新时代证券 New Times Securities

新时代证券-研究所晨报（20200902）

● 公司研究

纽威股份：Q2 营收和归母利润加速，H1 现金流入已大幅好转

公司 Q2 营收增 33%、扣非后归母净利增 26%，H1 现金流入大幅好转。预计在手订单增长较好，新产能释放或促 2021 年营收入快速增长，三重逻辑将驱动纽威 2020-2022 年归母净利润复合增长 31%。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润 6.50、8.43 和 10.17 亿元，同比增长 42.7%、29.8%和 20.6%、复合增速约 31%，维持“强烈推荐”评级。

古井贡酒：业绩环比改善，关注省外板块成长

公司公布 2020 年中报，实现营收 55.20 亿元/-7.82%；归母净利润 10.25 亿元/-17.89%。薪酬等期间费用增加 38%压制净利率，省内龙头地位强化，黄鹤楼短期拖累营收增速。我们预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 23.33/26.68/31.30 亿元，同比增长 11.2/14.3/17.3%；当前股价对应 PE 分别为 58.3/51.0/43.5 倍。维持“强烈推荐”评级。

招商银行：依托“金融科技+零售”一体两翼的飞轮效应，非息业务优势凸显

公司各项业务稳健开展，推进“一体两翼”战略。NIM 略微下行，中间业务收入稳步扩张，资产质量总体稳定。综合 DDM 和相对估值法，2020 年招商银行的 PE 合理区间在 10-12 之间，PB 在 1.8-2.16 之间，对应合理股价区间为 40.45-44.39 元，上调至“强烈推荐”评级。

● 行业研究

保险行业 2020 年中报综述：疫情综合影响增设前进中障碍，直面阻力差异化寻求发展

A 股上市险企公布 2020 年中期业绩，上半年归属于母公司股东净利润都出现了同比负增长。短期观点上，压制板块估值的重要因素短期内相对弱化；长期观点上，板块具备长期配置价值，维持行业“推荐”评级。受益标的：新华保险(601336.SH)/（01336.HK）、中国人保（601319.SH）、中国平安(601318.SH)/（02318.HK)、中国太保(601601.SH)/（02601.HK）、中国人寿(601628.SH)/（02628.HK)。

美股 Tenbagger 系列二：分布式光伏运营商 Sunrun 和 VivintSolar

美国户用光伏运营商 Sunrun 和 VivintSolar 股价从低点至今分别上涨 13.4 倍和 14.2 倍，原因有：Sunrun 拟收购 VivintSolar 协同效应凸显，且其 Brightbox 光储业务结合虚拟电厂，开创分布式光伏新未来，采用租赁或电力购买协议 PPA 吸引更多用户。受益标的国内户用龙头正泰电器(601877.SZ)、中来股份（300393.SZ），分布式电站和电站运营商林洋能源（601222.SH）、晶科科技（601778.SH）、太阳能（000591.SZ）。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
休闲服务	3.25%	建筑材料	-0.53%
汽车	2.98%	商业贸易	-0.43%
国防军工	2.58%	食品饮料	-0.33%
电气设备	2.54%	房地产	-0.25%
有色金属	1.85%	银行	-0.23%

相关报告

《美股 Ten bagger 系列二：分布式光伏运营商 Sunrun 和 Vivint Solar》2020-09-01

《依托“金融科技+零售”一体两翼的飞轮效应，非息业务优势凸显》2020-09-01

《Q2 营收和归母利润加速，H1 现金流入已大幅好转》2020-08-31

《疫情综合影响增设前进中障碍，直面阻力差异化寻求发展》2020-08-31

《业绩环比改善，关注省外板块成长》2020-09-01

内容目录

1、 公司研究 3
1.1、 纽威股份：Q2 营收和归母利润加速，H1 现金流入已大幅好转 3
1.2、 古井贡酒：业绩环比改善，关注省外板块成长 3
1.3、 招商银行：依托“金融科技+零售”一体两翼的飞轮效应，非息业务优势凸显 4
2、 行业研究 5
2.1、 传媒在线阅读跟踪专题报告三：免费以内容及渠道为竞争力，巨头以 IP 版权构建生态 5
2.2、 美股 Tenbagger 系列二：分布式光伏运营商 Sunrun 和 VivintSolar 6

1、 公司研究

1.1、 纽威股份：Q2 营收和归母利润加速，H1 现金流入已大幅好转

2020Q2 公司营收同比增 32.6%、归母净利润增长 24.1%，环比 Q1 的 13.74%和 12.74%均实现加速增长，新冠疫情对公司 2020 年营收和利润增长的影响或逐季减弱。未来公司产品种类丰富且中高端化、大客户战略深入实施、拓展下游新应用领域有望驱动中国工业阀门翘楚快速成长。预计 2020-2022 年公司归母净利润 6.50、8.43 和 10.17 亿元，同比增长 42.7%、29.8%和 20.6%、复合增速约 31%，维持“强烈推荐”评级。

Q2 营收增 33%、扣非后归母净利增 26%，H1 现金流入大幅好转。2020Q2 公司营收 9.97 亿元（+32.63%）、增速大幅好于 Q1 的 13.74%，毛利率 35.34%、同比提升 0.8 个百分点，期间费用率 16.94%、同比提升 2.8 个百分点、主因财务费用和研发费用增长较快，归母净利润 1.61 亿元、同比增 24.1%、扣非后同比增 26.3%。2020Q2 单季度经营现金流入 3.03 亿元、大幅好于 2019Q2 的-0.74 亿元，2020H1 经营现金流入 2.59 亿元、大幅好于 2019H1 的-1.27 亿元，经营活动现金流入连续两个季度同比大幅好转。

预计在手订单增长较好，新产能释放或促 2021 年营收入快速增长纽威工业阀门主要“以销定产”，2020H1 公司预收款+合同负债约 1.4 亿元（+45.6%）、维持快速增长，存货 14.69 亿元(+16.21%)、创历史新高，结合 2020H1 公司营收增长 24.12%，推断 2020H1 公司新签增长较好、在手订单充足。公司计划 2020 年提升铸件产能至 6 万吨、锻件产能至 3 万吨，合计约 9 万吨、较 2019 年初翻倍；2020 年 3 月开工建设的智能工厂计划于 2021 年 5 月建成，项目一期执行订单能力 10 亿元/年。预计 2020 年扩产上游铸锻件产能和 2021 年智能工厂投产将促 2021 年营收维持快速增长。

预计三重逻辑将驱动纽威 2020-2022 年归母净利润复合增长 31%。一是产品种类丰富、且向中高端化，球阀、蝶阀、锻钢阀、安全阀等中高产品占比提升且型号丰富，利于纽威毛利率提升和获取一级供应商资质。二是大客户战略深入实施，纽威与中石油、浙石化、万华、恒力、SHELL、BP、阿美、三星工程等深度战略合作，预计 2020-2022 年纽威中高端产品突破将提升在战略客户中的采购比例。三是下游新应用领域拓展，未来纽威将逐步打开化工、核电、LNG、海上油气平台、电力、油气管网等国内外市场应用。我们预计 2020-2022 年归母净利润 6.5、8.43 和 10.17 亿元，复合增速 31%。

风险提示：海外局部市场和汇率波动，新产品推广、新客户扩展的风险。

1.2、 古井贡酒：业绩环比改善，关注省外板块成长

业绩环比改善，经营性现金流表现良好。公司公布 2020 年中报，实现营收 55.20 亿元/-7.82%；归母净利润 10.25 亿元/-17.89%。其中，2020Q2 实现营收 22.38 亿元/-3.51%；归母净利润 3.88 亿元/-16.51%。预收账款 10.33 亿元/+40.7%，Q2 收入+Δ预收款变化 29.66 亿元，同增 72.3%，Q2 现金回款 19.21 亿元/-7.2%，应收款项 10.8 亿元，环比 Q1 下降 5.31 亿元；经营性现金流 7.09 亿元，较 2019Q2 增加 6.78 亿元，主要系公司用于质押开具银行承兑汇票的存款（或票据）减少所致。

薪酬等期间费用增加 38%压制净利率。公司毛利率 76.20%，同降 0.52pct；销售费用率 29.31%，同降 1.42pct；管理费用率 7.45%，同升 2.16pct；净利率 18.23%，

同降 3.06pct，主要系公司员工薪酬提升和销售团队扩充，期间费用员工薪酬增加 38%至 5.34 亿元所致。其中，Q2 毛利率 74.6%，同升 0.20pct; 税金附加占比 16.4%，同升 2.20pc，判断系消费税基数调整，消费税同增 2.8%至 7.3 亿元；销售费用率 28.1%，同降 0.90pct; 管理费用率 9.3%，同升 2.4pct; 净利率 16.78%，同降 3.89pct。

省内龙头地位强化，黄鹤楼短期拖累营收增速。2020H1 公司白酒收入 54.33 亿元/-7.56%，湖北黄鹤楼收入 1.81 亿元/-60.39%，若扣除黄鹤楼影响，判断公司白酒收入下降约 3%，2020Q2 环比改善。公司坚守“三通工程”，省内市占率稳步提升，产品结构梯次提升、内部转化，献礼版、古 5 深耕县乡村，古 8 卡位 200 元已成为地市中高档宴席及商务用酒首选，预计未来 3 年古 8 及以上产品占比有望突破 40%；目前省内动销逐步恢复 8 成，主导产品价格稳中有升，划定库存红线纳入销售人员 KPI 考核，伴随省内品牌与渠道势能累积，未来次高端价位竞争格局公司必有作为。

看好省内龙头地位强化与省外战略市场的成长，维持“强烈推荐”评级。200 亿战略目标清晰，省内龙头地位强化为公司业绩提供了安全垫，持续受益消费升级，省外以古 16、古 20 等次高端价位导入，以“老八大”品牌力+厂商深度协销模式持续布局深耕江浙沪、豫鲁冀等周边板块市场，未来期待机制进一步放活，在国改中早日突破，我们预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 23.33/26.68/31.30 亿元，同比增长 11.2/14.3/17.3%；当前股价对应 PE 分别为 58.3/51.0/43.5 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情持续时间拉长致需求持续下滑，省外拓展不及预期等风险。

1.3、 招商银行：依托“金融科技+零售”一体两翼的飞轮效应，非息业务优势凸显

招商银行于 2020 年 8 月 29 日披露 2020 年中报业绩。资产规模持续增长：截至 6 月末，公司资产总额 80,318.26 亿元，较上年末增长 8.29%，主因贷款和垫款、债券投资等增长。零售业务进一步夯实。零售贷款总额 24,447.15 亿元，较上年末增长 5.02%，主因做好小微企业及个人信贷服务保障工作。6 月末零售贷款客户数 720.26 万户，较上年末增长 12.15%，客群增长以线上轻型获客为主。

公司各项业务稳健开展，推进“一体两翼”战略。2020 年上半营业收入 1483.53 亿元，同比增长 7.27%；归母净利润 497.88 亿元，同比下降 1.63%，主因拨备提增导致；ROAA 和 ROAE 分别为 1.29%和 16.94%，同比分别下降 0.16 和 2.53 个百分点。得益于生息资产规模扩张，利息收入 1,536.85 亿元，同比增长 6.34%。贷款和垫款利息收入 1,183.76 亿元，同比增长 9.52%，占比仍为最大。零售业务仍保持规模占比高、收益率相对较高的优势，上半年零售贷款收益率 6.1%，较 2019 年平均值提升 6BP。上半年集团业务及管理费 418.60 亿元，同比增长 9.70%，主因围绕各类数字化经营场景持续投入战略性费用资源，成本收入比 28.64%。

NIM 略微下行：上半年公司净利差 2.42%，净息差 2.50%，同比分别下降 16BP 和 20BP。计息负债成本率降幅慢于生息资产收益率降幅，导致净息差进一步收窄。生息资产年化平均收益率 4.23%，同比下降 24BP，各类生息资产收益率均有所下降；计息负债年化平均成本率 1.81%，同比下降 8BP，因存款成本相对刚性，负债端成本率下降幅度有限，除客户存款成本率上升外其余均下降。

中间业务收入稳步扩张：上半年非利息净收入 574.80 亿元，同比增长 12.94%。净手续费及佣金收入 422.69 亿元，同比增长 8.46%。因疫情对消费造成负面影响，

银行卡、结算和清算业务手续费下滑；代理类业务因代理基金收入增加而增速较快，同比增长 32.35%；托管理财收入增加拉动托管类业务收入同比增长 10.43%。投资收益同比增长 44.70%，主因基金投资分红、票据及债券价差增加。

资产质量总体稳定：公司坚持从严资产分类，充分暴露风险。6 月末，团不良贷款余额 553.28 亿元，较上年末增加 30.53 亿元，不良贷款率 1.14%，较上年末下降 2BP，仍维持较低的不良水平；公司拨备覆盖率 440.81%，较上年末提升 14.03 个百分点，为所有上市银行第三位，仅次于宁波银行、常熟银行。

投资建议：招商银行是国内零售业务的龙头，具有显著的市场优势。金融科技赋能，优势明显。金融科技持续发力、私人银行普及、服务升级；转型 3.0，“一体两翼”战略的推广，轻资产，使零售客户基础不断夯实；非息收入占比提升，理财业务及手续费及佣金的收入有望持续增长。综合 DDM 和相对估值法，2020 年招商银行的 PE 合理区间在 10-12 之间，PB 在 1.8-2.16 之间，对应合理股价区间为 40.45-44.39 元，上调至“强烈推荐”评级。

风险提示：转型带来经营风险；监管趋严下政策风险；疫情冲击下市场风险。

2、 行业研究

2.1、 传媒在线阅读跟踪专题报告三：免费以内容及渠道为竞争力，巨头以 IP 版权构建生态

行业简介：A 股上市险企公布 2020 年中期业绩。在税收政策一次性调整，准备金增提，以及投资收益、公允价值变动损益、资产减值损失波动的综合影响下，上市险企 2020 上半年归属于母公司股东净利润都出现了同比负增长，并且与扣除非经常性损益的净利润同比增速产生了较大差异。在人身险业务方面，代理人队伍数量较上年末保持稳定，销售承压寻求平衡发展；个险新单增速分化，健康险、储蓄型产品差异化发展；新业务价值增长压力较大，新业务价值率整体下降。在财险业务方面，综合成本率有所改善，非车险业务助力保费增长。保险资金大类资产配置结构相对稳定，投资收益率整体略降。

短期观点：人身险业务方面，行业逐步进入常态发展，人力及销售策略回归公司正常节奏；财产险业务方面，随着生产、生活的逐步恢复，预计保费增速将逐步回升。十年期国债到期收益率企稳，压制板块估值的重要因素短期内相对弱化。

长期观点：行业成长的方向依然比较明确，为实体经济提供风险保障和长期资金支持的职能得到稳定和强化，作为估值基础的内含价值预计也将稳健增长，板块具备长期配置价值。

投资建议：行业逐步恢复常态发展，十年期国债到期收益率企稳，资产端对板块压制的负面影响相对弱化，维持行业“推荐”评级。

受益标的：新华保险(601336.SH)/（01336.HK）、中国人保（601319.SH）、中国平安(601318.SH)/（02318.HK)、中国太保(601601.SH)/（02601.HK）、中国人寿(601628.SH)/（02628.HK)。

风险提示：外部金融环境、国际关系等发生重大变化带来系统性风险传导。保险风险发生率发生重大变化带来的损失风险、巨灾风险、利率风险、行业政策风险等。受经济、公司决策，以及资本市场波动等影响带来的经营成果不达预期风险。

2.2、 美股 Tenbagger 系列二: 分布式光伏运营商 Sunrun 和 VivintSolar

研究背景：美国户用光伏运营商 Sunrun 和 VivintSolar 股价从低点至今分别上涨 13.4 倍和 14.2 倍，其中 2020 年 4 月至今短短 5 个月时间内，股价分别上涨 5.7 倍和 7.6 倍，我们分析股价近期快速上涨原因如下:

(1)Sunrun 拟收购 VivintSolar 协同效应凸显。2020 年 7 月 6 日,Sunrun 宣布将以 32 亿美金全股票收购其最大对手 VivintSolar 的控股权。如果收购最终落地，Sunrun 将整合 VivintSolar 渠道销售资源，预计节省 9000 万美元的运营费用，年销售额将超 12 亿美元，市占可达 23%。

(2)Sunrun 的 Brightbox 光储业务结合虚拟电厂，开创分布式光伏新未来。Sunrun 的户用电池解决方案 Brightbox 可搭载特斯拉 Powerwall 或 LGChem 的电池。2019 年 Sunrun 已部署完成 9000 个 Brightbox 户用光伏储能系统，同时结合虚拟电厂业务，目前已与多家知名机构进行试点运行。(3)Sunrun 运营模式采用租赁或电力购买协议 PPA。通过第三方融资，众多中小规模的光伏电力用户通常不需要任何前期投资就可以获得比电网更便宜的电费水平，且 10~20 年的合同期为未来的电费支出创造了确定性。

国内分布式运营商发展:

（1）国家鼓励分布式源网荷储一体化，未来有望放开电力市场交易。2020 年 8 月 27 日国家发改委、国家能源局发布《源网荷储一体化的指导意见（征求意见稿）》鼓励新能源产业发展。未来国家有望放开分布式光伏电量交易，采取隔墙售电或者净电量上网的办法，以实现投资者、电网以及用户的三赢。

（2）国内消纳空间显著提升，拉动光伏电站建设景气增长。根据能源局规划，2020 年国内光伏新增消纳空间 48.45GW，其中国家电网经营区 39.05GW。此举在确定的全国及重点地区新能源发电利用率目标的前提下，充分释放新能源消纳能力，为光伏电站建设高景气增长保驾护航。

（3）拟发行 1500 亿债券，解决补贴新能源拖欠问题。目前中国人民银行、财政部、国家发展改革委等部门已经同意，将由两大电网企业发行 1500 亿债券解决新能源欠补问题。届时企业经营性现金流将得到改善，资金滚动复投项目能力提升。

投资建议及评级: 基于光储叠加虚拟电厂的大蓝海及对分布式运营商的预期差，受益标的国内户用龙头正泰电器(601877.SZ)、中来股份（300393.SZ），分布式电站和电站运营商林洋能源（601222.SH）、晶科科技（601778.SH）、太阳能（000591.SZ）。

风险提示：光伏需求不及预期风险、国内外光伏政策风险、分布式推广进度不及预期风险、发行债券解决补贴问题不确定性风险。

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/