新时代证券-研究所晨报（20200826）

● 总量研究

宏观经济：股票市场如何影响贫富差距

疫情发生以来，全球开启新一轮货币宽松，这刺激了股票等资产价格上涨。股市对贫富差距的影响有多条渠道，如同等投资回报机会提高以间接改善贫富差距，基于投资技能差异的财富再分配扩大贫富差距，货币政策不均匀地传导以减少收入人群分化。并且在经济体和资本市场不同发展阶段中，各影响渠道的重要性也不同。

● 公司研究

山西汾酒：业绩超预期，品牌势能持续释放

公司 2020H1 营收 69 亿（+7.80%），归母净利润为 16.05 亿（+33.05%），2020Q2 收入呈现加速增长态势，业绩超预期，提价效应初现。青花系列恢复高增长，省外已恢复两位数增长。“一控三提”总览全局，品牌势能持续释放。

盈利预测及投资建议：我们看好品牌驱动下深度全国化和玻汾抢占低档盒装酒份额的基本逻辑，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.87/3.41/4.09 元，当前股价对应 PE 分别为 62/52/44 倍，维持“强烈推荐”评级。

亿纬锂能：动力电池板块高增长，电子烟业务保持高景气

公司 2020H1 收入增速+26%，归母净利润增速-27%。业绩上，锂原电池平稳，消费锂电池稳增，动力锂电池高增，电子烟符合预期。

盈利预测及投资建议：基于电子烟板块超预期增长、动力锂电池业务顺利推进，以及锂原板块稳步增长及消费锂电池板块下半年存在潜在催化的可能，我们上修 2021/2022 年业绩预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 20、30、41 亿元，按照最新收盘价对应 PE 分别为 48、32、24 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：股市对贫富差距的影响不确定。

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

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

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
食品饮料	2.0%	国防军工	-3.62%
休闲服务	1.7%	有色金属	-1.81%
计算机	0.63%	农林牧渔	-1.6%
机械设备	0.58%	综合	-1.47%
纺织服装	0.52%	采掘	-1.46%

相关报告

《股票市场如何影响贫富差距》2020-08-23

《业绩超预期，品牌势能持续释放》2020-08-25

《动力电池板块高增长，电子烟业务保持高景气》2020-08-25

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 宏观经济：股票市场如何影响贫富差距 3
2、 公司研究 3
2.1、 山西汾酒：业绩超预期，品牌势能持续释放 3
2.2、 亿纬锂能：动力电池板块高增长，电子烟业务保持高景气 4

1、 总量研究

1.1、 宏观经济：股票市场如何影响贫富差距

疫情发生以来，全球开启新一轮货币宽松，这刺激了股票等资产价格上涨。与此同时，股市如何影响贫富差距，也引起了很多人的关注。现有的研究从理论和实证角度讨论了股市对贫富差距的影响，部分研究者认为股市会产生积极影响、缩小贫富差距，也有人认为股市会扩大贫富差距。综合来看，股市对贫富差距的影响有多条渠道，并且在经济体和资本市场不同发展阶段中，各影响渠道的重要性也不同。

一些理论认为，随着资本市场的逐渐发展，投资渠道趋于公平，穷人和富人在股市中取得同等投资回报的机会将逐渐上升。此外，股市的发展还可以间接地促进贫富差距的改善。一方面，资本市场的发展可以提高资源配置效率、促进经济增长、做大蛋糕，政府可以通过再分配缩小收入分配的不平等程度；另一方面，资本市场的逐渐发展完善也意味着融资制度更为完善，穷人因此也有机会进行融资、平滑个人消费，从而提升其福利水平。

认为股市会加大贫富差距的理论则提出，股市的发展、资本市场的完善意味着资本更加自由，拥有较多资本的富人群体因为受教育程度、信息优势、规模效应等原因，且在资本市场上相较小资本能获得更高的收益率。最近一篇关于中国股市的财富再分配效应的实证研究（An 等，2020）中，认为股市的财富再分配是由于投资技能的差异所导致的，小资金账户的新投资者经验较少、投资的股票组合在未来显著下跌，且新入场者在泡沫临近破灭时入场，部分承受了因资本流入流出导致的财富转移。

即使不考虑富人的“投资能力”“信息优势”，富人更多地投资股票等资本产品，也意味着较高的收益率（尤其是对美国而言）。股市的上涨反映的是资本回报上升，并不完全代表经济“蛋糕”做的更大，反而可能是劳资博弈中资本相对于劳动力更加强势所导致的。次贷危机之后即使美国整体经济增速下滑，美股仍然持续上涨，也是由于美国新经济扩张、市场集中度上升带来的垄断能力增强，保证了企业资本回报率的平稳的同时，也挤压了劳动力的回报率。类似于劳资博弈，还有其他社会和经济因素同时影响着股市发展和贫富分化。

此外，货币政策也会经股市传导，影响贫富差距。中低收入群体更多地依赖于劳动收入，而高收入群体则相对更多地依赖于商业和资本收入。资本市场的参与者主要是高收入群体，在股市存在的情况下，货币政策的不均匀传导也会影响不同收入人群之间的分化。当央行施行宽松的货币政策时，一方面会推升金融资产价格，使拥有大部分金融资产的高收入群体受益更多，但另一方面宽松货币政策下较低的利率会降低利息收入，高收入群体和其他群体之间的分化可能会缩小。此外，如果低利率政策刺激了经济增长，就会促进工资上涨和失业减少，更为依赖劳动收入的中低收入群体的收入因此上升，高收入和中低收入群体之间的差距会因此缩小。

风险提示：股市对贫富差距的影响不确定。

2、 公司研究

2.1、 山西汾酒：业绩超预期，品牌势能持续释放

业绩超预期，提价效应初现。2020H1 营收 69 亿（+7.80%），归母净利润为 16.05

亿（+33.05%），其中 2020Q2 营收同增 18%至 27.60 亿（Q1 同增 1.7%），归母净利润同增 16%至 3.80 亿（Q1 同增 39%），2020Q2 收入呈现加速增长态势，业绩超预期。2020H1 毛利率为 71.70%(+0.24pct)，其中 2020Q2 毛利率为 70.92%(+0.32pct)，系产品结构持续优化等所致。2020H1 净利率为 23.42%（+3.58pct），其中 2020Q2 净利率为 13.81%（-0.07pct），系疫情影响下费用投放减少（Q2 销售费用率下降 4.83pct、税金及附加增加 2.91pct）等所致；2020H1 合同负债期末为 21.44 亿，环比下降 6.96 亿，同比增加 6.63 亿。2020H1 经营性现金流净额为 12.25 亿(-27.23%)，其中 2020Q2 为 10.99 亿，同增 19.13 亿。

青花系列恢复高增长，省外已恢复两位数增长。分产品来看，2020H1 汾酒系列营收同增 11%至 62.67 亿，占比近 91%，预计上半年青花同增 30%以上、巴拿马同增 20%以上、玻汾同增 10%以上；系列酒营收 2.98 亿（-38%），系公司整顿系列酒所致；配制酒营收 2.71 亿（+35%），其中竹叶青 2020H1 收入同增 30%以上，打造“健康国酒”新品类。分区域来看，2020H1 省内外营收比重 46:54，省内营收下滑 0.5%至 31.32 亿（Q2 同增 7%），系老白汾消费场景受限所致；省外营收同增 17%至 37.04 亿（Q2 同增 29%），其中公司重点布局的长三角、珠三角核心市场已实现大幅增长。

“一控三提”总览全局，品牌势能持续释放。产品端，按照“一控三提”方针，坚持“抓两头、带中间”产品策略，实现青花系列与腰部产品突破、玻汾稳中有升，中高端产品占比提升。区域端，按照“1357”市场布局策略，“1+3 板块”市场略有增长，适度加大“5 小板块”市场拓展力度，确保 7 个机会型市场拓展速度。省外市场选取 10 个销售额突破 5000 万地级市，设立直属管理区，建立“31 个省区+10 个直属管理区”区域营销组织构架。我们看好品牌驱动下深度全国化和玻汾抢占低档盒装酒份额的基本逻辑，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.87/3.41/4.09 元，当前股价对应 PE 分别为 62/52/44 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情拖累白酒消费；国家政策对白酒调整；省外扩张不及预期。

2.2、 亿纬锂能：动力电池板块高增长，电子烟业务保持高景气

公告：公司 2020H1 收入增速+26%，归母净利润增速-27%。亿纬锂能公布 2020 年半年报：报告期内公司实现营业收入 32 亿元，同比+26%，实现归母净利润 3.6 亿元，同比-27%。毛利率 28%，同比+2pct，归母净利率 12%，同比-8pct。

点评：锂原平稳，消费稳增，动力高增，电子烟符合预期。上半年由于疫情原因，干扰了公司正常的业务节奏，但公司积极调整应对，仍取得了不错的业绩，预计下半年公司将恢复高速增长。

锂原电池：上半年锂原电池收入约 6 亿元，同比-1%。锂原电池是公司传统核心业务之一，智能表计、智能安防、共享经济等市场需求稳中有增，收入和毛利率与去年同期相比维持稳定。

消费锂电池：消费锂电池上半年收入约 12 亿元，同比+10%。公司小型软包、豆式电池、三元圆柱电池下游需求好，公司推出优质产品积极放量，预计未来随着下游销售边界的拓展，公司锂离子电池业绩将保持高速增长。

动力锂电池：动力锂电池上半年收入约 13 亿元，同比+63%。公司动力锂电池板块积极拓展下游客户，布局包括方形 LFP、方形三元、软包三元在内的多种路线。截至目前，公司已与戴姆勒、现代起亚、小鹏等公司签订了相关供货合同，又收到华晨宝马供应商定点信，未来将继续拓展国内外优质客户。

电子烟：上半年电子烟贡献业绩约 0.2 亿元，去年同期约 3.5 亿。业绩贡献大幅下滑的原因是思摩尔港股上市非经扣除（包括可转换优先股/可转债、上市费用、股权激励费用等），因此反映在报表上下滑。从实际经营层面来看（加回非经），上半年思摩尔净利润 13.1 亿，同比+40%。

盈利预测及投资建议：基于电子烟板块超预期增长、动力锂电池业务顺利推进，以及锂原板块稳步增长及消费锂电池板块下半年存在潜在催化的可能，我们上修 2021/2022 年业绩预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 20、30、41 亿元，按照最新收盘价对应 PE 分别为 48、32、24 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：锂原电池下游需求不及预期，消费电子行业需求不及预期，新能源汽车行业需求不及预期，储能需求不及预期，电子烟需求不及预期，公司管理经营风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

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

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

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

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

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

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

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

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

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

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

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

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

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

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

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

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/