工厂扶持计划数据来看，截至 2018 年 C2M 交易规模约为 175 亿元，渗透率仅为 4.1%，增长空间广阔。长期来看，C2M 模式构建了可持续发展的生态体系，实现了消费者、制造商、平台方的三方共赢：1）对消费者，需求直接对接工厂，缩减流通加价环节，获得高质低价的商品；2）对制造商，通过平台数据赋能，从根本上改变了生产方式（从先产后销到先销后产），按需生产方式提高了灵活性，降低了库存压力；3）对 C2M 电商平台，利用下游流量和数据优势，为上游生产制造环节赋能，提高了工厂生产效率，并以此扶持平台上品牌商的发展，有利于构建良好的生态体系，实现长期可持续发展。

行业关键词：跨境电商、社零数据、犀牛智造、高奢美妆、批发零售

【跨境电商】阿里旗下跨境电商平台全球速卖通将在“双 11”提升直播权重。

【社零数据】8 月社零总额 33571 亿元，同比+0.5%，增速首次转正。

【犀牛智造】阿里巴巴新制造平台犀牛智造于浙江杭州正式亮相。

【高奢美妆】《2020 高端奢华美妆品牌消费趋势报告》发布。

【批发零售】阿里内贸批发平台 1688 与淘宝特价版全面打通。

板块行情回顾

上周（2020.09.14-2020.09.20）零售板块（商业贸易指数）报收 3817.51 点，上涨 1.20%，跑输上证综指（上周上涨 2.38%）1.18 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 23 位。各细分板块中，上周（2020.09.14-2020.09.20）多业态零售、专业市场、珠宝首饰涨幅靠前，2020 年年初至今百货板块表现最好。个股方面，上周（2020.09.14-2020.09.20）百联股份（+15.2%）、上海物贸（+12.3%）、友好集团（+11.0%）等涨幅靠前。

投资建议：关注黄金珠宝和跨境电商板块，重点推荐吉宏股份

投资主线一：超市板块（重点推荐永辉超市、家家悦）；

投资主线二：消费复苏进行时，关注持续保持高景气的化妆品板块和终端需求改善明显的黄金珠宝板块（重点推荐周大生）；

投资主线三：政策和需求共振驱动的跨境电商板块，重点推荐吉宏股份（三季报预告延续高增长，拟股权转让激励核心骨干）。

风险提示：宏观经济风险，疫情扩散影响加剧，中小企业经营压力增大。

【化工】关注氘代化合物在光电、医药领域的应用——新材料行业周报-20200920

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003

上周（2020.09.14-2020.09.20）行情回顾

截至上周（2020.09.14-2020.09.20）五（09 月 18 日），上证综指收于 3338.09 点，较上上周（2020.9.7-2020.9.12）五（09 月 11 日）的 3260.35 点上涨 2.38%；创业板指报 2596.08 点，较上上周（2020.9.7-2020.9.12）五上涨 2.34%。新材料指数报 3339.19 点，较上上周（2020.9.7-2020.9.12）五上涨 5.54%，跑赢创业板指 3.2%；半导体材料指数报 1787.36 点，较上上周（2020.9.7-2020.9.12）五上涨 6.5%，跑赢创业板指 4.15%；液晶显示指数报 10698.88 点，较上上周（2020.9.7-2020.9.12）五上涨 4.14%，跑赢创业板指 1.8%；OLED 指数报 2942.7 点，较上上周（2020.9.7-2020.9.12）五上涨 4.45%，跑赢创业板指 2.11%；尾气治理指数报 2128.37 点，较上上周（2020.9.7-2020.9.12）五上涨 2.7%，跑赢创业板指 0.35%。

上周（2020.09.14-2020.09.20）新材料板块的 100 只个股中，有 85 只周度上涨（占比 85%），有 13 只周度下跌（占比 13%）。7 日涨幅前五名的个股分别是：广信材料、石大胜华、多氟多、容大感光、扬帆新材；7 日跌幅前五名的个股分别是：齐翔腾达、乐凯新材、南京聚隆、德联集团、国瓷材料。

开源化工新材料周观察：关注氘代化合物在光电、医药领域的应用

氘为氢在自然界中的一种稳定形态的非放射性同位素，由于具有比氢更大的原子质量使得 C-D 键比 C-H 键更加稳定（6-9 倍），广泛应用于生物医药、核磁共振检测、光电显示中。将药物分子中的氢用氘取代后，可能封闭代谢位点、减少有毒代谢物的生成。自 2000 年以来，氘代策略便被广泛应用于药物的研究中，成为突破化合物专利和规避新药研发风险最简单和最直接的方式之一。OLED 蓝光材料由于其衰减速度快的特性成为影响 OLED 显示效果、使用寿命的关键材料。在 OLED 基体材料中，不稳定的杂环碳氢键的氢/氘交换可以延长器件的寿命，用 C-D 键替换主结构中不稳定的 C-H 键可以在不损失效率的情况下增加设备寿命 5 倍。因此，氘代材料不仅可以改善 OLED 器件的发光效率、可柔性显示，还具备提高亮度、半衰期长等特性。

重要公司公告及行业资讯

【雅克科技】公司拟通过定增募集资金总额不超过 12 亿元，用于集成电路封装专用材料、电子特气、光刻胶等半导体材料项目建设，项目总投资 15.62 亿元。

【显示材料】夏禾科技拟投资 10.5 亿元于江苏省泰兴经济开发区新建新型 OLED 材料产业化量产项目，项目计划 2021 年量产，有望突破 UDC 磷光材料垄断。

【显示材料】维信诺广州两条 OLED 模组试验线计划全部采用国产配套。

【显示材料】JSR 将退出部分 LCD 材料市场，关闭台湾地区工厂、缩减韩国工厂产能，供应产品包括彩色光阻、感光性间隙粒子、保护膜、绝缘膜。

受益标的

我们看好 OLED 材料、军工材料近三年的高确定性成长，看好 2020 年尾气催化材料、医药 CDMO 进入爆发元年，看好半导体材料的国家战略高度。受益标的：瑞联新材、濮阳惠成、万润股份、昊华科技、彤程新材等。

风险提示：技术突破不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动等。

【化工】疫情及汛情扰动消退，经济向好助力化工景气复苏——化工行业周报-20200920

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

上周（2020.09.14-2020.09.20）行业观点：面对疫情和汛情双重压力，8 月份国民经济持续稳定恢复，化学原料和制品制造业增加值同比增长 6.9%

疫情及汛情扰动逐渐消退，“金九银十”旺季到来，需求复苏带动上游工业生产加快恢复。据国家统计局数据，8 月份规模以上工业增加值年内累计增速由负转正，社会消费品零售总额增速年内首次转正，出口的年内累计增速首次实现正增长：1）8 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.6%，环比增长 1.02%，这是连续第五个月实现增长，且增幅为 2019 年 12 月份以来最高，大幅超预期。2）8 月份，社会消费品零售总额 33571 亿元，同比增长 0.5%（预期增长 0%，前值下降 1.1%），为 2020 年以来首次正增长；3）另外据国家统计局数据显示，2020 年 8 月以来化工品 PPI 和 PMI 呈现持续上行，市场持续向好，带动化工品价格继续回升。受国际原油价格变动影响，近期石油相关行业价格涨势有所趋缓，其中，石油和天然气开采业价格上涨 3.6%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 1.2%，涨幅分别回落 8.4 和 2.2 个百分点。面对疫情和汛情双重压力，8 月份国民经济仍实现持续稳定恢复。目前，随着降雨范围减小、强度减弱，长江、汉江水势平稳，中小河流汛情缓慢消退；大部分受灾地区汛情缓解，逐步进入灾后恢复重建。整体来看，8 月份，工业生产持续向好，市场需求继续恢复。进入“金九银十”，原油、铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格延续上涨势头，带动国内工业品价格继续回升。化工进入复苏周期，在新基建项目启动等内需拉动、多项政策扶持的背景下，我们看好 2020 年下半年化工行业总体形势将好于上半年。

目前，我国生产增长、综合需求持续好转、产品库存开始增加，化工行业库存周期已有初步从“被动去库存”转向“主动加库存”的迹象；世界贸易的至暗时刻（2020 年 Q2）也已过，全球主要经济体的 PMI 新出口订单读数均呈积极趋势。在当前时点上，我们继续坚定看好至暗时刻过去，化工行业需求、业绩将迎来整体性复苏，继续坚定看好化工子行业龙头。同时，我们建议继续关注纯碱、粘胶短纤、草甘膦和 MDI 等涨价品种。

受益标的：【化工龙头】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、新和成等；【弹性标的】金石资源、华峰氨纶、鲁西化工、海利得、三友化工、新凤鸣、利民股份等。

上周（2020.09.14-2020.09.20）行业要闻：

【石化行业】恒逸石化拟投资建设文莱炼化二期项目，投资金额预计为 136.54 亿美元；齐翔腾达拟分拆石油、化工催化剂业务谋扩能；【煤化工行业】兖矿鲁南化工拟将醋酸产能从 60 万吨/年扩至 100 万吨/年，该项目计划建设期 20 个月；【氟化工行业】生态环境部召开 2020 年中国国际保护臭氧层日纪念大会，我国将继续逐步淘汰 HFC、HCFC 等氢氟碳化物。受益标的：恒逸石化、金石资源、三美股份、巨化股份。

风险提示：油价大幅下跌；环保督察不及预期；下游需求疲软；经济下行。

【农林牧渔】行业存栏有望加速恢复，建议加大配置动物保健板块——行业周报-20200919

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 陈昕晖（联系人）证书编号：S0790120090006

上周（2020.09.14-2020.09.20）观点：行业存栏有望加速恢复，建议加大配置动物保健板块

能繁母猪存栏稳步恢复，养殖积极性不断增强。根据农业农村部监测，2020 年 8 月份全国生猪存栏环比增长 4.7%，连续 7 个月增长，同比增长 31.3%；能繁母猪存栏环比增长 3.5%，连续 11 个月增长，同比增长 37.0%，体

现出行业产能稳步恢复。通过两年多来的非洲猪瘟防控实践，广大养猪场生物安全意识空前提高，逐步摸索出一整套行之有效的防控经验，生猪养殖信心不断增强，越来越多的养猪场从当初的恐慌、观望开始复养、增养，据农业农村部对全国规模猪场全覆盖监测，8 月份有 2030 个新建规模猪场投产，今年以来新建规模猪场投产累计已达 11123 个，去年空栏的规模猪场也有 11844 个复养。全国年出栏 500 头以上规模猪场数量由年初的 16.1 万家增长到 17.1 万家，8 月份新生仔猪 2600 万头，环比增长 6.7%，比今年 1 月份的最低点增长 59.5%。

猪料产量同样持续增长。另据饲料工业协会数据，2020 年 8 月猪饲料产量 749 万吨，环比增长 6.9%，同比增长 46.3%，连续 3 个月同比增长。其中，母猪饲料产量环比增长 6.0%，同比大幅增长 93.4%，连续 7 个月同比增长。猪饲料产量同比大幅增加，主要原因是 2019 年同期产量基数较低，当前生猪生产持续恢复，存栏中能繁母猪占比较高，饲料原料价格走高推动养殖者更多使用商品料。

看好动物保健板块投资机会。展望未来，我们预计行业生猪存栏有望加速恢复，动保企业未来三年业绩增速确定，同时经过近期回调相关具备研发工艺壁垒的平台型企业估值已十分具备吸引力，建议加大对动物保健板块的配置，重点推荐普莱柯、生物股份。

上周重点新闻（09.14-09.19）：2020 年 8 月全国饲料总产量 2296 万吨，环比增长 4.8%

【2020 年 8 月全国饲料总产量 2296 万吨，环比增长 4.8%】

【中国叫停美国第二家禽肉加工厂，行业超 4 万员工确诊】

上周市场表现（09.14-09.18）：农业跑输大盘 4.03 个百分点

上周（2020.09.14-2020.09.20）上证 A 指上涨 2.38%，农业指数下跌 1.65%，跑输大盘 4.03 个百分点。子板块看，上周（2020.09.14-2020.09.20）宠物食品板块涨幅较大，上涨 4.98%，畜养殖板块跌幅较大，下跌 3.96%。

上周价格跟踪（09.14-09.18）：黄羽鸡、鲈鱼、对虾、玉米、豆粕、白糖价格上涨

生猪养殖：根据 Wind 数据，自繁自养头均利润 2382.82 元，环比下跌 113.37 元；外购仔猪头均利润 840.60 元，环比下跌 140.72 元。白羽肉鸡：据 Wind 数据，上周（2020.09.14-2020.09.20）鸡苗均价 1.20 元/羽，环比下跌 20.00%；毛鸡均价 6.60 元/公斤，环比下跌 4.76%；毛鸡养殖利润-1.96 元/羽，环比下跌 0.65 元/羽。

风险提示：宏观经济下行，农产品价格大幅下跌；非洲猪瘟疫情恶化，上市企业出栏量不及预期；新冠疫情加重，消费需求复苏慢于预期。

【通信】华为底线思维搏反击，5G 任重道远总向前——行业点评报告-20200919

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

9.15 华为断供生效，“底线思维+狼性文化”双向推进，风雨过后是彩虹

9.15 美国断供华为芯片正式生效，台积电等厂商不再为华为制造、生产芯片，高端芯片方面华为公司全部出路锁死。其实，美国的制裁已不仅限于华为一家公司，也包括和华为、中国国家政策相关的领域。当前，美国对华为的制裁已脱离原先根据某些规则找到理由制裁，而转换为直接制裁，限令趋严已成必然趋势，但美国对华为的打击目的不是将华为“打死”，而是限制其成长性，巩固美国自身在国际上科技、经济等领域的核心地位。虽以一国打一企，美国对华为打压效果仍然有限，2020 年 H1 华为净利润达 417.86 亿美元，华为将秉持“狼性文化”加强公司韧性，拓展 5G 应用场景，延续“底线思维”保证公司持续健康经营。

通信侧储备充分，短期内影响较小，长期或影响运营商客户信心

从通信侧看，华为短期受打击程度较小，对中兴等厂家未必存在利好，但长期受非技术性因素影响。主要系目前通信侧芯片储备充足，且芯片性能已能满足市场需求，其次 5G 技术发展可能带来模式改变使核心器件地位存在不确定性，且国内通信设备较成熟，暂不会因去美国化产生新市场空间。但长期来看，美国持续性打压可能影响华

为客户的信心和态度，对相关订单、业绩产生不利影响。

终端侧高端芯片断供，华为 2C 市场竞争优势缩窄，转向物联网场景

从终端侧看影响较大，华为高端芯片断供，竞争优势缩窄。华为手机高端芯片发展可能性较小，海思因初期产业链预判影响，专注手机芯片某些环节突破，不具备掌控整个产业链的能力。虽中低端芯片供应暂无影响，但中低端手机市场溢价、盈利能力有限，与小米、Oppo 等竞争对手间的性能优势缩小。华为已布局手表、可穿戴设备等对芯片性能要求较低的产品，以扩大公司业务覆盖领域、稳定盈利和溢价能力。同时，开展“南泥湾计划”等公司级策略，美国影响程度较小的产业、产品为资源投放重点方向。

5G 静待爆款应用，何妨吟啸且徐行，核心资产仍是投资重点

从公司层面看，美国大选后无论是特朗普，还是拜登上台，对华为所处整个产业形态不会产生颠覆性变化。当前 5G 发展延缓表面是受疫情影响，实际是市场对 5G 应用的质疑，若 2 年内出现 5G 爆款产品，或将重燃市场信心，推荐标的包括中兴通讯（000063）、光环新网（300383）、新易盛（300502）、光迅科技（002281）、移远通信（603236）、剑桥科技（603083）、中际旭创（300308）、广和通（300638）、仕佳光子（688313）、佳讯飞鸿（300213）、会畅通讯（300578）。受益标的：浪潮信息（000977）、科华恒盛（002335）、海能达（002583）、梦网集团（002123）、中光防雷（300414）。

风险提示：5G 建设进度不及预期；美国限令趋严，全球贸易摩擦加剧的风险。

【煤炭开采】陕煤发布保底高分红政策，淡季涨价看好“金九银十”行情——行业周报-20200919

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

陕煤发布保底高分红政策，淡季涨价看好“金九银十”行情

上周（2020.09.14-2020.09.20）动力煤价进一步上探，秦港动力煤现货平仓价上涨至 588 元/吨，处于黄色价格区间内，港口行情得到延续，但涨幅较上上周（2020.9.7-2020.9.12）环比有所收窄。港口的结构性“供紧需旺”是本轮煤价上行的主要因素：产地供给发运受限致北方港口库存持续低位，同时大秦线秋季检修提前，下游电厂加快补库节奏。交易情绪因素或占主导，考虑到已逼近红区政策调节预期增强，同时高价或致使下游补库节奏放缓，短期内港口煤价上探空间有限。从基本面来看，需求方面，上周（2020.09.14-2020.09.20）电厂日耗在工业用电负荷支撑下韧性犹存，“金九银十”下工业非电用煤需求旺盛；供给方面，内蒙煤管票限产因素持续影响下，产地供给仍然偏紧，加之进口煤限制未有明显放宽，紧供给格局仍在持续。后期判断，需求端，短期催化因素主要为钢铁建材、化工、水泥等非电用煤需求回升、北方冬储煤补库周期开启，中长期在各项经济政策刺激下，基建投资力度加大、地产韧性犹存推动的内需增长，煤炭需求增长仍有空间；供给方面，内蒙限产持续，主产地煤矿生产或将保持稳定，进口煤通关限制或将持续，供给短期处于偏紧状态。长期来看，“十三五”末至“十四五”期间供改将持续深化，各地去产能力度加大，产能集中度提升，优质产能释放，供给格局将趋于合理稳定。总体来看，在供需稳定趋势下，煤价波动性将进一步减弱，或持续稳定在合理区间。宏观方面，8 月份全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，增速环比提升，8 月累计值增速实现有负转正，体现出国民经济持续稳定恢复态势。在业绩趋于稳健基础上，煤企纷纷加大股东回馈力度，上周（2020.09.14-2020.09.20）陕西煤业发布保底高分红政策，以 40%分红率或 40 亿元作为未来三年分红保底标准，凸显投资价值。下半年煤价中枢的上移进一步增强了煤企盈利环比改善的确定性，结合行业整体在悲观行情下展现出的降本经营韧性，持续看好煤企业绩改善及估值修复预期。高分红及高股息率受益标的：中国神华、陕西煤业、平煤股份、盘江股份；高弹性受益标的：兖州煤业、神火股份、淮北矿业；国企改革受益标的：潞安环能、西山煤电、山煤国际；国家能源战略现代煤化工受益标的：宝丰能源。

煤电产业链：上周（2020.09.14-2020.09.20）港口煤价延续涨势，港口呈现结构性“供紧需旺”

上周（2020 年 9 月 14 日-9 月 18 日）港口动力煤价进一步上涨至 588 元/吨，主因产地供给发运受限致北方港口库存持续低位，同时大秦线秋季检修提前，下游电厂加快补库节奏。基本面来看，入秋后用电需求由居民用电向工业用电转换，“金九银十”催化下游工业企业耗煤需求增长，同时北方冬储煤补库预期增强，各方面因素致淡季

煤炭需求韧性十足；供给端持续偏紧，内蒙煤管票限产因素犹在，进口煤限制仍然较严；电厂库存相对低位，补库预期增强。

煤焦钢产业链：上周（2020.09.14-2020.09.20）双焦皆稳，山西焦企大检查进一步收紧供给

焦炭方面，“金九银十”来临钢厂开工率高位稳定运行，持续去库存致使钢厂焦炭库存已至低位，补库需求增强；供给端，上周（2020.09.14-2020.09.20）山西开展焦企安全大检查，限产或将引起短期焦炭产能进一步收紧，长期看全国去产能力度持续加大，焦价将获得强力支撑。焦煤方面，焦价提涨致焦企对焦煤压价意愿减弱，同时焦钢企开工率高位稳定，开始阶段性补库，另外产地供给偏紧亦对焦煤价格形成支撑。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险

【房地产】基本面温和向好，销售、投资、资金端持续靓眼——行业点评报告-20200918

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（联系人）证书编号：S0790120060038

单月销售额增速创 2017 年 7 月新高，需求景气度持续回升

国家统计局发布 2020 年 8 月商品房投资和销售数据，2020 年 8 月，商品房销售面积单月同比增长 13.7%（7 月 9.5%）；累计增速-3.3%，降幅较前值收窄 2.5 个百分点，自 2 月以来持续好转；8 月，商品房销售额单月同比增长 27.1%，单月增速创 2017 年 7 月以来新高；累计增速+1.6%，年内增速转负为正。量价齐升推动行业销售持续靓眼。从区域看，各区域销售回暖趋势一致，东部、中部、西部、东北区域单月住宅销售面积增速分别为 22%、9%、7%、12%，较前值均有明显回升。我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，目前行业温和向好，对基本面形成支撑。维持行业看好评级，我们认为四季度地产将取得超额收益。

开竣工单月增速收敛，竣工短期波动不改全年向好走势

2020 年 8 月，房屋新开工面积单月同比增长 2.4%，较前值下降 8.9 个百分点；累计增速-3.6%，较前值提升 0.9 个百分点；需求端景气度回升推动房企新开工意愿仍然维持可观水平，叠加融资新政影响，我们对开工维持“短多长空”判断。8 月，房屋竣工面积同比减少 9.8%，较前值提升 4.2 个百分点；累计增速-10.8%，较前值提升 0.1 个百分点。高竣工是前两年高开工的必然推演，维持全年高竣工判断，且待四季度数据验证。

施工持续回升，土地市场热度高位，地产投资增速靓眼

2020 年 8 月，房地产开发投资额同比增长 11.8%，较前值继续提升 0.1 个百分点；累计增速 4.6%，较前值提升 1.2 个百分点；投资增速靓眼受益于：（1）施工端增速高位维稳，8 月施工面积单月增速 13.2%，较前值下降 3.4 个百分点；累计增速 3.3%，呈现持续向上态势；（2）土地投资仍是地产投资复苏的主要支撑力，但边际效应有所减弱，8 月购置土地面积、土地成交价款累计增速分别为-2.4%、11.2%，较前值分别下降 1.3 个百分点、1.0 个百分点。

回款可观，房企到位资金表现靓眼

2020 年 8 月，房地产开发企业到位资金同比增长 18.3%，较前值提升 1.8 个百分点；累计增速+3.0%，较前值提升 2.1 个百分点。分结构看，国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款当月增速分别为-3.0%、5.5%、36.6%、22.5%，除国内贷款外，其他渠道到位资金均保持正增长，其中定金及预收款、个人按揭贷款数据最为靓眼，房企在销售景气度上行阶段更依赖自身销售回款。

风险提示：行业销售波动；货币政策大幅收紧。

【农林牧渔】国内种业大而不强，转基因时代有望异军突起——行业深度报告-20200918

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

国内用种面积大，种业市场价值超千亿元

国内种子产业起步较晚，2011 年后国内种业才形成以市场为导向的商业化育种新格局，开启了现代种业阶段。市场规模方面，依托国内种植面积较大的优势，

国内种子市值占全球 1/3。分品种看，制种面积下降导致玉米种子产量下降，供需格局偏紧，同时品种审定数量增长，行业竞争激烈，未来在产量和抗性上具备多重优势的复合品种有望脱颖而出。水稻种子方面，杂交水稻种子供给端略宽松，去库存持续，未来优质稻种子需求增加。

全球种业格局依托大型农化集团，国内种子企业跻身一线

过去 20 年期间全球种业经历 3 次变革，随着种业巨头的合并重组，2019 年拜耳农化业务的营业收入超过 100 亿美元，科迪华营业收入超 70 亿美元，远高于其他竞争对手企业，双寡头格局逐步形成。国内企业中国化工收购先正达后排名全球第四，隆平高科跻身一线企业。盈利能力方面，一线企业中拜耳通过收取转基因授权费，利润率明显高于同行，多数一线企业利润率在 5-15%之间。

国外转基因商业化趋于成熟，未来关注发展中国家逐步开放

全球转基因产业链经历近 20 年的发展，种植面积不断扩大，近年来主要推广国家种植面积接近饱和，增速放缓。ISAAA 数据显示，2018 年全球转基因种植面积为 1.92 亿公顷，市场规模达 172 亿美元。转基因作物以大田作物为主，大豆种植面积占比约 50%。全球主要种植转基因作物的国家有美国、巴西、阿根廷、印度及加拿大，五大国家种植面积占比超过 90%。发展中国家的转基因作物种植面积发展较不均衡，90%集中在巴西及阿根廷两国。大部分发展中国家农业仍较弱势，农产品依赖进口，未来转基因作物推广应重点关注发展中国家。

国内转基因商业化已具备基础，推广趋势日益明朗

国内转基因种植始于棉铃虫爆发，目前种植的转基因作物有棉花和番木瓜。2020 年 9 月草地贪夜蛾首次进入东北地区，虫害发生对玉米造成较大威胁，同时 2020 年生猪补栏需求增加，玉米供需偏紧。转基因作物凭借优异的生产、抗虫及耐药性能，可有效提升农作物种植效率，缓解供给缺口。2019 年及 2020 年陆续批准玉米转基因种子及大豆转基因种子（进口）生物安全证书，可以用作原料加工，初步显示国内转基因技术体系已建立。未来若 90%玉米为转基因玉米（工业玉米+饲用玉米占比），市场空间将达 388 亿人民币。具备技术储备的种子企业充分受益于主粮转基因品种商业化推进，相关标的大北农、隆平高科。

风险提示：自然灾害风险，政策风险、转基因推进不及预期。

【计算机】阿里“犀牛工厂”正式亮相，工业互联网大风已起——行业点评报告-20200918

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001

事件概述：

2020 年 9 月 16 日，阿里巴巴旗下的“犀牛工厂”正式亮相，其意图对传统服装供应链进行柔性化改造，利用数字化的链路与集群化的扩张，打造“新制造“工厂，帮助传统制造业厂商提升竞争力。

数字化的新智造工厂，专门服务中小企业

“犀牛工厂”利用数字化、可视化的管理模式和物联网+AI 的技术，实现对服装生产线的柔性化改造，服务中小企业，降低供应链难度。“犀牛工厂”的智造在于将“人、货、场”的供应链环节进行拆分 1)对于工人排期采用数字化、可视化监管;2)对货物采购类似中央厨房似的柔性供给；3)对工厂内的货物流转，采用 AI+物联网技术，实现自动流转与悬挂。通过上述对工厂的改造，解决中小企业生产难题，实现按需定制、小量起订、快速出货，完善 C2M 全流程。

技术助力传统制造业，国产化产品迎来替代更换机遇期

数字化转型生产领域既受政府重视与政策支持，又符合行业发展规律。同时，国产智能制造系统和工业产品已

发展近 20 年，国际环境波动为我国自主产品提供市场机遇。1)行业端：数字经济从消费往生产领域扩张，实现对实体经济的变革，符合发改委的观点，即“以智能制造为主攻方向，加快工业互联网创新发展，加快制造业生产方式和企业形态根本性变革”。各地政府对智能制造也相当重视，例如重庆提出力在 2022 年就智能制造关联产业产值突破 400 亿元；广东要求培育一批年主营业务收入超 100 亿元、1000 亿元的工业企业等。我们认为后续各地政府对智能制造的政策扶持有望加大。2)产品端：当前我国自主研发的 DCS、MES、PLC 等系统虽已被部分大型企业采购，但行业主流市场还是被外资产品所占据。从国际环境、国内产品技术的提升和自研产品天然具备的优质服务力看，国产产品有望在工业 3.0 与 4.0 的衔接期中承担起替换、升级的作用，我们看好与智能制造相关的国产工业系统与工业软件的发展前景。

投资建议

我们认为国内智能制造市场将受到政策、行业发展和企业自身需求的多因素驱动，行业有望迎来快速发展期。其中涉及的企业数字化转型则需要国产工业软件的支持和工业解决方案的提供，因而推荐鼎捷软件、用友网络，受益标的中控技术、中望软件、赛意信息、能科股份等。

风险提示：国内智能制造行业发展进度不及预期、市场竞争加剧

【电子：捷捷微电(300623.SZ)】新品产能扩张，受益国产替代——公司首次覆盖报告-20200920

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 盛晓君（联系人）证书编号：S0790120080051

国产晶闸管龙头，业绩快速成长

公司深耕功率半导体行业 25 年，是国产晶闸管第一大供应商。公司立足功率半导体，在晶闸管基础上不断拓展产品品类，获得快速成长。2015-2019 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别高达 29.3%和 23.81%。公司现有业务板块包括晶闸管、防护器件、模块与组件、MOSFET、IGBT 芯片等。公司有望随着功率半导体的国产化替代加深实现持续快速成长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 2.46/3.10/3.85 亿元，对应 EPS 为 0.50/0.64/0.79 元，当前股价对应 PE 为 65.7/52.1/41.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

IDM 模式保障长期发展，盈利能力突出

公司运营采用 IDM 模式，业务范围涵盖芯片设计、晶圆制造及封装测试等全业务环节。IDM 模式一定程度上保障了芯片产能供应，对制造过程的品质监控及检测有更深刻把控。此外，功率半导体领域创新变化相对较小，投入建设晶圆厂长期效益较好，有利于后进者追赶国际巨头。晶圆厂昂贵的资金投入亦形成一定壁垒。公司产品售价端和成本端优势共同打造出色的盈利能力，毛利率和净利率水平行业居前。公司毛利率水平常年处于 45%以上，净利率水平处于 28%以上，均处于行业领先水平，大幅高于可比公司。

功率半导体国产替代空间巨大，公司通过定增扩产能，内生增长动力足

国外大型半导体公司在我国半导体市场上长期处于优势地位，据 IHS 数据，2019 年中国的功率半导体市场达到 144.8 亿美元，主要市场份额为英飞凌、安森美、德州仪器等海外企业占据。MOSFET 和 IGBT 作为功率半导体分立器件的最主要品种，国产替代空间巨大。2019 年 MOSFET 占公司整体营收的 15%，公司通过定增项目加码 MOSFET、IGBT、新型片式元件、光电混合集成电路封测等产能建设，为业绩增长打下基础。

风险提示：定增募资项目建设和投产不及预期；行业竞争加剧，毛利率下降；疫情后宏观经济复苏不及预期，下游需求疲软。

【家用电器：安克创新(300866.SZ)】国内跨境出海龙头企业，弘扬中国智造之美——公司首次覆盖报告-20200920

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

国内跨境出海龙头企业，首次覆盖给予“买入”评级

安克创新是国内出海品牌龙头企业，我们持续看好安克创新未来扩品类、扩渠道、扩市场带来的全新增量，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 8.37/10.19/12.57 亿元，对应 EPS 为 2.06/2.51/3.09 元，当前股价对应 PE 为 71/58/47 倍。考虑公司是国内出海品牌龙头企业，且成体系的打法具备一定可复制性，保证公司扩品类的成功概率，给予公司一定的估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

跨境电商行业发展至平稳增长期，品牌型出海企业具备更强竞争优势

根据 Kantar 预计，2021 年中国跨境电商零售出口规模约 2880 亿美元，当前出口跨境电商发展已进入平稳发展期。品牌型跨境出海企业在提升溢价率、复购率的基础上逐步形成可持续性经营，相较于贸易型、平台型企业具备较强的竞争优势。

先进信息系统全面赋能产品、品牌、渠道三驾马车

1）产品端：充分接纳消费者反馈进行改良创新，基于用户细分需求持续打造新品，并实现流量产品、利润产品全面布局。2）渠道端：通过精细化运营推动线上发展，因地制宜的拓张线下渠道，并逐步实现本土化运营。3）品牌端：通过精准投放、运营，在 Google、Facebook 等公域流量平台逐步提升品牌知名度，随后逐步沉淀自有私域流量。在成体系的品牌营销方法支撑下，公司的品牌影响力持续深入。4）系统端：公司从创立初期便开始打造自有系统模块，目前已建立全产业链的数智化能力，对产品、品牌、渠道进行全面赋能。

扩品类、扩渠道、扩市场带来全新增量

1）扩品类：选取目前行业规模较小的品类进行切入，通过方法流程化、能力平台化、组织开放化保证公司持续在多个品类获得成功，未来仍将在智能家居、智能充电等领域进行深耕。2）扩渠道：巩固线上渠道领先优势，扩张亚马逊以外渠道，持续布局线下销售渠道，逐步实现本土化。3）扩市场：巩固、强化发达地区市场优势的同时，重点拓展东南亚、拉丁美洲市场。

风险提示：贸易政策变化，行业竞争加剧

【通信：中光防雷(300414.SZ)】夯实自主可控再起航，开拓业绩增长新空间——公司首次覆盖报告-20200920

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

雷电防护龙头，营收高增长可期，首次覆盖给予“增持”评级

公司是防雷产品和防雷工程一体化整体解决方案服务商，由通信向其他行业辐射，2020H1 通信行业营收占比达 62.8%，受益于 5G 基站放量带来的防雷系列产品需求提升，主要客户为华为、中兴通讯、爱立信等通信设备制造商龙头，关键器件自主可控实力强劲，估值与业绩有望双升。我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 0.63/0.90/1.35 亿元，同比增长为 26.0%/42.7%/50.9%，EPS 为 0.19/0.28/0.42 元，当前股价对应 PE 分别为 76.2/53.4/35.4 倍，考虑公司龙头地位及技术优势明显，给予一定估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

原材料及技术自主可控，产品定制化及全产业链布局，市占率有望进一步提升

公司 SPD 系列产品原材料主要以国产为主，自主可控。公司防雷模块根据客户定制需求研发，2020H1 实现多款产品批量生产交付。5G AC 防雷模块中兼容 4G 及 5G 的防雷模块完成全球销售认证，军队电源防雷箱实现小规模供货阶段，为风电、光伏发电、充电桩等新能源设备商提供全面技术支持和配套定制化服务。公司拥有防雷产品研发、检测及生产，防雷工程研究、设计及施工的全面的技术能力及产业链条，拥有直击雷防护、雷电感应防护、接地及雷电监测系统全系列产品及技术，随着行业龙头效应逐渐凸显，公司核心产品市占率有望进一步提升。

“通信+高铁+新能源+航天国防”+新产品多点开花，业绩高增长可期

公司主要聚焦于国内市场，以定制化 SPD 产品为主，“通信+高铁+新能源+航天国防”四轮驱动。公司 SPD 产

品作为基站不可或缺的器件同基站部署节奏深度绑定，在 4G 向 5G 升级，基站放量时期具备较充足的增长空间；铁路和轨道防雷业务随着铁路投资需求增长将保持快速增长；新能源领域装机容量将延续高增长，将带动防雷产品需求增加；国防领域信息化提升，信息技术产品催生了对雷电和强电磁脉冲防护的刚性需求。同时公司不断开拓新的技术领域并取得突破，龙头地位显著，公司有望抓住机遇优先受益，未来业绩高增长可期。

风险提示：5G 基站建设数量不及预期风险、海外市场复工复产节奏降低风险。

【计算机：奇安信(688561.SH)】进击的创新网安龙头——公司首次覆盖报告-20200918

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

高速发展的创新型网络安全领军，首次覆盖给予“买入”评级

公司是国内创新型网络安全领先厂商，2017-2019 年公司营业收入复合增长率接近 96%，发展势头迅猛。未来随着公司逐渐步入高质量发展阶段，盈利能力有望提升。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为-3.28、0.06、4.85 亿元，EPS 为-0.48、0.01、0.71 元/股，当前股价对应 PS 为 17、12、9 倍，公司 PE 高于行业可比公司平均水平，PS 与行业可比公司平均水平基本持平，考虑公司为网络安全领军厂商，正处于业务高速扩张期，首次覆盖给予“买入”评级。

高举高打，高投入铸就强实力

公司保持远高于行业平均水平的投入力度，打造了强大的产品、服务竞争力及完善的营销体系。技术研发上，公司重点建设四大研发平台，打造了面向网安新形势的体系化、协同联动的产品体系。营销体系上，公司实行“网格化”管理，将营销体系进一步下沉，持续向二三线城市及企业级市场发展，实现商业全覆盖。

激进式进攻，意欲引领网安新赛道

新技术、新理念已经成为网络安全市场的重要驱动力，特别是云安全、威胁情报等新兴安全产品和服务逐步落地，自适应安全、情境化智能安全等新安全理念接连出现，为行业发展不断注入创新活力。公司在态势感知、零信任、云安全、代码安全、SD-WAN 等新兴领域及“新赛道”重点布局，并已走在市场前列，为公司长期发展提供充足的动力。

紧抓行业需求，打造精尖安全服务体系

《2017 年上半年互联网安全报告》统计显示 2020 年我国网络安全人才总需求量将达 140 万人，人才缺口巨大。公司切中行业需求，在绵阳设立了人才培养基地&安全运营服务总部，并建设了覆盖全国的应急响应服务体系，目前技术支持、安全服务人员已超过 2500 人，精尖的安全服务体系也将成为公司未来发展的重要武器。

风险提示：商誉减值风险；持续亏损风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn