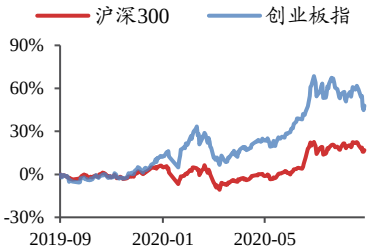
2020 年 09 月 14 日

开源晨会 0914

——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(%)
电气设备	4.52
电子	3.06
传媒	2.01
医药生物	1.97
食品饮料	1.78

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-0.79
钢铁	-0.39
房地产	-0.36
采掘	-0.17
国防军工	-0.03

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】顺周期：不只是防守——投资策略周报-20200913

【宏观】外资行为，与市场逻辑——宏观经济专题-20200913

【宏观】美国疫情，至暗时刻或已过——宏观经济专题-20200913

【宏观】信贷平稳，结构改善延续——宏观经济点评-20200912

【中小盘专题】加强与创投机构深度融合，切实提升新三板流动性——中小盘新三板周报-20200913

【固定收益】基本面的盲点：利率债的风险可能正在增加——固收定期策略-20200913

【中小盘专题】次新股说：本批稳健医疗、爱美客等值得重点跟踪（2020 批次 34、35）——中小盘 IPO 专题-20200913

【中小盘专题】市场回调，但新政以来定增胜率依旧超 95%——中小盘增发并购双周报-20200913

【固定收益】信用债净融资额小幅增加，收益率涨跌互现——固收信用周度复盘-20200913

行业公司

【电气设备】长期预期提升，景气度加速向上——行业周报-20200913

【商业贸易】低调的单页电商，在下沉市场和海外市场遍地开花——商贸零售行业周报-20200913

【化工】经济继续复苏，继续关注纯碱、草甘膦等涨价品种——化工行业周报-20200913

【石油化工】原油价格阶段性调整，涤纶长丝需求缓慢复苏——行业周报-20200913

【农林牧渔】重点推荐动物保健、种植板块——行业周报-20200913

【食品饮料】旺销可期，积极布局——行业周报-20200913

【化工】关注可溶型聚四氟乙烯的发展潜力，新增覆盖昊华科技——新材料行业周报-20200913

【煤炭石化】淡季不淡煤价上涨，“金九银十”煤炭股犹显韧性——行业周报-20200912

【农林牧渔】8 月白羽鸡供需偏松，黄羽鸡替代性需求恢复——行业点评报告-20200912

【电子：中京电子(002579.SZ)】核心客户配套效应显著，公司驶入增长快车道——公司首次覆盖报告-20200912

研报摘要

总量研究

【策略】顺周期：不只是防守——投资策略周报-20200913

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044 | 王况炜（联系人）证书编号：S0790120040033

继续宽信用，依然顺周期

在我们前期风格切换系列报告中曾指出 M2-社融同比增速的回落指示资金脱虚入实，估值驱动行情临近尾声。现实来看，7 月 M2 出现年内第一次向下拐点，正好对应风格切换的开启；8 月份 M2 继续回落，社融与 M2 的增速差已经回升到 2.9%，“紧货币+宽信用”的组合未改变，风格切换已经全面展开。结构来看，中长期贷款这一对市场走势更有指示意义的指标在 8 月仍在持续改善。金融数据中 M1-M2 的剪刀差回升，而高频的价格指标数据 SHIBOR-DR007 的差值也在指示信贷需求的持续性，我们可以认为：货币继续边际收紧，资金脱虚入实，但真实的信贷需求仍在不断改善，这指示了顺周期基本面改善的持续性，

美国实际利率预期见底，北上资金“兑现浮盈”仍会存在扰动

美股自 9 月 3 日以来出现连续回落，美元指数则大幅反弹；9 月 7 日 A 股出现大幅度调整，尤其是被“北上”资金重仓的板块大幅流出，中美核心资产发生共振。我们在《流动性的变局与破局》中指出，尽管美联储未出现明显缩表，但伴随疫情控制和经济复苏，海外投资者对于全球流动性的过度宽松预期需要修正，预期实际利率开始见底回升，考虑到传统北上资金偏好的“核心资产”的买入行为与美国实际利率负相关，在前期积累了大量浮盈后当下调整可能尚未结束。

公募基金负债端将成为下一阶段的“不安定因素”

前期市场强势板块的抱团和上涨，我们可以理解为一个正循环：“板块上涨——吸引更多基金申购——基金买入股票——板块上涨”，而现在这个循环正被市场的调整打破，甚至可能逆向化：“板块下跌——促使基金赎回——基金卖出股票——板块下跌”。值得关注的是，我们测算出对于公募基金的大部分重仓股，北上资金定价能力较强，后续的卖出可能会导致相对收益上的部分产品出现分化，这一定程度上会成为逆向化的触发因素。我们测算的截至 8 月末股票型基金指数和混合型基金指数的 3 个月滚动收益率分别为 27.41%和 21.88%，达到了历史经验上更容易赎回的区间。有利的信息是，从我们跟踪的高频数据上来看，个人投资者兑现浮盈行为尚未出现，但重仓股出现分化是后续的大概率事件。

风格切换已经向纵深发展，结构调整仍然是主要任务

8 月以来，风格切换已经在市场调整中得到确认，低估值+顺周期的防御价值已经毋庸置疑。金融数据公布前后，商品、债券市场已经对于“宽信用”与经济复苏进行了确认。当下的结构问题也是市场方向的问题：不利全在估值与交易结构，有利全在盈利。逐步转入进攻思维成为下一阶段核心任务，顺周期品种仍然攻守兼备，内部会有属性差异：第一，建议继续在紧货币和宽信用环境下采用 PB-ROE 策略，选股注意合理估值下的近期盈利弹性，防守重低 PB，进攻重高 ROE；第二，行业选择上进攻讲求盈利弹性，匹配估值合理（如建材、工程机械、保险），防守讲求估值较低匹配以可观的盈利能力（银行、房地产、建筑、煤炭）。

风险提示：货币政策超预期收紧，经济复苏不及预期

【宏观】外资行为，与市场逻辑——宏观经济专题-20200913

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

年初以来，外资大幅增持国内债券，缘于较高的中美利差和稳中有升的汇率

年初以来，外资持续增持国内债券，5 月开始增持规模明显扩大。前 8 个月，外资大幅增持国内债券、规模达 6111 亿元，以国债和政策性银行债为主、规模均接近 3000 亿元；除 1 月和 3 月小幅净减持外，其余 6 个月外资均明显净增持；尤其是 5 月至 8 月，外资增持力度明显加大、月均增持债券规模超过 1200 亿元。

外资大幅流入，主要缘于较高的中美利差和稳中有升的汇率。经验显示，汇率预期稳定、中美利差较高时，外资趋于流入；汇率大幅贬值或中美利差较低时，外资容易流出。2020 年 2 月下旬开始，中美 10 年国债收益率之差持续走阔，9 月初接近 250BP、创历史新高，吸引外资流入增多；6 月以来，汇率的持续升值进一步提高国内债券吸引力。此外，国内债券纳入国际指数也带来一定资金流入。

较高的中美利差有利于外资流入，中美利差中短期可能收窄、但中枢依然较高

中美利差直观上是中美债市表现的结果，本质上由中美两国货币环境和经济形势的差异程度决定，前者决定中美利差中枢、后者影响波动。中美两国债券收益率之差中枢，与中美货币政策利率之差走势基本一致；同时，中美利差也受经济形势影响，2011 年之后，中美经济和物价的差异趋稳，中美利差波动也明显降低。

较高的中美利差有利于外资流入。随着美国逐步复工，中美利差中短期可能收窄、但中枢或依然较高。中美经济所处发展阶段不同，潜在经济增速和利率水平不同，使得中美利差中枢近年来保持较高水平。全球疫情“错位”下，中美货币政策节奏和力度，及经济修复节奏的不同，推动中美利差创新高。随着美国逐步复工，疫情对美国经济的干扰趋于减弱，或带动中美利差有所收窄、但中枢或依然较高。

外资改变市场逻辑？非银机构“负债荒”，仍将阶段性对机构行为产生压制

尽管外资持仓占比上升，国内债券持仓仍以银行和非银为主，主要受国内基本面和流动性影响。外资持有国债占全部国债存量比重，从 2014 年底的 2.6%抬升至 2020 年 8 月的 9.2%，前 8 个月增量占比更高、达 14%，但仍远低于银行存量占比的 65%和增量占比的 60%。外资主要持有利率债，对信用债的影响更为有限。

随着年底临近，流动性分层下“负债荒”凸显、同业收缩压力加大，或导致流动性环境阶段性易紧难松，仍对机构行为产生压制。超储率过低下，政府债券供给、结构性存款压降等，进一步加大银行资金压力。负债承压下，银行资金融出减少、甚至赎回，导致非银负债稳定性下降。非银机构“负债荒”的出现，使得债券市场阶段性“超调”的风险上升。但中长期来看，债券的配置价值已经在逐渐显现。

风险提示：汇率大幅波动，监管升级。

【宏观】美国疫情，至暗时刻或已过——宏观经济专题-20200913

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

7 月中旬以来，随着疫情二次集中爆发地区新增确诊病例大幅下降，美国疫情形势持续改善。自 7 月中旬起，美国新增确诊病例由 7 万例/天以上逐步下降至 4 万例/天以下。州层面，佛罗里达州等美国疫情二次集中爆发地区，新增确诊病例大幅下降；同时，纽约州等疫情首次集中爆发地区，新增确诊病例持续位居低位。

美国整体疫情形势改善背后，是首次疫情爆发地区持续谨慎复工，以及二次疫情爆发地区大幅提升防控力度。纽约州等疫情首次爆发地区，在严格遵守复工指引、分阶段谨慎复工下，持续良好地控制了疫情形势。佛罗里达州等疫情二次爆发地区，疫情扩散后一方面不再激进复工，同时大幅提高防控力度、抑制疫情蔓延。

截至目前，美国主要人口大州均已爆发过严重疫情，部分人口小州因人口密度小等，疫情形势一直可控。加州、德州、佛罗里达州、纽约州等主要人口大州，均已经历疫情大幅蔓延。截至目前，美国人口排名前 15 的州，确诊病例合计占比高达 71%。相比人口大州，美国部分人口小州因人口密度小，疫情形势一直可控。

大选日益临近之际，为避免疫情再次爆发、拖累本党竞选人选情，美国两党或在各自州内保持疫情防控力度，

谨慎复工。特朗普支持率在 7 月前出现大幅下滑，与多数共和党州、尤其是摇摆州疫情二次爆发紧密相关。随着距离大选投票已不足 60 天，为避免疫情反弹拖累选情，美国两党在各自州内或保持疫情防控力度。

虽然极端情况下，美国疫情存在再次爆发可能；但人口大州具备“抗疫”经验，及对老年人的严格保护、年轻人较低的死亡率等，或使疫情的冲击相对可控。一方面，美国人口大州已普遍具备“抗疫”的成功经验，应对能力显著提升。同时，对比疫情两次集中爆发中的死亡人数来看，随着各州对老年人采取了更严格的保护措施，以及年轻人的死亡率显著低于老年人，疫情对美国的冲击已相对可控。

丰富、充足的医疗资源，以及疫苗的研发进展顺利，使美国面临的疫情风险趋进一步下降。7 月底以来，随着新增病例大降，以及治愈病例不断增多，美国释放了大量的医疗资源，各州 ICU 病房占用率纷纷降至 60%的安全线以下。与此同时，包括美国、中国在内的多国疫苗研发，已进入到上市前最后的Ⅲ期试验阶段。美国 CDC 的预测显示，美产疫苗最快可能在 2020 年年底或 2021 年年初上市。

随着疫情影响相对可控，美国各类线下经济活动或将加快修复，推动整体经济景气加速改善。美国疫情二次爆发后，餐饮、租赁、旅游、酒店等各类线下经济活动的修复进程明显放缓。受此影响，美国服务消费修复速度，持续慢于商品消费及投资，拖累私人消费整体及经济的修复节奏放缓。展望未来，疫情影响相对可控下，美国服务消费的修复或将加快，并推动私人消费及总体经济景气加速改善。

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】信贷平稳，结构改善延续——宏观经济点评-20200912

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

信贷平稳增长、结构改善延续，企业中长贷和居民贷款继续抬升、票据收缩

新增贷款略高于市场预期和 2019 年同期，年内总量腾挪空间或有限。8 月，新增贷款 1.28 万亿元、略高于市场平均预期的 1.25 万亿元，同比多增 694 亿元；贷款余额增速 13%，与上月持平。按照全年 20 万亿元信贷额度推算，9-12 月剩余信贷额度或在 6 万亿元左右；若额度没有大调整，年内总量腾挪空间或有限。

信贷结构改善延续，企业中长贷和居民贷款继续抬升、票据融资大幅收缩。分项来看，新增企业中长贷 7252 亿元、同比多增 2967 亿元，连续 6 个月高于 2019 年同期；新增企业短贷 47 亿元、好于 2019 年同期，票据融资净减少 1676 亿元、2019 年同期净增 2426 亿元，或与打击资金空转、额度约束等有关；新增居民中长期和短期贷款同比多增 800-1000 亿元左右，与商品房销售、消费修复等有关。

政府债券等带动下，社融远超预期、存量增速抬升，未来 1-2 月或继续抬升

新增社融远超市场预期，政府债券、信贷等为主要贡献项。8 月，新增社融 3.58 万亿元，高于市场平均预期的约 2.7 万亿元，同比多增 1.39 万亿元；社融存量增速 13.3%，较上月提高 0.4 个百分点。所有分项均高于 2019 年同期，其中，政府债券同比多增 8741 亿元、占新增社融同比增幅的比重达 63%，人民币贷款、表外票据和股票融资分别较 2019 年同期多增 1155 亿元、1284 亿元和 1026 亿元。

考虑到政府债券发行等因素，未来 1-2 个月社融存量增速或继续抬升。9-12 月剩余地方债和国债额度约 2.8 万亿元，地方债要求 10 月底前基本发行完毕，将对社融形成一定支持；同时，项目新开工和施工进程加快等，或仍将带动企业中长贷等继续增长。此外，资管新规过度期延长，也一定程度缓解年内非标收缩压力。

M2 或受政府发债和非银存款等拖累，广义财政支出加快将带动信用修复延续

M2 增速继续回落，或受政府发债和非银存款等拖累。8 月，M1 增速 8%，较上月回升 1.1 个百分点；M2 增速 10.4%、低于市场预期 10.8%，较上月回落 0.3 个百分点。存款分项来看，财政存款同比多增 5244 亿元，或与政府发债较大有关；非银存款净减少 2612 亿元、2019 年同期增加 7298 亿元，或与股市表现低迷、非银资金承压等有

关；居民和企业存款同比分别多增 1259 亿元和 1699 亿元。

重申观点：信用修复仍将延续。年初以来社融增速变化，显著受政府债券发行节奏等影响；从债券发行到资金运用存在时滞，导致社融或更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。随着年内广义财政支出加快，财政存款投放，及基建投资等对需求的拉动，或加快信用派生行为，年内 M2 增速或将重回上升通道。

风险提示：经济表现和政策调控超过预期。

【中小盘专题】加强与创投机构深度融合，切实提升新三板流动性——中小盘新三板周报-20200913

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002 | 李泽（联系人）证书编号：S0790120070082

上周（2020.9.7-9.11）要闻：加强与创投机构深度融合，切实提升新三板流动性

9 月 6 日，全国股转公司总经理徐明在 2020 年中国国际金融年度论坛上表示，未来将加快推进转板上市业务规则实施进程，积极推动建立区域性股权市场挂牌公司到新三板的转板机制，构建“转板通、信披通、监管通、账户通、技术通”模式，研究支持特殊股权结构企业和红筹企业在新三板发行股票或存托凭证。9 月 10 日，总经理徐明在 2020 年全球创投峰会上着重强调了新三板对于创投机构与科研企业二者的互惠互利所起到的重大作用。未来新三板的发展方向一是大力提升挂牌公司质量，持续优化市场生态；二是切实提升新三板市场流动性，稳定市场预期；三是进一步加强市场服务，提升市场参与者的积极性。

市场动态：指数下跌，跑赢同期主板，成交额有所下降

（1）截至 9 月 11 日，股转系统共有挂牌公司 8415 家，做市交易 574 家，集合竞价交易 7809 家，待挂牌公司 52 家，申报中公司 29 家。

（2）上周（2020.9.7-9.11）三板做市、三板成指下跌，二者均跑赢同期主板市场。本期上证综指下跌 2.83%，三板做市指数下跌 1.51%，收于 1061.30 点；三板成指下跌 0.95%，收于 1010.59 点。从板块主题来看，三板龙头主题上周（2020.9.7-9.11）涨幅领跑新三板，上涨 0.49%。三板研发上周（2020.9.7-9.11）跌幅最大，达到-2.72%。

（3）上周（2020.9.7-9.11）成交总额为 22.59 亿元，较上上周（2020.8.31-9.4）29.39 亿元有所下降。分定价方式来看：上周（2020.9.7-9.11）集合竞价交易成交额 9.39 亿元，较上上周（2020.8.31-9.4）12.72 亿元环比下降 26.2%；做市交易成交额 6.35 亿元，较上上周（2020.8.31-9.4）8.67 亿的成交额环比下降 26.8%。分不同层级来看：上周（2020.9.7-9.11）精选层成交额 6.85 亿元，较上上周（2020.8.31-9.4）8.00 亿元环比下降 14.38%；创新层成交额 10.42 亿元，较上上周（2020.8.31-9.4）16.33 亿元环比下降 36.2%；基础层成交额 5.31 亿元，较上上周（2020.8.31-9.4）5.06 亿环比上升 5.0%。

（4）做市变动：上周（2020.9.7-9.11）1 家公司新增做市商，10 家做市转竞价。

融资跟踪：新增预案数量及实施预案数量均有所增加

截至 9 月 11 日，上周（2020.9.7-9.11）新增 13 家新三板公司发布定增预案，预计募集资金 4.40 亿元，环比上上周（2020.8.31-9.4）的 1.59 亿元有所上升；上周（2020.9.7-9.11）有 13 家公司公告完成增发，较上期 5 家有所上升，合计募集资金 4.50 亿元，环比上升 525.0%。上周（2020.9.7-9.11）景弘盛、华泰机械、城兴股份、升禾环保 4 家公司发布 IPO 辅导备案公告，5 家公司过会。

精选层信息：上周（2020.9.7-9.11）新增 3 家公司申请精选层

截至 9 月 11 日，已有 257 家公司发布公告拟申请进入精选层，其中已有 5 家公司完成辅导验收、141 家处于精选层辅导阶段、34 家公司仍处于股东大会决议或董事会决议阶段，77 家公开发行申报材料已被股转公司受理（其中 32 家公司已在精选层挂牌交易）。上周（2020.9.7-9.11）新增 3 家公司已进入精选层辅导阶段，分别为景弘盛（主

营电气部件与设备）、城兴股份（主要提供调查和咨询服务）、升禾环保（主要提供综合支持服务）。

风险提示：新三板政策变化等。

【固定收益】基本面的盲点：利率债的风险可能正在增加——固收定期策略-20200913

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

信用周期的拐点没有那么快，银行的低超储还没有对融资环境形成充分影响：

1）M2 的确已经进入了下降周期，但这仅仅是信用周期拐点的先兆而已；

2）非银部门投放的信用还存在较大空间，社融预计还会受此影响而继续走高。

即使信用周期和基本面周期回到衰退期，利率债的趋势也未必会立即扭转：

1）基本面只是解释行情的一方面，我们单纯通过经济基本面对债券市场的拐点的预判经常偏早；

2）风险偏好周期会滞后于信用及基本面周期，要等风险偏好周期式微之后，收益率才存在趋势性回落的环境；

3）当前的风险偏好甚至都没有非常充分地启动，譬如 PPI 还没有进入上行周期；

4）这个时点我们应对利率债更加警惕，历史上收益率的急升都发生在 M2 开始回落之后。

正是因看不见的风险偏好周期所制，我们仅仅基于基本面也很难谈论货币政策及收益率是否过调的问题。充其量来说，当前 M2 的下滑最多会带来一些利率债的波段机会，但波段即使出现，是否值得参与尚难定论：

1）利率债当前已经错过了反弹的最佳窗口，经济预期习惯性偏弱的月份为 3-5 月及 7-8 月，历史上利率债所发生的显著反弹也多发生在以上月份；

2）当前我们已经逐步进入对利率债反弹并不有利的季节之中，即使反弹出现，其幅度及可持续性存在一些不确定性。

利率债的风险收益比总体偏低，顺势避险是一个相对安全的策略，交易账户建议回到防御状态（短久期、低杠杆），等待基本面及货币政策出现稳定且鲜明的转机后再考虑波段机会。

风险提示：货币政策不及预期，经济增长不及预期。

【中小盘专题】次新股说：本批稳健医疗、爱美客等值得重点跟踪（2020 批次 34、35）——中小盘 IPO 专题-20200913

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002 | 丁旺（联系人）证书编号：S0790120040007

本批核发新股 14 家，科创板和创业板注册 14 家，稳健医疗等值得重点跟踪

证监会本批核发新股 14 家（上批 13 家），科创板和创业板注册 14 家（上批 15 家），核发速度有所加快但注册速度减慢。主板和中小板：丽人丽妆、若羽臣、厦门银行、共创草坪、长华股份、中天火箭、开普检测、直真科技、德利股份、奥锐特、福然德、壶化股份、竞业达、天元集团。科创板：芯海科技、天臣医疗、世华新材、上纬新材、泛亚微透、科前生物、路德环境、蓝特光学。创业板：稳健医疗、爱美客、广联航空、铜牛信息、松原股份、品渥食品。

其中稳健医疗、爱美客等新股值得重点跟踪：

稳健医疗是国内医用辅料领域的龙头企业，高端湿性敷料技术领先，有望实现国产替代。同时，公司凭借其在

棉制品方面的研发技术优势成功切入日用消费品市场。稳健医疗子公司“全棉时代”品牌知名度高，其中棉柔巾品类市占率超 65%，同时积极布局一次性卫生用品和婴童服饰市场。随着消费者健康生活意识的提高以及消费升级的推进，更环保且不易致敏的纯棉柔巾渗透率有望持续提高。

爱美客主营医美用透明质酸钠，在本土品牌中市占率第一。随着颜值经济的崛起，我国医疗美容行业呈现快速发展趋势并带动相关耗材需求持续扩大。2018 年，医药级透明质酸在医美市场消费规模达到 37 亿元，5 年复合增速为 32.3%。爱美客有望充分受益于行业本身的高成长以及国产医美品牌崛起的大趋势。

本期科创板和创业板上会 25 家，主板和中小板上会 12 家，过会率分别为 96%和 100%

本期科创板和创业板上会 25 家，较上期 27 家有所减少，过会率为 96%（精英数智被否）。主板和中小板上会 12 家，较上期 14 家有所减少，过会率为 100%。剔除金融股后，本期科创板与创业板平均募资约 7.65 亿元，高于上期的 6.90 亿元，本期主板和中小板公司平均募资约 5.07 亿元，低于上期的 7.62 亿元。受创业板资金分流等影响，本期科创板上市首日平均涨幅为 79.3%，低于上期的 176.0%。本期创业板上市首日平均涨幅为 422.0%，高于上期的 211.4%。主板和中小板本期开板新股 10 只，开板平均涨幅为 141.8%，高于上期的 118.7%。

开源中小盘次新股重点跟踪组合

三只松鼠（国内休闲零食电商龙头，发力线下渠道向全国化、全品类、全渠道的综合平台迈进）、良品铺子（国内唯一实现全渠道均衡融合发展的休闲零食龙头）、万泰生物（首个本土二价 HPV 疫苗，化学发光试剂高速放量）、斯达半导（国内 IGBT 模块领域领跑者）、新产业（化学发光龙头，有望充分受益体外诊断领域国产替代）、康华生物（人二倍体狂犬病疫苗优势明显，渗透率提升空间大）、青鸟消防（消防电子龙头，新技术、新市场、新产品三轮驱动快速成长）。

风险提示：宏观经济风险、新股发行制度变化。

【中小盘专题】市场回调，但新政以来定增胜率依旧超 95%——中小盘增发并购双周报-20200913

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002| 李泽（联系人）证书编号：S0790120070082

本期（2020.8.30-2020.9.11）重大定增并购案例

（1）保隆科技定增 9 亿元，加码车用传感器（MEMS 压力传感器、轮速传感器、光线及雨量传感器、视觉传感器、毫米波雷达等）；（2）九洲药业定增募资 10 亿元，全面提升 CDMO 服务能力；（3）国科微定增募资 11.4 亿元，提升主业 AI 智能视频芯片研发能力。

定增并购动态及市场表现

（1）本期增发预案公告 40 例，募集金额 422 亿元，数量与金额均有所下降；本期 A 股新增公告成功发行案例 18 例，共募资金 280 亿元，发行案例数量及金额均明显提升。本期公告现金参与竞价定增实施 11 例，平均折价率 17.7%，平均收益率 12.8%，平均折价率及平均收益率均有所上升。2020 年至今现金参与竞价定增 115 例，平均折价率为 15.6%，收益率为 28.8%。

（2）本期并购 422 例，并购涉及金额 923 亿元，数量有所下降，金额较上期显著提升。2020 年至今累计并购 6279 例，同比下降 16%，交易金额合计 12558 亿元，同比下降 13%。从并购标的行业分布看，本期计算机、传媒、电子等领域较活跃。本期并购重组市场情绪有所下降：（1）整体看，2019 年以来涉及发行股份购买资产的 251 家 A 股公司本期股价平均下跌 4.6%，同期上证指数下跌 4.2%， 沪深 300 下跌 4.5%，创业板下跌 8.0%。（2）本期涨幅最佳为中科信息，涨幅达到了 22.3%。中科信息拟收购瑞拓科技，完善公司在烟草领域的产业链布局。瑞拓科技主要致力于烟草物理检测仪器的研发、生产及销售，承诺 2020-2022 年扣非归母净利润分别不低于 2050 万元、2250 万元、2500 万元。

（3）近期市场大幅回调，但定增市场由于高折价的存在，依旧保持着非常好的收益率和胜率。新政以来，截止目前已经公告发行的竞价定增合计 94 例，平均的折价率为 16.10%，平均的收益率为 23.24%，相对沪深 300 的平均超额收益率为 18.80%。并且全部 94 个项目目前仅 4 个项目浮亏，整体定增投资的胜率高达 95.7%，浮亏幅度最高的项目为中孚信息，仅浮亏 8.18%。目前在市场大幅回调的背景下，二级市场建议关注目前价格和定增价相近的优质定增股。本期批文速度持续提升，且过会速度保持高位，项目供给端依旧十分充足。2020 年定增市场都将持续保持供大于求的格局，是定增的投资的“黄金年”。

股权激励、增持、回购情况

股权激励：本期有 16 家公司推出了限制性股票或股票期权激励。其中韦尔股份激励力度大的同时业绩要求高。增持：本期无公司获重要股东增持 5%以上。回购：本期共 7 家公司推出股份回购预案，回购预案上限金额合计 38.60 亿元，回购上限金额由高到低分别为京东方 A、恒逸石化、城建发展 广东甘化、深圳新星、华正新材、汇顶科技。

风险提示：再融资政策变动；并购政策变动。

【固定收益】信用债净融资额小幅增加，收益率涨跌互现——固收信用周度复盘-20200913

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002 | 梁岩涛（分析师）证书编号：S0790520070003

一级市场：净融资额小幅增加

1、上周（2020.09.07-2020.09.13）发行量增加，但仍处于低位，净融资额小幅增加。信用债发行量达到 1,878.07 亿元（环比增加 35.91%），净融资量达到 507.66 亿元（环比增加了 119.69 亿元）。

2、推迟或取消发行债券规模大幅减少。上周（2020.09.07-2020.09.13）有 7 只债券推迟或取消发行，计划发行金额为 50 亿元，规模上相较前一周 119.8 亿大幅减少。

二级市场：成交量基本持平，收益率涨跌互现

1、成交量基本持平。上周（2020.09.07-2020.09.13）信用债二级成交量 6,322.79 亿元，环比下降 0.94%。

2、信用债收益率涨跌互现，短久期、高评级债券上行明显。

3、产能过剩行业信用利差走扩，上游原材料价格涨跌互现。

评级调整： 2 家主体评级上调

上周（2020.09.07-2020.09.13）2 家主体级别上调，1 家主体下调评级展望。

债市要闻：银保监会明确保险资金投资债转股投资计划有关事项

1、9 月 7 日，住建部就《住房租赁条例(征求意见稿)》向社会公开征求意见，指出国家支持金融机构按照风险可控、商业可持续的原则创新针对住房租赁的金融产品和服务，支持发展房地产投资信托基金，支持住房租赁企业发行企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具等公司信用类债券及资产支持证券，专门用于发展住房租赁业务。

2、9 月 9 日，银保监会发布《关于保险资金投资债转股投资计划有关事项的通知》指出，保险资金投资的债转股投资计划，投向市场化债转股资产原则上不低于净资产 60%；债转股投资计划可以投资的其他资产包括合同约定的存款（包括大额存单）、标准化债权类资产等银保监会认可的资产；债转股投资计划进行份额分级的，应当为优先级份额。

风险提示：经济复苏低于预期，政策支持力度不及预期。

行业公司

【电气设备】长期预期提升，景气度加速向上——行业周报-20200913

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

周观点：产品力提升长期预期，短期景气度国内外共振向上

1）新能源汽车行业：国内 8 月销量超预期，行业产品力增强，To C 端消费数据持续改善；看好后续特斯拉、比亚迪、大众以及新兴造车势力的不断发力，国内外将迎来行业景气度共振向上。板块已经到了再次布局的时间窗口，后面仍是资本市场的主线，但这一波投资机会更要注重业绩和估值的匹配度；具体的投资方向，核心是特斯拉、宁德时代产业链，关注周期性环节、二线公司的弹性。2）光伏行业：通过近期十四五规划的探讨，行业中长期发展预期提升；短期看，行业装机季度增速加速向上的趋势能持续到 2021 年一季度，目前仍处于较好的投资窗口期；从龙头公司估值看，行业目前仍处于相对较好的位置。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、电池片、玻璃等环节的弹性机会，通威股份等受益。

8 月国内新能源车销量大超预期，A00 级车型表现亮眼

根据乘联会数据，8 月国内新能源乘用车批发销量突破 10 万辆，同比+43.7%，环比+23.9%（7 月销量 8.3 万辆，同比+30.4%），销量增长加速。其中 BEV 销量 8.25 万辆，同比+45%；PHEV 销量 1.75 万辆，同比+25%；HEV 销量 2.83 万辆，同比+24%。8 月批发销量前三分别为：上汽通用五菱 1.83 万辆（其中宏光 mini EV1.5 万台）、比亚迪 1.43 万辆（环比+2%）、国产特斯拉 1.18 万辆（环比+6.3%）。另外，蔚来销量达 3965 台，同比+104.1%，其中 ES8 交付 1125 台，同比+670.5%; ES6 交付 2840 台，同比+58%; 理想 ONE2711 台；威马销量 2057 台，同比+143%。我们预计 Q3 国内新能源乘用车批发销量有望达 29.3 万辆，同比+44.6%。下半年在重磅车型（国产 LFP 版 Model 3、Model Y、宏光 mini 等）密集推出的催化下，我们预计全年国内新能源乘用车销量有望达 100.1 万辆，下半年销量 67 万辆，同比+38%；预计全年欧洲新能源车销量有望达 103.6 万辆，下半年销量 71.1 万辆，同比+135.5%。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.宁德时代首次发行 15 亿美元境外债券；2. CATL 与长安签署战略合作协议。

新能源汽车公司层面：当升科技拟购买常州当升 31.25%股权。

光伏行业层面：华能集团与隆基股份签署全面战略合作框架协议。

光伏公司层面：1.隆基股份与通威太阳能签订长单合同；2.福斯特拟以 10.2 亿元投建年产 2.5 亿平方米光伏胶膜和年产 1.1 亿平方米光伏背板项目。

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。

【商业贸易】低调的单页电商，在下沉市场和海外市场遍地开花——商贸零售行业周报-20200913

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

低调的单页电商，在下沉市场和海外市场遍地开花

单页电商又称二类电商，通常指独立于淘宝、京东等传统电商平台（一类电商）之外、通过社媒/资讯等平台投放单页广告完成商品销售的模式。单页电商业务流程包括：选品并设计针对性的单页广告，在大众社媒/资讯平台上投放，用户点击广告完成购买，电商企业根据订单向供应商采购并配送、收款。与传统电商不同，单页电商一般采用货到付款方式结算，解决了在线支付的信任问题，因此对下沉市场及海外市场的互联网增量用户存在较强吸

引力。对单页电商企业而言，选品（精选产品打造爆款）、广告投放（突出卖点吸引消费者点击购买）和商品签收率（直接影响收入、现金流）构成企业经营的生命线。相较传统平台电商，毛利率高、经营灵活（调整快）、库存风险小构成单页电商的突出差异化优点，但也要面对广告平台政策变动、签收率降低影响现金流等风险。目前，国内单页电商主要通过抖音、微信等社媒平台和今日头条等资讯平台，主攻下沉市场的增量网络消费人群，代表性企业为巨量鲁班（头条系）；在海外，单页电商主要聚焦东南亚等新兴市场，借助高渗透率的社媒平台发展，吉客印（吉宏股份子公司）已成为东南亚单页电商龙头。长期来看，社交媒体的推广普及，国内下沉市场和海外新兴市场大量热衷“发现式购物”（而非搜索式购物）的互联网消费人群，将为单页电商提供广阔的发展空间，有望成为平台电商之外的新一道风景。

行业关键词：生鲜超市、CPI、免税、微信小程序、跨境闪购

【生鲜超市】生鲜传奇推出 60-70 平方米的小鲜店，首批十家。

【CPI】8 月份全国 CPI 同比上涨 2.4%，食品类 CPI 同比上涨 11.2%。

【免税】离岛免税新政实施以来购物额同比增长 222%。

【微信小程序】微信小程序日活超过 4 亿。

【跨境闪购】中石化加码非油业务，开设首座跨境闪购店。

板块行情回顾

上周（9 月 7 日-9 月 11 日）零售板块（商业贸易指数）报收 3772.33 点，下跌 3.89%，跑输上证综指（上周（2020.9.7-9.11）下跌 2.83%）1.06 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 15 位。各细分板块中，上周（2020.9.7-9.11）一般物业经营跌幅最小，2020 年年初至今百货板块表现最好。个股方面，上周（2020.9.7-9.11）银座股份（+8.5%）、汉商集团（+6.3%）、上海物贸（+5.7%）等涨幅靠前。

投资建议：关注跨境电商板块，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，关注化妆品、黄金珠宝板块（重点推荐周大生）和母婴零售板块（重点推荐爱婴室）；

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】经济继续复苏，继续关注纯碱、草甘膦等涨价品种——化工行业周报-20200913

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（2020.9.7-9.11）行业观点：宏观经济数据表现亮眼，经济复苏趋势继续，建议继续关注纯碱、草甘膦、粘胶短纤和 MDI/TDI 等涨价品种

新增社融远超市场预期。新增社融远超市场预期，政府债券、信贷等为主要贡献项。根据中国人民银行数据，2020 年 8 月，新增社融 3.58 万亿元，高于市场平均预期的约 2.7 万亿元，同比多增 1.39 万亿元。PMI 数据已连续 6 个月处在荣枯线之上。根据国家统计局数据，2020 年 8 月制造业采购经理指数（PMI）录得 51.0%，比 7 月略降 0.1%，但连续六个月保持在临界点以上。2020 年 8 月汽车销量创近两年最强正增长。根据乘联会数据，2020 年 8 月份我国狭义乘用车市场销量 170.3 万辆，环比增长 6.5%，同比增长了 8.9%，实现自 2018 年 5 月以来的最强正增长。当前宏观数据表现亮眼，叠加“金九银十”旺季到来，我们看好未来化工行业作为基础制造业继续复苏，建议

继续关注纯碱、粘胶短纤、草甘膦和 MDI/TDI 等涨价品种。

1）纯碱：上周（9 月 7 日-9 月 13 日）纯碱库存量大幅下降。根据百川盈孚，上周（2020.9.7-9.11）纯碱库存量为 60.57 万吨，较上上周（2020.8.31-9.4）的 78.05 万吨大幅下降 22.4%；2）草甘膦：根据百川盈孚，上周（2020.9.7-9.11）草甘膦价格报 24,000 元/吨，较上上周（2020.8.31-9.4）上涨 4.35%，较上月上涨 11.63%。库存方面，截至上周（2020.9.7-9.11）六，草甘膦库存仅为 3,800 吨，较上上周（2020.8.31-9.4）大幅减少 24%；3）粘胶短纤：中小厂商粘胶短纤价格推涨至 9,200 元/吨。根据百川盈孚数据，上周（2020.9.7-9.11）吉林化学粘胶短纤 1.5D*38mm 由 8,400 元/吨提高至 9,200 元/吨。上周（2020.9.7-9.11）粘胶短纤库存为 19.39 万吨，较上上周（2020.8.31-9.4）下降 8.66%。目前下游人棉纱需求好转，价格调涨，粘胶短纤库存持续下降，我们预计后续粘胶短纤有望继续上涨。4）MDI/TDI：根据百川盈孚，上周（2020.9.7-9.11）三家企业宣布检修计划，分别为东曹位于日本南阳的 20 万吨/年装置将于 9 月 10 日停车检修，为期 30-40 天，预计 10 月中下旬重启；上海联恒 35 万吨/年 MDI 装置计划于 10 月下旬。韩国锦湖产能为 41 万吨/年的 MDI 装置计划于 10 月 19 日-10 月 25 日的当周开始停车检修，预计持续时间为 4 周左右。我们预计短期 MDI/TDI 市场现货仍将偏紧，价格将延续涨势。

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（2020.9.7-9.11）行业要闻点评：

【石化行业】齐翔腾达拟投资 122 亿元建设钦州轻烃下游新材料基地项目；【石化行业】新凤鸣集团独山能源新材料一体化项目开工仪式顺利举行；【农药行业】先正达集团在瑞士穆顿兹投资设立世界级生产工厂，标志着该集团对作物保护业务的一项重大战略投资；【氟化工行业】投资 18 亿元的氟化工项目落户福建南平，福建富宝腾达化工有限公司拟新建 31 万吨/年含氟新材料项目；【农药行业】秋玉米草地贪夜蛾灾害发生或较重。

受益标的：齐翔腾达、新凤鸣、扬农化工、利民股份。

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。

【石油化工】原油价格阶段性调整，涤纶长丝需求缓慢复苏——行业周报-20200913

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

原油价格阶段性调整，涤纶长丝需求缓慢复苏

截止上周（2020.9.7-9.11）五（9 月 11 日），Brent 油价为 39.92 美元/桶，较上上周（2020.8.31-9.4）下跌 2.43 美元/桶。根据 Baker Hughes 最新数据，9 月 11 日当周，美国活跃钻机数为 254 台，周环比减少 2 台；上周（2020.9.7-9.11）涤纶长丝企业平均开工率为 83.89%，环比上涨 0.05%；下游江浙沪地区化纤织造综合开机率为 69.36%，环比上涨 0.94%。冬装类面料、家纺家居、工装面料订单均有增加，常规款冬季绒类面料及春亚纺、尼丝纺等走货相对畅销，但下游织造厂库存仍处于 40 多天高位，预计随“金九银十”传统旺季的到来，长丝行业盈利有望出现改善。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。

美国活跃钻机数再减&油品总库存再减，原油需求短暂承压

原油产量维稳&钻井数再减：根据美国 EIA 于 9 月 9 日公布的数据，9 月 4 日当周，美国原油产量为 1000 万桶/天，周环比增加 30 万桶/天；根据 Baker Hughes 最新数据，9 月 11 日当周，美国活跃钻井数 254 万桶/天，同比减少 2 万桶/天；油品总库存再减少：美国 EIA 于 9 月 9 日公布的数据，9 月 4 日当周，美国商业原油和油品总库存为 14.25 亿桶，周环比减少 342 万桶。其中，商业原油库存为 5 亿桶，周环比增加 203 万桶，此前连续六周录得减少；汽油库存为 2.32 亿桶，周环比减少 295 万桶；馏分油库存为 1.78 亿桶，周环比减少 168 万桶；炼厂开工率下降&原油需求短暂承压：美国 EIA 于 9 月 9 日公布的数据，9 月 4 日当周，美国炼厂原油加工能力为 1862 万桶/

天，周环比减少 2 万桶/天；炼厂开工率为 72%，周环比减少 4.9%；美国油品消费总量为 1868 万桶/天，周环比增加 170 万桶/天；汽油消费 839 万桶/天，周环比减少 40 万桶/天。墨西哥湾的炼油厂在风暴导致停产后复工速度缓慢，另外，美国即将进入季节炼厂检修期将影响原油需求的预期，炼厂库存和闲置产能高企，炼油利润率偏低令原油需求短暂承压。

长丝需求缓慢改善，行业盈利有望出现改善

需求缓慢改善：上周（2020.9.7-9.11）开工率环比上上周（2020.8.31-9.4）小幅改善，涤纶长丝企业平均开工率为 83.89%，环比上涨 0.05%；下游江浙沪地区化纤织造综合开机率为 69.36%，环比上涨 0.94%，冬装类面料、家纺家居、工装面料订单均有增加，常规款冬季绒类面料及春亚纺、尼丝纺等走货相对畅销，但下游织造厂库存仍处于 40 多天高位，预计随“金九银十”传统旺季的到来，高库存的矛盾将进一步解决，长丝行业盈利有望出现改善；价差方面：上周（2020.9.7-9.11）国内 PX 装置约有 260 万吨产能处于停车状态，供需关系有所缓和，但目前 PTA 短时开工提升有限，对 PX 的需求无明显上涨预期，PX 市场前期累积库存压力仍相对较大，上周（2020.9.7-9.11）PX-石脑油价差上涨 13.48%；上周（2020.9.7-9.11）PTA 市场震荡下行，PX 成本端偏弱支撑，加工费尚可，装置检修计划继续向后推迟，PTA-PX 价差缩窄 5.4%；上周（2020.9.7-9.11）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，行业报价普遍下调，周涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差下跌 4.15%。

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。

【农林牧渔】重点推荐动物保健、种植板块——行业周报-20200913

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

上周（2020.9.7-9.11）观点：重点推荐动物保健、种植板块

动保板块进入配置区间。上周（2020.9.7-9.11）农业子板块中动物保健领跌，我们认为当前动保板块基本面仍然向好，猪苗方面，受益于生猪行业补栏恢复，行业景气度已于 2020Q2 触底回升；禽苗由于近年行业产能高歌猛进，未来两年景气仍然向好，一些有业绩支撑、质地优良的标的股价大幅回调后已进入配置区间，重点推荐普莱柯。

东北台风对玉米产量造成负面影响，持续关注种植链投资机会。2020 年 8 月 26 日以来，台风“巴威”、“美莎克”、“海神”先后进入我国东北地区，登陆间隔短，影响区域重叠，给农业生产带来严峻挑战。9 月上旬秋粮玉米、水稻等作物进入出现头重脚轻的灌浆期，连续台风天气容易造成倒伏，影响粮食产量。据农业农村部初步预计，2020 年秋粮种植面积约 12.84 亿亩，秋粮占全年粮食比重的四之三。同时东北及华北地区主要为秋粮作物种植区，据国家统计局数据，2019 年东北三省玉米种植面积约 2 亿亩，占全国比例超 30%。2020 年台风密集登陆我国东北地区，对东北地区粮食作物产量造成负面影响。当前国内外外部局势复杂，中美摩擦不断升级，国内倡导粮食安全的大背景下，转基因作物具有优良的生产及抗虫耐药性能，虫害加深及增产需求，或催生转基因作物商业化，建议继续关注种植链机会，相关标的大北农、隆平高科，受益标的荃银高科。

上周重点新闻（09.07-09.12）：2020 年 9 月 11 日中央储备冻猪肉投放 1 万吨

【华储网：2020 年 9 月 11 日中央储备冻猪肉投放 1 万吨】

【海关总署：暂停进口 19 个国家 56 家冷链食品】

上周（2020.9.7-9.11）市场表现（09.07-09.11）：农业跑输大盘 7.25 个百分点

上周（2020.9.7-9.11）上证 A 指下跌 2.83%，农业指数下跌 10.08%，跑输大盘 7.25 个百分点。子板块看，上周(2020.9.7-9.11)种子板块跌幅较小，下跌 1.85%，动物保健板块跌幅较大，下跌 14.01%。个股看，上周(2020.9.7-9.11)涨幅较大的分别为通威股份（+4.12%）、登海种业（+3.52%）、万向德农（+1.09%）、西部牧业（+0.53%）。

上周（2020.9.7-9.11）价格跟踪（09.07-09.11）：鸡苗、中速鸡、鸭苗、毛鸭、草鱼、鲈鱼、玉米、豆粕价格上涨

生猪养殖：根据 Wind 数据，自繁自养头均利润 2496.19 元，环比下跌 27.83 元；外购仔猪头均利润 981.32 元，环比下跌 22.20 元。白羽肉鸡：据 Wind 数据，上周（2020.9.7-9.11）鸡苗均价 1.50 元/羽，环比上涨 25.00%；毛鸡均价 6.93 元/公斤，环比下跌 5.20%；毛鸡养殖利润-1.31 元/羽，环比下降 1.36 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。

【食品饮料】旺销可期，积极布局——行业周报-20200913

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：厂家节前积极备货，9 月旺销是大概率事件

上周（2020.9.7-9.11）食品饮料板块先抑后扬，周五已有反弹迹象。从基本面来看，2019 年中秋旺季景气度大概率超预期。首先 2019 年中秋和国庆分开，不少人中秋并未返乡。2019 年中秋、国庆双节在一起，且居民国外出行、长途旅行受阻，叠加上半年延迟消费的恢复，中秋节期间家庭聚会场景增加。我们已经观察到 7、8 月份宴席市场的爆发性恢复，预计 9 月份将延续这一趋势。从企业层面来看，三季度是全年销售能否顺利完成的重要时点，厂家内部积极性和紧迫性高，对三季度较往年相比更加重视，消费拉动、需求拓展力度环比上半年加大。渠道层面来看食品企业渠道库存正常，白酒还处于低位水平，需求恢复常态下，渠道补库存进一步拉升酒厂出货量。

二季度至中秋节前，白酒行业“涨价潮”趋势持续，今世缘、山西汾酒二季度末发布提价通知，临近中秋泸州老窖、洋河股份、水井坊等酒企再度发布提价通知，伴随三季度动销好转，费用投放力度小于预期，提价将大部分转化为盈利，酒企下半年到 2021 年上半年盈利弹性明显提升。疫情后期白酒板块行复苏至今，业绩稳定性以及资金抱团行为驱动包括白酒在内的食品饮料股价持续上行，市场交易行为会对价格形成扰动，近期板块股价波动较大，主要是资金层面影响导致。目前白酒行业趋势型向好不变，风险集中在纯粹交易的扰动，且板块对应 2021 年估值仍在合理范围内。我们白酒方面持续推荐贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡等，关注洋河股份、口子窖的左侧机会；大众品思路是寻找成长性与确定性较高，同时估值不贵品种，推荐嘉必优与煌上煌。

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 07 日- 9 月 11 日，食品饮料指数跌幅为 3.8%，一级子行业排名第 14，跑输沪深 300 约 0.3 pct，板块前期涨幅较多，上周（2020.9.7-9.11）仍面临调整压力。子行业中白酒（-2.1%）、黄酒（-2.6%）、啤酒（-3.4%）跌幅较小。个股方面，山西汾酒、酒鬼酒、兰州黄河等涨幅领先；龙大肉食、仙乐健康、甘源食品等跌幅居前。

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。

【化工】关注可溶型聚四氟乙烯的发展潜力，新增覆盖昊华科技——新材料行业周报-20200913

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（2020.9.7-9.11）行情回顾

截至上周（2020.9.7-9.11）五（09 月 11 日），上证综指收于 3260.35 点，较上上周五（09 月 04 日）的 3355.37 点下跌 2.83%；创业板指报 2536.62 点，较上上周（2020.8.31-9.4）五下跌 7.16%。新材料指数报 3163.79 点，较上上周（2020.8.31-9.4）五下跌 4.95%，跑赢创业板指 2.21%；半导体材料指数报 1678.31 点，较上上周（2020.8.31-9.4）五下跌 9.35%，跑输创业板指 2.19%；液晶显示指数报 10273.09 点，较上上周（2020.8.31-9.4）五下跌 7.06%，跑赢创业板指 0.1%；OLED 指数报 2817.29 点，较上上周（2020.8.31-9.4）五下跌 6.85%，跑赢创业板指 0.3%；尾气治理指数报 2072.51 点，较上上周（2020.8.31-9.4）五下跌 6.25%，跑赢创业板指 0.91%。

上周新材料板块的 100 只个股中，有 6 只周度上涨（占比 6%），有 93 只周度下跌（占比 93%）。7 日涨幅前五名的个股分别是：南京聚隆、石大胜华、神工股份、齐翔腾达、杭氧股份；7 日跌幅前五名的个股分别是：乐凯新材、阿石创、容大感光、飞凯材料、中芯国际。

开源化工新材料周观察：关注可溶型聚四氟乙烯（PFA）的发展潜力

四氟乙烯（TFE）与全氟丙基乙烯醚（PPVE）的共聚物，简称 PFA，又称可溶型聚四氟乙烯。它拥有优良的化学稳定性、物理机械性、电绝缘性、润滑性、不黏性、耐老化性、不燃性和热稳定性。与 PTFE 相比，PFA 最大的优点是可熔融加工，即可采用常规的热塑性树脂加工方法加工。新思界产业研究中心数据显示，PFA 在化学工业、电子电气设备、精密设备等领域广泛应用，随着下游产业的发展，PFA 市场需求快速攀升，市场规模不断扩大，2017 年 PFA 市场价值为 8.5 亿美元，预计到 2024 年底将达到 11.9 亿美元，2017 年至 2024 年间复合增长率为 4.9%。我国 PFA 产品依赖进口，国内企业已实现技术突破。昊华科技晨光院自主研发 PFA 树脂，实现了 PFA 树脂的国产化，目前晨光院 PFA 树脂项目已完成中试，PFA 乳液形成定型商业化产品，客户反馈良好。

重要公司公告及行业资讯

【5G 材料】9 月 11 日，工业和信息化部信息技术发展司在 2020 世界数字经济大会开幕式上披露，我国 5G 用户已超过 8,000 万。

【半导体材料】海关总署数据显示，2020 年前 8 个月，我国进口集成电路 3,334.6 亿个，增加 22.5%，价值 1.51 万亿元，增长 15.3%。

【显示材料】默克在上海投资 1,200 万欧元把 OLED 材料技术中心实验室扩大一倍，2020 年三季度已完成；还将投资 1,000 万欧元建 OLED 材料生产基地，预计 2020 年年底动工，未来两年内完工。

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：濮阳惠成、瑞联新材、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。

【煤炭石化】淡季不淡煤价上涨，“金九银十”煤炭股犹显韧性——行业周报-20200912

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

淡季不淡煤价上涨，“金九银十”煤炭股犹显韧性

上周动力煤价大幅上涨，秦港动力煤现货平仓价跳涨 23 元至 572 元/吨，突破绿色区间上沿，港口行情火热，或属于短期情绪性上涨，主要源于下游电厂库存低位，补库力度有所加大，同时前期产地煤价坚挺，港口煤价相对低位，发运倒挂导致港口煤供给偏紧。上周供需基本面上，需求凸显韧性，供给仍然偏紧：需求方面，入秋后的气温下降导致居民用电需求回落，但“金九银十”催化下的工业用电需求回升，对电厂日耗有所支撑；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，需求方面，进入“金九银十”下游钢铁建材水泥等工业企业的传统旺季，工业用电将持续支撑电厂耗煤，非电煤耗需求也将逐渐释放；同时北方冬储周期开启也是催化短期需求的主要因素。中长期来看，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，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，支撑煤价稳定。长期来看，“十三五”末至“十四五”期间供改将持续深化，去产能力度加大，产能集中度提升，供给格局将趋于合理稳定。总体来看，本轮港口煤价跳涨或主要受情绪因素催化，但在中长期供需改善的预期下，煤价将持续稳定在合理区间。宏观方面，8 月 PPI 同比降幅收窄，环比涨幅有所回落，其中煤炭开采由涨转跌，根据开源宏观团队观点，年内 PPI 同比或逐步上行，但仍处于通缩区间。伴随供给侧改革的持续深化，产能集中度将持续提升，供给格局趋于合理稳定，利好龙头煤企。中报业绩展现出各主要煤企降本增效发力，抗风险能力增强，下半年业绩韧性犹存，看好煤企业绩改善及估值修复。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（2020.9.7-9.11）港口煤价大涨，电厂补库&需求切换催化行情

上周（2020 年 9 月 7 日-9 月 11 日）港口动力煤价大涨至 572 元/吨，前期发运倒挂以及电厂补库开启致港口行情火热。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（2020.9.7-9.11）焦炭强&焦煤稳，临汾焦厂事故加速产能去化

焦炭方面，上周（2020.9.7-9.11）焦价落实 50 元提涨，“金九银十”来临钢厂开工率高位运行，同时库存相对低位，对焦炭需求有所支撑；供给端，焦化行业各主产省份去产能力度持续加大，上周（2020.9.7-9.11）山西临汾焦厂事故或将加速去产能，整体供给收紧预期加强，支撑焦价。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

【农林牧渔】8 月白羽鸡供需偏松，黄羽鸡替代性需求恢复——行业点评报告-20200912

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

8 月白羽鸡供需偏松，整体产品价格承压

8 月白羽鸡供给维持高位，在产及后备祖代鸡存栏量较高，2020 年 8 月底祖代鸡存栏量 159.89 万套，相比 2019 年同期 146.56 万套，同比增加 9.10%。鸡苗销量方面，虽 8 月单月样本企业父母代鸡苗及商品代销量小幅下降，但 1-8 月累计销量同比仍大幅高于 2019 年。据中国禽业协会数据显示，2020 年 1-8 月，累计销售父母代鸡苗 3967.60 万套，相比 2019 年同期 2936.47 万套，同比增加 35.11%，累计销售商品代鸡苗 19.71 亿羽，相比 2019 年同期 18.62 亿羽，同比增加 5.85%。考虑到在产及后备祖代鸡仍处于高位，预计未来上游鸡苗出栏量仍较多，行业供给量充足。需求端，白羽肉鸡下游消费主要以餐饮渠道为主，家庭消费需求占比较小。据国家统计局数据，7 月全国餐饮收入同比下降 11%。餐饮行业并没有恢复至疫情前水平，8 月毛鸡价格小幅下跌，环比下跌 2.61%，同比下降 24.20%，毛鸡养殖环节受前期鸡苗成本较高影响，利润下降，8 月毛鸡养殖利润为 0.36 元/羽，接近盈亏平衡线。整体来看，上游环节供给量宽松，下游鸡肉环节价格承压，养殖成本将成为盈利关键，建议关注成本可控一体化养殖及肉制品业务可以平滑盈利波动的企业圣农发展。

黄羽鸡替代性需求恢复，价格景气度有望持续提升

8 月中速鸡价格持续上涨，8 月中速鸡均价为 12.01 元/公斤，环比 7 月上涨 10.79%。供给方面，因为长期的亏损，中小散户减产 50%以上的情况较为普遍。需求方面，猪价持续维持高位，黄羽肉鸡家庭消费占比较高，对猪肉的替代性更强，随着活禽交易逐步恢复，黄羽鸡替代需求逐步恢复，价格出现上涨。9 月开始迎来中秋节及国庆节，双节将有效刺激需求，预计 9 月黄羽鸡价格景气度将持续。

8 月鸡苗企业销量同比增加，单价及收入环比下跌

8 月商品代鸡苗销量同比仍大幅增长，销售单价及销售收入环比均出现下跌。益生股份销售及民和股份销量同比分别增加 29.92%及 19.19%，销售收入环比分别下降 20.97%%及 20.51%，销售均价环比分别下跌 21.30%及 17.04%。

8 月鸡肉企业销量及收入环比增长，价格环比小幅下跌

仙坛股份 8 月鸡肉销量（抵减后）为 2.97 万吨，肉制品销量 0.09 万吨，圣农发展鸡肉 8 月实现鸡肉销量（抵减前）9.18 万吨，肉制品销量 2.07 万吨。销量及收入均实现环比增长，销售均价受毛鸡价格影响，环比小幅下跌。

风险提示：禽养殖产业链供给大幅增加，价格下跌，企业亏损；出现禽流感等疫情，导致需求端及供给端受到严重影响；下游消费复苏不及预期。

【电子：中京电子(002579.SZ)】核心客户配套效应显著，公司驶入增长快车道——公司首次覆盖报告-20200912

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 林承瑜（联系人）证书编号：S0790120080105

PCB 全品类布局，经营持续优化

中京电子 PCB 全品类布局，积极扩张、优化经营。公司形成惠州仲恺 PCB 产业园、惠城三栋生产基地、珠海元盛电子生产基地，打造以高多层板和 HDI 为核心、柔性板配套的智能工厂。公司多品类布局衔接顺畅，产品结构持续优化，公司柔性电路板业务强化，占比由 2019H1 的 14.0%提升至 15.4%。当前公司步入盈利与投资双重上升周期，2020H1 公司资本开支达到 2.4 亿元，接近历史高位。我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 2.2/2.6/3.3 亿元，对应 EPS 为 0.54/0.66/0.82 元，当前股价对应 PE 为 26.5/21.8/17.5 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

加快产能配套，客户粘性持续提升

公司加大核心客户绑定力度，为规模扩张打下坚实基础。公司通过珠海元盛拟在成都高新区设立子公司运营新型显示用柔性印制电路板组件（FPCA）项目，计划投资总额达到 2 亿元人民币；IC 载板领域，公司与天水华洋签订增资协议，以货币资金出资方式投资 2968 万元增资华洋电子 6.98%的股权，标的公司天水华洋以 IC 引线框架为主业，与公司 IC 载板客户协同效应显著，公司核心客户粘性持续提升，将帮助公司壮大收入规模。

HDI 募投项目落地在即，中长期产业价值凸显

公司拟募投资金扩产 HDI 项目。2020 年公司拟非公开发行募集资金不超过 12 亿元，全部用于珠海富山高密度印刷电路板建设项目，主要生产高多层板、高密度互联版（HDI）、刚柔结合板（R-F）、类载板（SLP）等产品，应用于 5G 通信、新型高清显示、汽车电子、人工智能、物联网及大数据、云计算等相关产品要求。公司的 HDI 产品已经可达到五阶水准，扩产后将更好地卡位国内 5G 终端的市场需求，承接海外转移的产能，凸显供应链价值。

风险提示：软板及 IC 载板客户导入不及预期、公司珠海工厂投产不及预期、HDI 需求不及预期、PCB 行业竞争加剧

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