证券研究报告
2020 年 08 月 28 日 星期五

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

晨 会 聚 焦

宏观与策略

- 宏观：工业企业利润增速持续改善，消费端发力

行业与公司

- 海天味业（603288）：业绩稳如泰山，龙头优势尽显
- 小熊电器（002959）：业绩维持高增长，盈利能力大幅提升
- 禹洲集团（1628.HK）：销售势头强劲，负债端略有改善
- 海利尔（603639）：业绩符合预期，公司逆势博取佳绩
- 湖南黄金（002155）：产销量下滑，金价助力净利润改善
- 药石科技（300725）：Q2 恢复快速增长，砌块龙头成长趋势不变
- 荃银高科（300087）：业绩保持高增长，未来蓄势待发
- 博汇纸业（600966）：新产能放量，盈利能力大幅提升
- 中海油服（601808）：油价及疫情影响 Q2 业绩增速，苦练内功已有全球龙头之势

融资融券交易数据

新股发行动态

本周限售股解禁明细

主要市场指数表现

指数	收盘	涨幅(%)	年初至今(%)
沪深 300	4,731.35	0.54	15.49
上证综指	3,350.11	0.61	9.84
深证成指	13,535.09	0.79	29.76
中小板指	9,070.45	0.46	36.75
创业板指	2,689.17	1.70	49.55
道琼斯工业	28,492.27	0.57	-0.16
标普 500	3,484.55	0.17	7.85
纳斯达克	11,625.34	-0.34	29.56
伦敦富时 100	5,999.99	-0.75	-20.45
日经 225	23,208.86	-0.35	-1.89
香港恒生	25,281.15	-0.83	-10.32

大宗商品价格

品种	收盘	净涨跌
波罗的海航运	1,509.00	-9.00
NYMEX 原油	43.02	-0.39
COMEX 黄金	1936.2	-26.30
LME 铝 3 个月	1582	-48.00
LME 铜 3 个月	4810	-15.00
CZCE 动力煤	568.6	10.00
DCE 焦炭	1913	-9.50
SHFE 螺纹钢	3717	-9.00
CBOT 黄豆	940.4	16.40
CBOT 小麦	551.4	12.00
CBOT 玉米	357.6	3.20

外汇商品价格

货币	收盘	净涨跌
美元指数	93.0089	0.1083
美元/人民币	6.8903	-0.0176
欧元/人民币	8.1498	-0.0255
欧元/美元	1.18192	-0.0009
美元/日元	106.555	0.581
英镑/美元	1.31988	-0.001
美元/港币	7.75	-0.0003

数据来源：聚源数据

宏观与策略

- **宏观：工业企业利润增速持续改善，消费端发力**

【宏观固收组 叶凡 S1250520060001 010-58251911】

事件： 1-7 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 31022.9 亿元，同比下降 8.1%，降幅比 1-6 月份收窄 4.7 个百分点。

点评： 1-7 月，工业企业利润累计同比下降 8.1%，降幅比 1-6 月份进一步收窄 4.7 个百分点，各类型企业利润均有改善。7 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 5895.1 亿元，同比增长 19.6%，增速比 6 月份加快 8.1 个百分点，已连续 3 个月同比增长，利润改善的节奏逐月加快。主要原因包括：PPI 回升、“降成本”政策发力以及投资收益大幅增加。

7 月，41 个大类行业中，有 32 个行业利润实现增长，数量比上月增加 9 个；有 24 个行业利润增速比 6 月份加快，数量比上月增加 9 个。上游采矿业和原材料行业有所分化，应收账款增速较 6 月有所上升导致企业现金流压力较大，中游和下游多数行业实现加速回升。其中，汽车、电子行业利润增速显著加快，单月增速分别高达 125.5%和 38.6%。

7 月末，规模以上工业企业产成品存货同比增长 7.4%，增速比 6 月末回落 0.9 个百分点，连续 4 个月回落，市场需求状况持续改善。消费端的复苏将带动生产端的持续回升，经济韧性之下的复苏趋势延续。

风险提示：国内经济复苏不及预期，中美紧张关系升级。

行业与公司

- **海天味业（603288）：业绩稳如泰山，龙头优势尽显**

【食品饮料组 朱会振 S1250513110001 023-63786049】

点评： 业绩总结：公司 2020 年上半年实现营业收入 115.9 亿元（+14%），实现归母净利润 32.5 亿元（+18%），其中 Q2 单季实现营业收入 57.1 亿元（+22%），归母净利润 16.4 亿元（+29%），超出市场预期。

二季度销售回暖，生产经营迅速恢复。1、分产品看，三大核心品类酱油、蚝油、调味酱分别实现营业收入 66.3 亿元（+11%）、13.8 亿元（+9%）、20 亿元（+16%）。随着复工复产的有序推进，二季度公司产品的出货量快速回升。2、分渠道来看，线下渠道同比增长 14%，线上渠道同比增长 3%。3、分区域看，东部、南部、中部、北部、西部地区营收增速分别为 11%、3%、23%、12%、25%，东部、南部地区疫情期间流动人口返工延迟增速放缓，二季度以来增速回升，中、西部地区市场增长潜力得到进一步挖掘。经销商开拓层面，截止 2020H1，公司共有经销商 6433 家，净增加 795 家，公司加大对成熟市场的布局和精耕。

毛利率下降，费用支出减少，盈利能力持续提升。1、2020H1，公司整体毛利率为

42.9%，同比下降 1.9pp，主要是 1）2020 年白糖、黄豆价格都有所上涨，公司整体采购成本呈上行态势，但公司作为调味品龙头，规模优势明显，成本控制力强，预计全年毛利率将呈平稳态势，2）会计准则调整导致运费由销售费用调整至成本。2、费用投放方面，销售费用率为 7.5%，同比下滑 3.5pp，管理费用率（含研发）为 4.0%，与往期基本持平，整体费用率为 9.8%。费用支出减少带来净利率上升 1.0pp 达到 28.1%，盈利能力进一步提高。

疫情之下稳如泰山，龙头优势尽显。1、上半年疫情之下公司积极应对，转换市场资源投入方式拉动市场销售，拓展 C 端渠道，灵活调配加快库存周转，降低疫情负面影响。目前全国餐饮业已逐步复苏，估计已恢复至七成左右，下半年趋势向好。2、长期来看，公司拥有强大的全国化渠道网络、优秀的品牌力以及卓越的管理能力，在酱油、蚝油、调味酱三大核心品类基础上，培养新兴产品，牢牢把握餐饮渠道、加快渠道网络细化，推动营销网络升级，我们坚定看好公司在渠道、产品、品牌方面的核心竞争力。

盈利预测与投资建议。预计 2020-2022 年收入复合增速为 16%，归母净利润复合增速为 20%，EPS 分别为 1.99、2.41、2.89 元，对应 PE 分别为 92X、76X、63X，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格或大幅波动；食品安全风险。

- **小熊电器（002959）：业绩维持高增长，盈利能力大幅提升**

【家用电器组 龚梦泓 S1250518090001 023-63786049】

点评： 业绩总结：公司 2020H1 实现营业收入 17.2 亿元，同比增长 44.5%；实现归母净利润 2.5 亿元，同比增长 98.9%；实现扣非后归母净利润 2.4 亿元，同比增长 94.1%。Q2 单季度实现营收 9.8 亿元，同比增长 75.2%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比增长 110.9%；实现扣非后归母净利润 1.4 亿元，同比增长 108.9%。

品牌曝光不断，营收维持高增长。公司发挥了线上传播的优势，每日直播时长长达 8-12 小时。与此同时，公司微博、微信等构成的自媒体矩阵以食谱分享、KOL 种草、短视频传播等方式进行用户触达，多元化实现品牌曝光，整体经营业绩稳步增长。报告期内，公司电动/电热/锅煲类小家电以及西式电器分别实现营收 4.7/2.1/2.9/2.8 亿元，同比增长 81.9%/47.3%/22.6%/139.3%。壶类小家电增速略有下降，营收 2.4 亿元，同比减少 6.1%。

原材料价格下降+费用投入放缓，盈利能力大幅提升。报告期内，公司毛利率为 36.5%，同比提升 0.5pp。疫情期间公司线下渠道扩张减慢，刚性需求增加，引流费用减少。公司销售费用率为 12.2%，同比减少 2.5pp。管理费用为 5.2%，同比减少 0.7pp。受益于利息收入增加，财务费用同比减少 0.5pp。整体来看，公司净利率为 14.8%，同比提升 4.1pp。

完善渠道布局。一方面公司在天猫商城、京东商城、拼多多等主流电商平台进行销售；另一方面公司利用小红书、抖音、快手等社交平台进行产品推广与销售，实现品效合一。同时公司布局线下销售渠道，与苏宁、京东、国美等终端系统建立了稳定的合作

关系。在推进一二级市场开发的同时，公司积极参与三四级市场扩展。全渠道运营的销售模式，逐步提升小熊产品市场曝光率。

研发加码，新品频出。公司不断加大研发投入，三年研发投入复合增长在 60%以上。目前已有 7 个研发团队 278 名研发人员，每年开发新品超过 100 款。公司产品品类丰富，目前有 400 款以上型号对外销售，产品适用对象涵盖婴幼儿、青年、中老年人群及其生活与工作的不同场景。公司凭借较强研发设计优势不断丰富产品品类，各类产品的销售相互带动，提高了客户复购率和销售额。

盈利预测与投资建议。预计 2020-2022 年 EPS 分别 3.1 元、3.67 元、4.26 元，未来三年归母净利润将保持 35.4%的复合增长率，维持“持有”评级。

风险提示：原材料价格波动较大风险，行业竞争加剧风险。

- **禹洲集团（1628.HK）：销售势头强劲，负债端略有改善**

【房地产组 胡华如 S1250517060001 0755-23900571】

点评： 业绩总结：公司 2020H1 实现营收 140.7 亿元，同比增长 20.4%；实现归母净利润 10.2 亿元，同比下滑 37.8%。销售毛利率 23.4%，与去年同期相比下滑 3.6pp，剔除并购项目形成负商誉对成本端的影响后，毛利率表现同比持平。业绩下滑主要因为递延税及公允价值变动和商誉减值的同比变化较大（合计影响 6.17 亿），按照核心利润，2020H1 同比增长 9.6%至 15.3 亿。

销售表现强劲，深耕长三角和海西区域：报告期尽管面临疫情冲击，公司销售端实现了强劲增长，合约销售金额达到 428.5 亿元，同比增加 50.5%，表现十分强劲，对应销售均价达到 16421 元/平米，比 2019 年全年均价增加 8.8%，完成了全年计划销售额的 42.6%，累计回款率约 90%，从结构上看长三角区域的销售金额达到 267.7 亿元，占上半年整体销售额的 62.5%。同时公司在合肥稳居销售榜首位，体现了深耕长三角多年的丰硕成果。下半年预计可售货值 1158 亿，按 50%的去化率即可完成全年千亿销售目标。

土地有质有量，多元化手段拿地：2020 年以来公司新增货值约 700 亿，拿地金额 312 亿，权益比 64.9%。截止 2020 年 6 月 30 日，公司总计土储 2024 万平方米，平均楼面价为 6642 元/平米，其中一二线及准二线城市占比达到 90%，可以满足公司未来三年的发展需求。公司拿地手段多元，通过收并购、招拍挂、产业结合方式拿地，有效提升了公司拿地效率，控制了整体拿地成本。

债务结构持续优化，融资成本略有上升：2020 年上半年末公司有息负债总额 627 亿元，美元债平均到期年限拉长到 3.3 年，债务结构更趋合理。期末净负债率为 63.7%，较 2019 年底下降 1.9 个百分点。报告期末公司持有货币资金达到 335.8 亿元，较 2019 年底增加 18%，现金短债比达到 2.5 倍，短期偿债能力出色。融资成本略有上升，2020H1 末为 7.22%，相比 2019 年底微增 0.1pp。

盈利预测与评级：预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为人民币 0.79/0.96/1.13 元，公司销售增速及质量表现较好，具备一定的弹性。但考虑到融资环境进一步收紧，下半年市场竞争压力或进一步加大，公司股价表现接近目标价，调低投资评级至“持有”。

风险提示：竣工交付不达预期，拿地成本及负债率控制低于预期等。

- **海利尔（603639）：业绩符合预期，公司逆势博取佳绩**

【化工组 黄景文 S1250517070002 0755-23614278】

点评： 业绩总结：公司 2020 年上半年实现营业收入 19.1 亿元，同比增长 33.3%，归母净利润 2.5 亿元，同比上升 25.6%，EPS 1.40 元。

原药价格有所下降，公司制剂端发力，在逆势中博取佳绩。由于油价下降的影响，公司原药端大部分产品价格有所下降，仅有甲维盐景气度较好。2020 年上半年，吡虫啉和啶虫脒价格走势呈现单边下行的趋势，吡虫啉价格从年初的 13 万元/吨下降至年中的 10 万元/吨，啶虫脒价格从年初的 11 万元/吨下降至年中的 11 万元/吨，吡唑醚菌酯市场价格从 19.2 万元/吨下降至 17.8 万元/吨，仅有甲维盐价格在上半年保持坚挺，维持在 98 万元/吨至 107 万元/吨的价格区间，处于相对景气的阶段。在 2020 年上半年，公司在逆势中加大自产原药产品渠道开发和销售力度，销量同比有较大提升，其中，杀虫剂销量 1.3 万吨，同比增长 38.6%，杀菌剂销量 5059.4 吨，同比增长 50.7%，除草剂销量 5323.4 吨，同比增长 5.5%，肥料销量 2481.4 吨，同比增长 32.2%。另外，公司制剂端也由于成本有一定的改善，制剂端毛利率上升对冲了部分原药的毛利率下滑，公司上半年盈利能力维持了较高水平，毛利率达到 31.7%，净利率达到 13.2%。

并购和项目建设并举，强化一体化优势。公司在现有吡虫啉、啶虫脒和吡唑醚菌酯原药基础上，新增开发第二代烟碱类杀虫剂原药噻虫嗪、噻虫胺及第三代烟碱类杀虫剂原药呋虫胺，以及丙硫菌唑杀菌剂原药，从而进一步深化了公司制剂、原药和中间体一体化战略，实现农药制剂业务与原药业务互相补充、互相促进，有利地削弱原药的周期性波动风险，充分挖掘“化工产品→中间体→原药→制剂”农药产业链中各环节较好的盈利机会，提高了公司整体的抗风险能力和盈利机会。2019 年公司收购凯源祥，新增甲维盐原药产品，进一步丰富一体化优势。 公司未来在青岛恒宁项目布局新品种，根据已经披露的一期项目信息，苯醚甲环唑和丙环唑市场需求大，复配为制剂销售有望扩大收入，而丁醚脲是最大杀螨剂，需求增速快，公司是国内仅有的三家拥有登记证的企业之一，先发优势明显。

盈利预测与投资建议。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.52 元、1.70 元、1.94 元，维持目标价 27.36 元和“买入”评级。

风险提示：原材料价格或大幅波动、下游需求不达预期，商誉减值风险，募投项目达产时间低于预期风险。

- **湖南黄金（002155）：产销量下滑，金价助力净利润改善**

【有色金属组 刘岗 S1250517100001 010-58251918】

点评： 业绩总结：公司 2020H1 实现营收 75.41 亿元，同比下降 9.96%，实现归母净利润 0.92 亿元，同比上升 9.20%，实现扣非后归母净利润 0.91 亿元，同比上升 8.42%，经营活动产生的净现金流 4.29 亿元，同比上升 199.56%。其中 Q2 实现营收 37.84 亿元，同比下降 0.78%，环比增加 0.72%，实现归母净利润 1.30 亿元，同比上升

250.24%，环比上升 440.01%，实现扣非后归母净利润 1.29 亿元，同比上升 265.94%，环比上升 442.41%。

产销量全线下滑+锑、钨的价格下跌，营收不及预期。2020 上半年公司营收同比下降 9.96%，主要系公司各类产品销量下滑所致：黄金产量 19096 千克，同比下降 29.36%，其中标准金 18043 千克，含量金 1053 千克；锑品产量 17100 吨，同比下降 12.43%，其中锑锭 6,994 吨，氧化锑 7,234 吨，含量锑 1428 吨，乙二醇锑 1365 吨，塑料母粒 79 吨；钨品产量 1139 标吨，同比下降 3.88%。公司自产产品中，黄金自产 2,196 千克，同比下降 4.06%；锑自产 9754 吨，同比下降 2.9%；钨精矿自产 1137 标吨，同比增长 19.77%。此外锑、钨的价格下跌也是拖累营收的一大原因：2020 年上半年国内市场锑锭均价为 3.83 万元/吨，同比下降 16.49%，公司锑品销售均价为 2.78 万元/吨，同比下降 5.24%；国内市场黑钨精矿均价为 8.14 万元/吨，同比下降 12.31%，公司钨品销售均价为 10.61 万元/吨，同比下降 12.44%。

金价上涨+自产黄金比重提高，净利润明显改善。尽管上半年销量有所下滑，但是金价的暴涨以及公司自产黄金比重提高，Q2 扣非后归母净利润同比提升 265.94%：2020 上半年国际金价均价为 1645.42 美元/盎司，较上年同期上涨 25.9%，国内市场黄金平均价格为 370.0 元/克，同比上升 28.5%，公司黄金销售均价为 361.9 元/克，同比上升 28.7%；再加上自产黄金量占比由去年同期的 8.5%提高到今年的 11.5%，黄金毛利率提高 1.19 个百分点，总毛利率提高 0.55 个百分点，助力 Q2 净利润飙升，上半年净利润明显改善。

盈利预测与投资建议。我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 153.2 亿元、186.5 亿元和 217.6 亿元，归母净利润分别为 2.1、3.7、4.1 亿元；EPS 分别为 0.17、0.31、0.34 元，对应 PE 为 55X、31X、28X。给予“持有”评级。

风险提示：原材料价格波动、产量不及预期、黄金储量低的风险。

- **药石科技（300725）：Q2 恢复快速增长，砌块龙头成长趋势不变**

【医药生物组 陈进 S1250517100002 021-68416017】

点评： 业绩总结：公司 2020H1 实现营业收入 4.6 亿元，同比下降 58.2%；实现归母净利润 0.9 亿元，同比增长 26.1%；扣非净利润 0.8 亿元，同比增长 25.4%。

Q2 收入全面恢复，公斤级以上与技术服务收入大幅增长。受新冠疫情影响，Q1 收入增速有所放缓，Q2 则全面恢复，实现收入与归母利润分别为 2.9 亿、5912 万，同比增长 108.5%、65.4%；相比 2020Q1，Q2 全面恢复增长，主要原因系公斤级以上订单与技术服务收入大幅增长。从收入结构看，2020H1，公斤级以上与技术服务收入分别为 3.5 亿、2250 万元，同比增长 76.8%、314%。从盈利水平看，随着收入规模不断扩大，公司综合毛利率为有所下降，2020H1 综合毛利率为 45.1%，同比下降 11.1 个半分点；其中，公斤级以上与技术服务毛利率分别下降 9.7%与 20.7%。2020H1 期间费用率保持稳定，销售费用率为 3.3%，低于去年同期 0.5 个百分点；管理费用率为 12.6%，同比增加 0.9 个半分点；研发费用约 3900 万元，同比增长 30%。2020H1，股权激励费用摊销对公司净利润影响约 2225 万元，对公司业绩增速造成一定影响；经营活动产生的现金流量净额 1.2 亿元，同比增长 389%，整体经营状况良好。

以研发为核心，砌块规模不断增长。公司业务与传统的 CRO/CMO 企业相比，具有很多差异性，在产业链所处位置，客户性质、业务模式等多方面均有别于传统研发服务企业。公司是以小分子砌块研发为基础的高技术型企业，研发生产模式以自主研发生产为主，少量定制研发生产为辅。2020H1 公司研发投入 3900 万元，同比增长 30%，研发费用占营业收入比例为 8.5%，占比处于 CRO/CMO 行业前列。在研发领域，2020H1，公司共设计 5000 余个分子砌块及一个包含 6000 个多样化的碎片分子片段库，开发合成了近 1000 个有特色的分子砌块，公司及子公司共申请中国专利 19 项，PCT 专利申请 2 项，并获得 13 项专利授权。

盈利预测与评级。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.37 元、1.76 元、2.22 元，对应 PE 为 93 倍、73 倍、58 倍。我们认为公司业务有别于传统 CRO/CMO 行业，小分子砌块产品库规模仍然有很大的发展空间，千克级砌块产品订单数量快速增长，公司未来仍将处于一个快速的发展周期，维持“买入”评级。

风险提示：汇兑损益风险、高环保要求风险、砌块产品研发低于预期风险。

- **荃银高科（300087）：业绩保持高增长，未来蓄势待发**

【农林牧渔组 徐卿 S1250518120001 021-68415832】

点评： 业绩总结：公司 2020 年上半年实现营业收入 5.6 亿元，同比增长 161.4%，实现归母净利润 1006.6 万元，同比增长 338.4%。

多点开花，业绩亮眼。报告期，公司实现扣非后归属于上市公司股东的净利润同比增长 57.1%。主要由于公司各项业务多点开花：1、公司销售各类种子 1191.8 万公斤，同比增长 34.1%，其中水稻种子 988.9 万公斤，同比增长 50.3%；2、年公司实现农作物种子出口 338.5 万公斤，同比增长 23.3%，实现种子出口销售收入 8574.6 万元，同比增长 31.6%；3、报告期内公司订单农业业务实现销售收入 3 亿元。

种植需求偏向米质，公司产品受益。我国大米进口比例仅为 3-4%，但全部为优质粳稻米。印度、巴基斯坦等国受非洲蝗虫影响，5-6 月迎来第二波侵袭，优质米供给或进一步缩减。我们认为国内优质水稻已到了拐点向上位置，将直接拉动优质米质的水稻种子需求量上涨。荃银品种米质表现优异，符合未来居民消费习惯升级趋势，市占率有望从 10%提升至 20%。

夯实基础，稳步拓展。公司发布《2020 年向特定对象发行 A 股股票预案》，拟向不超过 35 名（含 35 名）的特定投资者发行募集资金总额不超过 6 亿元，主要用于投资研发创新体系、农作物种子海外育繁推一体化、青贮玉米品种产业化及种养结合、青年农场主培训与实训基地等建设项目。我们认为将大幅提升公司在海内外的产品竞争力，为公司拓展业务提供坚实基础。

多项举措彰显信心。公司发布《第一期员工持股计划》，拟参加范围不超过 298 人，计划规模不超过 917 万股，占公司回购前总股本的 2.1%，拟筹集资金总额上限为 8253 万元，购买价格为 9 元/股。同时公司发布《关于未来三年（2020 年-2022 年）股东分红回报规划》，称在满足现金分红条件的前提下，以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的 10%。我们认为多项举措表达了公司未来发展的坚定信心。

盈利预测与投资建议。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.48 元、0.70 元、0.97 元，对应动态 PE 分别为 39、27、19 倍。同行业 2021 年平均 PE 为 35 倍，给予公司 2021 年 35 倍 PE，目标价 24.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争或加剧、公司产品销售或不及预期、疫情或加剧。

- **博汇纸业（600966）：新产能放量，盈利能力大幅提升**

【轻工造纸组 蔡欣 S1250517080002 023-67511807】

点评： 业绩总结：公司 2020 年上半年实现营业收入 57.3 亿元，同比增长 41.8%；实现归母净利润 2.7 亿元，同比增长 102.9%；扣非后净利润 2.6 亿元，同比增长 109.3%。其中，二季度实现营业收入 31.3 亿元，同比增长 66.9%，实现归母净利润 0.8 亿元，同比增长 781.8%。业绩恢复明显，表现非常亮眼。

新建产能投放，带动业绩上涨。 2019Q3，公司年产 50 万吨高档牛皮箱板纸项目、年产 50 万吨高强瓦楞纸项目及子公司江苏博汇二期年产 75 万吨高档包装纸板项目共计 175 万吨产能陆续建成投产，疫情期间复工复产较好，公司共生产机制纸 137.2 万吨，销售机制纸 130.5 万吨，同比分别增长 49.9%和 37.9%，带动营业收入和净利润实现同比大幅上升。我们预测下半年随着消费需求恢复，营收和净利润仍然有较大向上弹性。此外，2020 年公司新建年产 45 万吨高档信息用纸项目，未来投产后公司产能继续释放，产销量有望进一步提升。

盈利能力显著提升。2020 年上半年公司毛利率为 17.5%，同比增长 2.8 个百分点，净利率 4.7%，同比提升 1.4pp。毛利率提升主要系：1）上半年纸浆均价呈底部震荡态势，单位成本降低，带动毛利率明显上行。2）去年投放新产能的产能利用率提升，规模优势凸显，毛利率上升。费用方面，销售/管理费用率分别为 3.3%和 2.6%，基本保持稳定，财务费率上涨 0.8pp 至 5.3%，主要系利息支出所致。2020 上半年公司经营活动产生的现金流量净额 10.4 亿元，同比增长 48.9%，销售商品的现金回收增加，表明公司议价力和行业景气度上升。下半年，在新《固废法》叠加新“限塑令”政策下，将加快催生白卡对不可降解塑料的需求替代，8 月底白卡企业密集发布提价函，普遍提价 500 元/吨，提价大幅超预期，表明行业供需格局明显好转，预计盈利能力还有较大提升空间。

白卡行业两大龙头合并在即，行业格局改善。公司与 APP（金光纸业）分别拥有白卡纸产能 312 万吨和 215 万吨，市占率合计达到 49%。2019 年 12 月 31 日，公司公告 APP 拟受让博汇集团 100%股权；8 月 26 日，公司反垄断与外商投资审查均已顺利通过，发布要约收购全文，APP 收购博汇纸业顺利推进。此次收购完成后，APP 将直接和间接持有博汇纸业 48.8%的股份，白卡纸产能集中度大幅提升，公司作为白卡龙头产业链议价力增强，行业竞争格局明显改善。

盈利预测与投资建议。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.66 元、1.01 元、1.33 元，对应 PE 分别为 20 倍、13 倍、10 倍。考虑到博汇纸业在收购完成后行业竞争格局大幅变好，盈利提升空间很大，有资产注入预期，且逐渐进入四季度估值切换期，给予公司 2021 年 15 倍估值，目标价 15.2 元，给予“持有”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动的风险；纸价出现大幅波动的风险；新产能投产不及预期的风险；汇率波动风险。

- **中海油服（601808）：油价及疫情影响 Q2 业绩增速，苦练内功已有全球龙头之势**

【机械制造组 倪正洋 S1250520030001 021-58352138】

点评： 业绩总结：公司 2020 年上半年实现营收 145.1 亿元（+7%），归母净利润 17.1 亿元（+76.2%），扣非净利润 15.1 亿元（+90.5%）。其中，Q2 单季度营收 63.4 亿元（-17.1%），归母净利润 5.8 亿元（-39%），扣非归母净利润 4.5 亿元（-46.5%）。受疫情冲击及国际油价持续低迷影响，Q2 单季度业绩有所调整。但公司认真落实“技术发展、国际化发展”战略，稳步推进各项经营管理和既定改革任务，整体来看取得显著好于国际同行的经营成果。

单季度毛利率有所调整，精细化管理成果显著、研发投入持续加大：2020H1，公司综合毛利率达 24.6%，同比+8.5pp，其中 Q2 单季度综合毛利率为 15.8%，同比-3.9pp。分板块来看，钻井业务，实现收入 61.7 亿元，同比+37.4%。其中 Equinor 支付和解收入 1.88 亿美元，剔除后板块收入增速小于 10%；油田技术服务业务实现收入 60.6 亿元，同比-8.6%，价格有所下降导致板块收入稍降；船舶服务实现收入 15.4 亿元，同比+6.6%；物探采集和工程勘察服务实现营收 7.4 亿元，同比-25.8%，主要系采集、海底电缆业务收入减少所致。期间费用方面，公司销售费用率 0.1%，与去年基本持平；管理费用率 2%，同比-0.3pp；研发费用率 2.3%，同比+0.3pp，研发费用创历史新高，主要系公司持续加大技术服务领域研发支出所致；财务费用率 2.7%，同比-1.2pp；期间费用合计占比 7.1%，同比-1.1pp，精细化管理成果显著。

油技板块技术屡获突破，盈利能力仍持续提升：本轮公司增长周期始于 2018 年，主要系国内能源保供政策驱动。在中低油价中枢下，公司以油技服务为主要盈利点，实现业绩拐点突破。公司上半年持续提升技术发展速度，围绕重大技术需求，加大研发投入力度，强化技术产品系列化、产业化进程，技术服务盈利能力持续提升，取得多项科研成果，并在各项技术成果应用上取得了突破，在国际市场开拓中获得客户的广泛认可。技术实力的显著提升，彰显了本轮周期成长性，为油技板块增长提供坚实支撑。

经营情况显著好于国际同行，苦修内功已有全球龙头之势：在上半年低迷的行业形势下，二季度国际油服公司均面临严峻考验，三大油服巨头均大幅转亏。其中，斯伦贝谢 Q2 实现收入 54 亿美元，同比-35%，净亏损 34 亿美元，去年同期盈利 5 亿美元；贝克休斯 Q2 实现收入 47 亿美元，同比-21%，净亏损 0.5 亿美元，去年同期盈利 2.7 亿美元；哈里伯顿 Q2 实现收入 32 亿美元，同比-46%，净亏损 17 亿美元，去年同期盈利 0.6 亿美元。公司受益于国内能源保供政策的持续加码推进，经营情况显著好于国际同行。同时公司苦修内功，坚持精细化管理及持续加大研发投入，已有全球龙头之势。稳步推进的国内油气增产七年行动计划，也将为公司未来数年业绩稳健增长保驾护航。

盈利预测与投资建议：公司作为国内海上油服龙头，将持续受益国内油气增产七年行动计划的稳步推进。预计公司 2020-2022 年归母净利润为 25.5 亿元、31.7 亿元、40.7 亿元，维持“持有”评级。

风险提示：油价剧烈波动风险、汇率变动风险、市场推广不及预期。

【融资融券交易数据】

日期	沪深两融余额（亿元）	沪市两融余额（亿元）	深市两融余额（亿元）	融资余额（亿元）	期间买入额（亿元）	期间偿还额（亿元）	期间买入额（亿元）	融券余额（亿元）	融券余量（亿元）
2020-08-27	7,740.82	7,740.82	0.00	7,315.88	319.31	7,130.07	-6,810.75	424.94	42.84
2020-08-26	14,783.65	7,730.79	7,052.86	14,126.64	828.92	892.27	-63.36	657.01	57.51
2020-08-25	14,852.88	7,763.62	7,089.26	14,189.99	811.85	823.19	-11.34	662.89	57.26
2020-08-24	14,860.56	7,778.18	7,082.38	14,201.33	821.96	759.57	62.38	659.22	56.84
2020-08-21	14,783.78	7,765.76	7,018.02	14,138.95	771.49	789.25	-17.76	644.83	55.93

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 8 月 28 日

【新股发行动态】

公司名称	证券/申购代码	发行股数（万股）	发行价（元）	网上申购日	网下申购日	上市日	估值（元）
海昌新材	300885	2,000	18.97	20200828			
豪悦护理	605009	2,667	62.26	20200828	20200828		
龙利得	300883			20200901	20200901		
森麒麟	002984			20200901	20200901		
立昂微	605358			20200901	20200901		
华翔股份	603112			20200902	20200902		
中岩大地	003001			20200903	20200903		
上海沿浦	605128	2,000	23.31	20200903			
华文食品	003000			20200903	20200903		
华业香料	300886			20200904	20200904		
稳健医疗	300888			20200907	20200907		
爱克股份	300889			20200907	20200907		
谱尼测试	300887			20200907	20200907		
优彩资源	002998	8,159.96	5.85	20200916	20200916		
中谷物流	603565	6,666.67	22.19	20200916	20200916		

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 8 月 28 日

【本周限售股解禁明细】

代码	简称	解禁日期	解禁数量（万股）	占流通A股比例(%)	占总股本比例（%）	解禁股份类型
603079	圣达生物	2020-08-24	10,568.38	161.34%	61.74%	发行前股份限售流通
300696	爱乐达	2020-08-24	10,205.30	136.16%	57.09%	发行前股份限售流通
600141	兴发集团	2020-08-24	2,954.45	4.14%	2.86%	增发A股原股东配售上市
300715	凯伦股份	2020-08-24	14.00	0.18%	0.08%	股权激励限售流通
603976	正川股份	2020-08-24	11,290.01	294.78%	74.67%	发行前股份限售流通
600488	天药股份	2020-08-24	11,530.79	11.81%	10.47%	增发A股原股东配售上市
002959	小熊电器	2020-08-24	3,722.94	95.46%	23.86%	发行前股份限售流通
002891	中宠股份	2020-08-24	7,844.39	78.24%	43.90%	发行前股份限售流通

代码	简称	解禁日期	解禁数量（万股）	占流通A股比例(%)	占总股本比例（%）	解禁股份类型
002396	星网锐捷	2020-08-24	2,254.00	4.02%	3.86%	增发A股法人配售上市
002020	京新药业	2020-08-24	1,962.53	2.78%	2.71%	增发A股法人配售上市
002164	宁波东力	2020-08-24	7,034.77	15.79%	12.46%	增发A股法人配售上市
603181	皇马科技	2020-08-24	14,140.00	102.02%	50.50%	发行前股份限售流通
002895	川恒股份	2020-08-25	31,096.80	349.24%	76.29%	发行前股份限售流通
603127	昭衍新药	2020-08-25	11,507.27	103.81%	50.75%	发行前股份限售流通
002757	南兴股份	2020-08-25	12.35	0.05%	0.04%	股权激励限售流通
002271	东方雨虹	2020-08-25	2,126.62	1.42%	1.35%	股权激励限售流通
002055	得润电子	2020-08-25	1,459.25	3.21%	3.08%	增发A股法人配售上市
603040	新坐标	2020-08-25	45.58	0.44%	0.44%	股权激励限售流通
002706	良信电器	2020-08-25	245.62	0.31%	0.31%	股权激励限售流通
600488	天药股份	2020-08-25	1,048.25	1.07%	0.95%	增发A股法人配售上市
600702	舍得酒业	2020-08-25	199.80	0.61%	0.59%	股权激励限售流通
300693	盛弘股份	2020-08-26	6,489.98	90.20%	47.42%	发行前股份限售流通
300348	长亮科技	2020-08-26	218.32	0.31%	0.30%	发行前股份限售流通
603918	金桥信息	2020-08-26	62.24	0.27%	0.27%	股权激励限售流通
603992	松霖科技	2020-08-26	380.00	9.27%	0.95%	发行前股份限售流通
003816	中国广核	2020-08-26	46,795.40	18.53%	0.93%	发行前股份限售流通
600590	泰豪科技	2020-08-27	75.00	0.09%	0.09%	股权激励限售流通
003816	中国广核	2020-08-27	722,942.46	286.32%	14.32%	发行前股份限售流通
300451	创业慧康	2020-08-28	9,001.80	8.98%	7.57%	增发A股法人配售上市
002825	纳尔股份	2020-08-28	67.15	0.48%	0.46%	增发A股法人配售上市
300423	鲁亿通	2020-08-28	318.08	0.89%	0.64%	股权激励限售流通
603755	日辰股份	2020-08-28	954.00	38.69%	9.67%	发行前股份限售流通
000546	金圆股份	2020-08-28	2,388.18	3.46%	3.34%	增发A股原股东配售上市
300278	华昌达	2020-08-28	830.92	2.09%	1.39%	增发A股原股东配售上市
002933	新兴装备	2020-08-28	540.82	11.28%	4.61%	发行前股份限售流通

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 8 月 28 日

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn