东吴证券晨会纪要

2020 年 08 月 31 日

晨会编辑 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：为何中国出口持续超预期?——来自全球供应链的线索

短期内，在全球供需缺口差距仍然存在、海外防疫物资需求难现回调、以及制造业“去中国化”难度较大的现实情况下，我们预期三季度中国出口超预期仍将是拉动经济复苏的重要力量。

固收金工

固收周报：一周策略：宏观政策保持灵活适度，新基建及六稳六保工作持续推进（2020 年第 33 期）

投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，国内复苏态势良好，机会大于风险。食品饮料、医药生物等持续较热。券商、农业等仍可关注。长期仍看好新基建、新能源等板块，代表标的有隆 20 转债、璞泰转债等。仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。利率债：海外疫情不确定性；货币政策变化超预期。信用债：经济政策超预期，信用违约风险超预期。可转债：关注股市波动风险、国内外疫情反复风险，中美摩擦风险。海外：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期

固收周报：联储适度忍耐通胀，日本超宽松难撼动

一周观点：（1）联储调货币政策框架，大类资产配置逻辑的变化：我们分析认为：美债方面：如果市场对联储承诺心存信心，10 年期 TIPs 收益率或还存在约 100BPs 的下探空间；美股方面：美债名义收益率的缓步抬升，但需关注美股的内部分化，以及“后疫情概念股”的回调需求；美元方面：美元的相对强弱还要看欧日央行是否跟进调整自身的货币政策框架；黄金方面：名义收益率下行受到有效利率下限制约。（2）中美经贸会谈终“破冰”，人民币创 7 个月以来新高。（3）大类资产表现：铜、黄金、美股走高；日经、美元走低，美收益率曲线边际趋陡。风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

固收周报：利率债周报：十年期国债收益率上行破 3.0%，政策“组合拳”纾困小微（2020 年第 33 期）

展望后期：从基本面来看，我国经济仍处于恢复期，中美贸易摩擦进入白热化阶段，当前形势下推动“新基建”发展并做好“六稳”“六保”工作尤为重要，本周货币市场利率相对上周有所下行，资金面紧张的程度有所缓解。本周十年期国债收益率已突破 3.0%，预计在经济基本面没有趋势性明显好转的情况下，未来债市利率会持续震荡调整并回归至合理区间，应密切关注经济基本面和国际形势的边际变化。

固收周报：本周股市先抑后扬，关注转债投资机会

（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 500 亿元，整体来看货币政策仍维持灵活适度。7 月工业企业利润增速加快，国内经济恢复态势良好，而海外疫情仍未有效遏制，未来汇率波动或小幅走强。中国农业再保险股份

请务必阅读正文之后的免责声明部分

有限公司获银保监会批复，农业保险受到高度重视。当前偏股型转债估值水平普遍较高。转债市场近一月来波动较大。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，国内复苏态势良好，机会大于风险。食品饮料、医药生物等持续较热。券商、农业等仍可关注。长期仍看好新基建、新能源等板块，代表标的有隆 20 转债、璞泰转债等。当前需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

固收周报：风险信息周报（2020.08.24 -2020.08.30）

事件

负面信息：本周（8 月 24 日-8 月 30 日）负面信息共 5 条。重点关注：福建福晟集团有限公司发行的“福晟 1 优 A”被大公国际下调评级至 AA+；亿达发展有限公司被联合评级下调主体评级至 A，前次评级为 AA-；天津市房地产信托集团有限公司被中证鹏元下调主体评级至 C，前次评级为 AA；文山城市建设投资(集团)有限公司被联合评级下调主体评级至 AA-，前次评级为 AA；海南航空控股股份有限公司称发行的“19 海南航空 SCP003”本息展期。

固收周报：【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率总体上升，信用利差收窄

本周（8 月 23 日-8 月 30 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 301 支，总发行量 2,783.89 亿元，较上周减少了 635.46 亿元，总偿还量 2511.71 亿元，较上周增加了 490.64 亿元，净融资额 272.18 亿元，较上周减少了 1126.10 亿元。风险提示：经济政策超预期，信用违约风险超预期。

固收点评：联储调框架，大类资产配置逻辑有何变化？

观点

为何联储在此时要调整货币政策框架期：整体而言，我们认为美国货币政策框架正在尝试做出改变以适应新环境。美国通胀水平当前已经显露筑底反弹迹象，联储的工作是调整框架以容忍、合理化较高的通胀水平。

平均通胀目标是否是一个好的选择？（1）高通胀和通缩一样，容易失控；（2）高通胀或拉大贫富差距；（3）市场和政治周期的压力或导致 AIT 难以在跨周期的过程中保持自身的“可持续性”。

风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

固收点评：新兴经济体的通胀水平值得担忧吗？

观点

疫情肆虐，新兴经济体经济持续低迷：（1）疫情卷土重来，需求侧受冲击身陷囹圄;(2）需求疲软，供给侧也难以独善其身。

新兴经济困中求变，财政货币双发力：（1）货币政策持续宽松（2）财政保持积极，债务违约风险隐现。

发达经济体量化宽松，新兴面临输入型通胀风险.

处处显危机，新兴政策宽松路在何方？政策宽松难以转紧，需提防债务货币化隐忧。

新兴经济体通胀值得担忧吗？（1）短期来看，通胀走势温和甚至可能面临通缩风险；（2）中长期来看通胀恐有抬头迹象。

风险提示：（1）疫情管控失策超预期；（2）市场超调超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

行业

环保工程及服务行业周报：新固废法 9 月实施加强环卫、垃圾分类、再生资源，规范城镇污水处理环境管理

建议关注：1）产业链前端环卫市场化率提升带来显著成长空间，龙头份额提升，关注环卫优质企业：盈峰环境、北控城市资源、龙马环卫、玉禾田；2）湿垃圾处理设备龙头，联合体中标上海建筑垃圾再生资源项目：维尔利；3）废电拆解行业龙头，资质&渠道&资金壁垒显现：中再资环。

汽车行业周报：8 月第三周零售同比+23%，全面看多

整车板块：短期重点看好板块性估值修复行情，各家整车均有轮涨性机会；长期整车格局重点看好“特斯拉+自主+日系”市场份额提升，重点推荐【长城汽车+广汽集团】，受益【长安汽车+上汽集团】。零部件板块：1）特斯拉产业链核心供应商【拓普集团】；2）享受智能网联赛道行业红利，重点推荐英伟达产业链【德赛西威】+华为产业链【华阳集团+中国汽研】；3）自主 CVT 变速器龙头标的且受益商用车需求复苏的【万里扬】。

建筑材料行业跟踪周报：水泥推涨地区增多，玻璃玻纤稳价去库

水泥：推涨地区增多，继续看好华东、华南。全国天气雨季渐停，整体水泥行情稳中有涨，多地水泥价格开始持续推涨。下半年基于旺季+灾后重建+专项债项目放量三大逻辑，继续看好水泥板块，选股思路上相对看好华东淡旺季切换以及中南灾后重建，标的海螺水泥、上峰水泥、万年青、华新水泥、塔牌集团等。

机械设备：工程机械企业中报靓丽看好业绩持续性，首批 HIT 设备中标落地利好设备龙头

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【杭可科技】【柏楚电子】【建设机械】

【至纯科技】【广电计量】【晶盛机电】【浙江鼎力】【恒立液压】

化工行业 2020 年 8 月第 5 周周报：VD3 价格持续上涨，继续推荐化工成长股

投资建议： 随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的低估值绩优化工股有望迎来反转，推荐低估值白马股宝丰能源、 龙蟒佰利、万华化学，国六实施受益标的龙蟠科技、 万润股份，以及新老基建配套材料相关标的昊华科技、 苏博特、震安科技。

风险提示： 油价大幅波动， 新冠疫情持续恶化，贸易战形势恶化。

医药生物行业：带量采购落地、医药板块企稳，医疗服务受追捧

本周生物医药指数上涨 4.04%，板块表现优于沪深 300 的 2.66%的涨幅。医疗服务龙头爱尔眼科、通策医疗等再次创新高，信邦制药也备受关注；科创板医药股估值贵，前期强势股调整明显；疫苗板块调整见底，初步有见底回升迹象；眼科耗材关注度高，爱博医疗、昊海生科等调整幅度较大，值得底部建仓。医药板块经过近 4 周横盘调整，企稳迹象明显，尤其是仿制药第三批带量采购落地后，比较符合我们上周判断；市场再次看

透了仿制药的带量采购，即使中标市场也不关注，相反产业链地位较高的医疗服务、片仔癀等屡创新高，成为市场避险的风口。

有色金属：通胀预期走强提升贵金属热度

投资建议：1）贵金属后续看通胀。贵金属驱动逻辑从美元贬值逐步过渡到通胀，后续等待通胀催化剂出现后的再次配置机遇，关注龙头赤峰黄金、紫金矿业等；2）下半年看好基本金属铜、铝。加工费用过低，利空铜冶炼端，供给偏紧为长期趋势。政策加码基建，铜铝旺季可期，标的首选云铜、云铝。3）长期看好能源金属锂、钴。新能源汽车需求持续高速增长，叠加供给端锂矿部分价格跌入成本线以内，逐步减产致供需再平衡，钴收储托底钴价格，标的天齐锂业、赣锋锂业、华友钴业。

非银金融行业：基金销售办法修订，推动基金行业产品力&渠道力再平衡

本次《销售办法》修订立足于保护投资者合法权益，强化树立长期理性投资理念。优化独立基金销售机构的准入及退出方式，支持基金管理人/销售机构规范利用互联网平台拓展客户，预计将加剧行业竞争。明确客户维护费占比上限为 50%，将促进行业从“重渠道”到“重产品”转型。

电气设备新能源行业周报：电动车 9 月表现值期待，光伏产品价格开始分化

电动车 7 月 9.8 万辆，同环比+19%/-6%，首次转正，其中造车新势力、特斯拉和合资品牌增长十分靓丽，爆款新车型陆续上市，金九银十和年底冲量值期待，全年预期 120 万以上，下半年增长 40%+，9 月中游排产继续环比+10-20%，Q3 全球供应链排产同比 50-80%，国内同比 30%左右，拐点明确；

通信行业点评报告：5G 新势力系列报告之四：“全国一网”整合再加速，集百家所长，打造特色 5G 新生态

8 月 26 日晚，东方明珠、天威视讯、广电网络、湖北广电、华数传媒、贵广网络、吉视传媒等多家广电系上市公司相继发布公告，出资发起组建中国广电网络股份有限公司，出资额分别为数亿元不等。

建议关注的标的：从产业链角度来看，中国广电加速 5G 布局及有线电视网络部署，有望带动有线广播电视以及 5G 基站产业链环节的投资机会：广电网络运营商：歌华有线、广电网络、湖北广电、广西广电、贵广网络、中视传媒、吉视传媒、华数传媒、江苏有线；

推荐个股及其他点评

中再资环（600217）：20Q2 业绩增速环比提升 52.91pct，治理结构逐步改善经营能力提升可期

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 13.18 亿元，同比减少 15.74%；归母净利润 1.64 亿元，同比减少 24.38%；扣非归母净利润 1.63 亿元，同比减少 24.33%；加权平均 ROE 同比降低 5.58pct，至 8.72%。

爱旭股份（600732）半年报点评：盈利底部已过，大尺寸势不可挡

公司 20H 实现营业收入 36.95 亿元，同比增长 29.96%；实现归属母公司净利润 1.37 亿元，同比下降 68.42%，20H 对应 EPS 为 0.07 元。20Q2，实现营业收入 18.62 亿元，同比增长 22.21%，

环比上升 1.58%；实现归属母公司净利润 0.57 亿元，同比下降 73.59%，环比下降 29.20%，20Q2 对应 EPS 为 0.03 元。

中国汽研（601965）：Q2 检测业务业绩高增长，超预期

基于检测业务增长+智能网联业务拓展，我们上调 2020-2022 年归母净利润 5.58/6.86/8.16 亿元，同比增长 19.6%/22.9%/18.9%，对应 PE 为 21.88/17.80/14.97 倍。看好公司未来发展前景，且估值具有较好吸引力，维持“买入”评级。

伊利股份（600887）：环比大幅改善，业绩超预期

预计 20-22 年收入分别为 980/1075/1185 亿，同比+8.6/9.7/10.3%，归母净利分别为 72/83/92 亿，同比+4.4/14.1/11.9%；当前股价对应 PE 为 31/27/24X，维持“买入”评级。

心动公司（02400）：游戏业务稳健，TapTap 月活大幅增长，进一步收购平台股权及完善社区生态

盈利预测与投资评级：根据 2020 年中报及未来发展战略，考虑公司目前仍处业务投入期，下调此前盈利预测。预计 2020-2022 年实现营收分别为 30.86/41.08/50.40 亿，归母净利 4.03/5.19/6.64 亿，EPS 分别为 0.89/1.14/1.46 元，对应 PE 分别为 41/32/25X，我们看好平台长期竞争优势及平台与游戏业务的联动，维持“买入”评级。

宁波银行（002142）：2020 年中报点评：高成长与高质量！

宁波银行延续高成长、高质量发展，盈利增速达到 14.6%，由于资产质量优异，二季度并没有大幅计提信用减值冲减利润，同时财富管理业务快速崛起，且资产质量认定进一步严格，关注类贷款双降。我们预计宁波银行 2020、2021 年净利润增速分别为 14.3%、22.7%，目前估值 2.05x2020PB、14.6x2020PE，作为最优质的核心银行继续重点推荐，维持“买入”评级。

完美世界（002624）：中报业绩符合预期，产品梯队蓄势待发

公司后续产品梯队蓄势待发，随着产品陆续上线，将为业绩带来明显增长，我们预计 2020-2022 年实现净利润 24.28/27.36/31.13 亿元，实现 EPS1.25/1.41/1.60 元，对应当前 PE30.21/26.81/23.56 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产品上线延期风险；行业政策监管趋严风险；系统性风险

中微公司（688012）：H1 业绩高速增长，定增加快研发进展

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 2.7/3.8/4.8 亿，对应 PE 分别为 369/265/209 倍；公司是晶圆制造环节唯一进入全球龙头晶圆厂供应链的国产设备商，技术水平达到 5nm 先进制程，享有估值溢价，维持“增持”评级。

风险提示：晶圆厂投产不及预期，新品研发不及预期。

赢合科技（300457）：口罩机保障上半年业绩高增长，静待下半年锂电设备复苏

事件：公司 2020H1 实现营收 12.43 亿元，同比+25.1%；归母净利润 2.72 亿元，同比+45.8%，已经超过 2019 年全年净利水平。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 4.71/5.03/5.65 亿，对应当前股价 PE 为 38、36、32 倍，维持“增持”评级。

风险提示：下游扩产不及预期；行业竞争加剧；新品研发进度不及预期。

洋河股份（002304）：梦 6+布局提速，公司改善可期

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年公司收入分别为 221/247/275

亿元，同-4.6/+12.0/+11.2%；归母净利润分别为 75.2/84.7/95.9 亿元，同+1.8/+12.7/+13.2%；对应 PE 分别为 28/25/22X，维持“买入”评级。

古井贡酒（000596）：基地市场优势显著，升级扩张路径清晰

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年营收为 108.8/130.0/150.6 亿元，增速为 4.5/19.4/15.9%;归母净利润为 21.9/28.6/34.7 亿元，增速为 4.6/30.2/21.6%;对应 EPS 为 4.36/5.67/6.90 元。当前股价对应 PE 分别为 58/44/36X，维持“买入”评级。

哔哩哔哩（BILI.O）：深耕 ACG 游戏赛道，打造优质原创文化社区

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年收入为 106/151/196 亿元，同比增速为 56%/43%/30%;有望实现 Non-GAAP 归母净利润-2.81/-0.13/7.62 亿元，对应 EPS 为 -0.9/-0.04/2.3 元，考虑公司作为国内独特的视频社区及其用户数量快速增长，且各项业务发展速度好于预期，维持“买入”评级。（以 2020.08.27 收盘价为准）（汇率：1 人民币=0.1457 美元）

招商银行（600036）：2020 年中报点评：中报隐藏亮点：真实资产质量优异！

招商银行 2020 年上半年营业收入 1483.53 亿元，同比增长 7.27%，净利润 500.78 亿元，同比下滑 1.53%，对应 EPS 为 1.97 元/股；期末总资产 8.03 万亿元，较年初增长 8.29%，归属于普通股股东净资产 5984.65 亿元，较年初增长 3.68%，对应 BVPS 为 23.73 元/股

纽威股份（603699）：H1 业绩稳健增长，中高端阀门持续突破

盈利预测与投资评级：根据中报情况，我们上调 2020-2022 年公司收入和业绩预测，预计 2020-2022 年公司实现收入 38.1/45.5/53.9 亿元（原预测为 34.6/39.8/46.6 亿元），归母净利润 5.6/7.0/8.8 亿元（原预测为 5.5/7.0/8.7 亿元），对应 PE 分别为 22/17/14X，维持“买入”评级。

风险提示：特殊阀市场推广不及预期；石油化工行业景气度下滑超预期。

至纯科技（603690）：Q2 收入大幅增长，清洗设备订单持续兑现

事件：8 月 28 日公司发布业绩中报，上半年实现收入 5.21 亿元，同比+57.07%；归母净利润 0.3 亿元，同比-29.58%；扣非归母净利 0.25 亿元，同比-8.31%。

广汽集团（601238）：Q2 自主亏损企稳，日系依然靓丽

2020-2022 年汽车行业依然有望逐步复苏。广丰+广本景气依然向上+广汽自主减亏可期+广菲克有望见底企稳，看好广汽集团长期发展。我们预计广汽集团 2020-2022 年归母净利润 6731/9464/11366 百万元，分别同比+1.7%/+40.6%/+20.1%，EPS 为 0.66/0.92/1.11 元，PE 为 15.93/11.33/9.43 倍。维持广汽集团 A+H 股“买入”评级。

长城汽车（601633）：Q2 业绩靓丽，精彩才刚开始！

鉴于长城炮产销超预期+新平台车型进入放量期，我们预计 2020-2022 年归母净利润为 50.28/69.16/90.23 亿元，对应 PE 为 24.97/18.15/13.91 倍，维持“买入”评级。

广州酒家（603043）：1H20 速冻营收超预期，期待 Q3 月饼旺

季提振业绩

1H20 业绩整体承压，Q2 营收环比改善；速冻营收超预期，预计粽子销量良好，餐饮复苏持续；经销收入高增，期待渠道拓展打开月饼市场；毛利率因产品结构调整下滑，费用投入影响短期利润；产能推进持续，厚积而薄发。

埃斯顿（002747）：并表 Cloos 贡献收入，外延并购完善产业链布局

事件：8 月 28 日公司发布业绩中报，上半年实现收入 11.73 亿元，同比+72.08%；归母净利润 0.62 亿元，同比+8.72%；扣非归母净利 0.52 亿元，同比+33.13%。

华兴源创（688001）：疫情影响短期业绩，半导体检测设备订单超预期

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 1.6，2.0，2.5 亿，对应当前股价 PE 为 107、86、69 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：面板产线投资不及预期；半导体检测设备业务拓展不及预期。

国瓷材料（300285）：中报业绩稳步增长，催化材料如期放量

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.62 亿元、7.67 亿元和 9.54 亿元，EPS 分别为 0.58 元、0.80 元和 0.99 元，当前股价对应 PE 分别为 69X、51X 和 41X。维持“增持”评级。

风险提示：产品价格持续下跌；收购业务的整合进度不及预期。

绿盟科技（300369）：Q2 业绩表现亮眼，渠道战略值得期待

事件：

2020 年 H1 实现营收 5.50 亿元，同比增加 5.50%，归母净利润-0.31 亿元，同比减亏 7.25%，扣非净利润-0.48 亿元，同比减少 0.15%。

中密控股（300470）：Q2 业绩恢复增长，将受益于炼化景气延续

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.4/3.0/3.7 亿，对应 PE 为 37/29/24X，维持“买入”评级。

风险提示：下游行业投资力度不及预期，收购后协同效应不及预期

平安银行（000001）：2020 年中报点评：利润下滑 11%与拨备覆盖率提升 32pct

事件：平安银行 2020 年上半年营业收入 783.28 亿元，同比增长 15.5%，净利润 136.78 亿元，同比下滑 11.2%，对应 EPS 为 0.66 元/股；期末总资产 4.18 万亿元，较年初增长 6.1%，归属于普通股股东净资产 2814.53 亿元，较年初增长 3.1%，对应 BVPS 为 14.50 元/股。

五粮液（000858）：Q2 现金流显著改善，全年稳健增长可期

盈利预测与投资评级：我们预计 20-22 年公司收入达 574/666/766 亿，同比增长 14%/16%/15%；归母净利润达 207/257/305 亿，同比增长 19%/24%/19%；对应 EPS 分别为 5.34/6.61/7.86 元，对应 PE 分别为 44/36/30X，维持“买入”评级。

正泰电器（601877）中报点评：Q2 单季高增，龙头韧性强劲

上半年业绩同比基本持平，Q2 环比大幅改善。公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 146.09 亿元，同比增长 1.26%；

实现归属母公司净利润 18.11 亿元，同比增长 1.49%。其中 20Q2 实现营业收入 89.1 亿元，同比增长 5.67%，环比增长 56.36%；实现归属母公司净利润 14.69 亿元，同比增长 18.24%，环比增长 329.86%。

八方股份（603489）中报点评：欧洲需求高涨，国内共享市场有望起航

20H1 收入同比-4.6%、利润+10.6%，Q2 恢复明显。20H 公司实现营收 5.74 亿元，同比-4.58%；实现归母净利润 1.81 亿元，同比+10.58%。20Q2 实现营收 3.25 亿元，同比+14.92%，环比+30.38%；归母净利润 1.09 亿元，同比+36.80%，环比+53.47%。20H1 毛利率为 43.63%，同比上升 2.05pct，主要来自于产品结构改善，高毛利的中置电机等产品占比提升。

游族网络（002174）：营收创新高，构建品类护城河，持续发力全球化

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年公司实现营收 48.04/61.38/74.97 亿，归母净利 10.40/13.33/16.57 亿元，EPS 为 1.14/1.46/1.81 元，PE 分别为 18/14/11X，公司夯实卡牌品类护城河，继续拓展全球化布局，同时深挖 IP 运营，三大战略指引下未来产品管线丰富，当前估值具备吸引力，维持“买入”评级。

中石科技（300684）：H1 业绩超预期，5G 打开散热市场空间，持续看好未来业绩稳健高增

8 月 26 日，中石科技公布 2020 年中报业绩：上半年实现营业收入 3.97 亿元，同比增长 56.99%，上半年实现归母净利润 0.63 亿元，同比增长 127.86%。

我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 9.85 亿元、12.93 亿元、16.03 亿元，每股收益分别为 0.68 元、0.97 元、1.23 元，对应的 PE 估值分别为 47.57/33.19/26.29 倍，维持“买入”评级。

太极股份（002368）：云服务业务逆势增长，人大金仓前景广阔

事件：公司发布中报，上半年实现营业收入 29.97 亿元，与上年基本持平，实现归属于上市公司股东的净利润 2,205.70 万元，较上年同期增长 2.69%。Q2 公司各项业务迅速回升；创新业务模式，推进云服务业务快速发展；人大金仓实现跨越式发展；完善各地产业布局，信创业务顺利推进。

阳光电源（300274）中报点评：海外渗透加速，逆变器逆势高增长

公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 69.42 亿元，同比增长 55.57%；实现利润总额 4.84 亿元，同比增长 28.20%；实现归属母公司净利润 4.46 亿元，同比增长 34.13%，对应 EPS 为 0.31 元。其中 2020Q2，实现营业收入 50.95 亿元，同比增长 127.13%，环比增长 175.93%；实现归属母公司净利润 2.87 亿元，同比增长 77.59%，环比增长 79.70%。收入和利润增长总体符合预期。

三一重工（600031）：H1 业绩略超预期，周期弱化+智能工厂+全球化助力长期增长

事件：公司发布 2020H1 业绩公告：上半年实现收入 491.88 亿元，同比+13.37%；归母净利润 84.68 亿元，同比+25.48%，略超市场预期；扣非归母净利润 79.46 亿元，同比+16.64%。从单季度看，公司 Q2 实现销售收入 319.21 亿元，同比+44.49%，归

母净利润 62.74 亿元，同比+77.89%。

三峡水利（600116）：半年报干货满满，需关注基本面发生的重大边际变化

事件：公司发布半年报，上半年实现营收 10.60 亿元，同比增长 99.65%；归母净利润 2.04 亿元，同比增长 85.41%；扣非后归母净利润为 1.38 亿元，同比增长 123.35%。

半年报诚意满满，内容中有多处干货值得重点关注。

半年报内容中干货满满，基本面发生重大边际变化。

此次重大资产重组完成后，公司在人事（职业经理人）、战略（五年发展战略）、实施（“三峡电”入渝、跨区域售电公司、跨区域配电网项目）方面均出现了重大的边际变化，国内配电网改革龙头呼之欲出。

隆基股份（601012）半年报点评：中报大超预期，盈利能力卓越，尽显龙头风范

公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 201.41 亿元，同比增长 42.73%；实现归母净利润 41.16 亿元，同比增长 104.83%，Q2 实现营业收入 115.42 亿元，同比增长 37.38%，环比上升 34.22%；实现归母净利润 22.52 亿元，同比增长 61.08%，环比上升 20.84%，大超预期。

宏观策略

宏观点评：为何中国出口持续超预期?——来自全球供应链的线索

观点

二季度以来中国出口的持续超预期是经济增长中的一大亮点。此前我们已经从全球供需缺口及防疫物资出口两个角度对中国出口超预期进行解读。除了这两大因素外，我们认为中国出口持续超预期还源于中国在全球供应链中的重要地位，本文将从供应链完整程度的测度及产业链外迁转移难度对中国出口韧性作出进一步解读。

比较各国供应链完整度，可知各国在进出口贸易受阻时国内生产受冲击程度的差异。一般来说，一国供应链越完整，意味着其受进出口贸易冲击的影响就越小。

如何测度供应链完整程度？我们以海外增加值/总出口额来衡量一国供应链长度，该值越小，表明供应链越完整。如图 1 所示，中国海外增加值占出口比重小于同为出口大国的韩国、泰国、越南，可见中国相较这些国家拥有更完整的供应链体系。而若单独考虑制造业供应链，中国的供应链优势则更为突出（图 2）。在全球遭受疫情席卷时，这种优势使得中国迅速成为了全球产业链的强势补充角色，支撑中国出口超预期。

得益于更加完整的供应链，中国生产自主可控程度大大增加。如图 3 所示，中国制造业上游原材料可得性较高，这意味着中国生产自主可控程度较高。相反，以疫情后需求激增的药物产品为例，美国 70%以上的药物原材料加工厂都分布在国外（图 4），这很好地解释了疫情后中国防疫物资出口份额大幅超过美国，且排名从第 4 跃升至第 1（图 5）。

与此同时，据麦肯锡（图 6），中国对世界经济的依存在相对下降，而世界对中国经济的依存度却在相对上升，这表明中国作为消费市场、供应方和资本提供方的重要性日益凸显。

从基础设施、劳动力质量等角度，制造业“去中国化”有较大难度。疫情后，不少国家从战略抗风险的角度，提出了制造业“去中国化”。但如图 7，从易用电指数来看，中国领先于多数新兴市场国家，这体现了中国具有更完备的基础设施保障。此外，通过横向比较劳动力规模、人均制造业产值、工人每周工作时长等指标（图 8、图 9），可以发现中国也有其他国家难以比拟的优势，因此我们认为短期内海外企业外迁的难度较大。

短期内，在全球供需缺口差距仍然存在、海外防疫物资需求难现回调、以及制造业“去中国化”难度较大的现实情况下，我们预期三季度中国出口超预期仍将是拉动经济复苏的重要力量。

风险提示：海外疫情反复拖累外需，制造业外迁速度快于预期

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固收金工

固收周报：一周策略：宏观政策保持灵活适度，新基建及六稳六保工作持续推进（2020 年第 33 期）

观点

专题：新兴经济体的通胀水平值得担忧吗？海外疫情二次爆发，新兴经济体为提振经济成降息急先锋：7 月以来，俄罗斯、巴西、南非加速放宽货币政策，进一步下调基准利率。

利率债：1 年期国债收益率为 2.4869%，较上周上行 5.33BP。10 年期国债收益率 3.0672%，较上周上行 8.49BP。展望后期：从基本面来看，我国经济仍处于恢复期，中美贸易摩擦进入白热化阶段，当前形势下推动“新基建”发展并做好“六稳”“六保”工作尤为重要。

信用债：一级市场的发行只数延续增长态势，但总发行量在本周出现了八月份的首次下滑，总偿还量在本周则小幅上升，使得净融资额在本周呈现下降。二级市场的交易量在本周同比小幅上升，初步判断为前段时间交易量大幅下降后的正常反弹，符合均值回归预判。信用利差和等级利差的变化则相对收益率滞后，本周二者收窄，削弱了给债价带来的不利影响，提高债券吸引力。分行业看，本周除材料、能源外的其他行业债券交易量均呈现增长态势。

可转债：（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 500 亿元，央行在流动性方面释放稳定信号，下周仍有 7500 亿元逆回购到期，整体来看货币政策仍维持灵活适度，边际略有收紧。7 月工业企业利润增速加快，国内经济恢复态势良好。转债市场近一月来波动较大。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，国内复苏态势良好，机会大于风险。食品饮料、医药生物等持续较热。券商、农业等仍可关注。长期仍看好新基建、新能源等板块，代表标的有隆 20 转债、璞泰转债等。仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

海外宏观：（1）全球央行年会将至，美联储调整货币政策框架：我们认为：（a）美联储的通胀目标为核心 PCE 同比 2%，一旦达成或不得不转向“紧货币”的预期或限制联储“宽货币”的空间；（b）即使通胀达到联储目标，政府为融资而杠杆率高企，以维持经济过热状态；（c）平均通胀目标（Average-InflationTargeting，AIT）的特征在于“补缺口”，AIT 这一框架存在通胀失控，以及经济过热之后需通过“过冷”回补缺口，我们认为联储可以通过更温和的方法来实现低利率；（d）如果市场对联储的货币政策框架的改变有信心，预计整体呈现名义收益率走升，实际收益率走低的分化趋向，通胀预期作为“楔子”显著扩大；（2）中美经贸会谈终“破冰”，人民币创 7 个月新高：我们认为：（a）中美在共同推动第一阶段经贸协议落实；（b）受疫情影响，中国自美国的进口额仅完成目标的 46.38%，略有上升，但仍落后于目标；（c）随着疫情好转，中美两国购买力上升：中国今年 6 月从美国进口的商品同比增长 15.1%，中国向美国的出口同比增长 5.2%。受此次中美经贸通话影响（a）截至 8 月 27 日，境内在岸人民币兑美元汇率 6.8857，盘中创下过去 7 个月以来最低值 6.8836，境外离岸人民币兑美元汇率则触及 6.8814，盘中触及 2 月以来最低值 6.8710；（b）市场风险情绪回升，黄金失守持续一个月的纪录高点即 1920 美元/盎司；（2）大类资产表现：铜、黄金、美股走高；日经、美元走低，美收益率曲线边际趋陡。具体来看，股市：美>欧>日>英；债

请务必阅读正文之后的免责声明部分

市：利率债>信用债；汇市：英镑>欧元>瑞士法郎>加拿大元>日元>人民币>美元；大宗：天然气>白银>黄金>原油。

风险提示：利率债：海外疫情不确定性；货币政策变化超预期。信用债：经济政策超预期，信用违约风险超预期。可转债：关注股市波动风险、国内外疫情反复风险，中美摩擦风险。海外：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

固收周报：联储适度忍耐通胀，日本超宽松难撼动

观点

一周观点：（1）联储调货币政策框架，大类资产配置逻辑的变化：我们分析认为：美债方面：如果市场对联储承诺心存信心，保守认为美债 10 年期名义收益率或缓步抬升至 1%水平，而通胀预期缓步抬升至 3%水平，这样 10 年期 TIPs 收益率或还存在约 100BPs 的下探空间；美股方面：美债名义收益率的缓步抬升，结合“宽货币”下的 ERP 收窄或仍将难以短期内撼动美股的走强趋向，但需关注美股的内部分化，以及“后疫情概念股”的回调需求；美元方面：美元的相对强弱还要看欧日央行是否跟进调整自身的货币政策框架，假如不跟进调整，“宽货币，宽财政”且有意让经济过热的高通胀环境或将进一步对美元指数形成压迫；黄金方面：名义收益率下行受到有效利率下限（EffectiveLowerBoundary）制约的情况下，更高的通胀及通胀预期将释放实际收益率的下行空间，这或将结束黄金当前 2000 美元/盎司点位前震荡的格局，我们判断黄金向上还有 10-15%的上探空间；（2）中美经贸会谈终“破冰”，人民币创 7 个月以来新高：我们认为：（a）中美仍在共同推动第一阶段经贸协议落实，中美经贸关系的“压舱石”作用依然突出；（b）受疫情影响，中国自美国的进口额仅完成协议目标的 46.38%，相较五月份完成度 45.17%略有上升，但仍大幅度落后于目标；（c）随着疫情好转，中美两国购买力日趋上升：中国今年 6 月从美国进口的商品同比增长 15.1%，中国向美国的出口同比增长 5.2%；（3）大类资产表现：铜、黄金、美股走高；日经、美元走低，美收益率曲线边际趋陡。具体来看，股市：美>欧>日>英；债市：利率债>信用债；汇市：英镑>欧元>瑞士法郎>加拿大元>日元>人民币>美元；大宗：天然气>白银>黄金>原油。

策略分析

美国：短期来看，实体经济复苏进程逐渐放缓，就业市场的不确定性、美联储对疫情的中期风险评估将重新激起投资者避险情绪，而“平均通胀目标"政策将吸引投资者购入短期美债，进行套息交易或贵金属投资，美债短期收益率震荡或呈走低趋势，而美债长期收益率则走高趋势，因此，美元短期或呈走低趋势。而在实体经济的缓慢复苏以及短中期的低利率环境下，美股则将在可见范围内持续震荡;中长期来看，伴随联储针对收益率曲线控制力度边际加深，美债收益率长短端利差或趋稳，美元方面受避险情绪和利差收窄双因素影响，中长期或延续倒 U 型走势，美股面临盈利预期走低、增速放缓的风险，中长期回落行情或难以避免。

日本：短期来看，安倍的辞职消息确实增加了“安倍经济学”终结的可能性，提振了日元的买盘，但是日本央行的货币政策难以出现大幅变动，日元短期仍难以出现大幅升值；中长期来看，伴随日本人口老龄少子化领先其它发达经济体，自然真实利率领先下行，通缩预期长期固化，政

请务必阅读正文之后的免责声明部分

策性利率或仍维持长期超低位；低息货币身份虽然仍让日元对全球避险情绪高度敏感，但全球低息环境下，日元避险货币身份未来或存疑，日元中长期或存在结构性走贬趋向。

欧洲：短期来看，欧洲经济虽然复苏缓慢但整体向好，无明显利多或利空消息，欧洲央行持续为资本市场提供支撑，欧元短期或保持稳定；中长期来看，基本面趋势上美强欧弱的格局虽然趋向模糊，但欧元区层面上财政难发力问题，相比较于美日仍将桎梏住欧洲货币财政同时发力的潜在利好，维持欧元将面临长期盘整的判断。

原油：短期来看，飓风“劳拉”从墨西哥湾向美国石油产地移动，沿岸地区大量炼油设施关闭与人员撤离，油价获得一定的支撑，但全球供应过剩压制了看涨情绪。中长期来看，OPEC+要求伊拉克等国进一步减产支撑了油价，称疫情将长时间持续对石油市场复苏构成重大风险，但因市场对美国石油需求增长的担忧限制了油价上涨。

黄金：短期来看，抗疫医疗领域取得新进展，标普 500 指数再创新高，都令金价承压；中长期来看，美联储的重大政策转变效应开始“显现”，势将长期为市场营造低利率环境，推动金价继续受到支撑。

风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期预期。

（证券分析师：李勇）

固收周报：利率债周报：十年期国债收益率上行破 3.0%，政策“组合拳”纾困小微（2020 年第 33 期）

观点

本周债市点评及债市策略：本周（8.24-8.30）央行公开市场净投放 500 亿元，下周（8.31-9.06）央行公开市场有 7000 亿元逆回购 7D 和 500 亿元逆回购 14D 到期。从资金面来看，本周 Shibor 隔夜、DR001、R001 大多较上周有所下行。收益率方面，短端、长端均上行。1 年期国债收益率为 2.4869%，较上周上行 5.33BP。10 年期国债收益率 3.0672%，较上周上行 8.49BP。展望后期：从基本面来看，我国经济仍处于恢复期，中美贸易摩擦进入白热化阶段，当前形势下推动“新基建”发展并做好“六稳”“六保”工作尤为重要，本周货币市场利率相对上周有所下行，资金面紧张的程度有所缓解。8 月 25 日，银保监会普惠金融部主任李均锋先生在国务院政策例行吹风会上提出当前我国的货币政策、监管政策、行业政策应当密切配合，同向发力，在政策上打“组合拳”，强化传导机制建设。具体来看，货币政策未来会配合财政政策、监管政策及行业政策等多项政策的实施，保持灵活适度，发挥结构性直达货币政策工具的精准滴灌作用，确保小微企业全年融资“量增、面扩、价降”。本周十年期国债收益率已突破 3.0%，预计在经济基本面没有趋势性明显好转的情况下，未来债市利率会持续震荡调整并回归至合理区间，应密切关注经济基本面和国际形势的边际变化。

二级市场回顾：本周（8.24-8.30）一级市场发行 125 只利率债，实际发行总额 4249.10 亿元，较上周减少了 46.66 亿元；总偿还量 1476.69 亿元，较上周减少了 560.05 亿元；净融资额 2772.41 亿元，较上周增加了 513.39 亿元。本周 DR007 下行 10.01BP，R007 下行 8.95BP。SHIBOR 隔夜利率为 1.3456%，较上周下行 91.30BP；SHIBOR1 周为 2.2350%，较上周下行

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4.50BP；SHIBOR2 周为 2.3380%，较上周下行 8.40BP；SHIBOR3 月为 2.6300%，较上周上行 2.90BP。

本周宏观经济跟踪：上周商品房整体表现有所回落，汽车表现有所上升，煤炭价格有所上升。上周商品房成交面积有所回落，截至 8 月 23 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 370.09 万平方米，较上周减少 0.86 万平方米。上周国内乘用车市场零售同比增速大幅上升。截至 8 月 23 日，市场日均零售 4.48 万台，同比增速为 23.00%，较前值有所上升。本周主要钢材价格下跌，Myspic 综合钢价指数和螺纹钢指数均回落。本周较上周焦煤和动力煤价格均上行。截至 8 月 27 日，有色金属各品种价格均有所下跌。分品种来看，相比上周，锌价下跌 0.26%，铅价下跌 0.38%，铜价下跌 0.14%，铝价下跌 0.84%。

本周通胀观察：蔬菜价格有所上涨。截至 8 月 28 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 124.72，较上周上升 1.36%；山东蔬菜批发价格指数收于 156.52，较上周上升 2.49%。8 月 28 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 153.44 点，较上周上行 2.28%；南华工业品指数收于 2299.69 点，较上周上行 1.18%。

风险提示：疫情变化超预期；改革不及预期。

（证券分析师：李勇）

固收周报：本周股市先抑后扬，关注转债投资机会

报告摘要

本周可转债一级市场有 3 支可转债发行，总发行量为 80.80 亿元，较上周减少 5.60 亿元；有 4 支可转债偿还，为到期赎回偿还，其规模为 5.74 亿元，较上周增加 5.41 亿元；净融资额 75.06 亿元，较上周减少 11.02 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 18 家公司可转债有新进展，其中 4 家公司通过董事会预案，6 家公司通过了股东大会，5 家通过了发改委审核；3 家公司通过了证监会核准，分为新疆交建、东方电缆、多伦科技，行业分别属于基础建设、高低压设备、计算机应用，发行规模分别为 8.50、8.00、6.40 亿元。

本周股票市场先抑后扬，创业板指因注册制正式落地涨势可观，上证综指、沪深 300、创业板指、中小板指分别上涨 0.68%、2.66%、4.76%、2.35%。债转股指数下跌 0.89%；本周可转债指数震荡波动，上证转债、中证转债指数分别下跌 0.54%、0.11%，深证转债上涨 0.62%。

本周申万行业指数涨跌参半。涨幅最大的五个行业为食品饮料、休闲服务、电气设备、医药生物、机械设备，涨幅分别为 7.73%、6.54%、4.68%、4.04%、2.91%，跌幅最大的五个行业为房地产、有色金属、采掘、国防军工、商业贸易，跌幅分别为 0.92%、1.01%、1.68%、2.23%、3.28%。

截至 2020 年 8 月 28 日，存量可转债共计 362 支，存量余额共计 4552.08 亿元。其中银行业存量可转债余额最多，高达 1580.40 亿元，其他行业则分布较为平均。除银行外存量可转债券余额最多的另外四个行业为化工、公用事业、非银金融、有色金属。这四个行业中仅化工本周上涨。

从个券涨跌幅看出，可转债涨跌情况与级别相关性较差；从正股涨跌幅排名可知，正股涨跌榜与可转债涨跌榜有一定重合，正股涨跌榜未延续上周涨跌情况。本周市场最活跃的前五支可转债分别为蓝盾转债、模塑

请务必阅读正文之后的免责声明部分

转债、广电转债、横河转债、东财转 2。

股票价格已经超过转换平价的转债共计 76 支，比上周增加 9 只。

截至 2020 年 8 月 28 日，可转债的纯债溢价率中位数为 34.72%，转股溢价率的中位数为 10.07%，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 47,225.10 万股，其中东财转 2 本周转股数为 10,420.11 万股，占全部转股数的 22.06%。从累计转股比例来看，视源转债、顾家转债（退市）、浙商转债（退市）累计转股比例分别为 99.87%、99.62%、99.21%。多只转债将提前赎回，投资者转股情绪依高涨。

（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 500 亿元，央行在流动性方面释放稳定信号，下周仍有 7500 亿元逆回购到期，整体来看货币政策仍维持灵活适度，边际略有收紧。7 月工业企业利润增速加快，国内经济恢复态势良好，而海外疫情仍未有效遏制，未来汇率波动或小幅走强。中国农业再保险股份有限公司获银保监会批复，由财政部直接出资，农业保险受到高度重视。目前国际形势日趋复杂，应做好长期持久战准备。当前偏股型转债估值水平普遍较高。转债市场近一月来波动较大。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，国内复苏态势良好，机会大于风险。食品饮料、医药生物等持续较热。券商、农业等仍可关注。长期仍看好新基建、新能源等板块，代表标的有隆 20 转债、璞泰转债等。投资者参与之前应该做好波动的准备，当前以平衡性标的为主要投资策略，谨慎选择高估值的主题，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

风险提示：关注股市波动风险，国内外疫情反复、中美摩擦风险。

（证券分析师：李勇）

固收周报：风险信息周报（2020.08.24 -2020.08.30）

事件

负面信息：本周（8 月 24 日-8 月 30 日）负面信息共 5 条。重点关注：福建福晟集团有限公司发行的“福晟 1 优 A”被大公国际下调评级至 AA+；亿达发展有限公司被联合评级下调主体评级至 A，前次评级为 AA-；天津市房地产信托集团有限公司被中证鹏元下调主体评级至 C，前次评级为 AA；文山城市建设投资(集团)有限公司被联合评级下调主体评级至 AA-，前次评级为 AA；海南航空控股股份有限公司称发行的“19 海南航空 SCP003”本息展期。

取消发行：中交第二航务工程局有限公司取消发行 15 亿元；重庆化医控股(集团)公司取消发行 3 亿元；中国建筑第八工程局有限公司取消发行 10 亿元；科学城(广州)投资集团有限公司取消发行 5 亿元；阳江市恒财城市投资控股有限公司取消发行 3 亿元；现代投资股份有限公司取消发行 10 亿元；龙城旅游控股集团有限公司取消发行 2 亿元；中国广核集团有限公司取消发行 20 亿元；内蒙古能源发电投资集团有限公司取消发行 10 亿元；厦门国贸控股集团有限公司取消发行 5 亿元；南通沿海开发集团有限公司取消发行 2 亿元；平安国际融资租赁有限公司取消发行 3 亿元；中交一公局集团有限公司取消发行 10 亿元；山东东财建设投资集团有限公司取消发行 5.9 亿元；洛阳城市发展投资集团有限公司取消发行 7 亿元；淮安市水利控股集团有限公司取消发行 5 亿元；汉江国有资本投资集团有限公司取消发行 10.8 亿元；南京建邺国有资产经营集团有限公司取消

请务必阅读正文之后的免责声明部分

发行 5 亿元；南平市土地发展集团有限公司取消发行 10 亿元；中国中铁股份有限公司取消发行 40 亿元；南京江北新城投资发展有限公司取消发行 7 亿元；四川省铁路产业投资集团有限责任公司取消发行 5 亿元；齐鲁财金(山东)经济发展有限公司取消发行 2 亿元；宿迁产业发展集团有限公司取消发行 6 亿元；华融融德资产管理有限公司取消发行 15 亿元；内蒙古伊利实业集团股份有限公司取消发行 10 亿元；厦门国际港务股份有限公司取消发行 7 亿元。

持有人会议：和信(天津)国际商业保理有限公司于 2020 年 8 月 26 日召开“20 和信包钢 ABN001”2020 年第一次债券持有人会议；六盘水市开发投资有限公司于 2020 年 8 月 27 日召开“20 六盘水开 MTN001”2020 年第一次债券持有人会议；牧原食品股份有限公司于 2020 年 8 月 27 日召开“18 牧原 MTN001”、“20 牧原 MTN001”及“20 牧原 MTN002”2020 年第一次持有人会议；北京北大科技园建设开发有限公司于 2020 年 8 月 28 日召开“18 北大科技 ABN001”第六次资产支持票据持有人会议。

其他关注信息：联合信用称下调未名医药主体及“17 未名债”信用等级至 AA-；新兴铸管股份称公司涉及诉讼；中合中小企业融资担保股份披露重大诉讼案件进展；上海实业发展股份称公司涉及重大仲裁；红星美凯龙控股集团称公司涉及重大诉讼；天津市房地产信托集团称公司未能按时兑付“16 房信 01”利息及回售本金。

风险提示：关注发行人风险水平，谨慎对待短期市场波动。

（证券分析师：李勇）

固收周报:【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率总体上升，信用利差收窄

事件

本周（8 月 23 日-8 月 30 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 301 支，总发行量 2,783.89 亿元，较上周减少了 635.46 亿元，总偿还量 2511.71 亿元，较上周增加了 490.64 亿元，净融资额 272.18 亿元，较上周减少了 1126.10 亿元。

从本周发行短融、中票、企业债和公司债的加权平均利率来看，短融和中票的发行利率较上周小幅上升，公司债和企业债的发行利率较上周小幅下降。短融的发行利率的上升幅度为 27.88BP，中票的发行利率的上升幅度为 50.84BP，企业债的发行利率的下降幅度为 19.10BP，公司债的发行利率的下降幅度为 27.56BP。

银行间和交易所信用债合计成交 4404.83 亿元，总成交量较上周 4292.63 亿元增加了 112.20 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 1739.67 亿元、2003.88 亿元、508.30 亿元、152.98 亿元。

国债收益率：本周各期限的国债到期收益率均呈上升趋势。具体来看，截至 8 月 28 日，1 年期国债收益率为 2.4869%，较上周 2.4336%上升了 5.33BP。3 年期国债收益率为 2.9077%，较上周 2.7518%上升了 15.59BP。5 年期国债收益率为 2.9902%，较上周 2.8754%上升了 11.48BP。7 年期国债收益率为 3.1387%，较上周 3.0291%上升了 10.96BP。10 年期国债收益率为 3.0672%，较上周 2.9823%上升了 8.49BP。

各类信用债收益率呈现：本周各期限的各类信用债收益率均主要呈上升

请务必阅读正文之后的免责声明部分

趋势；除 1 年期与 3 年期以外的其他期限各类信用债的信用利差主要呈缩小趋势；各期限的各类信用债的等级利差均主要呈不变或缩小趋势。

本周 AAA 主体级别的债券中，短期融资券、中期票据和企业债的周交易量相对高于公司债；本周 AA 主体级别债券中，短期融资券、中期票据的周交易量均低于 AAA 主体级别短期融资券、中期票据，企业债、公司债的周交易量高于 AAA 主体级别企业债、公司债。AA 主体级别企业债交易量相对较大。

本周工业行业债券周交易量最大，达 2,170.05 亿元。其次为公用事业、材料、能源、金融、房地产和可选消费，周交易量分别为 498.78 亿元、470.75 亿元、365.05 亿元、342.35 亿元、236.04 亿元和 125.91 亿元。其他行业债券交易量相对来说规模较小。

本周债市点评：本周一级市场的发行只数延续了八月以来的增长态势，但总发行量在本周出现了八月份的首次下滑，总偿还量在本周则小幅上升，使得净融资额在本周呈现出小幅下降，一级市场热度有望继续走高。二级市场的交易量在本周同比小幅上升，初步判断为前段时间交易量大幅下降后的正常反弹，符合均值回归预判。分行业看，本周除材料、能源外的其他行业债券交易量均呈现增长态势，其中房地产行业增幅最大。长期来看，在国家逆周期调节政策以及 5G 商用的趋势下，电子行业有望迎来新一轮景气周期。房地产行业债券在上周走势低迷后，本周呈现回暖态势，在“房住不炒”的政策背景下，房地产开发企业融资受限，信用债有助于企业盘活存量资产、拓宽融资渠道。

风险提示：经济政策超预期，信用违约风险超预期。

（证券分析师：李勇）

固收点评：联储调框架，大类资产配置逻辑有何变化？

事件

杰克逊·霍尔全球央行年会召开：当地时间 8 月 27 日晚：（1）联储主席鲍威尔宣布，将长期以来 2%的固定通胀目标调整为“平均通胀目标”，联储将允许通胀率“适度”高于 2%以抵消疲弱期的影响；（2）此外，在就业方面，联储决定对就业市场评估标准作出“微调”，从之前的就业最大化偏离程度改为就业最大化缺口，鲍威尔称强劲的就业市场不一定会导致不可接受的通货膨胀水平；（3）货币政策路径方面，鲍威尔仍然认为货币政策必须具有前瞻性，在新的货币政策策略中美联储将就业置于通胀之前，将寻求确保就业不会低于最高水平。

观点

为何联储在此时要调整货币政策框架期：（1）整体而言，我们认为美国货币政策框架正在尝试做出改变以适应新环境。这个新的环境是更低的实际自然利率（realnaturalinterest）以及名义利率下限的某种结合；（2）美国通胀水平当前已经显露筑底反弹迹象，联储的工作是调整框架以容忍、合理化较高的通胀水平。具体来看核心部分的交通、衣装分项筑底反弹，医护分项持续抬升，非核心部分能源分项伴随供需两侧的边际改善，同样显露筑底回暖迹象；（3）“稳物价，保就业”转向“抬物价，促就业”。基于现有框架，联储或不得不传向中性偏紧的货币政策，但考虑到就业市场复原或较缓慢，公共部门当前为应对疫情后续杆杆率或进一步抬升的现实环境，联储因此亟需调整现有货币政策框架，以在更长一

请务必阅读正文之后的免责声明部分

段时间内维持低利率、零利率的货币政策环境，允许核心通胀率在未来较长一段时间内高于 2%前期通胀目标，主动让经济有序过热，以更快地促使劳动力市场实现完全就业。

平均通胀目标（Average-InflationTargeting，以下简称 AIT）是否是一个好的选择？AIT 的最显著特征是什么呢？就是它既考虑过去，也考虑未来，这意味着联储将对经济的反应趋向“钝化”，而这对当前的政策意涵也非常清晰：联储会容忍更高的通胀。AIT 存在哪些隐患？可以归纳为三点：（1）高通胀和通缩一样，容易失控；（2）高通胀或拉大贫富差距；（3）市场和政治周期的压力或导致 AIT 难以在跨周期的过程中保持自身的“可持续性”。

联储调框架，大类资产配置逻辑有何变化？从趋势上来看，我们认为（1）美债方面：如果市场对联储承诺心存信心，保守认为美债 10 年期名义收益率或缓步抬升至 1%水平，而通胀预期缓步抬升至 3%水平，这样 10 年期 TIPs 收益率或还存在约 100BPs 的下探空间；（2）美股方面：美债名义收益率的缓步抬升，结合“宽货币”下的 ERP 收窄或仍将难以短期内撼动美股的走强趋向，但需关注美股的内部分化，以及“后疫情概念股”的回调需求；（3）美元方面：美元的相对强弱还要看欧日央行是否跟进调整自身的货币政策框架，假如不跟进调整，“宽货币，宽财政”且有意让经济过热的高通胀环境或将进一步对美元指数形成压迫；（4）黄金方面：名义收益率下行收到有效利率下限（EffectiveLowerBoundary）制约的情况下，更高的通胀及通胀预期将释放实际收益率的下行空间，这或将结束黄金当前 2000 美元/盎司点位前震荡的格局，我们判断黄金向上还有 10-15%的上探空间。

风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

固收点评：新兴经济体的通胀水平值得担忧吗？

事件

海外疫情二次爆发，新兴经济体为提振经济成降息急先锋：7 月以来，俄罗斯、巴西、南非加速放宽货币政策，进一步下调基准利率。俄罗斯央行将基准利率下调至历史低位 4.25%；巴西将基准利率下调 25 个基点至 2%，这是巴西央行自去年 7 月以来连续第九次降息，利率水平再创 1999 年以来新低；南非储备银行也将回购利率下调 25 个基本点至 3.50%，今年已经将回购利率降低了 275 个基点。在央行降息的同时，财政政策也在同步发

力，这种政策持续宽松的信号也打开了通胀上涨的空间，金砖四国 CPI 均不同程度呈现上涨趋势，目前关于全球通胀是否会再度开启弥漫着一种不透明感。

观点

疫情肆虐，新兴经济体经济持续低迷：（1）疫情卷土重来，需求侧受冲击身陷囹圄：经济衰退条件下，全球需求侧震荡收缩，新兴市场经济体带外需大幅减少，而受限于经济结构等问题内需疲软，总需求大幅萎缩。（2）需求疲软，供给侧也难以独善其身：疫情严重地区的供应链面临破裂和消失、部分跨国供应链中断或面临重构，叠加一些产业加速衰退与

请务必阅读正文之后的免责声明部分

转移，供应链受损风险凸显。而且多数企业供应链冗长、复杂且不透明，供应链中

断对通胀形势来讲是一个长期的潜在风险。

新兴经济困中求变，财政货币双发力：（1）货币政策持续宽松：常规货币政策方面，各经济体纷纷降息；非常规货币政策方面，各新兴经济体除降息降准外，还采取多种货币政策包括 QE、央行在二级市场购入私人部门债券等，持续向市场注入流动性。（2）财政保持积极，债务违约风险隐现：大规模财政刺激计划也在大幅增加政府本就已连年攀升的债务水平和赤字率，加剧主权债务违约的灰犀牛风险。发达经济体量化宽松，新兴面临输入型通胀风险：疫情以来，各发达经济体再度重启大规模资产购买计划，释放出大量流动性。作为全球通胀中枢的发达经济体，超宽松货币政策带来外溢风险可能会带来输入性通胀风险。

处处显危机，新兴政策宽松路在何方？（1）CPI 走势出现上扬，货币政策空间或会受限：尽管新冠肺炎疫情造成的经济疲软可能会抑制需求，但对于新兴经济体而言，宽松的货币财政政策、市场对经济改革的担忧以及近

期刺激措施的效果都可能推高通胀。但如果疫情持续下去，各新兴经济体 GDP 还有进一步的下行风险，面对下行压力难减，货币宽松基调仍存但区间或会收窄。（2）政策宽松难以转紧，需提防债务货币化隐忧：债务货币

化正在将央行的独立性置于危险之中，如果债务货币化成为一种惯例，政府可能把它当成一种许可证进一步引发恶性通货膨胀。

新兴经济体通胀值得担忧吗？（1）短期来看，通胀走势温和甚至可能面临通缩风险：疫情发生以来，工业企业生产停滞、居民消费出行压缩，全球经济陷入停摆，带来总需求的大幅萎缩，全球原油价格也因供过于求而难以突破低价区间。因此，短期来看，大概率将面临全球性的通缩压力。（2） 中长期来看通胀恐有抬头迹象：长期来看政策宽松趋势仍会延续，受供应端及债务货币化带来的风险，通胀可能会缓慢抬头。

风险提示：（1）疫情管控失策超预期；（2）市场超调超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

环保工程及服务行业周报：新固废法 9 月实施加强环卫、垃圾分类、再生资源，规范城镇污水处理环境管理

建议关注：盈峰环境，北控城市资源，中再资环，龙马环卫，玉禾田，洪城水业，维尔利，瀚蓝环境，深圳燃气，海螺创业，上海环境

核心观点

新固废法 9 月 1 日实施，加强垃圾分类、环卫、再生资源等举措。总则要求固废防治坚持减量化、资源化、无害化，推行生活垃圾分类制度。对比新旧固废法，重要变化内容包括 1）生活垃圾：县级以上地方政府加快建立分类投放、收集、运输、处理的生活垃圾管理系统，组织开展厨

请务必阅读正文之后的免责声明部分

余垃圾资源化无害化处理工作，按照产生者付费原则，建立生活垃圾处理收费制度。清扫、收集、运输、处理城乡生活垃圾应遵守国家环保环卫管理规定。2）建筑垃圾、农业固体废物等：a.建筑垃圾：建立建筑垃圾分类处理制度，回收利用体系；b.废弃电器：建立电器电子、铅蓄电池、车用动力电池等的生产者责任延伸制度，对废弃电子电器产品实行多渠道回收和集中处理制度。3）危险废弃物：实施分级分类管理，加强开展区域合作，县级以上地方政府应加强医疗废物集中处置能力建设。建议关注：1）产业链前端环卫市场化率提升带来显著成长空间，龙头份额提升，关注环卫优质企业：盈峰环境、北控城市资源、龙马环卫、玉禾田；2）湿垃圾处理设备龙头，联合体中标上海建筑垃圾再生资源项目：维尔利；3）废电拆解行业龙头，资质&渠道&资金壁垒显现：中再资环。

环境部加强城镇污水处理环境管理，明确运营单位对出水标准负责。《关于进一步规范城镇（园区）污水处理环境管理的通知（征求意见稿）》发布，要求明晰各方职责：地方政府对区域水环境质量负责；纳管企业对环境损害担责；运营单位对出水水质负责。

持续推荐环卫大行业小公司轻资产，关注管理壁垒和装备边际改善。1）市场化加速提升&大环卫内涵扩张，预计 2025 年环卫市场化空间增长 134%：预计 2025 年中国环卫服务市场 4685 亿元，市场化率 80%，市场化空间 3748 亿元，较 19 年增长 134.11%。2）标准化&机械化&管理优势促份额集中：标准化驱动大合同增加，机械化率提升，龙头管理优势 3 大因素促进龙头份额提升，预计 2025 年 6 家环卫上市龙头营收可扩张至 5.58 倍。3）建议关注具有差异化管理优势的传统环卫龙头：玉禾田、侨银环保、北控城市资源。4）建议关注环卫装备龙头市场份额、盈利能力迎来双拐点：盈峰环境、龙马环卫。

中期关注需求供给齐升β，长期优质运营价值重估α：1）融资环境改善供给，财政投入加大刺激需求，使得财政支付和环保企业融资能力带来边际改善，对环保工程类公司显著受益。从行业空间、公司治理、融资能力恢复 3 个角度关注：a)生态工程类新秀东珠生态；b)土壤修复龙头高能环境；c)有机垃圾处理设备龙头维尔利。2）寻找“现金流内生、持续成长”的优质运营资产：a)环卫服务市场化改革红利，行业龙头集中度提升：关注玉禾田：差异化管理优势的传统环卫服务龙头；盈峰环境、龙马环卫：环卫装备需求提升具有机械化协同优势的环卫装备企业。b)三个角度看水务资产价值重估：关注洪城水业。c)关注垃圾焚烧行业优质资产的稀缺性，关注瀚蓝环境：优秀整合能力得到验证，大固废综合园模式扩张可期；伟明环保：生活垃圾全产业链协同发展；光大国际：焚烧行业龙头地位稳固。d)生产者责任制度完善，再生资源龙头马太效应提升，关注中再资环：废电拆解行业龙头。3）天然气改革驱动市场化红利释放：关注深圳燃气：海气产能占比近半叠加城中村改造，促进量利齐升。

最新研究：行业点评:国家绿色发展基金入驻国家环境治理新体系，行业商业模式迎变革点；龙马环卫深度报告：环服现市场份额&盈利双拐点，装备现金流利润率改善迎高质量增长；盈峰环境深度报告：环卫真实机械化水平提升空间大，装备龙头拓智慧环卫服务露峥嵘。

风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上行，财政支出低于预期

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

汽车行业周报：8 月第三周零售同比+23%，全面看多

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

每周复盘

SW 汽车上涨 0.6%，跑输大盘 0.9%。除 SW 乘用车和 SW 商用载客车外，所有汽车子板块均呈下跌形态，SW 商用载货车跌幅最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 14 名，排名在中部。估值上，整体有所上涨，SW 商用载货车幅度最大。横向比较，乘用车板块估值在 PE 方面高于白色家电低于白酒，PB 方面仍低于白色家电和白酒。汽车零部件板块估值（PE 和 PB）均低于计算机和传媒。

景气跟踪

销量：8 月 17-23 日乘用车零售日均销量同比上升，批发日均销量同比上升。8 月 17-23 日乘用车零售销量日均 44849 辆，同比上升 23%。8 月 17-23 日乘用车批发销量日均 50283 辆，同比上升 10%。

库存：7 月传统乘用车企业库存+6 万辆，企业累计库存为-34 万辆，渠道库存预计季节性小幅补库。展望 8 月：产量/批发预计保持 5%-10%的同比增速。

价格：8 月上旬折扣率继续扩大。根据抽样调查原理，我们建立了乘用车终端成交价格的监控体系，每月进行分析。8 月上旬乘用车价格监控结论：折扣率继续增加。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 13.21%，环比 7 月下旬+0.15pct，热门车型中降价幅度前五车型是锐界 2019+锐界 2020+E 级 L2020+奥迪 A6L2020+福克斯 HB2020，长城 VV7 价格逆势上扬。2）主要车企 8 月上旬折扣率不同程度增加，幅度较大的是上汽通用+长安福特+上汽大众+一汽奥迪+北京奔驰。

重点关注

长城汽车上半年净利润约为 11.46 亿元，同比下降 24.46%；营业收入约为 359.29 亿元，同比下降 10.88%。上汽集团上半年净利润约为 83.94 亿元，同比下降 39.01%；营业收入约为 2837.40 亿元，同比下降 24.60％。华阳集团上半年归母净利润约为 5181.78 万元，同比增长 31.61%；营业收入约为 12.12 亿元，同比减少 25.38%。

投资建议

全面积极看多汽车板块，核心三条主线，建议超配。1）无论 PE 还是 PB 角度，乘用车及零部件估值均较低。2）国内复工复产恢复正常+中央/地方政策相继出台+海外供应链逐步恢复，乘用车景气度重新进入复苏轨道且逐季加速。3）参照海外成熟国家，结合中国人均 GDP 及人口规模，乘用车的产销规模依然有望创历史新高。4）汽车正经历类似手机变革时代将有望改变未来人们生活方式最终实现持续提价。整车板块：短期重点看好板块性估值修复行情，各家整车均有轮涨性机会；长期整车格局重点看好“特斯拉+自主+日系”市场份额提升，重点推荐【长城汽车+广汽集团】，受益【长安汽车+上汽集团】。零部件板块：1）特斯拉产业链核心供应商【拓普集团】；2）享受智能网联赛道行业红利，重点推荐英伟达产业链【德赛西威】+华为产业链【华阳集团+中国汽研】；3）自主 CVT 变速器龙头标的且受益商用车需求复苏的【万里扬】。

风险提示：海外疫情控制不达预期，乘用车需求复苏幅度低于预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：黄细里）

建筑材料行业跟踪周报：水泥推涨地区增多，玻璃玻纤稳价去库

投资建议：

水泥：推涨地区增多，继续首推华东、华南。全国天气雨季渐停，整体水泥行情稳中有涨，多地水泥价格开始持续推涨。下半年基于旺季+灾后重建+专项债项目放量三大逻辑，继续看好水泥板块，选股思路上相对看好华东淡旺季切换以及中南灾后重建，标的海螺水泥、上峰水泥、万年青、华新水泥、塔牌集团等。

玻璃玻纤：价格稳中小涨，去库趋势良好。1）玻璃终端需求强筋保持，库存连续第八周下降；玻纤市场价格涨后稳定，供应偏紧。2）受益供给端压力减轻以及需求增长，玻璃玻纤行业景气度中期回升，看好低库存前提下需求旺季推动的涨价行情，关注龙头中国巨石、长海股份、旗滨集团。

消费建材：维持中期看好。中期受益后周期竣工回升以及精装房渗透率提升带来的需求双击，叠加本轮政策放松后的信用扩张，行业景气持续较长时间，集中度提升也将带来龙头溢价，关注细分市场龙头三棵树、东方雨虹、蒙娜丽莎、坚朗五金、科顺股份等。

行业跟踪：

行情回顾：本周建材板块下跌 0.3%，落后上证综指 1.0 个百分点。子板块中涨幅靠前的为水泥制造板块，个股领涨的为东宏股份、嘉寓股份、华新 B 股、*ST 雅博、北京利尔等。

水泥行业：推涨地区增多水泥价格稳健上行。8 月 28 日，全国水泥价格指数（CEMPI）报收 140.6 点，环比上涨 1.51%，同比下跌 3.04%，环比涨幅较上期有所扩大。周内全国天气雨季渐停，整体水泥行情稳中有涨，多地水泥价格开始持续推涨。华北上涨较大，幅度为 2.11%，东北、华东、中南地区分别上涨 1.23%、1.33%和 1.07%；西南地区继续下跌，跌幅有所缩窄，环比回落 0.50%，西北地区价格无明显变动。

玻璃行业：终端刚性需求，厂家产销平稳。本周玻璃现货市场稳中小涨。8 月 28 日中国玻璃综合指数 1333.45 点，环比上周上涨 7.66 点，同比去年同期上涨 199.62 点。浮法玻璃产能、产能利用率未有变化。浮法玻璃在产产能 94662 万重箱，环比上周增长 0.00%，同比增长 0.91%。本周浮法玻璃行业库存及库存天数连续八周下降，行业库存 4028 万重箱，周环比下降 3.31%，库存天数为 15.53 天，周环比下降 3.30%。

玻纤行业：本周无碱池窑粗纱市场价格变动不大，前期多数池窑企业价格上调后，近日报价暂无调整。当前市场供需关系下，需求利好支撑，直接纱类产品货源紧俏，板材纱、毡用纱产品货源以及热塑纱（直接纱）货源也略显紧缺。

风险提示：1）水泥产能投放超预期；2）下游需求低于预期。

（证券分析师：杨件）

机械设备：工程机械企业中报靓丽看好业绩持续性，首批 HIT 设备中标落地利好设备龙头

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【杭可科技】【柏楚电子】【建设机械】

【至纯科技】【广电计量】【晶盛机电】【浙江鼎力】【恒立液压】

2.投资要点

【工程机械】主要企业中报业绩靓丽，基建复苏效应逐步体现，建议超配龙头

主要企业中报业绩靓丽，地产基建复苏下各机种销量持续高增，看好下半年继续表现良好。近日，三一重工、中联重科、恒立液压、艾迪精密等主要主机厂和零部件厂陆续发布中报，受益于疫情后的赶工需求以及国产替代等因素，上半年业绩或多或少均有超预期的表现。而下半年地产、基建复苏效应逐步体现，7-8 月各机种销量持续高增：7 月挖机销量 19110 台，同比+55%，根据核心零部件厂商排产及草根调研情况，我们预计 8 月挖机销量将维持 50-60%的强势增长。此外，7 月混凝土机械、起重机等其他机种销量延续上半年高增长的态势，龙头企业同比增速均实现翻倍，预计 8 月销量环比仍将增长。我们预计后续基建项目开工+更新换代持续+人工替代需求广阔将持续为工程机械行业带来超预期需求，看好龙头企业的业绩持续性。

？重点推荐【三一重工】：高端产品结构优化+规模效应+出口增长将持续带来业绩弹性，未来三年业绩 CAGR=16%，同时智能制造+全球竞争力逐步体现带来估值溢价，看好公司戴维斯双击的机会。【中联重科】起重机+混凝土机龙头，预计未来三年业绩 CAGR 达 26%，估值存在修复空间。【恒立液压】国内液压行业龙头，海外拓展+泵阀全面放量，增长可期。

【光伏设备】HIT 首批设备订单中标，看好弹性大的设备龙头

首批 HIT 整线设备订单公开中标，技术迭代中 HIT 设备商红利开始兑现。8 月 25 日安徽宣城开盛公布 500MW 异质结太阳能电池生产线中标情况，包括迈为中标 1.88 亿元 HIT 整线设备订单（主要包含两套制绒清洗、一套 PECVD 及一套丝网印刷线，产能 8000 片/时）和两套合计 0.6 亿元的 PVD 设备订单，理想万里晖中标一套 0.55 亿元 PECVD 设备（产能 4000 片/时），苏州中辰昊科技中标一套 0.19 亿元丝网印刷线（demo 样机）。此次中标情况验证了 HIT 电池路线进展顺利，技术迭代下光伏设备行业即将迎来爆发。看好此次中标整线设备订单的光伏设备龙头（能做整线的 80%=PECVD+PVD+丝网印刷机），能提供性价比最高的整线方案。

山煤、爱康、REC、阿特斯等项目有望近期落地，国产设备商将迎首波订单。除了 2019 年通威、山煤等 4 个试验项目之外，2020 年来阿特斯、爱康、东方日升等也陆续展开 HIT 布局。7 月 1 日，嘉兴阿特斯 HIT 项目正式开工，项目总投资人民币 5 亿元，规划在 2020 年建设年产能 250MW 异质结电池中试线，计划于 2021Q1 形成产品销售。基于梅耶博格退出设备市场和现在国产设备商的技术水平等各个方面综合判断，我们认为，拥有技术实力的国产设备商较大概率能够获得首批规模化的设备订单。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资建议：建议关注（1）某电池片设备整线龙头，从丝网印刷设备向前段设备延伸。受益于 PERC 扩产高峰在手订单充裕，现提前布局 HIT 技术路线并能够提供性价比最高的整线方案，设备自制率达 65%以上未来自制率有望提高到 80%，看好后续验证通过后订单落地。（2）【捷佳伟创】：产品线广、协同性强的电池设备龙头。（3）【金辰股份】国内光伏组件设备龙头，电池片设备新进入者。

风险提示：下游固定资产投资不及预期；行业周期性波动；疫情影响持续。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

化工行业 2020 年 8 月第 5 周周报：VD3 价格持续上涨，继续推荐化工成长股

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 3403.81，本周累计上涨 0.68%，深证成指本周上涨 2.77%，化工板块（申万）上涨 0.91%。

本周化工板块个股中，新能源汽车相关标的涨幅居前：本周上证综指报收 3403.81，本周累计上涨 0.68%，深证成指本周上涨 2.77%，化工板块（申万）上涨 0.91%。本周化工板块涨幅居前的个股有怡达股份、瀚叶股份、永利股份、乐通股份、晶华新材、银禧科技、德威新材、双一科技、雅本化学、宝利国际。新能源汽车板块表现活跃，相关标的永利股份（塑料零件）、双一科技（复合材料）。草甘膦原药生产企业停产检修，相关标的瀚叶股份（农药兽药）涨幅居前。

预计油价中长期持续低位震荡：本周 ICE 布油报收 45.09 美元/桶（+0.42%）；WTI 原油报收 43.04 美元/桶（+0.51%）。需求方面，截至 8 月 19 日当周，美国 EIA 原油库存减少 468.90 万桶，近五周库存持续减少。此外，API 库欣原油库存也于本周减少 64.6 万桶；供给方面，8 月 14 日，美国原油产量增加 10 万桶/日，达到 1080 万桶/日；伊拉克加大减产力度，八月和九月的每月日总减产量将达到 125 万桶。短期看，欧美日股市走强，提振了石油需求，随油价上涨，巴格达、尼日利亚承诺减产计划越发难以维系，减产计划能否维系对原油价格关系重大；中长期看，经济增长缺乏显著利好的同时，美国的能源独立将进一步冲击油价，预计油价或将中长期维持低位震荡。

重点化工品跟踪：本周对于我们监测的 154 类重点化工品，涨幅前五的产品有硫磺（+10.29%）、维生素 D3（+8.82%）、天然气（+8.73%）、双酚 A（+6.98%）、盐酸（+6.67%）。硫磺价格处于历史低位，开始反弹。维生素 D3 价格处于低位，连续两周上涨。双酚 A 供应偏紧，且上游原料苯酚价格走低，下游环氧树脂、聚碳酸酯需求良好，双酚 A 价格上涨。下游加气站需求量增加，叠加部分上游厂商如内蒙汇达，正泰易达等有停机停售计划，对天然气市场存在一定的利好。盐酸企业检修增多，易制毒手续难办理，供应偏紧，盐酸价格上涨。

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的低估值绩优化工股有望迎来反转，推荐低估值白马股宝丰能源、龙蟒佰利、万华化学，国六实施受益标的龙蟠科技、万润股份，以及新老基建配套

请务必阅读正文之后的免责声明部分

材料相关标的昊华科技、苏博特、震安科技。

风险提示：油价大幅波动，新冠疫情持续恶化，贸易战形势恶化。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

医药生物行业：带量采购落地、医药板块企稳，医疗服务受追捧

投资要点

1、本周生物医药指数上涨 4.04%，板块表现优于沪深 300 的 2.66%的涨幅。医疗服务龙头爱尔眼科、通策医疗等再次创新高，信邦制药也备受关注；科创板医药股估值贵，前期强势股调整明显；疫苗板块调整见底，初步有见底回升迹象；眼科耗材关注度高，爱博医疗、昊海生科等调整幅度较大，值得底部建仓。医药板块经过近 4 周横盘调整，企稳迹象明显，尤其是仿制药第三批带量采购落地后，比较符合我们上周判断；市场再次看透了仿制药的带量采购，即使中标市场也不关注，相反产业链地位较高的医疗服务、片仔癀等屡创新高，成为市场避险的风口。

2、中报业绩集中披露，疫情催化行业业绩进一步分化。本周中报业绩集中披露，二季度国内疫情得到较好控制，创新药产业链、医疗服务等领域等相关企业经营逐步恢复正常；因海内外疫情爆发拉动器械需求增长，对相关医疗器械企业及 CXO 企业业绩增长提供动力整体来看，医药上市公司中报业绩出现进一步分化，但仍体现出医药行业的刚需属性和成长持续性。疫情影响为企业发展发现提供新的要求，如何在重大公共卫生安全事件中平衡风险将成为企业新的挑战。

3、荣昌生物制药国内首个 ADC 药物获优先审批，拜耳心衰新药有望四大医药市场同步上市。荣昌生物制药宣布其自主研发的注射用纬迪西妥单抗用于治疗局部晚期或转移性胃癌患者的新药上市申请被正式受理，并被纳入优先审评审批程序。这是中国第一个提交新药上市申请的自主开发的抗体偶联药物（ADC）。拜耳在中国提交了心衰新药 vericiguat 片的上市申请。vericiguat 有望在欧、美、日本、中国四大主要医药市场实现同步上市。仿制药方面，齐鲁制药分别提交了 3 类仿制药枸橼酸托法替布缓释片和 4 类仿制药培唑帕尼片上市申请，另外华海药业和石药集团也分别有仿制药产品申请上市。

4、百花齐放，疫苗、器械争鸣。无论标的市值大小，业绩驱动股价；疫苗、器械争鸣，重点配置疫苗、医疗器械；重点推荐 4 个子产业：医疗器械、原料药、疫苗、创新药等。建议关注：1）医疗器械：眼科耗材：昊海生科、爱博医疗、欧普康视；医疗设备：迈瑞医疗、理邦仪器；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：凯利泰、大博医疗、三友医疗、春立医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、沛嘉医疗；消化治疗性耗材：南微医学；低值耗材：威高股份、三鑫医疗；2）原料药：华海药业、九洲药业、仙琚制药；美诺华等；3）疫苗：康泰生物、智飞生物、沃森生物、复星医药等；4）创新药及产业链：恒瑞医药、药明康德、复星医药、亿帆医药等；5）苏州创新药组合：信达生物、康宁杰瑞、博瑞医药、亚盛药业等；6）医疗服务：美年健康、通策医疗、爱尔眼科等；7）药店：大参林、老百姓、益丰药房等。

5、风险提示：药品降价幅度超预期；疫情导致经济衰退影响消费支出。

（证券分析师：朱国广）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

有色金属：通胀预期走强提升贵金属热度

行情回顾：本周沪深 300 指数上涨 2.66%，申万行业指数（有色金属）下跌 1.01%。铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料涨幅分别为-1.82%、-0.29%、-1.09%、2.88%、-3.21%和-4.10%。个股涨幅前五的公司为 N 顺博、银邦股份、坤彩科技、*ST 金贵和西部超导。

行业跟踪：

基本金属：本周铜价低开高走，LME 库存跌至历史低位，中国淡季消费不振，铜价将维持震荡区间；本周铝现货价持续上涨，下游消费走弱，采购情绪低迷，成交偏弱，且补库意愿不佳；铅市场下游接货意愿偏弱，预计近期沪铅市场偏震荡为主；本周锌盘面整体回调后震荡回升，整体市场成交一般；锡市场整体成交好于上周。

贵金属：美联储主席鲍威尔在年度央行峰会上宣布平均通胀率目标设定在 2%，并强调“广泛和包容性”的就业，掀起未来通胀攀升的预期，抵消美元的优势，贵金属热度再起。

稀土：本周稀土市场主流产品价格稳中偏弱震荡。轻稀土厂家报价较少，大厂账期坚挺；中重稀土整体小幅偏弱运行，成交较少。

小金属新材料：锰铁本周盘整运行，市场报价持稳，厂家挺价心态较浓；富锰渣市场盘整平稳运行，价格小幅震荡，南北市场均比较平静；电解锰市场主要以刚需采购为主，供需尚不平衡；钒合金市场混乱下调，市场心态出现较为明显的分化，片钒走单价格不断走低，市场唱空较为严重，钢招谨慎。

锂钴：电池级碳酸锂出货情况良好，大厂开工率下调，下游边际需求逐渐恢复；部分氢氧化锂企业因下游需求量不稳定，产量及存货较少，价格上涨尚无足够动力；电解钴现货成交零星，主流厂商报价基本不变，但贸易商报价有所下调。

投资建议：1）贵金属后续看通胀。贵金属驱动逻辑从美元贬值逐步过渡到通胀，后续等待通胀催化剂出现后的再次配置机遇，关注龙头赤峰黄金、紫金矿业等；2）下半年看好基本金属铜、铝。加工费用过低，利空铜冶炼端，供给偏紧为长期趋势。政策加码基建，铜铝旺季可期，关注云南铜业、云铝股份。3）长期看好能源金属锂、钴。新能源汽车需求持续高速增长，叠加供给端锂矿部分价格跌入成本线以内，逐步减产致供需再平衡，钴收储托底钴价格，关注天齐锂业、赣锋锂业、华友钴业。4）精选新材料个股。下游 5G、军工等逆周期领域逐步发力，上游材料迎来需求爆发及业绩兑现，关注博威合金、楚江新材、宝钛股份、西部超导、应流股份等。

风险提示：经济增长不及预期；美国流动性转向。

（证券分析师：杨件）

非银金融行业：基金销售办法修订，推动基金行业产品力&渠道力再平衡

事件：8 月 28 日，证监会发布《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》（以下简称《销售办法》）及配套规则，自 2020 年 10 月 1 日起施行。

投资要点

请务必阅读正文之后的免责声明部分

本次《销售办法》修订立足于保护投资者合法权益，强化树立长期理性投资理念。《销售办法》是《证券投资基金法》的基础性配套规则，于 2004 年首次发布，并于 2011 年、2013 年作了两次修订，本次《销售办法》及配套规则修订主要涉及以下四方面内容：1）强化基金销售活动持牌要求，明晰基金销售业务内涵外延，厘清基金销售机构及相关基金服务机构（尤其是非持牌的互联网平台）职责边界。2）优化基金销售机构准入、退出机制，进一步完善独立基金销售机构及其股东准入要求；着力构建进退有序、良性发展的行业生态。3）夯实业务规范与机构管控要求，突出强调销售行为底线要求，细化销售费用揭示、客户持续服务等投资者保护与服务要求，推动构建以投资者利益为核心、促进长期理性投资的体制机制。4）完善对独立销售机构股权管理与内部治理的要求，实施“一参一控”，将独销机构实际控制人纳入监管。《销售办法》旨在培养以投资者利益为核心，以长期理性投资为导向的市场环境，进一步发挥基金行业增强居民财富效应，支持实体经济发展功能作用。

本次修订优化独立基金销售机构的准入及退出方式，支持基金管理人/销售机构规范利用互联网平台拓展客户，预计将加剧行业竞争。我国持有公募基金销售牌照的机构包括商业银行、证券、保险、证券投资咨询机构、独立销售机构等，共计约 400+机构受到此次修订的影响。1）《销售办法》在基金销售机构的准入、退出机制方面，调整优化资格注册程序，实行“先批后筹”（即监管层优先审核机构资质，在明确核准后再筹备开业），相较于此前的“先筹后批”大大降低了成本和风险。2）《销售办法》首次引入了基金销售业务许可证有效期延续制度，强化停止业务、吊销牌照等制度安排，借鉴成熟监管经验，对新注册机构引入基金销售业务许可证有效期延续制度，促进基金销售机构规范有序发展。3）本次修订支持基金管理人/销售机构规范利用互联网平台拓展客户，表明了监管对于基金与互联网平台合作拓客的肯定态度，预计随头部流量巨头的逐步加入，行业竞争将加剧。

本次修订明确客户维护费占比上限为 50%，将促进行业从“重渠道”到“重产品”转型。1）基金管理人与基金销售机构在协议中约定，依据基金销售机构销售基金的保有量提取一定比例的客户维护费，用于向基金销售机构支付基金销售及客户服务活动中产生的相关费用（即尾随佣金）。本次办法规定对于向个人投资者的尾佣比率不得超过 50%；对于向非个人投资者的尾佣比率则不得超过 30%。2）尾佣比率通常与渠道实力与基金产品相关，渠道话语权强的代销机构（如银行）和自身渠道能力较弱的基金公司被收取的尾佣比率也更高。综合来看，新发基金常收取 60%~80%尾佣比率（银行渠道更占优势），存量基金收取的尾佣比率在 30%~50%（互联网渠道更占优势）。3）从目前基金代销机构的收入结构看，尾佣已成为基金销售机构的主要收入来源，本次限制主要影响尾佣比例较高的银行渠道，长期将推动基金管理行业的资源逐步向产品管理能力倾斜，促进行业从“重渠道”向“重产品”转型。

风险提示：1）宏观经济下行；2）金融监管政策趋紧。

（证券分析师：胡翔　研究助理：朱洁羽）

电气设备新能源行业周报：电动车 9 月表现值期待，光伏产品价格开始分化

投资要点

申万电气设备 6426 上涨 4.68%涨幅强于大盘。光伏涨 6.42%，工控自动

请务必阅读正文之后的免责声明部分

化涨 5.79%，风电涨 3.85%，发电设备涨 2.05%，，新能源汽车涨 1.29%，核电涨 0.83%，锂电池涨 0.03%，发电及电网跌 1.59%。涨幅前五为科融环境、泰胜风能、通裕重工、南风股份、坚瑞沃能；跌幅前五为力帆股份、沧州明珠、亿华通、天奇股份、纳川股份。

行业层面：电动车：国产特斯拉 ModelY 开放官网选配，预售价 48.8 万起；小鹏市值超 155 亿美元，首日股价比定价高 41%；蔚来为增持蔚来中国股权拟发行 7500 万股 ADS；北京超 46 万人申请新能源车指标；北京新能源轻型物流车每车补贴 7 万元，分三年发放；宝马 iX3 搭宁德时代电池续航达 520KM，将于 9 月 13 日中国首发；宁德时代开发新型不含镍或钴动力电池；孚能科技子公司被定为东风岚图 H56 项目动力电池供应商；电解液需求向好，拉动六氟磷酸锂涨价 10%；德国政府 14.3 亿支持巴斯夫正极布局；澳大利亚公司麦格尼斯能源技术计划建 18GWh 锂电厂，24 年投产；州拟建美最大充电网一近 4 万个充电桩。新能源：6 月底光伏累计库存预期超 18GW，其中硅料 6.5GM，硅片、电池片 7.4GW，组件 5GW；中信博成功登陆科创板，首日涨幅 91.7%；通威上调多晶电池片价格至 0.62 元/W，同时取消 M2 单晶 perc 电池片报价；理想等中标安徽宣城 500MW 异质结项目；财政部更新光伏项目补贴目录超 10GW；隆基 9 月硅片定价维稳，新增 M10 报价 3.90 元/片；瑞士储能公司计划部署 9 个电池储能项目，总装机和储能容量分别为 2GW、7.8GWh。工控：国网 2020 版电能表技术规范发布，包括智能物联网电能表产品序列。

公司层面：隆基股份：20H1 营收 201.41 亿元，同增 42.73%；归母净利 41.16 亿元，同增 104.83%。宁德时代：20H1 营收 188.29 亿元，同减 7.08%；归母净利 19.37 亿元，同减 7.86%。恩捷股份：20H1 营收 14.41 亿元，同增 4.54%；归母净利 3.21 亿元，同减 17.36%。亿纬锂能：20H1 营收 31.76 亿元，同增 25.55%；归母净利 3.63 亿元，同减 27.43%。天合光能：20H1 营收 125.46 亿元，同增 16.56%；归母净利 4.93 亿元，同增 245.81%。林洋能源：20H1 营业收入 29.51 亿元，同增 77.02%；归母净利 5.50 亿元，同增 28.65%。阳光电源：20H1 营收 69.42 亿元，同增 55.57%；归母净利 4.46 亿元，同增 34.13%。当升科技：20H1 营收 10.90 亿元，同减 18.61%；归母净利 1.46 亿元，同减 3.32%。赣锋锂业：20H1 营收 23.87 亿元，同减 15.43%；归母净利 1.56 亿元，同减 47.10%。雷赛智能：20H1 营收 4.35 亿元，同增 34.51%；归母净利 9309.86 万元，同增 96.19%。帝科股份：20H1 营收 4.99 亿元，同减 13.33%；净利 4828.48 万元，同增 53.83%。天奈科技：20H1 营收 1.61 亿元，同减 14.62%；归母净利 0.33 亿元，同减 36.88%。日月股份：20H1 营收 22.35 亿元，同增 45.45%；归母净利 4.08 亿元，同增 89.98%。八方股份：20H1 营收 5.74 亿元，同减 4.58%；归母净利 1.81 亿元，同增 10.58%。国轩高科：20H1 营收 24.22 亿元，同减 32.85%；归母净利 0.36 亿元，同减 89.72%。国电南瑞：20H1 营收 121.54 亿元，同增 11.15%；归母净利 13.77 亿元，同增 14.59%。华友钴业：20H1 营收 90.52 亿元，同减 0.57%；归母净利 3.5 亿元，同增 965.28%。科达利：20H1 营收 6.87 亿元，同减 41.39%；归母净利 0.47 亿元，同减 41.69%。爱旭股份：20H1 营收 36.95 亿，同增 29.96%；归母净利 1.36 亿，同减 68.42%。孚能科技：20H1 营收 2.85 亿元，同减 71.83%；归母净利-1.75 亿元，同减 424.07%。德方纳米：20H1 营收 3.56 亿元，同减 22.13%；归母净利润-0.07 亿元，同减 114.36%。比亚迪：20H1 营收 605.03 亿元，同减 2.70%；归母净利 16.62 亿元，同增 14.29%。金风科技：20H1 营收 194.25 亿元，同增 23.47%；归母净利 12.75 亿元，同增 7.63%。

投资策略：电动车 7 月 9.8 万辆，同环比+19%/-6%，首次转正，其中造

请务必阅读正文之后的免责声明部分

车新势力、特斯拉和合资品牌增长十分靓丽，爆款新车型陆续上市，金九银十和年底冲量值期待，全年预期 120 万以上，下半年增长 40%+，9 月中游排产继续环比+10-20%，Q3 全球供应链排产同比 50-80%，国内同比 30%左右，拐点明确；欧洲 7 月主流国家销量 9.2 万，环增 13%再超预期，今年海外 150 万+，同增 45%+，欧洲强刺激之下今年预计超 110 万，同增 100%，全球电动化大趋势明确，Q3 国内外拐点开始，强烈推荐特斯拉和欧洲供应链龙头。光伏产业链价格经过前期的大幅上涨后终端项目部分延缓、组件厂部分降低开工率，158 电池片降价，今年国内装机估计 40-50GW，同增 30-70%，明年 50-60GW，海外光伏需求欧美一直不错，拉美加速恢复，全球 120-130GW 左右，同增 10%左右，明年确定性大年，全球 160GW 以上，同增 30%+，强烈看好光伏龙头。工控今年 Q1 同降 12.4%，先进制造同增 15%+，Q2 增长 6.4%，先进制造同增 25%+，龙头订单今年一直很好，7 月开始行业普遍很好，强烈看好工控龙头。电网投资总体持平，结构性倾斜，电网设备龙头向好。风电 20 年继续抢装，估计 30GW+（20%+），风电运营价值重估。

重点推荐标的：隆基股份（单晶硅片和组件全球龙头、业绩持续超预期）、宁德时代（动力电池全球龙头、优质客户和领先技术）、汇川技术（通用自动化上半年大超预期、动力总成全面突破大幅减亏）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、硅料大幅涨价）、璞泰来（负极全球龙头、LG 等海外占比高、隔膜和设备加强布局）、宏发股份（新能源汽车继电器全球龙头、传统继电器超预期复苏）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、业绩超预期高增长）、晶澳科技（组件一线龙头、上半年业绩超预期）、恩捷股份（湿法隔膜全球龙头、LG 等海外客户放量）、科达利（结构件全球绝对龙头、客户锁定宁德和 Tesla 等）、爱旭股份（专注高效电池的龙头、单瓦利润恢复超预期）、福斯特（EVA 和 POE 膜绝对龙头供不应求、感光干膜等新材料上量）、阳光电源（逆变器龙头增长超预期、储能业务前瞻布局）、当升科技（正极龙头、海外占比高、员工持股计划托底）、国电南瑞（二次设备龙头、电力物联网受益）。建议关注：福莱特、林洋能源、亿纬锂能、新宙邦、三花智控、天赐材料、思源电气、正泰电器、比亚迪、华友钴业、麦格米特、天奈科技、嘉元科技、东方日升、天齐锂业、欣旺达、星源材质、赣锋锂业、国轩高科、良信电器、八方股份、金风科技、中国宝安、东方日升、许继电气、平高电气、长高集团、长缆科技、国网信通、日月股份、捷佳伟创、天顺风能、杉杉股份等。

风险提示：投资增速下滑，政策不达预期

（证券分析师：曾朵红）

通信行业点评报告：5G 新势力系列报告之四：“全国一网”整合再加速，集百家所长，打造特色 5G 新生态

投资要点

事件：8 月 26 日晚，东方明珠、天威视讯、广电网络、湖北广电、华数传媒、贵广网络、吉视传媒等多家广电系上市公司相继发布公告，出资发起组建中国广电网络股份有限公司，出资额分别为数亿元不等。

广电系、国网、BAT 纷纷入股，“全国一网”加速整合：公告显示，参与组建广电股份的发起人达 47 名，除广电上市公司外，还包括中国广播电视网络有限公司、持有或合计持有非上市省级有线电视网络公司 51%股权股东、以及国网信通产业集团、阿里创投等战略投资者，中国广电网络注册资本暂为 1012 亿元，其中中国广电出资 516.13 亿元（持股比例为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

51%），国网信通、阿里均出资 100 亿元（持股比例 9.88%）；我们认为，在广电系的基础上，借助国家电网以及 BAT 的资源，将进一步推动“全国一网”加速融合。

集百家所长，中国广电 5G 发展更具优势：中国广电作为 5G 发展新势力，兼具各方优势，广电系企业客户基础好、内容能力强，BAT5G 前瞻技术布局优势显著；我们认为，在“全国一网”加速推进的基础上，与 5G 创新应用进一步深入融合是关键，因此基于广电系资源、内容以及客户，叠加 BAT 的市场及云计算等创新技术优势将进一步加快推动 5G 创新应用加速落地。

5G 部署加快，打造特色 5G 新生态：全面实施“智慧广电”战略，实现智能生产运营，分发传播，形成无处不在、无缝切换以及可管可控的全流程数字网络，中国广电将充分发挥广播电视内容优势和 5G 的支撑能力，将广电 5G 建设成文化特色鲜明、具有核心竞争力、差异化运营、安全的移动超高清融合媒体传播网、智慧物联网、基础战略资源网。

建议关注的标的：从产业链角度来看，中国广电加速 5G 布局及有线电视网络部署，有望带动有线广播电视以及 5G 基站产业链环节的投资机会：广电网络运营商：歌华有线、广电网络、湖北广电、广西广电、贵广网络、中视传媒、吉视传媒、华数传媒、江苏有线；光模块：天孚通信、博创科技、中际旭创、新易盛；IDC：数据港、宝信软件、奥飞数据、杭钢股份、佳力图、城地股份、光环新网；云计算：优刻得、网宿科技；PCB：崇达技术、深南电路、沪电股份；IC 载板：兴森科技。服务器、路由器/交换机：星网锐捷；广电设备商：初灵信息、烽火通信、万隆光电、亿通科技、数码科技、天威视讯；网络可视化：中新赛克、恒为科技；高清视频：淳中科技、当虹科技；物联网：中科创达、移为通信、移远通信；智能家居：拓邦股份、和而泰、美格智能；工业互联网：工业富联、日海通讯、天源迪科。

风险提示：“全国一网”建设进度不及预期；5G 进度不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

推荐个股及其他点评

中再资环（600217）：20Q2 业绩增速环比提升 52.91pct，治理结构逐步改善经营能力提升可期

投资要点

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 13.18 亿元，同比减少 15.74%；归母净利润 1.64 亿元，同比减少 24.38%；扣非归母净利润 1.63 亿元，同比减少 24.33%；加权平均 ROE 同比降低 5.58pct，至 8.72%。

受疫情及大宗商品价格影响，2020H1 归母净利润同比减少 24.38%。20H1 营收 13.18 亿元，同减 15.74%；归母净利润 1.64 亿元，同减 24.38%，综合毛利率同增 3.44pct 至 36.41%。其中，20H1 废电拆解营收 10.44 亿元，同减 12.31%；工业固废营收 2.7 亿元，同减 27.71%，净利润 2743.34 万元，同增 2.03%，完成年度业绩承诺的 31.99%。

2020Q2 业绩增速环比 Q1 提升 52.91pct，单季度业绩改善明显。20 年 Q2

请务必阅读正文之后的免责声明部分

单季度归母净利润 1.26 亿元，增速环比 Q1 归母净利润增速-56.18%提升 52.91pct 至-3.27%，单季度业绩改善显著，公司当前整体运营已恢复至疫情前水平，下半年业绩有望加速回暖。

2020H1 经营活动现金流净额同比减少 129.05%至-0.43 亿元。投资活动现金流净额-0.46 亿元，同比减少 58.77%；筹资活动现金流净额 2.51 亿元，同增 619.08%。

拟发行 6 亿元废电补贴应收账款资产证券化，助于优化资产结构。公司拟发行资产支持证券规模不超过 6 亿元，预计存续期限不超过 36 个月，其中前 24 个月为循环期，后 12 个月为摊还期。资产证券化若顺利发行将有助于公司优化资产结构，提升应收账款周转效率，补充营运资金。

治理结构逐步改善，集团经营能力提升可期。19 年从事再生资源的大股东中再生&中再资源营收规模 6 倍于上市公司，随着集团管理层治理结构逐步理顺，后续有望推动激励机制推行及优质资产整合。

三大优势助力龙头盈利能力&份额提升。（1）资质：现有 10 家废电拆解子公司，资质占比近 10%。（2）渠道：依托大股东中再生渠道优势得天独厚：a.优化产品结构。高附加值白电拆解比例从 13 年 4.5%升至 19 年 30.78%，16-19 年三年间白电拆解比例提升幅度同业最大，达 24.06%。b.渠道优势带来议价能力提升。19 年公司实际单台毛利达 40.63 元/台，较 16 年补贴标准调整后增长了 58.45%。19 公司扣除存货跌价损失后的实际利润率仍高于同行约 7%。（3）资金：公司实控人供销总社拥有 AAA 级信用评级。补贴标准调整发放加快趋势中，公司凭借资金、渠道、资金三大核心竞争力，成本优势明显，市场份额提升弹性大。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.32/0.37/0.43 元，对应 PE 分别为 18/15/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产能利用率提升不达预期，补贴基金发放不达预期，政策落地不达预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：袁理）

爱旭股份（600732）半年报点评：盈利底部已过，大尺寸势不可挡

投资要点

20H 公司业绩 1.37 亿元，同比-68.42%：公司 20H 实现营业收入 36.95 亿元，同比增长 29.96%；实现归属母公司净利润 1.37 亿元，同比下降 68.42%，20H 对应 EPS 为 0.07 元。20Q2，实现营业收入 18.62 亿元，同比增长 22.21%，环比上升 1.58%；实现归属母公司净利润 0.57 亿元，同比下降 73.59%，环比下降 29.20%，20Q2 对应 EPS 为 0.03 元。

Q2 疫情影响单瓦盈利环比略降，Q3 需求强劲盈利迅速修复：2020H 公司电池片出货量 5.24GW，同增 82%，其中 Q1 出货 2.3GW，同增约 72.9%，Q2 出货 2.94GW，同增约 89.8%，但由于 20Q2 全球疫情爆发，158 电池片价格暴跌至最低 0.8 元/片，公司单瓦盈利由 Q10.02~0.03 元/W 跌至 Q2 不到 0.01 元/W，虽然公司出货量同比大增，但业绩同比仍大幅下滑。Q3 国内需求转暖，龙头组件厂排产高企，同时受硅料上游收缩及银浆涨价的影响，单瓦售价快速调涨，当前时点 166 单瓦售价 0.95 元/W，单瓦盈利约 0.1 元/W。

持续高研发投入，产能扩张提速：2020 上半年，公司进一步加强研发投

请务必阅读正文之后的免责声明部分

入，公司研发费用 1.40 亿元，比去年同期增长 30%，目前公司累计拥有国内授权专利 521 项，其中发明专利 65 项，实用新型 269 项，外观设计 187 项；海外有效专利 16 项，其中发明专利 1 项，外观设计 15 项。公司今年二度发布扩产公告，若年内天津二期，义乌二、三、四、五期如期达产，公司 2020 年底将形成 36.2GW 电池产能，提前 1 年超额完成 21 年规划。本次扩产提速主要原因在于公司在手大尺寸订单规模远超公司目前产能，扩产顺应大尺寸发展趋势，有助于公司提高市场份额，巩固公司在太阳能电池领域的核心竞争力。

大尺寸溢价明显，大尺寸高占比带动公司高盈利：由于电池产能对尺寸变化最为敏感，从 158 升级到 166 需要设备改造，从 166 升级到 182 或 210 需要设备更换，因此在尺寸升级的过程中，大尺寸电池片易出现结构性短缺的情况。当前时点，166 大尺寸电池片单瓦盈利显著高于 156 及 158。截至 20H 公司 166 尺寸及以上产能占比 85%+，其中 182&210 产能占比 33.3%，预计到年末，公司 166 尺寸及以上产能占比接近 95%+，其中 182&210 产能占比接近 70%。得益于大尺寸电池高占比，我们测算，当前时点公司 156、158、166 电池片毛利率分别为 9.2%、8.4%、19.5%，公司综合毛利率达 14.0%，平均单瓦净利 0.052 元/W，盈利能力较 Q2 低点快速修复。

20Q2 费用同增 21.22%至 1.69 亿元，期间费用率同比下降 0.07 个百分点至 9.09%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 27.04%、上升 25.44%、上升 44.78%、上升 37.06%至 0.13 亿元、1.14 亿元、0.72 亿元、0.42 亿元；费用率分别同比下降 0.48pct、上升 0.16pct、上升 0.60pct、上升 0.24pct 至 0.70%、6.13%、3.87%、2.25%。销售费用大幅下滑主要是由于海外交货方式变更运输费减少，疫情影响展会等市场推广费减少。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩为：8.82、19.83、26.11 亿元，同比增长 50.8%、124.7%、31.6%，对应 EPS 为 0.43、0.97、1.28 元。目标价 19.4 元，对应 21 年 20 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红）

中国汽研（601965）：Q2 检测业务业绩高增长，超预期

投资要点

公告要点：2020H1 营收 15.41 亿元，同比+42.32%，归母净利润 1.99 亿元，同比+4.89%，扣非归母净利润 1.88 亿元，同比+6.55%，新签合同 18.06 亿元，同比增长 45.45%，整体毛利率 24.79%，较上年同期下降 4.46pct。其中，Q2 营收 10.5 亿元，同比+80.41%，归母净利润 1.37 亿元，同比+44.0%；扣非后归母净利润 1.28 亿元，同比+49.09%。

国六升级+基建机遇+并表范围增加，驱动 Q2 收入高速增长

在疫情和行业下滑冲击下，公司 Q2 营收实现逆势大幅增长，主要原因在于：1）国六升级+基建机遇，各产品收入快速增长。分产品收入来看：受益于国五升国六+深挖新老客户，技术服务产品收入 6.47 亿元，同比+17.4%；受益基建项目机遇，工程类车辆市场回暖，专用汽车改装与销售收入 8.03 亿元，同比+74.74%；此外，轨道交通及零部件收入 0.26 亿元，同比+49.97%；汽车燃气系统及关键零部件收入 0.66 亿元，同比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

+19.17%。2）并表范围增加。上半年，焦作公司和广东公司纳入并表范围带来的收入增量（上半年约为 4566 万元）。

Q2 检测业务业绩高增长，合并业务也表现不俗

合并报表 Q2 净利润增速慢于收入端，可能原因在于：1）毛利率较低的专用汽车收入占比提升；2）折旧增加导致毛利率有所下降。分业务来看：Q2 母公司（核心体现检测业务）实现营收 2.97 亿元，同比+24.3%，实现净利润 1.08 亿元，同比+22.7%，环比 Q1 增速转正，毛利率指标同比上升 2.9pct，期间费用率同比下降 2.7pct。合并业务（核心体现产业化业务）Q2 实现归母净利润 0.29 亿元。

盈利预测与投资评级：

公司是汽车强制性检测稀缺性标的，看好公司长期发展。其核心投资逻辑：1）国六催化下带来检测业务量价齐升，助力 2020-2022 年业绩持续增长。2）风洞及智能网联测试基地将成为公司中长期新增长点。3）随着智能网联相关产品逐步落地并放量，打开公司长期成长空间。4）持续推进体制改革创新，有望进一步增强公司核心竞争力。基于检测业务增长+智能网联业务拓展，我们上调 2020-2022 年归母净利润 5.58/6.86/8.16 亿元，同比增长 19.6%/22.9%/18.9%，对应 PE 为 21.88/17.80/14.97 倍。看好公司未来发展前景，且估值具有较好吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：有新进入者获公告强检相关认证资质；下游客户回款周期超出预期。

（证券分析师：黄细里）

伊利股份（600887）：环比大幅改善，业绩超预期

事件：

公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 475.28 亿元（+5.5%），归母净利 37.35 亿元（-1.2%）。20Q2 实现营收 268.76 亿元（+22.5%），归母净利 25.92 亿元（+72.3%），经营现金流净额 63.7 亿元（+163.9%）。

投资要点

Q2 轻装上阵，收入大幅改善。20H1 实现营收 475.28 亿元（+5.5%），其中 20Q2 实现营收 268.76 亿元（+22.5%），其中 Q2 销量/结构升级分别贡献增速约+20/3%，价格恢复正贡献。1）分产品看，20H1 液体乳实现收入 354 亿元（-2%），其中 Q1/Q2 分别同增-19/+17%，奶粉及奶制品实现收入 66 亿元（+52%），其中 Q1/Q2 分别同增+27/+87%。拆分单品看，金典、安慕希、畅轻、金领冠、巧乐兹等重点产品收入同增 3.6%。上半年费用投放未大幅增加，新品推广节奏相比去年同期有所放缓，预计 20H2 新品将释放更大潜力。20H1 新品收入占比 15.3%（-2.1pct）,期间公司推出安慕希芝士波波球常温酸奶、金典低温奶、畅轻纤酪乳低温酸奶等新品。2）分地区看，20H1 华北/华南/其他地区营收同比+4.3/3.7/6.2%，经销商分别同比+37/275/132 家，期末经销商合计 12790 家，增加海外东南亚、新西兰市场贡献增量。凯度数据显示，截至 6 月伊利常温液态类乳品市场渗透率为 84.2%（+0.3pct），网点布局持续深化。3）分渠道看，20H1 经销商/直营渠道分别实现收入 455/15 亿元，同比+5/8%，其中疫情期间

请务必阅读正文之后的免责声明部分

商超渠道占比较高的直营体系受益。

终端需求旺盛，促销力度减弱，业绩超预期。20H1 毛利率 38.17%(-0.41pct)，其中 Q2 毛利率 38.7%(+1.58pct)，因疫后消费者健康意识提升，对乳制品需求旺盛，故 Q2 毛利率有所改善。分结构看 20H1 液态奶/奶粉/冷饮毛利率分别为 34.9/46.1/50.9%，同比-1/-5.5/+3.5pct，奶粉业务高增亦带动毛利率上移。此外，Q2 原奶成本基本持平也成为毛利率提升的基础。今年 8 月公司以 1.8 亿元认购中地乳业定增股份，目前持股 16.6%，进一步增强上游协同性。展望 H2 预计终端需求旺盛将导致原奶温和小幅上涨，但公司对原奶掌控力持续提升，预计成本仍可控。20H1 销售费用率 23.8%(-0.8pct)，其中 Q2 为 22.8%(-2.5pct)，因竞争格局优化+Q1 加大力度清理渠道库存，H1 终端促销人员投入未有显著提升。展望 H2，预计在成本小幅上涨的背景下，预计终端竞争格局将持续有所改善，公司也能合理通过效率提升使得费用率稳中有降。20H1 管理费用率（含研发）4.9%(+0.2pct)，其中职工薪酬增加 2.3 亿元，主要是股权激励费用，但与此同时管理层和核心业务人员绑定利益，强化发展动力，费用率平稳。综上 20H1 实现归母净利 37.35 亿元(-1.2%)，Q2 实现归母净利 25.92 亿元（+72.3%）,业绩超预期。

布局大健康，蓄力后千亿时代。产品：试水新品增加 SKU，20H1 公司奶粉事业部推出 QQ 星儿童成长配方奶粉，康饮事业部推出伊然乳矿气泡水、植选无糖豆乳，奶酪事业部推出 2C 端定位白领女性的妙芝口袋芝士成人奶酪棒。此外收购的 Westland 奶酪、黄油等产品有望加强公司 2B 端布局。团队：康饮/奶酪事业部自成立以来积极组建优秀的运营团队，招聘有奶酪、饮品运营经验的管理人才，为长期增长打下基础。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年收入分别为 980/1075/1185 亿，同比+8.6/9.7/10.3%，归母净利分别为 72/83/92 亿，同比+4.4/14.1/11.9%；当前股价对应 PE 为 31/27/24X，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险，行业竞争加剧，原材料价格波动风险

（证券分析师：杨默曦）

心动公司（02400）：游戏业务稳健，TapTap 月活大幅增长，进一步收购平台股权及完善社区生态

投资要点

事件：1）公司公布 2020 年中报，20H1 实现营收 14.40 亿元(yoy+10.0%)，毛利 8.26 亿元（yoy-5.9%），净利润 2.60 亿元（yoy-20.5%），归母净利润 2.07 亿元（yoy-12.7%）。2）公司预计以 3.3 亿元人民币收购易玩网络 18.34%的股权，完成收购之后，心动网络持股易玩比例将达到 74.12%。

点评：网络游戏表现稳健，付费游戏营收翻倍，TapTap 月活大幅增长至 2480 万，ARPU 有所下降。游戏业务营收 11.88 亿元（yoy+8.07%），占收入比 82.4%。其中网络游戏业务稳中有升，主要由于《香肠派对》《不休的乌拉拉》《蓝颜清梦》（三款游戏按总额基准确认收入）收入增加，部分被《仙境传说》（海外按净额基准确认收入）等处于成熟期的旧游收入下滑抵消。付费游戏业务表现亮眼，同增 98.4%至 5050 万元，受益于新游《恶果之地》、旧游《喵斯快跑》表现优异。信息服务营收 2.53 亿元（yoy+19.88%），占收入比 17.6%，TapTapMAU 同增 51.9%，但 ARPU 降至 10.2 元/半年（去年同期为 12.9 元），主要系一平台上半年新增用户较

请务必阅读正文之后的免责声明部分

多，新用户广告投放精度及转化率不及老用户，二疫情期间新品投放较少，中小厂商广告投放意愿较保守。20H1 毛利率 57.3%(yoy-9.7pct)，其中游戏业务毛利率 51.3%（yoy-11.3pct），系公司按总额基准确认收入的比例大幅增长至 73.0%（去年同期 49.2%），平台及开发商分成成本增加；信息服务业务毛利率 85.5%（yoy-4.2pct），主要系新增用户及社区发帖量的增加带来带宽成本增加。

研发扩张放缓业绩，三款游戏有望下半年进入量产。20H1 销售费用率 19.31%（yoy-4.4pct）；管理费用率 5.65%（yoy-1.0pct）；研发费用率 15.1%（yoy+5.2pct），主要由于研发人员数量由去年同期 618 名大幅增至 1065 名，其中新增 250 名游戏研发人员，总数超过 880 人。目前共有 11 款游戏处于研发阶段，ARPG《火炬之光：无限》、生活模拟社交游戏《心动小镇》以及日式少女风 MMORPG《项目 A》预计下半年进入量产阶段、明年上线。20H1 净利率 18.04%（yoy-6.9pct）；归母净利率 14.3%（yoy-3.7pct）。公司现金、现金等价物及短期投资共计 21.59 亿元，叠加股份配售筹得净额约 6.9 亿人民币，扣除 3.3 亿元收购费用后，共计 25 亿元，现金储备充足。

提高易玩网络持股比例，持续完善社区生态以提高用户活跃度。公司完成易玩 18.34%的股权收购之后，持股比例达 74.12%，进一步强化公司与 TapTap 平台之间的协同效应。另外公司不断完善社区生态以提高用户活跃度，公司已整合 TapTap 平台各模块中的信息通知，增加 TapTap 通知功能，下半年将打通《香肠派对》产品账户与 TapTap 账户，《人类跌落梦境》等新游预计将对接 TapTap 账户及社交关系，公司还计划将社区功能逐步内嵌入游戏中，未来多项功能的逐步落地有望带来 TapTap 用户活跃度的提升。

盈利预测与投资评级：根据 2020 年中报及未来发展战略，考虑公司目前仍处业务投入期，下调此前盈利预测。预计 2020-2022 年实现营收分别为 30.86/41.08/50.40 亿，归母净利 4.03/5.19/6.64 亿，EPS 分别为 0.89/1.14/1.46 元，对应 PE 分别为 41/32/25X，我们看好平台长期竞争优势及平台与游戏业务的联动，维持“买入”评级。

风险提示：平台用户增长不及预期，监管政策趋严；自研不及预期。

（证券分析师：张良卫　研究助理：李赛）

宁波银行（002142）：2020 年中报点评：高成长与高质量！

事件：宁波银行 2020 年上半年营业收入 199.81 亿元，同比增长 23.4%；归属于母公司股东净利润 78.43 亿元，同比增长 14.6%，对应 EPS 为 1.36 元/股；期末总资产 1.51 万亿元，较期初增长 14.63%，归属于普通股股东净资产 1020.87 亿元，较年初增长 19.4%，对应 BVPS 为 16.99 元/股。

投资要点

盈利预测与投资评级：宁波银行延续高成长、高质量发展，盈利增速达到 14.6%，由于资产质量优异，二季度并没有大幅计提信用减值冲减利润，同时财富管理业务快速崛起，且资产质量认定进一步严格，关注类贷款双降。我们预计宁波银行 2020、2021 年净利润增速分别为 14.3%、22.7%，目前估值 2.05x2020PB、14.6x2020PE，作为最优质的核心银行继续重点推荐，维持“买入”评级。

中报延续高成长！信贷规模拉动+财富管理快速崛起。宁波银行近几年贷

请务必阅读正文之后的免责声明部分

款高速扩盘，二季度延续一季度的高增长态势，期末贷款较年初增长18.42%，一、二季度分别新增贷款 560、415 亿元，均为历史单季度最高增量。即使三、四季度贷款增量放缓，今年宁波银行仍有可能实现 25%以上的信贷高增速，拉动业绩增长。上半年公司营业收入增长 23.4%，较一季度的 33.7%高增速有所趋缓，主要源于非利息收入增速回落，造成PPOP、净利润增速分别放缓至 22.8%、14.6%。

1）净利息收入在规模驱动下同比增长 19%，基本持平于一季度高增速，财报披露 IFRS9 口径的净息差环比一季度提升 4BP 至 1.78%，同比小幅降低 3BP。净息差韧性明显强于同业，主要得益于对公及个人贷款利率均保持稳定，同时负债成本受益于市场利率走低而下行，计息负债成本率同比降低 6BP 至 2.22%。

2）非利息净收入增速较一季度的 52.4%增速放缓至 29.6%，主要源于投资收益二季度大幅回落，但其中手续费净收入仍然维持 46.48%高速增长，主要得益于代销基金及理财等财富管理业务。我们判断零售财富管理将成为公司当前发展阶段的核心增长源泉，期末公司私人银行客户 6866 户，较年初大幅增加 1520 户，同时私人银行客户 AUM 也达到 860 亿元，较年初增加 190 亿元。

3）上半年公司成本收入比 33.79%，依然保持主要可比银行中最高，主要源于领先行业的优异激励机制带来更高的员工费用支出。

4）与多数银行不同，宁波银行二季度并没有因为大幅计提信用减值而拖累盈利增速，主要得益于拥有上市银行中最优异的资产质量，同时一季度已经提前充分计提减值以抵御潜在风险。上半年公司计提信用减值 46.5 亿元，同比增长 53%，其中一季度已经计提 29.12 亿元，6 月末公司拨备覆盖率较一季度环比降低至 506.02%，仍然保持上市银行最高水准，体现出拨备减值“以丰补歉”的核心功能。

资产质量卓越！关注类贷款“双降”、逾期 90 天以上贷款比例走低。疫情冲击下，市场一度担忧公司信贷业务中占有一定比例的民营制造业和外贸企业资产质量隐患，目前来看资产质量依然优秀，关注类贷款占比大幅降低至 0.59%（一季度及年初为 0.74%），且关注类贷款金额同步降低，逾期 90 天以上贷款比例由年初 0.72%降至 0.68%（我们认为当前环境下，逾期比例和关注类等指标比不良率更具参考意义）。我们认为，公司长期资产质量优异的核心在于将授信审批权全面上收至总行（分支行没有任何信贷审批权限），同时对审批条线提供高激励和独立专业序列晋升，这套完善的风控体系在全行形成了统一的授信标准和风控文化。当然，公司也充分受益于江浙地区优质的政府平台、企业及零售客户。

风险提示：1）利差未来超预期收窄；2）不良率快速上行；3）外贸等领域融资需求大幅下滑。

（证券分析师：马祥云）

完美世界（002624）：中报业绩符合预期，产品梯队蓄势待发

投资要点

2020 上半年公司实现营业收入 51.44 亿元，同比增长 40.68%，主要系游戏业务发展良好，收入大幅增长。报告期内，公司实现归母净利润 12.71 亿元，同比增长 24.53%，其中游戏业务实现净利润 11.57 亿元，同比增

请务必阅读正文之后的免责声明部分

长 25.07%。

2020 上半年，公司经营活动产生的现金流量净额为 21.28 亿元，同比增长 1173.20%，主要系游戏业务表现良好带来的流水增加及影视项目投资款较同期减少所致，现金流改善明显。

游戏业务上半年实现营收 43.58 亿元，同比增长 51.44%。其中手游实现营收 29.14 亿元，同比增长 72.48%，《诛仙》手游、《完美世界》手游、《神雕侠侣 2》手游、《新笑傲江湖》手游延续稳定表现，《新笑傲江湖》手游及《新神魔大陆》手游上线后表现大超市场预期，体现了公司在 MMO 品类中深厚积淀，。伽马数据显示，2020 年上半年，公司在移动游戏 MMORPG 细分市场中获得了 22.5%的市场份额。此外，《新神魔大陆》云游戏版独家首发中国电信天翼云游戏，完整实现了免下载、高品质渲染、跨终端、引擎自适应等云游戏特性，是中国电信第一款重点推广的云游戏产品，突显了公司在云游戏赛道的优势。

新产品供给方面，公司在保持既有核心优势的基础上，持续加大新游戏的研发及细分游戏市场的布局，目前公司有《梦幻新诛仙》《战神遗迹》《幻塔》《非常英雄》《旧日传说》《一拳超人》等数款移动游戏正在研发过程中，涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike、卡牌、竞技类等多种类型，涉及二次元未来科幻、二次元日式幻想、古代神话、西方魔幻、东方仙侠等多种题材，融合了开放世界等全新元素。此外，公司丰富的 IP 资源储备不断扩充，近期公司获得了《仙剑奇侠传》系列 IP 的游戏联合开发权及游戏发行权，计划基于该 IP 推出仙侠题材回合制 MMORPG 手游。

影视业务实现营收 7.86 亿元，同比增长 0.91%。公司出品的《绝代双骄》《热血同行》《冰糖炖雪梨》《全世界最好的你》《燃烧》《月上重火》《三叉戟》《最美的乡村》《怪你过分美丽》《天舞纪》《霍元甲》等精品电视剧、网剧相继播出，赢得了良好的收益及市场口碑。此外，公司储备丰富，包括《光荣与梦想》《不婚女王》《义无反顾》《爱在星空下》《幸福的理由》等剧，题材多元，类型丰富。

盈利预测与投资评级：公司后续产品梯队蓄势待发，随着产品陆续上线，将为业绩带来明显增长，我们预计 2020-2022 年实现净利润 24.28/27.36/31.13 亿元，实现 EPS1.25/1.41/1.60 元，对应当前 PE30.21/26.81/23.56 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产品上线延期风险；行业政策监管趋严风险；系统性风险

（证券分析师：张良卫）

中微公司（688012）：H1 业绩高速增长，定增加快研发进展

事件 1：2020 年上半年，公司实现营收 9.78 亿元（同比+22.14%）；归母净利 1.19 亿元(同比+291.98%)，扣非归母净利 4,018 万元(同比+81.93%)。

事件 2：8 月 28 日，公司发布非公开发行 A 股股票预案，拟募资 100 亿元，其中 31.77 亿元拟用于中微产业化基地建设项目、37.56 亿元拟用于中微临港总部和研发中心项目、30.80 亿元拟用于科技储备资金。

投资要点

业绩高速增长，下游晶圆厂招标加速带来国产化机遇

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1）2020 年上半年，受疫情影响，全球半导体设备和 LED 设备产业景气下滑，但国内芯片设备市场在政策支持下仍保持较高的投资规模，公司抓住重点客户扩产机会，业绩高速增长。Q2 疫情缓和后业绩更为亮眼，单季度营收同比+33.2%，归母净利同比+461.5%。

2）据中国国际招标网，7 月初长江存储发布新一轮（第 41 批）国际招标公告，包括封装级高并行度芯片分选机、高速芯片测试机等产品。另外，由长江存储实施的国家存储器基地项目二期项目于 6 月开工，规划产能 20 万片/月。相较其他产线，长江存储产线国内厂商中标率更高，长江存储密集招标有望推动设备国产化率加速提升。

3）根据中国国际招标网，2020 年以来中微先后中标长江存储 9 台刻蚀设备（累计市占率 16%），华力集成 6 台刻蚀设备（累计市占率 14%），华虹半导体 3 台设备（累计市占率 14%），下游晶圆厂的招投标加速将为公司带来国产化机遇。

毛利率维持稳定，期间费用控制良好

1）2020H1 综合毛利率 33.9%，同比-1.7pct，基本维持稳定。

2）2020H1 净利率 12.2%，同比+8.4%；公司净利润增长 292%，显著高于收入增长的 22%，主要原因系：①期间费用率 28.8%，同比-3.3pct，费用控制良好；其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为 10.2%/19.33%/-0.7%，同比-1.9pct/-0.2pct/-1.2pct；②上半年收到政府补助 7,129 万元，同比+515%；若扣除非经常性损益影响，2020H1 净利率同比+1.3pct。

研发投入持续加大，新设备开发稳步推进

2020H1 公司研发投入 2.07 亿元，同比+6.7%，占营业收入比例的 21.2%；研发人员数量为 298 人，较 2019 年末增长 8.0%，占公司员工总人数的比例为 38.4%。报告期内公司产品研发持续推进，获得较多进展：

1）逻辑集成电路制造环节：公司开发的高端刻蚀设备已运用在国际知名客户最先进的生产线上并用于 7nm、5nm 器件中若干关键步骤的加工。

2）3DNAND 芯片制造环节：公司 CCP 刻蚀设备可应用于 64 层的量产，同时正在开发新一代能够涵盖 128 层关键刻蚀应用以及相对应的极高深宽比的刻蚀设备和工艺。

3）MOCVD 设备：能够实现单腔 14 片 4 英寸和单腔 34 片 4 英寸外延片加工能力。公司的 PrismoA7 设备已在全球氮化镓基 LEDMOCVD 市场中占据领先地位。正在研发的 MOCVD 设备也覆盖了具有较大市场机会的 MiniLED 和 MicroLED 领域。

拟定增募资 100 亿元，用于产能和研发能力提升

8 月 28 日，公司披露定增预案，拟向特定对象发行股票，募资总额不超过 100 亿元，其中 31.7 亿元用于中微产业化基地建设项目、37.5 亿元用于中微临港总部和研发中心项目、30.8 亿元用于科技储备资金。

从具体项目来看，1）中微产业化基地建设项目，公司计划在上海临港新片区以及南昌市高新区新建生产基地，扩充集成电路设备及泛半导体设备产品线产能；2）中微临港总部和研发中心项目将满足公司集成电路设备、泛半导体设备、关键零部件等的研发需求，并计划投入 25.72 亿元用

请务必阅读正文之后的免责声明部分

于新产品研发。两项项目实施周期均为 5 年。

半导体设备行业属于技术、资金密集型行业。2019 年，全球半导体设备龙头应用材料和泛林半导体研发投入分别为 20.5 亿美元和 11.9 亿美元，公司研发投入仅 4.25 亿人民币，仍存在一定差距。长期来看，募投项目的落实将能有效扩充公司主要产品产能、夯实研发实力，提升经营业绩及盈利能力。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 2.7/3.8/4.8 亿，对应 PE 分别为 369/265/209 倍；公司是晶圆制造环节唯一进入全球龙头晶圆厂供应链的国产设备商，技术水平达到 5nm 先进制程，享有估值溢价，维持“增持”评级。

风险提示：晶圆厂投产不及预期，新品研发不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

赢合科技（300457）：口罩机保障上半年业绩高增长，静待下半年锂电设备复苏

事件：公司 2020H1 实现营收 12.43 亿元，同比+25.1%；归母净利润 2.72 亿元，同比+45.8%，已经超过 2019 年全年净利水平。

投资要点

口罩机对冲锂电业务下滑影响，上半年业绩大幅增长

分业务看，公司的主业锂电设备上半年实现营收 4.83 亿元，同比-40.1%；锂电设备业务营收占比 38.9%，同比-42pct，主要系电池厂的设备交付调试安装等受疫情影响出现一定程度的推迟。我们预计公司的锂电设备业务将在下半年迎来复苏，主要系：（1）依托设备性能和品质的提升，公司上半年新签锂电订单超过 10 亿元，支撑短期业绩增长；（2）随着疫情得到控制，我们预计下半年电池厂扩产回暖，带动锂电设备需求的恢复和增长。

疫情期间新推出的口罩机业务上半年实现营收 4.93 亿元，占总营收的 39.7%，助力赢合对抗疫情的负面影响，实现营收、利润双高增长。

口罩机优化整体盈利能力，期间费用稳步向好

2020H1 公司毛利率、净利率分别为 43.6%/22.0%，同比+2.8pct/+1.1pct。其中，（1）新产品口罩机的毛利率高达 53.9%，大幅拉升公司利润水平；（2）锂电设备业务的毛利率受疫情影响有所下降，为 30.8%，同比-9.8pct。

公司 2020H1 期间费用率合计 15.04%，同比-0.7pct，整体期间费用管控良好。其中，销售/管理（含研发）/财务费用率分别为 4.05%/9.87%/1.12%，分别同比+0.2/-0.4/-0.5pct。其中，本期研发费用 0.67 亿元，研发费用率 5.42%，同比-0.2pct。

合同负债（预收款）及存货均创新高，支撑业绩后续增长

截至 2020H1 末，公司的合同负债（预收账款）为 3.13 亿元，较 2019 年末的 2.69 亿上涨 0.44 亿元；存货为 8.0 亿元，同比 46.3%，其中发出商品金额为 2.0 亿，同比+23%。预收款及发出商品金额大幅提升，意味着公司存在大量执行中的订单，能够充分支撑后续业绩增长。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

背靠大股东上海电气，协同打造综合自动化平台

2020 年 1-2 月，上海电气通过两次股权协议转让，累计出资 20.07 亿元收购赢合科技 17.03%股份，成为公司控股股东。此外，2020 年 2 月，公司发布定增预案，拟向上海电气非公开发行不超过 88,378,258 股，募集金额不超过 20 亿。我们预计定增完成后，上海电气将合计持有赢合科技 28.27%股份。未来公司将进一步强化与上海电气协同与合作，依靠上海电气的资源背景优势，共同打造锂电池全线整体解决方案。此外，公司与上海电气参股公司—全球叠片设备领导厂商德国 Manz 签订合作协议，在业务开拓、产品线优化及研发等方面开展合作，有望进一步增强公司在锂电市场的核心竞争力。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 4.71/5.03/5.65 亿，对应当前股价 PE 为 38、36、32 倍，维持“增持”评级。

风险提示：下游扩产不及预期；行业竞争加剧；新品研发进度不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

洋河股份（002304）：梦 6+布局提速，公司改善可期

事件：公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 134.29 亿元（-16.06%），归母净利 54.01 亿元（-3.24%），扣非净利 42.66 亿元（-18.1%）。20Q2 实现营收 41.6 亿元（-18.57%），归母净利 13.99 亿元（-10.39%），扣非净利 10.64 亿元（-23.92%）。

投资要点

产品结构优化，公司加速梦 6+布局。公司 20H1 实现营收 134.3 亿（-16.06%），20Q2 实现营收 41.6 亿（-18.57%）。分产品看，公司白酒/红酒/其他业务分别实现营收 128.7/0.9/4.7 亿元，同比分别-16/-37/-1%。疫情带来的消费场景损失使得海/天系列出现一定下滑，据调研反馈南京地区同比下滑超 40%；而梦系列 20Q2 出现一定程度回补，梦 3/梦 6 销售额在南京地区与去年同期相比基本持平；春节后梦 6+/梦 9 均保持增长态势，但仍处于培育阶段。公司白酒业务毛利率同比+2.23pct，预计受梦系列占比提升，结构优化影响。分地区看，公司 20H1 省内/省外分别实现营收 62.1/67.5 亿（同比-19.4/-13.7%），且省内外毛利率同比均提升 2pct 以上，其中公司在省内控量保价，仍以调整厂商关系、渠道利润、费用投向等为核心；省外在山东/河南增速放缓的核心市场，公司加强库存管理，优化费用投向等措施反馈良好，当前公司在山东等部分地区的收入增速虽相对平稳，但费用指标有所缩减，梦 6+优质经销商的招募也超预期完成。

结构优化+理财收益提升净利率，现金流承压。公司 20H1 实现归母净利 54.0 亿（-3.24%），20Q2 实现归母净利 14.0 亿（-10.39%），业绩表现略低于预期，主要系公司深度调整期叠加疫情冲击，上半年主要以消化库存为主所致。公司 20H1 净利率为 40.23%（+5.32pct），一方面由于结构优化带来的毛利率同增 2.27pct（为 73.22%），另一方面由于公司赎回理财产品带来公允价值净收益同比增加约 8.9 亿元所致，此外公司销售/管理（含研发）费用率同比+0.24/1.41pct。现金流方面公司略承压，公司 20H1 经营活动净现金流为-27 亿（环比 19 年底-95 亿），主要系销售收入下滑及 19 年底经销商预收款项大幅增加所致。

竞争优势仍存，静待调整到位。经过调整，短期看公司在渠道利润、内

请务必阅读正文之后的免责声明部分

部治理等方面的改革成效明显；中长期看，公司在品牌度、渠道深度以及产品运作能力等方面仍具备较强的竞争优势。当前公司针对 500-600 元价格带卡位布局梦 6+，期待未来随省内消费升级快速放量，并进一步向省外形成辐射，静待公司调整到位。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年公司收入分别为 221/247/275 亿元，同-4.6/+12.0/+11.2%；归母净利润分别为 75.2/84.7/95.9 亿元，同+1.8/+12.7/+13.2%；对应 PE 分别为 28/25/22X，维持“买入”评级。

风险提示：次高端白酒需求回落、疫情影响加剧，省外扩张不达预期。

（证券分析师：杨默曦　研究助理：宋英男）

古井贡酒（000596）：基地市场优势显著，升级扩张路径清晰

事件：公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 55.2 亿元（-7.82%），归母净利 10.25 亿元（-17.89%），扣非净利 10.08 亿元（-13.55%）。20Q2 实现营收 22.38 亿元（-3.51%），归母净利 3.88 亿元（-16.51%），扣非净利 3.72 亿元（-10.67%）。

投资要点

Q2 白酒动销改善，公司现金流良性。公司 20H1 年实现营收 55.2 亿（-7.82%），20Q2 实现营收 22.38 亿（-3.51%）。公司上半年白酒业务实现营收 54.3 亿（-7.56%），安徽省内市场自 5 月之后基本恢复正常销售，五一假期动销主要以古 5/献礼为主，五一后宴席场景回暖，古 8、古 16 等企业订单也逐步恢复，Q2 动销环比改善显著。此外，受湖北疫情影响，黄鹤楼 20H1 实现营收 1.8 亿（-60.4%），净利润下滑 0.9 亿为-0.4 亿，其他省外市场随疫情减弱同样出现恢复。现金流表现良性，公司 20H1 经营净现金流 23.4 亿（同比+13 亿），合同负债 7.3 亿（环比 19 年末增加约 2 亿）。公司 Q2 经营净现金流 7.1 亿（同比+7 亿），主因存款回款大幅增长所致，销售收现为 19.2 亿。

结构优化提振 Q2 毛利，但管理费用及税率拖累净利率水平。公司 20H1 实现归母净利 10.3 亿（-17.89%），20Q2 实现归母净利 3.88 亿（-16.51%），但剔除黄鹤楼影响后公司上半年净利润为 10.6 亿（同比-10.9%）。公司 20H1 毛利率为 76.2%（-0.52pct），净利率为 18.23%（-3.06pct），其中 20Q2 公司净利率 16.78%（-3.89pct），或系管理费用率（含研发）由于员工薪酬增长影响同比增加 2.47pct（为 9.34%）及公司税金及附加比率受收入下滑影响同比增加 2.24pct 所致。此外，公司 20Q2 毛利率为 74.55%（+0.2pct，环比 Q1 毛利率转为正增长），预计系五一后古 8 及以上动销显著改善，产品结构改善所致，销售费用率 28.10%（-0.93%），主要是疫后综合促销费减少所影响。

升级与扩张逻辑清晰，徽酒龙头剑指双百亿。20 年公司进入后百亿时代，升级与扩张逻辑依然清晰。近年来公司省内高份额优势已成，基地市场价格带升级红利持续释放，古 8 及以上产品保持高增，未来省内占比有望突破 40%。省外以次高端及以上产品为主导，多年费用投入后品牌和渠道已有积累，省内竞争优势的强化使得公司在省外操作更加游刃有余，费用结构更趋优化，全国化进程稳步推进，徽酒龙头双百亿目标可期。

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年营收为 108.8/130.0/150.6 亿元，增速为 4.5/19.4/15.9%;归母净利润为 21.9/28.6/34.7 亿元，增速为 4.6/30.2/21.6%;对应 EPS 为 4.36/5.67/6.90 元。当前股价对应 PE 分别为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

58/44/36X，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧风险，疫情风险，消费需求疲软

（证券分析师：杨默曦　研究助理：宋英男）

哔哩哔哩（BILI.O）：深耕 ACG 游戏赛道，打造优质原创文化社区

投资要点

事件：20Q2 哔哩哔哩收入为 26.18 亿元，同比增长 70%；净亏损 5.71 亿元，去年同期为 3.15 亿元；经调整净亏损 4.76 亿元，亏损率为 18%，去年同期净亏损 2.56 亿元，亏损率为 17%。

用户——高增长，高留存，强归属。1）用户增长：Q2 哔哩哔哩 MAU 为 1.716 亿，同比增长 55%，环比稳定；商业化角度，以整体 MAU 为基数，Q2 单用户收入贡献达 15.3 元，同比增长 10%，环比增长 14%，剔除游戏收入后，单用户收入贡献达 8 元，同比增长达 43%。2）用户粘性：Q2 答题会员数量为 8900 万,占 MAU 比例为 52%，该比例连续 8 个季度保持在 48%-52%，说明在整体 MAU 快速增长的同时，B 站的高粘性用户数量也一直同步增长；3）商业化：20Q2 直播与增值服务收入 8.25 亿，同比增长 153%，自“大会员”服务推出以来，该部分收入增长显著，截止 20Q2 付费会员为 1050 万人，占整体 MAU 比例由 19Q2 的 4.8%提升至 6.1%，随着社区形象逐渐深入人心，未来增值服务有望进一步提升。

游戏——深挖二次元游戏潜能，奠定垂直赛道龙头地位。20Q2 游戏业务收入 12.48 亿元，同比增长 36%，环比增长 8.5%，其中二次元代理游戏《公主连结》和《FGO》等表现出色，据伽马数据统计，《公主连结 Re:Dive》上线前，预约用户数达 650 万，打破哔哩哔哩平台游戏预约纪录，并且自 2020 年 4 月上线后，首月流水突破 5 亿，有望复刻《FGO》的成功，吸引大量高粘性游戏用户，维持较长的生命周期；除此之外，公司目前拥有 30+款游戏储备，其中 8 款拥有版号，后续产品储备丰富，为游戏业务快速发展奠定坚实基础。

广告——打造“年轻用户聚集地”，跻身主流宣发平台。20Q2 哔哩哔哩广告收入 3.49 亿，同比增长 108%，2019 年起哔哩哔哩广告增速不断提升。我们认为 B 站由于聚集着大量年轻用户，该类用户的猎奇心和消费欲都较强，为目前大多数品牌关注的核心客群，20Q1 很多品牌如 OPPO，VIVO 等均选择哔哩哔哩作为新品发布的重要平台。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年收入为 106/151/196 亿元，同比增速为 56%/43%/30%;有望实现 Non-GAAP 归母净利润 -2.81/-0.13/7.62 亿元，对应 EPS 为-0.9/-0.04/2.3 元，考虑公司作为国内独特的视频社区及其用户数量快速增长，且各项业务发展速度好于预期，维持“买入”评级。（以 2020.08.27 收盘价为准）（汇率：1 人民币=0.1457 美元）

风险提示：游戏政策风险，直播行业监管风险，用户增长不及预期，原创内容增长不及预期。

（证券分析师：张良卫　证券分析师：郭天瑜）

招商银行（600036）：2020 年中报点评：中报隐藏亮点：真实资产质量优异！

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：招商银行 2020 年上半年营业收入 1483.53 亿元，同比增长 7.27%，净利润 500.78 亿元，同比下滑 1.53%，对应 EPS 为 1.97 元/股；期末总资产 8.03 万亿元，较年初增长 8.29%，归属于普通股股东净资产 5984.65 亿元，较年初增长 3.68%，对应 BVPS 为 23.73 元/股。

盈利预测与投资评级：招商银行盈利下滑、收入降速、利差收窄等表观财务指标令中报看起来并不优异，但深度拆分逾期及关注类贷款等指标可以看出真实资产质量卓越。从边际思维来看，信用卡风险明显企稳，零售财富管理延续高成长，我们判断疫情后招商银行将更加出色。考虑信用减值影响，我们下调招商银行盈利预测，预计 2020、2021 年净利润增速分别为+2.2%、+16.6%，目前 A 股估值 1.51x2020PB，考虑真实资产质量优异，维持公司“买入”评级，作为核心银行重点推荐。

中报隐藏亮点：真实资产质量优异，关注类贷款双降、逾期贷款比例快速走低。

上半年商业银行利润下滑主要源于顺应监管导向大力计提信用减值，以应对未来潜在的信用风险压力，因此每家银行真实的资产质量决定了未来盈利回升的弹性。我们认为招商银行真实资产质量依然非常优异，而不良率由一季度末 1.11%反弹至 1.14%主要源于更严格认定不良资产所致，这导致拨备覆盖率由一季度 451.27%降至 440.81%，同时造成新生成不良贷款率（母行年化口径）相较 2019 年明显上升 16BP 至 1.29%。判断依据：

①关注类贷款指标实现“双降”，在今年贷款高速扩盘背景下，关注类贷款由年初的 525.90 亿降低至 480.88 亿，占比由年初的 1.17%降至 0.99%。这意味着公司积极主动锁定潜在风险、扩大不良贷款认定范围，因此不良率上行、拨备覆盖率下行的财务表现，反而可能进一步提高了公司的风险抵御能力。

②逾期贷款指标比不良贷款及关注类贷款指标更能准确反映信贷违约情况（因为无需考虑认定标准问题，除非办理展期/延期，否则任何本金、利息的逾期都会反映在该指标）。招商银行逾期贷款比例较年初下行 6BP 至 1.35%，逾期 90 天以上贷款比例较年初下行 8BP 至 0.91%，同时不良贷款与逾期 90 天以上贷款的指标偏离度进一步降低至 80%（年初 85%）。这意味着,尽管疫情影响下逾期贷款金额有所增长(较年初增加约 22 亿),但反映真实资产质量的逾期贷款比例相当优异。

不过，疫情对资产质量的冲击仍然有所反应，受疫情影响最重的信用卡业务风险有所暴露，6 月末信用卡不良率较年初上行 50BP 至 1.85%。不过，我们同样欣喜地看到信用卡不良生成情况在二季度已经明显企稳，根据一季报披露的母行口径数据（信用卡业务的母行与集团合并口径数据相差无几），一季度末信用卡不良率一度达到 1.89%，不良贷款余额 118.21 亿元，但 6 月末合并口径不良率已经降至 1.85%，不良贷款金额仅小幅增加至 120.65 亿元。根据行业层面调研，很多银行二季度至今零售信用风险仍然存在压力（受到居民收入波动影响），招商银行资产质量企稳反映出底层客群的优质，市场对后续零售业务的信用风险改善应更有信心。

拨备前利润单季度微幅下滑，主要源于利差收窄拖累利息收入+费用成本走高。

（证券分析师：马祥云）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

纽威股份（603699）：H1 业绩稳健增长，中高端阀门持续突破

事件：2020 年上半年，公司实现营业收入 16.98 亿元，同比+24.1%；归母净利 2.59 亿元，同比+19.5%；扣非归母净利 2.34 亿元，同比+25.9%。

投资要点

业绩增长呈向上趋势，疫情背景下盈利能力依然稳健

H1 公司业绩保持稳健增长，面对疫情和中美贸易摩擦，公司积极复工复产和调整市场战略布局，展现出较强的抗风险能力和战略调整能力。Q2 业绩加速兑现，单季度营收同比+32.63%，归母净利同比+24.09%。我们预计，公司目前在手订单充足，下半年业绩也将保持稳定增长。

H1 公司毛利率 35.3%，同比-0.04pct；净利率 15.5%，同比-0.44pct，盈利能力维持稳健。上半年期间费用率 17.9%，同比+1.6pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为 8.4%/8.0%/1.5%，同比-0.5pct/+0.5%/+1.6%。财务费用率上行主要由汇兑损失导致。

H1 经营性活动现金流净额达 2.59 亿元，同比+303.66%，大幅改善的主要原因系本期销售回款增加所致。

持续加码研发，多项中高端阀门产品获得突破

H1 公司研发投入 6,620 亿元，同比+58.2%，研发费用率为 3.9%，同比+0.84pct。公司长期致力于阀门产品研发，部分技术达到国际一流水平。2020 年以来，公司多项中高端阀门产品取得进展：①石油化工领域，2020 年 5 月，公司向国内某乙烷低温储罐工程交付的 40 寸超低温上装式三偏心蝶阀，一次性通过严苛的低温阀试验；6 月，液化天然气用低温阀门通过国产化鉴定，填补国内空白；8 月，丙烷脱氢行业三通控制阀成功交付国内某全球单套产能最大的丙烷脱氢项目。②核电领域，公司中标全球首个热核聚变反应堆项目，成为该项目唯一一家中国阀门供应商。

中高端阀门加速国产化，公司扩产特殊阀升级产品结构

2020 年 6 月 17 日，公司发布可转债发行预案拟募集 7 亿元，其中 3.41 亿元将用于纽威流体通安特殊阀工厂项目，2 亿元用于阀门零部件生产项目。特殊阀工厂已于 2020 年 3 月开工建设，计划于 2021 年 5 月建成，一期产值达 10 亿元/年。二期处于规划中，预计将再新增产值 10-15 亿元/年，我们预计两期项目投产后，公司总产值将达 80-90 亿元/年。

随着我国制造高端化，中高端特殊阀需求迅速增长，但国内 50%以上阀门仍依赖进口。中美贸易摩擦背景下，中高端阀门国产化提速。特殊阀适用于严苛工况和特殊领域，需求大、技术难度高、附加值高，扩产特殊阀一方面能够提升公司盈利能力，另一方面将提升公司在核电、海工、环保工程等领域的占有率，避免过于依赖石化行业而导致的周期性波动，增强风险抵御能力。

盈利预测与投资评级：根据中报情况，我们上调 2020-2022 年公司收入和业绩预测，预计 2020-2022 年公司实现收入 38.1/45.5/53.9 亿元（原预测为 34.6/39.8/46.6 亿元），归母净利润 5.6/7.0/8.8 亿元（原预测为 5.5/7.0/8.7 亿元），对应 PE 分别为 22/17/14X，维持“买入”评级。

风险提示：特殊阀市场推广不及预期；石油化工行业景气度下滑超预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：陈显帆）

至纯科技（603690）：Q2 收入大幅增长，清洗设备订单持续兑现

事件：8 月 28 日公司发布业绩中报，上半年实现收入 5.21 亿元，同比+57.07%；归母净利润 0.3 亿元，同比-29.58%；扣非归母净利 0.25 亿元，同比-8.31%。

投资要点

Q2 清洗设备批量出货，带动上半年收入大幅增长

H1 实现收入 5.21 亿元，同比+57.07%。由于疫情影响，Q1 仅实现 1.1 亿元收入，同比-2.34%，Q2 实现收入 4.08 亿元，同比+88.94%，单季度收入大幅增长，主要受益于公司湿法设备陆续交付并确认收入。二季度公司单片清洗和槽式清洗设备出货超 10 台，交付 ICRD 的 12 寸单片清洗设备也已获客户认可，预计随着在手清洗设备订单逐步释放，将继续稳定贡献收入。

报告期毛利率维持稳定，净利率明显下滑

H1 归母净利润 0.3 亿元，同比-29.58%，净利率 5.46%，同比-6.41pct，盈利能力明显下滑。分析来看，公司 H1 毛利率 34.08%，同比+0.93pct，净利率下跌的主要原因为拓展业务导致费用增长以及非经常性损益的减少。1）H1 费用率 25.88%，同比+0.37pct，其中：①管理费用(含研发）0.89 亿元，同比+56%，管理费用率 17.11%，同比-0.1pct，主要系湿法设备业务板块团队继续扩容、人员成本上升所致；②销售费用 0.22 亿元，同比+74%，销售费用率 4.27%，同比+0.43pct，主要系公司增加了湿法设备、高纯业务等业务板块的销售力度；③财务费用 0.23 亿元，同比+58%，财务费用率为 4.50%，同比+0.05pct，主要原因为可转债等债务规模较去年同期增加。2)非经常性损益由 19H1 的 0.16 亿元降至 20H1 的 0.05 亿元，主要系政府补助降低所致。3)此外，公司报告期内计提信用减值损失 1200 万元，而去年同期无此类费用。Q2 单季公司净利率已回升至 10.98%，盈利能力有所修复。

H1 公司经营现金流量净额-1.06 亿元，上年同期为 0.06 亿元，主要系报告期购买商品及员工薪酬支出现金增长所致。

看好清洗设备：赛道好空间大，容易率先实现大部分国产化

目前清洗设备在半导体设备市场中价值量占比约 5%-6%，较光刻、刻蚀等核心设备价值量较低。但随着晶圆制程工艺的复杂化，清洗机的占比整线的比例未来有望提高至 10%。

同时由于清洗机的技术门槛相对较低，我们认为比较容易率先实现全面国产化。我们预计中国大陆地区每年的湿法清洗设备的空间在 15-20 亿美元，目前除长江存储之外的各家晶圆厂，清洗机的国产化率均在 10%以内，假设到 2023 年清洗机的国产化率可达 40%-50%，预计国产设备的每年的市场空间在 40-70 亿元。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.1 亿、1.7 亿、2.5 亿，当前股价对应动态 PE 分别为 99 倍、64 倍、42 倍，维持“增持”评级。

风险提示：半导体业务进展不及预期；毛利率波动风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

广汽集团（601238）：Q2 自主亏损企稳，日系依然靓丽

投资要点

公告要点：

2020H1 公司实现营收 254.39 亿元，同比-9.54%；归母净利润 23.18 亿元，同比-52.87%；扣非后归母净利润 20.24 亿元，同比-38.04%。2020Q2 实现营收 146.74 亿元，同比+5.82%；归母净利润 22.00 亿元，同比+2.74%；扣非后归母净利润 21.04 亿元，同比+99.13%。

Q2 丰田产销强势，带动投资收益快速增长。

2020Q2 投资收益 31.67 亿元，同比+32.43%，成为核心利润增长点，最大贡献来源是广汽丰田。Q2 产销层面：广汽丰田产批量为 199138/198288 辆，同比+33.3%/+32.7%；广汽本田产批量为 222141/215747 辆，同比+7.4%/+4.3%；广汽菲克产批量为 10449/10175 辆，同比-37.87%/-27.62%；广汽三菱产批量 21129/18001 辆，同比-29.59%/-42.09%。H1 收入层面：2020H1 广汽本田实现营收 478.5 亿元，同比-7.79%；广汽丰田实现营收 466.4 亿元，同比+3.91%；广汽菲克实现营收 27.8 亿元，同比-54.22%；广汽三菱实现营收 38.0 亿元，同比-55.93%。

2020Q2 自主亏损企稳，长期静待产品力回升

2020Q2 合并报表营收同比实现转正 5.63%，主要得益于：1）广汽自主 Q2 产销恢复，分别同比-20.5%/-23.7%，相比 Q1 同比下滑幅度大幅缩小，且零部件/商贸服务/金融等业务的恢复助力。2）去年同期国五车集中去库存，单车售价下降较大，导致基数较低。产销恢复带动毛利率恢复至 4.9%，环比增加 2.1pct，同比增加 0.8pct。若剔除投资收益+其他收益+营业外收支，2020Q2 归母净利润为亏损 10.88 亿元（核心反应广汽自主品牌），环比 2020Q1 亏损扩大 0.55 亿元，同比 2019Q2 减亏 3.76 亿元，相比 2019Q4 减亏 16 亿元。在 Q2 行业整体折扣率继续扩大背景下，广汽自主顶住压力，亏损幅度 Q2 企稳。长期自主盈利恢复依然需要未来新品产品力提升。

投资建议

2020-2022 年汽车行业依然有望逐步复苏。广丰+广本景气依然向上+广汽自主减亏可期+广菲克有望见底企稳，看好广汽集团长期发展。我们预计广汽集团 2020-2022 年归母净利润 6731/9464/11366 百万元，分别同比+1.7%/+40.6%/+20.1%，EPS 为 0.66/0.92/1.11 元，PE 为 15.93/11.33/9.43 倍。维持广汽集团 A+H 股“买入”评级。

风险提示：海外疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主品牌 SUV 价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）

长城汽车（601633）：Q2 业绩靓丽，精彩才刚开始！

投资要点

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公告要点:长城 2020H1 实现营收 359.29 亿元，同比-13.17%；归母净利润 11.46 亿元，同比-24.46%；扣非归母净利润 8.02 亿元,同比-35.34%。长城 2020Q2 实现营收 235.13 亿元，同比+25.41%；归母净利润 17.96 亿元，同比+141.47%；扣非归母净利润 15.51 亿元，同比+159.58%。

长城 Q2 业绩表现靓丽

2020Q2 营收实现 235.13 亿，同比+25.41%，归母净利润实现 17.96 亿，同比+141.47%，二季度业绩表现靓丽。核心原因为：1）销量恢复，毛利率改善。随疫情逐渐控制，Q2 总体产销规模恢复较快。折扣率趋于稳定，新产品（长城炮）推出并持续放量，产品结构优化。Q2 毛利率 17.55%，相比去年同期增加 3.99pct。2）汇率波动，汇兑损失转回。Q1 汇兑损失 6 亿元，Q2 人民币相对卢布贬值，汇兑损失部分转回。2020H1 汇兑差额 3.39 亿元。3）费用管控整体加强。Q2 管理费用占比相比去年同期降低 0.19pct，研发费用基本持平，销售费用小幅上升（主要是运输费及工资薪金增加所致）。

长城 Q2 产销同比降幅收窄，折扣率基本趋稳

长城 2020Q2 产量 179031 辆，同比-9.8%，环比+54.6%；批发销量 179813 辆，同比-8.5%，环比+50.6%。哈弗批发销量 156011 辆，同比+6.25%，环比+46.90%; 长城皮卡批发销量 64952 辆，同比+128.85%，环比+110.19% 长城炮批发销量 33015 辆。皮卡销量超预期，长城炮表现尤其亮眼。根据我们自建价格体系显示：长城 6 月下旬车型算术平均折扣率 8.77%，Q2 折扣率环比+0.6pct。豪华车及合资品牌折扣率增加幅度较大，市场整体+1.18pct，长城顶压力稳价格，整体表现较好。

盈利预测与投资评级:

全面看多整车板块，首推“主流车企造车新势力”【长城汽车】。1）面对汽车百年大变革的机遇与挑战，长城汽车以超强执行力坚决推动公司变革。以“机制创新+组织变革+文化再造”三个层面从底层推动向“全球科技出行公司”转型，以“柠檬+坦克+咖啡智能”三大技术品牌为抓手，以用户为出发点，构建下一个十年产品核心竞争力。2）以“全新 H6+哈弗大狗+欧拉白猫”为首，打开新一轮强势产品周期，带动公司实现量价齐升。3）疫情后乘用车行业复苏进一步助力长城新周期发力。鉴于长城炮产销超预期+新平台车型进入放量期，我们预计 2020-2022 年归母净利润为 50.28/69.16/90.23 亿元，对应 PE 为 24.97/18.15/13.91 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）

广州酒家（603043）：1H20 速冻营收超预期，期待 Q3 月饼旺季提振业绩

事件：公司发布 20 年中报，1H20 总营收 9.69 亿元（+1.9%），归母净利 0.11 亿元（-82.3%），扣非归母净利 0.16 亿元（-68.7%）。

1H20 业绩整体承压，Q2 营收环比改善。公司上半年营收 9.69 亿元（+1.9%），归母净利 0.11 亿元（-82.3%），非经常性损益 465.4 万，较上年同期减少 835.0 万，扣非归母净利 0.16 亿元（-68.7%）；20Q2 单季营收 436.33 亿（+4.2%），归母净利-81.8 万（-104.4%），扣非归母净利 351 万

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（-62.8%），利润端承压主要由于餐饮业务亏损/停工非常损失 643.3 万/对外捐赠 233.4 万/费用投入增加。

速冻营收超预期，预计粽子销量良好，餐饮复苏持续。

20 年上半年公司食品制造业务受益于速冻&其他产品增长，营收 7.85 亿（+31.7%）。分品类看，上半年主力业务速冻食品持续受益“宅”经济延续高增长态势，上半年实现营收 4.27 亿（+64.41%），Q2 单季营收 2.02 亿（+84.4%，增速环比+34.6pct），超市场预期；其他产品营收 3.40 亿（+12.22%），Q2 营收 1.3 亿（+12.1%），预计与端午粽子销售情况良好有关；月饼产品 1H20 营收 1918.15 万（-43.93%），Q2 单季营收 987 万（-66.7%），截至 6 月末公司尚未启动月饼预收款工作；

公司餐食收入主要集中 Q1，上半年餐饮营收 1.69 亿（-49.83%）；Q2 营收 8497 万（-44.7%，环比 Q1+9.4pct），复苏持续；同时上半年公司积极开展外卖业务，改造 2 家大店并新设华夏路门店，当前直营门店 18 家。

经销收入高增，期待渠道拓展打开月饼市场。

上半年直销渠道销售额 3.92 亿元（-25.5%），Q2 增速-28.1%，环比 Q1-4.8pct，预计与疫情及公司独立设置连锁公司进行门店整合有关，目前利口福食品连锁门店超过 160 家；经销渠道销售收入 5.63 亿元（+38%），Q2 同增 49.1%，增速环比增长 19.2pct，主要与速冻收入高增长有关；Q1 新增经销商 38 个、Q2 新增 45 个（上半年共新增 83 个），经销商发展加速，截止 20H1 经销商共 675 个（较 19 年底增加 7 家）；

上半年省内销售额 8.2 亿元（-0.6%），Q2 省内收入同增 6%（Q1 为-5.4%），省内市场稳健发展；境内省外 H1 销售额 1.16 亿元（+27.3%），预计受益于线上销售。由于疫情上半年增加的经销商中 26 家为省内经销商，Q1 和 Q2 分别净增境内省外经销商-33、11 个，至 20H1 境内省外经销商达到 179 个（占比 27%），预计下半年月饼旺季省外经销商数量将持续提升。

毛利率因产品结构调整下滑，费用投入影响短期利润。

1）公司 20H1 整体毛利率达 42.98%（-4.80pct），Q2 毛利率下滑-4.99pct，主要与疫情下餐饮业务承压，低毛利速冻收入占比提升有关；

2）上半年销售费用率受益疫情下营销支出减少，达 27.05%（-0.54pct），20Q2 为 27.54%（-2.86pct）；管理费用率 20H1 为 12.34%（+0.70pct），20Q2 环比-0.39pct，主要系人工成本、租金及折旧摊销费用增加，其中人工成本 0.63 亿元，同时公司新设速冻产线，推进梅州基地与门店建设，固定资产较上年同期+113.1%；财务费用率 20H1 为-0.97%（+0.21pct），20Q2 为-1.12%（+0.68pct），主要是汇兑损失、其他财务费用下降所致；

3）1H20 公司经营性现金流净额-7955.2 万（-134.1%），新增 1 亿元疫情专项借款用于短期经营，保障现金流稳定。

产能推进持续，厚积而薄发。19 年底茂名工厂速冻产线、湘潭工厂双双投产，为 201H 食品制造业务提供有效支撑。速冻方面，公司梅州基地一期建设稳步推进，预计有望于 20 年底建成，进一步提升产品规模化生产效率，充分支撑省外及线上增长空间；月饼方面，受公司跨区域发展战略推进需求，湘潭食品生产基地一期产能逐步释放，为公司今年月饼系列产品的供应提供保障；湘潭二期用地也已顺利拍获，预计将在 2022 年完工，达产产能计划超 2 万吨/年。同时公司在新基地建设中将同时配套建设纵向贯通、横向集成、协同联动的数字化平台，加强跨地区基地联

请务必阅读正文之后的免责声明部分

动，提升管控效率及控制力。

盈利预测与投资评级：

从需求端来看：1）月饼业务受益疫情行业供给收缩，在礼品消费需求旺盛叠加中秋国庆双节拉长消费需求，公司或将承接更多 B 端及 C 端订单，预计月饼全年营收有望达到 15.6 亿（+30.7%）；2）速冻业务受益宅经济下居家消费，需求激增且有望保持较高增长，预计全年增长将达到 42.4%；3）其他食品业务多元化发展，叠加消费者教育逐步完成，预计未来将持续贡献新增量；4）下半年疫情形势向好，预计餐饮业务也将逐渐复苏，有望于 Q4 前恢复至同期正常水平。

从供给端来看：1）公司未来三年将持续通过改扩建方式扩充产能，梅州、湘潭生产基地相继落地将为公司产品放量提供有力支撑。预计月饼/速冻产能 19-22 年复合增速达 24.0%/27.5%，产销率将维持 95%以上水平；2）疫情催化下广州酒家有望进一步提升市占率。同时，公司省外经销商渠道培育情况良好，凭借省外月饼生产基地，发力华中、华东等地月饼市场或打开全新成长空间。

基于短期内月饼业务高增长、速冻表现亮眼且餐饮逐步复苏，长期公司持续深化全国布局，销售规模与市占率有望双升等假设，并根据中报调整盈利预测，预计公司 20-22 年总营收 35.8、47.7、60.5 亿元，同比增速分别为 18.2%、33.2%、26.9%；预计公司 20-22 年归母净利润为 4.32、6.18、8.10 亿元，同比增速分别为 12.5%、43.1%、31.1%，当前股价对应动态 PE 为 39、28、21 倍，当前时点我们认为广州酒家估值仍具较大提升空间，全国月饼龙头未来可期，维持“买入”评级。

风险提示：

疫情反复带来宏观经济波动。由于国内疫情尚未结束，且国外疫情仍处爆发阶段，我国疫情仍存二次爆发可能，对宏观经济造成冲击。

月饼销售不及预期。可能存在月饼行业竞争加剧的风险，月饼行业品牌较多，在异地扩张的过程中可能遇到本土品牌竞争，销量不达预期等风险。

速冻产品推广不及预期。速冻行业对物流运输和保存要求较高，可能存在渠道扩张、产品分发不及预期的风险。

食品安全风险。公司主营的月饼、速冻等产品，以及餐饮门店均可能遇到由于卫生等问题引发的风险。

（证券分析师：汤军　研究助理：樊荣）

埃斯顿（002747）：并表 Cloos 贡献收入，外延并购完善产业链布局

事件：8 月 28 日公司发布业绩中报，上半年实现收入 11.73 亿元，同比+72.08%；归母净利润 0.62 亿元，同比+8.72%；扣非归母净利 0.52 亿元，同比+33.13%。

投资要点

上半年业绩大幅增长，Cloos 并表贡献收入

公司上半年实现收入 11.73 亿元，同比+72.08%，主要系二季度公司完成了德国 Cloos 公司的并购重组，导致公司业绩大幅提升。在剔除报告期内

请务必阅读正文之后的免责声明部分

Cloos 的 4.93 亿元收入后，公司上半年实现收入 6.8 亿元，同比-0.1%。分产品看，工业机器人本体及智能制造收入 8.27 亿元，同比+156.32%，营收占比提升至 70.5%，主要系 Cloos 并表所致；自动化核心部件收入 3.46 亿元，同比-3.63%，主要系由于疫情，个别行业和地区产品交付受到影响，影响销售额约 2000 万元。目前疫情影响因素已经基本消除，Cloos 业务 5 月份已恢复正常，预计下半年公司本体和核心部件业务有望稳定增长。

整体毛利率基本持平，收购 Cloos 影响净利

H1 毛利率 36.85%，同比-0.03pct。分业务看，工业机器人及智能制造系统毛利率同比提升 4.32pct 达到 35.42%，主要系供应链管理、费用管控等方面降本效果显著。自动化核心部件毛利率为 40.25%，同比-1.74pct。

H1 净利率 5.89%，同比-3.64pct，归母净利润 0.62 亿元，同比+8.72%，净利润增幅低于收入，主要系并购产生费用较多。具体来看：1）公司通过鼎派机电收购 Cloos，上半年 Cloos 实现净利润 1831 万元，但鼎派仅实现 89 万利润，主要系贷款利息冲减了 Cloos 利润贡献。上半年公司财务费用 0.48 亿元，同比+132%，主要系并购项目增加借款，利息支出增加。Q2 末长期贷款 9.34 亿，较去年同期增长 8.14 亿元。2）上半年公司管理费用、销售费用、研发费用分别为 1.66 亿元/0.96 亿元/0.96 亿元，同比+91%/+110%/+16%，整体增幅超过收入，主要系 Cloos 并表及收购相关费用所致。3）此外收购导致税费增加，H1 所得税费用 0.11 亿元，同比+473%。

整合全球优质资源，战略目标初步达成

公司先后收购英国 TRIO、德国 Cloos，控股德国 M.A.i.公司，参股美国 BARRETT、意大利 Euclid 等公司，为公司在运动控制解决方案、智能化协作、康复机器人等方面的发展战略奠定了坚实基础。报告期内公司完成了德国 Cloos 公司的并购重组，进一步完善了埃斯顿的全产业链布局，同时建立全球市场的 Cloos 焊机业务和焊接机器人单元业务模块，形成新的业务增长点。公司基于 TRIO 的运动控制解决方案和机器人+运动控制一体化的机器自动化解决方案业务快速增长，目前运动控制解决方案成为业务主流的战略目标已经实现。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 1.51/1.76/2.35 亿，对应当前股价 PE 为 99、85、64 倍，维持“增持”评级。

风险提示：新产品研发进度、并购协同效应不及预期，机器人行业竞争激烈

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

华兴源创（688001）：疫情影响短期业绩，半导体检测设备订单超预期

事件：公司 2020 年上半年实现营收 6.07 亿元，同比-12.99%；实现归母净利 1.15 亿元，同比-14.70%；扣非归母净利 1.00 亿元，同比-24.58%。

投资要点

疫情影响业绩，新品拓展致毛利率有所下滑

H1 公司业绩出现下滑，主要系受疫情影响，公司国内外业务均受到冲击，部分产品的验收和订单交付延迟。公司在手订单情况仍然良好，我们预

请务必阅读正文之后的免责声明部分

计随着疫情逐渐好转，公司产品验收和订单交付将逐步恢复，支撑下半年业绩反转。

H1 公司毛利率 46.8%，同比-2.5pct；净利率 18.9%，同比-0.4pct。我们判断毛利率下滑主要是收入结构不同所致：公司 2019 年推出的新产品 BMS 电池芯片检测设备生产及研发难度较大，且公司为拓展业务在售价上做出了一定幅度的让利，随着芯片检测设备收入放量，故我们判断综合毛利率略有下滑。

加码研发致费用率小幅上升，经营性现金流显著改善

上半年期间费用率为 26.5%，同比+1.9pct，其中销售、管理（含研发）和财务费用率分别为 6.0%/21.3%/-0.8%，分别同比+0.6pct/+2.1pct/-0.7pct。上半年研发投入 8039 万元，同比+12.4%，研发费用率为 13.24%，同比+3.0pct，研发投入增长主要由于公司新增新加坡和韩国两个子公司，主要从事半导体检测设备研究，疫情背景下仍持续加码研发。截至 H1 末，公司研发人员 472 人，占员工总数的 40.9%，本科及以上学历占比达 73.52%。

H1 经营活动现金流量净额 9,755 万元，同比+182.61%大幅改善，主要原因是应收账款回款增加。

面板检测将受益于 OLED 迭代，拓展半导体和 3C 测试领域值得期待

公司目前形成了以平板显示、集成电路和消费电子检测为主的多领域布局：

（1）平板显示检测：公司深耕 LED 面板检测领域多年。目前新型显示器正面临从 LCD 向柔性 OLED 产品升级换代周期，HIS 预计 2020 年柔性 AMOLED 面板出货量将达到 3.36 亿片，占 AMOLED 面板出货量 52%。国内 OLED 产线加速布局，6 代 OLED 线投资金额超 2000 亿元。公司研发的柔性 OLED 的 Mura 补偿技术帮助国内知名平板显示器生产商顺利量产导入，实现进口替代。

（2）集成电路测试：随着半导体国产化加速，半导体测试设备需求释放，我们预计 2020 年国内半导体测试设备需求将达 80.6 亿元人民币。2019 年公司半导体检测设备首次获得订单，2020H1 新接 BMS 电池芯片检测设备订单 2.58 亿元，在手订单超 3 亿元，标准化检测半导体设备也已取得小额订单。

（3）消费电子检测：上半年公司完成对欧立通的收购，进一步完善消费电子检测领域。欧立通是国内苹果智能手表检测领域的主力供应商，2017-2019 年超 94%的收入来自苹果公司。我们预计随着苹果新款 iWatch 发布临近，欧立通业绩弹性将从三季度开始显现，目前欧立通在手订单充足，将支撑后续业绩释放。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 1.6，2.0，2.5 亿，对应当前股价 PE 为 107、86、69 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：面板产线投资不及预期；半导体检测设备业务拓展不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

国瓷材料（300285）：中报业绩稳步增长，催化材料如期放量

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 107,583.42 万元，同比增长 4.27%；实现归属母公司股东净利润为 25,831.72 万元，同比增长 4.11%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 24,502.36 万元，同比增长 1.85%。

投资要点

中报业绩稳步增长，催化材料如期放量。报告期内，公司实现了收入和利润的稳定增长，其中，催化材料板块实现收入 1.37 亿，同比大增 74.32%；电子材料板块实现收入 3.38 亿，同比下降 13.24%；生物医疗材料板块实现收入 2.53 亿，同比增长 9.59%。

受益于国六推行，汽车催化材料有望加速推广。随着国六标准的实施以及国际市场新业务的顺利开展，公司蜂窝陶瓷等尾气催化产品销售良好。汽油机方面，GPF 和薄壁 TWC 均已进入主要客户主机厂公告目录且从 2019 年下半年开始进行批量销售，尤其是 GPF 产品性能优异、质量稳定，获得客户一致好评，进口替代效果显著；柴油机方面，主要以国内主流主机厂为开拓目标，SCR 及 DPF 已完全实现批量生产并通过了国外主要催化剂公司验证，气体机载体已开始大批量销售。

电子材料需求逐渐恢复，氧化铝业务下滑。报告期内，新能源汽车行业受疫情影响及政策的影响较大，电池隔膜涂覆用氧化铝业务出现一定下滑。但总体来看，2019 年下半年以来 MLCC 行业去库存的影响逐渐减弱，公司产品的需求情况正逐步回到正常水平。目前公司水热法生产的小粒径产品开始批量供应，同时固相法产品已经进入稳定工艺的阶段，多元化产品的供货能力给客户提供了更大范围的选择空间。

全面涉足生物医疗和 5G 领域，深入布局蓄势待发。尽管受疫情冲击，但公司仍坚持加大牙科产品市场和品牌推广力度，与平安集团达成保险战略合作，将保险导入义齿产品领域；与 3SHAPE 达成战略合作，进一步助力口腔数字化业务；同时为进一步深化在生物医疗行业的发展，公司投资设立深圳爱尔创数字口腔有限公司，持股占比 67%，积极布局口腔临床业务。此外，公司利用多年在电子陶瓷粉体和浆料上积累的经验，迅速开发了全系列用于5G基站滤波器的微波介质粉料和与之匹配的电子银浆，成功推向了市场并得到客户的认可。未来随着 5G 建设的提速，该板块业务有望逐步放量。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.62 亿元、7.67 亿元和 9.54 亿元，EPS 分别为 0.58 元、0.80 元和 0.99 元，当前股价对应 PE 分别为 69X、51X 和 41X。维持“增持”评级。

风险提示：产品价格持续下跌；收购业务的整合进度不及预期。

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

绿盟科技（300369）：Q2 业绩表现亮眼，渠道战略值得期待

事件：

2020 年 H1 实现营收 5.50 亿元，同比增加 5.50%，归母净利润-0.31 亿元，同比减亏 7.25%，扣非净利润-0.48 亿元，同比减少 0.15%。

投资要点

Q2 单季业绩表现亮眼，经营性现金流大幅好转：Q2 单季度，实现营收

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.85 亿元，同比增长 16.66%，归母净利润 0.30 亿元，同比增长 432.36%，扣非净利润 0.20 亿元，同比 233.97%，相比 Q1 环比改善明显。2020 年上半年，分产品看，安全产品收入 3.21 亿元，同比增长 0.76%，毛利率 77.35%（同比+3.62pct），营收占比 58.4%；安全服务收入 1.95 亿元，同比增长 9.44%，毛利率 77.61%，同比增加 0.98pct，在营收占比达到 35.4%。费用率方面，销售费用率、研发费用率同比分别减少 2.12pct、1.07pct，管理费用率同比略增 0.08pct。经营性现金流净额为 1.36 亿元，同比增加 244.18%，主要系业务回款大幅增加。

下游客户需求恢复+渠道战略，下半年节奏会加速：相对来说，疫情对公司的传统优势行业运营商、金融等的影响不大，二季度开始运营商和金融行业招标开始迅速恢复；而政府行业受财政预算制定有所延迟。目前看，无论是客户还是安全厂商复工复产都基本恢复，客户和厂商均希望加快节奏。同时，公司今年进入渠道战略 2.0 时代，根据官方 B 站号披露，确定了渠道订单占比 60%、渠道数量增长 100%、渠道业务量增长 200%的目标，我们预计三、四季度将有望实现更高的营收增速。

零信任安全正快速发展，公司发布零信任方案：产业数字化升级与业务上云的趋势下，传统安全边界逐渐瓦解，零信任受到更多关注。目前零信任处于技术发展早期，但推进速度很快。8 月 20 日，由中国产业互联网联盟标准专委会指导，腾讯科技联合绿盟科技在内的 20 余家零信任领域产学研用权威机构组成的零信任产业标准工作组举办线上发布会，正式发布国内首个基于攻防实践总结的零信任安全白皮书——《零信任实战白皮书》。公司在零信任安全方面已有多年探索和研究成果，2020 年也发布了绿盟零信任安全解决方案，方案覆盖终端安全、用户身份与管理、网络安全、应用和数据安全、安全分析和自动化响应等技术领域，通过全面感知、最小授信、持续评估、动态决策，帮助企业在远程办公，攻防演练，数据防护等多个应用场景下，向零信任架构迁移。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年净利润分别为 3.25 亿元/4.30 亿/5.47 亿元，目前股价对应 PE 分别为 50/38/30 倍，网络安全行业需求正快速恢复，公司进入渠道建设 2.0 时代，同时加快转型安全运营和解决方案，维持“买入”评级。

风险提示：网络安全行业进展低于预期；公司业务推进低于预期。

（证券分析师：郝彪）

中密控股（300470）：Q2 业绩恢复增长，将受益于炼化景气延续

事件：2020 年上半年，公司实现营业收入 4.26 亿元，同比-4.96%；归母净利 9,574 万元，同比-7.45%；扣非归母净利 8,752 万元，同比-13.70%。

投资要点

疫情影响一季度业绩，Q2 业绩恢复增长

上半年公司业绩小幅下滑，我们判断原因主要系：①Q1 受疫情影响，公司终端存量客户生产运行停滞，下单有所滞后，导致存量客户收入下滑；②海外市场受疫情影响严重，上半年收入 1,187 万元，同比-35.70%。

从单季度数据来看，Q2 营收同比+6.42%，归母净利同比+19.40%，已恢复增长，复产后公司进入满负荷生产状态。我们预计公司全年业绩仍能保持增长。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利能力小幅下行，经营现金流显著改善

H1 毛利率 49.7%，同比-3.9pct；净利率 22.5%，同比-0.6pct。主要系收入结构变化导致，毛利率较低的装备制造业客户（2020H1 毛利率 28.03%）收入占比同比+7.07%。

期间费用率 23.0%，同比-1.6pct，控费良好。其中销售/管理（含研发）/财务费用分别为 10.0%/14.1%/-1.1%，同比-1.3%/+0.7%/-1.0%。其中管理费用（含研发）率上升主要系：①研发费用率同比+0.5pct；②限制性股票激励计划产生的费用摊销同比增长。

H1 经营活动现金流净额 1.22 亿元，同比+616.89%，主要系公司货款回收较好且报告期内到期解汇的票据较多。截至 H1 末，公司应收票据 1,613 万元，同比-1.47 亿元。

炼化增量市场表现亮眼，将受益于行业景气延续

上半年，公司在具备传统优势的石化领域表现亮眼，主机厂客户（对应增量市场）收入同比逆势增长 13.04%，公司凭借突出的综合实力占据新项目配套市场份额第一，在浙江石化二期、广东石化、盛虹石化、烟台万华等重磅新项目中取得了非常不错的配套份额，并取得潍坊弘润、山西美锦、福建中景等项目压缩机干气密封配套订单。未来公司有望“通过主机占领终端”战略，不断提升存量市场占有率。

疫情好转后，大型炼化一体化项目陆续开工建设，恒逸文莱二期、海南炼化、山东裕龙岛炼化、镇海炼化、宁夏宝丰 MTO 等新项目储备丰富，凭借新项目配套市场强劲的获单能力，公司将受益于行业景气度延续。

收购新地佩尔逐步推进，成长空间值得期待

2020 年 8 月 25 日，公司发布定增募集说明书，拟募资 4.6 亿元用于新地佩尔 100%收购及增资等项目，新地佩尔是优秀的高端阀门生产企业，在管网领域竞争力强劲，与公司有着突出的协同效应，2018 年毛利率达 64.4%，完成收购将进一步扩大公司产品线并增强盈利能力。2020-2021 年，新地佩尔承诺扣非后净利润将分别达到 2000/2500 万元，截至 2020/7/31，新地佩尔的在手订单充沛，金额达 6,508.03 万元（含税）。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.4/3.0/3.7 亿，对应 PE 为 37/29/24X，维持“买入”评级。

风险提示：下游行业投资力度不及预期，收购后协同效应不及预期。

（证券分析师：陈显帆）

平安银行（000001）：2020 年中报点评：利润下滑 11%与拨备覆盖率提升 32pct

事件：平安银行 2020 年上半年营业收入 783.28 亿元，同比增长 15.5%，净利润 136.78 亿元，同比下滑 11.2%，对应 EPS 为 0.66 元/股；期末总资产 4.18 万亿元，较年初增长 6.1%，归属于普通股股东净资产 2814.53 亿元，较年初增长 3.1%，对应 BVPS 为 14.50 元/股。

投资要点

盈利预测与投资评级：银行股利润在市场争议中如期下滑，我们认为信用减值计提导致的盈利下滑并不是决定银行股估值走势的核心，下半年

请务必阅读正文之后的免责声明部分

资产质量指标将成为关键中的关键。平安银行中报资产质量非常稳定，不良率持平于 1.65%，测算新生成不良率甚至较 2019 年下降 38BP 至 2.38%，拨备覆盖率大幅提升至 214.93%，资产质量指标成为核心亮点。考虑信用减值因素，我们下调平安银行盈利预测，预计 2020、2021 年净利润增速分别为-13.5%、+15.5%，目前估值 0.96x2020PB，但考虑资产质量稳定，维持公司“买入”评级，继续作为核心银行重点推荐。

主动计提信用减值造成盈利下滑，但 PPOP 增长 18.9%反映真实业绩优异。

银保监会前期已经披露了商业银行上半年总体经营数据，股份行盈利下滑 8.5%，预示着多数银行将在二季度大力计提信用减值，以应对未来潜在的信用风险压力，因此，平安银行上半年盈利下滑 11.2%（意味着二季度单季下滑 35.5%），市场已经有所预期。不过，平安银行减值前盈利（PPOP）强劲增长 18.9%，与一季度 19.4%增速相差无几，反映出二季度实际经营情况依然优异，这不仅得益于银行业上半年总体加速投放贷款、拉动资产规模扩张，更源于平安银行自身净息差保持平稳（上半年较一季度微幅降低 1BP 至 2.59%），以及非利息收入的强劲增长。

计提减值后拨备覆盖率升至 215%，不良率平稳、不良生成走低明显优于预期。

既然减值造成盈利下滑，那么平安银行（以及银行业）下半年基本面的核心观察指标就落在资产质量上，如果资产质量恶化，那么未来需要进一步高额计提减值，利润也就可能加速下滑；如果资产质量平稳，则拨备覆盖率上升后银行风险抵补能力大幅提高，资产负债表更健康，利润增速也将企稳或回升。

从平安银行中期经营情况来看，目前资产质量非常稳定，不良率持平于年初、一季度末的 1.65%，我们测算年化新生成不良率为 2.38%，明显优于预期，甚至低于 2019H1、2019 全年的 2.61%、2.76%，同时公司仍然保持高效的不良资产清收处置力度。由于资产质量保持稳健，在高额计提减值后平安银行拨备覆盖率升至 214.93%，比 2019 年末提高 32pct，同时对逾期 60+天、逾期 90+天的拨备覆盖率也大幅提高至 228.44%、267.01%，这是公司中报核心亮点。

负债成本下行是净息差保持韧性的核心，零售财富管理板块延续高成长。

上半年净息差同比下滑 3BP 至 2.59%，环比一季度仅下滑 1BP。资产端，让利实体和市场流动性宽松背景下，生息资产收益率环比一季度降低 13BP 至 4.90%，其中主要是贷款收益率较一季度降低 18BP、债券投资收益率降低 9BP。负债端成本管控卓有成效，通过控制高成本存款、提升低成本同业负债占比等举措，实现计息负债成本率较一季度走低 12BP 至 2.42%，同比降低 27BP，其中存款成本较一季度降低 7BP，债券与同业负债成本率分别较一季度显著下行 14BP、26BP。

同时，非利息收入仍然保持高增长，主要得益于私人银行业务的快速发展带来财富管理收入增长，中期末私人银行达标客户数较年初增长 16.7%至 5.11 万户，AUM 较年初增长 25.8%至 9230.55 亿元，零售财富管理仍然是平安银行最具确定性的高成长板块。此外，公司上半年成本收入比同比降低 2.16pct 至 27.3%，一定程度上对冲了利润下滑的幅度。

风险提示：1）疫情冲击宏观经济，造成利差超预期收窄或资产质量持续承压；2）零售信贷不良贷款率快速上行；3）对公业务发展不及预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：马祥云）

五粮液（000858）：Q2 现金流显著改善，全年稳健增长可期

事件：公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 307.68 亿元（+13.32%），归母净利 108.55 亿元（+16.28%），扣非净利 108.63 亿元（+15.63%）。20Q2 实现营收 105.29 亿元（+10.13%），归母净利 31.51 亿元（+10.16%），扣非净利 31.35 亿元（+9.83%）。

投资要点

收入稳步增长，普五批价上行趋势不改。公司 20H1 实现营收 307.68 亿（+13.32%），20Q2 实现营收 105.29 亿（+10.13%）。产品端，公司 20H1 酒类收入 281.67 亿（+10.81%），据渠道反馈，疫情期间公司主动控货，厂家按终端扫码率放量，高端五粮液主要依靠吨价提升带动增长；而公司系列酒上半年保持高增且增速高于高端酒，同比增速超 25%。公司疫情期间挺价措施有力，在保证库存良性管控的同时，通过发布最低出货/团购价、打造 501 形象产品、加强终端核心掌控等方式引导价格稳步上涨，当前普五批价从 6 月末的 910-920 元进一步回升至 970 元左右，未来仍有上行空间。渠道端，公司加强高质量渠道梳理，重视团购及新零售渠道的建设，公司二季度以来加强企事业单位拜访，新增超 4 亿团购订单，团购占比未来仍将持续提升。同时公司 5 月成立新零售管理公司，除自营商城外，针对线上经销商精细化管理。

业绩符合预期，Q2 现金流显著改善。公司 20H1 实现归母净利 108.55 亿（+16.28%），20Q2 实现归母净利 31.51 亿（+10.16%）基本符合预期。公司 20H1 净利率同增 0.84pct 为 36.96%，主要由于毛利率为 74.54%（同增 0.72pct）带动，毛利增长预计系高端酒提价、产品结构优化（酒类业务毛利率同增 2.11pct）和税率影响所致。此外公司疫情期间提前开始疫后布局，逆势加大市场投入，销售费用率为 10.35%（同增 0.59pct），管理费用率（含研发）同减 0.4pct，主因规模效应影响。现金流方面改善明显，公司 20H1 经营活动现金流净额 11.7 亿（-86%），主因递延所得税影响税收支出所致，但 20Q2 经营活动净现金流环比大幅改善，为 23.7 亿（+440%），主因应收票据下降的影响（Q2 应收票据、账款及融资 137.2 亿，环比 Q1 大幅下降 58 亿），公司二季度销售商品等收到现金为 159.3 亿，同比增长 55%。此外，公司 20Q2 合同负债环比 Q1 下降约 11 亿元。

批价上行带来经营正循环，估值中枢上移可期。公司自 17 年以来针对产品、渠道及价格体系的积弊积极实施“二次创业”改革成果显著，20 年以来公司深化改革，精细化管理措施持续落地。疫后普五批价延续上行趋势，未来期待站上千元价位，渠道利润的增厚除进一步增强渠道推力外，在空白区域亦可吸引优质资源加盟，渠道正循环经营可期。此外，公司未来计划推出 2000 元以上产品进一步巩固品牌力，在营销配套升级背景下公司活力有望持续释放。中长期看，品牌壁垒下公司渠道及产品端的持续改善有望带动估值中枢上移。

盈利预测与投资评级：我们预计 20-22 年公司收入达 574/666/766 亿，同比增长 14%/16%/15%；归母净利润达 207/257/305 亿，同比增长 19%/24%/19%；对应 EPS 分别为 5.34/6.61/7.86 元，对应 PE 分别为 44/36/30X，维持“买入”评级。

风险提示：高端酒需求回落，疫情加剧，系列酒增长不达预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：杨默曦　研究助理：宋英男）

正泰电器（601877）中报点评：Q2 单季高增，龙头韧性强劲

投资要点

上半年业绩同比基本持平，Q2 环比大幅改善。公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 146.09 亿元，同比增长 1.26%；实现归属母公司净利润 18.11 亿元，同比增长 1.49%。其中 20Q2 实现营业收入 89.1 亿元，同比增长 5.67%，环比增长 56.36%；实现归属母公司净利润 14.69 亿元，同比增长 18.24%，环比增长 329.86%。

低压电器毛利率稳健、环比略改善，新能源同比大幅改善。20H1 毛利率为 31.33%，同比上升 3.21pct，20Q2 毛利率 33.56%，同比上升 4.57pct，环比上升 5.73pct；20H1 归母净利率为 12.39%，同比上升 0.03pct，20Q2 归母净利率 16.48%，同比上升 1.75pct，环比上升 10.49pct。分版块看，低压电器 20H1 毛利率为 33.9%，同比-0.3pct，环比+0.6pct；新能源版块毛利率 26.7%，同比+8.7pct，环比+0.2pct。

低压电器：20H1 营收同减 5.3%，H1 毛利率同比下降 0.3pct，环比提升 0.6pct，其中 Q1 下降 25%以上，Q2 恢复个位数正增长，直销不断突破，下半年有望恢复较快增长。上半年低压电器营收 81.82 亿，同减 5.3%，渠道能力持续巩固，直销占比进一步提升，“国际本土化”稳步推进，新客户新项目拓展顺利。毛利率方面，尽管上半年原材料价格上行，公司通过提价、自动化改造、优化产品结构等措施推动毛利率提升。

光伏版块 20H1 营收 63.43 亿，同增 12.9%。1）运营仍是稳定的利润来源，户用装机高增长。2）EPC 节奏稳步推进，国内多项目如期实现并网，中标国家 20 年 1.15GW 的竞价、平价项目；海外荷兰、波兰项目预计年内并网；3）组件技术仍保持优势领先地位，关键性能指标亮眼。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-22 年归母净利润分别 42.36 亿、49.38 亿、56.18 亿，同比分别+12.6%、+16.6%、+13.8%，对应现价 PE 分别 17 倍、15 倍、13 倍，给予目标价 46 元，对应 21 年 20 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，竞争加剧

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

八方股份（603489）中报点评：欧洲需求高涨，国内共享市场有望起航

投资要点

20H1 收入同比-4.6%、利润+10.6%，Q2 恢复明显。20H 公司实现营收 5.74 亿元，同比-4.58%；实现归母净利润 1.81 亿元，同比+10.58%。20Q2 实现营收 3.25 亿元，同比+14.92%，环比+30.38%；归母净利润 1.09 亿元，同比+36.80%，环比+53.47%。20H1 毛利率为 43.63%，同比上升 2.05pct，主要来自于产品结构改善，高毛利的中置电机等产品占比提升。

疫情改变出行方式，短暂停工后欧洲电踏车持续热销。2020 年初欧洲电踏车销售旺盛，后受疫情后封锁政策影响需求转弱，但疫情后销售快速恢复，疫情使得个人出行工具更受青睐，欧洲市场电踏车销售旺盛。成熟市场方面，据 GfK 市场研究 1-5 月荷兰电踏车零售量 14.9 万辆，同比+12%；其中 5 月销售 5.8 万辆，同比+38%；据 BoscheBikeSystem 很多德

请务必阅读正文之后的免责声明部分

国吉高速电踏车 6-7 月出现缺货；新市场方面，意大利 5 月提出补贴最高 500 欧元用于市民购买电踏车的补贴。整体来看，电塔车最大市场欧洲需求旺盛，全年电踏车销售有望继续快速增长，据 CONEBI、欧洲 19 年电踏车销售突破 300 万，同比+23%，我们预计 20 年有望维持 20%左右高增。

八方股份 Q2 销售快速恢复，产品结构高端化，产能瓶颈加速解决。八方 Q1 受疫情影响收入同比-21.9%，Q2 随着欧洲需求恢复、营收增速迅速恢复至+14.9%。经营方面：1）产品高端化趋势明显，20H1 更高端的中置电机（毛利率 50%+）收入同比+8.1%，轮毂电机（毛利率 40%+）同比-7.5%，中置电机产品进一步受到认同；2）努力解决产能瓶颈，租赁外部仓库、招募生产人员进行两班制生产提供产能，公司新厂房 9 月落成，后续投产后有望进一步突破产能瓶颈。下半年海外需求旺盛叠加公司产能提升，增速有望再上台阶。

成立八方天津，对接国内电踏车业务。国内以美团、滴滴、哈罗等为代表的共享单车运营商开始向共享电单车业务拓展，4 月公司成立全资子公司八方天津，对接国内的共享电动车整车厂业务。目前八方天津处于设备安装、调试阶段，预计 9 月份开始试生产。产品端公司积极开发适用于国内市场的电踏车电机，在购置成本和骑行效果之间寻求平衡。

盈利预测与投资评级：预计 2020-22 年归母净利润分别 4.20 亿、6.02 亿、8.31 亿，同比分别+29.7%、+43.4%、+37.9%，对应现价 PE 分别 54 倍、38 倍、27 倍，给予目标价 226 元，对应 21 年 45 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，竞争加剧

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

游族网络（002174）：营收创新高，构建品类护城河，持续发力全球化

投资要点

事件：公司发布 20 年半年报，H1 营收 25.17 亿元（yoy+45.49%），归母净利润 4.95 亿元（yoy+21.5%），落入此前业绩预告区间，扣非归母净利 3.51 亿元（yoy+10.89%）。Q2 营收 13.05 亿元（yoy+45.53%），归母净利润 1.32 亿（yoy-43.79%），扣非归母净利 0.68 亿元（yoy-52.87%）。

点评：营收创新高，新品类+全球化做大增量。20H1 国内市场营收 12.88 亿元（yoy+78.75%），占比 51.16%（yoy+9.52pct）。增长主要系 1）自研卡牌手游《少年三国志 2》流水强劲。20 年 H1 公司卡牌赛道流水合计超过 20 亿元，占总流水比近 50%。2）自研二次元手游《山海镜花》IP 运营实力较强，首月依托前期粉丝运营下载量超 800 万次 3）公司代理 Supercell 的实时竞技手游《荒野乱斗》广受玩家好评，但该产品涉及分成、多方运营等模式，毛利水平较低。《山海镜花》及《荒野乱斗》为公司带来千万级的新增用户，打开公司新品类游戏入口。海外市场营收 12.29 亿元（yoy+21.76%），占比 48.84%（yoy-9.52pct），增长系欧美《权游》、日本《华武战国》等旧游维稳，同时《少三 2》等新游在日韩重点市场上线。根据 SensorTower，《少三 2》7 月在中国手游产品海外市场收入榜单排名提升至第 18 位，预计下半年利润将逐步释放。

Q2 多款产品海外上线，广告营销费用前置及游戏分成款增加影响利润水平。Q2 公司毛利率 31.89%（yoy-19.78pct），H1 整体毛利率 38.77%（yoy-14.29pct），主要系 1）20H1 游戏推广成本同增 100%以上，《少年

请务必阅读正文之后的免责声明部分

三国志 2》在国内及海外市场前期推广成本较高（4 月登陆港澳台、日本，6 月中旬登陆韩国）；2）20H1《圣斗士星矢》等代理游戏以及 IP 产品《权游》流水表现较好，致游戏分成款项超 2 亿元，同增 200%以上。费用方面，20H1 研发费用率 5.59%（yoy-3.63pct），销售费用率 6.51%（yoy-4.55pct），管理费用率 9.07%（yoy-4.63pct）。Q2 实现归母净利润 1.32 亿（yoy-43.79%），H1 归母净利润 4.95 亿（yoy+21.5%），H1 净利率 19.71%(yoy-3.82pct)。20H1 经营性现金流净额 5.47 亿元(yoy+751.97%)，现金流持续改善。

聚焦优势赛道、稳步推进全球化与 IP 化运营三大方向，产品管线丰富支撑全年流水可持续性。优势卡牌赛道：少三系列卡牌新作《少年三国志：零》预计 20 年内上线，夯实品类护城河；全球化：二次元卡牌《兽娘》7 月上线日本取得畅销榜第 12 的成绩；《权力的游戏》亚太手游版 7 月 21 日同步上线港澳台、日本、东南亚；《圣斗士星矢》将上线东南亚和韩国，有望复制在原有市场的良好流水表现；另外公司计划于年内推出针对欧美市场的 SLG 手游《InfinityKingdom》。IP 化：基于热门文学 IP 改编的 MMO《盗墓笔记》已获版号，预计下半年上线；同时公司已签下顶级科幻 IP《三体》的游戏版权，后续产品管线丰富。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年公司实现营收 48.04/61.38/74.97 亿，归母净利 10.40/13.33/16.57 亿元，EPS 为 1.14/1.46/1.81 元，PE 分别为 18/14/11X，公司夯实卡牌品类护城河，继续拓展全球化布局，同时深挖 IP 运营，三大战略指引下未来产品管线丰富，当前估值具备吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策趋严；新品表现不及预期；海外市场扩张不及预期。

（证券分析师：张良卫）

中石科技（300684）：H1 业绩超预期，5G 打开散热市场空间，持续看好未来业绩稳健高增

投资要点

事件：8 月 26 日，中石科技公布 2020 年中报业绩：上半年实现营业收入 3.97 亿元，同比增长 56.99%，上半年实现归母净利润 0.63 亿元，同比增长 127.86%。

受益 5G 市场开启市场业务新需求，主营业务业绩增长稳健：中石科技 2020 年 H1 业绩稳增：H1 营业收入同比增长 56.99%，其中 Q2 同比增长 46.74%；归母净利润同比增长 127.86%，其中 Q2 同比增长 182.15%，主要原因为报告期内，公司受益于智能手机、笔记本电脑、平板电脑、智能可穿戴产品等市场中新项目、新产品业务的不断提升，及在国内外主要大客户供货份额的提升，销售收入较去年同期有较大幅度增长。同时，因销售收入同比获得大幅度增长，公司产能利用充足，形成规模效应，毛利率趋于稳定，因此公司 2020 年上半年的净利润较去年同期同样有较大提高。

持续加强技术前瞻布局，打造长期动力：公司 2017 年大批量供给苹果手机中的石墨散热并成为主流供应商，相关卷绕技术行业领先，2019 年顺利进入华为、vivo 等国内手机大厂供应链；同时，公司 2019 年收购凯唯迪 51%股权，完成石墨+VC，石墨+热管组合散热解决方案技术整合。同时，公司 2020 年募集 8.31 亿元于 5G 高效散热模组开发，主要用于 5G

请务必阅读正文之后的免责声明部分

智能手机、服务器、5G 基站等建设，将能够满足 5G 手机散热升级需求和 5G 基站大功率散热需求。我们认为，募投将进一步帮助提升公司的市场竞争力；同时，苹果智能机销量下滑对公司带来的影响将较为有限，国内大客户的崛起及明年高 ASP 料号的导入为公司未来业绩带来较大弹性。

5G 散热升级“石墨+热管、均热板”有望带来量价齐升：5G 手机的推出除了带来射频器件、LCP 材质等创新变化，5G 芯片计算能力至少为 4G 的 5 倍，功耗为 4G 的 2.5 倍，同时，随着 AI 技术和 AR 应用增加，手机运算速度及数据处理能力持续提升，手机发热量持续增加，高效散热成为 5G 手机的刚需；目前较为成熟的散热方案为热管、石墨片、均热板（VC），随着小米 10、安卓系三星 S20、华为 Mate20X 等 5G 手机开始配置石墨+VC 组合散热方案，国内散热龙头纷纷开启布局。我们认为，随着 2020 年全年海外大客户多款手机发布、公司开拓的热管、VC 业务导入量产、5G 基站拉动，公司产品将继续受益量价齐升。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 9.85 亿元、12.93 亿元、16.03 亿元，每股收益分别为 0.68 元、0.97 元、1.23 元，对应的 PE 估值分别为 47.57/33.19/26.29 倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端需求释放不及预期；宏观经济持续下滑。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

太极股份（002368）：云服务业务逆势增长，人大金仓前景广阔

事件：公司发布中报，上半年实现营业收入 29.97 亿元，与上年基本持平，实现归属于上市公司股东的净利润 2,205.70 万元，较上年同期增长 2.69%。

投资要点

Q2 公司各项业务迅速回升：在经历了一季度经营业绩短暂下滑之后，二季度公司各项业务迅速回升，Q2 单季营业收入同比增长 12.25%，实现归母净利润 803.73 万元，较上年同期增长 290.92%。上半年公司新签合同总额 54.30 亿元，较上年同期增长 4.82%。公司业务逆势保持了持续、稳定的增长，盈利能力不断提升。

创新业务模式，推进云服务业务快速发展：年初，公司成功中标甘肃省丝绸之路信息港紫金云数据中心云平台政务区域平台建设项目，政务云再下一省。7 月 1 日，公司再度入围海南省大数据管理局 2020 年度电子政务云服务商，将在未来三年继续为海南省政府部门提供云计算服务。截至目前，公司政务云已覆盖北京、天津、甘肃、山西、海南、海口、乌鲁木齐等全国多个省市。上半年公司云服务业务实现收入 23,850.53 万元，较上年同期增长 12.83%。同时公司云服务占比增加，云项目建设占比减少，毛利率比上年同期增加 9.83pct，达到 49.61%。

人大金仓实现跨越式发展：子公司人大金仓作为公司信创产业的核心平台，积极加强在党政、金融、能源、电信等行业的市场拓展，上半年累计中标近 8000 万元，创近年历史新高。在重要行业领域，金仓数据库中标中国移动自主可控 OLTP 数据库联合创新项目，开启运营商行业新的发展空间，体现了重要行业客户对公司数据库产品的认可。凭借行业龙头地位和良好的市场推广能力，我们预计人大金仓在党政信创领域数据库市场占有率有望超过 30%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

完善各地产业布局，信创业务顺利推进：为布局全国信创业务，公司相继在河南、江苏、重庆、江西、云南、四川、广西等地设立子公司或分支机构，因地制宜建设本地化运维管理体系，与客户共同构建长效合作机制，深度融入当地经济发展。太极股份作为国内的系统集成商龙头，具有完备的资质体系、领先的技术优势、丰富的政务项目经验和业务资源，我们预计太极股份在党政信创市场可以拿到 10%以上的市场份额，进而拉动旗下各类信创产品的用户需求。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年净利润分别为 5.98、8.53、10.46 亿元，对应 EPS 分别为 1.04/1.48/1.81 元，现价对应 29/21/17 倍 PE。公司产品化转型快速推进，作为中国电科信创产业总体单位，今年将迎来信创放量机遇，价值有待重估，送转股后维持目标价 46.70 元，维持“买入”评级。

风险提示：基础信息技术创新推进不达预期；在各细分领域市场份额不及预期；市场竞争加剧。

（证券分析师：郝彪　研究助理：王紫敬）

阳光电源（300274）中报点评：海外渗透加速，逆变器逆势高增长

投资要点

2020H 实现业绩 4.46 亿元，同比增长 34.13%：公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 69.42 亿元，同比增长 55.57%；实现利润总额 4.84 亿元，同比增长 28.20%；实现归属母公司净利润 4.46 亿元，同比增长 34.13%，对应 EPS 为 0.31 元。其中 2020Q2，实现营业收入 50.95 亿元，同比增长 127.13%，环比增长 175.93%；实现归属母公司净利润 2.87 亿元，同比增长 77.59%，环比增长 79.70%。收入和利润增长总体符合预期。

海外高增长，高毛利率外销占比提升驱动盈利能力增长：从收入分布来看，公司上半年海外收入 19.88 亿元，同增 26.47%，同比高增长。Q2 疫情对下游装机影响较大，但公司上半年逆变器出货仍达 10~11GW，同比增长约 42%~57%，市占率大幅提升。公司上半年逆变器毛利率 32.4%，同比提升超 2 个百分点，毛利率显著改善主要是由于：（1）高毛利率外销占比提升：公司 1~5 月出口 4.27GW，市占率 17.6%，加上公司印度工厂年化 4GW 产能，预计公司上半年海外出货约 7GW 左右，占公司总出货比例 64%~70%，同比提升 14~20 个百分点，同时，逆变器外销毛利率高企（19 年海外毛利率 40.6%，国内 18.1%），推动整体毛利进一步提升；（2）组串式占比提升：公司今年上半年组串式逆变器占比约 55%+，同比提升约 5 个百分点。

全球布局多点开花，逆变器市占率加速提升：逆变器业务，公司抓住机会积极扩大新兴市场布局，在越南市场份额 40%，泰国、马来西亚、菲律宾市场份额 30%左右，均位列当地市场第一；在巴西分布式市场排名第一，在澳洲户用市占率超 20%。同时，在成熟市场欧美地区布局进一步强化。目前公司已在全球建设了 20 多个分公司，110 多个售后服务网点，海外销售网络全面铺开，预计全球市占率将由 15%提升至 20%。

国内竞价项目超预期，Q3/4 环比继续高增长：国内今年竞价结果超预期，规模约 26GW，同比+14%，下半年国内高增长确定性强，Q3 淡季不淡环比 Q2 应有所增长，Q4 最强旺季环比继续高增长。全年来看，国内装机约 45GW，公司目标国内市占率约 25%，出货约 11GW+；海外疫情逐步

请务必阅读正文之后的免责声明部分

恢复，下半年应恢复高增长，全年看装机 80-90GW，公司目标出货约 12GW，对应市占率 15%（19 年约 13%），同比提升 2pct。

EPC 以量补价，储能高增长亮点：公司今年 EPC 项目规划 2~3GW，虽然受到竞价政策的影响，毛利率会有一定压力，但项目规模同比增长 33%~100%。截至 2019 年底，公司累计开发建设光伏、风力电站超 9GW，是系统集成技术隐形冠军。储能业务未来三年高速增长，今年储能业务收入预计同比增长 100%，随着平价后全球光伏渗透率提升，储能平滑发电的重要性凸显，看好公司储能业务持续增长。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩为：12.20、16.60、20.51 亿元，同比+36.7%、+36.1%，+23.5%，对应 EPS 为 0.84/1.14/1.41。目标价 29.64 元，对应 21 年 26 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红）

三一重工（600031）：H1 业绩略超预期，周期弱化+智能工厂+全球化助力长期增长

事件：公司发布 2020H1 业绩公告：上半年实现收入 491.88 亿元，同比+13.37%；归母净利润 84.68 亿元，同比+25.48%，略超市场预期；扣非归母净利润 79.46 亿元，同比+16.64%。从单季度看，公司 Q2 实现销售收入 319.21 亿元，同比+44.49%，归母净利润 62.74 亿元，同比+77.89%。

投资要点

基建复苏效应逐步显现，业绩超预期增长

疫情后赶工刺激设备需求强劲，公司 2020 上半年实现超预期增长。

（1）挖掘机械：实现收入 186.50 亿元，同比+17.22%；毛利率 34.86%，同比-1.98pct。收入增速低于销量增速、毛利率下降主要原因系行业整体吨位下移。

（2）混凝土机械：实现收入 135.06 亿元，同比+4.51%，增速较低主要系海外子公司受疫情影响大；毛利率为 28.94%，同比-0.61pct。

（3）起重机械：实现收入 94.27 亿元，同比+10.91%，起重机板块份额大幅提升。毛利率为 20.02%，同比-5.81pct，我们判断除销售费用重分类外，行业竞争因素对公司毛利率略有影响。

（4）桩工机械/路面机械/其他业务分别实现收入 37.51/15.01/13.11 亿元，同比+26.59%/+20.15%/+38.26%，摊铺机、压路机份额提升明显；毛利率分别为 43.57%/32.78%/28.65%，同比-0.86/-3.71/-2.56pct。

疫情导致下游需求延后，叠加下半年地产基建持续复苏，我们预计全年需求整体保持旺盛。

数字化降费成效初显，风险控制持续向好

上半年公司整体毛利率 30.34%，同比-2.02pct，主要系新收入准则下运输费从销售费用重分类至营业成本（销售费用率同比-1.76pct，基本吻合）。净利率提升至 17.56%，同比+1.57pct；数字化降费提效初现，期间费用率降至 10.4%，同比-1.36pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动

请务必阅读正文之后的免责声明部分

-1.76/-0.27/+0.69/-0.02pct。投资收益等非经常性损益达 5.2 亿，贡献 1pct 左右净利率。

上半年公司加强回款管理，经营活动净现金流达 85.48 亿元，同比增长 12.54%；其中 Q2 单季 94.42 亿，同比+150.34%，大创历史新高，营运能力和风险控制持续向好。

周期弱化+智能工厂+国际化，公司迎来价值重估机遇

公司上半年国内收入 417.56 亿元，同比+17.72%；海外收入 63.92 亿元，同比-9.03%好于预期。疫情下公司仍在加大海外资源投入，份额持续提升，国际化战略有望在多个国家实现赶超。

公司依托 SCM 项目实施及 MES 升级实施智能制造转型，灯塔工厂的效率提升 50%以上，设备效率较去年同期提升 15%以上，2019 年三一的人均创收(410 万)已超过卡特彼勒(367 万)，人均产值提升、期间费用率下降成为看点。公司已经累积了基础应用和大量数据，未来有望从制造端延伸值客户端打通全环节，数字化战略仍有巨大潜力。

短期下游地产基建持续复苏，刺激工程机械设备需求旺盛，行业景气持续性拉长，周期属性削弱，公司有望迎来价值重估；中长期我们认为三一重工在智能制造方面的布局有望进一步提升其全球竞争力，长期成长空间可期。

盈利预测与投资评级：我们继续维持 2019 年初以来的观点，坚定看好中国最具全球竞争力的高端装备企业：高端产品结构优化+规模效应+出口增长带来持续业绩弹性，数字化+全球竞争力逐步体现带来估值溢价，看好公司戴维斯双击。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 152/176/189 亿元，对应 PE 分别为 13/11/10 倍，2020 年目标估值至 15 倍 PE，对应市值 2280 亿，目标价至 26.9 元，维持“买入”评级。

风险提示：行业周期性波动；竞争激烈导致盈利能力下滑。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

三峡水利（600116）：半年报干货满满，需关注基本面发生的重大边际变化

投资要点

事件：公司发布半年报，上半年实现营收 10.60 亿元，同比增长 99.65%；归母净利润 2.04 亿元，同比增长 85.41%；扣非后归母净利润为 1.38 亿元，同比增长 123.35%。

半年报出炉，内容中有多处干货值得重点关注。根据公司半年报，上半年自发电量为 12.39 亿千瓦时，同比增长 30.27%；上网电量为 12.26 亿千瓦时，同比增长 30.54%；售电量为 52.33 亿千瓦时，同比增长 14.84%。电力业务贡献利润 1.26 亿元，占比营业利润为 52.42%；电力勘察设计安装业务贡献利润 0.20 亿元，占比营业利润为 8.36%；其他收益 0.42 亿元，占比营业利润为 17.59%，主要系递延收益的政府补助转入当期收益；投资收益 0.16 亿元，占比营业利润为 6.46%；公允价值变动收益 0.15 亿元，占比营业利润为 6.27%；资产处置收益 0.22 亿元，占比营业利润为 9.15%，主要系电网资产拆迁补偿收益。

半年报内容中干货满满，基本面发生重大边际变化：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1）人事及激励：公司新制定了《总经理工作细则》、《职业经理人管理制度》等制度，首次采用市场化选聘方式公开招聘公司高级管理人员和集团总部管理人员；

2）“三峡电”入渝：积极跟进“三峡电”入渝事项，预计今年下半年落地，综合购电成本将进一步降低；

3）五年发展战略：公司围绕三峡集团对公司“唯一的以配售电为主业的上市平台”的战略定位以及公司“打造国内一流综合能源上市公司”的战略发展目标，积极与三峡集团开展战略和业务对接，全面启动公司未来五年战略发展规划的编制工作；

4）跨区域售电：打破现有售电区域限制，拟在上海市投资 2.05 亿元成立售电公司，利用电源组织优势、团队优势和管理优势等直接在经济发达地区开展售电业务；

5）跨区域增量配电网项目：继续对增量配电网进行深入调研论证，争取在新增配电网络建设和电力用户方面取得突破，实现公司电力业务区域的横向拓展；

综上所述，我们认为，此次重大资产重组完成后，公司在人事（职业经理人）、战略（五年发展战略）、实施（“三峡电”入渝、跨区域售电公司、跨区域配电网项目）方面均出现了重大的边际变化，国内配电网改革龙头呼之欲出。

盈利预测与投资评级：公司在当前时点，正处于逻辑逐步兑现、业绩即将爆发、故事想象空间极大的阶段，是典型的成长股启动前的特征，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.42、0.65、0.69 元，对应 PE 分别为 22、14、14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱等

（证券分析师：刘博）

隆基股份（601012）半年报点评：中报大超预期，盈利能力卓越，尽显龙头风范

投资要点

公司 20H 归母净利润 41.16 亿元，同增 104.83%，大超预期：公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 201.41 亿元，同比增长 42.73%；实现归母净利润 41.16 亿元，同比增长 104.83%，Q2 实现营业收入 115.42 亿元，同比增长 37.38%，环比上升 34.22%；实现归母净利润 22.52 亿元，同比增长 61.08%，环比上升 20.84%，大超预期。

结构改善+新产能释放，硅片盈利韧性强劲：20 年上半年公司单晶硅片产量为 44.00 亿片，同比增长 54.14%，硅片外销 24.69 亿片，同比增长 15%，(其中 Q1 外销 13.5 亿片，Q2 外销 11.09 亿片，主要原因在于 Q2 组件自用环比大幅提升)，自用 14.89 亿片，同增 87%。结构方面，公司上半年 166 硅片占比达到 37%，从盈利能力来看，虽然 Q2 硅片价格连续下跌，但受益于：1）硅料价格下降；2）公司新产能释放非硅成本进一步下降；3）公司硅片结构改善，公司上半年整体毛利率仍较高。

组件销量超预期，结构表现亮眼：公司上半年组件外销 6.578GW，同比增长 106.04%，收入实现 115 亿元，同比增长 77.4%。其中 Q2 外销 4.71GW，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

同比增长 149.2%，环比增长 151.9%，Q2 组件销量超出市场预期，20H1 公司组件市占率快速提升至 10%以上（19 年市占率 7%）。公司组件结构表现亮眼：1）北美市场占比高：从组件事业部看，公司海外销售收入占比 57.8%，其中高价高盈利的美洲地区销售收入占比 29.8%，出货占比 15%左右；2）大尺寸占比持续提高：公司上半年 M6 组件占比 63%，超出行业平均水平，预计 Q3 的 M6 占比可达 90%，全年占比 70%+；从在手订单和下游反馈来看，预计明年组件 2/3 为 166 尺寸，1/3 为 182 尺寸，大尺寸占比迅速提升预计进一步增强公司盈利能力。3）双玻占比高：公司上半年双玻组件占比 46%，双玻组件相对普通组件有溢价 2-3 分/W，盈利能力更强。

行业集中度迅速提升，公司扩产加速强者更强：今年受疫情影响，下游需求萎缩，产业链价格超跌，下半年上游硅料供需失衡，全产业链涨价，价格剧烈波动下，小厂经营困难，龙头加速扩产，全产业链集中度进一步提升，多晶硅料、电池片、组件环节市场集中度提升明显。公司今年扩产规划预计超预期完成，预计到年底公司硅棒、硅片、电池、组件产能分别为 82.3、77.8、33.3、40.3GW，预计公司 2020-2021 单晶硅片市占率提升至 53%、59%、组件市占率提升至 14.5%、21.4%。龙头强者恒强！

三费控制优秀，费用率大幅改善：公司 2020H 费用同比下降 14.69%至 10.43 亿元，期间费用率下降 0.89 个百分点至 5.18%。其中，销售、管理、研发、财务费用分别同比下降 39.58%、上升 46.76%、上升 59.20%、下降 137.26%至 3.3 亿元、5.86 亿元、1.86 亿元、-0.6 亿元；费用率分别下降 2.23、上升 0.08、上升 0.1、下降 1.43 个百分点至 1.64%、2.91%、0.92%、-0.30%。

盈利预测与投资评级：们预计公司 20-22 年业绩为：85.67、120.31、153.07 亿元，同比+62.3%、+40.4%，+27.2%，对应 EPS 为 2.27/3.19/4.06。目标价 79.75 元，对应 21 年 25 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn