东吴证券晨会纪要

2020 年 08 月 24 日

晨会编辑 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

宏观策略

策略专题：如果拜登获胜，美国股市会如何？

拜登的加税计划主要将把针对国内收入的企业税率从 21%提高到 28%，把最高个人所得税率从 37％恢复到 39.6％。其影响可能有：

1. 2021 年标普 500EPS 增速预计下降 12%。
2. 对科技、金融和材料行业影响最大。
3. 美元短期有可能走强。

拜登如果获胜，会对美国资本市场产生影响吗？

1. 今年以来拜登的支持率上升与股市走势的相关性不大。
2. 拜登的其他政策主张对行业表现的实质性影响尚未体现。
3. 拜登获胜不会影响美国市场的长期发展。

固收金工

固收周报：利率债周报：长短端上行资金阶段性紧张，建议关注政策边际变化（2020 年第 32 期）

展望后期：8 月 17 日，央行超量续作 MLF，这与 8 月国债和地方债供给规模大，需要流动性支持有较大关系。加之，近期市场资金利率中枢震荡上行，银行平均边际资金成本存在上行压力。8 月 20 日，人民银行金融市场司副司长高飞在新闻发布会上表示今年整个债券市场的发行利率是下降的，阶段性来看有一个先降后升的过程，但总体上仍处于较低水平。近期由于宏观经济出现暂时性向好的趋势，所以债市利率有所上行。央行本周持续开展逆回购 7D 操作投放流动性，旨在维持银行体系流动性合理充裕，缓解资金阶段性紧张。我们认为央行未来对资金呵护的态度可能边际转为积极，更多会采用公开市场操作平稳利率，建议关注央行货币政策边际变化。

固收周报：一周策略：国内经济持续走强，国际局势日趋复杂（2020 年第 32 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、家居等仍可关注。长期看好科技、新基建、新能源汽车等板块，代表标的有中天转债、隆 20 转债、璞泰转债等。当前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：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。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：本周股市小幅震荡，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 8600 亿元，并已对本月到期 MLF 进行续做，央行在流动性方面释放稳定信号。上月经济数据显示我国经济正稳步恢复，而海外疫情仍未有效遏制，未来汇率波动或小幅走强。8 月 24 日创业板注册制首批 IPO 将正式上市，存量涨跌幅将扩为 20%，预期带来市场短期情绪扰动。转债市场近一月波动较大。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，国内复苏

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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、家居等仍可关注。长期仍看好科技、新基建、新能源汽车等板块，代表标的有中天转债、隆 20 转债、璞泰转债等。仍需关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

固收周报：联储鸽派不及预期，避险情绪小幅回升

观点：（1）大选临近特朗普支持率有所回升，拜登选情后劲仍待检验：（a）近期随着美国新增感染人数逐渐平稳，特朗普的民调支持率出现回升；（b）民主党候选人拜登选择加州参议员哈里斯作为其竞选搭档。但从民调数据来看，对拜登的选情实质帮助或较有限；（2）美债收益率触底反弹，中短久期偏好资金流出幅度较大流出有关，整体来看，市场不透明感仍较重，美债收益率短期或存在继续上探的空间；（3）大类资产表现：铜、日元、美元走高；黄金、日经走低，美收益率曲线边际趋平。

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：联储是对的，还是白宫是对的？

观点：1、白宫受困于政治周期，联储短期鸽派不及预期；2、美国经济基本面和股债市场分化不断；3、施行 YCC 前关注这几个先决条件是否凑齐：（1）收益率曲线下沉；（2）收益率曲线平坦化；（3）本币升值压力；（4）金融机构整体盈利能力下降；（5）联储资产负债表规模持续扩大。

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：7 月财政收支点评：财政收支持续向好，财政政策为经济复苏注入动能

展望未来：财政收入方面，我国经济全年先降后升态势明显，二季度 GDP 同比增长 3.2%，各项经济指标持续回暖，将有效支撑我国下半年的财政收入。从减税降费的角度来看，财政部 2020 年上半年财政政策执行报告中指出，下半年在落实好今年新出台的各项减税降费政策措施基础上，加强涉企收费监管力度，这将对财政收入形成一些负面影响。财政支出方面，2 万亿元直达资金政策将进一步落实，加大直达资金支出结构优化力度，将资金主要用于惠企利民的重大项目建设。同时，财政部将督促地方用好今年安排的 3.75 万亿新增专项债券，提高资金使用效应，将其落实到“六稳”工作和“六保”任务中。

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

本周一级市场的发行只数较上周呈现明显的增长态势，总发行量继续保持小幅上升态势，总偿还量在本周出现了小幅下降，使得净融资额在本周呈现出大幅增长。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，本周二者仍主要呈收窄趋势，而这削弱了由于收益率上升而给债价带来的不利影响，提高了债券的吸引力。分行业看，本周除房地产外的其他行业债券交易量均呈现增长态势。需要关注美国大选趋近、中美摩擦加剧、海外疫情反复等风险。

固收周报：风险信息周报（2020.08.17 -2020.08.23）

事件

负面信息：本周（8 月 17 日-8 月 23 日）负面信息共 4 条。重点关注：重庆爱普地产(集团)有限公司被东方金诚下调主体评级至 BB，前次评级为 BBB；宁夏泰瑞制药股份有限公司被大公国际下调主体评级至 AA-，前次评级为 AA；康美药业股份有限公司称发行的“17 康美 MTN002”出现技术性违约；海口美兰国际机场有限责任公司公告称“19 美兰机场 SCP001”存在兑付风险。

固收点评：利率不变符合预期，货币政策空间仍存

我们分析认为 LPR 报价持平的原因在于：一、8 月 17 日，央行开展一年期 7000 亿元中期借贷便利（MLF）操作。中标利率 2.95%，与上次持平，这也是 MLF 中标利率连续四个月保持不变。由于 LPR 是在 MLF 上加点形成，MLF 的调整直接与 LPR 挂钩，因此此次 LPR 报价维持不变符合历史规律。二、7 月份以来，市场资金利率中枢处于震荡上行,银行平均边际资金成本存在一定上行压力，压制 LPR 下降动力。三、近期经济延续稳定复苏态势，市场需求逐渐回暖，越来越多的企业开始平稳运转，需货币政策提供更加精准的支持。综上，本次 LPR 1 年期和 5 年期报价均与上月持平符合预期。

行业

机械设备：工程机械、制造业复苏超预期，大硅片亟待国产化利好设备商

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】【杰瑞股份】【恒立液压】

电子：快充大功率时代即将来临，产业链公司有望受益

快充产品充分解决用户痛点，渗透率有望逐步提升：与传统 5W1A 充电头相比，快充产品可缩短充电时间，人均手机使用时间提升、手机屏幕愈发增大、新型应用百花齐放以及手机电池扩容的背景下，快充产品有望获消费者青睐，有望替代传统 5W1A 充电头，快充产品渗透率得到逐步提升。消费电子厂商停止赠送充电头，第三方快充产品有望量价齐升：以苹果为首的消费电子厂家停止增速充电头的趋势逐渐清晰，充分刺激消费者购买第三方充电产品，快充产品需求空间打开；以 GaN 为首的先进快充技术改善快充产品结构，第三方快充产品有望量价齐升，建议关注富满电子、海能实业、三安光电、圣邦股份、艾华集团、士兰微。

化工行业 2020 年 8 月第 4 周周报：草甘膦供给收紧，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：第三批带量采购落地，医药行情回调见底

本周生物医药指数上涨 0.02%，板块表现劣于沪深 300 的 0.30%

的涨幅。由于医药板块前期涨幅巨大，本周医药板块延续弱势调整格局，尤其是疫苗产业。疫情板块为全市场关注焦点、疫苗板块行情牵动医药板块。当前对疫苗板块怎么看？疫苗行情大概率没有结束，但已进入第二阶段:疫苗核心资产标的已基本到位，尤其是 2200 亿智飞生物疫苗龙头的调整位置已进入价值区间；二线疫非苗核心资产很可能调整幅度不确定，甚至短期很难恢复至前期阶段。

汽车行业周报：8 月第二周零售同比+9%，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】。

推荐个股及其他点评

顺鑫农业（000860）：20Q2 环比改善，看好长期成长空间

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年营收为 162.5/181.7/206.2 亿元，增速为 9/12/14%;归母净利润为 9.2/12.5/16.5 亿元,增速为 13/37/32%;对应 EPS 为 1.23/1.69/2.22 元。当前股价对应 PE 分别为 54/39/30X，维持“买入”评级。

美团点评-W（03690）：外卖利润释放，营销业务业绩亮眼

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年美团收入达 1114/1526/1998 亿元，增速为 14%/37%/31%；经调整 EBITDA 约 59/137/201 亿元,考虑公司由于业务结构转型趋势良好，营销等服务占比提升带动盈利能力增强，结合 SOTP 估值，公司 2021 年估值约 15277 亿港元，对应目标价为 260 港元，维持“买入”评级。（1 元=1.12 港币）

中联重科（000157）：20H1 业绩超预期，后周期龙头增长确定性高

混凝土机+工程起重机+塔机三大后周期品种景气持续性强，且市场份额不断集中，公司将受益于后周期品种销量高增+规模效应带来的业绩高弹性。我们预测 2020-2022 年实现归母净利润分别为 65.3/78.6/87.9 亿元，三年内业绩有望翻倍，当前股价对应 PE 分别为 10/8.4/7.5 倍，参考国内外可比上市公司，我们认为公司 PE 估值被低估，我们给予 2020 年目标估值至 11 倍 PE，对应市值 718 亿，维持目标价 9.1 元，维持“买入”评级。

龙净环保（600388）：业绩降幅收窄订单环比改善，运营业务占比提升业务稳定性加强

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 36.01 亿元，同比下降 18.85%；归母净利润 2.03 亿元，同比下降 26.75%；扣非归母净利润 1.82 亿元，同比下降 25.60%；加权平均 ROE 同比下降 1.81pct，至 3.52%。

三只松鼠（300783）：高基数下短期波动，疫情导致业绩承压

三只松鼠作为线上休闲食品第一品牌积极发力下，看好未来线下门店扩张节奏，线上线下协同可期。公司借助成熟的供应链优势和专业的运营团队，设立小鹿蓝蓝、铁功基、养了个毛孩、喜小雀四大子品牌，切入方便速食、婴童食品、宠物食品和定制喜礼业务，打开公司增长天花板、充分发挥供应链优势。预

计 20-22 年公司营收增速+22/33/29%，归母净利增速为-29/+41/+30%，对应 PE 为 155/110/85X，维持“增持”评级。

瀚川智能（688022）：Q2 业绩恢复快速增长，多元化布局拥抱成长

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 0.93/1.20/1.54 亿，对应 PE 为 45/35/27，维持“增持”评级。

风险提示：新行业市场开拓不及预期、客户集中度高、技术创新不及预期。

阿里巴巴-SW（09988）：核心商业盈利能力恢复，新业务减亏初见成效

公司二季度恢复情况好于预期，我们上调公司的业绩预测，预计公司 2021、2022 和 2023 财年收入分别同比增长 31.3%/27.0%/23.9%，达到 6694.60/8502.68/10536.15 亿元；经调整归母净利润同比增长-8.1%/23.0%/26.3%，达到 1371.76/1687.42/2131.29 亿元，对应 PE36.0x/29.3x/23.2x。综合考虑公司业务成长、竞争优势与生意壁垒，我们认为公司当前的估值水平具备较强的投资价值，维持公司“买入”评级。

二六三（002467）：营业收入小幅下滑，长期营收能力不减，“视频+”战略加速推动业绩稳步向上

我们预计 2020-2022 年的营业收入分别为 1.17 亿元、1.42 亿元以及 1.79 亿元，归母净利润分别为 0.22 亿元、0.28 亿元以及 0.37 亿元，EPS 为 0.16 元、0.20 元、0.27 元，当前股价对应 PE 分别为 44/35/26X，维持“买入”评级。

理邦仪器（300206）：业绩大超预期，新冠疫情促进公司加速增长

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 7.11 亿、7.39 亿和 9.1 亿元，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.22 元、1.27 元和 1.56 元。当前股价对应估值分别为 17 倍、17 倍、14 倍。考虑到公司 1、监护产品高速增长，妇幼、彩超等产品下半年有望恢复增长，2、公司研发创新进入收获期，未来业绩有望进一步增长，参考可比公司估值和增速，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品研发不达预期的风险，市场竞争加剧的风险等

中炬高新（600872）：业绩超预期，看好全国化

预计 20-22 年公司营收为 53/62/72 亿，同比+14/16/16%；归母净利为 8.6/10.3/12.4 亿，同比+19/20/21%，PE 为 71/59/49X，维持“买入”评级。

拓普集团（601689）：Q2 收入业绩双增长，新业务打开成长空间

拓普是汽车零部件多品类路径的典型代表，新的一轮成长有望开启。核心看点：1）新能源催化下带来轻量化业务快速增长，特斯拉客户放量成为最大亮点。2）智能化产品+热管理系统逐步放量，打开公司未来长期成长空间。3）跟随行业需求复苏传统业务业绩改善可期。我们预计 2020-2022 年归母净利润 5.63/10.22/13.34 亿元，同比增速 23.4%/81.4%/30.6%，PE 为 73.89X/40.72X/31.18X，维持“买入”评级。

宏观策略

策略专题：如果拜登获胜，美国股市会如何？

事件

市场的普遍预期是拜登即将出任下一届美国总统，他的上任会给美国资本市场带来怎样的影响？

观点

拜登加税政策的影响

拜登的加税计划主要将把针对国内收入的企业税率从 21%提高到 28%，把最高个人所得税率从 37％恢复到 39.6％。其影响可能有：

1.2021 年标普 500EPS 增速预计下降 12%：拜登的加税计划将把 2017 年特朗普 TCJA 从 35%降至 21%的税率重新提高一半。2018 年美国企业超过一半的 EPS 增长都来自于 TCJA 减税的影响。预计拜登的加税政策将会使 2021 财年标普 500 的 EPS 增速与目前预期相比将降低约 12%。

2.对科技、金融和材料行业影响最大：根据标普 500 的官方统计和对于各行业 2017-2018 年期间 EPS 增长情况的分析，对于税收变化最为敏感的行业是科技、金融和材料。然而到目前为止，还没有看到这些行业的股价对拜登获胜概率的上升作出任何反应。2017 年在特朗普减税计划真正实施之前，pricein 政策的情况也并不明显。目前为止，疫情和美国财政刺激带来的影响仍然主导着美国市场，而加税政策如果真正实施，对市场涨幅的实质性影响预计在 2021 年体现。

3.美元短期有可能走强：参考减税后的经验，在 2017 年 11 月 2 日特朗普签署 TCJA 后，美元快速下跌，直到 2018 年 2 月才开始反弹回升。布什在 2004 年签署减税的 HomelandInvestmentAct 后，情况也十分类似。其中原因可能包括减税政策提升美国的财政赤字，引发市场担忧，同时，美国税改除了利好美国经济，也在短期内营造出一种全球经济景气度上行、从而带动其他市场的资产价格上升的情绪。反过来看，如果拜登推行加税政策，由于赤字减少，在实施初期美元有可能走强，尽管长期美元仍然有走软风险。

拜登如果获胜，会对美国资本市场产生影响吗？

1.今年以来拜登的支持率上升与股市走势的相关性不大：3 月美股下跌主要是疫情导致的，不是拜登支持率上升的后果。但是由于拜登获胜还未成定局，市场可能还没有 pricein 拜登上任的影响。

2.拜登的其他政策主张对行业表现的实质性影响尚未体现：拜登支持医药和新能源行业发展，但这些政策预期还没有体现在股价表现中。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.拜登获胜不会影响美国市场的长期发展：尽管我们对明年美国权益市场的表现较为谨慎，但是也认为美国的长期绝对竞争力不会减弱。长期来看美股的业绩增长和收益相对大多数其他资产类别仍有较强的吸引力。比如，1977 年以来，美国资本利得税和个人所得税上调后，居民权益资产配置占可支配收入的比例反而有所增加。

风险提示：拜登未能获胜，本篇报告基本假设失效。税收计划推出时间晚于预期，2021 年美国企业 EPS 未受影响。划推出时间晚于预期，2021 年美国企业 EPS 未受影响。

（证券分析师：陈李　研究助理：冯涵若）

固收金工

固收周报：利率债周报：长短端上行资金阶段性紧张，建议关注政策边际变化（2020 年第 32 期）

观点

本周债市点评及债市策略：本周（8.17-8.23）央行公开市场净投放 8600 亿元，下周（8.24-8.30）央行公开市场有 6100 亿元逆回购 7D 和 1500 亿元 MLF 到期。从资金面来看，本周 Shibor 隔夜、DR001、R001 较上周大多有所上行。收益率方面，短端、长端均上行。1 年期国债收益率为 2.4336%，较上周上行 15.92BP。10 年期国债收益率 2.9823%，较上周上行 4.54BP。展望后期：8 月 17 日，央行超量续作 MLF，这与 8 月国债和地方债供给规模大，需要流动性支持有较大关系。加之，近期市场资金利率中枢震荡上行，银行平均边际资金成本存在上行压力。8 月 20 日，人民银行金融市场司副司长高飞在新闻发布会上表示今年整个债券市场的发行利率是下降的，阶段性来看有一个先降后升的过程，但总体上仍处于较低水平。近期由于宏观经济出现暂时性向好的趋势，所以债市利率有所上行。央行本周持续开展逆回购 7D 操作投放流动性，旨在维持银行体系流动性合理充裕，缓解资金阶段性紧张。我们认为央行未来对资金呵护的态度可能边际转为积极，更多会采用公开市场操作平稳利率，建议关注央行货币政策边际变化。

二级市场回顾：本周（8.17-8.23）一级市场发行 80 只利率债，实际发行总额 4270.66 亿元，较上周减少了 3399.53 亿元；总偿还量 2036.74 亿元，较上周增加了 581 亿元；净融资额 2233.92 亿元，较上周减少了 3980.53 亿元。本周 DR007 上行 11.33BP，R007 上行 19.89BP。SHIBOR 隔夜利率为 2.2580%，较上周上行 8.30BP；SHIBOR1 周为 2.2800%，较上周上行 5.80BP；SHIBOR2 周为 2.4220%，较上周上行 11.50BP；SHIBOR3 月为 2.6010%，较上周持平。

本周宏观经济跟踪：上周商品房整体表现有所回升，汽车表现有所上升，煤炭价格表现分化。上周商品房成交面积有所回升，截至 8 月 16 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 370.95 万平方米，较上周增加 2.19 万平方米。上周国内乘用车市场零售同比增速有所上升。截至 8 月 16 日，市场日均零售 3.91 万台，同比增速为 9.00%，较前值有所上升。本周主要钢材价格上涨，Myspic 综合钢价指数和螺纹钢指数均回升。本周较上周

请务必阅读正文之后的免责声明部分

焦煤和动力煤价格涨跌互现。截至 8 月 20 日，有色金属各品种价格均有所上涨。分品种来看，相比上周，锌价上升 4.45%，铅价上升 2.00%，铜价上升 3.31%，铝价上升 0.99%。

本周通胀观察：蔬菜价格有所上涨。截至 8 月 21 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 123.05，较上周上升 2.06%；山东蔬菜批发价格指数收于 152.72，较上周上升 8.90%。8 月 21 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 149.96 点，较上周上行 0.47%；南华工业品指数收于 2272.91 点，较上周上行 0.23%。

风险提示：海外疫情不确定性；货币政策变化超预期。

（证券分析师：李勇）

固收周报：一周策略：国内经济持续走强，国际局势日趋复杂（2020 年第 32 期）

观点

专题：如何思考美国通胀未来变化？美国 10 年期平准通胀率报 1.63%，不仅回升至 2020 年 1 月底疫情尚未完全爆发前的水平，且重新进入到 2003 年至 2020 年该项统计值均值的上下一个标准差区间，这是一个非常重要的时点。

利率债：1 年期国债收益率为 2.4336%，较上周上行 15.92BP。10 年期国债收益率 2.9823%，较上周上行 4.54BP。展望后期：8 月 17 日，央行超量续作 MLF，这与 8 月国债和地方债供给规模大，需要流动性支持有较大关系。加之，近期市场资金利率中枢震荡上行，银行平均边际资金成本存在上行压力。

信用债：一级市场的发行只数呈现增长态势，总发行量保持小幅上升，总偿还量在本周出现了小幅下降，使得净融资额在本周呈现大幅增长。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，本周二者主要呈收窄趋势，削弱了由于收益率上升而给债价带来的不利影响，提高债券的吸引力。分行业看，本周除房地产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 8600 亿元，并已对本月到期 MLF 进行续做，我国经济稳步恢复，而海外疫情仍未有效遏制，未来汇率波动或小幅走强。8 月 24 日创业板注册制首批 IPO 将正式上市，存量涨跌幅将扩为 20%，预期扰动市场情绪。目前国际形势日趋复杂，应做好长期持久战准备。转债市场近一月波动较大。（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、家居等仍可关注。长期看好科技、新基建、新能源汽车等板块，代表标的有中天转债、隆 20 转债、璞泰转债等。当前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）大选临近特朗普支持率回升，拜登选情后劲待检验：随着美国两党确定最终竞选候选人，两党候选人民调支持情况：（a）近期随着美国新增感染人数平稳，示威活动影响消退，特朗普的民调支持率回升；（b）拜登选择加州参议员哈里斯作为竞选搭档。民调数据显示哈里斯和拜登的支持群体存在重合性，因此哈里斯的加入对拜登的选情帮助

请务必阅读正文之后的免责声明部分

有限。后续特朗普的选情压力:（a）美国的经济修复放缓，美国初次申请失业金人数上升;（b）国会未在 7 月通过第二轮刺激政策，特朗普的选情可能再度承压;（2）美债收益率触底反弹，中短久期偏好资金流出幅度大：自 2020 年 8 月 11 日至 8 月 21 日，10 年期美债收益率上升 8Bps 至 0.646%，稍早触及 0.661%。主要原因如下:（a）8 月 11 日，关键经济数据持续向好：PPI 环比增长 0.6%，通缩风险下行;（b）8 月 13 日，美国长期国债拍卖认购量不及预期;（c）美债 ETF 久期出现从疫情初期偏中短久期（3 年期以下）转移向偏长久期（20 年期）。若经济数据持续向好，美债收益率短期可能继续上行。（2）大类资产表现：铜、日元、美元走高；黄金、日经走低，美收益率曲线边际趋平。股市：美>日>英;债市：利率债>信用债；汇市：日元>加拿大元>美元>英镑>瑞士法郎>人民币>欧元；大宗：铜>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。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：本周股市小幅震荡，关注转债投资机会

报告摘要

本周可转债一级市场有 4 支可转债发行，总发行量为 86.40 亿元，较上周增加 80.45 亿元；有 2 支可转债偿还，为到期偿还和到期偿还，均为 0.72 亿元，合计为 1.44 亿元，较上周增加 0.84 亿元；净融资额 84.96 亿元，较上周增加 79.61 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 21 家公司可转债有新进展，其中 4 家公司通过了董事会预案，7 家公司通过了股东大会，5 家通过了发改委审核；5 家公司通过了证监会核准，分为万孚生物、赛意信息、宝莱特、奇正藏药、新疆交建，行业分别属于医疗器械Ⅱ、计算机应用、医疗器械Ⅱ、中药Ⅱ、基础建设，涉及发行规模分别为 6.00、3.20、2.19、8.00、8.50 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场弱势波动，除创业板指外指数均小幅拉升，上证综指、沪深 300、中小板指分别上涨 0.61%、0.30%、0.36%。创业板指下跌 1.36%，债转股指数上升 2.22%；本周可转债指数小幅震荡，上证转债下跌 0.01%，深证转债、中证转债指数上涨 0.34%、0.11%。

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、建筑材料、传媒、轻工制造、公用事业，涨幅分别为 3.40%、2.42%、2.41%、2.28%、2.21%，跌幅最大的五个行业为电子、休闲服务、电气设备、家用电器、国防军工，跌幅分别为 1.37%、1.75%、1.79%、1.95%、3.89%。

截至 2020 年 8 月 21 日，存量可转债共计 361 支，存量余额共计 4550.21 亿元。其中银行业存量可转债余额最多，高达 1530.40 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、非银金融、公用事业、有色金属。该四个行业均本周呈上涨。

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横河转债、广电

请务必阅读正文之后的免责声明部分

转转、模塑转转、同德转债、东音转债。

股票价格已经超过转换平价的转债共计 67 支。

截至 2020 年 8 月 21 日，可转债的纯债溢价率中位数为 35.78%，转股溢价率的中位数为 10.77%，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 32,949.29 万股，其中浙商转债本周转股数为 5,771.49 万股，占全部转股数的 17.52%。从累计转股比例来看，截至 2020 年 8 月 21 日，日月转债（退市）、盛路转债的累计转股比例分别为 99.65%、94.68%。本周转股数仍然较高，投资者转股情绪依然高涨。

（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 8600 亿元，并已对本月到期 MLF 进行续做，央行在流动性方面释放稳定信号，整体来看货币政策仍维持灵活适度，边际略有收紧。上月经济数据显示我国经济正稳步恢复，而海外疫情仍未有效遏制，未来汇率波动或小幅走强。8 月 24 日创业板注册制首批 IPO 将正式上市，存量涨跌幅将扩为 20%，预期带来市场短期情绪扰动。目前国际形势日趋复杂，应做好长期持久战准备。转债市场近一月波动较大。（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、家居等仍可关注。长期仍看好科技、新基建、新能源汽车等板块，代表标的有中天转债、隆 20 转债、璞泰转债等。当前以平衡性标的为主要投资策略，谨慎选择高估值主题，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：联储鸽派不及预期，避险情绪小幅回升

观点

一周观点：（1）大选临近特朗普支持率有所回升，拜登选情后劲仍待检验：（a）近期随着美国新增感染人数逐渐平稳，示威活动影响逐渐消退，特朗普的民调支持率出现回升；（b）民主党候选人拜登选择加州参议员哈里斯作为其竞选搭档。但从民调数据来看，哈里斯的支持群体和拜登的支持群体存在相当的重合性，同时历史实际投票率较高的 65 岁以上民众并未明显表现出对哈里斯的支持，因此哈里斯的加入对拜登的选情实质帮助或较有限；（2）美债收益率触底反弹，中短久期偏好资金流出幅度较大：自 2020 年 8 月 11 日至 8 月 21 日，10 年期美债收益率上升 8Bps 至 0.646%，稍早触及 0.661%。我们认为主要原因如下：（a）物价整体复苏，意味着总需求整体复苏，通缩风险显著下行；（b）8 月 13 日，美国长期国债拍卖认购量不及预期，可能同美债 ETF 资金趋势性流出有关；（c）另外，我们通过对 2020 年初至今的美债 ETF 久期偏好进行观察，发现内部风格正从疫情初期偏中短久期(3 年期以下)转移向偏长久期(20 年期)。整体来看，市场不透明感仍较重，在联储确认收益率曲线控制的定位角色之后，短期若经济数据持续向好，通胀预期持续抬升，美债收益率短期或存在继续上探的空间；（3）大类资产表现：铜、日元、美元走高；黄金、日经走低，美收益率曲线边际趋平。具体来看，股市：美>日>英；债市：利率债>信用债；汇市：日元>加拿大元>美元>英镑>瑞士法郎>人民币>欧元；大宗：铜>天然气>白银>黄金>原油。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

策略分析

美国：经济快速复苏的向好数据、美国申请失业金人数反弹、美联储对于当前经济前景的担忧、国会就新一轮刺激法案的搁置、中美关系就新一轮贸易协定的谈判将对市场进行持续震荡。短期来看，实体经济快速复苏但就业市场的不确定性、美联储对疫情的中期风险评估或将重新激起投资者避险情绪，美债收益率震荡或呈走低趋势，美元短期或存在一定支撑，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，美股仍将面临盈利预期走低、增速放缓，关注美股内部的分化趋向，中长期回落行情或难以避免。

日本：短期来看，日前日本货币政策稳健，上半年经济数据惨淡，但 8 月的最新数据依旧向好，日元短期或保持稳定，并随美元的强弱变化出现小幅波动；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，但由于全球货币政策同步趋向宽松，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，欧洲央行持续为资本市场提供支撑，欧元短期或保持稳定，但投资者应密切关注欧洲疫情二度爆发的风险；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，OPEC+产油国需解决逾 200 万桶/日超额供应，且美国初请失业金人数意外上升，经济复苏进程缓慢；中长期来看，今年预计受到疫情影响，市场对疫情带给经济和需求的威胁仍存疑虑，当前石油价格较为脆弱，油价的复苏进程存在很强不确定性。

黄金：短期来看，近期国际上新冠疫苗进展超预期，美国新增疫情人数呈现拐点，市场对于流动性宽松的预期有所降温，均导致金价调整；中长期来看，北美就业及经济数据疲软，中美局势持续紧张，经济前景的不确定性持续上升，美联储宽松时间依然较长，黄金价格支撑因素仍在。

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：联储是对的，还是白宫是对的？

事件

美联储 7 月会议纪要公布：8 月 19 日，美联储公布了 7 月 28 日至 29 日的 FOMC 会议纪要。该会议纪要称：（1）维持联邦基金目标利率 0-0.25%不变，超额准备金率 IOER 在 0.1%不变；（2）美联储仍以当前速度购买美债、机构住房抵押贷款支持证券以及商业抵押贷款；（3）美联储减少在回购市场的操作，整体资产负债规模边际收敛；（4）下修整体经济通胀预期，通胀预期会在较长时间内远低于 2%的目标。

观点

请务必阅读正文之后的免责声明部分

白宫受困于政治周期，联储短期鸽派不及预期：（1）各有立场，白宫看股市，联储看经济：白宫判断美国经济走势的主要依据是美国股市，而美联储判断美国经济走势的主要依据是美国经济基本面数据；（2）联储记录比较好，前瞻结论更可信：鲍威尔班底的前瞻性经受住了考验而特朗普政权关于美国经济基本面的判断在近半年来几乎都是不准确的；（3）股市波动往往大于经济波动，股市较难作为经济的替代指标：股市通常反应了市场上投资者的主要情绪。

美国经济基本面和股债市场分化不断：（1）美国股债市场向前走的原因主要是：1、股票和债券是基于未来现金流定价的，美股和美债市场的一片向好主要是因为市场对未来美国经济基本面依旧是非常看好的；2、广义政策面（货币+财政）的支撑：美国无底线的量化宽松政策和庞大的财政刺激计划支撑了美国股市和债市的向好；（2）政策托底有效但不可长期持续：1、“政府会失败”；2、逆周期政策无法常态化是新的问题；3、政策债券化+债券货币化=政策货币化；4、“政策货币化”整体可持续，副作用较难做归因识别。

收益率曲线控制（YCC）前路何在？：（1）联储称短期暂无必要控制收益率曲线：美联储认为目前使用 QE 以及前瞻指引，足够对收益率曲线长端进行实际的“控制”，暂不需要通过 YCC 设定收益率上限和目标，但不排除未来根据形势变化实行 YCC 的可能；（2）YCC 的内涵一般主要包含以下两个方面：1、针对选定好的目标期限国债收益率（比如 10 年期国债收益率），设定一个目标利率水平（或者目标利率区间，或者两者皆有）；2、在偏离这个水平的时候通过资产购买（或抛售）的行为来进行市场干预；（3）施行 YCC 前关注这几个先决条件是否凑齐：（1）收益率曲线下沉；（2）收益率曲线平坦化；（3）本币升值压力；（4）金融机构整体盈利能力下降；（5）联储资产负债表规模持续扩大。

大类资产价格变化：（1）受美联储议息决议“鸽派”不及预期的影响，美债收益率短端走低，长端抬升，收益率曲线边际趋陡；美国三大股指纷纷跳水；美元指数出现企稳迹象；伦敦金现价下跌；（2）短期来看，美债或面临短期震荡格局，美元短期或存在一定支撑，美股则将在可见范围内持续震荡；（3）中长期来看，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，美股则面临 ERP 收窄及盈利预期修复的双重利好，需关注美股内部的分化格局。

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：7 月财政收支点评：财政收支持续向好，财政政策为经济复苏注入动能

事件

数据公布：2020 年 8 月 19 日，财政部公布 2020 年 7 月财政收支情况。2020 年 1-7 月累计，全国一般公共预算收入 114725 亿元，同比下降 8.7%。其中，中央一般公共预算收入 53575 亿元，同比下降 11.3%；地方一般公共预算本级收入 61150 亿元，同比下降 6.2%。全国税收收入 98509 亿元，同比下降 8.8%；非税收入 16216 亿元，同比下降 7.7%。2020 年 1-7 月累计，全国一般公共预算支出 133499 亿元，同比下降 3.2%。其中，中央一

请务必阅读正文之后的免责声明部分

般公共预算本级支出 18976 亿元，同比下降 3.2%；地方一般公共预算支出 114523 亿元，同比下降 3.2%。

观点

财政收入：当月同比增幅连续两月转正，复工复产支撑税收降幅收窄。1-7 月全国一般公共预算收入累计 114725 亿元，完成全年预计 210250 亿元的 54.57%，去年同期完成预计财政收入的 60.50%，今年受疫情影响，财政收入的节奏放缓，但随着复工复产的推进，财政收入有望逐月回升。7 月全国一般公共预算收入 18549 亿元，同比增加 772 亿元，上升 4.34%，增幅继上月年内首次转正后再扩大，说明我国正在稳步摆脱疫情对经济的负面影响，一系列精准的财政政策有效地对冲了经济运行地不确定性。具体分析，税收收入方面：1-7 月同比下降 8.8%，税收降幅进一步收窄，主要原因是复工复产持续推进和增值税翘尾减收因素消退。非税收收入方面：1-7 月，全国非税收入同比下降 7.7%，非税收入增长中的大部分来源于地方多渠道盘活国有资产资源，地方国有资源资产有偿使用收入和国有资本经营收入增长较多。

财政支出：非刚性支出压减，重点民生领域支出逆势增长。1-7 月累计，全国一般公共预算支出 133499 亿元，同比下降 3.2%。其中，中央一般公共预算本级支出 18976 亿元，同比下降 3.2%；地方一般公共预算支出 114523 亿元，同比下降 3.2%。1-7 月累计全国一般公共预算支出完成全年预算 247850 亿元的 53.86%，去年同期完成预计财政支出的 58.65%，财政支出节奏放缓主要受两方面影响，首先中央落实“过好紧日子”要求，其次上半年受疫情影响，地方支出存在一定压力。今年是全面建成小康社会的关键点，面对突如其来的疫情，我国的财政预算面临着前所未有的挑战，财政部大力压减非急需非刚性支出，有效地保证了收支平衡。在支出结构方面，社会保障和就业支出、卫生健康支出等疫情防控、脱贫攻坚、基层民生重点领域的支出逆势增长，表明了我国在抗疫和落实“六稳六保”上加大了力度。

财政收支展望：财政收入持续回升，强调资金支出结构优化。随着我国企业复工复产稳步恢复，带动全国一般公共预算收入连续两个月正增长，其中 7 月份增幅较 6 月提高了 1.1 个百分点。展望未来：财政收入方面，我国经济全年先降后升态势明显，二季度 GDP 同比增长 3.2%，各项经济指标持续回暖，将有效支撑我国下半年的财政收入。从减税降费的角度来看，财政部 2020 年上半年财政政策执行报告中指出，下半年在落实好今年新出台的各项减税降费政策措施基础上，加强涉企收费监管力度，这将对财政收入形成一些负面影响。财政支出方面，2 万亿元直达资金政策将进一步落实，加大直达资金支出结构优化力度，将资金主要用于惠企利民的重大项目建设。同时，财政部将督促地方用好今年安排的 3.75 万亿新增专项债券，提高资金使用效应，将其落实到“六稳”工作和“六保”任务中。

风险提示：经济复苏速度不及预期，财政收支不均衡性变大。

（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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

本周（8 月 17 日-8 月 23 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 3,488.45 亿元，较上周增加了 1,211.50 亿元，总偿还量 2,029.87 亿元，较上周减少了 39.98 亿元，净融资额 1,458.58 亿元，较上周减少了 1,251.48 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、中票和企业债的发行利率较上周小幅下降，公司债的发行利率较上周小幅上升。短融的发行利率的下降幅度为 18.49BP，中票的发行利率的下降幅度为 50.97BP，企业债的发行利率的下降幅度为 31.84BP，公司债的发行利率的上升幅度为 15.27BP。

银行间和交易所信用债合计成交 4292.63 亿元，总成交量较上周 3830.52 亿元增加了 462.11 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 1876.14 亿元、1965.51 亿元、327.96 亿元、123.01 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 21 日，1 年期国债收益率为 2.4336%，较上周 2.2744%上升了 15.92BP。3 年期国债收益率为 2.7518%，较上周 2.6746%上升了 7.72BP。5 年期国债收益率为 2.8754%，较上周 2.8209%上升了 5.45BP。7 年期国债收益率为 3.0291%，较上周 2.9943%上升了 3.48BP。10 年期国债收益率为 2.9823%，较上周 2.9369%上升了 4.54BP。

各类信用债收益率呈现：本周除 3 年期外的其余期限的各类信用债收益率均主要呈上升趋势；各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、公司债的周交易量均低于 AAA 主体级别短期融资券、中期票据、公司债，企业债的周交易量高于 AAA 主体级别企业债。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 2,142.23 亿元。其次为材料、能源、公用事业、金融、房地产和可选消费，周交易量分别为 506.28 亿元、497.64 亿元、464.26 亿元、233.02 亿元、159.46 亿元和 92.39 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较上周呈现明显的增长态势，总发行量继续保持小幅上升态势，总偿还量在本周出现了小幅下降，使得净融资额在本周呈现出大幅增长。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，本周二者仍主要呈收窄趋势，而这削弱了由于收益率上升而给债价带来的不利影响，提高了债券的吸引力。分行业看，本周除房地产外的其他行业债券交易量均呈现增长态势。需要关注美国大选趋近、中美摩擦加剧、海外疫情反复等风险。

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）

固收周报：风险信息周报（2020.08.17 -2020.08.23）

事件

请务必阅读正文之后的免责声明部分

负面信息：本周（8 月 17 日-8 月 23 日）负面信息共 4 条。重点关注：重庆爱普地产(集团)有限公司被东方金诚下调主体评级至 BB，前次评级为 BBB；宁夏泰瑞制药股份有限公司被大公国际下调主体评级至 AA-，前次评级为 AA；康美药业股份有限公司称发行的“17 康美 MTN002”出现技术性违约；海口美兰国际机场有限责任公司公告称“19 美兰机场 SCP001”存在兑付风险。

取消发行：江苏中关村科技产业园控股集团有限公司取消发行 14 亿元；宜兴市城市发展投资有限公司取消发行 5 亿元；上海静安投资有限公司取消发行 5 亿元;成都文化旅游发展集团有限责任公司取消发行 10 亿元;大唐环境产业集团股份有限公司取消发行 5 亿元；华能国际电力股份有限公司取消发行 10 亿元；星河实业(深圳)有限公司取消发行 5 亿元；中国华电集团有限公司取消发行 15 亿元；厦门钨业股份有限公司取消发行 4 亿元；云南锡业股份有限公司取消发行 7 亿元。

持有人会议：阳光城集团股份有限公司于 2020 年 8 月 17 日召开“18 阳光城 MTN002”2020 年第一次债券持有人会议；四川省煤炭产业集团有限责任公司于 2020 年 8 月 18 日召开“12 川煤炭 MTN001”2020 年第一次债券持有人会议；广西建工集团有限责任公司于 2020 年 8 月 19 日召开“20 桂建工 SCP002”2020 年第一次债券持有人会议；泰豪科技股份有限公司于 2020 年 8 月 21 日召开“16 泰豪 01”2020 年第一次债券持有人会议。

其他关注信息：东方金诚称关注华晨集团下属子公司股份冻结；广东省广业集团称子公司环保集团涉及重大诉讼；紫光集团称下属控股子公司展讯通信(上海)有限公司涉及诉讼；坤智公司称预计公司 3.1 亿美元债将无法按时付息，构成违约；标普确认海淀国投集团评级为“BBB-”，展望调整为“负面”；云南能投集团成功发行境外高级美元债及全国西南地区历史首单境外永续债；北大方正集团披露重整进展；北京华业资本公告涉及诉讼案件进展；营口经济技术开发区城市开发建设投资称上半年净利润 0.19 亿元，同比降 82.45%；广东省粤科金融集团公告涉及重大诉讼。

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）

固收点评：利率不变符合预期，货币政策空间仍存

事件

2020 年 8 月 20 日，8 月 LPR 报价公布（改革后第十三次报价）：1 年期贷款市场报价利率(LPR)为 3.85%,7 月为 3.85%;5 年期贷款市场报价利率(LPR)为 4.65%,7 月为 4.65%。本月 1 年期 LPR 与 5 年期以上 LPR 的报价均与上月持平。

观点

MLF 逆回购利率持平，LPR 利率跟随不变。LPR 报价已经连续 5 个月不变，4 月至 8 月贷款市场报价利率均为：1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期以上 LPR 为 4.65%。我们分析认为报价持平的原因在于：一、8 月 17 日，央行开展一年期 7000 亿元中期借贷便利（MLF）操作。中标利率 2.95%，与上次持平，这也是 MLF 中标利率连续四个月保持不变。由于 LPR 是在 MLF 上加点形成，MLF 的调整直接与 LPR 挂钩，因此此次 LPR 报价维持不变符合历史规律。二、7 月份以来，市场资金利率中枢处于震荡上行，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

银行平均边际资金成本存在一定上行压力，压制 LPR 下降动力。三、近期经济延续稳定复苏态势，市场需求逐渐回暖，越来越多的企业开始平稳运转，需货币政策提供更加精准的支持。综上，本次 LPR1 年期和 5 年期报价均与上月持平符合预期。

LPR 改革满周年，政策直达效率提高。去年 8 月 20 日，LPR 改革后的首次报价出炉，截至目前，LPR 改革已经走过了完整的一年，最新的 LPR 报价较改革后的首次报价分别下降了 40 个基点、20 个基点。在 LPR 与 MLF 操作利率挂钩、LPR 成为银行贷款基准后，公开市场操作利率、MLF 操作利率等政策利率向长端贷款利率的传导更为顺畅，货币政策直达实体的效率不断提高。据央行第二季度中国货币政策执行报告显示，“MLF 利率→LPR→贷款利率”的利率传导机制已经形成，改革后的 LPR 报价不仅较好地反映央行货币政策取向和市场资金供求状况，强化了贷款利率和货币市场利率的联动性，有效疏通了货币政策传导渠道，同时也推动了存款利率市场化。改革以来贷款利率明显下行，银行负债成本适当降低，引导存款利率不断下行。

深化利率市场化改革，贷款利率进一步降低。8 月 19 日，穆迪发布的报告称，LPR 目前已被国内银行广泛使用，在央行降低借款成本以支持实体经济增长的形势下，贷款利率将进一步走低，银行的贷款息差和盈利能力将继续承压。央行在 2020 年第二季度货币政策执行报告中也表示，未来将推动 LPR 改革，按照市场化、法治化原则，于 8 月底基本完成存量浮动利率贷款定价基准转换工作，疏通货币政策传导机制，用改革的办法推动综合融资成本明显下降。发挥好市场利率定价自律机制作用，规范存款利率定价行为，维护公平定价秩序，督促金融机构严格落实明示贷款年化利率的要求，切实保护金融消费者权益。央行此前公告称从今年 3 月 1 日起，推进存量浮动利率贷款定价基准转换为 LPR，原则上应于今年 8 月底完成，五大行集体宣布 8 月 25 日起将存量房贷利率统一转为 LPR，近期银行加大了存量贷款定价基准转换的推进力度，随着转换工作的完成，降低融资成本的效果未来将更加明显。

风险提示：经济超预期下滑，地缘政治局势紧张，海外疫情不确定性持续。

（证券分析师：李勇）

行业

机械设备：工程机械、制造业复苏超预期，大硅片亟待国产化利好设备商

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】【杰瑞股份】【恒立液压】

2.投资要点

【工程机械】基建复苏效应逐步体现，需求超预期旺盛，建议超配龙头

各机种销量持续高增，地产基建复苏下下半年高景气延续。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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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。下半年基建复苏效应逐步体现，验证我们此前观点，预计后续基建项目开工将持续带来超预期需求。

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。

庞源周签单量回落属正常现象，持续重点推荐建设机械。8 月 21 日，庞源公布最新周签单量 3920 万元（价格指数 1315）有所下滑，公司 4.30-8.8 日开启了百日接单活动，我们认为活动结束短期内周签单回落属正常现象（19Q3 订单量也较低）。我们仍维持下半年周均签单量过亿判断，价格有望好于百日接单价格。目前公司今年累计接单量近 27.95 亿，充足订单确保明年业绩高增；7 月庞源塔机最新利用率 72.9%，环比提升，经营持续好转。此外，我们认为随着后续应收出表落地等催化，公司的估值水平有望重新定义，持续重点推荐。

【智能制造】制造业复苏下工业自动化持续回暖，看好激光等领域充分受益

工业自动化持续回暖，行业复苏进行时。7 月工业机器人产量 21170 台/套，同比+19.40%，单月产量连续两月创历史新高。相关工控、工业机器人企业的订单也在不断回暖，下游先进制造业中锂电、光伏、3C 等需求旺盛，工业自动化基本面不断在改善。我们认为随着国内疫情影响减弱，通用自动化行业回暖趋势延续，建议关注智能制造龙头【埃斯顿】【拓斯达】等。

激光行业将充分受益下游回暖，激光控制系统成长性高于行业，龙头【柏楚电子】最为受益。柏楚电子在下游需求持续恢复下，Q2 业绩快速提升超市场预期，预计下半年订单有望延续快速增长态势。中长期激光加工渗透率不断提升、应用场景不断拓展，我国激光加工市场较长时间内将保持增长；而激光控制系统不存在激烈价格战，所以增速高于激光行业；同时随着不断的品类拓展，柏楚电子的成长空间将进一步打开。其余建议关注【锐科激光】【杰普特】。

【硅片设备】大硅片亟待国产化，蓝海板块迎风而上

光伏级向半导体级拓展是晶硅生长设备厂的成长之路。硅片是光伏和半导体的上游重要材料，主要区别在于半导体对于硅片的纯净度要求更高，由光伏向半导体渗透是硅片厂及硅片设备厂的成长之路。晶盛机电与连城数控是国内领先的晶硅生长设备商，均从光伏级硅片设备向半导体级硅片设备突破。

半导体大硅片亟待国产化，龙头设备厂有望受益下游需求爆发。目前中国大陆仅少数几家企业能产 8 英寸硅片，主流的 12 英寸大硅片对进口依赖度更高。《瓦森纳协议》新增对 12 英寸大硅片的出口管制，大硅片国产化刻不容缓，而设备国产化是其中的关键一环。目前 12 寸级别的硅片

请务必阅读正文之后的免责声明部分

设备，以晶盛机电为首的国产设备商仍在验证中；未来随着半导体硅片的国产化加速，我们认为国内率先通过验证的设备厂商有望充分受益。

重点推荐大硅片设备龙头【晶盛机电】，已具备 8 寸线 80%整线以及 12 寸单晶炉供应能力，大硅片国产化浪潮下最为受益。此外建议关注【连城数控】【沪硅产业】【中环股份】【神工股份】。

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）

电子：快充大功率时代即将来临，产业链公司有望受益

投资要点

快充产品充分解决用户痛点，渗透率有望逐步提升：与传统 5W1A 充电头相比，快充产品可缩短充电时间，人均手机使用时间提升、手机屏幕愈发增大、新型应用百花齐放以及手机电池扩容的背景下，快充产品有望获消费者青睐，有望替代传统 5W1A 充电头，快充产品渗透率得到逐步提升。

消费电子厂商停止赠送充电头，第三方快充产品有望量价齐升：以苹果为首的消费电子厂家停止增速充电头的趋势逐渐清晰，充分刺激消费者购买第三方充电产品，快充产品需求空间打开；以 GaN 为首的先进快充技术改善快充产品结构，第三方快充产品有望量价齐升，建议关注富满电子、海能实业、三安光电、圣邦股份、艾华集团、士兰微。

风险提示：市场需求不及预期；企业研发不及预期：市场开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳）

化工行业 2020 年 8 月第 4 周周报：草甘膦供给收紧，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 3380.68，本周累计上涨 0.61%，深证成指本周下跌 0.08%，化工板块（申万）上涨 1.24%。

本周化工板块个股中，新能源汽车相关标的涨幅居前：本周化工板块涨幅居前的个股有沧州明珠、广东榕泰、名臣健康、双星新材、瀚叶股份、德美化工、三棵树、万润股份、金力泰、江山股份。宁德概念板块表现活跃，相关标的沧州明珠（锂电池隔膜）。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）、江山股份（农药）涨幅居前。国六概念相关标的万润股份（沸石催化剂）表现靓丽。传统基建相关标的三棵树（墙面涂料）涨幅居前。

预计油价中长期持续低位震荡：本周 ICE 布油报收 44.35 美元/桶（-1%）；WTI 原油报收 42.34 美元/桶（0.79%）。需求方面，截至 8 月 19 日当周，美国 EIA 原油库存减少 163.2 万桶，近四周库存持续减少，但降幅逐渐收窄。此外，API 库欣原油库存此前已经历过 7 周的库存增长，终于在本周

请务必阅读正文之后的免责声明部分

减少 59.9 万桶；供给方面，8 月 14 日，美国原油产量维持在 1070 万桶/日；伊拉克承诺继续支持 OPEC+的减产计划，每天将减少 40 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，涨幅前五的产品有丙酮（+13.42%）、维生素 D3（+9.68%）、甲苯二异氰酸酯（+8.8%）、燃料油（+6.44%）、维生素 E（+5.6%）。6 月起，供应量激增，丙酮价格持续走低，面对价格低位，丙酮价格反弹。同样，维生素 D3、维生素 E 价格处于低位，开始反弹。燃料油供给偏紧，新加坡燃料油库存下降 2%，原油价格上涨也对燃料油价格提供了支撑。下游产品聚氨酯需求强劲，带动甲苯二异氰酸酯价格上涨。

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：第三批带量采购落地，医药行情回调见底

投资要点

1、本周生物医药指数上涨 0.02%，板块表现劣于沪深 300 的 0.30%的涨幅。由于医药板块前期涨幅巨大，本周医药板块延续弱势调整格局，尤其是疫苗产业。疫情板块为全市场关注焦点、疫苗板块行情牵动医药板块。当前对疫苗板块怎么看？疫苗行情大概率没有结束，但已进入第二阶段:疫苗核心资产标的已基本到位，尤其是 2200 亿智飞生物疫苗龙头的调整位置已进入价值区间；二线疫苗非核心资产很可能调整幅度不确定，甚至短期很难恢复至前期阶段。

2、第三批带量采购落地，集采周期进入常态化。2020 年 8 月 20 日，采购规模达数百亿元的第三批国家组织药品集中采购在上海开标，并产生拟中选结果。本次采购共有 189 家企业参加，产生拟中选企业 125 家，拟中选产品 191 个，拟中选产品平均降价 53%，最高降幅 95%。我们认为：市场对本次带量采购有预期，后面将会呈现常态化，所以，虽然降价幅度很大，但是对二级市场股价影响十分有限；对二级市场影响较小的原因也是因为机构对仿制药的持仓比较小。我们建议：建议关注受医保影响较小的品类，比如疫苗、医疗器械、医疗服务等等；关注创新能力较强的企业，比如恒瑞医药；如果一定要看仿制药，建议关注产能较大、原料药制剂一体化的企业。

3、开拓药业治脱发新药启动 II 期临床，海思科 2 款 1 类创新药喜迎新进展。开拓药业 1 类新药福瑞他恩酊启动 II 期临床，该药是其自主研发的一款 AR 拮抗剂，用于治疗中国成年男性雄激素性秃发。海思科 2 款 1 类创新药迎新进展：HSK7653 片 III 期临床试验获得伦理批准，HSK3486

请务必阅读正文之后的免责声明部分

乳状注射液临床申请获得国家药监局受理，其中 HSK7653 片属于二肽基肽酶-4(DPP-4)的长效抑制剂，HSK3486 乳状注射液拟用于手术全麻诱导、内镜诊疗的镇静/麻醉、ICU 镇静等适应症。仿制药方面，华海药业、科伦药业和司太立均有品种获批，阳光有 3 款新 4 类糖尿病产品（利格列汀二甲双胍片、磷酸西格列汀片和西格列汀二甲双胍片）获批上市。

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；个股方面建议关注：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、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；BIOTECH 类公司，信达生物、君实生物等；5）医疗服务：美年健康、爱尔眼科等；6）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）

汽车行业周报：8 月第二周零售同比+9%，全面看多

投资要点

每周复盘

SW 汽车上涨 0.1%，跑输大盘 0.1%。除 SW 汽车零部件Ⅲ和 SW 汽车销售外，所有汽车子板块均呈下跌形态，SW 商用载客车跌幅最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 16 名，排名在中部。估值上，整体有所下跌，SW 商用载客车幅度最大。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 10-16 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 10-16 日乘用车零售销量日均 39095 辆，同比上升 9%。8 月 10-16 日乘用车批发销量日均 36591 辆，同比上升 3%。

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：7 月下旬折扣率继续扩大。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。7 月下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 13.06%，环比 7 月上旬+0.18pct，热门车型中降价幅度前五车型是雷凌 2021+、E 级 L2020+、领克 032020+、领克 032019+、哈弗 F72020。2）主要车企 7 月下旬折扣率不同程度增加，幅度较大的是广汽丰田+吉利汽车+长城汽车+北京奔驰+广汽乘用。东风日产+长安汽车折扣率小幅降低。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

重点关注

拓普集团上半年净利润约为 2.16 亿元，同比增长 2.51%；营业收入约为 25.62 亿元，同比增长 5.07%。星宇股份上半年营业收入约为 28.79 亿元，同比增长 6.33%；归母净利润约为 3.91 亿元，同比增长 15.21%。

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。

（证券分析师：黄细里）

推荐个股及其他点评

顺鑫农业（000860）：20Q2 环比改善，看好长期成长空间

事件

公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 95.2 亿元（+13.12%），归母净利 5.48 亿元(-15.36%)，扣非净利 5.58 亿元(-14.02%)。20Q2 实现营收 39.96 亿元（+9.45%），归母净利 1.96 亿元（-10.91%），扣非净利 1.96 亿元（-11.08%）。

投资要点

20H1 肉类业务或实现盈利，白酒净利率有所下滑：公司 20H1 实现营收 95.2 亿元（+13.12%），实现归母净利 5.48 亿元（-15.36%）。1）收入端，白酒业务方面公司 20H1 实现收入 64.7 亿（-2.9%），白酒业务毛利率为 38.9%（同比-5.7pct），预计由于疫情延缓了公司 1 月提价执行，对于成本端压力（全国化扩张带来的物流成本+包材成本）没有形成有效对冲所致；当前公司普通陈酿占比约 60%以上，中高端产品占比不到 30%，由于北京是公司主要产品结构升级市场（19 年净利率预计为 15-20%），疫情反复对净利率也产生影响，预计净利率略有下滑。肉类产业链受益行业景气度表现优于 19H1，其中屠宰/养殖业务同比实现 72/342%的高增，分别实现营收 24.6/2.1 亿元，养殖业务毛利率达到 52%，种猪销售优于去年同期，而屠宰业务受生猪采购价格波动影响业绩承压，整合来看预计肉类产业链业务 20H1 实现盈利。房地产业务仍处于亏损状态，子公司顺鑫佳宇实现净利润-1.51 亿，后续房产业务将加速剥离。2）利润端，20H1 公司净利率 5.84%(-1.91pct)，主要系白酒及屠宰业务毛利拖累整体毛利率下

请务必阅读正文之后的免责声明部分

滑 7.58pct 所致，同时受益于收入增长，公司疫情期间促销及广告费投入减少，销售/管理费用率分别减少 3.0/0.9pct。

20Q2 白酒盈利承压，但动销改善趋势向好：公司 20Q2 单季度实现营收 39.96 亿（+9.45%），据调研反馈 20Q1 后白酒 4-5 月环比明显恢复（5 月销售口径恢复至去年同期正常水平），但北京地区二次疫情使得恢复速度放缓，外埠市场保持增长，考虑到北京疫情打乱产品升级节奏白酒净利润同比或有下滑；肉类屠宰业务环比 20Q1 持续改善。同时，公司 20Q2 实现归母净利 1.96 亿元（-10.91%），净利率为 5.02%(同减 1.1pct)，主因毛利率下滑 4.43pct 所致，而销售/管理费用率分别减 3.1/0.6pct 在一定程度上抵消毛利下滑的压力。现金流方面，20H1 公司经营活动净现金流约 -7.3 亿（同比-344%），主要系预收款结转进收入所致（较 19 年底减少 25 亿），但 20Q2 现金流环比显著改善，单季度经营现金流量净额由负转正为 1.3 亿，合同负债环比下降约 6.3 亿，体现公司良性管控渠道，放缓经销商打款节奏。

长期看公司竞争格局占优，盈利提升空间仍足：公司通过前期消化，当前渠道库存良性，随疫后消费场景复苏，预计下半年“五五规划”即将推出，公司报表改善可期。长期看，光瓶酒市场头部集中背景下，牛栏山品牌力+渠道管理能力突出，全国化“深分销”与“样板市场”稳步升级趋势较为确定，参考北京地区白酒业务高净利率，未来公司净利率提升空间仍足。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年营收为 162.5/181.7/206.2 亿元，增速为 9/12/14%;归母净利润为 9.2/12.5/16.5 亿元，增速为 13/37/32%;对应 EPS 为 1.23/1.69/2.22 元。当前股价对应 PE 分别为 54/39/30X，维持“买入”评级。

风险提示：低端酒竞争加剧风险，生猪疫情风险，消费需求疲软。

（证券分析师：杨默曦　研究助理：宋英男）

美团点评-W（03690）：外卖利润释放，营销业务业绩亮眼

投资要点

事件：美团 20Q2 实现营业收入 247 亿元(+yoy8.9%)；经调整 EBITDA 达 26 亿元(+yoy10%)；经调整净利润 27.18 亿元（+yoy82%）。

外卖——Q2 外卖收入 145.4 亿元（+yoy13.2%），GMV 达 1088 亿元（+yoy16.9%），变现率为 13.4%，同比下降 0.4 个百分点，环比提升 0.1 个百分点，经营利润 12.53 亿元，利润率为 8.6%，同比增长 2.7 个百分点。收入增速低于 GMV 增速由于 Q1 疫情影响，品牌商户进驻平台并留存推动客单价上升，叠加美团予以部分受影响商户优惠扣点所致。

运营端——GMV 进入“量价齐升”阶段。Q2 订单量为 22.29 亿单（+yoy6.9%），活跃用户 4.57 亿（+yoy8%），单用户年均交易笔数为 26 单，保持稳定。用户数和交易笔数增速慢于单量和收入主要由于多人餐订单提升，说明更多的用户已经在培养外卖使用习惯。Q2 客单价为 48.8 元，同比增长 9.4%，其增速显著快于疫情前，19Q2 客单价为 44.7 元，同比增速仅 1.4%，未来整体客单价同比仍将保持提升。

利润端——外卖业务利润释放将加速。利润主要受收入结构和成本双方面影响：1)成本端，20Q2 单均骑手成本同比下降 2%左右，主要由于订单

请务必阅读正文之后的免责声明部分

密度提升带动效率提升，未来有望进一步下降；2）结构方面，除佣金收入外，广告业务 Q2 实现收入 17.96 亿（+yoy62%），占整体外卖收入比例由 19Q2 的 1.2%提升至 1.7%，广告业务将成为利润增长核心驱动之一。

到店酒旅——Q2 到店酒店收入 45.44 亿元（-yoy13.4%），经营利润 18.92 亿元，经营利润率为 42%，利润率达到历史新高主要由于收入结构略有变化，Q2 利润率较低的酒店和到店业务收入占比下降至 46%（19Q2 为 60%），营销业务收入占比提升至 54%（19Q2 位 48%），未来 Q3 随着到店和酒店业务进一步复苏，环比利润率可能降低，但随着美团和大众点评市占率进一步提升，营销收入增加将带动利润率同保持上升。

新业务——Q2 收入 56.34 亿（+yoy22%），经营亏损 14.6 亿元，亏损率由 19Q2 的 36%收窄至 26%。Q1 疫情促使用户对于“食杂零售”配送服务需求增加，Q2 买菜，闪购等业务快速发展，美团买菜在 2020 年 7 月进一步拓展了广州等新城市，未来预计将保持快速发展。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年美团收入达 1114/1526/1998 亿元，增速为 14%/37%/31%；经调整 EBITDA 约 59/137/201 亿元,考虑公司由于业务结构转型趋势良好，营销等服务占比提升带动盈利能力增强，结合 SOTP 估值，公司 2021 年估值约 15277 亿港元，对应目标价为 260 港元，维持“买入”评级。（1 元=1.12 港币）

风险提示：骑手成本上升，行业政策风险，酒店发展不及预期，疫情反复，新用户获取不及预期。

（证券分析师：张良卫　证券分析师：郭天瑜）

中联重科（000157）：20H1 业绩超预期，后周期龙头增长确定性高

事件：公司 2020 年 H1 实现收入 288 亿，同比+29%，归母净利润 40.2 亿，同比+56%；扣非归母净利 35.1 亿，同比+66%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.10 元（含税）。

投资要点

主营产品收入大幅增长，受益于行业高景气+份额提升

分行业看，工程机械板块中混凝土机、起重机（包括工程起重机和塔机）、土方机械等其他工程机械和产品分别实现收入 86 亿、153 亿、34 亿，同比增长 15%、39%、34%，主营产品销量持续快速增长，主要受益于工程机械行业景气度延续+公司份额提升：

1）二季度以来，下游都处于疫情后的赶工状态；基建、房地产投资增速开始回暖；后周期产品更新高峰来临，同时环保政策对产品更新换代起到持续支撑作用，使得工程机械行业景气度延续。

2）起重机械、混凝土机械在国内市场份额持续提升，其中汽车起重机市占率继续稳步提升，履带起重机收入增长翻倍，市场份额达国内第一；塔机销售额创历史新高，保持全球第一的基础上份额仍在提升；混凝土机械中长臂架泵车、车载泵市场份额仍稳居行业第一，搅拌车轻量化产品优势凸显，市场份额提升至行业前三。

3）土方机械、高空作业平台等潜力市场快速突破。1-6 月公司挖机销量达 3534 台，一跃提升至国产品牌第 7 名；高空作业平台上半年销售额同比增长超过 100%，市场份额稳居行业第一梯队。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

此外，农业机械收入 10.6 亿元，同比+15.8%，结束 17 年以来的下滑趋势，实现趋稳回升；金融服务收入 4.2 亿，同比+25.1%。

盈利能力维持较高水平，期间费用率控制良好

综合毛利率 29%，同比-0.64pct。混凝土机/起重机/其他机械和产品/农机机械的毛利率分别为 27.7%/31.2%/21.7%/12.3%，分别同比+0.3pct/-0.9pct/-4.4pct/+1.9pct。其他机械和产品的毛利率下滑影响综合毛利率，我们判断主要系新产品尚处推广期和放量期，毛利率受到一定影响。

销售净利率为 14.1%，同比+2.5pct。全年期间费用率为 13.2%，同比-3.7pct，其中管理费用率、财务费用率、销售费用率均控制良好，分别同比-0.9pct/-2.6pct/-1.8pct。这主要有两点原因：1）公司将端对端销售模式推广到各产品线，使得人员精简，管理费用和销售费用出现明显下降；2）公司资金使用效率优化，2019 年后中联一直在降低债务，再加上 2020H1 汇兑损益的优化，使得财务费用率同比降幅超过 1pct。

营运能力持续优化，接近上一轮周期水平

报告期内公司存货周转天数为 111 天，同比减少 4 天；应收账款周转天数 169 天，同比大幅减少 33 天，营运能力已接近上一轮周期时的水平，主要系公司保持较为严格的信用政策，收款速度提升，营运能力大幅提高。公司经营性净现金流 14.8 亿元，同比减少 59%，主要系公司为防范经营风险，提前备货，采购付款大幅增加。

全年景气将持续，后周期产品增长确定性高

Q2 以来基建、房地产投资开始转正，疫情影响下全年基建投资不悲观；且公司混凝土和塔机产品 H1 产能受限，H2 会出现需求延迟的情况，因此我们认为下半年销量持续性会好于去年。此外，中后端产品景气度会更加凸显，公司作为中后端产品龙头，下半年业绩仍有望实现超预期增长。

盈利预测与投资评级：

混凝土机+工程起重机+塔机三大后周期品种景气持续性强，且市场份额不断集中，公司将受益于后周期品种销量高增+规模效应带来的业绩高弹性。我们预测 2020-2022 年实现归母净利润分别为 65.3/78.6/87.9 亿元，三年内业绩有望翻倍，当前股价对应 PE 分别为 10/8.4/7.5 倍，参考国内外可比上市公司，我们认为公司 PE 估值被低估，我们给予 2020 年目标估值至 11 倍 PE，对应市值 718 亿，维持目标价 9.1 元，维持“买入”评级。

风险提示：工程机械行业景气度不及预期；新业务开展不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

龙净环保（600388）：业绩降幅收窄订单环比改善，运营业务占比提升业务稳定性加强

投资要点

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 36.01 亿元，同比下降 18.85%；归母净利润 2.03 亿元，同比下降 26.75%；扣非归母净利润 1.82 亿元，同

请务必阅读正文之后的免责声明部分

比下降 25.60%；加权平均 ROE 同比下降 1.81pct，至 3.52%。

业绩下滑幅度收窄，20Q2 新增订单环比大幅改善。1）业绩下滑幅度收窄：20H1 实现营业收入 36.01 亿元，同减 18.85%，20Q2 实现营业收入 20.92 亿元，同减 25.50%；20H1 实现归母净利润 2.03 亿元，同减 26.75%，20Q2 实现归母净利润 1.35 亿元，同减 21.69%；20H1 实现扣非归母净利润 1.82 亿元，同减 25.60%，20Q2 实现扣非归母净利润 1.31 亿元，同减 16.02%。业绩下滑幅度明显收窄。2）20Q2 新增订单环比大幅改善：20H1 新增订单 49.98 亿元，同减 31.63%，20Q2 新增订单 33.6 亿元，环比大幅增长 105.31%。20H1 期末在手订单达到 208.63 亿元，比上年末增加 6.99%，同比增长 7.54%。在手订单充沛，期待后疫情阶段公司新增订单持续恢复增长。

毛利率提升 1.65pct，期间费用率上升 2.18pct。20H1 公司整体毛利率同比提升 1.65pct 至 23.20%，主要系新增合同的毛利率积极攀升所致。20H1 公司期间费用率上升 2.18pct 至 16.25%，销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.20pct、上升 1.49pct、上升 0.57pct、下降 0.08pct 至 2.63%、7.35%、4.56%、1.70%。

强化资金收支管理，经营活动净现金流大幅回正。1）公司各事业部采用更为谨慎的合同和收入确认制度，加强应收账款的催收与管理。2020 年上半年公司经营活动现金流净额 0.25 亿元，较去年同期-6.61 亿元大幅回正，同比增加 103.78%；2）投资活动现金流净额-3.66 亿元，同比下降 96.37%；3）筹资活动现金流净额 18.4 亿元，同比增加 286.43%。

大气治理龙头，内生外拓全方位环保服务。公司稳固大气治理龙头地位的同时，积极开拓：1）固废治理：垃圾焚烧发电及处置的能源子公司与工业危废的的危废事业部，目前已投资 5 个项目，投资额近 40 亿；2）水污染治理：依托龙头优势深挖现有客户需求，电厂脱硫废水市场收获明显；3）土壤及生态修复：工业场地污染修复和矿山修复两大重点方向均有收获。

收入结构改善运营占比提升，业务稳定性持续性加强。随着公司垃圾焚烧发电项目和水处理业务投运，20H1 公司运营类业务实现销售收入 1.5 亿元，同比提升近 300%，占公司业务收入/毛利比例已达 6%/9%。运营类业务占比提升进一步加强公司业务的稳定性与持续性，公司已逐步形成“设备产品制造+工程建设服务+资产持续运营”并存的格局。

盈利预测：根据公司 20 年中报披露的经营情况，预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.80/0.88/0.98 元，对应 PE 为 13/12/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：工程项目建设进度不达预期、融资改善不达预期程项目建设进度不达预期、融资改善不达预期

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

三只松鼠（300783）：高基数下短期波动，疫情导致业绩承压

事件：

公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 52.52 亿元（+16.42%），归母净利 1.88 亿元（-29.51%），扣非净利 1.53 亿元（-41.37%）。20Q2 实现营收 18.4 亿元（+11.92%），归母净利 0 亿元（-101.1%），扣非净利-0.31 亿元（-310.62%）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

高基数致线上业务数据波动，线下业务受疫情拖累。20H1 松鼠实现营收 52.52 亿元（+16.42%），其中 20Q2 实现营收 18.4 亿元（+11.92%）。分渠道看，线上平台实现收入 44.65 亿元，同比增长 10%，根绝我们线上数据跟踪，京东等新兴渠道实现较快增长，阿里渠道主要是 1）19 年公司折扣促销力度较大以抢占份额，导致高基数下 20H1 出现波动（19Q1/Q2 收入分别同增 27/68%）；2）直播带货等新兴销售手段出现后有所分流。20H1 线下投食店/联盟小店分别新开店 38/209 家，截至期末分别共有 139/478 家，实现营业收入 3.1/1.57 亿元，20H1 线下业务收入占比达到 8.9%。分产品看，坚果/烘焙/肉制品/果干/综合业务分别实现收入 28.1/7.3/6.9/3.7/6.1 亿元，同比增加 11/8/39/-9/59%，依靠新品研发，公司肉制品和综合产品实现高增长。20H1 公司推出奶奶甜、白桃枣、气泡瓜子仁等产品，其中奶奶甜销售额达 1515 万元，推新能力保证公司长期增长潜力。

线上直播分流、线下补贴门店，业绩承压。20H1 毛利率 25.74%(-5.12pct)，主要是线上直播分流后公司加大线上折扣力度，此外线下门店受疫情影响较大，公司积极帮扶减少联盟小店损失，预计也有影响。20H1 销售费用率 19.03%(-1.5pct)，管理费用率（含研发费用）2.67%(+0.62pct)，其中受益于规模效应和线上包邮力度减少物流成本下降 2 亿元，新增业务模块导致销售/管理费用中人工薪酬共增加 0.7 亿元，疫情影响线下动销导致存货盘亏报废损失增加 0.1 亿元。综上 20H1 公司实现净利率 3.58%(-2.33pct)，归母净利 1.88 亿元（-29.51%），扣非净利 1.53 亿元（-41.37%）。

盈利预测与投资评级：三只松鼠作为线上休闲食品第一品牌积极发力下，看好未来线下门店扩张节奏，线上线下协同可期。公司借助成熟的供应链优势和专业的运营团队，设立小鹿蓝蓝、铁功基、养了个毛孩、喜小雀四大子品牌，切入方便速食、婴童食品、宠物食品和定制喜礼业务，打开公司增长天花板、充分发挥供应链优势。预计 20-22 年公司营收增速+22/33/29%，归母净利增速为-29/+41/+30%，对应 PE 为 155/110/85X，维持“增持”评级。

风险提示：新品推广不佳，食品安全风险，产能投放不及预期。

（证券分析师：杨默曦）

瀚川智能（688022）：Q2 业绩恢复快速增长，多元化布局拥抱成长

事件：公司 2020 年上半年实现营收 1.73 亿元，同比+9.26%；实现归母净利 1,158 万元，同比+43.31%；扣非归母净利 921 万元，同比+21.88%。

投资要点

Q2 业绩快速回升，多元化布局成果初显

Q2 单季度公司实现营收同比+53.1%，归母净利同比+214.8%。2020Q1，受海内外疫情影响，公司部分员工及客户未能及时复工，项目延迟验收，导致公司一季度营收同比-80.24%，归母净利润同比-1164%。公司有序安排复工复产，Q2 业绩快速回升，Q2 单季度公司实现营收 1.63 亿元，同比+53.1%，实现归母净利 2,228 万元，同比+214.8%，带动上半年业绩恢复增长。我们判断 Q2 业绩恢复较快增长的主要原因系：①在境外业务受疫情影响背景下，公司加强开拓具有较大规模的国内市场，境内收入同

请务必阅读正文之后的免责声明部分

比上升，2020H1 境内收入占比达 79.55%，相比 2019 年境内收入占比 59.28%有较大幅度提升。②公司收入多元化初显，上半年新能源、医疗健康和工业互联业务板块营业收入实现较好增长。

多元化布局成果显现，绑定优质客户支撑业绩增长。公司起家于汽车电子行业，2019 年上市后，业务范围拓展为汽车电子、医疗器械、新能源电池和工业互联 4 大方向。2020 年上半年，汽车行业受疫情冲击较大，但公司依靠多元化布局仍实现了业绩增长，我们预计随着制造业整体复苏，Q3 起汽车行业投资也有望迎来回暖。公司在各领域均绑定优质客户：汽车电子行业全球 tpo10 零部件厂商中七家为公司客户；医疗健康行业，公司拥有美敦力、百特、3M、奥美医疗等客户；新能源电池行业，公司拥有亿纬锂能、欣旺达等优质客户；工业互联行业，公司拥有泰科电子、大陆集团、赫比等知名客户。优质客户为公司业绩的持续稳定增长提供了保障。

H1 盈利能力持续改善，持续加码研发

2020H1 毛利率 36.7%，同比+3.2pct。净利率 5.9%，同比+0.9pct。其中 Q2 单季度毛利率 36.9%，同比+2.8pct，净利率 13.7%，同比+7.1pct，盈利能力大幅改善。期间费用率合计 33.5%，同比+5.0pct，其中，销售费用率增长 3.3pct 至 10.4%，管理费用率（含研发费用）增长 7.2pct 至 27.1%。

研发投入持续加码。2020H1，公司对 PCB 设备产品系列、水滴智造产品线等进行了优化升级，并成功研发了无线模块化锂电池管理系统和的低成本高精度 5V3A 化成电源。上半年，公司研发投入 1,975 万元，同比+62.26%，研发费用率提升 3.7pct 至 11.4%。

存货和合同负债大幅增加，将继续贡献业绩增量

截至 2020H1 末，公司存货 3.22 亿元，同比增加 1.24 亿元；合同负债为 1.35 亿元，较 2019 年末增加 0.91 亿元，均维持在较高水平。存货和合同负债的增加，表明公司销售规模的不断增加，预计将继续为公司下半年业绩贡献增量。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 0.93/1.20/1.54 亿，对应 PE 为 45/35/27，维持“增持”评级。

风险提示：新行业市场开拓不及预期、客户集中度高、技术创新不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

阿里巴巴-SW（09988）：核心商业盈利能力恢复，新业务减亏初见成效

投资要点

公司 FY2021Q1 实现总收入 1537.51 亿元，同比增长 34%，实现经调整净利润 394.74 亿元，同比增长 27.5%，随着疫情控制，公司业务增长逐步恢复正轨。公司收入和利润水平均超市场预期。

核心商业盈利能力恢复，GMV 已达过往常态增长水平。淘宝 GMV 增速近年来逐步下降，天猫 GMV 是推动整体 GMV 快速增长的主要动力，本季度天猫 GMV 增速高达 27%，疫情对公司电商平台业务的负面影响几乎消除，从统计局的数字看，公司天猫平台 GMV 表现依然好于行业整体水平。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

电商平台业务收入增长虽明显恢复，但逐步减缓趋势明显。公司整体 GMV 增速今年来逐步下降也导致电商平台业务收入水平增长逐步减缓，公司盈利全部来自于电商平台业务，在新业务还未能支撑公司业绩增长的背景下，电商平台业务的增长放缓引发市场担忧。其中佣金收入增长 17%，相对于天猫 GMV27%的增长水平产生背离，本季度主要原因在于低佣金品类 GMV 的快速增长导致综合佣金率有所下降，以及疫情期间对商户采取的优惠政策。但佣金收入已连续 7 个季度慢于天猫 GMV 增长，我们认为这其中也难以排除竞争因素带来的拖累。

重资产业务增长显著，在平台电商业务增速逐步放缓的背景下，逐步成为关注焦点：当前重资产业务（新零售、O2O、云计算）已经培育出较大的收入体量，支撑公司收入整体持续增长，且本季度重资产业务减亏成效显著，相对于去年同期有 21.4 亿的亏损缩减，是公司利润超预期的重要原因。其中新零售业务增长强劲，实 80%的同比增长，当前已超越佣金收入的收入体量，占国内零售的比重已达 30%，盒马鲜生于 6 月底已开店达 214 家，并已在前期实现调整后 EBITDA 盈利；阿里云收入再创新高，单季度达 123.45 亿，亏损率保持在低位；O2O 业务市场前景广阔，本季度餐饮外卖的新增消费者中有 45%来自支付宝移动应用程序，表明公司的内部协同可以提高该业务的渗透。

盈利预测与投资评级：公司二季度恢复情况好于预期，我们上调公司的业绩预测，预计公司 2021、2022 和 2023 财年收入分别同比增长 31.3%/27.0%/23.9%，达到 6694.60/8502.68/10536.15 亿元；经调整归母净利润同比增长-8.1%/23.0%/26.3%，达到 1371.76/1687.42/2131.29 亿元，对应 PE36.0x/29.3x/23.2x。综合考虑公司业务成长、竞争优势与生意壁垒，我们认为公司当前的估值水平具备较强的投资价值，维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济加速下滑，竞争加剧，疫情持续时间超预期

（证券分析师：张良卫　研究助理：张飞鹏）

二六三（002467）：营业收入小幅下滑，长期营收能力不减，“视频+”战略加速推动业绩稳步向上

投资要点

事件：8 月 21 日，二六三披露中报业绩，2020 年 H1 实现营业收入 4.89 亿元，同比下滑 4.19%，实现归母净利润 1.32 亿元，同比增长 105.56%，营收率有下降，业绩整体回升。

营业收入略有下降，长期营收能力不受影响：受疫情影响，部分订单延后提货以及本期订单有所减少，公司 2020 年 Q2 营业收入有所下滑，归母净利润 0.96 亿元，同比增长 252.04%，较 Q1（0.36 亿元）环比增加 170.27%。剔除非经常性变动损益（公允价值变动损益）同比增长 56.55%，环比增加 15.01%。在线教育、远程办公、视频协作等受疫情影响需求增加，公司相应业务同比增长，其长期盈利能力持续增强，盈利在稳步上升。我们认为，二六三企业通信业务在“视频+”战略的指引下，随着公司不断深入探索新产品与各应用场景的融合，在各行业形成不同的解决方案，其营业收入增幅将逐渐回升。

费用及现金流释压，营收能力整体向好：2020 年 Q2 公司 2B 业务毛利有所提升，销售毛利率 56.11%，较 Q1(55.34%)提升 0.77pp，销售净利率

请务必阅读正文之后的免责声明部分

40.21%，较 Q1(14.69%)提升 25.52pp。2020 年 Q2 发生销售费用 0.33 亿元，同比下滑 24.57%；公司管理费用（含研发费用 0.23 亿元）0.51 亿元，同比下滑 25.26%，费用合理变动；公司财务费用-0.0069 亿元，利息收入减少导致同比下滑 83.21%。2020 年 H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 0.93 亿元，上半年企业会议、直播业务发展带来的现金流增加及疫情期间社保减免、房租减免、广告宣传费下降。较去年同期增加 61.65%，Q2 销售现金占收比（117.24%）较去年同期（99.42%）小幅提升，销售现金占收比整体保持在 100%，回款能力好，经营现金流整体趋势向好。

“视频+”战略引领，全面进入云视频会议主赛道：公司云视频业务中的视频会议业务方面，公司提出了“视频+”战略，开始全面进入云视频会议主赛道。通过“云+端+行业”的模式,以视频技术与企业内、外部深度融合，赋能行业及企业所处的上下游生态链。视频会议能解决国内多运营商之间的南北互通问题，保障高清、流畅的视频通信质量，视频会议具有全面的兼容性，可与市面主流视频会议终端互联互通且具备稳定、高清、易用等多重优势，成为现代企业面向互联网的必备赋能工具。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年的营业收入分别为 11.72 亿元、14.20 亿元以及 17.86 亿元，归母净利润分别为 2.18 亿元、2.79 亿元以及 3.65 亿元，EPS 为 0.16 元、0.20 元、0.27 元，当前股价对应 PE 分别为 44/35/26X，维持“买入”评级。

风险提示：中美贸易摩擦缓和低于预期，视频技术研发进度不及预期，核心客户流失风险。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

理邦仪器（300206）：业绩大超预期，新冠疫情促进公司加速增长

投资要点

事件：2020 年上半年实现营业收入 12.8 亿元，同比增长 135.3%；实现归母净利润 4.7 亿元，同比增长 472.5%；实现扣非后归母净利润 4.4 亿元，同比增长 536%。

业绩大超预期，Q2 业绩受海外疫情影响表现突出：受全球新冠疫情持续大规模爆发影响，公司监护仪、血气检测等产品收益显著，Q2 单季度实现收入达 9.2 亿元，同比增长 235.9%，归母净利润 3.9 亿，同比增长 755.24%，大超市场预期。我们认为，Q2 作为全球疫情集中爆发的季度，对相关抗疫产品需求是爆发性的，但考虑到海外疫情持续严峻，监护仪等产品高需求趋势有望全年持续，对公司下半年业绩有显著促进作用。

监护产品高速增长，妇幼、彩超等产品下半年有望恢复增长：上半年公司监护产品收入 8.7 亿元，同比增长 393.5%，主要系全球新冠疫情所致，预计下半年增速将有所放缓，体外诊断产品收入 1.1 亿元，同比增长 52.4%，考虑到上半年血气分析仪器装机量增长显著，预计下半年试剂消耗卡将快速放量，另外磁敏分析仪下半年有望加速增长，心电产品收入 1.1 亿元，同比增长 7.4%，预计随着公司智慧医疗业务的推广，心电产品有望加速增长，妇幼和彩超上半年分下滑 1.1%和 7.4%，但考虑到妇幼、彩超线均有新品上市以及国内医院工作正常化，预计下半年将恢复快速增长。

创新打造核心竞争力，业绩进入加速释放阶段。2011 年至 2019 年公司累计研发支出达 12.5 亿元，占同期累计收入的 21%，长期的研发投入助力

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公司进入了高端 POCT、彩超等新领域，其中血气分析和磁敏分析产品技术均处于国内领先地位，监护仪等老产品持续高端化布局，多年研发创新已进入收获期，业绩于 2019 年开始进入加速释放阶段。另外，2020 年新冠疫情爆发，对公司产品在国内外中高端医院加速打开市场有显著促进作用，公司品牌进一步增强，为公司后续持续快速增长奠定了坚实基础。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 7.11 亿、7.39 亿和 9.1 亿元，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.22 元、1.27 元和 1.56 元。当前股价对应估值分别为 18 倍、17 倍、14 倍。考虑到公司 1、监护产品高速增长，妇幼、彩超等产品下半年有望恢复增长，2、公司研发创新进入收获期，未来业绩有望进一步增长，参考可比公司估值和增速，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品研发不达预期的风险，市场竞争加剧的风险等

（证券分析师：朱国广　研究助理：刘闯）

中炬高新（600872）：业绩超预期，看好全国化

事件：

公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 25.54 亿元（+6.78%），实现归母净利 4.55 亿元（+24.31%），扣非净利 4.42 亿元（+27.48%）；其中 20Q2 实现营收 14.01 亿元（+20.67%），归母净利 2.49 亿元（40.79%），扣非净利 2.38 亿元（+42.4%）。

投资要点

C 端需求旺盛，补库存需求 + 小品类增长，收入实现高增。20H1 实现营收 25.54 亿元（+6.78%），其中美味鲜公司营收 24.92 亿元（+10.16%）；单 Q2 美味鲜公司营收 13.69 元亿（+25.02%）。1）分产品，20H1 酱油业务稳健发展，实现收入 15.83 亿元（+7.75%）；其他品类出现分化，小品类鸡精粉受餐饮拖累大幅下降（-21.85%），其他品类仍较快增长，食用油同比高增 49.66%，蚝油增速接近 40%，料酒增速超过 50%；2）分渠道，20Q2 末经销商总数达 1254 家，上半年净增 203 家，20H1 公司地市级开发率 87.83%，同比提高 4.5pct，区县开发率 45.24%，同比增加 6.9pct，未来将继续加快空白地级市及三级区县开发，持续加快全国化扩展进程。公司南部成熟市场区域 20H1 实现营收 10 亿元（+5.48%）；东部地区同比小幅收缩（-1.87%，主要是因疫情反复导致偏餐饮品类收入；中西部及北部区域实现较快增长，20H1 分别实现营收 5.21/4.06 亿元，同比 +32.23/16.13%。

成本下行、供销两旺，利润增速超预期。20H1 美味鲜归母净利 4.56 亿元（+25.73%），净利润同增 0.96pct；单 Q2 归母净利 2.5 亿元（+42.05%）。20H1 美味鲜毛利率 42.85%，同增 3.24pct，主要是 19 年 4 月增值税税率调整增加收入，部分原材料、包装物采购单价下降。成本端：公司成本控制稳定，销售人员工资待遇额及业务费用驱动销售费用+1.42%，费用投放带来了家庭端增量，弥补了餐饮消费端的下滑。20H1 管理费用率、研发费用率以及财务费用率均有所降低，同比-0.89/-0.11/-1.25pct。

产能落地铸基石，助力全国化布局。中山厂区扩产项目：重点对酱油工序进行技改升级，实现扩大酱油/料酒产能 25/2 万吨，改造、搬迁等前期工作陆续开展。厨邦三期扩产项目：预计天然油项目 Q3 可全部完工，酱

请务必阅读正文之后的免责声明部分

油煮制首期工程计划 2020 年底投入使用。阳西美味鲜二期项目（蚝油 10 万吨/年，沙司 0.7 万吨/年）亦按照 10 月底试投产目标有序推进。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年公司营收为 53/62/72 亿，同比 +14/16/16%；归母净利为 8.6/10.3/12.4 亿，同比+19/20/21%，PE 为 71/59/49X，维持“买入”评级。

风险提示：产能投放不及预期，提价不及预期，食品安全问题，疫情控制不及预期。

（证券分析师：杨默曦）

拓普集团（601689）：Q2 收入业绩双增长，新业务打开成长空间

投资要点

公告要点：2020H1 营业收入实现 25.62 亿元，同比+5.07%，归母净利润 2.16 亿元，同比+2.51%，扣非归母净利润 1.98 亿元，同比-0.34%。2020Q2 营业收入实现 13.54 亿元，同比+13.49%，归母净利润实现 1.02 亿元，同比+5.29%。公司谨慎预测，2020 年全年营业收入为 55 亿元至 65 亿元，2021 年营业收入同比增长 60%以上。

毛利率下行导致 Q2 净利润增速低于收入增速

2020Q2 净利润增速低于收入增速，核心原因在于：疫情导致盈利能力更强的海外业务收入占比下降，且固定资产折旧比例进一步上升，双重导致毛利率 Q2 同比下降了 1pct。2020H1 维度看收入结构：减震器业务同比+1.56%，内饰功能件同比+9.66%，底盘系统同比+5.74%，汽车电子同比+57.7%。2020H1 毛利率：减震器业务同比-1.45pct，内饰功能件同比+1.22pct，底盘系统同比+1.55pct，汽车电子同比-3.28pct。2020H1 国内外收入：国外收入同比+34.66%，国内收入同比-1.95%。

智能化+热管理+轻量化新业务快速推进，打造软硬件一体化 Tier0.5

公司积极推进“2+3”业务布局，力争成为软硬件一体化研发实力的 Tier0.5 级零部件领军企业。即保持 NVH 减震系统与整车声学套组两项业务国内领先的同时，前瞻布局智能驾驶系统、热管理系统、轻量化底盘系统三大新业务。2020H1 公司新业务顺利推进：1）智能刹车系统 IBS 已定型发布，产品历经四代，现处于推广阶段，并在比亚迪、吉利等车型上搭载路试。2）智能转向系统 EPS 已经进入客户试装阶段，并已经开始向包括大众在内的多家主机厂进行推广。3）电子真空泵订单量迅速增加，根据已有订单预计将很快全面达产。4）成功研发热管理系统，整合驾乘舱空调系统、电池热管理系统及电控热管理系统三大模块，单车配套金额 6000-9000 元。5）轻量化底盘系统具备综合竞争优势，可为电动车提供平台化解决方案。随着下游复苏+特斯拉国产交付+与蔚来等头部造车新势力合作，将进一步助推公司 Q3 业绩进入持续改善通道。

盈利预测与投资评级：拓普是汽车零部件多品类路径的典型代表，新的一轮成长有望开启。核心看点：1）新能源催化下带来轻量化业务快速增长，特斯拉客户放量成为最大亮点。2）智能化产品+热管理系统逐步放量，打开公司未来长期成长空间。3）跟随行业需求复苏传统业务业绩改善可期。我们预计 2020-2022 年归母净利润 5.63/10.22/13.34 亿元，同比增速 23.4%/81.4%/30.6%，PE 为 73.89X/40.72X/31.18X，维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：下游汽车需求复苏低于预期；全球疫情扩散超出预期。

（证券分析师：黄细里）

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