

9 月金股组合

中银证券研究部 9 月金股

9 月金股组合

- **策略观点：**基本面修复趋势延续，流动性尚未面临拐点，市场仍将处于业绩因子主导的环境中。二季度基本面改善趋势延续，内外需有望持续改善；市场流动性环境维持合理充裕，海外疫情反复及中美关系波动或带来市场风险偏好波动，但市场盈利上行、增量资金入市趋势仍在，9 月市场结构性行情可期。行业配置上，依然关注业绩确定性带来的超额收益。下半年成长主线归来，关注新能源车、消费电子为代表的行业景气上行的部分成长行业机会；医药、食品饮料为代表的必需消费业绩稳定，外资增量下必需消费抱团仍将延续。主题上关注新能源汽车、国改、半导体、新三板精选层带来的投资机会。
- **组合回顾：**行业组合优于市场，个股组合优于市场。上月“老佛爷”行业组合绝对收益 3.38%，表现优于市场 0.2%；“老佛爷”金股组合绝对收益 6.9%，表现优于市场 3.73%。2017 年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为 2.07。
- **9 月中银证券金股组合为：**中国太保（非银）、塔牌集团（建材）、迈为股份（电新）、万润股份（化工）、中联重科（机械）、宁波华翔（汽车）、普洛药业（医药）、金徽酒（食品饮料）、志邦家居（轻工）、广联达（计算机）。
- **风险提示：**大盘系统性风险；个股层面暴雷。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东
(8621)20328702
peidong.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

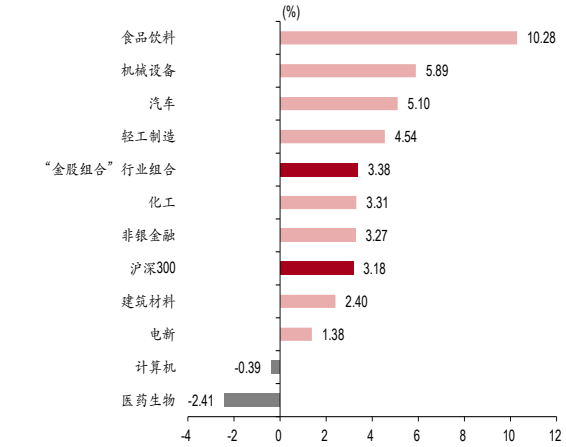
策略观点

9 月 A 股市场预判：基本面修复趋势延续，流动性尚未面临拐点，市场仍将处于业绩因子主导的环境中。二季度基本面改善趋势延续，内外需有望持续改善；市场流动性环境维持合理充裕，海外疫情反复及中美关系波动或带来市场风险偏好波动，但市场盈利上行、增量资金入市趋势仍在，9 月市场结构性行情可期。行业配置上，依然关注业绩确定性带来的超额收益。下半年成长主线归来，关注新能源车、消费电子为代表的行业景气上行的部分成长行业机会；医药、食品饮料为代表的必需消费业绩稳定，外资增量下必需消费抱团仍将延续。主题上关注新能源汽车、国改、半导体、新三板精选层带来的投资机会。

8 月组合回顾

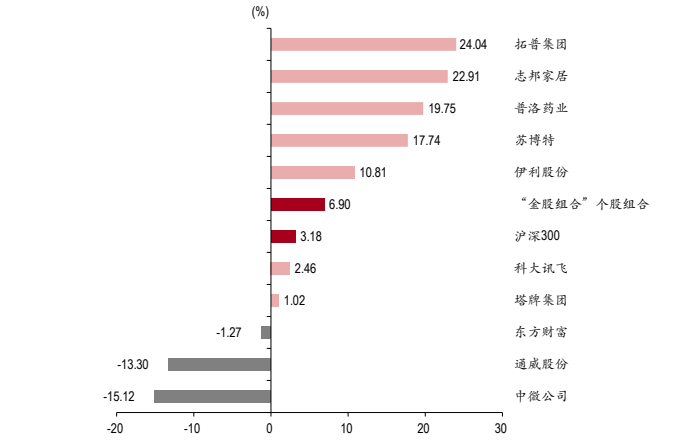
组合回顾：行业组合优于市场，个股组合优于市场。上月“老佛爷”行业组合绝对收益 3.38%，表现优于市场 0.2%；“老佛爷”金股组合绝对收益 6.9%，表现优于市场 3.73%。2017 年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为 2.07。

图表 1. 上月“老佛爷”行业组合表现



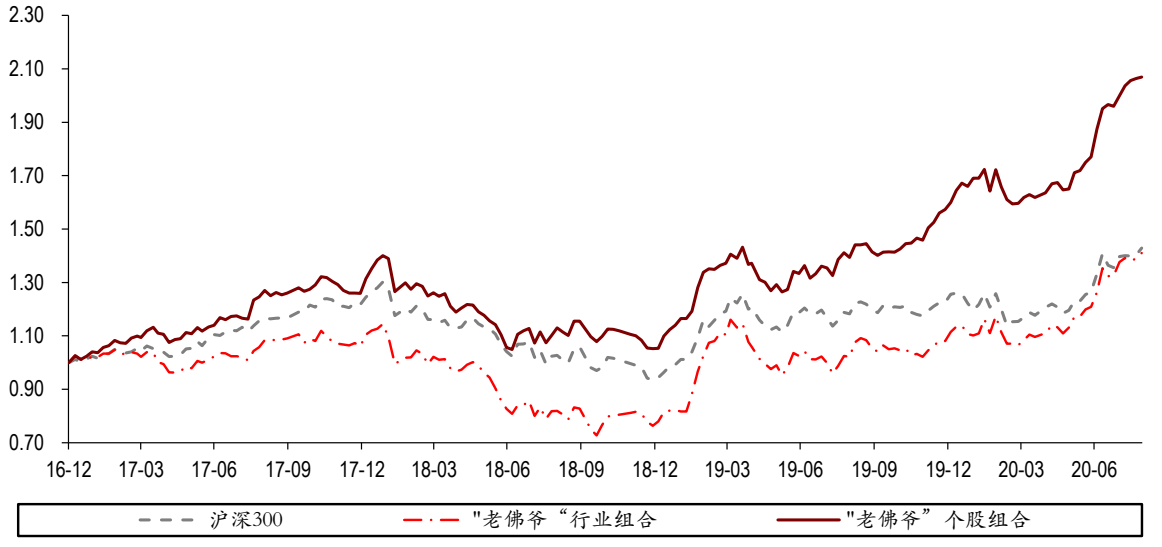
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 上月“老佛爷”个股组合表现



资料来源：万得，中银证券

图表 3.“老佛爷”金股组合表现（累计值）



资料来源：万得，中银证券

9 月组合

9 月中银证券金股组合为：中国太保（非银）、塔牌集团（建材）、迈为股份（电新）、万润股份（化工）、中联重科（机械）、宁波华翔（汽车）、普洛药业（医药）、金徽酒（食品饮料）、志邦家居（轻工）、广联达（计算机）。

图表 4. 4 月金股组合及估值表

行业	代码	公司	收盘价	EPS		PE			评级
				2019E	2020E	TTM	2019E	2020E	
非银	601601.SH	中国太保	31.53	3.30	3.60	11.76	9.55	8.76	增持
建材	002233.SZ	塔牌集团	15.83	1.99	2.05	9.67	7.96	7.73	买入
电新	300751.SZ	迈为股份	365.20	6.22	8.70	60.69	58.72	41.98	买入
化工	002643.SZ	万润股份	19.80	0.61	0.73	36.56	32.62	27.12	买入
机械	000157.SZ	中联重科	8.67	0.82	1.04	11.80	10.53	8.38	买入
汽车	002048.SZ	宁波华翔	18.07	1.44	1.84	12.74	12.53	9.83	买入
医药	000739.SZ	普洛药业	28.50	0.63	0.86	47.84	45.24	33.29	买入
食品饮料	603919.SH	金徽酒	18.08	0.58	0.73	35.85	31.28	24.90	买入
轻工	603801.SH	志邦家居	35.89	1.68	2.06	29.69	21.33	17.46	买入
计算机	002410.SZ	广联达	73.63	0.34	0.47	316.49	217.20	156.33	买入

资料来源：万得，中银证券，数据截止 2020/8/28

9月行业观点及关注个股

非银行业：中国太保

行业观点：

保险：8月保险行业陆续发布中报业绩，险企上半年负债端新单低点已过，受益于资产端的强beta属性，投资收益表现亮眼。险企净利润受到去年一次性税收返还高基数及多提准备金影响，上半年净利润增速收窄。2020年9月险企提前进入21年开门红布局，2020年下半年保费有望环比增速提升。**证券：**1）短期板块受市场震荡影响，同时日均股票、基金成交额下滑，两融余额增速放缓，市场活跃度和风险偏好下降，市场观望情绪或将影响券商板块继续震荡。2）券商半年报陆续披露，业绩增长超预期的情况或将催化板块部分个股估值短期提升。3）长期来看，政策面利好逻辑不变，在资本市场深化改革不断深入、扩大开放举措不断推进、证监会推动打造航母级券商的大背景下，龙头券商重点受益，头部集中化趋势显现，坚持长期龙头逻辑。另一方面创业板涨跌幅限制放宽、转融通机制优化，市场成交额和两融规模有望提升，长期来看利好经纪与两融业务突出的券商。4）估值方面，当前券商板块PB为2.16倍，略高于接近2014年以来估值中位数1.94，存在上升空间。

推荐：中国太保

首家A+H+G三地上市险企，助力转型改革2.0。中国太保成立于1991年先后于2007年登陆A股、2009年登陆H股，并于2020年6月16日（伦敦时间）登陆伦交所，成为首家A+H+G三地上市的险企。此次发行GDR有望为中国太保引入海外投资者，进一步提升公司整体经营管理能力。

引入基石投资者SwissRe，国际化化进程有望加快。引入基石投资SwissRe，认购中国太保0.29亿份GDR，占发行总数的28%（该数据为超额配售权行使前）。SwissRe认购GDR有三年禁售期，有助于公司引进先进再保险经验。在GDR募集资金用处方面，根据公司公告，拟发行GDR筹集资金用于推进国际化进程。70%及以上用于境外发达市场及新兴市场股权投资，30%计划依托于公司境外投资平台，在健康、养老及科技方面持续发力。

套利空间不大，对估值压制的不利因素出清。太保发行GDR的价格17.60美元，对应1份GDR=5份A股，每股价格价格为3.52美元，参照最新收盘价27.82元/股（6月16日收盘价），对应A股溢价10.7%，跨境套利的空间不大。GDR定价消除原有短期跨境套利机会，以及三地发行股权摊薄的影响微小（ROEV从14.13%下降0.68个百分点至13.45%），原有对于中国太保A股估值压制的不利因素出清。

建材行业：塔牌集团

行业观点：

9 月份推荐景气度复苏的水泥，首推华东华南区域龙头。涨价预期落地的玻纤行业，政策多重催化的装配式建筑等板块。持续关注玻璃、减水剂、防水、B 端建材、土建施工等其他板块：

水泥：下游需求反弹，但区域有所分化，川渝地区受到洪涝灾害影响，价格下跌严重；华东领跑全国，熟料价格复苏趋势确立。看好东南沿海等省份。

早周期：行业加速集中现状不变。中报主要龙头业绩表现均符合预期。

玻璃：玻璃价格达到历史最高水平，但 12 月交割的玻璃期货近期出现较大幅下滑，现货价格还在上涨，相关上市公司业绩仍持续增厚。

装修建材：B 端建材仍是主线，部分个股中报超预期。受洪灾影响，管道类需求有望提升。

玻纤与新材料：行业景气度处于底部，需求有所改善，龙头涨价兑现，单吨粗纱涨价 300 元，涨幅 7%。

基建与地产：预计下半年基建与地产投资增速将高于 2019 年全年，土建施工龙头受益；

装配式建筑：“十三五”规划政策约束下，装配式建筑推广进入关键时期，应持续关注，7 月份装配式建筑政策再出台，重提钢结构和装配式装修。

推荐：塔牌集团

单二季度公司财务数据向好，投资收益增厚利润：上半年公司营收有下滑，但单二季度公司各项经营表现较好。二季度营收 18.08 亿元，同增 22.2%；归母净利 5.95 亿元，同增 116.3%。销售费用率和管理费用率同比分别下降 0.6 和 0.04pct，经营效率不断提升。公司上半年公允价值变动与投资净收益合计 1.42 亿元，增厚净利润。

上半年价格提升，成本下降，二季度出货量有所恢复：据测算，司上半年发货量 675.7 万吨，同减 18.1%；二季度发货量 469.4 万吨，同增 5.5%。上半年均价 386.9 元/吨，同增 57.8 元/吨；二季度均价 348.2 元/吨，同增 15.7 元/吨。上半年成本 200.4 元/吨，同减 15.1 元/吨，二季度成本 196.1 元/吨，同减 35.6 元/吨。公司上半年价格同比提升，成本同比下降，主因是煤炭成本下降。二季度出货量相比一季度恢复。

下游需求反弹，公司下半年出货量有望大幅提升：随着疫情和雨水天影响减弱，下半年水泥行业需求有望反弹，其中广东省内景气度有望领跑全国。公司作为粤东龙头，区域市场占有率高。下半年新产能已达产，公司下半年出货量有望大幅提升。

电新行业：迈为股份

行业观点：

光伏：目前行业强势复苏，产业链开启量价齐升；产业链涨价，对于2020Q4需求有一定抑制，但这部分需求预计递延至2021Q1释放；

新能源汽车：疫情冲击新能源汽车上半年销量，下半年需求有望明显回暖，长期高增长可期；中游竞争格局持续优化，全球供应链加速导入；上游锂钴基本面筑底，供需格局有望持续优化。

推荐：迈为股份

2020H1盈利同比增长53%：公司发布2020年中报，上半年实现营业收9.38亿元，同比增长51.03%；实现归属于上市公司股东的净利润1.89亿元，同比增长52.77%，扣非后盈利同比增长34.48%。其中2020年二季度实现收入5.29亿元，同比增长62.69%，环比增长29.58%，实现盈利1.24亿元，同比增长106.16%，环比增长91.74%。

网印刷整线收入增长超三成，盈利能力保持稳定：2020年上半年，司持续保持在丝网印刷设备领域的领先地位，国内市场份额居首位。上半年公司丝网印刷成套设备销量114条，同比增长29.55%，实现收入6.61亿元，同比增长35.72%；毛利率同比提升1.68个百分点至31.88%。

研发投入大幅增加，合同负债保持高位：公司在现有光伏印刷设备的础上，不断加大研发投入，积极探索行业前沿技术，多线外延拓展，已相继进入光伏激光设备、OLED面板激光设备、HJT异质结电池生产设备等领域。2020年上半年公司研发投入5，889万元，同比增长79.61%。资产负债表方面，公司上半年末合同负债总额16.15亿元，与一季度末基本持平，依旧保持高位，预计待执行订单较为饱满。

化工行业：万润股份

行业观点：

8 月份，部分产品价格触底温和反弹。跟踪的产品中约 50%化工产品价格环比上个月上涨，其中涨幅超过 10%的产品约占一成。与 2019 年同期相比，16%的化工产品价格同比上涨。行业营收数据来看，化学原料、化学制品、塑料和橡胶等子行业均继续向好，但化学纤维整体情况仍不乐观。从最新的库存数据看，化学原料及制品等库存有所下降。中期来看，尤其需要关注部分中小企业，受此前环保安全严监管，再加上此轮停工及需求走弱，行业集中度提升或将加速。展望后市，对行业总体继续乐观，认为最差的时刻可能已经过去，产品价格及企业盈利将逐渐修复。投资建议，中期关注的子行业包括农药、维生素、基建相关化学品、新材料等，挑选各子行业优势龙头企业。

推荐：万润股份

主营产品量增价跌。由于供需格局变化，公司核心产品价格有所下滑受疫情影响，公司业绩短期承压。海外需求下滑影响下，公司出口业从分业务来看，信息材料产业。15.96%亿元，同比下降 9.62销售收入亿元，同比增 2.73；医药材料收入为 7.42%亿元，同比下滑 9.63 收入为，源于公 0.75pct，同比提升 42.89%公司销售毛利率为 2020H1。13.62%。其中 0.40pct，同比下降 20.72%公司期间费用率为 2020H1 司成本下降。，源于借款-0.06%；财务费用率为 0.11pct，同比下降 7.97%研发费用率为 32.76%，源于公司新产能投放，产量提升，乙二醇景气下滑。增加导致利息支出增加。2019Q3 销年的/吨 3，350 个百分点。4.24 受益排放标准升级，沸石需求持续增长。公司目前已具备期间费用率上升，主要源于研发费用支出增加。沸石分子筛产能，主要应用于高标准尾气排放领域，是庄信万丰的核心 2019Q3 公司期间费用为 7.11%，同比上升合作伙伴。此外，2.97 个百分点。其中研发费用率为“沸石系列环保材料二期扩建项目”预计于年底投产。2.47%，上升 1.98 个百分点，源于公司研发材料投入增加；销售费用率为公司拟以自有资金投包括 4，000 吨/年为 ZB 系列沸石和 2.54%3，000 吨，同比上/年为 MA 升 0.87 个百分点，源于销售运费增加所致。系列沸石的项目。随着国六标准实施，沸石分子筛的需求将大幅增长，单季度业绩小幅下滑，源于三季度化肥量价齐升及成本下降。推动业绩高增长。2019 第季度营业收入为 OLED35.35 亿元，环比持平，源于化肥和多元醇销量的增加，渗透率提高打开材料需求空间，子公司拟引入投资者增资扩股抵消产品价格下跌影响。在行业景气下行的背景下，公司专注于降低成随着部分手机品牌逐步采用 AMOLED 屏和 OLED 在大尺寸面板上的应用，本，加强平台建设，依托公司洁净煤气化技术，发挥多元联产优势。OLED 显示渗透率有望稳步提升，材料端需求空间将被打开。公司较早布新增规划项目明确发展方向。基于现有的煤气化平台，结合公司一体化局 OLED 材料产业链，子公司烟台九目化学和三月光电已形成一定收优势，公司计划建设己内酰胺及尼龙新材料和精己二酸项目，拓展新材规模并得到国际级 OLED 终端材料厂的认可，后续发展潜力巨大。此外，料产业链。项目建成投产后，可年产己内酰胺 30 万吨/年、甲酸 20 万吨/公司拟以引入投资者的方式为三月科技增资扩股，目的是解决三月科技年、尼龙 6 切片 20 万吨/年等。预计年均实现营业收入 56.13 亿元，利润资金需求，扩大其经营规模，提升其盈利能力；同时为三月科技引入产总额 4.46 亿元。精己二酸项目拟投资 15.72 亿元，达产后预计年均实现业与社会资本、带来产业与社会资源，力争将三月科技打造成业内领先营收 19.86 亿元，利润总额 2.96 亿元。的自主知识产权电子化学材料平台企业。

机械行业：中联重科

行业观点：

9 月份，我们首推防御性品种工程机械龙头，其次是半导体设备、光伏设备板块。

工程机械：上半年逆周期调节并未全部体现在项目开工和设备需求上，高温雨季过后 9 月份开始有望迎来基建项目的又一波开工高峰，三季度及下半年行业整体将继续保持高景气度，板块估值低，业绩确定性强；

半导体设备：本土晶圆厂集中招标来临，国产设备受到青睐，国产化率将在下半年将显著提升，受到来自大基金二期集中投资临近测量的行业边际变化，半导体设备板块有望持续走强，重点推荐整个半导体设备板块；

光伏设备：HJT 项目继续推荐，产业化进程加速；

锂电池设备：悲观预期已经反应充分，欧洲市场边际向好；

自动化：制造业投资继续上行，叠加政策支持融资成本下行，而人工成本持续上行，下游客户有望加大资本开支进行机器换人；

油服：短期订单、服务价格承受压力，油价尚未回到临界点，我们估计板块表现差于大盘，暂时不做强烈推荐。

推荐：中联重科

核心产品市场地位持续攀升，中后周期工程机械龙头迎利润和营收的双高增长。上半年公司持续聚焦工程机械，工程起重机、混凝土机械、塔机等传统强势产品市场份额持续提升，市场领先地位进一步巩固，土方机械、高空作业平台等潜力产品也开始同步发力，上半年实现重大突破。分产品看，混凝土机械、起重机械、农业机械、其它机械和产品营收分别为 86.4/153.4/10.6/33.8 亿元，分别同比增长 15.3%/39.4%/15.8%/33.9%。工程起重机销售引领行业增长，汽车起重机在 19 年市场份额大幅提升的背景下上半年市场份额继续稳步提升，进一步缩小与行业龙头的差距，履带起重机上半年营收增长翻倍，国内市场份额跃居行业第一；塔机销售规模继续保持全球第一，随着公司产能的提升及 W 系列新产品的推出，公司市场份额继续提升，行业龙头地位进一步巩固；混凝土机械市场份额提升显著，长臂架泵车、车载泵市场份额稳步行业第一，搅拌车市场份额大幅提升至行业前三，混凝土机械营收增速相对较低的原因系泵车国产底盘占比提升致产品销售单价有所下行以及上半年部分混凝土订单发货与收入确认的时滞所致。潜力产品土方机械开始在产品、研发、销售模式、销售服务网络等全方位发力，上半年实现 0 到 1 的重大突破，销量跃居行业国产品牌第 7；高空作业平台上半年销售额同比增长超 100%，市场份额稳居行业第一梯队；农业机械深化转型升级，加强对高科技农机产品的打磨和市场布局，小麦机、烘干机等国内市场份额保持行业前二，甘蔗全程机械化在海外取得突破。

汽车行业：宁波华翔

行业观点：

在政策刺激和积压需求释放等因素的推动下，乘用车逐步回暖，商用车保持较高景气度，新能源恢复正增长。短期来看，汽车行业已经触底回升，有望迎来持续上行周期。长期来看，国内千人保有量等还处于较低水平，未来空间广阔。整车方面，增速放缓且分化加剧，关注竞争力较强及产品周期向上的车企。零部件方面，产品升级、客户优质、以及符合新能源智能网联等产业趋势的企业有望获益。建议关注低估值、新能源、智能网联等相关标的。

推荐：宁波华翔

客户结构优质，收入表现优于行业。上半年国内外汽车销量受新冠疫影响大幅下滑，公司实现收入68.9 亿元（-8.2%），受益于一汽大众、华晨宝马等优质客户结构，表现优于行业。其中内饰件 31.1 亿（-17.5%）、外饰件 10.9 亿（-15.5%），金属件 17.5 亿（+16.6%）、电子件 4.9 亿（-16.1%），热成型推动金属件收入增长。分区域来看，国内及国外收入分别下滑 1.5%、33.5%。毛利率方面，内、外饰件分别提升 2.2pct、2.7pct（预计费用控制较好），金属件、电子件分别下降 2.5pct、3.8pct（预计由于产品降价），整体毛利率下降 1.0pct。收入下滑物流费用等减少导致销售费用下降 11.4%，工资支出等增加 0.84 亿导致管理费用增长 10.3%，折旧摊销等增加带来研发费用增长 2.6%，贷款归还带来利息支出减少、汇兑损失减少带来财务费用下降 83.0%，四项费用率上升 1.0pct。收入及毛利率下降、费用率上升，加上计提重组费用等，上半年扣非归母净利润下降 30.5%。

20Q2 收入小幅增长，业绩略超预期。国内乘用车 Q2 销量同比增长 2.4%尽管公司海外工厂停工近 2 个月，Q2 收入依然增长 8.4%，表现优于行业，预计主要受益于国内客户一汽大众等优异表现。毛利率下降 2.2pct，销售费用下降 9.7%，管理和研发费用分别增长 18.5%、1.0%，财务费用大幅减少，四项费用率降低 0.7pct。收入小幅增长，毛利率及费用率下降，加上德国华翔计提 1500 万欧元重组费用，20Q2 扣非净利润下降 23.6%，表现略超预期。后续随着海外逐步恢复，业绩有望持续改善。

热成型有望延续较好表现，海外整合持续推进。在一汽大众等客户销增长带动下，热成型恢复良好，长春华翔上半年收入增长 26.7%，净利润增长 7.3%，未来有望延续较好表现，助力业绩回暖。受海外疫情停工及预提费用等因素影响，德国华翔上半年收入减少 43.3%，净利润下降 267.5%。公司预提部分重组费用 1500 万欧元，短期对利润有较大影响，但重组完成后有望解决海外亏损问题，利于长期发展。此外公司配套国产特斯拉等客户价值量有望大幅提升，未来发展看好。

医药行业：普洛药业

行业观点：

经过调整之后板块吸引力在上升。尽管部分板块持续上涨，估值逼近历史最高值（医疗服务、医疗器械、生物制品、化学原料药这 4 个板块），但仍有医药商业、中药 2 个板块的估值目前仍然还处于历史估值水平之下。微观层面也并不是所有个股上涨（甚至只是少部分股票上涨），今年上涨的个股主要为：1、基本面较好的大市值白马股（只要业绩增长稳定，PEG 大约可以给到 2-3 倍）；2、疫情受益的板块（检测、预防性用药、手套等）；3、高景气度的细分赛道的龙头公司（CRO/CDMO 公司、原料药、医疗器械等）。因此今年的牛市只是少部分股票的牛市，并没有出现全面泡沫化的局面。预计结构性行情仍将持续。

持续看好高景气度赛道。仿制药：1. 原料药-制剂一体化大势所趋、中国企业将赶超印度，看好高端特色原料药企业及具备 CDMO 能力的企业。2. 创新药领域高强度的投资将持续、CRMO（CRO/CDMO）行业中期不会出现景气度下行。3. 人民群众对高端、差异化的医疗服务需求持续增长，继续看好医疗服务领域。4. 新冠基因检测、疫苗等。5. 看好第三方检测

推荐：普洛药业

公司 CDMO 业务厚积薄发有望进入收获期。此前公司公告与硕腾、Bracco 等的框架合作协议并不是一蹴而就，而是经过了多年的努力。公司与全球排名前列的几家动保公司以及大药企的合作进一步向纵深发展，不仅订单数量和金额快速增长，更重要的是：出现了从原来的起始原料药加注册中间体为主的产业模式向：以注册中间体加原料药为主并附加服务的柔性化产业模式转型升级，进而将实现价值链的提升。这样的发展路径完全符合中国 CDMO 行业的发展路径：随着服务水平的提升，随着技术水平的提升，随着整个供应链的逐步强大，中国的 CDMO 企业在全球产业的价值链逐步提升。这也是我们看好 CDMO 行业的大逻辑。

公司原料药-制剂一体化优势逐步显现。集采将极大的弥补原料药企业国内销售短板，未来的仿制药的主要价值将集中在原料药。公司第一个 ANDA 项目-盐酸安非他酮缓释片通过美国 FDA 批准上市；左乙拉西坦片以新四类获批并在国内上市（视同通过一致性评价），并成功入围国家“4+7”集采扩围，实现快速放量销售。截至 2019 年年底，公司已向 NMPA 提交注册申请的项目共 9 个，多个项目已进入审评审批阶段。目前正在进行一致性评价研究的项目有 16 个，其中已申报品种 3 个。

食品饮料行业：金徽酒

行业观点：

白酒2季度报表向下，3季度需求恢复。随着商务活动和餐饮消费的恢复，我们判断2季度终端需求恢复至正常水平的50-80%，7-8月恢复至80%以上，9月份3季度有望恢复正常。长期持有向好趋势明确、成长逻辑清晰的优秀公司，做时间的朋友。

食品由于具备必选消费的特点，因此2020年初至今估值提升幅度较大，调味品和休闲食品PE远高于历史均值。考虑到疫情结束时间尚不确定，预计食品股未来一段时间还将保持较高的市场热度，建议关注具备长期竞争优势，且增速与估值匹配度高的品种。

推荐：金徽酒

2季度渠道动销恢复较快，百元以上产品占比持续提升。在疫情影响景下，2季度公司业绩环比改善实现正增长且略超市场预期，营收及净利增速同比增22.7%、141.7%。（1）分产品来看，疫情不改公司产品结构持续升级趋势，百元以上产品占比提升明显。2Q20百元以上产品营收2亿，同比增43%，收入占比55.5%，同比提升7.9pct，环比提升1.7pct；30至100元的中档酒实现收入1.5亿，同比增3.3%；30元以下的低档酒收入0.1亿，同比降14.4%。（2）分区域来看，甘肃东南部及西部区域疫情后恢复好于其他区域，2Q20营收分别实现1.5亿、0.3亿，同比增58.6%、3%，收入占比分别为39.4%、7.1%。兰州周边作为公司第二大收入贡献区域，2季度实现营收1亿，同比降0.7%，收入占比26%，同比降6.1pct。兰州市场作为甘肃省消费的制高点整体恢复相对较慢，预计公司未来会重点突破。甘肃中部收入0.4亿，同比降24.5%，环比1季度未有明显改善。公司省外市场因基数原因继续保持高速增长，2Q20收入0.6亿，同比增61.9%，省外开拓稳步推进。

2季度公司毛利率同比提升4.4pct，净利率同比提升8.3pct。2Q20公司利率62.1%，同比提升4.4pct，净利率16.9%，同比增8.3pct。产品结构持续升级，推动毛利率提升。2季度公司销售费用率13.3%，同比降4.7pct，一方面，公司为缓解疫情影响下经销商资金周转紧张，将2季度部分费用提前到1季度兑付，另一方面，根据新会计准则，公司将原本属于销售费用项下的成品酒运输费调整至主营业务成本项下有关。2Q20公司研发费用同比增206.6%至1144万。管理费用率13.5%，同比持平，税金及附加13.5%，同比降1pct。2季度公司经营活动产生现金流同比增115.4%至0.98亿，合同负债+其他流动负债（预收款）环比1Q20增0.3亿至1.6亿，整体动销恢复较快。

疫情冲击下2季度渠道恢复较快，体现了公司应对危机的风险管理能力公司内生动力强，看好公司顺利完成五年规划目标。公司1季度报表业绩降幅较大，但也较为充分地体现了疫情的影响。面对疫情公司积极应对，对外抓宴席市场，万商联盟签约，对内执行市场化管理机制，全员竞聘等策略。从2季度业绩表现来看，已体现了活动效果。近两年，公司股东背景结构持续优化，复星系豫园股份入主金徽，体现了国内顶级投资集团对金徽酒的信心。公司通过非公开发行，经销商及核心员工持股计划已顺利实施，公司绑定渠道利润，实现利益共享，同时规划5年内业绩实现翻番，与核心高管签订奖惩协议，认为公司内生动力强，有望顺利完成五年规划目标。

轻工行业：志邦家居

行业观点：

国内消费需求逐步复苏，海外电商和居家办公需求有所增加，看好需求改善确定性的地产产业链家居板块，纸价上涨持续的造纸板块，部分受益于复工的包装、文娱用品行业标的。

造纸：8 月下旬纸价如期反弹，部分纸种力度超此前预期，库存回落、供给缺乏弹性和需求旺季预期有望支撑纸价走强到年底， 目前涨价还未走完，9 月仍然向上，行业格局改善角度看好白卡纸行业，以及有海外原材料优势的龙头纸企。

家居行业：单月数据不改竣工和装修需求回升趋势，渠道调研显示线下消费逐渐恢复；竣工修复和疫情推延下，预计下半年零售端需求回升加速 10-15% ，三季度多数公司 零售渠道开始回暖， 竣工链条逻辑重心从工程到零售转移，行业需求复苏的逻辑在本月中报陆续披露后已经部分兑现，但目前零售为主的家居公司估值处于低位，看好业绩弹性大的二线龙头、整装卫浴赛道，以及部分出口家具公司。

包装行业：三四季度随下游行业景气改善，关注苹果 5G 手机产业链、饮料金属包装等子行业。

化妆品：社零增速 7 月同比+9.2%（6 月为+20.5%），国内品牌线上表现良好，线下恢复速度较慢，对国内品牌的错位竞争优势影响有待观察，持续看好平台类公司。

文具：复工带动行业需求恢复，办公文具恢复快于学生文具，看好产品结构不断优化升级的行业优势龙头。

生活用纸：疫情防控下卫生清洁诉求提升，但 Q3 起业绩弹性有所降低。

推荐：志邦家居

公司发布 2020 年半年报：报告期内，公司实现营收 12.2 亿元，同比增加 6.5%，归母净利润 5068 万元，同比下降 54.0%，归母扣非净利润 4328 万元，同比下降 56.4%；其中 Q2 实现营收 8.98 亿元，同比增加 22.2%，归母净利润 9537.4 万元，同比增加 21.4%。

屋门店快速扩张，定制业务快速成长。分产品来看，上半年厨柜业实现 8.11 亿元，同比-5%，估计工程业务很大程度上对冲了零售的下滑；全屋定制实现 3.44 亿元，同比+33%，估算 Q2 全屋定制实现了接近 50%的增长。公司的衣柜渠道逆势扩张，经销商数量较年初增加 115 个至 1004 个，门店数量增加 159 家至 1237 家。2020 年预计净开店厨柜 70 家，衣柜 270 家。在原有品牌积淀和厨柜制造经验基础上，公司衣柜展店顺利，渠道的高速扩张保证了定制业务未来的成长性。

工程业务保持高速增长。公司积极拓展工程客户，地产百强企业中，司客户占比达 30%。上半年大宗业务实现 3.36 亿元，同比增加 59.3%，占比 28.8%，Q2 估算有接近 100%的增长。大宗业务的高速增长，一方面受益于大幅受益于精装房普及和竣工回暖，另一方面得益于公司大宗客户的不断开拓，中南、绿地、新城、保利、阳光城等客户合作不断扩大，全年工程渠道有望延续高增长。

从产品到渠道，全方位提升竞争力。产品方面，公司针对不同渠道特开发渠道特供产品，为全屋定制提供丰富产品组合；应对疫情方面，除承担经销商全年直播费用、2-4 月提货价下调 10%等措施，还通过线上多渠道引流、线下联合营销等方式增加客流。整装渠道团队已经建立，上半年做出小幅贡献，木门业务未来也将重点开拓精装修渠道，有望提供新的增长点。

盈利能力有所恢复。因 2-4 月公司采取降低出厂价 10%方式补贴经销商公司 Q2 毛利率同比-0.49pct，预计后续季度能回复；Q2 销售费用率有所回落，管理费用率受股份支付费用影响，有所增加，最终 Q2 净利率 10.62%，基本恢复到去年同期水平。Q2 实现经营性净现金流 3.97 亿元，同比增加 62.4%。

计算机行业：广联达

行业观点：

高估值板块开始承压。26 日申万计算机单日跌幅 2.6%，符合我们对月内波动判断。期间软件板块因前期上涨较多、估值偏高，月内跌幅-6.2%；设备板块相对跌幅有限，仅-0.4%。反映市场对资金面预期从优转中的情况下风险偏好有所收缩。

业绩增长拐点并不明显。在已发布中报的 141 家公司中，76 家同增，65 家同减，中位数为 4%（收入端分布基本一致），略弱于基于预告样本的前瞻预测。

行业市盈率为 81X79X（PE-TTM），连续三月提升。认为估值上行压力开始暴露。

9 月投资方向：（1）行业进一步重视业绩兑现，关注 H1 业绩或 Q3 指引好的公司；（2）蚂蚁集团已提交上市计划，对金融科技和蚂蚁产业链标的带来利好。

推荐：广联达

2019 年业绩符合预期，云转型进度良好。公司近日发布 2019 年业绩快报还原云业务预收后，实现营收 40.2 亿（+26.1%），净利润 6.7 亿（-4.4%）。2019 年 SaaS 模式扩大到第三批 10 个大区，使得云新增合同约 14 亿（较 2018 年的 6.6 亿提升 113%）。预计老转型地区转化率和续费率保持，简单估算新转型地区贡献约 7 亿新增订单，符合比例预期。

新老基建驱动力叠加，施工成长性开始明确。（1）施工业务同增 29.6（2018 年为 20.0%），并基本呈现逐季提升趋势（Q1~H1 增速 23~33%）。受智慧工地需求带动，项目级产品占比超一半。造价业务高渗透率下，施工为成长性续航。（2）受疫情影响，2020 年国内经济重视传统基建和“新基建”双驱动，剔除疫情一次性冲击，施工业务高增长仍较明确。

进入 2020 合理区间，向上空间可观。较早在深度报告中分析 202 年合理市值在 446~612 亿之间，今年已进入该区间。随着公司基本面优势持续，后期空间可观。同时，云转型推进符合预期，如果施工业务能做到 40%以上增速，则区间上限有望进一步提升。

风险提示

大盘系统性风险；个股层面暴雷。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，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) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

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) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

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) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

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) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371