# 调整在延续，后市犹可期

报告日期： 2020-08-17

分析师：张冬冬
执业证书号：S0010520080001
邮箱：zhangdd@hazq.com
研究助理：方晨
执业证书号：S0010120040043
邮箱：fangchen@hazq.com
研究助理：夏怡
执业证书号：S0010120020018
邮箱：xiayi@hazq.com

相关报告
1.《保持耐心，择机布局》2020-07-24
2.《宽松基调不改，上行格局延续》2020-07-30
3.《噪音扩大加剧震荡，寻找结构性机会》2020-08-10

## 主要观点：

### 调整在延续，后市犹可期

**短期震荡调整格局有望延续，理由主要有**:一是对货币政策全面收紧的担忧还在继续;二是中美第一阶段协议执行评估存在不确定性;三是美方对香港金融机构的制裁时间窗口渐行渐近等;**但对市场并不悲观，后市犹可期**，基于:第一，货币政策边际收紧后有望维持稳定。7 月经济数据显示复苏节奏有放缓迹象，不确定性增加，货币政策不具备全面退出的条件。且上周央行已经在呵护市场流动性，通过公开市场操作累计净投放 4900 亿元，并发布公告将对本月到期的 5500 亿元 MLF 进行一次性续作，在货币资金利率连续上扬之时提前预告传达信号稳定预期。8 月 11 日易纲再次提到要引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，旨在稳定市场政策预期;二是中美第一阶段协议执行评估结果大概率向好，作为中美关系的压舱石，近日双方均对执行情况释放了友好信号;三是雨季过后，在基建的强有力保障下，经济稳步复苏为大概率事件，实体资金充裕且资金价格还在持续下行，有望进一步夯实企业业绩。综合来看，后市并不悲观。

### 积极配置 5G 科技链、券商、基建及地产后周期产业链等行业性机会

**国内大循环，5G 科技链加速升级。**5G 产业链是依旧贯穿全年的主要逻辑，结合新政出台强化了半导体产业链的核心位置。结合新政，推荐关注 5G 科技链及新能源相关个股：中芯国际、兆易创新、北方华创、华润微、沪硅产业、长电科技、隆基股份、阳光电源。**政策连续加码资本市场改革，券商迎来发展机遇。**7 月券商业绩表现依旧亮眼，估值仍处于中位数附近的券商板块在业绩与政策催化下后市表现依然可期。政策红利加持的背景下推荐关注：华泰证券、中信证券、国泰君安、海通证券等。**雨季过后施工加速，地产回暖助力产业链后周期。**从地产竣工及销售面积来看，竣工面积大幅回升，主流房企销售持续回暖，基本面改善有望带动板块估值修复。推荐关注地产后周期产业链：浙江美大、索菲亚、海尔智家、美的集团等。基建投资高增速已确定，雨季结束有望进一步上升，基建链相关行业角度推荐关注：三一重工、浙江鼎力、海螺水泥、苏博特等。

### 粮食安全促进种业概念爆发

**农产品板块：粮食安全逻辑下，带来种业产业机会。**今年受洪水影响，长江中下游水稻主产区产量或受到影响，同时疫情背景下我国粮食对外依存度存在结构性问题。尤其近期高层做出指示，表明粮食安全的危机意识。因此，需求的增加和政策的倾斜将为种业带来利好。

### 风险提示

经济复苏不及预期；中美关系摩擦超预期；政策过早转向

# 正文目录

**1. 短期调整延续，后市维持向上 ..... 5**

1.1 短期内市场分歧仍存，调整在延续 ..... 5
1.2 7 月汛情影响复苏节奏，三季度不悲观仍可期待 ..... 6
1.3 央行呵护市场流动性，政策灵活定调未转向 ..... 7

**2. 积极配置 5G 科技链、券商、基建及地产后周期产业链等行业性机会 ..... 8**

2.1 国内大循环，5G 科技链加速升级 ..... 8
2.2 政策连续加码资本市场改革，券商迎来发展机遇 ..... 8
2.3 雨季过后施工加速，地产回暖助力产业链后周期 ..... 8

**3. 农产品：粮食安全逻辑下，带来种业产业机会 ..... 9**

**4. 行业重点覆盖推荐 ..... 10**

4.1 金牌橱柜：高端厨柜龙头，品类渠道扩张双轮驱动 ..... 10
4.2 通威股份：硅料电池片双料龙头，低成本加速扩张 ..... 11
4.3 海螺水泥：拥有坚实壁垒的周期核心资产 ..... 12

**5. 高频数据跟踪速览 ..... 14**

5.1 农食品（除鸡外）价格上行，煤炭、有色涨跌不一 ..... 14
5.2 汽车产销增速加快，航运景气度持续上升 ..... 20
5.3 消费电子依旧疲软，房地产有所分化 ..... 21

**风险提示： ..... 23**

# 图表目录

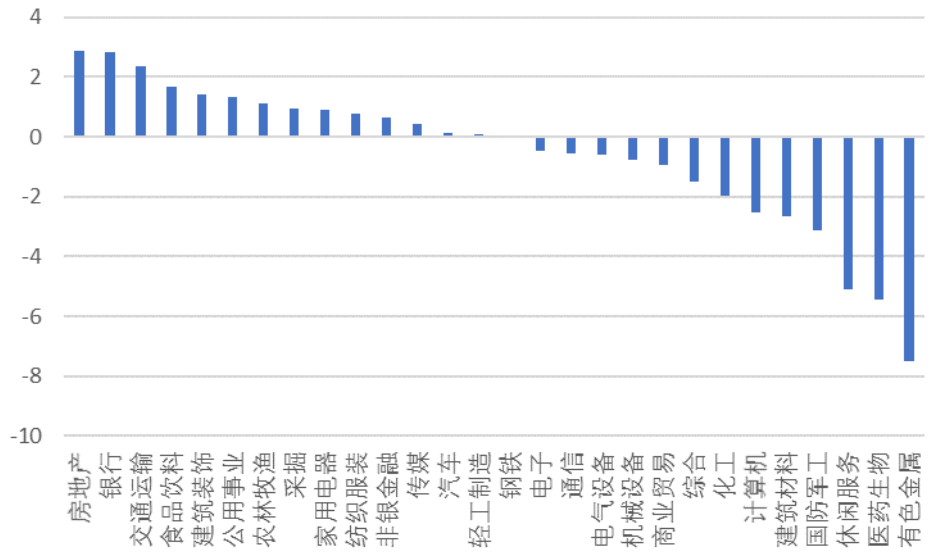
图表 1 房地产、银行和交通运输，有色金属、医药生物及休闲服务表现较差 ..... 5
图表 2 融资余额两个月来首次减少 ..... 6
图表 3 交易费用持续减少 ..... 6
图表 4 社融、新增人民币贷款及 M2 增速下降 ..... 6
图表 5 剔除食品 CPI 下行，PPI 持续改善 ..... 6
图表 6 社零增速受 618 透支影响不及预期 ..... 7
图表 7 固定资产投资房地产表现强劲，工业增加值持平 ..... 7
图表 8 央行通过公开市场操作净投放 4900 亿元 ..... 7
图表 9 北上资金转出为入 ..... 7
图表 10 自 1990s 到 2010s，中国粮食中的大豆对外依存度逐年走高 ..... 9
图表 11 农产品板块标的推荐 ..... 10
图表 12：金牌厨柜历年工程业务收入占比及同比增速 ..... 10
图表 13：公司产能规划激进 ..... 11
图表 14：公司“T 型战略”示意 ..... 13
图表 15 原油价格继续上行 ..... 14
图表 16 商业原油库存减少，天然气全美库存上升 ..... 14
图表 17 原油 DOE 产能利用率持续上升，库存减少 ..... 14
图表 18 NYMEX 天然气期货收盘价继续上涨 ..... 14
图表 19 海外动力煤价格小幅回升 ..... 15
图表 20 国内动力煤价格继续下降 ..... 15
图表 21 焦煤、焦炭期货价格下降，动力煤上涨 ..... 15
图表 22 秦皇岛港锚地船舶数有所回升 ..... 15
图表 23 LME 铝价下行，铜价上扬 ..... 15
图表 24 LME 锌价下降 、铅价上涨 ..... 15
图表 25 LME 锡价下行，镍价上涨 ..... 16
图表 26 COMEX 黄金、白银双双回落 ..... 16
图表 27 金属锂、碳酸锂价格维持不变 ..... 16
图表 28 钴:1#家下行、钨精矿价格上涨 ..... 16
图表 29 螺纹钢期现双双回落 ..... 16
图表 30 热轧板卷、冷轧板卷、中板价格继续上行 ..... 16
图表 31 铁精粉、卡拉加斯粉&PB 块矿车板价上行 ..... 17
图表 32 铁矿石、螺纹钢库存有所减少 ..... 17
图表 33 铁矿石价格指数继续上行 ..... 17
图表 34 线材、热卷（板）库存减少 ..... 17
图表 35 中板、冷轧库存减少 ..... 17
图表 36 高炉开工率增加、唐山钢厂产能利用率继续加大 ..... 17
图表 37 东北水泥价格上涨，其余地区维持稳定 ..... 18
图表 38 玻璃价格持续上扬 ..... 18
图表 39 粘胶长丝价格不变、短纤价格继续下跌 ..... 18
图表 40 涤纶长、短纤价格上行、晴纶短纤价格不变 ..... 18
图表 41 甲醇价格上涨、天然橡胶价格下跌 ..... 18
图表 42 PTA 价格上行，PVC 价格有所回调 ..... 18

图表 43:聚合 MDI 价格不变、纯 MDI 价格上行.....19
图表 44 钛白粉出厂价维持低位.....19
图表 45 仔猪、生猪价格下行、猪肉平均价依旧上涨.....19
图表 46 白羽肉毛鸡平均出场价继续降低.....19
图表 47 玉米、豆粕平均价上涨.....19
图表 48 山东肉苗鸡、肉毛鸡和鸡蛋价格下行.....19
图表 49 乘用车产量逐步回暖.....20
图表 50 乘用车销量增速上行.....20
图表 51 新能源汽车月产量有所回升.....20
图表 52 新能源汽车月销量持续降低.....20
图表 53 各大航线指数持续上扬.....20
图表 54 BDI 指数继续上行.....20
图表 55 电影票房收入及观影人次逐渐回暖.....21
图表 56 费城半导体指数持续上行.....21
图表 57 一二线商品房成交面积增加，三线城市减少.....21
图表 58 100 大中城市土地供应数量大幅减少.....21
图表 59 内存、闪存价格双双下行.....22
图表 60 高端白酒价格维持高位、低&次高端价格下行.....22
图表 61 国内外奶粉价格缓慢上行.....22
图表 62 生鲜乳价格继续上涨.....22
图表 63 义乌小商品订单、出口价格指数基本持平.....22
图表 64 空调销量攀升接近历史峰值.....22
图表 65 冰箱销量维持近三年历史新高水平.....23
图表 66 洗衣机销量疲软.....23
图表 67 LCD TV 销量逐渐转好.....23
图表 68 食品药品零售放缓，饮料日用品持续回暖.....23
图表 69 维生素 A、E 价格上涨，其余价格下降.....23
图表 70 中药材价格指数持续攀升.....23

# 1. 短期调整延续，后市维持向上

我们在 7 月 30 日发布的《宽松基调不改，上行格局延续》指出市场仍会震荡为主，但不改上行趋势。随后于 8 月 10 日《噪音扩大加剧震荡，寻找结构性机会》中指出近期波动将加剧，上周市场表现依旧分化，上证指数上涨 0.18%，创业板指下跌 2.95%。分行业来看，房地产、银行和交通运输涨幅最好分别达 2.87%、2.85%、2.37%；而休闲服务、医药生物及有色金属表现较差分别为-5.08%、-5.44%、-7.52%。

**图表 1 房地产、银行和交通运输，有色金属、医药生物及休闲服务表现较差**



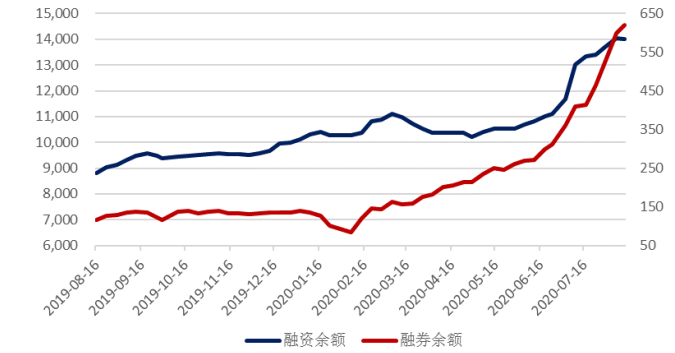

资料来源：Wind，华安证券研究所

## 1.1 短期内市场分歧仍存，调整在延续

上周市场振幅加剧，短期调整延续的原因主要有两方面：

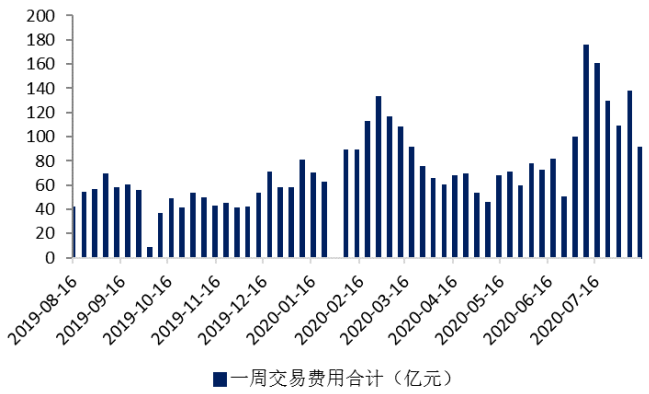
一是 7 月社融数据不及预期，非金融企业短期贷款及票据融资大幅下滑，居民及企业存款大幅减少造成 M2 同比增速下滑，国内对货币政策的转向依旧担心。从市场流动性来看，融资余额两个月来首次减少，交易费用连续降低。两市交易量持续萎缩，并结束了连续 11 个交易日破万亿于上周五来到 8500 亿元。短期内市场分歧仍在，震荡调整节奏不变。二是外围摩擦不断扩大，原 8 月 15 日公布的中美第一阶段贸易协议执行评估结果推迟，市场对后续的谈判有进一步的担忧；其次是香港国安法发布后，美国对香港金融机构的制裁，香港作为离岸美元市场的重要枢纽，8 月 7 日起制裁的 30 天窗口期造成市场恐慌进一步加大市场波动；再者南海摩擦引发的连环效应将不断涌现，随着美国 11 月初总统大选日期的临近，特朗普的支持率在大打“中国牌”后显著提升也会变相加速美国对中国的压制。虽然市场对外部噪音的反应在逐步钝化，但市场风险偏好也因此受到持续性压制。

图表 2 融资余额两个月来首次减少




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3 交易费用持续减少

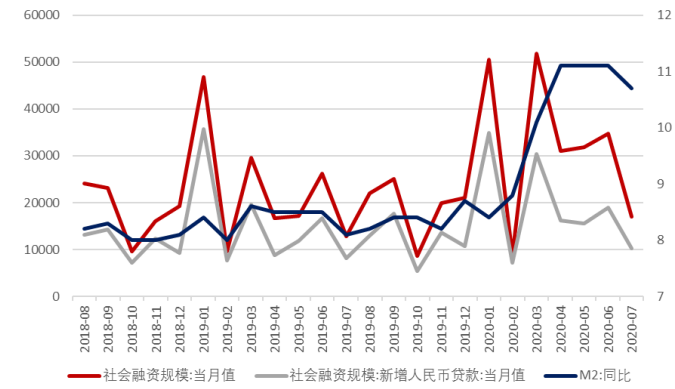



资料来源：Wind，华安证券研究所

## 1.2 7 月汛情影响复苏节奏，三季度不悲观仍可期待

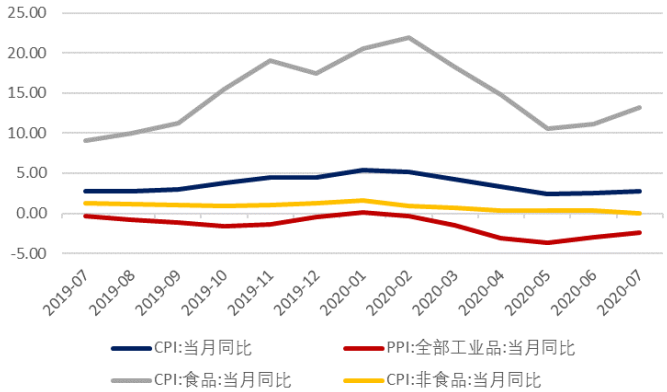
7 月社融增速有所下降是前期监管严查资金空转的体现，企业中长期贷款稳步提升反映了融资结构得到改善。从上半年新增人民币贷款和社融规模的体量来看，增速最快的时候已经过去，下半年社融与 M2 增速大概率维持稳定，市场不必过度担忧。7 月社零总额同比下降 1.1%，可选消费受 618 提前透支影响低于预期，降幅较 6 月份收窄 0.7%，环比增长 0.85%，下半年相关促消费政策仍可期待。7 月 CPI 同比上行，剔除食品后仍处于下行通道，短期供给冲击不足以支撑通胀预期；PPI 逐步改善环比将保持正增长，PMI 连续四月站上荣枯线工业品价格有望继续上升。7 月工业增加值同比 4.8%与 6 月持平，1-7 月同比下降 0.4%较 1-6 月降幅收窄 0.9%。工业生产平稳增长，装备制造业和高技术制造业增长较快，同比分别增长 13.0%、9.8%。7 月固定资产投资继续反弹，房地产当月同比 11.7%表现强劲。基建受雨季与汛情影响，增速有所放缓，我们认为三季度在专项债资金陆续到位以及开工提速的情况下，基建投资将进一步上行。综合以上因素，三季度经济表现仍将维持向上复苏趋势。

图表 4 社融、新增人民币贷款及 M2 增速下降



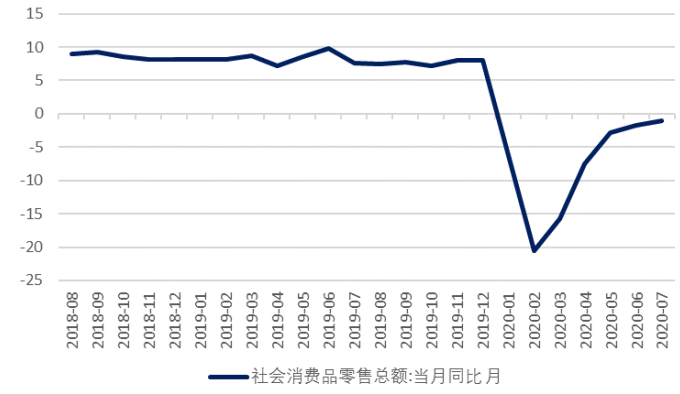

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5 剔除食品 CPI 下行，PPI 持续改善



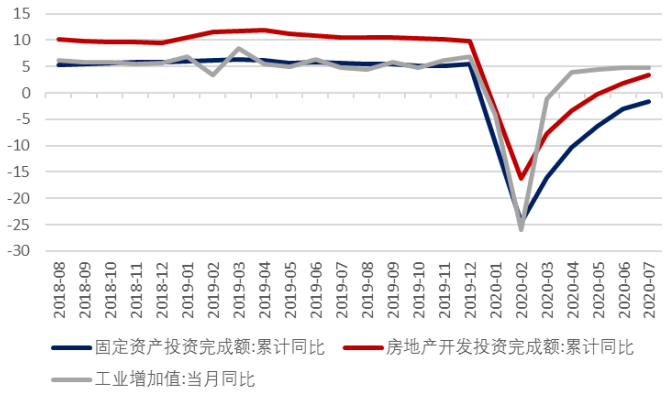

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6 社零增速受 618 透支影响不及预期




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7 固定资产投资房地产表现强劲，工业增加值持平

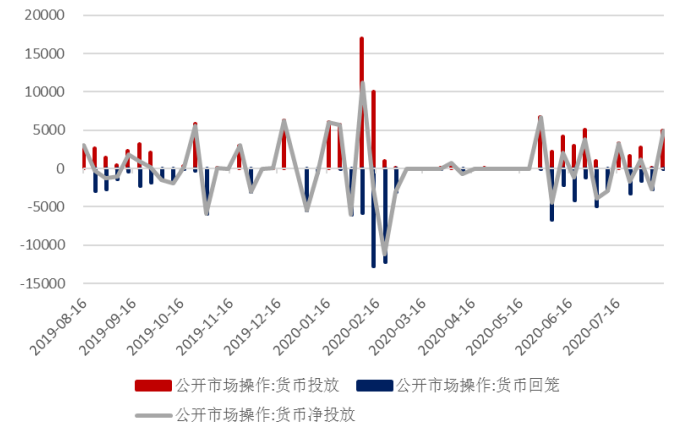



资料来源：Wind，华安证券研究所

## 1.3 央行呵护市场流动性，政策灵活定调未转向

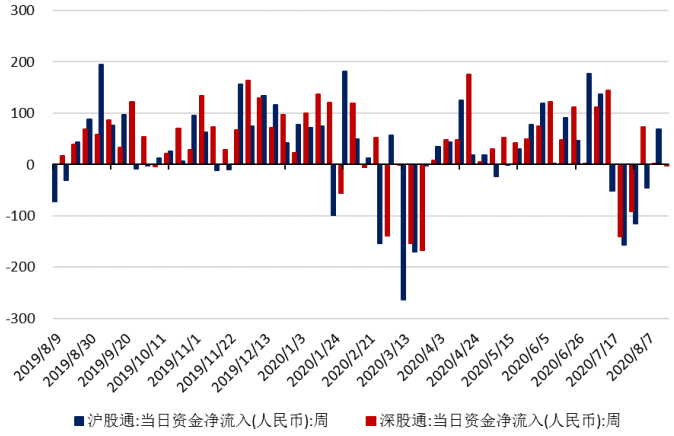
上周央行通过公开市场操作累计净投放 4900 亿元，并发布公告将对本月到期的 5500 亿元 MLF 进行一次性续作，在货币资金利率连续上扬之时提前预告传达信号稳定预期，体现出央行对市场流行性的呵护。8 月 11 日央行行长易纲再次提到要引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，货币政策定调并未转向。年内市场相对乐观，股市增量资金将有序进场，详见 8 月 10 日的报告《噪音扩大加剧震荡，寻找结构性机会》。8 月 14 日，深交所公布创业板注册制首批公司上市时间为 8 月 24 日，首批 18 家公司总融资额 140.23 亿元，且均采用了“最近两年净利润均为正，且累计净利润不低于 5000 万元”的上市门槛指标，去年平均净利润达 1.67 亿元。结合科创板的经验来看，注册制出炉不会对创业板形成太大的冲击，吸血效应不明显。打新门槛降低，中签率提高以及非交易型账户的放开，注册制的出炉将加大创业板交易活跃度，提升市场情绪和风险偏好。

图表 8 央行通过公开市场操作净投放 4900 亿元




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 9 北上资金转出为入




资料来源：Wind，华安证券研究所

# 2. 积极配置 5G 科技链、券商、基建及地产后周期产业链等行业性机会

## 2.1 国内大循环，5G 科技链加速升级

“国内大循环”概念近三个月内在 4 次会议上被提及，我们之前提出国内循环两手抓，科技促进产业升级，扩大消费刺激内需。结合中报情况来看，制造业与创业板预赢占比最高幅度最大，分细项来看机械和电子同比增幅均超 100%，其中工程机械、半导体及消费电子净利润增速居前。7 月工业增加值中装备制造业和高技术制造业增长较快，同比分别增长 13.0%、9.8%

8 月 4 日，国务院印发《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，政策分别从税收、融资、研发和人才等方面将半导体产业链提升到国家战略高度。我们之前一直强调 5G 产业链是贯穿全年的核心逻辑，结合新政出台更加强化了半导体产业链的核心位置。结合新政，推荐关注 **5G 科技链及新能源**相关个股：**中芯国际、兆易创新、北方华创、华润微、沪硅产业、长电科技、隆基股份、阳光电源**等。

## 2.2 政策连续加码资本市场改革，券商迎来发展机遇

从 7 月已经公布业绩来看，券商表现依旧亮眼。42 家券商中仅五家 7 月同比净利润增速为负，其余 35 家公司平均净利润同比达 228.94%，累计净利润同比达 78.60%。估值仍处于中位数附近的券商板块在业绩与政策催化下后市表现依然可期。

上月末证监会发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称办法），央行、银保监会等发布了《优化资管新规过渡期安排引导资管业务平稳转型》公告（以下简称新规）。在资本市场改革加速推进的大环境下，办法优化了公募牌照制度，适当放宽了“一参一控”限制，允许同一主体同时控制一家基金公司和一家公募持牌机构；新规则给财富管理行业一个更平滑的转型机会，延期到 2021 年底避免一刀切带来的冲击过大，使得金融市场更加健康长久的发展。政策红利加持的背景下推荐关注个股：**华泰证券、中信证券、国泰君安、海通证券**等。

## 2.3 雨季过后施工加速，地产回暖助力产业链后周期

7 月房地产固定投资增速表现亮眼，同比增速达到 11.7%。从地产竣工及销售面积来看，竣工面积大幅回升，主流房企销售持续回暖，印证市场需求仍存韧性，基本面改善有望带动板块估值修复。推荐关注地产后周期产业链：**浙江美大、索菲亚、新宝股份、海尔智家、美的集团**等。从上半年已发行专项债来看，基建投资占比超 80%，新基建占比也从 6%提升至 10%左右，基建投资高增速已确定。雨季结束后，基建施工将提速未来有望进一步上升，基建链的相关行业值得关注，相关行业角度推荐关注：**三一重工、浙江鼎力、海螺水泥、汇川技术、捷昌驱动**等。

# 3. 农产品：粮食安全逻辑下，带来种业产业机会

上周 A 股各主题中，农业板块中的生物育种指数和大豆指数表现亮眼。

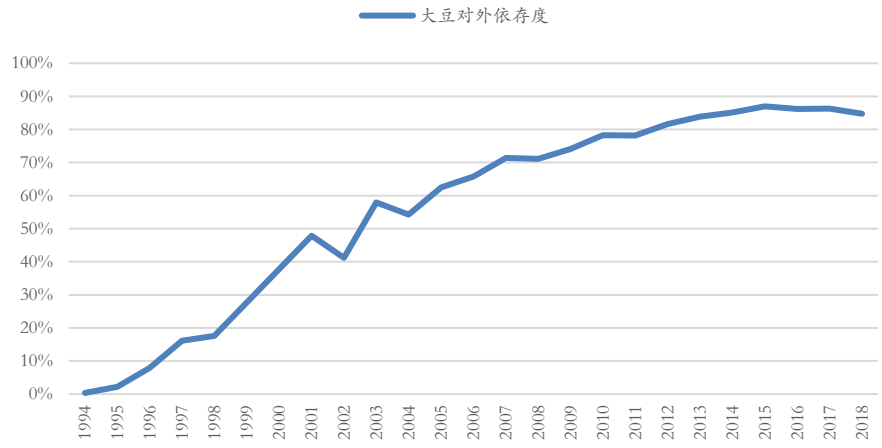
上周以生物育种指数和大豆指数为代表的农产品板块涨幅领先，生物育种指数一周涨幅超 6%，大豆指数一周上涨 5.3%。我们认为在粮食安全的大逻辑下，农产品板块具有支持。

**受洪水等影响，长江中下游水稻主产区产量或受到影响。**2020 年，长江中下游多地持续出现洪水灾害，多地水位破历史极值。根据国家应急管理部截止 7 月 10 日的统计，今年以来洪涝造成了 27 省（区、市）3385 万人次受灾，农作物受灾面积 2983 千公顷。尤其是长江中下游是我国的主要水稻主产区，连续的降雨及洪涝使得今年短期对农业种植和粮食产量有负面影响。

**我国粮食对外依存度存在结构性问题，粮食安全带来种业机会。**从我国粮食进出口结构来看，尽管我国粮食整体自给率较高，但结构存在较大的不平衡，尤其是今年新冠疫情以及外围市场环境逐步恶化的背景下，面临粮食安全的问题。具体来看，在各类粮食中，我国的大豆对外依存度较高。我们若按照消耗量/进口数量计算对外依存度来看，自 2012 年以来大豆的对外依存度就达到 80%以上。**同时，近期高层做出杜绝浪费的重要指示，表明粮食安全的危机意识。**

因此，考虑到农产品需求的增加，以及政策的倾斜，都将为种业带来利好；同时，也将催化市场对转基因放开的想象。

**图表 10 自 1990s 到 2010s，中国粮食中的大豆对外依存度逐年走高**




资料来源：Wind，华安证券研究所（注：大豆对外依存度 = 消耗量/进口数量计算）

农产品尤其是生物育种概念中，标的关注大北农、隆平高科、登海种业。

**大北农：**上周涨幅 5.3%。国内规模最大的预混合饲料企业，也是国家高新技术企业、农业产业化重点企业。“金色农华”牌水稻为“中国名牌”产品。

**隆平高科：**上周涨幅 4.7%。国际化种业公司，种业概念股之一，覆盖“种业运营”和“农业服务”两大体系。

**登海种业：**上周涨幅 19.2%。玉米种子龙头企业，开展转基因、分子标记等高技

术育种工作，并有突出成果。

图表 11 农产品板块标的推荐

| | 周涨幅 | 市值（亿元） | PE_TTM |
|---|---|---|---|
| 大北农 002385.SZ | 5.3% | 494 | 48.5 |
| 隆平高科 000998. SZ | 4.7% | 303 | -74 |
| 登海种业 002041.SZ | 19.2% | 178 | 252 |

资料来源：Wind，华安证券研究所

# 4. 行业重点覆盖推荐

## 4.1 金牌橱柜：高端厨柜龙头，品类渠道扩张双轮驱动

**厨柜龙头地位稳固，业务布局完整**

成立于 1999 年，公司主营业务从最初的高端厨柜定制逐渐扩展至衣柜、木门、厨电等家居家电用品，随后又延伸至整装和智能家居等。“金牌厨柜”连续 8 年蝉联“中国房地产 500 强首选厨柜品牌”，厨柜龙头地位稳固。

**深耕定制家居 20 余年，公司在产品、品牌、渠道以及战略布局方面表现突出**

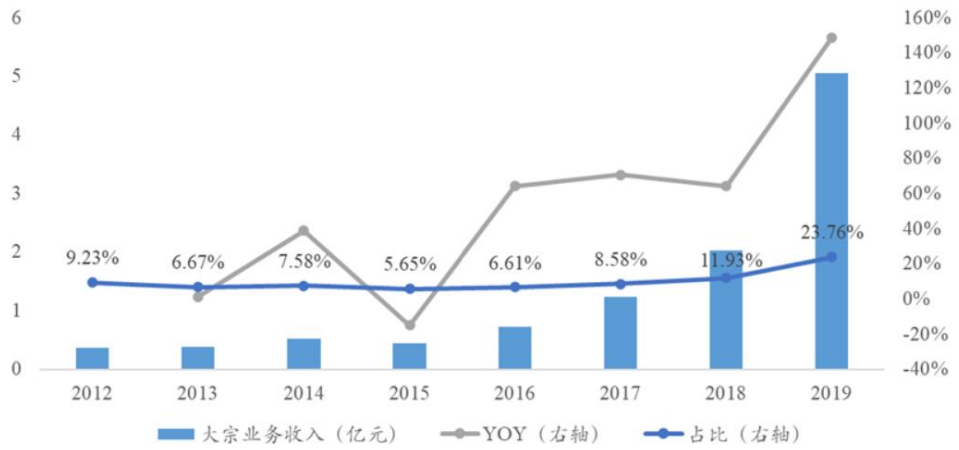
产品方面，高研发投入，引流潮流。品牌方面，厨柜龙头形象深入人心。渠道方面，工程渠道发力，同步拓展海外和整装渠道。战略方面，推动智能家居业务的发展和部署。

**衣柜、大宗等腰部业务发力，驱动公司中期收入增长**

2019 年桔家衣柜实现营业收入 3.05 亿元，同比增长 121.36%，该业务收入占比从 2017 年的 1.65%增加至 2019 年的 14.37%，已成为驱动公司收入增长的重要一极。

自 2015 年开始，金牌厨柜的工程业务收入占比逐年提高，2019 年实现工程业务收入 5.05 亿元，同比增速为 148.73%，占总营业收入的比例为 23.76%， 该收入占比较去年提升了 11.83 个 pct。工程业务收入增速已连续 4 年超过 60%。此次非公开发行，公司计划将部分募投资金用于扩建 22 万套工程衣柜产能。未来，公司将加速衣柜和木门工程业务的开拓。

图表 12：金牌厨柜历年工程业务收入占比及同比增速




资料来源：公司公告，华安证券研究所

**投资建议**：

预计公司 2020-2022 年分别实现营收 24.78/30.67/38.24 亿元，同比增长 16.6%/23.8%/24.7%，实现归母净利润 2.81/3.32/3.92 亿元，同比增长 15.8%/18.3%/18.0%。2020 年 8 月 6 日收盘价 56.39 元对应 PE 为 18.99X/16.04X/13.60X。预计竣工回暖将带动地产下游家居市场回暖，行业层面有望受益。公司厨柜业务具备品牌和产品力等方面的竞争优势，衣柜和大宗业务的放量是未来三年收入增长的重要引擎，海外、木门、整装和智能家居板块为公司中长期发展奠定基础。考虑到公司在厨柜市场地位稳固，品类和渠道扩张的潜力较大。

**风险提示**：

品类渠道开拓受阻，地产竣工回暖不及预期。

## 4.2 通威股份：硅料电池片双料龙头，低成本加速扩张

**行业短期需求向好**

国内受益今年竞价和去年平价项目抢装，需求逐季环比加速，海外受益复工复产及利率下降刺激需求，长期看好新能源替代。

**公司硅料龙头，低成本硅料产能快速扩张，促使市占率快速提升**

公司目前硅料产能 8 万吨，市占率约 14%;依托低电价区域，通过生产效率提升和费用管控，成本 3.95 万元/吨列业内最低，且仍有下降空间，为扩产奠定基础;硅料扩产周期长、投资大、较高进入门槛保证格局稳定，海外高成本企业陆续退出，带来集中度提升;未来两年新增产能极少，公司激进的扩产计划预计提升市占率至 40%左右。

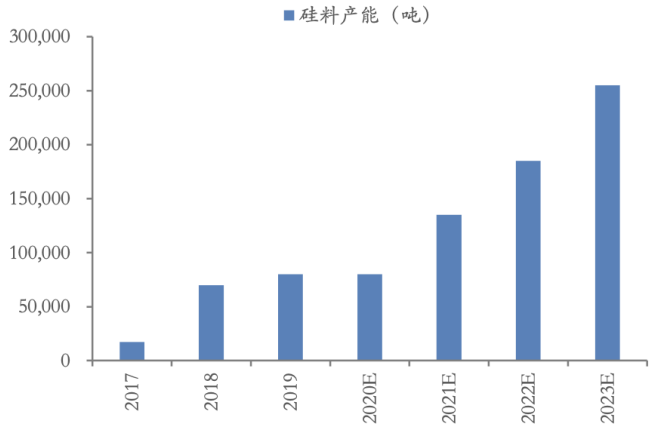
**公司电池片龙头，布局大尺寸+新技术，领先技术和低成本加速扩产**

大尺寸电池片面积大功率高，新技术应用高转换效率，是近几年的发展趋势，公司 166mm 及以上产能占比约 91%，且积极研发新技术，已有多条 HIT 中试线;公司电池片非硅成本 0.19 元/W 列业内最低。依托技术领先和成本优势，在相对产能分散的竞争中，公司产能扩张明显。

**短期公司盈利大幅改善，长期低成本支撑扩产叠加新技术维持竞争力**

行业下半年需求旺盛，叠加其他厂商近期安全事故，产业链价格接连上涨。预计公司硅料毛利率从前期低点 24%提升至 46%，明年硅料行业基本没有新增产能，价格有望维持高位;166mm 电池片毛利率从 13%升至 24%，且下半年供给紧张价格仍有望上涨，公司短期盈利大幅改善。长期来看公司龙头地位稳固，成本优势有效助力公司产能扩张和市占率提升。

**图表 13：公司产能规划激进**




资料来源：CPIA，CREIA，华安证券研究所

**投资建议**

预计公司 2020/2021/2022 年净利润 46/52/67 亿元，对应 EPS 1.07/1.20/1.57 元。按照分部估值法，对应 2021 年市值 1453 亿元，对应 2021 年 28 倍 PE，合理估值 33.8 元。

**风险提示：**

需求及价格上涨不及预期;海外复工复产不及预期;疫情影响加重。

## 4.3 海螺水泥：拥有坚实壁垒的周期核心资产

**公司是我国水泥行业龙头，业务立足中国、走向全球**

公司发源于安徽，目前已发展为世界领先的水泥企业。2019 年公司熟料产能 2.53 亿吨，位居全球第二，从单一品牌供应量来看是全球最大的水泥企业。除水泥业务外，公司正大力发展骨料和混凝土业务，2019 年末拥有骨料产能 5530 万吨，商品混凝土产能 300 万立方米。公司实控人是安徽国资委，同时公司核心高管和员工工会通过海螺创业持股的形式，成为了公司的最大股东之一，股权改制成功地将员工利益与公司绑定，充分激发了公司经营活力，也极大提高了管理效率。

**行业供需格局稳步向好，需求已进入高位平台期**

供给侧改革是水泥行业主旋律，目前错峰生产、产能置换等政策实施力度日趋严格，且未来将走向标准化和常态化。从中长期来看，水泥熟料产能将从总量上得到优化，行业产能利用率有望同步回升，从成本端进一步增厚利润空间。同时，伴随矿山整治，自有矿山将成为稀缺资源， 一方面从上游进一步缩减行业供给，另一方面公司拥有的庞大矿山资源将使规模和成本的壁垒愈发稳固。

需求方面，2013 年水泥需求增速达到 10.55%的阶段性高点，并且需求量首次突破 24 亿吨，20 亿吨以上的需求平台期至今已持续 7 年。通过复盘发达国家的水泥市场发展历程，我们认为固定资本形成额绝对值的拐点对判断我国水泥需求拐点至关重要。从人均 GDP 维度看，需求平台期或将继续维持 2-3 年，从城市化率维度看，需求平台期或能持续 5- 10 年。

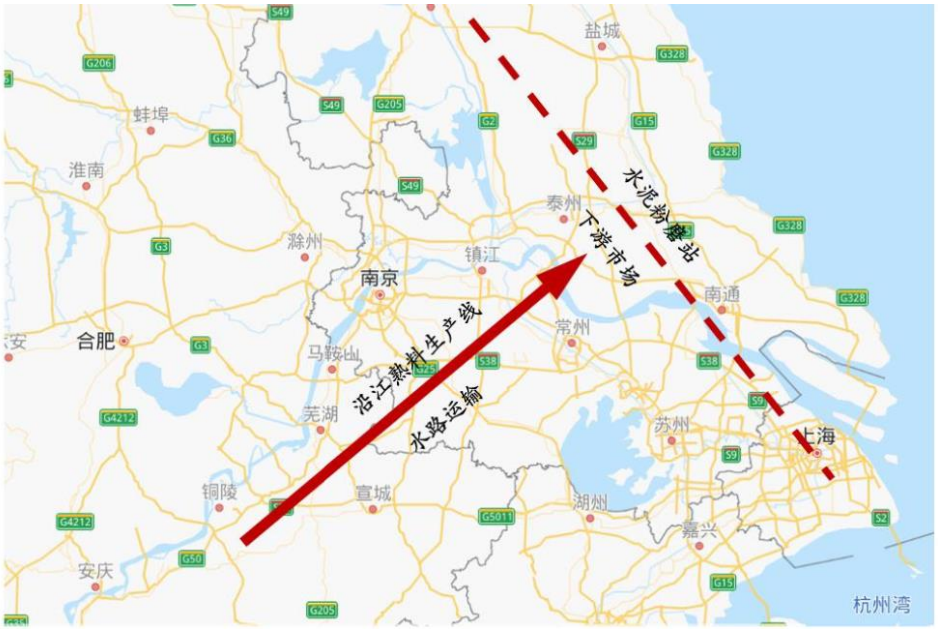
**公司通过三大竞争优势构筑坚实壁垒**

1)资源优势:从发展水泥产业而言，安徽省的矿产和水路优势得天独厚。公司依托本地资源禀赋，创造性地实施了业内独一无二的“T 型战略”，且该模式具有不可复制性;

2)成本优势:由于水泥是同质化极高的产品，成本是企业盈利的最核心变量之一。与华东区域的竞争对手相比，公司拥有区域内最大的单体产能和最低的吨成本。从生产成本、运输成本、投资成本三方面，公司构筑了全方位的成本优势;

3)规模优势:作为国内产能规模最大的水泥企业之一，公司吨费用指标也显著领先竞争对手。由于公司两任管理层皆执行力强、管理有方，且员工持股比例高，极致的管理效率不仅带来低管理费用率，也是公司一直以来在业内的标签。

图表 14：公司“T 型战略”示意




资料来源：公司官网，华安证券研究所

**从估值水平上，目前行业和公司均被低估**

1)从水泥行业来看，其周期性正在逐步弱化。近年来板块稳定的 PE 反映出行业主要上市公司的盈利水平已经稳定，其背后原因是价格已经进入稳中向上的通道。从区域来看，水泥价格相对经济周期的波动性已经很弱。从水泥的季节性来看，当前供需格局也使得淡旺季切换时的价差在缩小。因此，从行业集中度、议价能力、价格波动趋势等因素考虑，我们认为水泥行业盈利水平的向上弹性明显大于向下弹性，估值水平有提升空间。

2)从公司来看，水泥企业的 PB 估值较为稳定，且与 ROE 高度相关。目前公司拥有大量在手现金，相对比例在行业中也处于较高水平;水泥行业对于产能扩张的限制使得公司的再投资需求进一步减少，因此公司具备提高分红率的条件。另外，对标相应 ROE 水平的水泥企业，公司 PB 也被低估。因此我们认为公司估值预期在未来将继续提升。

**投资建议**

公司作为我国水泥行业标杆性企业，行业供给侧改革和矿山资源化趋势将赋予其更大的长期投资价值。同时，公司从业务和区域两个维度进行双向扩张，骨料、混凝土业务和海外市场都拥有巨大的开拓空间，公司规模将远不止于当下，是值得长期配置的周期核心资产。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 353.76/381.28/410.68 亿元，对应 EPS 分别为 6.68/7.19/7.75 元。

**风险提示**：

基建和地产投资不及预期;疫情持续时间超出预期;公司骨料和混凝土业务拓展不及预期，或海外业务拓展不及预期;相关政策实施力度不及预期。

# 5. 高频数据跟踪速览

## 5.1 农食品（除鸡外）价格上行，煤炭、有色涨跌不一

从上游原材料来看：

**原油：**价格较周中有所回落趋势向上，天然气价格上扬；原油库存继续减少，天然气库存持续上升；原油 DOE 产量减少，产能利用率上升；

**煤炭：**海外动力煤价格小幅回升，国内动力煤继续下降；焦炭、焦煤下降，动力煤期货价上升；秦皇岛港锚地船舶数船舶数有所回升。

**有色：**铜、铝、镍价格上行，铝、锌、锡、钴价格下行，黄金白银价格回落。金属锂、碳酸锂、钨精矿价格维持不变

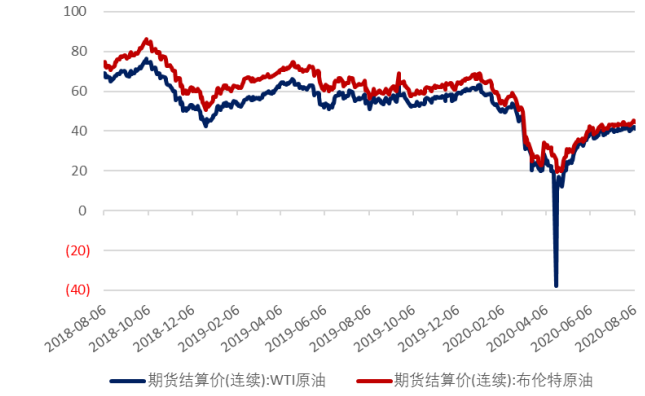
**钢铁：**螺纹钢期现双双回落；热轧板卷、冷轧板卷、中板价格继续上行；铁精粉、卡拉加斯粉&PB 块矿车板价上行；铁矿石、螺纹钢库存有所减少；铁矿石价格指数继续上行；线材、中板、热卷（板）库存减少；高炉开工率增加、唐山钢厂产能利用率继续加大。

**建材：**东北地区水泥涨价，其余地区不变或微降；玻璃价格上行。

**化工：**粘胶长、晴纶价格不变；涤纶短纤&长丝价格上行；甲醇涨，橡胶跌；PTA 上，PVC 下；聚合 MDI 不变、纯 MDI 价格上；钛白粉出厂价维持低位。

**农业：**仔猪、生猪、猪肉平均价全线上涨；白羽肉毛鸡平均出场价继续降低；山东肉苗鸡、肉毛鸡和鸡蛋价格下行；玉米、豆粕平均价上涨。

图表 15 原油价格继续上行



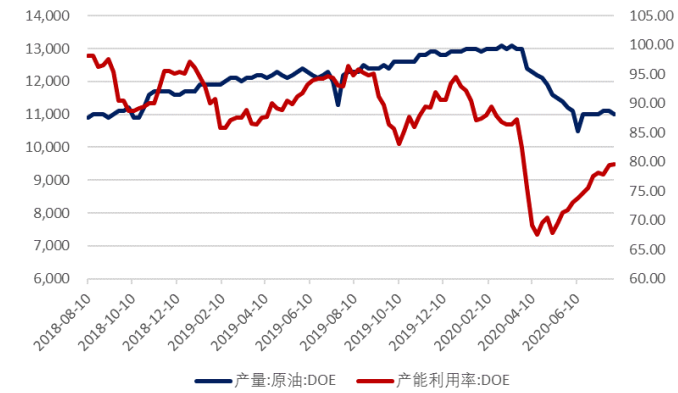

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 16 商业原油库存减少，天然气全美库存上升




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 17 原油 DOE 产能利用率持续上升，库存减少



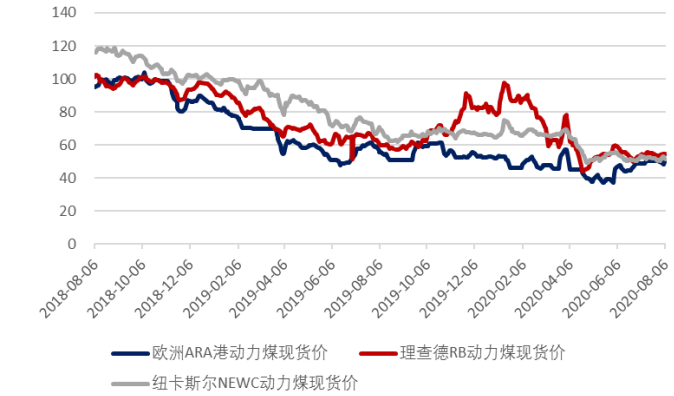

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 18 NYMEX 天然气期货收盘价继续上涨




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 19 海外动力煤价格小幅回升




资料来源：Wind，华安证券研究所整理

图表 20 国内动力煤价格继续下降



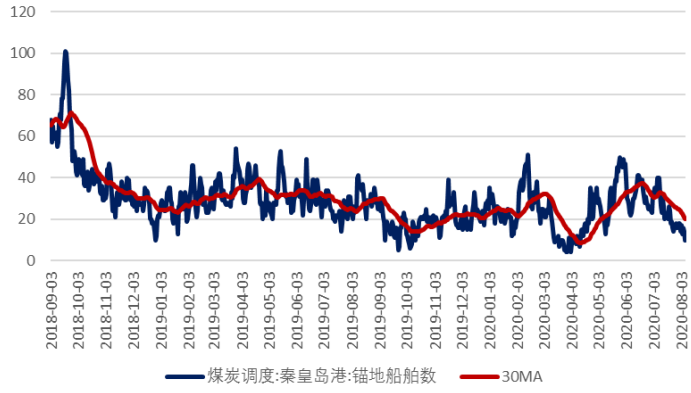

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 21 焦煤、焦炭期货价格下降，动力煤上涨




资料来源: Wind，华安证券研究所

图表 22 秦皇岛港锚地船舶数有所回升



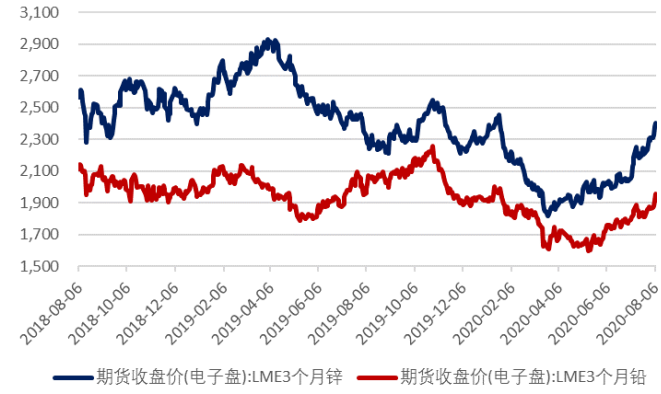

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 23 LME 铝价下行，铜价上扬




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 24 LME 锌价下降 、铅价上涨




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 25 LME 锡价下行，镍价上涨



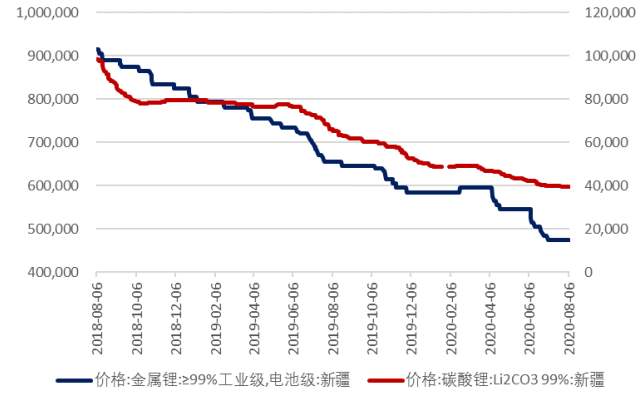

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 26 COMEX 黄金、白银双双回落



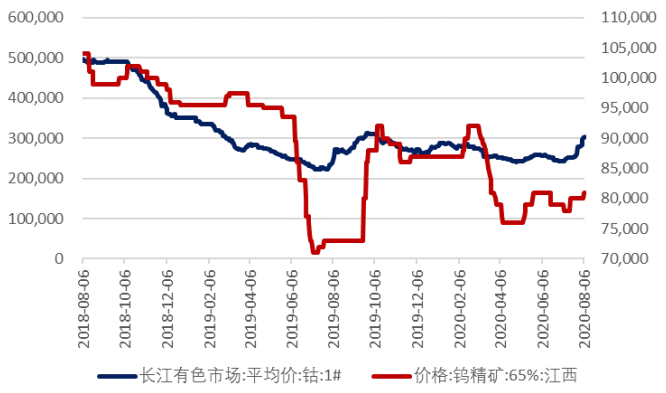

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 27 金属锂、碳酸锂价格维持不变




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 28 钴:1#家下行、钨精矿价格上涨



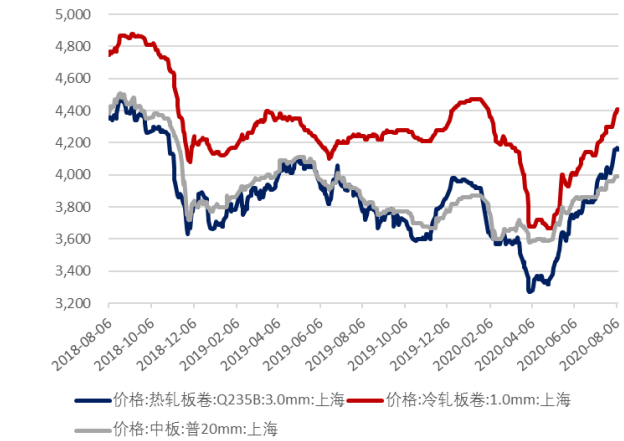

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 29 螺纹钢期现双双回落




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 30 热轧板卷、冷轧板卷、中板价格继续上行



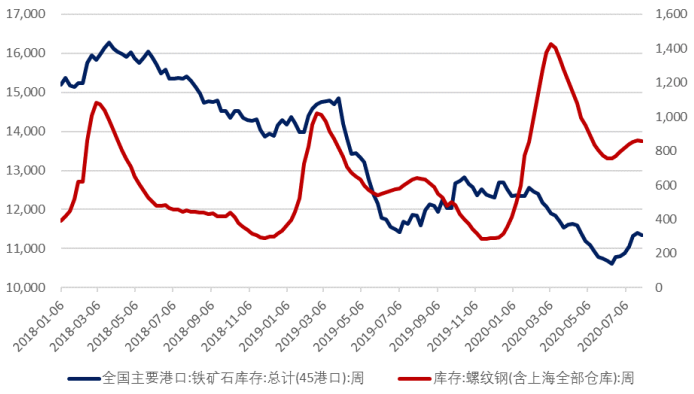

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 31 铁精粉、卡拉加斯粉&PB 块矿车板价上行




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 32 铁矿石、螺纹钢库存有所减少



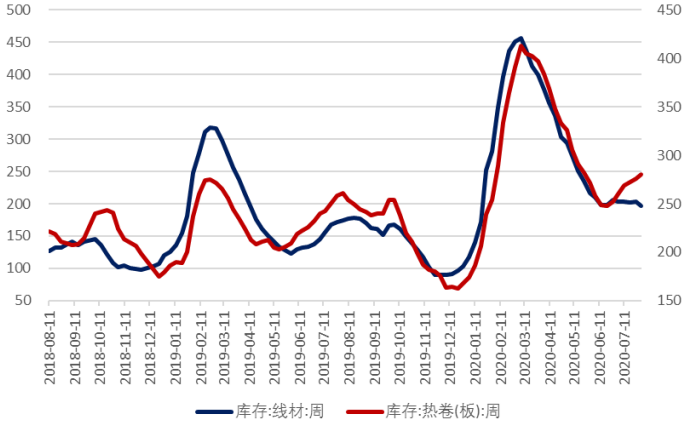

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 33 铁矿石价格指数继续上行



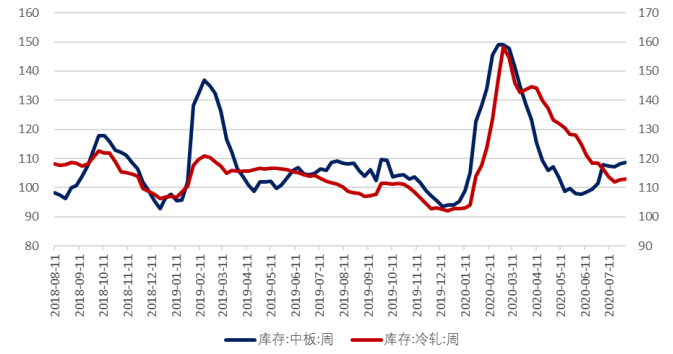

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 34 线材、热卷（板）库存减少



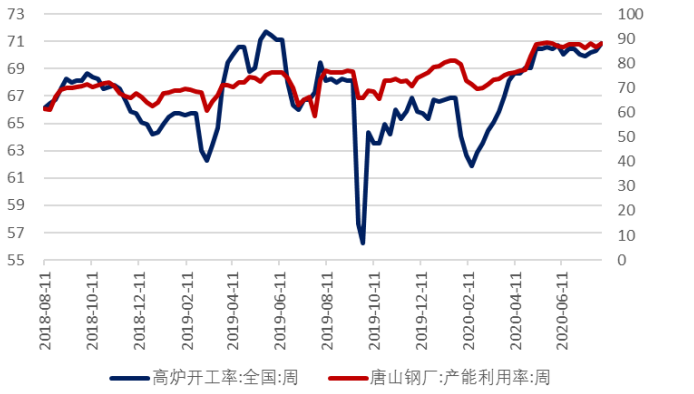

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 35 中板、冷轧库存减少



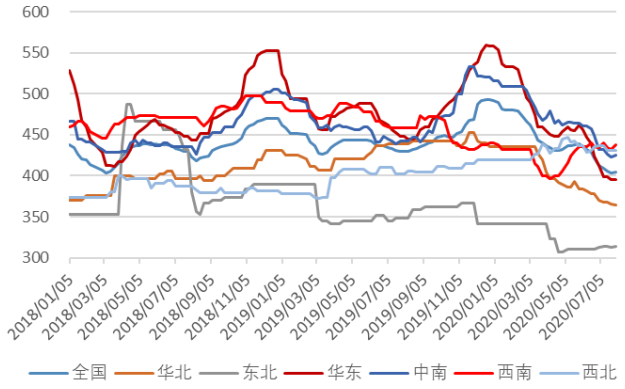

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 36 高炉开工率增加、唐山钢厂产能利用率继续加大




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 37 东北水泥价格上涨，其余地区维持稳定



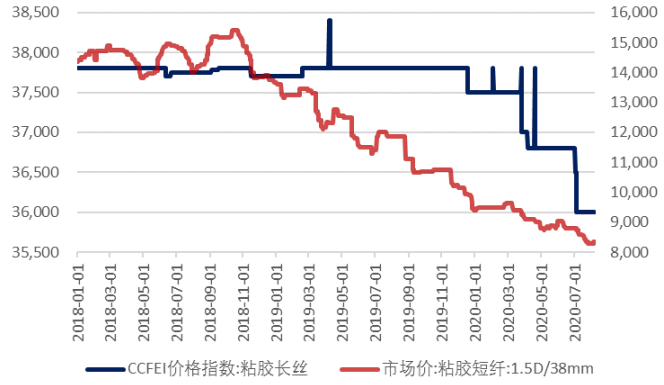

资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 38 玻璃价格持续上扬



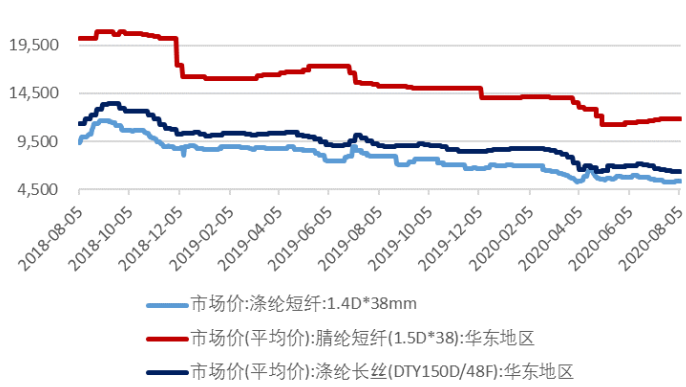

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 39 粘胶长丝价格不变、短纤价格继续下跌




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 40 涤纶长、短纤价格上行、晴纶短纤价格不变




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 41 甲醇价格上涨、天然橡胶价格下跌




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 42 PTA 价格上行，PVC 价格有所回调



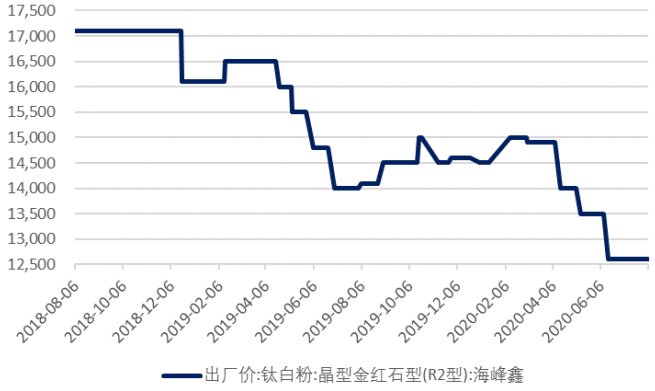

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 43 :聚合 MDI 价格不变、纯 MDI 价格上行



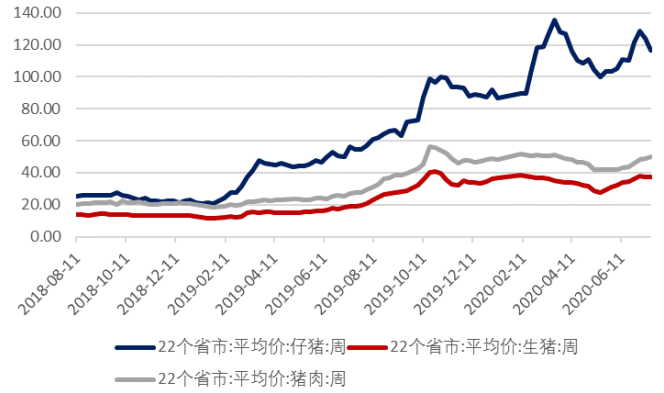

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 44 钛白粉出厂价维持低位




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 45 仔猪、生猪价格下行、猪肉平均价依旧上涨



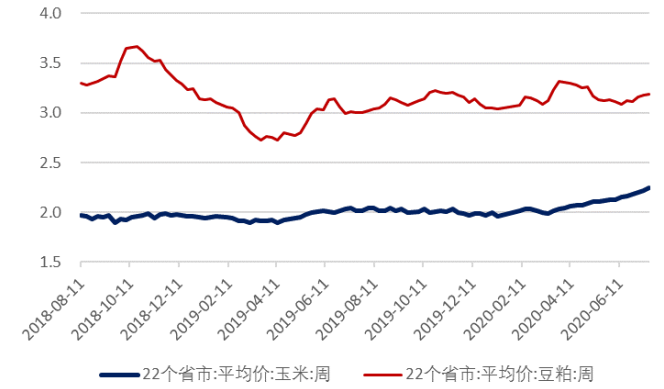

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 46 白羽肉毛鸡平均出场价继续降低




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 47 玉米、豆粕平均价上涨




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 48 山东肉苗鸡、肉毛鸡和鸡蛋价格下行




资料来源：Wind，华安证券研究所

## 5.2 汽车产销增速加快，航运景气度持续上升

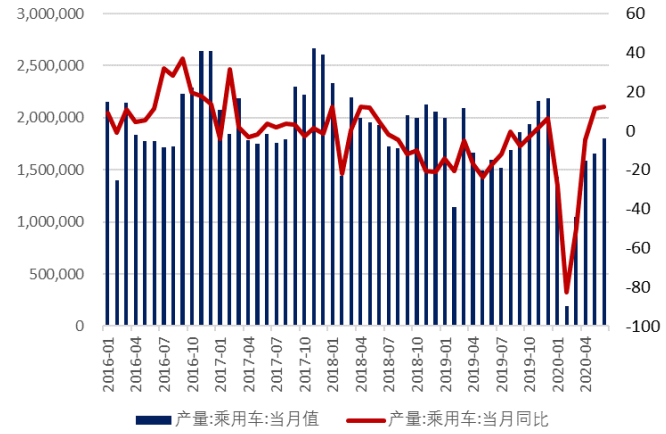
从中游来看：

**汽车：**7 月乘用车产销双双上行，其中有去年同时期国五换国六的因素影响。

**航运：**各大航线指数继续上扬，BDI 指数持续向好。

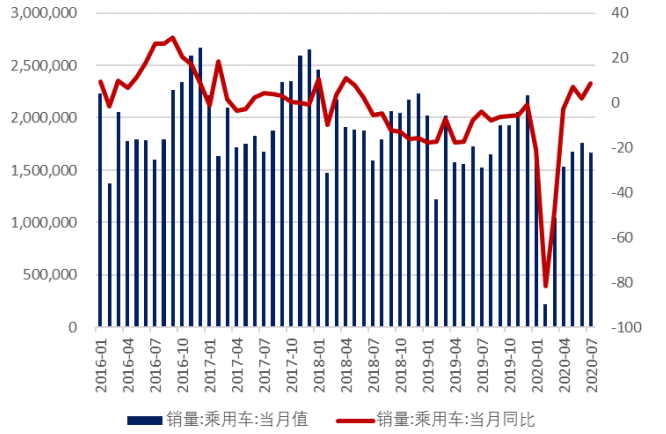
**电子：**费城半导体指数持续上行。**传媒：**观影人数逐渐回暖。

**图表 49 乘用车产量逐步回暖**



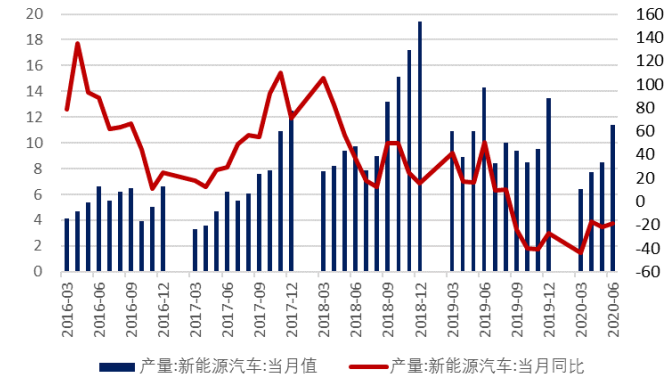

资料来源：Wind，华安证券研究所

**图表 50 乘用车销量增速上行**



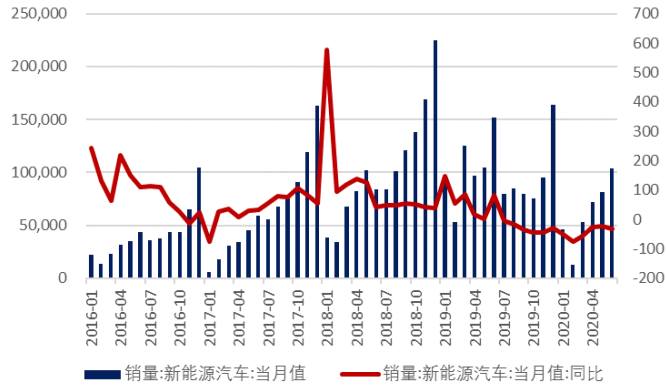

资料来源：Wind，华安证券研究所

**图表 51 新能源汽车月产量有所回升**



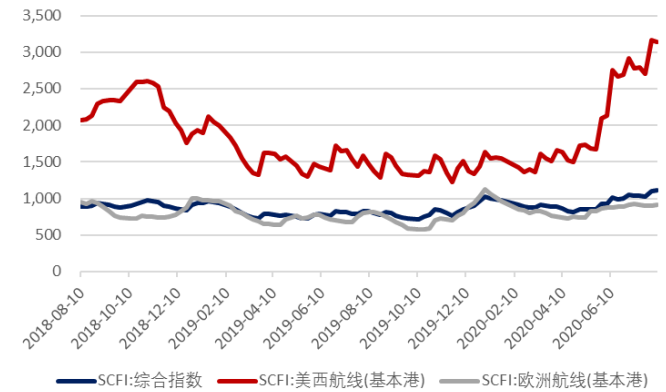

资料来源：Wind，华安证券研究所

**图表 52 新能源汽车月销量持续降低**




资料来源：Wind，华安证券研究所

**图表 53 各大航线指数持续上扬**



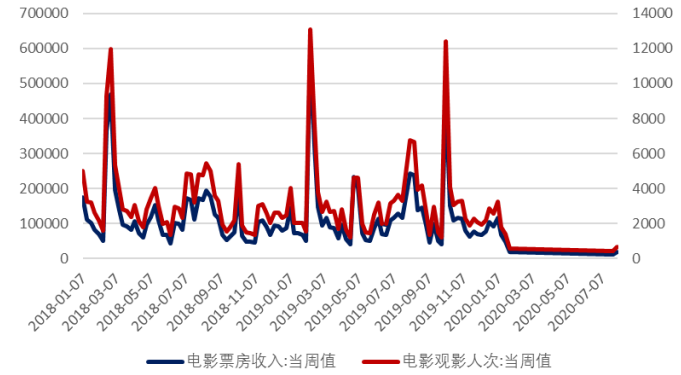

资料来源：Wind，华安证券研究所

**图表 54 BDI 指数继续上行**




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 55 电影票房收入及观影人次逐渐回暖




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 56 费城半导体指数持续上行




资料来源：Wind，华安证券研究所

## 5.3 消费电子依旧疲软，房地产有所分化

从下游来看：

**房地产：**一线商品房成交面积增加，二三线城市减少；100 大中城市土地供应数量和面积大幅减少。

**消费电子：**内存、闪存价格继续下探。

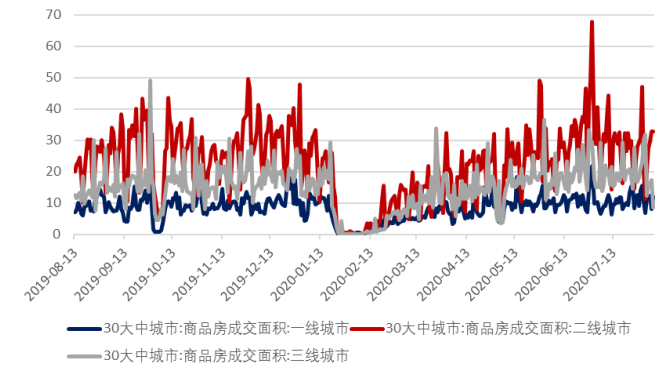
**食品饮料：**高端白酒维持高位，低&次高端下行；国内外奶粉价格缓慢上行；生鲜乳价格继续上涨。

**医药：**维生素 A、E 价格上涨，中药材价格指数持续攀升。

**家电：**冰箱销量维持近三年历史新高水平，洗衣机销量疲软，空调销量攀升接近历史峰值，LCD TV 销量逐渐转好。

**商贸零售：**义乌小商品订单、出口价格指数基本持平；食品药品零售放缓，饮料日用品持续回暖。

图表 57 一二线商品房成交面积增加，三线城市减少



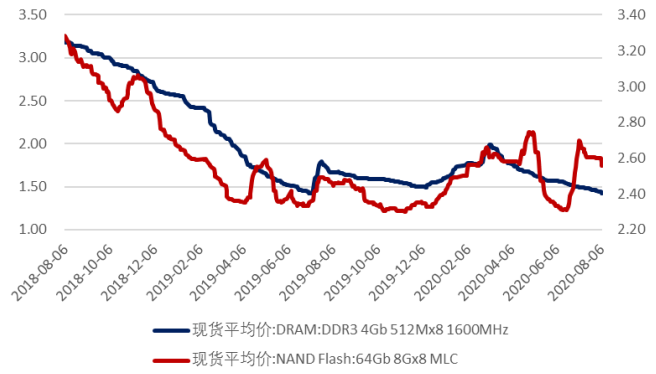

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 58 100 大中城市土地供应数量大幅减少



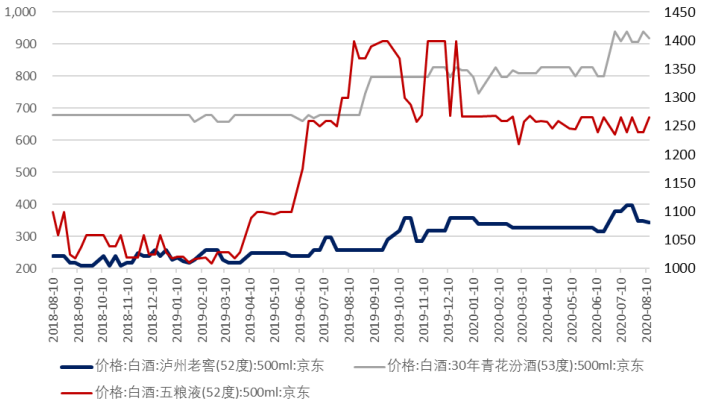

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 59 内存、闪存价格双双下行



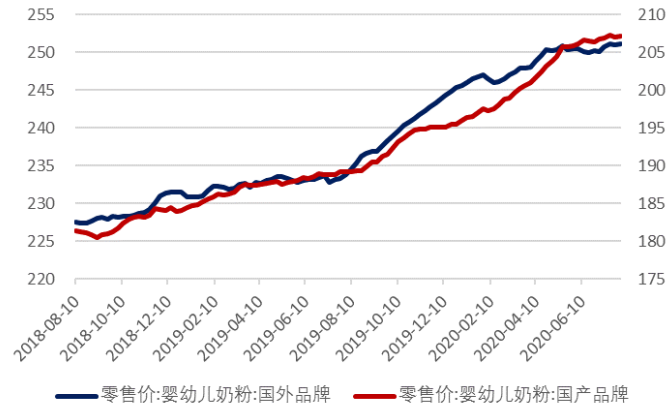

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 60 高端白酒价格维持高位、低&次高端价格下行



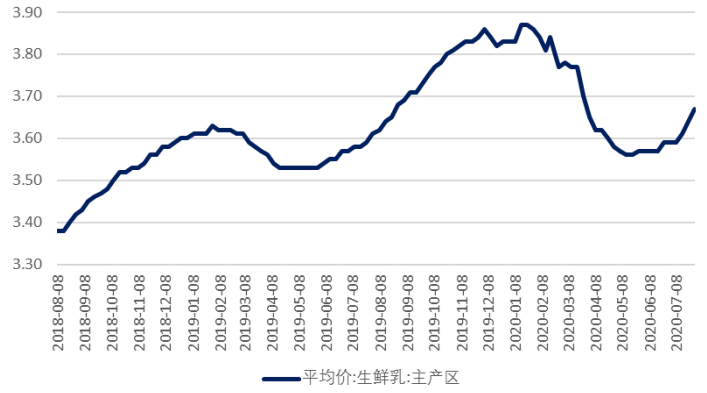

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 61 国内外奶粉价格缓慢上行



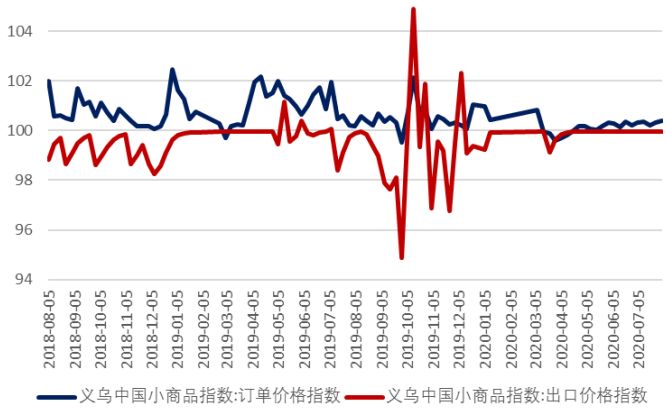

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 62 生鲜乳价格继续上涨




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 63 义乌小商品订单、出口价格指数基本持平




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 64 空调销量攀升接近历史峰值




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 65 冰箱销量维持近三年历史新高水平



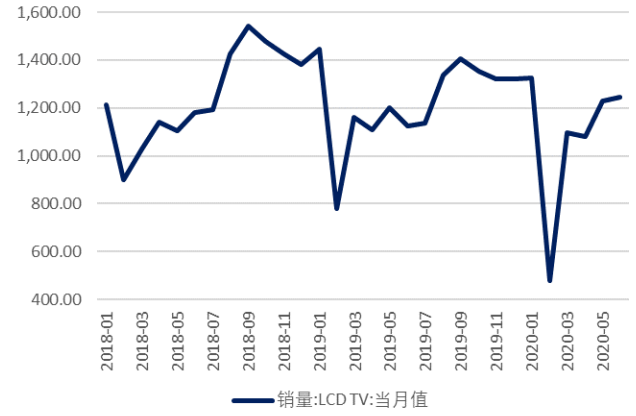

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 66 洗衣机销量疲软



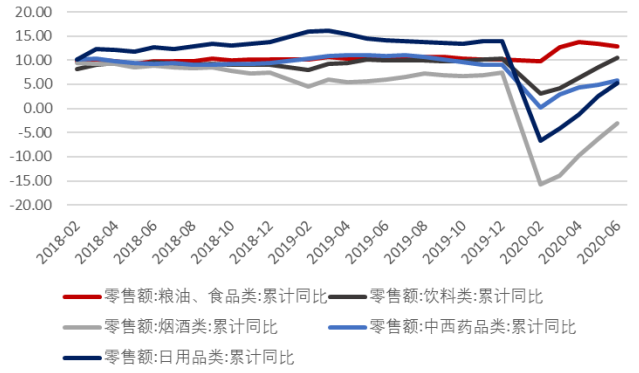

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 67 LCD TV 销量逐渐转好



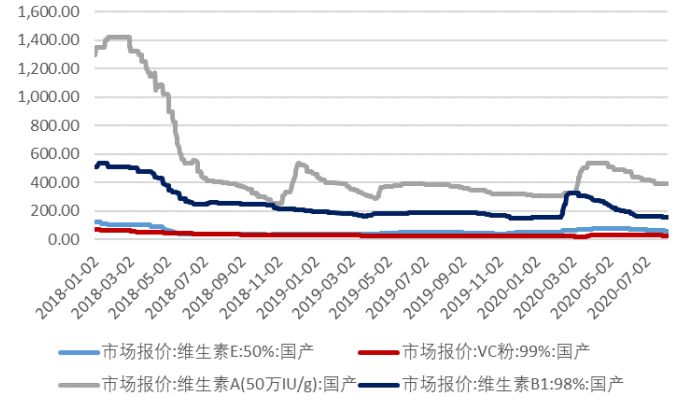

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 68 食品药品零售放缓，饮料日用品持续回暖



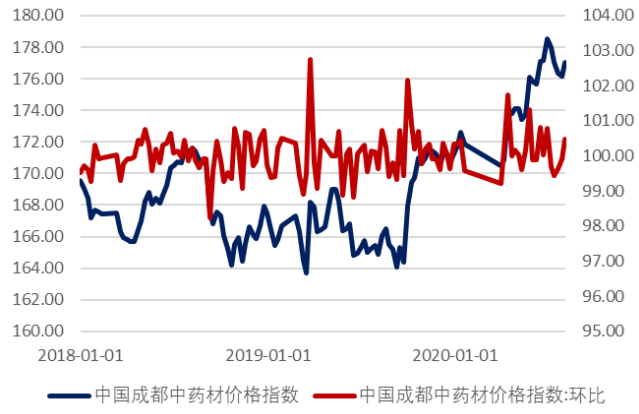

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 69 维生素 A、E 价格上涨，其余价格下降




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 70 中药材价格指数持续攀升




资料来源：Wind，华安证券研究所

## 风险提示：

经济复苏不及预期；中美关系摩擦超预期；政策过早转向

# 重要声明

**分析师声明**

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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**

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，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。

# 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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

**行业评级体系**

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

**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。