晨会聚焦-20200820

■重点关注

【固收】利率债供给对债市冲击有限：8-12 月利率债发行测算*肖成哲。在既定的预算目标之下，下半年利率债的供给问题值得关注。

【基金】如何有效识别科技基金经理“能力圈”？：基金投资专题报告三*郭军。要点：1）结构性科技牛下，科技主题基金业绩分化显著。2）持仓越纯粹的基金成为优质科技投资标的概率越高。3）科技基金专注度在基金产品和前十重仓股组合业绩层面显现出“U 型”效应。4）科技专注度的“U 型”效应或源于行业基金经理能力圈的不对称性。5）对科技板块细分行业的归因分析进一步证明越专注的科技基金成为优质标的可能性越大。

【电新】电力设备与新能源行业 8 月第 3 周周报：全球新能源汽车景气向上，光伏产业链再提价*沈成 李可伦。下半年光伏需求有望强势复苏，产业链各环节供需格局迎来边际改善，盈利有望修复，异质结新技术值得期待。疫情冲击新能源汽车上半年销量，下半年需求有望明显回暖，长期高增长可期；中游竞争格局持续优化，全球供应链加速导入；上游锂钴基本面筑底，供需格局有望持续优化。电力设备方面，电网工程投资连续强复苏，将有超过 10 条特高压线路开始进入建设周期，核心供货企业有望显著受益。

【电新】汇川技术：工控业务快速增长，盈利能力连季提升*李可伦 沈成。公司发布 2020 年中报，业绩增长 94%符合预期。公司通用自动化板块大幅增长，新能源乘用车显著放量，盈利能力持续回升；维持增持评级。

【电新】璞泰来：中报业绩符合预期，负极材料逆势增长*沈成 张咪。公司发布 2020 年半年报，业绩同比下滑 25%符合预期。公司锂电材料一体化布局日益完善，维持增持评级。

【电新】晶澳科技：组件业务量利同升，一体化产能持续扩张*沈成 李可伦。公司发布 2020 年中报，盈利增长 78%符合预期。公司一线组件品牌、渠道价值逐步显现，一体化产能持续稳步扩张；维持增持评级。

【化工】苏博特：中报业绩超预期，内生增长动力强劲*余嫄嫄 鞠龙。苏博特发布 2020H1 财务报告，公司实现营业收入为 14.32 亿元，同比增长 3.01%；归母净利润为 1.67 亿元，同比增长 24.52%。预计 2020-2022 年每股收益分别为 1.60 元、2.06 元、2.47 元，对应 PE 分别为 21.7 倍、16.9 倍、14.0 倍。维持买入评级。

【轻工】梦百合：内生增速环比改善，加码海外产能布局*杨志威 刘凯娜。公司发布 2020 年半年度报告：报告期内，公司实现营收 24.2 亿元，同比+52.89%，归母净利润 1.5 亿元，同比+2.89%，归母扣非净利润 1.6 亿元，同比+19.20%。其中，20Q2 实现营收 13.6 亿元，同比+71.22%，归母净利润 0.7 亿元，同比-0.77%，归母扣非净利润 0.8 亿元，同比-10.36%。公司产品、渠道、营收拓展顺利，营收恢复高增长，全球产能布局稳步推进，原材料价格保持历史低位，MOR 并表短期拖累盈利水平，我们调整公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.23/1.69/2.03 元，同比增长 12.9%、38.1%、20.0%，当前股价对应 2020 年 PE23.9X，维持买入评级。

8 月金股组合

股票代码	股票名称
300059.SZ	东方财富
600438.SH	通威股份
002233.SZ	塔牌集团
603916.SH	苏博特
688012.SH	中微公司
601689.SH	拓普集团
000739.SZ	普洛药业
600887.SH	伊利股份
603801.SH	志邦家居
002230.SZ	科大讯飞

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3408.13	(1.24)
深证成指	13480.85	(2.09)
沪深 300	4740.68	(1.50)
中小板指	8991.01	(2.01)
创业板指	2612.84	(3.27)

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
轻工制造	1.33	休闲服务	(3.85)
建筑材料	0.09	电子	(3.25)
交通运输	0.03	计算机	(2.88)
采掘	(0.20)	医药生物	(2.76)
公用事业	(0.28)	传媒	(2.72)

资料来源：万得，中银证券

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军
(8621)20328310
jun.wang_sh@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

证券分析师：兰晓飞
(8610)66229085
Xiaofei.Lan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003

重点关注

【固收】利率债供给对债市冲击有限：8-12 月利率债发行测算

肖成哲

在既定的预算目标之下，下半年利率债的供给问题值得关注。

8-12 月利率债仍有较大供给空间。8 月国债发行“缩量”，财政倾向配合货币“有机协同”，后续国债的发行高点预计在 10 月；新增地方债大概率呈现前高后低节奏。随着下半年稳经济压力转化为“六稳”、“六保”的结构性问题，三类政金债的发行预计会整体缩量。食品价格同比预计整体走弱、贸易进出口持续向好，对农发债和进出口债发行形成压制；根据地方债的同源性和抗疫高峰已过的现状，不难推算出国开债发行也会缩量。我们预计 8-12 月利率债的总发行规模为 8.5 万亿元，净融资 5.4 万亿元，供给显著高于 2019 年同期；节奏上大体呈现下滑态势，10 月较 9 月略有反弹，发行峰值有可能出现在 8 月。

下半年利率债的发行对债券市场有直接和间接影响，但利空效果都有限。从直接的供给扩张考虑，由于商业银行配置盘力量的存在，债券供给压力增加对市场的困扰并不大。从间接的基建角度出发，专项债用作资本金，到刺激基建和经济并奏效仍有一定传导期，且今年基建节奏和去年或有不同。

债市可以阶段性乐观些。监管同意同业存单利率上行的初衷之一是给一年期 MLF 平价操作来铺路，至此货币市场短端和中长端的资金成本和政策利率倒挂问题都得以解决。财政和货币的协同只是结构性问题，从总量看刺激还是边际趋缓的。后续相对温和的政策刺激，以及经济的持续复苏是可以被 price in 的，难以构成债市超预期的扰动力量。

风险提示：美国大选不确定性、海外疫情风险冲击、情景模拟和真实债基、金融债发行之间存在偏误。

【基金】如何有效识别科技基金经理“能力圈”？：基金投资专题报告三

郭军

结构性科技牛下，科技主题基金业绩分化显著。2018 年 12 月至 2020 年 8 月区间，电子和计算机行业大幅跑赢沪深 300 指数，而传媒和通信行业跑输沪深 300 指数，业绩分化。此轮行情下，科技类公募基金业绩分化同样显著，筛选优质科技基金标的具有重要意义。

持仓越纯粹的基金成为优质科技投资标的概率越高。借鉴权益投资“关注主营业务收入”的思路，重仓股可以认为是基金经理为获取收益而重仓押注的核心资产，当产品的业绩比较基准被明确设定为某科技行业指数时，若该产品重仓股中科技板块的配置比例越高，说明该投资经理对自己行业的选股和配置能力更有自信。

科技基金专注度在基金产品和前十重仓股组合业绩层面显现出“U 型”效应。基于对过去 1 至 4 季度的科技专注度遍历筛选确认的专注度最高的基金池，虽然在产品和前十总仓股层面区间收益是最高的，但专注度为中的基金和前十大重仓股组合区间业绩是最差的，反而科技专注度最低的一组基金无论是产品层面业绩、还是重仓股业绩反而更优一些。

科技专注度的“U 型”效应或源于行业基金经理能力圈的不对称性。根据其科技专注度指标分组，科技重仓股分组区间收益率随科技专注度提高而提升，而非科技的重仓股组合则随着专注度指标增加而持续减弱。反映出基金经理，尤其是行业基金经理存在一定的“个人能力圈”的限制的，科技关注度的“U 型”效应本质科技基金经理在专业与非专业领域能力圈不对称性的综合体现。

对科技板块细分行业的归因分析进一步证明越专注的科技基金成为优质标的可能性越大。将 TMT 进一步重仓股拆分为电子、计算机、传媒和通信四个细分行业以考察三组基金池中基金对细分行业的选股和配置能力。归因结果表明除传媒行业外，随着基金产品在科技的专注度提升，对科技细分子行业的收益能力也在增强。上述归因分析结果也进一步验证了“越纯粹的科技基金越可能是优质标的”的思路

风险提示：疫情超预期、政策收紧、贸易摩擦升级等带来的市场大幅度波动风险以及策略失效风险

【电新】电力设备与新能源行业 8 月第 3 周周报：全球新能源汽车景气向上，光伏产业链再提价

沈成 李可伦

下半年光伏需求有望强势复苏，产业链各环节供需格局迎来边际改善，盈利有望修复，异质结新技术值得期待。疫情冲击新能源汽车上半年销量，下半年需求有望明显回暖，长期高增长可期；中游竞争格局持续优化，全球供应链加速导入；上游锂钴基本面筑底，供需格局有望持续优化。电力设备方面，电网工程投资连续强复苏，将有超过 10 条特高压线路开始进入建设周期，核心供货企业有望显著受益。

本周板块行情：本周电力设备和新能源板块下跌 0.62%，其中工控自动化指数上涨 5.75%、新能源汽车板块上涨 0.35%、锂电池指数上涨 0.03%、核电板块下跌 1.07%、发电设备下跌 1.50%、光伏板块下跌 1.52%、风电板块下跌 4.52%。

本周行业重点信息：新能源汽车：高工锂电：2020 年 7 月我国新能源汽车生产约 9.6 万辆，同比增长 30%，环比增长 5%；7 月国内动力电池装机量约 4.99GWh，同比增长 6%，环比增长 6%。据欧洲各国公布的数据，德、法、英等 8 个主要的欧洲国家 7 月的新能源汽车的销量已超 9.95 万台，同比增长 214%。**新能源发电：**产业链价格动态：隆基 G1、M6 硅片涨至 3.1、3.25 元/片， 后期硅料每涨 3 元相应加价 0.05 元/片；中环 G1 硅片报价 2.88 元/片，M6 硅片报价 3.03 元/片；通威 G1 与 M6 电池片报价 0.97 元/W，M2 电池片报价 0.95 元/W。

本周公司重点信息：2020 年中报：锦浪科技（盈利 1.18 亿元，同比增长 281.87%）、**星源材质**（盈利 7,136 万元，同比下降 58.44%）、**信捷电气**（盈利 1.43 亿元，同比增长 99.06%）、**许继电气**（盈利 3.54 亿元，同比增长 80.72%）。**宁德时代：**拟在 12 个月内围绕主业，以证券投资方式对境内外产业链上下游优质上市企业进行投资，投资总额不超过 190.67 亿元（不含）人民币或等值币种，其中境外投资总额不超过 25 亿美元。**晶澳科技：**签订框架协议，计划投资 58 亿元，在云南曲靖经济技术开发区建设 20GW 单晶拉棒及切片项目。**爱旭股份：**计划在浙江义乌投资建设年产 36GW 高效太阳能电池及配套项目，总投资预计 200 亿元（含流动资金），建设周期预计为 7 年，将采取分期投资方式实施，其中首期项目为义乌第四、第五期年产 10GW 高效晶硅电池项目，投资约 40 亿元。**天合光能：**签订投资合作协议，拟在江苏盐城投资不超过 30 亿元（新建部分）建设合计 10GW 高效 210mm 大尺寸太阳能电池项目，包括新建 7.6GW 及现有产能技改升级 2.4GW，计划在 2021 年底电池产能合计达到 26GW 左右，其中 210mm 产能占比达到 70%左右。**涪陵电力：**拟非公开发行不超过 1.05 亿股，募资不超过 18.80 亿元，其中 13.22 亿元用于收购国家电网下辖省属综合能源服务公司配电网节能资产及相关 EMC 合同权利、义务，5.58 亿元用于补充流动资金、偿还银行贷款。**中来股份：**实际控制人林建伟、张育政拟将其直接持有的 7,458 万股公司股份及控制权转让给杭锅股份，转让款合计人民币 7.38 亿元，转让完成后公司控股股东将变更为杭锅股份，实际控制人将变更为王水福、陈夏鑫及谢水琴。

风险提示：疫情影响超预期；投资增速下滑；政策不达预期；价格竞争超预期；原材料价格波动。

【电新】汇川技术：工控业务快速增长，盈利能力连季提升

李可伦 沈成

公司发布 2020 年中报，业绩增长 94%符合预期。公司通用自动化板块大幅增长，新能源乘用车显著放量，盈利能力持续回升；维持增持评级。

支撑评级的要点

中报业绩增长 94%符合预期：公司发布 2020 年中报，上半年实现营业收入 47.84 亿元，同比增长 75.95%；实现归属于上市公司的净利润 7.74 亿元，同比增长 94.33%，扣非后盈利同比增长 104.12%。公司中报业绩接近预告区间上限，符合我们和市场的预期。

毛利率环比持续回升，费用水平显著下降：上半年公司综合毛利率 39.81%，同比下降 1.21 个百分点，在一定程度上受到贝思特并表的影响。分季度来看，二季度公司综合毛利率 40.42%，同比略降 0.33 个百分点，环比提升 1.89 个百分点，连续三个季度保持环比向上。公司上半年期间费用率同比下降 4.71 个百分点至 24.43%，其中销售费用率、研发费用率分别同比下降 1.60、3.09 个百分点。

通用自动化板块收入订单大幅增长：上半年公司通用自动化业务（含电液 SBU）实现销售收入约 21.18 亿元，同比增长约 56%，其中，通用变频实现销售收入 9.2 亿元，通用伺服实现销售收入 8.17 亿元，PLC&HMI 实现销售收入 2.3 亿元，电液伺服系统实现收入 1.49 亿元（不含伊士通）。电梯业务方面收入 18.57 亿元，同比增长约 200%，其中贝思特产品收入 13.07 亿元，毛利率 26.21%。订单方面，上半年工业自动化&电梯&工业机器人方面新增订单 37.78 亿元，同比增长 44.18%。

新能源乘用车业务显著放量：上半年受益于互联网造车新势力销售放量，公司乘用车电机电控产品销售收入同比取得快速增长，上半年新能源汽车业务实现销售收入 3.29 亿元，同比增长约 46%。此外公司轨道交通业务实现收入 0.95 亿元，同比下滑 58%；工业机器人业务（含上海莱恩）收入 0.76 亿元，同比增长约 65%。

估值

结合公司中报情况，我们将公司 2020-2022 年预测每股收益调整至 0.95/1.19/1.47 元（原预测摊薄每股收益为 0.79/1.01/1.27 元），对应市盈率 58.4/46.6/37.7 倍；维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

疫情影响超预期；制造业景气度不达预期；价格竞争超预期；新能源汽车行业需求不达预期；新能源汽车客户拓展不达预期；物料成本上涨。

【电新】璞泰来：中报业绩符合预期，负极材料逆势增长

沈成 张咪

公司发布 2020 年半年报，业绩同比下滑 25%符合预期。公司锂电材料一体化布局日益完善，维持增持评级。

支撑评级的要点

半年报业绩同比下滑 25%符合市场预期：公司发布 2020 年半年报，实现营业收入 18.88 亿元，同比下降 13.30%，实现归属上市公司股东净利润 1.97 亿元，同比下降 25.44%，实现扣非盈利 1.75 亿元，同比下降 26.84%。公司业绩符合预期。

负极材料逆势增长，海外市场成销量支撑：2020 年上半年，公司负极材料出货量 2.22 万吨，同比增长 6.02%，实现收入 13.67 亿元，同比下降 1.65%。公司负极材料出货量逆势增长的主要原因是欧洲新能源汽车销量高增长带动公司海外客户订单增长，有效对冲了国内需求的下滑。

下游订单需求恢复，涂覆隔膜景气度有望提升：2020 年上半年，公司涂覆隔膜出货量 2.19 亿平，同比下降 8.41%，收入 2.82 亿元，同比下降 16.93%，主要原因是疫情导致国内下游动力电池客户订单需求下降。随着下游客户订单需求逐步恢复，公司涂覆隔膜出货量及毛利率有望提升。

锂电设备收入下滑，加速推广中后段设备：2020 年上半年，公司锂电设备实现收入 1.27 亿元，同比下降 45.95%，主要原因是疫情导致公司在手订单交付延迟。考虑对内销售金额，公司锂电设备实现收入 2.43 亿元，同比下降 11.27%。公司加速锂电中后段设备的研发、推广和销售工作，培育业绩新增长点。

期间费用率显著提升，盈利质量有所改善：2020 年上半年，公司毛利率 30.62%，同比提升 3.69 个百分点；期间费用率 17.42%，同比提升 4.27 个百分点；净利率 11.26%，同比下降 0.89 个百分点。公司经营活动现金流量 2.24 亿元，同比增长 13.71%。

估值

在当前股本下，结合公司半年报与行业近况，我们将公司 2020-2022 年的预测每股盈利调整至 1.70/2.44/3.10 元（原预测为 1.87/2.54/3.30 元），对应市盈率 60.7/42.2/33.2 倍；维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

新冠疫情影响超预期；新能源汽车需求不达预期；价格竞争超预期；并购业务整合不达预期。

【电新】晶澳科技：组件业务量利同升，一体化产能持续扩张

沈成 李可伦

公司发布 2020 年中报，盈利增长 78%符合预期。公司一线组件品牌、渠道价值逐步显现，一体化产能持续稳步扩张；维持增持评级。

支撑评级的要点

中报业绩增长 78%符合预期：公司发布 2020 年中报，上半年实现营业收入 108.84 亿元，同比增长 22.73%；实现归属于上市公司的净利润 7.01 亿元，同比增长 77.74%，扣非后盈利同比增长 78.74%。公司中报业绩符合预告区间，符合我们和市场的预期。

组件出口表现优秀，盈利能力提升：上半年公司在全力以赴做好疫情防控的同时，保持生产经营稳定运行，科学安排复工复产，实现组件出货量 5.46GW，收入 97.41 亿元，同比增长 21.36%，毛利率同比提升 4.44 个百分点至 24.31%。其中海外组件出货量 3.91GW，占比 71.65%，实现境外收入 75.72 亿元，同比增长 32.46%，毛利率 25.13%，同比提升 5 个百分点。

费用水平略有下降，经营净现金流压缩：上半年公司期间费用率合计 13.31%，同比下降 1.46 个百分点。其中管理费用率同比下降 0.6 个百分点至 3.60%，财务费用率同比下降 0.71 个百分点至 2.49%。现金流方面，上半年公司经营性现金流净额 5,793 万元，同比下降 85.86%，其中流入额 97.12 亿元，同比增长 10.92%。

一体化产能持续扩张：公司有序扩张高效产能，发挥垂直一体化的优势，强化质量与成本控制，上半年公司新建曲靖 2GW、包头 2.6GW 拉晶项目顺利投产，宁晋三四车间 3.6GW 电池升级项目有序推进，合肥 1.5GW、扬州 4GW 组件产能陆续投产。今日公司同时公告，拟新投建 4GW 切片、4GW 电池、3.2GW 组件产能，总投资 16.44 亿元。此外公司增发（已通过发审委审核）募投的 5GW 电池和 10GW 组件产能正按计划推进中。

估值

在当前股本上，结合公司中报与行业供需情况，我们将公司 2020-2022 年预测每股收益调整至 1.11/1.46/1.74 元（原预测数据为 1.11/1.29/1.49 元），对应市盈率 20.4/15.6/13.0 倍；维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

新冠疫情影响超预期；光伏政策不达预期；组件价格竞争超预期；海外贸易壁垒风险。

【化工】苏博特：中报业绩超预期，内生增长动力强劲

余嫄嫄 鞠龙

苏博特发布 2020H1 财务报告，公司实现营业收入为 14.32 亿元，同比增长 3.01%；归母净利润为 1.67 亿元，同比增长 24.52%。

支撑评级的要点

外加剂销量恢复较快，产品盈利能力持续强势，助力业绩超预期。虽然受到疫情影响以及雨水天气影响，但是公司产品附加值优势凸显，市占率加速提升，出货量恢复较快，其中功能性材料表现尤为优秀。根据公司公告，2020H1 高性能减水剂销量为 40.44 万吨，同比下降 6.37%；功能性材料销量为 8.15 万吨，同比增长 23.48%。从价格端来看，高性能减水剂价格为 2,329.48 元/吨（YOY-2.51%）；功能性材料价格为 1,885.94 元/吨（YOY-2.10%）。成本端来看，环氧乙烷平均采购价格同比下降 9.09%。2020H1 公司综合毛利率为 45.98%，同比提升 0.98pct。2020H1 公司期间费用率为 29.35%，同比下降 1.66pct，其中销售费用率为 15.47%，同比下降 2.11pct，源于销售运费减少。

产能投放缓解供应短板，确保全年销量增长目标。泰兴三期项目 62 万吨高性能混凝土外加剂建设项目已基本建成，将于 9 月正式投产，公司产能不足的短板将得到充分缓解。另一方面，2019 年公司收购江苏省建筑工程质量检测中心 58%股权，检测中心 2020 年上半年实现净利润 4,038.70 万元。此外，公司向辽宁省建设科学研究院有限责任公司增资 4,219.73 万元，持有 38%的股权。这有助于为公司积极开拓 2C 业务铺垫道路。

拟推股权激励绑定检测中心员工，促进公司持续、稳健、快速的发展。公司拟向检测中心任职的董事、高级管理人员等 36 名员工授予 294 万股限制性股票，授予价格为每股 17.22 元。按照业绩考核目标，以 2019 年净利润为基数，2020-2021 年净利润增长率分别不低于 8%/16%。

估值

预计 2020-2022 年每股收益分别为 1.60 元、2.06 元、2.47 元，对应 PE 分别为 21.7 倍、16.9 倍、14.0 倍。维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

项目投产不及预期；产品价格大幅波动。

【轻工】梦百合：内生增速环比改善，加码海外产能布局

杨志威 刘凯娜

公司发布 2020 年半年度报告：报告期内，公司实现营收 24.2 亿元，同比+52.89%，归母净利润 1.5 亿元，同比+2.89%，归母扣非净利润 1.6 亿元，同比+19.20%。其中，20Q2 实现营收 13.6 亿元，同比+71.22%，归母净利润 0.7 亿元，同比-0.77%，归母扣非净利润 0.8 亿元，同比-10.36%。

支撑评级的要点

营收内生增长环比改善。报告期内，公司营收同比增长 52.89%，其中，记忆绵床垫、沙发、电动床、记忆绵枕分别同比增长 40.51%、101.16%、99.15%、3.10%，并新增卧具、餐桌椅收入 1.97 亿元。若剔除 MOR 并表 4.5 亿元，公司营收同比增长 24.7%，其中内销、外销分别同比增长 21.24%、23.38%，Q1/Q2 分别同比增长 19.2%、30.2%，呈疫情后复苏态势，主因：1）积极布局新品，如薇尔 0 压厚垫、0 压智能床等；2）全方位拓展渠道，零售端同步推进 3 年千店计划与门店形象改善，工程端一边持续拓展酒店，一边与携程、美团达成战略合作关系，共同打造零压房模式，并与碧桂园等地产商建立合作关系；3）加强数字营收与会员营销，分别于 3 月、5 月、6 月开展品牌 IP 品销活动，拉动全渠道销售。

加快全球产能布局。上半年美国床垫反倾销范围扩大，为降低贸易风险，公司加速完善全球产能布局，着手在美西、西班牙瓦伦西亚布局新产能，一方面有利于与当地销售渠道形成联动效应，另一方面，可与当地已有产能形成资源互动优势，并辐射周边市场。除此之外，公司塞三期扩建项目、美东岸与泰国生产基地建设项目皆有序推进，且已部分投产，凭借行业领先的全球产能优势，公司竞争力将被进一步拔高。

外延并表短期拖累盈利水平。报告期内，因 MDI、TDI 等原材料价格下降，2 月开始并表美国 MOR，使公司记忆绵枕、沙发毛利率分别同比+5.96%、+4.85%，并新增高毛利率的卧室用品及餐椅（毛利率超 41%，营收占比 8%），助公司整体毛利率同比+2.08%，但因销售渠道费用与人工薪酬增加（占营收比合计同比+5.1%），并购、定增等项目产生中介费及新增人工、办公等费用，新并购子公司收款外包给财务公司产生大额手续服务费，公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+4.8%、+0.4%、-0.7%、+0.2%，期间费用率同比+4.6%，Mor 上半年亏损 1988 万元，最终净利率同比-2.9%。

估值

公司产品、渠道、营收拓展顺利，营收恢复高增长，全球产能布局稳步推进，原材料价格保持历史低位，MOR 并表短期拖累盈利水平，我们调整公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.23/1.69/2.03 元，同比增长 12.9%、38.1%、20.0%，当前股价对应 2020 年 PE23.9X，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

原材料涨价；人民币大幅升值；海外基地投产晚于预期；贸易战加剧。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高	S1300519050002	gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛	S1300120030020	tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵	S1300516090001	qibing.zhu@bocichina.com
张晓娇	S1300514010002	xiaojiao.zhang@bocichina.com
王大林	S1300520060003	dalin.wang@bocichina.com
刘立品	S1300119080013	lipin.liu@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲	S1300520060005	chengzhe.xiao@bocichina.com
王开	S1300119100023	kai.wang@bocichina.com

策略研究团队

王君	S1300519060003	jun.wang@bocichina.com
徐沛东	S1300518020001	peidong.xu@bocichina.com
郭晓希	S1300119040001	xiaoxi.guo@bocichina.com
王永健	S1300520060006	yongjian.wang@bocichina.com

金融工程

郭军	S1300519070001	jun.guo@bocichina.com
郭杰磊	S1300120030014	jielei.guo@bocichina.com

银行研究团队

励雅敏	S1300517100003	yamin.li@bocichina.com
林颖颖	S1300519080004	yinyin.lin@bocichina.com
熊颖	S1300118080005	yin.xiong@bocichina.com

非银金融研究团队

兰晓飞	S1300511040003	xiaofei.lan@bocichina.com
娄文青	S1300119070025	wenqing.lou@bocichina.com
张天愉	S1300119080020	tianyu.zhang@bocichina.com

建筑建材研究团队

王军	S1300511070001	jun.wang_sh@bocichina.com
余斯杰	S1300520060001	sijie.yu@bocichina.com

煤炭研究团队

唐倩	S1300510120036	qian.tang@bocichina.com

电新研究团队

沈成	S1300517030001	cheng.shen@bocichina.com
李可伦	S1300518070001	kelun.li@bocichina.com
朱凯	S1300518050002	kai.zhu@bocichina.com
张咪	S1300519090001	mi.zhang@bocichina.cim

机械研究团队

杨绍辉	S1300514080001	shaohui.yang@bocichina.com
陶波	S1300520060002	bo.tao@bocichina.com

化工研究团队

余嫄嫄	S1300517050002	yuanyuan.yu@bocichina.com
王海涛	S1300518020002	haitao.wang@bocichina.com
鞠龙	S1300519060002	long.ju@bocichina.com

医药研究团队

邓周宇	S1300517050001	zhouyu.deng@bocichina.com

食品饮料研究团队

汤玮亮	S1300517040002	weiliang.tang@bocichina.com
邓天娇	S1300519080002	tianjiao.deng@bocichina.com
毕翘楚	S1300520040001	qiaochu.bi@bocichina.com

家电研究团队

孙谦	S1300520070001	qian.sun@bocichina.com

轻工研究团队

杨志威	S1300515060001	zhiwei1.yang@bocichina.com
刘凯娜	S1300519050001	kaina.liu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿	S1300518090001	sirui.yang@bocichina.com
孙业亮	S1300519080001	yeliang.sun@bocichina.com

通信研究团队

庄宇	S1300520060004	yu.zhuang@bocichina.com

电子研究团队

赵琦	S1300518080001	qi.zhao@bocichina.com
王达婷	S1300519060001	dating.wang@bocichina.com

汽车研究团队

朱朋	S1300517060001	peng.zhu@bocichina.com
魏敏	S1300517080007	min.wei@bocichina.com

披露声明

本报告节选自正式发布的证券研究报告，完整内容及观点以相关报告发布当日的证券研究报告为准。撰写相关报告的的证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1）基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2）中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司
2/F，1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司
美国纽约市美国大道1045号
7BryantPark15楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371