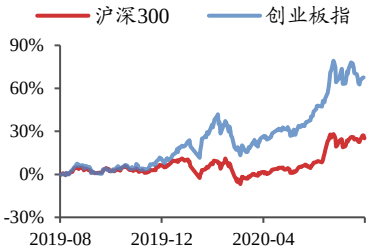
2020 年 08 月 20 日

开源晨会 0820

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
公用事业	1.33
食品饮料	0.09
交通运输	0.03
采掘	-0.2
建筑材料	-0.28

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	-3.85
电子	-3.25
计算机	-2.88
医药生物	-2.76
传媒	-2.72

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

观点精粹

总量视角

【宏观】流动性“新知”系列之一：流动性框架之二十年大变迁——宏观深度报告-20200818

随着银行表外、非银等业务发展，传统流动性分析框架已不能完全适用当前流动性变化。我们将全面梳理过去二十年流动性变化，尝试建立新的流动性分析框架。

行业公司

【中小盘：青鸟消防(002960.SZ)】消防电子龙头强者恒强，三轮驱动加速发展——公司首次覆盖报告-20200819

青鸟消防是国内消防电子龙头，以核心的火警报警系统为主，延伸了应急疏散逃生与自动灭火等业务。强制政策带来消防需求刚性且持续稳健增长，其中消防产品规模近千亿，并且市场化改革推动行业集中度持续提升。公司作为行业龙头，品牌、渠道、一站式服务等优势显著，且通过自研专用芯片“朱鹮”将进一步降本提效，充分受益行业的加速集中。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.24/5.16/6.32 亿元，对应 EPS 分别为 1.72/2.10/2.57 元，当前股价对应 PE 分别为 24.9/20.4/16.7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

【房地产：滨江集团(002244.SZ)】新晋千亿龙头，品牌、管控、效率熠熠生辉——公司首次覆盖报告-20200819

滨江集团持续聚焦杭州、深耕浙江、辐射华东、开拓粤港澳大湾区，关注中西部重点城市；公司销售破千亿规模，品牌效应明显，融资成本持续下行，管理细化、提质提效。预计公司 2020-2022 年营收分别为 324、404、493 亿元，同比分别增长 29.8%、24.8%、21.9%；归母净利润分别为 21、27、33 亿元，同比分别增长 30.4%、25.4%、24.1%，EPS 分别为 0.68、0.86、1.06 元，当前股价对应 PE 为 7.0、5.6、4.5 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

【食品饮料：中国飞鹤(06186.HK)】业绩超预期，产品结构持续升级——公司信息更新报告-20200819

中国飞鹤发布 2020 年中报，2020H1 实现营收 87 亿元，同比增长 48%；实现净利 28 亿元，同比增长 57%。龙头中国飞鹤渠道力、产品力、品牌力强，可在稳固强势区域的领先地位的同时继续扩张弱势区域，市场份额仍可提升。公司业绩超预期，我们上调盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 57.5 亿元、72.1 亿元、91.8 亿元，EPS 分别 0.64（+0.03）、0.81（+0.02）、1.03（+0.01）元，当前股价对应 PE 分别为 26、21、16 倍，维持“增持”投资评级。

研报摘要

总量研究

【宏观】流动性“新知”系列之一：流动性框架之二十年大变迁——宏观深度报告-20200818

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004

随着银行表外、非银等业务发展，传统流动性分析框架已不能完全适用当前流动性变化。我们将全面梳理过去二十年流动性变化，尝试建立新的流动性分析框架。

流动性分析的核心在于把握资金供需变化，不同维度流动性相互影响在增强

流动性可分为五个维度，分析的核心在于把握资金供需变化。从供需角度，我们将流动性分为央行、银行、非银、金融市场和实体五个维度。银行位于核心，既从各渠道获得资金，也是除央行外主要资金供给方；非银的资金获取渠道相对单一、供给灵活，金融市场供需相对多样；实体企业融资逐渐丰富，个人较为单一。

随着银行表外、非银等业务发展，不同维度流动性之间的割裂逐步被打破、相互影响增强。传统周期下，资金供需较为单一、基本依靠银行，资金定价和流动市场化程度不高。2011 年之后，银行表外业务快速增长，资金通过券商等流向金融市场和实体明显增多，推动资金供需多元化，不同维度流动性互动更加市场化。

大历史观看，二十年流动性框架变迁，与银行表外、非银等业务扩张紧密相关

流动性框架变化突出表现为，实体流动性多元化，及银行表外、非银等行为的影响增强。2000 年至 2010 年，实体融资渠道相对单一、主要依靠贷款；2011 年之后，银行表内资金通过非银等出表增多，带动非标、债券等实体融资多元化，使得传统货币供应和信贷指标已不能完全反映流动性变化。同时，银行表外和同业、非银等流动性互动增多、规模迅速扩张，对实体、金融市场等流动性影响增强。

流动性框架变化，在机构报表上也已有明显体现，央行和同业往来增多。流动性变化在央行报表主要体现为货币供应方式的变化，外汇占款大幅下降、央行对银行债权持续抬升。反映在银行报表上，金融债券发行、对央行和非银负债增长加快；银行表外业务相关科目规模一度大幅扩张，银行与银行、非银同业往来增多。

流动性变化带来的融资和交易结构变化，容易间接抬升成本、加大市场波动

流动性变化带来的融资多元化、市场化，有利于资源分配，但容易出现监管缺位、间接抬升融资成本等问题。随着多维度流动性互动增加，银行信贷等行为市场化程度提高；同时，企业更容易通过债券、非标等渠道融资。然而资金流通环节增多的过程中，部分资金绕开监管等行为，可能导致一些风险的监管和定价不够充分；资金刚兑等行为带来的金融机构负债刚性，也容易间接抬升实体融资成本。

资金与监管博弈的过程中，流动性和交易行为，对市场的影响增强。随着非银和市场等扩容，资金与监管博弈增多，监管、风险事件等对流动性的影响增强；同时，市场交易结构明显变化，非银等机构的市场参与度大幅提升。相较于银行，非银负债稳定性较弱、杠杆交易较多，更容易受流动性影响，进而加大市场波动。

风险提示：金融风险暴露，及监管政策变化。

行业公司

【中小盘：青鸟消防(002960.SZ)】消防电子龙头强者恒强，三轮驱动加速发展——公司首次覆盖报告-20200819

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002| 丁旺（联系人）证书编号：S0790120040007

稳健增长的国内消防电子龙头，首次覆盖给予“买入”评级

青鸟消防是国内消防电子龙头，以核心的火警报警系统为主，延伸了应急疏散逃生与自动灭火等业务。强制政策带来消防需求刚性且持续稳健增长，其中消防产品规模近千亿，并且市场化改革推动行业集中度持续提升。公司作为行业龙头，品牌、渠道、一站式服务等优势显著，且通过自研专用芯片“朱鹮”将进一步降本提效，充分受益行业的加速集中。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.24/5.16/6.32 亿元，对应 EPS 分别为 1.72/2.10/2.57 元，当前股价对应 PE 分别为 24.9/20.4/16.7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

政策推动消防产品渗透率持续提升，龙头市占率提升空间大

目前国内消防产品市场规模近 1000 亿，其中公司主营的消防报警行业市场规模接近 300 亿元，过去 10 年 CAGR 达 15.5%。政策的强制性决定了消防行业需求刚性，同时近年来陆续出台了一系列规范政策和指导意见，对住宅建筑的消防报警和智能疏散等设施提出了更高的要求，推动各类消防产品渗透率持续提升。竞争格局方面，由于技术壁垒较低且部分地区存在地方保护主义，国内消防企业以地方性小企业为主，CR30 不到 10%，而美国消防产品行业 CR3 早已超 30%。行政审批取消后，国内消防产品行业市场化竞争环境日益成熟，龙头企业在品牌、渠道、一站式服务等方面的优势逐步突显，行业集中度持续提升。

新技术、新市场、新产品，三轮驱动公司快速成长

公司研发队伍实力业内领先且研发费用长期维持在收入 5%左右的水平，近三年研发费用复合增速达 32.6%。持续的高研发投入使公司技术优势不断强化，自研 “朱鹮”芯片是国内第一款消防专用芯片，抗干扰性强、性能更强且综合成本更低，有助于公司持续降本增效，进一步抢占市场份额。公司火灾报警系统正切入更加广阔和高端的工业应用领域，同时强制性政策落地推动智能疏散业务持续高增长。收购法国 Finsecur SAS，在获得新技术、新产品的同时打开了海外欧洲市场。新技术、新市场、新产品，三轮驱动公司进入发展快车道。

风险提示：市场竞争加剧、自研芯片应用不及预期、新业务拓展不及预期。

【房地产：滨江集团(002244.SZ)】新晋千亿龙头，品牌、管控、效率熠熠生辉——公司首次覆盖报告-20200819

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（联系人）证书编号：S0790120060038

聚焦杭州，辐射华东，品牌与规模齐飞，首次覆盖给予“买入”评级

滨江集团持续聚焦杭州、深耕浙江、辐射华东、开拓粤港澳大湾区，关注中西部重点城市；公司销售破千亿规模，品牌效应明显，融资成本持续下行，管理细化、提质提效。预计公司 2020-2022 年营收分别为 324、404、493 亿元，同比分别增长 29.8%、24.8%、21.9%；归母净利润分别为 21、27、33 亿元，同比分别增长 30.4%、25.4%、24.1%，EPS 分别为 0.68、0.86、1.06 元，当前股价对应 PE 为 7.0、5.6、4.5 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

品牌优势明显，销售晋级千亿

2019 年公司实现销售金额 1121 亿元，同比增长 31.8%，近五年复合增速 48.2%。公司销售破千亿规模，重点布局浙江省境内。2020 年，公司公告继续提出保持 1000 亿元以上的销售规模目标。公司时间节点管控强，项目去化速度快；产品品牌效应明显。

拿地积极，聚焦杭州，深耕浙江

2019 年公司拿地建面 295.39 万平米，同比减少 15%；拿地金额 504 万平米，同比增长 1.5%；拿地均价有所提升主要源于公司拿地仍然重点布局在浙江省内核心区域核心地段。2019 年公司在杭州、浙江（杭州以外）拿地金额占比分别为 74%、26%。2018-2019 年权益维度的拿地金额/销售金额达到 48%、64%，公司仍在积极扩土储过程中。2019 年末公司土地储备可售货值约 2500 亿元。

融资优势明显，杠杆维持低位

融资余额有所提升，无短期偿债压力。2019 年公司融资余额 318.61 亿元，同比增长 22%，短期债务占比仅 33%，在手货币资金对短债覆盖率达 114%。2019 年公司综合融资成本 5.6%，同比下降 0.2 个百分点，在公司拓规模、加杠杆的过程中，公司融资成本逆势向下，展现了市场对公司经营模式和运营结果的充分肯定。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

【食品饮料：中国飞鹤(06186.HK)】业绩超预期，产品结构持续升级——公司信息更新报告-20200819

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038

业绩超预期，维持“增持”评级

中国飞鹤发布 2020 年中报，2020H1 实现营收 87 亿元，同比增长 48%；实现净利 28 亿元，同比增长 57%。龙头中国飞鹤渠道力、产品力、品牌力强，可在稳固强势区域的领先地位的同时继续扩张弱势区域，市场份额仍可提升。公司业绩超预期，我们上调盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 57.5 亿元、72.1 亿元、91.8 亿元，EPS 分别 0.64（+0.03）、0.81（+0.02）、1.03（+0.01）元，当前股价对应 PE 分别为 25、20、16 倍，维持“增持”投资评级。

应对疫情公司反应迅速，2020H1 高端婴幼儿配方奶粉高速增长

公司 2020H1 营收同比增 48%的主因为：（1）高端星飞帆及超高端臻稚有机产品系列快速增长，拉动高端婴幼儿配方产品系列同比增 73%；公司品牌力增强，普通婴幼儿配方奶粉产品系列同比增 9.4%；（2）持续开拓渠道，通过 1900 多名客户覆盖超 11.9 万个零售销售点，线下客户数及覆盖网点数稳步增长；（3）公司应对疫情反应迅速，1-2 月生产成品同比增 40%以上，终端不断货，且及时开展线上营销活动，疫情影响有限。展望未来，随着公司品牌力增强、渠道覆盖进一步深化，预计 2020 年中国飞鹤营收仍会高速增长。

净利率提升主因毛利率提升及销售费用率下降

2020H1 公司净利率同比增长 1.9pct 至 31.6%，其中毛利率提升 3.5pct 至 70.9%的主因为：（1）产品结构持续升级，高端婴幼儿配方奶粉产品系列占比提升 11.3pct 至 77.8%；（2）收缩促销力度，2020H1 高端婴幼儿配方奶粉产品系列、普通婴幼儿配方奶粉产品系列毛利率分别提升 0.7、2.6pct 至 74.2%、63.1%。2020H1 销售费用率同比下降 1.1pct 至 25.2%的主因为：（1）规模效应逐渐体现；（2）疫情影响下，公司开展线上营销，如采用直播活动等方式，扩大覆盖面，而线上营销活动成本较线下小。展望未来，公司产品结构持续升级、促销力度收缩，预计毛利率可提升；规模效应显现、品牌力提升下销售费用率或略降，预计公司 2020 年净利仍会保持较高增速。

风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期风险、原料价格波动风险等。

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn