

9 月金股组合

股票代码	股票名称
601601.SH	中国太保
002233.SZ	塔牌集团
300751.SZ	迈为股份
002643.SZ	万润股份
000157.SZ	中联重科
002048.SZ	宁波华翔
000739.SZ	普洛药业
603919.SH	金徽酒
603801.SH	志邦家居
002410.SZ	广联达

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3292.59	(1.87)
深证成指	13284.03	(2.73)
沪深 300	4669.37	(2.11)
中小板指	8809.04	(3.03)
创业板指	2641.20	(3.33)

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
房地产	(0.32)	农林牧渔	(4.83)
银行	(0.36)	医药生物	(3.27)
建筑装饰	(0.49)	电子	(2.88)
纺织服装	(0.49)	电气设备	(2.80)
汽车	(0.77)	国防军工	(2.77)

资料来源：万得，中银证券

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军
(8621)20328310
jun.wang_sh@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

证券分析师：兰晓飞
(8610)66229085
Xiaofei.Lan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003

晨会聚焦-20200908

■重点关注

【银行】银行业周报：PMI 继续保持荣枯线以上，央行培育 DR 基准利率*励雅敏 林颖颖。上周统计局公布 8 月 PMI 指数，虽环比小幅下降 0.1 个百分点，但仍保持在景气区间，显示我国经济正平稳有序扩张。进入 9 月，在市场对中报业绩利空预期落地后，银行估值安全垫进一步夯实。经过前期调整，目前银行板块估值对应 2020 年为 0.73xPB，具备低估值、低仓位的特点，我们认为随着国内经济形势的逐步转好，板块后续季度配置意愿有望提升，看好板块绝对收益。个股方面，建议关注基本面稳健的优质个股（招商银行、宁波银行等），以及基本面改善的低估值股份行（光大银行等）。

【保险】保险行业 7 月保费点评：负债端低点已过，保险行业进入复苏期*兰晓飞。寿险 2020 年 1-7 月实现原保费收入 16,882 亿元，同比增长 4.6%，保持正增长趋势；7 月单月同比增速为 13.8%，疫情影响消除，连续 4 个月保费正增长。健康险 1-7 月实现原保费收入 4,488 亿元，同比增长 19.3%；单月同比增速为 14.7%，仍领先寿险，单月同比增速小幅度上升但总体稳定，行业保费增速持续修复。

【电新】电新行业 2020 年中报综述：板块业绩平稳增长，新能源发电表现亮眼*沈成 朱凯 李可伦 张咪。根据 2020 年半年报，电力设备与新能源行业业绩平稳增长，各子行业分化趋势明显，其中风电、光伏、一次设备板块 2020 年上半年业绩表现较好；维持行业强于大市的评级。

【轻工】轻工制造行业 20 年中报综述：继续看好大家居、造纸的景气修复*杨志威 刘凯娜。轻工制造行业 20 中报整体实现了营业收入 2195.6 亿元，同比减少 7.6%，归属上市公司股东的净利润 115 亿元，同比减少 21.4%；Q2 轻工行业整体营收同比实现正增长 0.16%，相对于 Q1(-15.8%)明显提速，净利润整体下滑 11.7%，环比 Q1 缩小 23.7pct。从营收同比增速季度环比来看，其他家用轻工、包装印刷、家具改善最为明显。继续看好地产竣工链、造纸、包装印刷的景气改善机会。

【非银】中国平安：无惧寿险短期承压，深化转型厚积薄发*兰晓飞。公司 2020 上半年实现归母营运利润 743.10 亿元，同比+1.2%；归母净利润 686.83 亿元，同比-29.7%；寿险新业务价值 310.3 亿元，同比-24.4%；上半年集团内含价值 12570.9 亿元，环比 19 年+4.7%。整体新单及 NBV 低点已过，预计四季度公司提前布局 2021 年开门红，有望取得佳绩。公司 2020 P/EV 为 0.98 倍，维持买入评级。

【非银】友邦保险：中国内地成为友邦主要市场，Q2 新单有所改善*兰晓飞。友邦保险发布 2020 年中报，上半年营运利润同比-13%（根据公司公告，按照固定汇率口径，下同），NBV 同比-37%，NBV margin 下降 11.1 个百分点至 54.4%。作为长期价值投资标的，目前公司 2020 P/EV 1.8，具有配置价值，维持买入评级。

【食品饮料】伊利股份：以长效机制锁定核心人才，彰显长远发展信念*毕翘楚 汤玮亮。伊利股份发布《长期服务计划》草案，旨在加强公司利益与员工利益长期绑定，存续期为审议通过之日起 20 年，每一年度实施一期，行权方式为退休时申请权益归属。

重点关注

【银行】银行业周报：PMI 继续保持荣枯线以上，央行培育 DR 基准利率

励雅敏 林颖颖

上周统计局公布 8 月 PMI 指数，虽环比小幅下降 0.1 个百分点，但仍保持在景气区间，显示我国经济正平稳有序扩张。进入 9 月，在市场对中报业绩利空预期落地后，银行估值安全垫进一步夯实。经过前期调整，目前银行板块估值对应 2020 年为 0.73xPB，具备低估值、低仓位的特点，我们认为随着国内经济形势的逐步转好，板块后续季度配置意愿有望提升，看好板块绝对收益。个股方面，建议关注基本面稳健的优质个股（招商银行、宁波银行等），以及基本面改善的低估值股份行（光大银行等）。

银行：过去一周 A 股银行板块下跌 2.41%，同期沪深 300 指数下跌 1.53%，A 股银行板块跑输沪深 300 指数 0.88 个百分点。按中信一级行业分类标准，银行板块涨跌幅排名 28/29。不考虑次新股，16 家 A 股上市银行涨幅靠前的是兴业银行（+1.26%）、平安银行(-1.12%)；涨幅靠后的是南京银行 (-6.14%)、宁波银行 (-7.24%)。次新股里涨幅靠前的是青岛银行（+1.55%）、上海银行（+0.96%）。14 家 H 股上市银行涨幅靠前的是盛京银行(+0.00%)、徽商银行(+0.00%)。**信托：**安信信托上涨 9.04%，经纬纺机、爱建集团、陕国投 A、中航资本分别下跌 2.27%/2.59%/2.70%/3.93%。

行业新闻回顾：1）8 月份，中国制造业采购经理指数为 51.0%，比上月下降 0.1%；非制造业商务活动指数为 55.2%，比上月上升 1.0%；综合 PMI 产出指数为 54.5%，比上月上升 0.4%（统计局）；2）8 月财新制造业 PMI 为 53.1，较 7 月提高 0.3 个百分点；8 月财新服务业 PMI 录得 54，较 7 月回落 0.1 个百分点（财新网）；3）央行发布《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系》白皮书，提出了以培育存款类金融机构间的债券回购利率（DR）为重点、健全中国基准利率和市场化利率体系的思路和方案（央行）；4）国常会通过《关于实施金融控股公司准入管理的决定》，要求对金融控股公司监管要依法依规、稳妥有序推进实施；会议提出要坚持稳健的货币政策灵活适度，引导资金更多流向实体经济（中国政府网）；5）邮储银行关于获准发行无固定期限资本债券的公告：本行已获准公开发行不超过 600 亿元人民币无固定期限资本债券；6）浦发银行关于 2017 年度非公开发行股票限售股份上市流通公告：本次限售股份为人民币普通股，上市流通数量为 12.48 亿股，占公司普通股股份总数的 4.25%；7）上海银行关于行长变更的公告：胡友联先生因组织工作调动，辞去公司副董事长、行长等职务。朱健先生已任公司党委副书记，拟提名为行长人选；8）渝农商行关于召开 2020 年第二次临时股东大会的通知：本次股东大会将审议《关于发行新加坡绿色金融债券的议案》。此前公告，公司获准公开发行不超过 50 亿元人民币的绿色金融债券。**展望：**8 月金融数据。

资金价格：过去一周，央行净回笼资金 4,700 亿，其中逆回购投放 2,800 亿，逆回购到期 7,500 亿。下周逆回购到期 3,900 亿。银行间拆借利率走势不一，7 天 Shibor 利率下降 2bp 至 2.21%，1 月期/6 月期 Shibor 利率分别上升 3bp/4bp 至 2.40%/2.87%。国债收益率走势向上，1 年期国债收益率上升 10bp 到 2.59%，10 年期国债收益率上升 6bp 到 3.12%。

理财价格：理财产品平均年收益率(万得)为 3.75%，较上周上升 5bp。

信托市场回顾：9 月截至上周，集合信托共成立 132 只，成立规模 108.93 亿元，平均期限 2.51 年，平均预期收益率为 6.28%，较上期下降 53bps。

同业存单：1 月 AAA+级同业存单利率上升 9bp 至 2.24%，3 月 AAA+级同业存单利率上升 1bp 至 2.62%，6 月 AAA+级同业存单利率下降 2bp 至 2.88%。8 月末同业存单余额为 11.03 万亿元，较 7 月末增加了 3470.6 亿元。

债券融资市场回顾：据万得统计，9 月截至上周，非金融企业债券净融资规模-8,531 亿元，其中发行规模 1,914 亿元，偿还规模 10,445 亿元。

风险提示：经济下行导致资产质量恶化超预期。

【保险】保险行业 7 月保费点评：负债端低点已过，保险行业进入复苏期

兰晓飞

寿险 2020 年 1-7 月实现原保费收入 16,882 亿元，同比增长 4.6%，保持正增长趋势；7 月单月同比增速为 13.8%，疫情影响消除，连续 4 个月保费正增长。健康险 1-7 月实现原保费收入 4,488 亿元，同比增长 19.3%；单月同比增速为 14.7%，仍领先寿险，单月同比增速小幅度上升但总体稳定，行业保费增速持续修复。

行业原保费增速大幅回升，7 月当月行业原保费增速有所改善。（1）2020 年 1-7 月累计保险行业原保费收入 30,062 亿元，同比增长 37.6%，行业累计保费增速在疫情后增速明显；（2）寿险 2020 年 1-7 月实现原保费收入 16,882 亿元，同比增长 4.6%，较前 1 个月保费增速上涨 0.7 个百分点，在结束连续两个月负增长趋势（2 月、3 月增速为-0.7%、-0.6%）后连续四个月正增长（4 月增速为 1.5%，5 月增速为 2.9%，6 月增速为 3.9%）。7 月单月同比增速为 13.8%，较上月保费增速上升 2.0 个百分点；（3）健康险 1-7 月实现原保费收入 4,488 亿元，同比增长 19.3%；月度同比增速为 14.7%，小幅度上升但总体稳定，仍是行业总保费增长的核心因素。

寿险行业：人身险 7 月单月实现原保险保费收入 1,782 亿元，其中，寿险原保费收入 1,263 亿元，占比为 70.5%；意外险实现原保险保费收入 46 亿元，占比为 2.6%；健康险实现原保险保费收入 485 亿元，占比为 27.1%。7 月单月保费同比增速方面，新华保险>中国太平>中国平安>中国人寿>中国太保，分别为 22.6%、12.5%、5.1%、0.7%、-10.7%；单月保费环比增速分别为-41.7%、-53.6%、-7.0%、-53.4%以及-53.4%；保费收入分别为 104 亿元、66 亿元、319 亿元、271 亿元及 102 亿元。

财险行业：财险 7 月单月实现原保险保费收入 1,084 亿元，其中，占比排名前五的险种分别为：机动车辆保险、保证保险、农业保险、责任保险、健康险，占比分别为 62.8%、6.5%、6.4%、6.3%、5.4%。7 月单月保费收入方面，中国财险>平安产险>太保产险>太平产险，分别为 310 亿元、242 亿元、120 亿元 、25 亿元，单月同比增速分别为 3.8%、17.3%、21.7%、27.9%，单月环比增速分别为-31.1%、-1.4%、-13.7%、-5.3%。

投资建议：

上市险企发布 2020 年中报，新业务价值除中国人寿（同比+7%）及人保寿险（同比+6%）外，其他公司均有下降。并且由于疫情，代理人线下展业受阻，高价值保单难以销售。上半年寿险行业新业务价值率显著下降。预计下半年行业新业务低点已过，进入新单复苏期，新业务价值同比小幅负增长，下半年新业务价值增速低于市场预期的可能性较小。

风险提示：

保障型产品保费增速不及预期；市场波动对投资收益、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性；疫情蔓延程度超预期。

【电新】电新行业 2020 年中报综述：板块业绩平稳增长，新能源发电表现亮眼

沈成 朱凯 李可伦 张咪

根据 2020 年半年报，电力设备与新能源行业业绩平稳增长，各子行业分化趋势明显，其中风电、光伏、一次设备板块 2020 年上半年业绩表现较好；维持行业强于大市的评级。

支撑评级的要点

2020 年上半年板块盈利同比增长 15%：2020 年上半年，全行业上市公司（我们选取的股票池共 265 家）营业收入 7,401.76 亿元，同比增长 5.18%，盈利 541.96 亿元，同比增长 14.86%。其中，新能源汽车行业营业收入 2,315.34 亿元，同比下降 8.55%，盈利 104.07 亿元，同比减少 11.05%。新能源发电行业营业收入 4,058.98 亿元，同比增长 15.87%，盈利 337.36 亿元，同比增长 26.04%。电力设备行业实现营业收入 1,027.45 亿元，同比增长 2.50%，盈利 100.53 亿元，同比增长 15.29%。

板块盈利能力有所提升：2020 年上半年，全行业毛利率 24.58%，同比提升 0.73 个百分点；净利率 8.62%，同比提升 0.74 个百分点。新能源汽车板块毛利率 21.42%，同比提升 0.83 个百分点，净利率 5.38%，同比提升 0.20 个百分点；新能源发电板块毛利率 25.13%，同比提升 0.37 个百分点，净利率 10.02%，同比提升 0.52 个百分点；电力设备板块毛利率 29.54%，同比提升 0.64 个百分点，净利率 10.43%，同比提升 1.35 个百分点。

经营现金流有所改善，新能源汽车最为明显：2020 年上半年，全行业经营现金净流入 610.74 亿元，同比增长 30.41%。其中，新能源汽车板块净流入 280.83 亿元，同比增长 104.47%；新能源发电板块净流入 326.29 亿元，同比增长 13.60%；电力设备板块净流入 3.62 亿元，同比下降 91.74%。

板块营运能力保持平稳：截至 2020 年中期，全行业应收账款总额 5,088.07 亿元，同比下降 1.61%；存货总额 3,778.88 亿元，同比增长 4.15%。应收账款周转天数同比减少 6.42 天至 121.37 天，存货周转天数同比增长 0.74 天至 118.96 天。

全行业 2019 年第二季度盈利能力明显提升：2020 年第二季度，全行业实现营业收入 4,331.53 亿元，同比下降 3.05%，盈利 359.57 亿元，同比增长 29.30%。全行业平均毛利率增长 1.85 个百分点至 25.09%，净利率增长 3.31 个百分点至 8.62%。

投资建议：全球光伏需求强势复苏，制造业各环节大部分供需格局较好，电站资产价值有望迎来重估，推荐隆基股份、福斯特、通威股份、晶澳科技、东方日升、爱旭股份、锦浪科技、林洋能源、阳光电源、正泰电器等，建议关注福莱特、固德威等；HJT 设备国产化有望加速产业化进度，2020-2025 年新增设备需求空间有望超过 600 亿元，推荐迈为股份、捷佳伟创、东方日升、通威股份、山煤国际等，建议关注金辰股份、苏州固锝等。国内补贴政策落地，新车型推出有望刺激需求；海外利好政策持续加码，销量有望快速复苏；中游竞争格局持续优化，全球供应链加速导入；具备全球竞争力的动力电池与材料企业有望享受高增长红利，推荐宁德时代、璞泰来、恩捷股份、新宙邦、亿纬锂能、天赐材料、星源材质、杉杉股份、当升科技、中科电气、德方纳米、科达利等；绑定国内外电池龙头的设备企业有望受益于其扩产，推荐先导智能；上游锂钴资源基本面筑底，长期供需格局有望持续改善，推荐赣锋锂业、华友钴业、寒锐钴业等。电力设备方面推荐输变电设备与电力物联网领域龙头国电南瑞，建议关注特高压主设备龙头标的许继电气、平高电气。工控领域推荐优质标的汇川技术、宏发股份，建议关注麦格米特。

风险提示：新冠疫情影响超预期，投资增速下降，政策不达预期，价格竞争超预期，原材料价格波动。

【轻工】轻工制造行业 20 年中报综述：继续看好大家居、造纸的景气修复

杨志威 刘凯娜

轻工制造行业 20 中报整体实现了营业收入 2195.6 亿元，同比减少 7.6%，归属上市公司股东的净利润 115 亿元，同比减少 21.4%；Q2 轻工行业整体营收同比实现正增长 0.16%，相对于 Q1(-15.8%)明显提速，净利润整体下滑 11.7%，环比 Q1 缩小 23.7pct。从营收同比增速季度环比来看，其他家用轻工、包装印刷、家具改善最为明显。继续看好地产竣工链、造纸、包装印刷的景气改善机会。

支撑评级的要点

造纸：旺季涨价有望充分兑现。造纸行业 2019Q1-2020Q2 收入分别-2.4%/-9.3%/+1.1%/+13.8%/-10.5%/+2.3%，Q2 随着开工率的提升，各纸种收入有了明显的改善。但疫情期间需求下滑，集中在 Q2 体现，各纸种纸价均有下滑，Q2 木浆系、废纸系、特种纸的毛利率环比均有所下滑。目前行业已经逐渐从主动去库存过渡到被动去库存阶段，纸企库存不断下降，三季度下旬逐步进入到造纸行业的传统旺季，此外文化纸明年党建周年庆相关印刷资料需求增量，以及明年春季教辅材印刷的需求逐步在秋季释放，需求明显改善，白卡纸需求也随着消费的复苏、限塑令的影响，有所改善，我们认为旺季涨价有超预期兑现可能。看好供需格局较好的白卡纸、以及具备海外原材料优势的文化纸龙头。

家居：H1 出口表现亮眼，坚定看好下半年内需回补。上半年家具行业营收同比下降 6.0%，归母净利润同比下降 31.7%，毛利率同比下降 2.5%，净利率同比下降 2.7%，其中，Q2 营收同比增长 3.5%，归母净利润同比增长 2.5%，毛利率降幅收窄至 1.1%，净利率降幅收窄至 0.1%，环比改善明显。上半年出口与软体板块表现相对突出，出口板块受益于海外疫情期间居家办公需求爆发，软体板块受益于外延并表增厚业绩。定制家居 Q2 营收增速已经回正，改善明显，大宗业务和第二主业增速高的公司 Q2 表现最好，全屋定制毛利率 Q2 没有出现趋势下降，我们认为下半年竣工回暖确定性仍然较强，对于家居工程端需求将提供支撑，另外去年下半年以来的竣工回暖传导叠加上半年疫情影响的推延，我们估算对于零售端的销售带动幅度有望开始明显体现。

包装：纸包装、金属包装需求恢复明显。Q2 各子行业分类的收入增速均有明显恢复，整体上看，下游复工的恢复带动了 Q2 的回补，其中纸包装、金属包装增长恢复最为明显。四季度需关注纸包装、金属包装行业的整合进展，以及疫情过去后国内外消费需求的恢复。

文娱用品：办公文具直销保持高景气。文娱用品行业整体表现较好，上半年实现了 4.8%的营收增长以及 54.3%的净利润增长；Q2 相对于 Q1 明显改善，实现 12.9%的增长，文具行业增长较为稳健，Q1Q2 分别实现了 15%和 24.3%的增长，办公直采趋势下，齐心等文具龙头保持高速增长。

其他家用轻工：出口和地产竣工相关需求保持景气。上半年营收下滑 13.8%，净利润下滑 20.8%，其中 Q2 实现营收 3.5%的增长，净利润-7.4%的增长，是轻工行业里营收改善速度最明显的板块。其中，Q2 营收恢复最为明显的是瓷砖卫浴、民用电工、卫浴配件行业，竣工周期的传导起到了重要的稳定器作用。Q2 增速最高的是出口居家领域，海外疫情下居家办公增多，相关需求短期剧增。

重点推荐

随着复工复学的进展，竣工回升传导下，家居下半年需求回补确定性高，看好志邦家居、欧派家居、顾家家居；可选消费文具行业复学后需求回升的确定性较高，看好行业龙头晨光文具；造纸行业旺季涨价有望充分兑现，继续看好纸价带动的行情，看好太阳纸业、博汇纸业。此外关注纸包装和金属包装的需求修复机会

评级面临的主要风险

疫情持续时间过长、废纸政策变动、房地产调控持续升级、家具市场竞争加剧。

【非银】中国平安：无惧寿险短期承压，深化转型厚积薄发

兰晓飞

公司 2020 上半年实现归母营运利润 743.10 亿元，同比+1.2%；归母净利润 686.83 亿元，同比-29.7%；寿险新业务价值 310.3 亿元，同比-24.4%；上半年集团内含价值 12570.9 亿元，环比 19 年+4.7%。

疫情冲击+权益市场波动，推动集团归母净利润同比-29.7%：寿险及健康险实现归母净利润 455.0 亿元，同比-35.3%；寿险及健康险实现归母营运利润 511.3 亿元，同比+6.6%，占比提升至 68.8%。

寿险业务短期承压，深化转型厚积薄发：（1）集团上半年实现 NBV 310.3 亿元，同比-24.4%。NBV margin 为 36.7%，同比-8.0 个百分点。主要受到疫情影响线下销售，代理人难以推动高价值率产品销售影响。中国平安应对疫情及时推出高性价比，利于线上销售的产品，旨在储备客户资源。中国平安不断深化寿险改革，从保障型产品布局转向综合金融，实现寿险+健康/养老/教育的融合，提升产品差异化优势，深化长期储蓄及重疾险等保障型产品；（2）截至上半年个险代理人达 114.5 万，较 2019 年末-9.3%，较一季度 +1.2%。疫情冲击叠加渠道转型对人力规模增长带来负面影响。人均 NBV 同比-14.7%至 25,005 元/人，代理人渠道价值率 55.2%，同比降低 3.7 个百分点。

财险受疫情冲击，费用率上升，赔付率承压：（1）上半年财险实现归母净利润 82.3 亿元，同比-30.5%；实现保费收入 1,441.2 亿元，同比+10.5%；综合成本率 98.1%，同比提升 1.5 个百分点，其中费用率 38.1%（同比提升 0.7 个百分点），赔付率 60.0%（同比提升 0.8 个百分点）；（2）车险贡献保费收入 956.5 亿元，同比+3.6%。

权益市场波动，利率下行，投资收益率同比下降：公司总/净投资收益率 4.5%/4.1%，同比下降 1.0/0.4 个百分点，上半年权益市场波动，公司积极把握机会，灵活开展权益投资操作，获取投资收益。保险资金投资资产规模增大，上半年末达 3.44 万亿元，环比+7.3%，同比+14.7%。

投资建议

公司 2020 年上半年负债端表现疲软，寿险坚定改革路线，在疫情影响下加剧转型阵痛。但长期来看，公司坚持寿险渠道提质及差异化产品方向不变，集团内各板块加深融合。整体新单及 NBV 低点已过，预计四季度公司提前布局 2021 年开门红，有望取得佳绩。公司 2020 P/EV 为 0.98 倍，维持**买入**评级。

风险提示

保障型保险产品保费增速不及预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性。

【非银】友邦保险：中国内地成为友邦主要市场，Q2 新单有所改善

兰晓飞

友邦保险发布 2020 年中报，上半年营运利润同比-13%（根据公司公告，按照固定汇率口径，下同），NBV 同比-37%，NBV margin 下降 11.1 个百分点至 54.4%。

中国内地市场 Q2 改善明显，上半年表现超预期：（1）由于 2 月开始中国内地游客赴港人数下滑，中国香港地区销售保险受限，叠加上半年受到疫情影响，中国香港地区新单下滑明显，上半年新单同比-68%。中国内地市场成为中国地区主要业绩贡献地。2020 年上半年中国内地 NBV 同比下滑 13%，二季度新单有所改善；（2）中国内地市场受益于监管寿险市场改革，NBV margin 始终领先其他市场，上半年 NBV margin 实现 81.8%，相较于 1H2019 下降 11.4 个百分点（1H2019 为 93.2%）。全年新单低位已过，下半年中国香港地区疫情逐步控制及好转，预计 NBV 有望整体改善，叠加 2019 年下半年中国香港地区新单低基数，疫情后更加重视健康险等因素，NBV margin 有望回升，中国内地地区 NBV 全年有望前低后高。

东南亚地区新业务价值下滑已在预期内。泰国/新加坡/马来西亚/其他市场新业务价值同比变动-7%/-24%/-36%/+10%，其中马来西亚新业务价值同比下滑明显，主要为 4 月中旬出行限制导致。考虑东南亚国家 3 月份受疫情影响，限制出行，上半年新业务价值下滑已在预期中。但由于东南亚国家疫情控制情况弱于中国内地地区，给全年新业务价值增长带来不确定性。

投资建议

上半年受到疫情影响，友邦保险各地区新单表现不佳。但中国内地地区上半年贡献新业务业绩部分的 38%，在负债端承压的外部环境下表现出友邦保险自身产品的价值韧性。随着未来中国内地市场陆续开放保险市场，中国内地市场重要性不断增强，具有潜在增长机会。作为长期价值投资标的，目前公司 2020 P/EV 1.8，具有配置价值，维持**买入**评级。

风险提示

保障型保险产品保费增速不及预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性。

【食品饮料】伊利股份：以长效机制锁定核心人才，彰显长远发展信念

毕翘楚 汤玮亮

伊利股份发布《长期服务计划》草案，旨在加强公司利益与员工利益长期绑定，存续期为审议通过之日起 20 年，每一年度实施一期，行权方式为退休时申请权益归属。

支撑评级的要点

长期服务计划目的为以长效机制锁定核心人才，资金来自自有资金，存续期 20 年，行权方式退休时申请归属。本次草案计划目的：（1）旨在加强公司利益与员工利益的长期绑定，确保员工自觉推动公司持续发展，利益共享、风险共担；（2）进一步完善员工薪酬体系，积极应对日益激烈的人才竞争，鼓励核心人才长期扎根服务于本公司；（3）进一步提高公司员工的凝聚力和公司竞争力，吸引外部更为广泛的优秀人才加盟，促进公司长期、持续、健康发展。**服务计划的资金来自自有**（员工的合法薪酬与奖金额度，包括但不限于年终奖、超额奖及奖励基金等，以及员工自筹资金），股票通过二级市场市价购买，长期服务计划可参与公司非公开发行股票、配股、可转债等。**此外，通过二级市场购买股票的，长期服务计划锁定期为 12 个月**，自公司公告标的股票登记至当期计划时起计算；**存续期为审议通过之日起 20 年，每一年度实施一期**，各期长期服务计划滚动设立、相互独立，存续期届满之后可由董事会决议延长；**行权方式为退休时申请权益归属。从草案内容可以看出，这份计划旨在通过一系列长效机制，实现企业、员工和股东利益的深度绑定，进一步提升企业员工的凝聚力和企业的竞争力，从而推动企业未来的“长期、持续、健康发展”。**

多期员工持股计划稳步推进，在疫情下仍有望实现股权激励目标。伊利通过多期的股权激励和员工持股计划，深度绑定了高管、员工和股东之间的利益。（1）员工持股计划。持股计划分十期实施，即 2014 年至 2023 年每一年度实施一期，每期员工持股计划存续期 24 个月。2019 年 6 月 26 日，第三期员工持股计划股票已经出售完毕；第六期员工持股计划锁定期已经结束。（2）股权激励：2019 年 9 月 30 日，伊利股份新一轮股权激励方案完成授予限制性股票登记，向激励对象发放 15,242.8 万份限制性股票。股权激励计划考核目标为以 2018 年基数，2019 年扣非净利润增长率不低于 8%（剔除股权激励费用），公司 19 年正好达到要求。2020 年扣非净利润增长率不低于 18%，虽然今年受疫情影响，但根据公司中报业绩及销售恢复情况，下半年有望维持较快增长，股权激励目标有望实现。

估值

公司上半年结构改善效果明显，费用管控较好，我们维持此前盈利预测，预计 2020-21 年 EPS 分别为 1.18、1.43 元，同比变化+4%、+21%，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

疫情反复、行业竞争大幅加剧、原料成本大幅上涨。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高	S1300519050002	gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛	S1300120030020	tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵	S1300516090001	qibing.zhu@bocichina.com
张晓娇	S1300514010002	xiaojiao.zhang@bocichina.com
王大林	S1300520060003	dalin.wang@bocichina.com
刘立品	S1300119080013	lipin.liu@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲	S1300520060005	chengzhe.xiao@bocichina.com
王开	S1300119100023	kai.wang@bocichina.com

策略研究团队

王君	S1300519060003	jun.wang@bocichina.com
徐沛东	S1300518020001	peidong.xu@bocichina.com
郭晓希	S1300119040001	xiaoxi.guo@bocichina.com
王永健	S1300520060006	yongjian.wang@bocichina.com

金融工程

郭军	S1300519070001	jun.guo@bocichina.com
郭杰磊	S1300120030014	jielei.guo@bocichina.com

银行研究团队

励雅敏	S1300517100003	yamin.li@bocichina.com
林颖颖	S1300519080004	yinyin.lin@bocichina.com
熊颖	S1300118080005	yin.xiong@bocichina.com

非银金融研究团队

兰晓飞	S1300511040003	xiaofei.lan@bocichina.com
娄文青	S1300119070025	wenqing.lou@bocichina.com
张天愉	S1300119080020	tianyu.zhang@bocichina.com

建筑建材研究团队

王军	S1300511070001	jun.wang_sh@bocichina.com
余斯杰	S1300520060001	sijie.yu@bocichina.com

煤炭研究团队

唐倩	S1300510120036	qian.tang@bocichina.com

电新研究团队

沈成	S1300517030001	cheng.shen@bocichina.com
李可伦	S1300518070001	kelun.li@bocichina.com
朱凯	S1300518050002	kai.zhu@bocichina.com
张咪	S1300519090001	mi.zhang@bocichina.cim

机械研究团队

杨绍辉	S1300514080001	shaohui.yang@bocichina.com
陶波	S1300520060002	bo.tao@bocichina.com

化工研究团队

余嫄嫄	S1300517050002	yuanyuan.yu@bocichina.com
王海涛	S1300518020002	haitao.wang@bocichina.com
鞠龙	S1300519060002	long.ju@bocichina.com

医药研究团队

邓周宇	S1300517050001	zhouyu.deng@bocichina.com

食品饮料研究团队

汤玮亮	S1300517040002	weiliang.tang@bocichina.com
邓天娇	S1300519080002	tianjiao.deng@bocichina.com
毕翘楚	S1300520040001	qiaochu.bi@bocichina.com

家电研究团队

孙谦	S1300520070001	qian.sun@bocichina.com

轻工研究团队

杨志威	S1300515060001	zhiwei1.yang@bocichina.com
刘凯娜	S1300519050001	kaina.liu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿	S1300518090001	sirui.yang@bocichina.com
孙业亮	S1300519080001	yeliang.sun@bocichina.com

通信研究团队

庄宇	S1300520060004	yu.zhuang@bocichina.com

电子研究团队

赵琦	S1300518080001	qi.zhao@bocichina.com
王达婷	S1300519060001	dating.wang@bocichina.com

汽车研究团队

朱朋	S1300517060001	peng.zhu@bocichina.com
魏敏	S1300517080007	min.wei@bocichina.com

披露声明

本报告节选自正式发布的证券研究报告，完整内容及观点以相关报告发布当日的证券研究报告为准。撰写相关报告的的证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1）基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2）中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司
2/F，1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司
美国纽约市美国大道1045号
7BryantPark15楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371