证券研究报告
2020 年 09 月 11 日 星期五

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

晨 会 聚 焦

行业与公司

- 快递行业：二元分化，加盟系快递竞争加剧
- 滨化股份（601678）：环氧丙烷行业龙头的转型升级之路

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	4,581.98	-0.06	11.85
上证综指	3,234.82	-0.61	6.06
深证成指	12,742.85	-0.92	22.17
中小板指	8,453.89	-0.39	27.46
创业板指	2,483.03	-1.60	38.09
道琼斯工业	27,534.58	-1.45	-3.52
标普 500	3,339.19	-1.76	3.36
纳斯达克	10,919.59	-1.99	21.70
伦敦富时 100	6,003.32	-0.16	-20.41
日经 225	23,235.47	0.88	-1.78
香港恒生	24,313.54	-0.64	-13.75

大宗商品价格

品种	收盘	净涨跌
波罗的海航运	1,296.00	-32.00
NYMEX 原油	37.79	-0.82
COMEX 黄金	1954.7	-0.20
LME 铝 3 个月	1582	-48.00
LME 铜 3 个月	4810	-15.00
CZCE 动力煤	593	8.40
DCE 焦炭	1961.5	-26.50
SHFE 螺纹钢	3640	-18.00
CBOT 黄豆	977	-1.40
CBOT 小麦	548.6	5.60
CBOT 玉米	365	5.00

外汇商品价格

货币	收盘	净涨跌
美元指数	93.4011	0.1533
美元/人民币	6.8331	-0.0092
欧元/人民币	8.0672	0.0145
欧元/美元	1.18106	0.0011
美元/日元	106.11	-0.055
英镑/美元	1.28013	-0.0199
美元/港币	7.75	-0.0003

数据来源：聚源数据

行业与公司

- **快递行业 2020H1 财报总结：二元分化，加盟系快递竞争加剧**

【交运物流组 陈照林 S1250518110001 13916801840】

点评： **2020H1 快递行业受疫情冲击后快速复苏，2020Q2 受益于需求回补增速可观。**量，上半年快递行业完成件量 338.8 亿件，同比增长 22.1%（-3.7pp）。价，20H1 全国快递均价 11.29 元，同比下降 0.95（-7.8%）元。上游电商方面，H1 阿里/京东的净收入分别为 2681（+28.6%）、3473（+28.0%）亿元，均保持较为稳定的增速。从年活跃用户数来看，阿里 Q1/Q2 分别达 7.26（+11.0%）、7.42（10.1%）亿，增速放缓；京东 Q1/Q2 分别达 3.87（+24.8%）、4.17（+29.9%）亿，增幅超阿里。拼多多的 GMV Q1/Q2 分别达 3148（+91.7%）、3441（+47.9%）亿元，月活跃用户数保持强劲增长，Q1/Q2 分别达 4.87（+68%）、5.69（+55%）亿，进一步以高速拉开和京东的距离，逐步逼近阿里的用户规模。

20Q2 全国快递业务量完成 213.5 亿件，同比增长 36.7%，4 月随着行业全面复工，业务量大增 32.1%，5 月受益于网购需求超预期，业务量同比增长达 41.1%，增幅创近两年新高，6 月受电商 618 促销带动业务量保持 38.8%高增长，全国快递均价 10.72 元，同比下降 1.15（-9.7%）元。

市场集中度持续提升，龙头企业市占率进一步分化。20H1 行业 CR5 增量 61.6 亿件，超过全行业总增量 61.2 亿件，中小快递公司进一步出清。中通/韵达/圆通三家件量分别达 69.7（+29.8%）、56.3（+29.9%）、49.4（+29.8%）亿件，快递量增速较为接近，均高于行业平均增速（22.0%），申通/百世快递业务增量分别为 35.2（+16.8%）、35.9（+10.6%）亿件，落后行业平均增速。

全行业 CR6 达到 83.5%（+5.03pp），市场集中度进一步提升。龙头快递公司间的市占率持续分化：中通、韵达和圆通三家稳步提升，百世、申通两家市占率下滑。中通市占率达 20.6%（+1.2pp），成为首个市占率超过 20%的快递企业，韵达与圆通紧随其后，分别为 16.6%（+1.0pp）、14.6%（+0.9pp）。

价格战背景下单票盈利水平均下滑，中通单票盈利优势稳居通达之首，韵达盈利承压被圆通反超。盈利端，中通/圆通/韵达/申通单件快递毛利分别为 0.54（-26.2%）、0.23（-40.4%）、0.18（-62.3%）、0.11（-70.9%）元，单票净利润分别为 0.26（-32.4%）、0.20（-13.3%）、0.12（-59.6%）、0.02（-92.8%）元。20H1，韵达和圆通单件扣非归母净利润分别下跌到 0.10（-63.7%）、0.18（-16.7%）元，韵达的单票盈利能力承压被圆通反超。成本端，中通/圆通/韵达/申通单票成本分别为 0.82（-18.8%）、2.13（-24.1%）、2.18（-23.0%）、2.47（-12.2%）元，圆通和韵达成本降幅领先。

产能投资节奏不同，分拣中心资本开支维持高位。圆通/韵达/申通 20H1 新增固定资产原值分别为 6.22、5.84、0.96 亿元，韵达较去年同期有明显扩张。中通/韵达/圆通 20H1 资本开支分别为 39.87（+129.9%）、22.20（+16.0%）、23.69（+103.7%）亿元，圆通本期资本开支超过韵达，与中通在加盟系快递公司中领跑。整体来看行业重资产化趋势在延续，韵达在机器设备投入保持领先的同时加码对运输设备和电子设备

的投资，圆通在保持不动产净值规模优势的同时加大对电子设备的新增投资。在分拣中心建设的投入上，韵达维持高位，圆通持续加大投入以缩小差距，申通也对这一相对薄弱环节进行加强。

投资建议。疫情冲击下快递行业体现出两大趋势：需求端高端消费线上化支撑以顺丰为代表的时效件快递高速增长；供给端加盟制快递竞争加剧，规模优势更高的快递公司单票成本降幅反而更小、行业单件盈利创历史新低。我们认为行业整体仍处于高资本开支/价格战边际加剧二者叠加的发展阶段，加盟系快递的出清拐点仍未到来。疫情短期冲击加速了网购渗透率提升的长期趋势、件量增速得以维持在 20%以上，依仗国内需求、无外部风险的快递赛道长期确定性仍属稀缺；中期看，行业单件盈利下行的趋势不变。建议把握直营快递的盈利景气周期，静待加盟制快递竞争格局实质性拐点。

风险提示：价格战激化风险，加盟商管控风险，电商增速波动风险，阿里深度介入的风险。

- **滨化股份（601678）：环氧丙烷行业龙头的转型升级之路**

【化工组 杨林 S1250518100002 010-57631191】

点评： **短期聚醚需求与长期紧平衡抬升环氧丙烷价格，未来 30/78 万吨 PO/TBA 项目投产稳固公司龙头地位：**公司现有环氧丙烷产能 28 万吨，短期来看受美国反倾销政策影响，PO 下游聚醚需求旺盛，支撑山东地区 PO 价格从 2020 年 6 月初的 9000 元/吨涨至 8 月底的 13400-13500 元/吨；供给端来看，PO 新建装置投产困难，国内有效产能保持在 300 万吨/年，行业将长期保持紧平衡状态；2020 年，公司发行 24 亿可转债支持“碳三碳四综合利用项目”，其中包括 60 万吨/年 PDH 装置,建成后公司将自供丙烯，进一步降低成本，提升价差；另有滨华新材料 30/78 万吨/年 PO/TBA 装置，进一步扩大公司 PO 产能

烧碱价格已触底，公司 61 万吨烧碱产能具有循环经济与成本优势：2020 年烧碱市场新增产能为 137 万吨，总产能为 4517 万吨，同比增长 3%，与 2019 年增速持平，另外新增产能技术壁垒提升，不再允许新建 30 万吨/年以下装置，供给端增速放缓；需求端氧化铝下游电解铝 2020 年预计产量增量为 120 万吨，带动氧化铝消费从而缓解烧碱投产压力；从价格端看，受疫情与下游开工不足影响，2020 年烧碱市场均价为 1555.2 元/吨，较 2019 年均价 2243.5 元下降 30.7%，随着下半年电解铝需求回暖价格有望持续回升；公司 61 万吨烧碱采用循环经济运营模式，拥有自备电厂显著降低成本，市场定价相对灵活，可转换液碱、粒片碱产品以削弱市场波动对公司业绩的影响。

布局氢能上游与电子级氢氟酸，开启新材料与新能源的转型之路：近年来国家出台包括购置补贴、以奖代补的各类政策促进氢能产业发展，借政策东风，公司以现有的制氢业务为出发点，携手亿华通成立滨华氢能源；2019 年 6 月起，滨华氢能源成为张家口海珀尔的最大股东，充分布局上游加氢环节，与海珀尔联合建立一期、二期加氢项目，并以张家口为中心辐射京津冀市场；另与清华工研院合作建设以氢燃料项目为主的军民产业园并成立氢源基金，未来将深度参与氢能领域建设，以实现公司的产业

升级目标。新材料方面，电子级氢氟酸行业壁垒高，核心技术被日韩企业垄断，公司引进先进设备以生产工业级至 UPSSS 级电子级氢氟酸，现有 6000 吨产能，国内外市场开拓顺利，未来将成为新的业绩增长点。

清华工研院入主大股东，有力支撑公司长远发展：公司大股东包括滨州水木有恒投资基金、张忠正、石秦岭、滨州市财金投资以及中央汇金资产管理，分别代表清华工研院、管理层、国资平台为公司未来发展及战略转型提供新动能。2020 年 4 月 17 日，公司管理层发生变更，清华工研院副院长朱德权担任公司董事会新任董事长，朱德权董事长将以其丰富的技术成果产业化经验推动公司科技创新与新能源领域的发展。

盈利预测与投资建议：我们选取中泰化学、万华化学、红宝丽作为可比公司，根据 wind 一致性预测，三家公司 2020、2021、2022 平均 PE 为 51、21、17 倍。考虑到公司是环氧丙烷行业的龙头企业，且于 2022 年开始投产的 C3C4 新建项目及氢能源产业长远布局将为公司带来新的业务增长点，给予其 2021 年 21 倍 PE 估值，目标价 6.09 元，给予“买入”评级。

风险提示：公司主营产品烧碱及环氧丙烷价格大幅波动风险、项目建设不及预期风险、新产品线产能释放具有不确定性风险、氢能实施进度不及预期的风险。

【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）
2020-09-10	7,754.27	7,754.27	0.00	7,291.23	269.91	7,233.06	-6,963.15	463.04	45.82
2020-09-09	14,972.09	7,798.16	7,173.93	14,254.38	797.49	839.63	-42.14	717.71	61.99
2020-09-08	15,028.03	7,831.54	7,196.49	14,296.52	748.27	765.96	-17.69	731.51	61.88
2020-09-07	15,036.57	7,836.51	7,200.06	14,314.21	852.55	871.35	-18.80	722.37	61.73
2020-09-04	15,064.67	7,858.01	7,206.66	14,333.00	691.67	720.22	-28.56	731.67	60.92

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 9 月 11 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）
直真科技	003007	2,000	23.4	20200914			
开普检测	003008	2,000	30.42	20200914			
松原股份	300893			20200915	20200915		
铜牛信息	300895			20200915	20200915		
中天火箭	003009			20200915	20200915		
中谷物流	603565	6,666.67	22.19	20200916	20200916		
若羽臣	003010			20200916	20200916		
优彩资源	002998	8,159.96	5.85	20200916	20200916		
厦门银行	601187			20200916	20200916		
伟时电子	605218			20200916	20200916		

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）
新洁能	605111			20200916	20200916		
爱美客	300896			20200917	20200917		
长华股份	605018			20200917	20200917		
丽人丽妆	605136			20200917	20200917		
共创草坪	605099			20200918	20200918		
中岩大地	003001	2,429.38	30.16	20200924	20200924		

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 9 月 11 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
002860	星 帅 尔	2020-09-07	135.66	0.69%	0.68%	股权激励限售流通
300068	南都电源	2020-09-07	1,267.04	1.51%	1.47%	增发 A 股法人配售上市
002472	双环传动	2020-09-07	627.60	0.93%	0.91%	股权激励限售流通
300616	尚品宅配	2020-09-07	170.78	0.87%	0.86%	股权激励限售流通
002617	露笑科技	2020-09-07	3,712.36	3.11%	2.46%	增发 A 股原股东配售上市
603386	广东骏亚	2020-09-07	957.48	16.89%	4.26%	增发 A 股法人配售上市
603383	顶点软件	2020-09-07	95.73	0.57%	0.57%	股权激励限售流通
603666	亿 嘉 和	2020-09-07	32.84	0.83%	0.24%	股权激励限售流通
300620	光库科技	2020-09-07	59.97	0.67%	0.65%	股权激励限售流通
300303	聚飞光电	2020-09-07	173.10	0.14%	0.14%	股权激励限售流通
603986	兆易创新	2020-09-07	36.82	0.09%	0.08%	股权激励限售流通
002271	东方雨虹	2020-09-07	24.69	0.02%	0.02%	股权激励限售流通
600152	维科技术	2020-09-07	10,416.86	34.34%	24.75%	增发 A 股原股东配售上市
600545	卓郎智能	2020-09-07	77,108.59	68.58%	40.68%	增发 A 股法人配售上市
002681	*ST 奋达	2020-09-07	8,576.39	4.78%	4.70%	增发 A 股法人配售上市
300449	汉邦高科	2020-09-07	353.80	1.21%	1.19%	增发 A 股法人配售上市
300271	华宇软件	2020-09-07	2,203.39	2.83%	2.71%	增发 A 股法人配售上市
300447	全信股份	2020-09-07	22.54	0.08%	0.08%	延长限售锁定期流通
300112	万讯自控	2020-09-07	27.00	0.10%	0.09%	股权激励限售流通
603183	建 研 院	2020-09-07	9,698.60	66.14%	32.52%	发行前股份限售流通
603725	天安新材	2020-09-07	7,378.93	56.09%	35.93%	发行前股份限售流通
300697	电工合金	2020-09-07	15,600.00	300.00%	75.00%	发行前股份限售流通
603527	众源新材	2020-09-07	9,328.65	61.97%	38.26%	发行前股份限售流通
300577	开润股份	2020-09-08	22.86	0.11%	0.11%	股权激励限售流通
300695	兆丰股份	2020-09-08	5,000.00	299.80%	74.99%	发行前股份限售流通
002824	和胜股份	2020-09-08	103.37	0.57%	0.56%	股权激励限售流通
002002	鸿达兴业	2020-09-08	3,280.27	1.28%	1.27%	增发 A 股原股东配售上市
300620	光库科技	2020-09-08	59.67	0.67%	0.65%	股权激励限售流通
603538	美 诺 华	2020-09-09	30.79	0.21%	0.21%	股权激励限售流通
300688	创业黑马	2020-09-09	4,404.59	86.10%	46.27%	发行前股份限售流通

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
603386	广东骏亚	2020-09-09	2,015.76	35.57%	8.96%	增发 A 股法人配售上市
603882	金域医学	2020-09-09	17,824.52	63.74%	38.93%	发行前股份限售流通
002897	意华股份	2020-09-09	10,213.69	149.03%	59.84%	发行前股份限售流通
300271	华宇软件	2020-09-09	2,203.39	2.82%	2.70%	增发 A 股法人配售上市
002961	瑞达期货	2020-09-09	6,368.00	141.51%	14.31%	发行前股份限售流通
002325	洪涛股份	2020-09-09	42.00	0.03%	0.03%	股权激励限售流通
603927	中 科 软	2020-09-09	28,218.84	665.54%	66.55%	发行前股份限售流通
002845	同 兴 达	2020-09-09	276.90	1.40%	1.37%	股权激励限售流通
002550	千红制药	2020-09-09	5.00	0.00%	0.00%	股权激励限售流通
600490	鹏欣资源	2020-09-09	288.00	0.17%	0.13%	股权激励限售流通
300120	经纬辉开	2020-09-09	7,275.00	25.16%	15.65%	增发 A 股法人配售上市
000157	中联重科	2020-09-10	891.95	0.14%	0.11%	股权激励限售流通
603083	剑桥科技	2020-09-10	98.44	0.88%	0.51%	股权激励限售流通
600521	华海药业	2020-09-10	7,868.55	5.72%	5.41%	增发 A 股法人配售上市
300571	平治信息	2020-09-10	9.33	0.08%	0.07%	股权激励限售流通
600498	烽火通信	2020-09-10	1,808.93	1.63%	1.54%	股权激励限售流通
002426	*ST 胜利	2020-09-10	2,923.85	0.86%	0.85%	增发 A 股法人配售上市
300363	博腾股份	2020-09-10	76.40	0.14%	0.14%	股权激励限售流通
603326	我乐家居	2020-09-10	87.32	0.28%	0.28%	股权激励限售流通
603887	城地股份	2020-09-10	381.02	1.42%	1.01%	股权激励限售流通
300120	经纬辉开	2020-09-10	7,275.00	25.16%	15.65%	增发 A 股法人配售上市
300657	弘信电子	2020-09-11	3,928.49	13.47%	11.50%	增发 A 股法人配售上市
300477	合纵科技	2020-09-11	1,635.27	2.13%	1.96%	增发 A 股法人配售上市
601138	工业富联	2020-09-11	206.97	0.11%	0.01%	股权激励限售流通
002157	正邦科技	2020-09-11	1,380.96	0.58%	0.55%	股权激励限售流通
600039	四川路桥	2020-09-11	15,345.27	4.44%	4.14%	增发 A 股原股东配售上市
002653	海 思 科	2020-09-11	76.66	0.07%	0.07%	股权激励限售流通

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 9 月 11 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
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
	林芷豌	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