海外市场指数

	收盘价	涨跌幅
道琼斯工业	27930.33	0.69%
标普 500	3397.16	0.34%
纳斯达克	11311.80	0.42%
富时 100	6001.89	-0.19%
法国 CAC	4896.33	-0.30%
日经 225	22920.30	0.17%
德国 DAX	12764.80	-0.51%

国内市场指数

上证指数	3385.64	0.15%
沪深 300	4755.85	0.78%
深圳成指	13666.69	1.40%
中小板	9212.40	1.71%
香港恒生	25551.58	1.74%
H 股指数	10336.95	1.22%
AH 溢价	136.74	-0.54%
中证转债	372.83	0.22%
上证转债	329.17	0.00%
上证基金	7273.11	0.42%

汇率

美元汇率	6.9196	-0.02%
欧元汇率	8.1542	-0.95%
英镑汇率	9.0551	-0.77%
澳元汇率	4.9539	-1.01%

分析师：严佳炜
执业证书号： S0010520070001
邮箱：yanjw@hazq.com

分析师：朱定豪
执业证书号：S0010520060003
邮箱：zhudh@hazq.com

分析师：文献
执业证书号：S0010520060002
邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：姚启璠
执业证书号：S0010120040033
邮箱：yaoqf@hazq.com

1. 金工观点

【金工/严佳炜、朱定豪】《留存收益、投入资本视角下的估值因子改进——量化基本面系列报告之一》

自 2019 年 2 季度起，以 EP、BP 为代表的估值因子的表现出现了大幅度的回撤。本文聚焦于对 BP 因子进行改造。

从会计拆分的角度构建留存收益市值比 REP 和投入资本市值比 CCP。REP 因子的 Rank IC 值与 BP 类似，但稳定性得到了较大增强，ICIR 由 1.61 提升至 2.46。另外我们发现 REP 与 CCP 的相对强弱与市场趋势密切相关，于是我们通过构建择时信号在“合适”的时间选择“合适”的因子。

基于价、量趋势的双因子轮动选股策略自 2007 年 1 月以来相对中证全指的年化超额收益约 15.51%。在沪深 300 内策略相对于沪深 300 的年化超额收益约 9.77%。

2. 行业观点

【食品饮料/文献、姚启璠】《山西汾酒点评报告：青花玻汾双轮驱动，二季度业绩稳增长》

2Q20 营业总收入 27.6 亿，+18.4%，归母净利 3.8 亿，+16.1%，符合预期。维持 2020~2022 年业绩预测，预计营收同增 16%、20%、17%，归母净利润同增 23%、24%、21%，EPS 2.73、3.38、4.10 元，对应 PE 65.0、52.5、43.3 倍。我们认为，产品端，聚焦次高端青花及高线光瓶酒玻汾，渠道端，战略持续裂变、混改红利有望持续释放，区域端，省外扩张发力泛全国化，公司仍处于成长期核心阶段，业绩确定性高，中长期价值凸显，维持“增持”评级。

【家电轻工/虞晓文】《浙江美大点评报告：地产叠加渗透率快速提升，Q2 显著超预期》

20Q2 实现收入 5.3 亿元，同比+28.8%，实现归母净利润 1.5 亿元，同比+40.4%。在地产竣工增长、农村厨电保有量提升、集成灶渗透率提升的因素下，集成灶有望维持较高增速。而浙江美大作为集成灶的发明者，长期维持龙头地位，无论是收入规模、盈利能力还是营运能力，都长期保

分析师：虞晓文
执业证书号：S0010520050002
邮箱：yuxw@hazq.com

华安证券研究所
上海市吴淞路宝矿国际大厦 27 层

持出色表现。我们预计，公司 2020-2022 年的收入增速分别为 14.5%、32.5%、27.4%，归母净利润增速分别为 17.5%、24.3%、28.5%，每股 EPS 分别为 0.84、1.04、1.34 元/股，当前股价对应 2020-2022 年分别 21.4x、17.2x、13.4xPE，维持买入评级。

3. 财经要闻

【央行资金投放打出组合拳 累计投放超 2 万亿】

【创业板注册制首日收盘涨 2% 成交额超 2000 亿】

【工信部发布《新能源汽车推广应用推荐车型目录》】

3.华安证券近期研究报告摘要

1.金工观点

【金工】《留存收益、投入资本视角下的估值因子改进——量化基本面系列报告之一》

长久以来，低估值策略受到广大投资者的关注和推崇。然而，自 2019 年 2 季度起，以 EP、BP 为代表的估值因子的表现出现了大幅度的回撤。本文从基本面分析角度出发，聚焦于对 BP 因子进行改造。

具体的，我们从会计拆分的角度将账面价值拆解为留存收益和投入资本两项，构建留存收益市值比 REP 和投入资本市值比 CCP 因子，单因子测试结果表明 REP 因子的 Rank IC 值与 BP 类似，但稳定性得到了较大增强，ICIR 由 1.61 提升至 2.46。另外我们发现 REP 与 CCP 的相对强弱与市场趋势密切相关，市场上涨趋势中 CCP 表现更优，反之 REP 表现更优。于是我们尝试简单地使用价量趋势判断市场，构建信号，从而在“合适”的时间选择“合适”的因子，提升策略表现。

基于价、量趋势的 REP/CCP 双因子轮动选股策略表现相对于 BP 多头组有显著提升，2007 年 1 月以来在全市场样本内相对中证全指的年化超额收益约 15.51%，相对于 BP 多头组的年化超额收益约 2.39%。在沪深 300 内策略相对于沪深 300 的年化超额收益约 9.77%，相对于 BP 多头组的年化超额收益约 2.40%。另外，参数敏感性分析的结果表明策略较为稳健，所有参数下策略均优于 BP 多头组合。

2.行业观点

【食品饮料】《山西汾酒点评报告：青花玻汾双轮驱动，二季度业绩稳增长》

2Q20 营业总收入 27.6 亿，+18.4%，归母净利 3.8 亿，+16.1%，符合预期。

玻汾巴拿马逆势增长，青花整体稳健增长

1H20 年公司推行“拔中高”战略效果明显，1H20 次高端青花系列深度开展核心终端建设，收获 30%以上增长，看好次高端青花持续快速增长；1H20 省内受疫情影响较小、叠加市场建设，省内占比约 8 成的巴拿马略有增长；玻汾作为高品质清香型高线光瓶酒代表，定位培育消费者清香型口感、引导消费升级、向中高端汾酒转化，战略上“控底部”，1H20 玻汾仍实现小双位数增长，中长期有望持续对低端光瓶酒进行消费升级，看百亿大单品；老白汾省外占比约 6 成、主攻宴席市场，受疫情及品牌调整影响明显，1H20 有双位数下滑；1H20 竹叶青实现约 35%增长，定位“健康国酒”新品类低基数下有望持续快速增长。1H20 毛利率 71.70%，同增 0.24pcts，基本保持稳定。

预收款现金流稳健，财务质量优益

2Q20 预收款余额 21.4 亿元，环比 1Q20 增 5.3 亿元，同比 2Q19 增 6.6 亿元，1H20 经营净现金流同比下降 27.2%，整体稳健；1H20，公司销售费用同比持平，管理费用同增 29%，细分项均可得到合理解释。营业税金占收入比例同降 2.67pcts，主要系商品酒产量减少导致消费税等税费缩减所致，预计全年将逐季恢复正常水平。

省外占比持续提升，泛全国化正在路上

1H20，省内市场实现营收 31.3 亿元，同比持平，省外市场实现营收 37 亿元，同增 20%，省外占比提升至 54.2%，同增 4.1pct，区域质态持续提升，1357 战略持续发酵，环山西豫鲁、京津冀板块稳步增长，华东、华中、陕蒙板块快速增长，长三角、珠三角核心市场业绩实现大幅度，后续重点布局长江以南市场，泛全国化进程有望持续。

新三年看青花玻汾双轮驱动，维持“增持”评级

维持 2020~2022 年业绩预测，预计营收同增 16%、20%、17%，归母净利润同增 23%、24%、21%，EPS 2.73、3.38、4.10 元，对应 PE 65.0、52.5、43.3 倍。我们认为，产品端，聚焦次高端青花及高线光瓶酒玻汾，渠道端，战略持续裂变、混改红利有望持续释放，区域端，省外扩张发力泛全国化，公司仍处于成长期核心阶段，业绩确定性高，中长期价值凸显，维持“增持”评级。

风险提示

1）青花、玻汾动销不及预期；2） 省内渠道下沉、省外全国化扩展不及预期等。

【家电轻工】《浙江美大点评报告：地产叠加渗透率快速提升，Q2 显著超预期》

公司发布 2020 年中报，20H1 实现收入 6.5 亿元，同比-8.3%，实现归母净利润 1.7 亿元，同比-6.5%；对应 20Q2 实现收入 5.3 亿元，同比+28.8%，实现归母净利润 1.5 亿元，同比+40.4%。

地产改善叠加渗透率提升，量价齐升快速增长

公司 20H1 实现收入 6.5 亿元，同比-8.3%，对应 20Q2 实现收入 5.3 亿元，同比+28.8%。一方面，**地产持续改善**利好地产后周期板块，房屋竣工面积滞后新开工面积约 2-3 年，二季度地产竣工的回暖除了疫情复工因素，还受益于 2-3 年前新开工面积持续改善，因此 2-3 年内长期看好地产改善带来的后周期板块增长。另一方面，公司**发动经销商通过直播、抖音、快手等渠道营销，促进消费者教育，集成灶在厨电领域渗透率持续提升**，根据奥维云网数据，**2020 年 1-7 月集成灶销量在厨电整体销量份额较 2020 年 1 月提升 2.5pct**，互联网内容营销助力集成灶品类进入快车道，预计渗透率有望持续提升。

新营销助力弯道加速，规模效应提升利润率

公司 20H1 实现净利率 26.4%，同比+0.50pct，对应 Q2 净利率 28.1%，**同比+2.3pct。**具体来看，公司 Q2 实现**毛利率** 52.34%，同比-0.87pct，预计主要由于**原材料涨价带来的成本提升导致**。公司 Q2 **销售费用率** 14.9%，同比-2.26pct，随着内容营销发展，**公司鼓励经销商通过直播、抖音、快手等渠道进行宣传，一方面加速消费者教育，另一方面也降低了营销成本**；公司 Q2 **管理/研发/财务费用率**同比分别-0.78pct/-1.10pct/-0.42pct，公司收入快速扩张，**规模效应显著**，费用率均有所下降。

现金流和周转情况均维持优异水平

公司 Q2 销售商品收到现金 6.1 亿元，同比增长 25.9%，**与收入情况高度吻合，公司现金流维持优异水平，**20H1 经营活动产生净现金流 1.67 亿元，同比-5.2%，表现好于收入增速。公司实行**先款后货机制，应收账款维持较低水平**，截至 20H1 末仅 0.62 亿元，占收入比例仅 9.6%，较去年同期提升 3.7pct，主要系公司在采取先款后货的同时，允许部分信誉较好的经销商一定的信用额度支持，但**该比例较 Q1 末的 29%已有显著下降，体现公司经销商的回款能力较强、信用水平优异**。公司**存货维持较低水平**，截至 20H1 末仅 0.9 亿元，占收入比例 13.8%，较去年同期小幅提升 2.6pct。

投资建议

我们认为，厨电品类的消费者教育困难在过去几年制约了集成灶品类的快速发展。**随着抖音快手等内容平台崛起，低成本大流量的家居 MCN 纷纷助力消费者教育，集成灶品类有望实现弯道加速。**具体来看，**在地产竣工增长、农村厨电保有量提升、集成灶渗透率提升的因素下，集成灶行业销量在未来三年有望维持 30%以上的增速。**而浙江美大作为集成灶的发明者，**长期维持龙头地位，无论是收入规模、盈利能力还是营运能力，都长期保持出色表现。在集成灶行业高速发展的预期下，我们预计公司在维持龙头地位的同时，份额有望进一步提升。**我们预计，公司 2020-2022 年的收入增速分别为 14.5%、32.5%、27.4%，归母净利润增速分别为 17.5%、24.3%、28.5%，每股 EPS 分别为 0.84、1.04、1.34 元/股，**当前股价对应 2020-2022 年分别 21.4x、17.2x、13.4xPE，维持买入评级。**

风险提示

集成灶渗透率提升不及预期风险；集成灶竞争加剧导致价格战风险。

3.财经要闻

【央行资金投放打出组合拳 累计投放超 2 万亿】

8 月 24 日，央行开展 1600 亿元逆回购操作，逆回购操作上演“十二连击”。不仅如此，自 8 月 7 日以来，央行逆回购、“麻辣粉”（中期借贷便利，MLF）、国库现金定存等工具纷纷上阵，打出一套资金投放组合拳，累计投放超 2 万亿元，净投放超 1 万亿元。虽然力度大，但央行近期资金投放仍属于对冲性质，是“补水”不是“灌水”。（来源：中国证券报）

【创业板注册制首日收盘涨 2% 成交额超 2000 亿】

午后，市场维持震荡走高的态势，创业板指午后持续走高，市场题材相对活跃，消费电子、数字货币等板块都受到追捧。市场总体涨多跌少，炸板率回落，赚钱效应有所回暖，资金承接力较强。临近盘尾，指数涨幅收窄，创业板成交额超 2000 亿，18 只新股全线上涨，N 康泰盘中最高涨逾 2900%。从盘面上看，养殖业、无线充电、苹果概念居涨幅榜前列，证券、钢铁、保险概念表现较差。（来源：wind）

【工信部发布《新能源汽车推广应用推荐车型目录》】

工信部发布《新能源汽车推广应用推荐车型目录》显示，一汽集团四款纯电动多用途乘用车、长城汽车两款纯电动轿车、比亚迪两款纯电动轿车、蔚来两款换电式纯电动多用途乘用车等在列。搭载磷酸铁锂蓄电池的比亚迪牌 BYD7003BEV8 和 BYD7007BEV 纯电动轿车以及搭载三元锂电池的蔚来牌 HFC6483ECSEV5-W 和 HFC6483ECSEV6-W 换电式纯电动多用途乘用车在列。此外，《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》包括乘用车 54 款，客车 44 款。（来源：wind）

4.华安证券近期研究报告摘要

华安证券最新研报

日期	报告	分析师
8 月 2 日	行业点评 :“淡季不淡”，百强 7 月销售延续高增	邹坤、王洪岩
8 月 3 日	《资产定价：昼与夜的故事——“学海拾珠”系列之四》	严佳炜、朱定豪
8 月 4 日	《万物互联时代，全球物联网模组龙头迎风口》	尹沿技、张天
8 月 4 日	行业点评报告 :《疫后酒企提价，消费升级头部集中大趋势延续》	文献、姚启璠
8 月 4 日	内循环新格局，科技创新勇立潮头——从政策主线看科技长牛的投资机会	尹沿技、夏瀛韬、郑磊、华晋书、张天
8 月 4 日	政策持续加码，护航半导体黄金时代	尹沿技、华晋书
8 月 4 日	TIKTOK 海外布局受挫，文化自信道路依旧光明	尹沿技、郑磊
8 月 5 日	华安金工 ETF 跟踪模板发布——“数据智库”系列之二	严佳炜、朱定豪
8 月 6 日	今世缘深度报告：省内深度发展，国缘系快速成长	文献、姚启璠
8 月 6 日	金牌橱柜深度：高端厨柜龙头，品类渠道扩张双轮驱动	虞晓文、谢丽媛
8 月 6 日	银轮股份深度：热管理领导者，后处理迎来风	陈晓
8 月 9 日	通威股份深度：硅料电池片双料龙头，低成本加速扩张	陈晓
8 月 9 日	今世缘点评报告：二季度转增，边际看持续改善	文献、姚启璠
8 月 9 日	敏芯股份新股深度报告：MEMS 麦克风国产领军者，拓展惯性压力传感	尹沿技、华晋书
8 月 10 日	学海拾珠系列报告 :分析师共同覆盖视角下的动量溢出效应—“学海拾珠”系列之五	严佳炜、朱定豪
8 月 10 日	科大讯飞首次覆盖报告：AI 龙头再起航，规模商用新征程	尹沿技、夏瀛韬

8 月 11 日	粮食种植行业深度报告：国内主粮供给平稳，玉米大豆价格趋势上行	王莺
8 月 11 日	深圳发布重要指导意见，车联网应用示范持续推进	尹沿技、夏瀛韬
8 月 11 日	精选层政策点评报告：新起点、新政策、再出发	邹坤
8 月 13 日	专题：小家电各品类各价位段竞争格局全览及发展路径思考	虞晓文、谢丽媛
8 月 16 日	车联网团体标准发布，路侧建设配置趋于统一	尹沿技、夏瀛韬
8 月 16 日	华发股份（600325）：随湾区发展乘风破浪，稳外部投拓直指千亿	邹坤、王洪岩
8 月 16 日	银轮股份点评：二季度业绩高速增长，新能源热管理稳步开拓	陈晓
8 月 16 日	大消费行月报：社零同比不及预期，不改消费复苏大势	文献、姚启璠
8 月 18 日	《优胜劣汰：通过淘汰法选择基金——“学海拾珠”系列之六》	严佳炜、朱定豪
8 月 19 日	《美国 ETF 监管新规导读——“指数投资”系列之四》	严佳炜、朱定豪
8 月 19 日	赣锋锂业：加快布局全产业链，打造国内锂业龙头	石林
8 月 19 日	《伟星新材首次覆盖：品牌壁垒牢固，双轮驱动业绩可期》	石林
8 月 19 日	《浙江鼎力中报点评：业绩如期高增长，海外布局再下一城》	郭倩倩
8 月 20 日	《金牌橱柜中报点评：品类渠道双轮驱动，业绩如期较快增长》	虞晓文、谢丽媛
8 月 23 日	《光迅科技首次覆盖：光通信“芯征程”打造垂直一体化长期优势》	张天
8 月 24 日	《留存收益、投入资本视角下的估值因子改进——量化基本面系列报告之一》	严佳炜、朱定豪
8 月 24 日	《山西汾酒点评报告：青花玻汾双轮驱动，二季度业绩稳增长》	文献、姚启璠
8 月 24 日	《浙江美大点评报告：地产叠加渗透率快速提升，Q2 显著超预期》	虞晓文

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

联系

华安证券研究所
上海市吴淞路宝矿国际大厦 27 层

机构请致电：
上海地区销售总监 纪孝娟 13524204720 jixj@hazq.com