

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	3403.81	1.60
深证成指	13851.32	2.34
沪深 300	4844.27	2.39
中小板指	9269.86	2.20
创业板指	2757.84	2.55

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
休闲服务	5.76	轻工制造	0.21
医药生物	2.95	通信	0.29
家用电器	2.84	汽车	0.49
建筑材料	2.76	综合	0.50
国防军工	2.52	纺织服装	0.70

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-20200831

■重点关注

【宏观】海外宏观周报（2020.08.30）：美联储灵活平均通胀目标制终落地*朱启兵。要点：1）海外经济数据跟踪。2）疫情数据跟踪。3）央行与流动性跟踪。

【宏观】大类资产配置周报(2020.8.30)：关注美联储政策的外溢性*张晓娇 朱启兵。中美将继续推动第一阶段贸易协定落实；美联储或继续放松货币政策推高通胀。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

【策略】A 股市场月报：一年好景君须记 最是橙黄橘绿时*王君。盈利加速回暖，资金面冲击减弱，市场有望重新回归趋势行情。

【策略】9 月金股组合：中银证券研究部 9 月金股*王君 徐沛东。9 月金股组合：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）。

【固收】食用农产品价格同比增速继续走弱：高频数据扫描*肖成哲。农产品价格指数同比增速连续 4 周收窄，猪肉价格带动农产品价格整体走弱。

【化工】金禾实业：业绩环比改善，持续看好公司未来成长*余嫄嫄 鞠龙。金禾实业发布 2020H1 财务报告，公司实现营业收入 18.29 亿元，同比下降 7.53%；实现归母净利润为 3.57 亿元，同比下降 11.11%。维持买入评级。

【食品饮料】海天味业：2Q 业绩超预期，龙头盈利能力不断增强*毕翘楚 汤玮亮。海天味业发布 1H20 中报。公司实现营收 115.9 亿，同比+14.1%；归母净利润 32.5 亿，同比+18.3%，扣非净利润 31.7 亿，同比+21.8%；EPS 1.00 元。其中 2Q20 营收 57.1 亿，同比+22.3%；归母净利润 16.4 亿，同比+28.8%，扣非净利润 15.9 亿，同比+32.4%；EPS 0.51 元。业绩超预期。维持增持评级。

【非银】中国太保：寿险渠道改革承压，公司坚定战略提质保量*兰晓飞。公司发布 2020 年中报，实现归母净利润 142.4 亿元，同比-12.0%；寿险新业务价值 112.3 亿元，同比-54.4%；集团内含价值 4304.2 亿元，环比 19 年+8.7%。维持增持评级。

【电新】国电南瑞：信通业务持续高增长，新签订单势头良好*李可伦 沈成。公司发布 2020 年中报，业绩同比增长 15%。公司引领电网智能化、信息化升级，信通业务保持高增长，且新签订单势头良好；维持买入评级。

【电新】东方日升：中报业绩符合预期，组件业务量利齐升*沈成 李可伦。公司发布 2020 年中报，业绩符合预期。公司位居光伏组件出口第一梯队，组件业务量利齐升，前瞻布局异质结产能；维持买入评级。

【电新】中科电气：二季度盈利环比回暖*沈成 朱凯。公司发布 2020 年中报，上半年实现盈利 5980 万元，同比下滑 28%符合预期；公司负极材料产能持续释放，维持买入评级。

【轻工】太阳纸业：Q2 受疫情冲击，下半年重回景气*杨志威 刘凯娜。公司发布 2020 年中报：报告期内，公司实现营收/归母净利润/扣非净利润分别为 104.3 亿/9.36 亿/8.75 亿元，同比分别-3.23%/+5.61%/+1.35%。其中 Q2 实现营收/归母净利润/扣非净利润分别为 48.8 亿/4.00 亿/3.80 亿元，同比分别-8.43%/-20.9%/-28.2%。维持买入评级。

重点关注

【宏观】海外宏观周报（2020.08.30）：美联储灵活平均通胀目标制终落地

朱启兵

海外经济数据跟踪：7 月房地产与制造业数据为美国复苏再添确定性。7 月核心资本品（剔除国防与飞机）新订单环比上升 1.87%，前值为 4.27%；耐用品新增订单环比上升 11.19%，前值为 7.71%；同时本周亦公布了 7 月新房销售数据，环比上升 13.91%（季调），前值为 15.14%。结合之前公布的 7 月成屋销售、营建许可和新屋开工等数据，可以看到美国房地产数据正在强劲反弹。7 月份美国零售、房地产、新增订单等需求端数据均延续 5 月以来的上升趋势，出口数据尚未公布，但是周二刘鹤副总理与美方贸易代表的通话释放了关于第一阶段贸易协议继续实行的积极信号，因此我们认为美国下半年的出口数据将有明显复苏。**日本首相安倍晋三宣布辞职**，接下来将进行的是安倍所在党派自民党的党魁（总裁）选举，新任党魁如无意外将成为继任首相。**据 the Japn Times 报道，目前热门人选有副首相兼财政大臣麻生太郎、前外相、现任自民党政调会长岸田文雄、内阁官房长官菅义伟和前防卫大臣、现任内阁地方创生担当大臣石破茂。**其中岸田文雄和石破茂参选热情较高，菅义伟和麻生太郎均在不同场合表示过不会参选。四人之中除石破茂之外均对安倍各方面政策持支持态度，但由于选举紧急，投票人主要是反对石破茂为主的国会议员，因此普遍认为本次选举石破茂机会甚微。

疫情数据跟踪：截至 8 月 29 日，据约翰霍普金斯大学统计，新冠疫情全球累计确诊 24,749,759 例，其中全球有 8 个国家确诊超 50 万例，确诊人数前三的国家分别是美国(5,917,817 例)、巴西(3,804,803 例)和印度(3,463,972 例)；韩国单日新增人数不断攀升，8 月 26 日已经上升到 441 人；日本与美国的单日新增人数实际上进入了下降通道，周度单日新增峰值递减；而欧洲德法英意等国家与巴西受困第二波疫情，不见好转。

央行与流动性跟踪：8 月 27 日，美联储主席鲍威尔发表了讲话，美联储亦修改了长期目标与货币政策声明，两者均明确表示实施“灵活的平均通胀目标”且长期目标通胀维持 2%不变。纵观两天的市场走势，我们发现美股与黄金（美元）在鲍威尔讲话之后立即暴涨（暴跌），随后走势强势逆转并进入震荡；但在经过一天的“冷静期”后，第二日市场均沿讲话后最初的方向大幅变动，意味着强劲的通胀预期。**声明具体内容方面，利率提及联邦基金有接近有效下界的风险**，但是同时提到美联储将用尽一切工具（full range of tools）全力维护最大就业与价格稳定，综合来说态度中性；**就业有两个新表述，一是“最大就业水平是一个广泛包容（broad-based and inclusive）的目标”**，但是声明中没有具体指出有没有特别的货币政策去达到此目标。**二是在货币政策的关注点部分，将“就业对委员会预估的最大就业水平的偏离（deviations）”改为“就业对委员会预估的最大就业水平的缺口（shortfalls）”**，说明除非过热的就业带来了过高的通胀，否则美联储不会调整利率，表述偏向鸽派；**通胀方面，美联储表示实施“灵活的平均通胀目标”，所谓的“灵活”就是没有具体计算平均通胀的方法**，同时声明多次通缩预期的风险，综合来说通胀表述不超市场预期。

【宏观】大类资产配置周报(2020.8.30)：关注美联储政策的外溢性

张晓娇 朱启兵

中美将继续推动第一阶段贸易协定落实；美联储或继续放松货币政策推高通胀。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

经济数据：7 月规模以上工业企业利润总额同比增长 19.6%。

要闻：中共中央、国务院日前批复同意《首都功能核心区控制性详细规划（街区层面）（2018 年-2035 年）》；刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话；16 国参加的东亚区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）部长会议以视频会议方式举行；共和党正式提名特朗普为 2020 年共和党总统候选人；商务部、科技部调整《中国禁止出口限制出口技术目录》；住建部召开部分城市房地产工作会商会。

资产表现回顾

十年国债收益率站上 3。本周沪深 300 指数上涨 2.66%，沪深 300 股指期货上涨 3.25%；焦煤期货本周上涨 0.45%，铁矿石主力合约本周下跌-3.01%；股份制银行理财预期收益率上涨 7BP 至 3.81%，余额宝 7 天年化收益率上涨 4BP 至 1.49%；十年国债收益率上行 8BP 至 3.07%，活跃十年国债期货本周下跌-0.74%。

资产配置建议

资产配置排序：股票>大宗>债券>货币。在美国经济复苏动力疲弱的情况下，如果美联储落实使通胀在一段时间内适度高于 2%的货币政策，无论 11 月美国大选如何，预计未来一段时间内低利率和宽松的货币供给环境都难以改变。在美联储货币政策的影响下，预计美元指数将出现趋势性疲弱，即时受到美元定价直接影响的大宗商品、外汇市场都将出现趋势性波动。且美联储的货币政策在全球范围内具有较强的外溢性，不排除全球范围内货币政策可能出现进一步宽松。对我国来说，需要防范海外资本市场震荡对我国金融市场和进出口贸易的冲击。

风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

【策略】A 股市场月报：一年好景君须记 最是橙黄橘绿时

王君

盈利加速回暖，资金面冲击减弱，市场有望重新回归趋势行情。

8 月市场回顾：复苏延续，风险资产强势延续。复苏预期强化，风险资产全面走强。 8 月大类资产表现上原油>权益>债券>美元，美股带领下发达国家权益资产表现出色，原油价格高位震荡，美元指数持续走弱。疫后全球经济复苏依然为大类资产表现的主导逻辑，俄罗斯疫苗问世、中美关系波折也成为影响全球市场风险偏好的重要因素。8 月 A 股市场走势偏弱，上证综指在 3263-3456 之间窄幅震荡。中美波澜再起叠加资金面波动，A 股市场整体观望情绪浓厚。8 月大金融为代表的蓝筹板块领涨。上证 50、沪深 300 为代表的低估值板块表现优异。银保合作、资本市场改革预期下，大金融板块涨幅居前。前期强势的创业板受中美关系、注册制冲击等因素影响本月走势趋弱。行业表现方面，业绩确定性较高的食品饮料、农林牧渔、交运板块涨幅居前，受中美摩擦影响，本月军工板块表现出色。而前期估值上行过快的 TMT 板块及休闲服务板块跌幅居前。

9 月市场展望：冲击减弱盈利复苏，市场重回上行趋势。9 月 A 股市场预判：冲击减弱重回上行趋势，红 9 月可期。盈利回暖，业绩复苏进行时，流动性冲击压力已经得到释放 9 月市场有望重新回归盈利趋势行情之中。1）盈利方面，企业盈利加速修复，A 股尚处于业绩扩张趋势中。2）流动性方面，阶段性冲击已过，市场资金面压力进一步减轻。3）风险偏好方面，中美关系冲击尚存但不改上行趋势。

9 月市场配置建议：关注九月配置机会，成长趋势延续。国内外基本面修复趋势延续，A 股盈利复苏进行时，结合经济周期定位，当前 A 股业绩扩张仍会持续。随着前期资金面冲击因素落地，9 月市场有望重新回到盈利因子主导的趋势行情之中。财报披露期，关注业绩确定性带来的估值溢价。配置上，依然看好成长板块强势延续。创业板业绩修复进行时，三季报业绩落地有望强化创业板盈利复苏预期，随着前期扩容压力释放，板块有望重回趋势行情中。而低估值板块的估值修复行情或有望在四季度启动。建议坚守估值适中、产业周期上行、年内盈利高增长的电子、电新行业，同时可适当关注政策催化下高贝塔属性的券商板块。

风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

【策略】9 月金股组合：中银证券研究部 9 月金股

王君 徐沛东

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。

【固收】食用农产品价格同比增速继续走弱：高频数据扫描

肖成哲

农产品价格指数同比增速连续 4 周收窄，猪肉价格带动农产品价格整体走弱。

1. 农产品价格走势分化进一步加剧：

（1）蔬菜批发价格同比连续 4 周上涨至 160.15%；

（2）猪肉批发价同比连续 4 周下跌且抵消了蔬菜价格上涨的部分，拖累了农产品价格。

2. PPI 和 PMI 相关高频指标持续回暖：

（1）螺纹钢价格指数同比由负转正，上涨至 0.40%；

（2）上游原材料方面，聚氯乙烯 LLDPE 价格同比、水泥价格指数同比以及 PVC 价格同比降幅分别收窄至 4%、3.22%和 1.08%；

（3）大宗商品方面，LME 金属指数同比和铁矿石价格指数同比分别上涨至 8.58%和 40.03%。

3. 义乌中国小商品指数同比较上一期增速扩大显著，上涨至 3.53%。

4. 海外数据方面，美国基本面继续好转，零售有复苏迹象：

（1）美联储周度经济指标维持反弹，当周初次申领失业金人数下降；

（2）近几周发电量震荡中下滑；

（3）美国 Johnson 红皮书每周同店销售同比显著上涨并转正。

风险提示：美国大选不确定性加剧。

【化工】金禾实业：业绩环比改善，持续看好公司未来成长

余嫄嫄 鞠龙

金禾实业发布 2020H1 财务报告，公司实现营业收入 18.29 亿元，同比下降 7.53%；实现归母净利润为 3.57 亿元，同比下降 11.11%。

支撑评级的要点

基础化工产品价格下降拖累业绩，Q2 业绩环比改善。由于疫情影响，下游需求疲软，部分基础化工产品价格下跌。根据百川资讯数据，2020H1 三聚氰胺、双氧水（27.5%）和硝酸（98%）均价分别为 5,409.34 元/吨（YOY-17.52%）、897.93 元/吨（YOY -13.80%）、1,434.89 元/吨（YOY-10.16%）。基础化工营业收入为 6.70 亿元，同比下滑 24.95%。精细化工板块营业收入为 10.48 亿元，占比 57.30%，提升 6.64pct。从 Q2 经营情况来看，Q2 实现营业收入为 9.72 亿元，同比下滑 9.15%，环比增长 13.30%；归母净利润为 2.05 亿元，同比下降 7.19%，环比增长 34.78%。

期间费用率提升，源于管理费用率增加。2020H1 公司期间费用率为 10.14%，同比上升 1.21pct。其中销售费用率为 3.65%，同比提升 0.51pct。管理费用率为 3.14%，同比提升 0.89pct。从公司经营性现金流来看，2020H1 经营活动产生的现金流量净额 4.08 亿元，同比增加 0.27 亿元。

三氯蔗糖和麦芽酚产能扩增强化龙头地位，打造“爱乐甜”2C 业务开启新篇章。随着消费者对少糖或者无糖产品认可度的提升，功能性甜味剂有望加速替代蔗糖。公司现有甲（乙）基麦芽酚 5,000 吨/年，新建 5,000 吨/年麦芽酚产能；另有 3,000 吨/年三氯蔗糖产能，扩建 5,000 吨/年三氯蔗糖项目。公司推出零售代糖产品“爱乐甜”，采用线上和线下销售方式，为产品下一步市场拓展打开空间。

完善精细化工平台型战略，多点布局加快成长。2019 年 12 月公司公告拟投资 3.6 亿元建设 4,500 吨/年佳乐麝香、5,000 吨/年 2-甲基呋喃、3,000 吨/年 2-甲基四氢呋喃、1,000 吨/年呋喃铵盐等项目。公司围绕糠醛、双乙烯酮等产品打通上下游产业链，实现产业链横向、纵向一体化建设，并在日化香料、医药中间体行业的战略布局。

估值

2020-2022 年每股收益分别为 1.56 元、1.81 元、2.24 元，对应 PE 分别为 22.8 倍、19.6 倍、15.8 倍。维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

项目投产不及预期；产品价格大幅波动

【食品饮料】海天味业：2Q 业绩超预期，龙头盈利能力不断增强

毕翘楚 汤玮亮

海天味业发布 1H20 中报。公司实现营收 115.9 亿，同比+14.1%；归母净利润 32.5 亿，同比+18.3%，扣非净利润 31.7 亿，同比+21.8%；EPS 1.00 元。其中 2Q20 营收 57.1 亿，同比+22.3%；归母净利润 16.4 亿，同比+28.8%，扣非净利润 15.9 亿，同比+32.4%；EPS 0.51 元。业绩超预期。

支撑评级的要点

二季度环比改善明显，酱油、蚝油、调味酱均实现快速增长；成熟区域环比明显恢复，新兴区域维持高增。（1）公司一季度受疫情影响，收入增长仅有 7.2%，但二季度加大促销力度，恢复快速增长，收入+22.3%；合同负债（原预收款）继续维持高位，达到 25.42 亿，同比+99%，中报收入+预收增量同比增 22.1%，高于往年增速，体现公司品牌力强，经销商积极打款订货。（2）**分产品看，酱油、蚝油、调味酱二季度均快速增长：**酱油餐饮渠道占比较高，一季度影响大，但二季度环比改善明显，上半年实现+11%（1Q/2Q 为+6%/+17%）；蚝油品类随着餐饮的恢复二季度销售明显好转，上半年+17%（1Q/2Q 为+4%/+31%）；调味酱+9%（1Q/2Q 为+2%/+20%）。（3）**分区域看，成熟区域环比明显恢复，新兴区域维持高增：**相对成熟的东、南、北部区域增速增速分别为 11%、3%和 12%，二季度环比提升+21/+26/+17pct，主要原因为东部南部区域餐饮渠道占比大，北部区域疫情期间物流受限，二季度均明显恢复。新兴发展区域中部和西部，公司通过大力发展经销商，上半年分别净增加 134 个和 168 个，维持新兴发展区域的高增，上半年分别+23%/25%。

毛销差进一步扩大，盈利能力增强。（1）1H20 毛利率为 42.9%，-1.9pct，主要原因为新收入准则调整，运费调整至营业成本，我们判断还原情况下公司毛利率小幅增长（上半年酱油、蚝油均以家庭端销售为主，毛利较高）。（2）毛销差进一步扩大，达到 35.5%，+1.6pct。四项费用率共计-3.7pct，其中销售费用率-3.5pct（新准则），财务费用率-0.2pct，研发和管理费用率持平。（3）综合作用下销售净利率 28.1%（+1.0pct），扣非归母净利润 1Q/2Q 为+12.5%/+32.4%，盈利能力增强。

估值

公司作为调味品龙头，有望继续保持领先优势，不断提升市占率。我们维持盈利预测不变，预计 20-22 年 EPS 为 1.90、2.31、2.67 元，同比增 15%、21%、16%，维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

渠道深耕进度低于预期，原材料成本大幅波动，行业竞争加剧，疫情对餐饮行业影响恢复缓慢。

【非银】中国太保：寿险渠道改革承压，公司坚定战略提质保量

兰晓飞

公司发布 2020 年中报，实现归母净利润 142.4 亿元，同比-12.0%；寿险新业务价值 112.3 亿元，同比-54.4%；集团内含价值 4304.2 亿元，环比 19 年+8.7%。

寿险渠道改革承压，坚定战略提质保量：（1）上半年公司实现归母净利润 142.4 亿元，同比-12.0%，主要受制于 19 年所得税减免高基数以及利率下行背景下计提准备金的双重影响；（2）寿险保费收入 1,385.9 亿元，同比+0.1%，得益于续期保费拉动。其中个险新保业务 190.7 亿元，同比-27.5%，新业务显著承压。代理人队伍月均人力 76.6 万人，同比-3.8%，受疫情影响代理人规模下降，新单保费增速承压。其中单季来看 Q1/Q2 新业务价值分别为 120.2/70.4 亿元，同比分别为+33.7%/18.6%，Q2 单季的增速已出现明显改善，全年来看有望实现前低后高，下半年表现值得期待。预计后续将实现代理人规模与质量的提升，达成转型目标。

产险承保利润承压，非车增速持续高于车险：（1）上半年产险保费收入 766.7 亿元，同比+12.3%；综合成本率同比-0.2 个百分点，环比 19 年底下降 0.1 个百分点；**（2）**车险保费收入 479.2 亿元，同比+4.0%；非车险保费收入为 287.1 亿元，同比+29.8%，非车险增速仍大幅领先车险业务，其中农险实现保费收入 57.2 亿元，同比+50.7%。

权益市场回暖拉高投资收益：（1）公司年化总/净投资收益率分别为 4.8%/4.4%，同比+0/-0.2 个百分点；**（2）**公司实现投资收益 352.8 亿元，同比+20.1%，固收类占比 79.5%，较上年末下降 0.9 个百分点，权益类占比 15.5%，较上年末下降 0.2 个百分点，核心权益占比 8.3%，与上年末持平。预计 2020 年下半年投资环境同比改善，拉动全年业绩高增长。

投资建议

公司上半年受新冠疫情影响线下销售，叠加寿险渠道改革，新单及新业务价值率承压。公司新单增速低位已过，公司顺利发行 GDR，成为首家“A+H+G”三地上市，未来公司改革成效可期。2020**PEV** 为 0.62，已处于历史低位，较其历史均值 PEV1.18 折价约为 47%，基于低估值维持**增持**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。

【电新】国电南瑞：信通业务持续高增长，新签订单势头良好

李可伦 沈成

公司发布 2020 年中报，业绩同比增长 15%。公司引领电网智能化、信息化升级，信通业务保持高增长，且新签订单势头良好；维持买入评级。

支撑评级的要点

上半年盈利同比增长 15%符合预期：公司发布 2020 年中报，实现营业收入 121.54 亿元，同比增长 11.15%；实现归属于上市公司股东的净利润 13.77 亿元，同比增长 14.59%，扣非后盈利增长 14.24%。公司中报业绩符合预期，保持了一季度以来的良好经营势头。

盈利能力保持稳定，经营现金流转向流出：上半年公司综合毛利率 27.47%，同比略降 0.05 个百分点，其中二季度单季毛利率 29.63%，同比提升 0.33 个百分点。现金流方面，由于采购支出增加等原因，公司上半年经营现金流净额为净流出 6.96 亿元。

电网自动化、继保业务收入基本持平：上半年公司推动多个电力调度项目落地，电网自动化及工控业务收入 68.71 亿元，同比增长 0.38%，毛利率同比下降 0.52 个百分点。继保与柔直业务收入同比下降 0.72%至 14.10 亿元，毛利率提升 6.67 个百分点至 39.50%。子公司南京南瑞继保电气实现净利润 6.72 亿元，同比增长 45.67%。

信通与集成业务持续高增长：受益于国家电网电力物联网、数字新基建建设推进等因素，上半年公司信息通信业务收入同比增长 35.04%至 21.63 亿元，毛利率下降 0.02 个百分点至 23.24%。集成业务亦保持较高增速，收入增长 103%至 7.62 亿元，毛利率降低 1.64 个百分点至 45.02%。预计信通与集成业务仍将保持较快增长。

新签订单势头良好：2019 年末公司在手订单 398.32 亿元，同比增长 20%。2020 年上半年公司延续较好势头，新签订单同比实现较快增长，其中信通与电网自动化板块快速增长，有望为后续业绩增长提供有力支撑。

估值

结合公司 2020 年中报情况，我们将公司 2020-2022 年预测每股收益调整至 1.11/1.31/1.53 元（原预测数据为 1.08/1.25/1.43 元），对应市盈率 20.9/17.6/15.1 倍；维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

新冠疫情影响超预期；电网投资额低于预期；电力物联网、特高压建设进度慢于预期；新业务进展不达预期。

【电新】东方日升：中报业绩符合预期，组件业务量利齐升

沈成 李可伦

公司发布 2020 年中报，业绩符合预期。公司位居光伏组件出口第一梯队，组件业务量利齐升，前瞻布局异质结产能；维持买入评级。

支撑评级的要点

上半年扣非盈利增长 4.40%符合预期：公司发布 2020 年中报，上半年实现营业收入 76.45 亿元，同比增长 26.25%；实现归属于上市公司的净利润 3.45 亿元，同比下降 28.81%，扣非后盈利 2.93 亿元，同比增长 4.40%。公司中报业绩符合预告区间，符合我们和市场的预期。

产能持续释放，组件业务量利齐升：截至 2020 年半年末，公司拥有光伏组件产能 12.6GW，其中义乌二期项目于 6 月投产，另有滁州 5GW、马来西亚 3GW 等新产能在建待建。上半年公司组件出货量 3.37GW，同比增长 21.38%，实现收入 59.69 亿元，同比增长 27.91%，毛利率同比提升 2.73 个百分点至 17.49%。从市场结构来看，公司上半年海外收入 55.48 亿元，占比 72.57%，同比提高 5.68 个百分点。

经营现金流净额大幅度下降：由于海外客户远期信用证结算占比增加等原因，上半年公司经营现金流净额为 1.68 亿元，相比去年同期 13.13 亿元有大幅度下降。公司应收账款科目半年度余额 38.91 亿元，同时应收款项融资项下余额 17.18 亿元（包括 3.17 亿元银承汇票与 14.01 亿元与信用证对应的应收账款），相比于 2019 年末与 2020Q1 末有翻倍以上增加。

研发投入持续提升，研发成果层出不穷：上半年公司期间费用率同比提升 1.29 个百分点至 13.55%，其中销售、财务费用率分别同比提升 0.57、0.70 个百分点。上半年公司研发费用 3.65 亿元，同比增长 37.09%。公司研发成果显著，P 型、N 型单晶电池片转换效率突破 23.50%、24.20%，半片 HJT 组件转换效率突破 21.90%。

估值

在当前股本下，结合公司中报与行业供需情况，我们将公司 2020-2022 年每股收益调整至 1.09/1.37/1.64 元（原预测数据为 1.12/1.37/1.64 元），对应市盈率 14.9/11.8/9.9 倍；维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

新冠疫情影响超预期；光伏政策风险；海外市场需求不达预期；光伏产品价格竞争超预期；新技术进展不达预期；财务风险。

【电新】中科电气：二季度盈利环比回暖

沈成 朱凯

公司发布 2020 年中报，上半年实现盈利 5980 万元，同比下滑 28%符合预期；公司负极材料产能持续释放，维持买入评级。

公司 2020 年上半年盈利同比下滑 28%符合预期：上半年公司实现营业收入 3.65 亿元，同比下滑 9.10%；归属上市公司股东净利润 5980 万元，同比下滑 27.93%；扣非后盈利 5535 万元，同比下滑 32.27%。二季度实现营业收入 1.98 亿元，同比下滑 6.89%，环比增长 19.29%；实现盈利 3395 万元，同比下滑 7.12%，环比增长 31.35%；实现扣非后盈利 3109 万元，环比增长 28.11%。公司中报业绩符合预期。

负极材料板块收入有所下滑：上半年公司负极材料板块实现营业收入 2.77 亿元，同比下降 11.70%，其中石墨类负极材料毛利率 35.83%，同比下滑 10.04 个百分点；二季度显著回暖，收入环比增长 24.37%。负极板块子公司中科星城营业收入 2.75 亿元，净利润 3660 万元；格瑞特营业收入 6810 万元，净利润 1945 万元。公司上半年产能 2.2 万吨，产量 7597 吨，产能利用率为 69%；在建产能 1 万吨，规划下半年石墨类负极材料部分工序产能将达到 4.2 万吨。公司上半年负极材料业务实现经营性现金流净额 5220 万元，同比去年净流出 4017 万元大幅改善。

磁电装备板块收入基本稳定：磁电装备板块上半年实现营业收入 8804 万元，同比增长 0.19%；其中 EMS 连铸设备实现营业收入 5540 万元，同比下滑 25.82%，毛利率 47.07%，同比下滑 5.59 个百分点。公司下游钢铁行业逐渐摆脱疫情影响，复工复产有序推进，呈现产销增长、价格回稳、利润回调的特点。公司加大中高端电磁冶金专用设备的研发和推广力度，整合公司优势资源，推进重大项目的执行和进度追赶。

估值

在当前股本下，结合公司半年报与行业近况，我们将公司 2020-2022 年每股收益调整为 0.27/0.42/0.50 元。（原预测每股收益为 0.31/0.42/0.50 元），对应市盈率为 31.8/20.2/17.0 倍；维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

新冠疫情影响超预期，产业政策风险，全球新能车需求不达预期，价格竞争超预期，新建产能释放进度不达预期。

【轻工】太阳纸业：Q2 受疫情冲击，下半年重回景气

杨志威 刘凯娜

公司发布 2020 年中报：报告期内，公司实现营收/归母净利润/扣非净利润分别为 104.3 亿/9.36 亿/8.75 亿元，同比分别-3.23%/+5.61%/+1.35%。其中 Q2 实现营收/归母净利润/扣非净利润分别为 48.8 亿/4.00 亿/3.80 亿元，同比分别-8.43%/-20.9%/-28.2%。

支撑评级的要点

疫情冲击集中体现影响 Q2 需求。疫情对于纸的需求和价格冲击集中在 Q2 体现，我们测算二季度双胶纸、铜版纸、箱板纸平均单价同比分别-13%、-12%、-11%，导致单季度营收有所下滑，除掉价格因素，我们估算上半年浆及纸制品销量仅有小幅下降。公司不断根据市场调整产品结构，分纸种来看，上半年非涂布文化纸、牛皮箱板纸实现了增长，溶解浆、瓦楞纸由于价格和成本原因削减产量。

毛利率 Q2 小幅回落，下半年将重回景气。上半年尤其是一季度，纸价和浆价的剪刀差处于高位，公司文化纸、铜版纸毛利率达到了 33.5%、34.6%的高位，同比分别增加 12%和 14.5%，箱板纸由于成本结构变化，毛利率下滑了 5%至 8.7%。单季度来看，公司 Q2 毛利率 22.7%，环比 Q1 下滑 1.9pct，但同比去年 Q2 仍然增加了 1.0pct。全球疫情对于纸浆需求的影响大于供给，浆价回升难度较大，下半年成本端压力仍然较轻。随着复学的逐渐恢复，以及明年党百年庆的相关印刷需求逐步于下半年释放，文化纸的需求在好转，目前库存不高的情况下，价格在旺季有望持续提升，带动三四季度的毛利率逐步恢复。

新项目提供增长空间。公司老挝项目 40 万吨再生浆线已经开始批量供应国内纸机，同时新的三大项目开始建设，40 万吨包装纸线将于 2020 年底和 2021 年上半年投产，广西北海制浆造纸 350 万吨项目已经取得环评，一期项目的文化纸和生活纸产能将于 2021 年下半年逐步投产，本部 45 万吨特色文化纸项目将于 20 年 12 月份投产，三大项目完成后公司制浆造纸总产能将达到 1,000 万吨，为后续成长提供保障。

估值

公司聚焦造纸主业，贯彻多元布局战略，老挝、北海新基地、本部文化纸新三大项目保障未来发展，产能基地实现国际化布局，完成后对上游原材料的把控能力进一步增强。调整公司 2020-2022 年每股收益为 0.82/1.04/1.23 元，同比-2.6%/+27.4%/+18.1%，当前对应 2020 年 PE17X，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

新项目进展不顺利，行业产能过剩加剧。

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