噪音扩大加剧震荡，寻找结构性机会

报告日期： 2020-08-10

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

主要观点：

噪音扩大加剧震荡，寻找结构性机会

企业盈利改善 PMI 继续向好，经济复苏确定性不改。7 月 PMI 51.1 连续四个月站上枯荣线，经济数据连续向好支撑了经济复苏的逻辑不变。7 月货物贸易出口增速明显好于市场预期，6 月工业企业利润当月同比 11.5%增速加快，企业盈利修复进行时。**流动性仍合理充裕，增量资金有序进场。**7 月新发偏股型基金 3173.40 亿元创历史新高，根据二季度末保险偿付能力来测算，中国人寿与 8 家大型险企的权益类投资上限提高 5%、人保财险提高 10%，以其 2019 年末资产计算，若能满足额度上限则能带来约 4500 亿元增量及未来 MSCI 纳入指数权重提升，都保证了后续资金有序进场。**短期波动加剧两市分化，情绪良好后市可期。**两市成交额连续 8 个交易日破万亿及北上资金净流出放缓都代表了投资者风险偏好犹存。外围扰动因素不断加剧，短期内市场仍会处于震荡调整节奏，若有较大幅度调整不必悲观。融资余额稳步上升叠加无风险收益率下行，市场情绪依旧良好。

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

集成电路与软件新政出台，科技发力信息产业再升级。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。**公募放开申请资管新规延期，资本市场改革再助券商腾飞。**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。**疫情过后施工加速，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，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、海尔智家、美的集团等。**REITs 试点申报粤港澳大湾区建设批复，新老基建再发力。**基建投资高增速已确定，雨季结束有望进一步上升，基建链相关行业值得关注。新老基建齐发力，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。

关注多因素共振带来的黄金、军工等主题性机会

黄金：风险事件点燃金价，流动性宽松将持续支撑。黎巴嫩爆炸及微信交易禁令事件催化金价上涨，随着全球流动性宽松继续，货币超发带来的流动性溢价推升金价在内的资产价格走高。**军工：北斗及中美摩擦双催化，产业基本面有支持。**北斗三号卫星导航系统正式开通，带动军工航天概念走强。中美贸易摩擦从科技转向文化，叠加 7 月以来美海军在南海海域两次举行双航母演习，紧张局势下军工产业有基本面支持。

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. 噪音扩大加剧震荡，寻找结构性机会 5
1.1 企业盈利改善 PMI 继续向好，经济复苏确定性不改 5
1.2 流动性仍合理充裕，增量资金有序进场 6
1.3 短期波动加剧两市分化，情绪良好后市可期 6
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 7
2.1 集成电路与软件新政出台，科技发力信息产业再升级 7
2.2 公募放开资管新规延期，资本市场改革再助券商腾飞 7
2.3 疫情过后施工加速，地产回暖助力产业链后周期 7
2.4 REITs 试点申报粤港澳大湾区建设批复，新老基建再发力 8
3. 关注多因素共振带来的黄金、军工等主题性机会 8
3.1 黄金：风险事件点燃金价，流动性宽松将继续支撑 8
3.2 军工：北斗及中美摩擦双催化，产业基本面有支持 10
4. 行业重点覆盖推荐 11
4.1 浙江美大：受益于地产后周期的集成灶龙头 11
4.2 银轮股份：新能源热管理领域领导者 12
4.3 苏博特：业绩受益基建板块高景气 13
5. 高频数据跟踪速览 14
5.1 动力煤价格下行，原油、有色、钢铁等其余价格上扬 14
5.2 汽车产销疲软，航运景气度上行 20
5.3 楼市回暖，乳品价格上行，空调、冰箱销量向好 21
风险提示： 23

图表目录

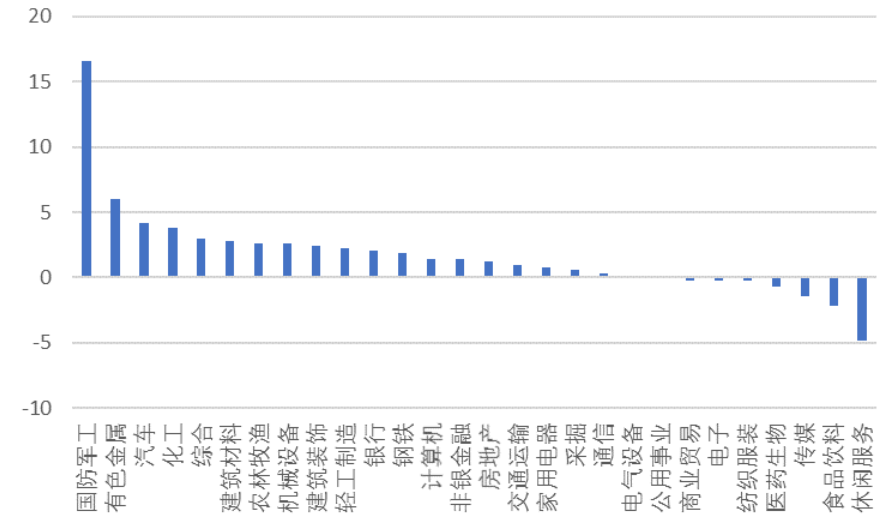
图表 1 国防军工、有色金属和汽车领涨，传媒、食品饮料及休闲服务表现较差 5
图表 2 货物贸易出口增速超预期 5
图表 3 全球经济衰退，我国 GDP 强势转正 5
图表 4 工业企业利润当月同比增速加快 6
图表 5 制造业 PMI 连续 5 个月站上枯荣线 6
图表 6 中债国债十年期+DR007 利率上行 6
图表 7 新成立偏股型基金份额创历史新高 6
图表 8 融资余额连续上升 7
图表 9 理财产品预期年收益率持续下降 7
图表 10 地产竣工面积及销售面积大幅回升 8
图表 11 COMEX 黄金、白银价格周二、周四大涨均与地缘摩擦有关 9
图表 12 黄金概念标的推荐 10
图表 13 TIKTOK 全球下载量持续走高，2020 年一季度达到 3.15 亿 10
图表 14 航天军工标的推荐 11
图表 15：2019 年集成灶渗透率仅不足 10% 11
图表 16：尾气后处理市场规模预测（亿元） 12
图表 17：2016-2018 年我国聚羧酸减水剂市场前 5 强（按市占率计算） 13
图表 18 原油价格继续上扬 14
图表 19 商业原油库存减少，天然气全美库存上升 14
图表 20 原油 DOE 产能利用率持续上升 14
图表 21 NYMEX 天然气期货收盘价继续上涨 14
图表 22 海外动力煤价格有所下降 15
图表 23 国内动力煤价格有所下降 15
图表 24 焦煤、焦炭、动力煤期货价格小幅上扬 15
图表 25 秦皇岛港锚地船舶数继续减少 15
图表 26 LME 铜价下行，铝价上扬 15
图表 27 LME 锌 、铅价格上涨 15
图表 28 LME 锡价小幅波动，镍价上涨 16
图表 29 COMEX 黄金、白银齐上张 16
图表 30 金属锂、碳酸锂价格短期维持不变长期向下 16
图表 31 钴:1#、钨精矿价格有所上扬 16
图表 32 螺纹钢期现双涨 16
图表 33 热轧板卷、冷轧板卷、中板价格继续上行 16
图表 34 铁精粉、卡拉加斯粉&PB 块矿车板价上行 17
图表 35 铁矿石、螺纹钢库存有所减少 17
图表 36 铁矿石价格指数继续上行 17
图表 37 线材库存减少，热卷（板）库存上升 17
图表 38 中板坤村继续增加，冷轧库存减少 17
图表 39 高炉开工率增加、唐山钢厂产能利用率维持高位 17
图表 40 西南水泥价格上涨，其余地区维持稳定 18
图表 41 玻璃价格持续上扬 18
图表 42 粘胶长、短纤价格继续下跌 18

图表 43 短纤价格小幅上涨、涤纶长丝价格下行 18
图表 44 甲醇价格下降、天然橡胶价格上行 18
图表 45 PTA 价格上行，PVC 价格有所回调 18
图表 46 :聚合 MDI 价格上行、纯 MDI 价格维持稳定 19
图表 47 钛白粉出厂价维持低位 19
图表 48 仔猪、生猪价格下行、猪肉平均价依旧上涨 19
图表 49 白羽肉毛鸡平均出场价轻微上涨 19
图表 50 玉米、豆粕平均价上涨 19
图表 51 山东肉苗鸡、肉毛鸡和鸡蛋价格下行 19
图表 52 乘用车产量逐步回暖 20
图表 53 乘用车销量增速放缓 20
图表 54 新能源汽车月产量大幅减少 20
图表 55 新能源汽车月销量持续降低 20
图表 56 各大航线指数持续上扬 20
图表 57 BDI 指数继续上行 20
图表 58 电影票房收入及观影人次回暖较慢 21
图表 59 费城半导体指数持续上行 21
图表 60 一二线商品房成交面积增加，三线城市减少 21
图表 61 100 大中城市土地供应数量增加 21
图表 62 内存、闪存价格双双下行 21
图表 63 高端白酒价格小幅下降、低&次高端价格上扬 21
图表 64 国内外奶粉价格缓慢上行 22
图表 65 生鲜乳价格继续上涨 22
图表 66 义乌小商品订单、出口价格指数基本持平 22
图表 67 空调销量攀升接近历史峰值 22
图表 68 冰箱销量维持近三年历史新高水平 22
图表 69 洗衣机销量疲软 22
图表 70 LCD TV 销量逐渐转好 23
图表 71 食品药品零售放缓，饮料日用品持续回暖 23
图表 72 各类维生素市场报价持续下降 23
图表 73 中药材价格指数持续攀升，环比中枢小幅下移 23

1. 噪音扩大加剧震荡，寻找结构性机会

我们在 7 月 24 日的报告《保持耐心，择机布局》中强调上轮调整控速是关键，指数震荡下行之后处于空间下沿可择机布局，随后于 7 月 30 日发布《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。上周市场日内波动加大，表现有所分化，上证指数上涨 1.33%，创业板指下跌 1.63%。分行业来看，国防军工、有色金属和汽车涨幅最好分别达 16.60%、6.01%、4.15%；而传媒、食品饮料及休闲服务表现较差分别为-1.39%、-2.14%、-4.85%。

图表 1 国防军工、有色金属和汽车领涨，传媒、食品饮料及休闲服务表现较差

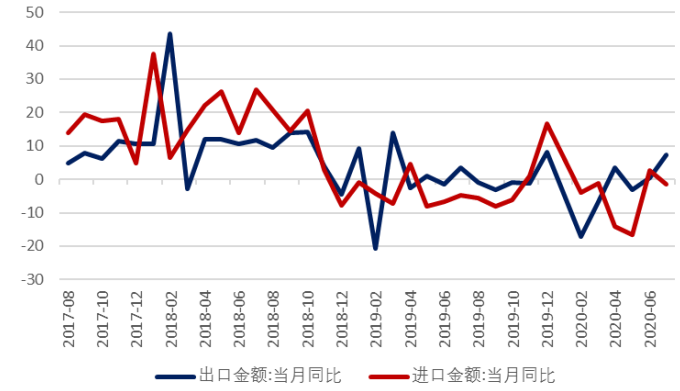


资料来源：Wind，华安证券研究所

1.1 企业盈利改善 PMI 继续向好，经济复苏确定性不改

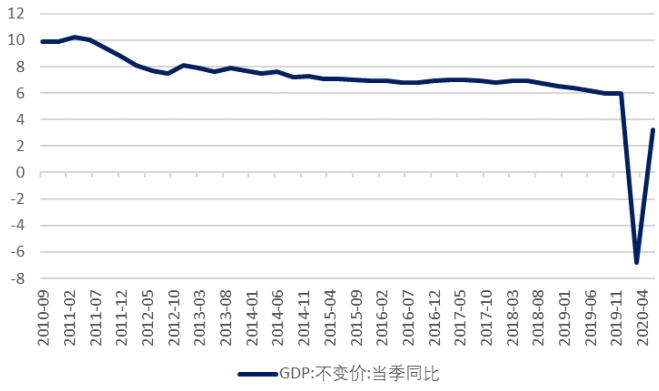
7 月制造业 PMI 指数为 51.1 较上月继续回升 0.2 个百分点，自疫情后连续四个月站上枯荣线以上，经济数据的连续向好支撑了经济复苏的逻辑不变。从 7 月公布的进出口数据来看（以美元计），货物贸易出口增速达 7.2%（前值 0.5%）明显好于市场预期，下半年有望维持；进口增速-1.4%（前值 2.7%）受海外疫情反复影响，进口增速稍显疲软。全球经济在疫情影响下陷入衰退复苏疲软，中国二季度 GDP 同比增速 3.2%（前值-6.8%）领先全球；6 月工业企业利润当月同比 11.5%较 5 月 6.0%增速加快，上半年整体呈现 V 型反转，累计同比也从-19.3%上升到-12.8%，企业盈利修复进行时。

图表 2 货物贸易出口增速超预期



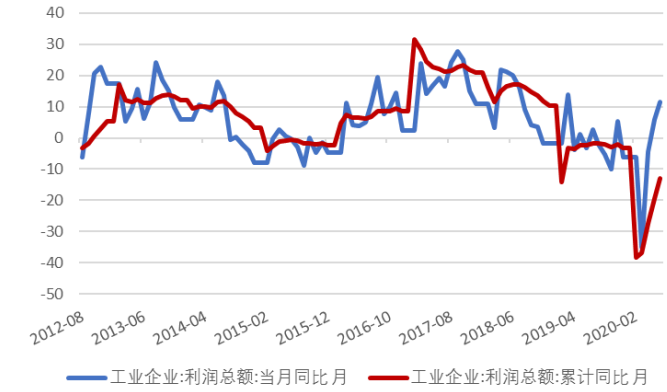
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 全球经济衰退，我国 GDP 强势转正



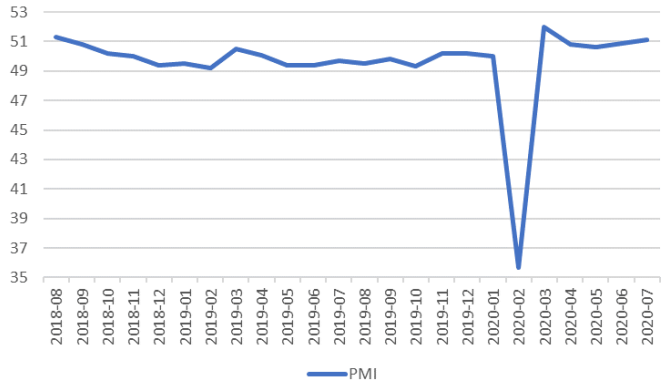
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 工业企业利润当月同比增速加快



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 制造业 PMI 连续 5 个月站上枯荣线

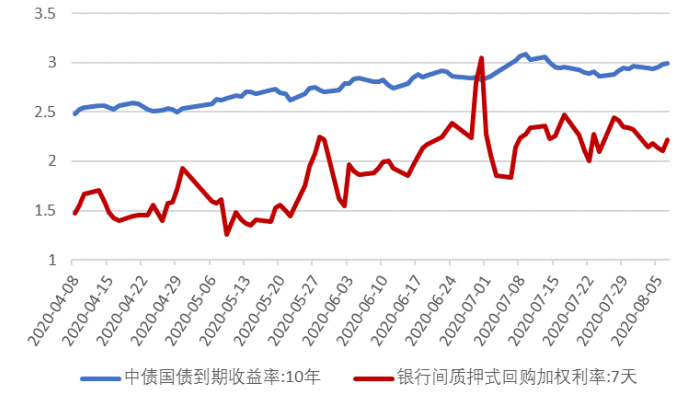


资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 流动性仍合理充裕，增量资金有序进场

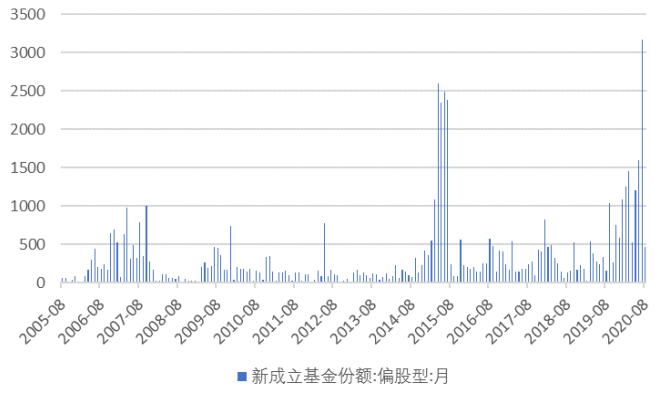
5 月以来中债国债十年期利率及 DR007 逐步上行，货币环境有所收紧市场开始担心政策不再进一步宽松，政治局会议定调“更加灵活适度、精准导向”缓解担忧情绪，市场流动性依然合理充裕。结合上半年的金融数据来看新增贷款与社融规模均创新高，最宽松的货币政策已经过去，现阶段政策导向已经转向宽信用要求直达实体经济。而且 A 股市场的增量资金并不直接来源于银行间系统，7 月新发偏股型基金 3173.40 亿元创历史新高，保险机构权益投资比例的提升也带来利好。根据二季度末保险最新偿付能力来测算，权益投资额度缩减的大都为中小险企业，这些公司的权益额度本身就未达到上限标准从 30%降至 20%影响有限，而中国人寿与另外 8 家大型险企的权益类投资上限提高 5%、人保财险提高 10%，以其 2019 年末资产计算，若能满足额度上限则能带来约 4500 亿元增量资金以及未来 MSCI 纳入指数权重提升，都保证了后续增量资金有序进场。

图表 6 中债国债十年期+DR007 利率上行



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 新成立偏股型基金份额创历史新高



资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 短期波动加剧两市分化，情绪良好后市可期

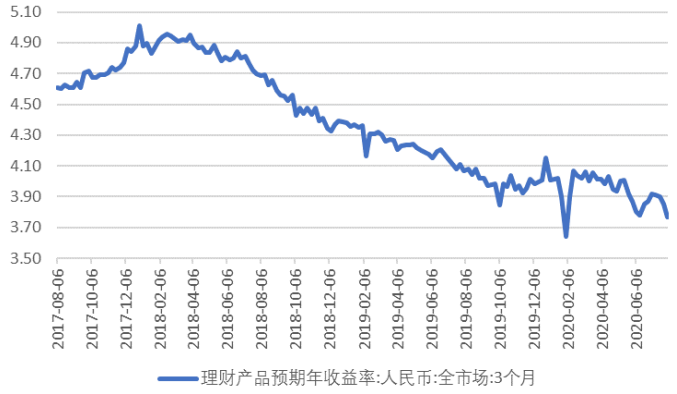
上周市场日内多次低开后仍能拉回跌幅或翻红表明市场人气仍处于较高水平，两市成交量连续 8 个交易日破万亿以及北上资金净流出放缓都代表了投资者风险偏好犹存。随着美国大选日期的临近，外围扰动因素不断加剧，短期内市场仍会处于震荡调整节奏，若有较大幅度调整不必悲观。融资余额稳步上升叠加无风险收益率下行，市场情绪依旧良好。经济复苏在路上配合更加灵活的财政及货币政策，确保了年内 A 股市场向好趋势不变。

图表 8 融资余额连续上升



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 理财产品预期年收益率持续下降



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 集成电路与软件新政出台，科技发力信息产业再升级

“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。

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**。

2.2 公募放开资管新规延期，资本市场改革再助券商腾飞

从 7 月已经公布业绩来看，券商表现依旧亮眼。35 家上市公司净利润环比增加 62%，同比增加 170%（剔除分红）；7 月平均净利润达到 42%，净资产收益率较 6 月上行 40bp 达 1.22%（未年化）。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。

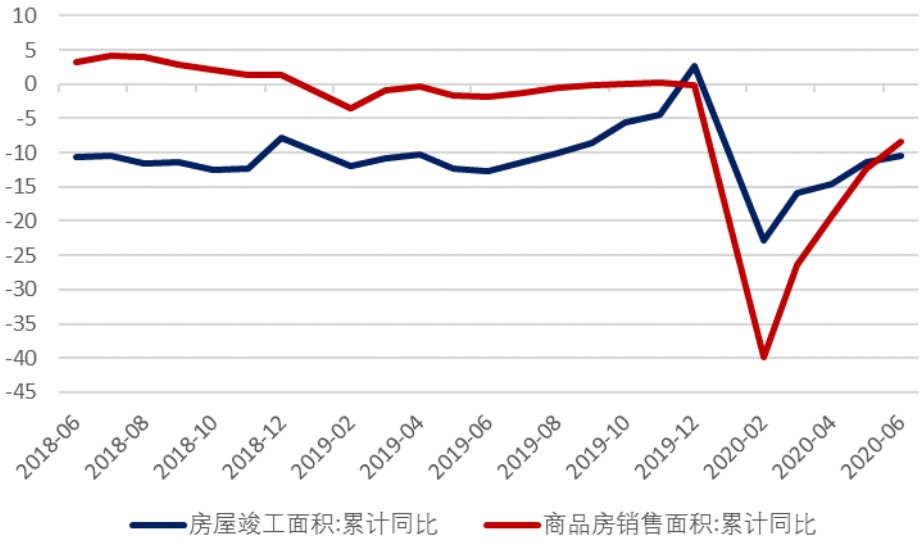
上月末证监会发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称办法），央行、银保监会等发布了《优化资管新规过渡期安排引导资管业务平稳转型》公告（以下简称新规）。在资本市场改革加速推进的大环境下，办法优化了公募牌照制度，适当放宽了“一参一控”限制，允许同一主体同时控制一家基金公司和一家公募持牌机构；新规则给财富管理行业一个更平滑的转型机会，延期到 2021 年底避免一刀切带来的冲击过大，使得金融市场更加健康长久的发展。政策红利加持的背景下推荐关注个股：**华泰证券、中信证券、国泰君安、海通证券**等。

2.3 疫情过后施工加速，地产回暖助力产业链后周期

本周，中国人民银行发布《2020 年第二季度中国货币政策执行报告》，报告指出“6 月末，房地产贷款余额占各项贷款余额的 28.7%；其中，个人住房贷款余额为 32.5 万亿元，同比增长 15.7%；住房开发贷款余额为 9.1 万亿元，同比增长 12.0%”，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。当前政策依然以“房住不炒”为主基调，而城市群、都市圈一体化发展，有望带动我国城镇化率继续提升，促进核心区域需求释放。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。

图表 10 地产竣工面积及销售面积大幅回升



资料来源：Wind，华安证券研究所

2.4 REITs 试点申报粤港澳大湾区建设批复，新老基建再发力

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。

8 月 3 日发改委发布《做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》（以下简称 REITs），7 月 30 日国家发改委批复粤港澳大湾区城际铁路建设规划（以下简称粤港澳）。REITs 明确优先基建补短板项目，包含数据中心、人工智能、5G 和物联网等相关产业；粤港澳规划建设 13 个城际铁路和 5 个枢纽工程项目总里程约 775 公里，近期建设项目总投资约 4741 亿元。新老基建齐发力，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。

3. 关注多因素共振带来的黄金、军工等主题性机会

上周 A 股各主题中，黄金和航天军工指数涨幅居前。其中，航天军工指数一周涨幅 19.93%，贵金属指数一周涨幅 8.61%。

3.1 黄金：风险事件点燃金价，流动性宽松将继续支撑

上周尽管周五因美国非农数据好于预期，令 COMEX 黄金收跌 1.5%，但并未改变整周金价的强势，A 股贵金属板块也跟随黄金和白银的上涨表现强势。其中，上周 COMEX 黄金连续合约价格收涨 3%，COMEX 白银连续合约收涨 16%。对于上周黄金及贵金属板块的走高，有以下三点原因。

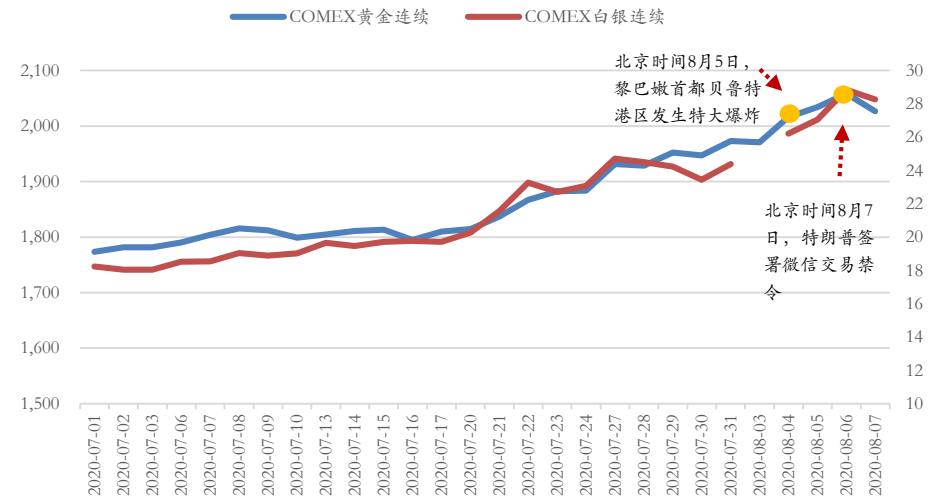
1）地缘政治，叠加特朗普签署微信交易禁令，催化黄金价格上涨。回顾上周金价走势，两次跳涨均与事件催化有着极高关联。一是 8 月 5 日黎巴嫩首都贝鲁特港区发

生特大爆炸，当日黄金收涨 2.3%；二是 8 月 6 日特朗普签署微信交易禁令，金价收涨 1.2%。尤其是周四微信交易禁令来看，是继特朗普禁令 TikTok 后，再度出手对中国软件发起攻势。随着美国大选进入冲刺阶段，预计 9 月前，中美间的摩擦仍将继续，避险情绪下将继续催化金价走高。

2）全球流动性宽松，美国创纪录发行 1120 亿美元国债。尽管上周五美国非农数据好于预期，但是在疫情常态化的背景下，全球经济复苏仍然面临极大的不确定性。美国上周创纪录发行 1120 亿美元 3 年、10 年和 30 年期国债，表明全球仍然处于流动性极度宽松的阶段，货币超发带来的流动性溢价将进一步推升包括黄金在内的资产价格上行。

3）美元弱势，推动金价上涨。今年二季度以来金价的持续上行，我们认为不可忽视美元的因素。自 2020 年 4 月到上周五，美元指数从 100 下跌至 93.4。因此，若美元持续维持低位或进一步贬值，金价仍有继续上行空间。

图表 11 COMEX 黄金、白银价格周二、周四大涨均与地缘摩擦有关



资料来源 Wind，华安证券研究所

在黄金概念标的关注紫金矿业、山东黄金、赤峰黄金。

紫金矿业：上周涨幅 13.5%。黄金龙头企业之一，中国控制金属矿产资源最多的企业之一；山西紫金新发现矿体，大幅增加黄金资源储量。

山东黄金：上周涨幅 3.5%。贵金属龙头企业之一，通过兼并、收购等方式黄金储量大幅增长；拥有国内外多座矿山。

赤峰黄金：上周涨幅 29%。受益于金价上周，中报业绩提升；上半年剥离非矿产资产。

图表 12 黄金概念标的推荐

	周涨幅	市值（亿元）	PE_TTM
紫金矿业 601899.SH	13.5%	1685	37.8
山东黄金 600547.SH	3.5%	1380	92.8
赤峰黄金 600988.SH	29%	393	131.3

资料来源 Wind，华安证券研究所

3.2 军工：北斗及中美摩擦双催化，产业基本面有支持

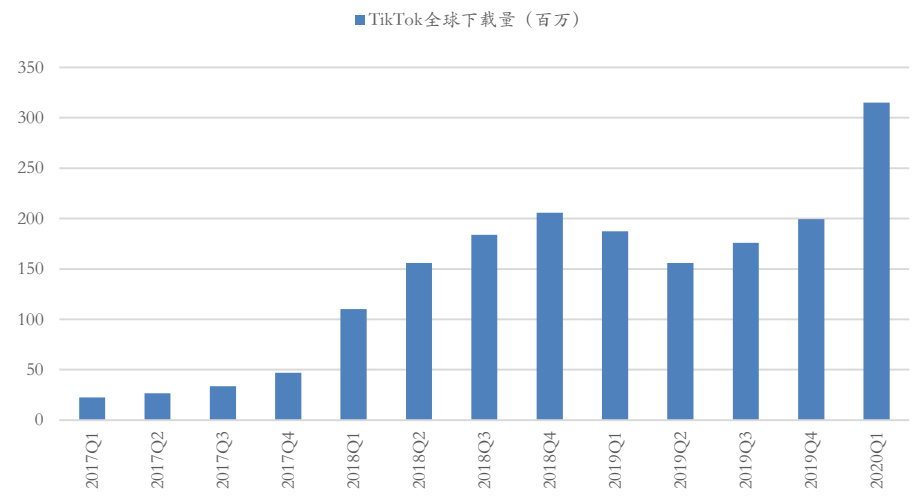
上周航天军工板块表现亮眼，一周涨幅近 20%。对于军工板块的表现，我们认为有北斗三号开通，以及中美摩擦带来的双重利好。

1）北斗三号卫星导航系统正式开通，航天军工领涨该板块。随着 7 月 31 日北斗三号卫星导航系统正式开通，成为全球最大的卫星导航系统。中国的北斗卫星导航系统共分为三步，继 2003 年北斗一号，2012 年北斗二号，北斗三号的开通标志着第三步的完成。除从国家安全角度，带动相关军工航天板块之外，还涉及到上下游的通信、芯片等行业。

2）中美贸易摩擦从科技转向文化，未来摩擦或进一步加剧。继 TikTok 之后，特朗普上周再度签署禁令，宣称将在 9 月 15 日禁用微信。这一举动一方面表明随着美国大选的临近，中美间的摩擦进一步加剧；另一方面，也显示自 2018 年 3 月以来在高科技领域的摩擦正逐步转向文化领域，表明未来对抗的加剧。实际上，根据 Sensor Tower 数据表明，TikTok 在全球下载量持续位居第一，2020 年一季度的下载量达到 3.15 亿。同时，在美国 TikTok 也势不可挡，成为美国青少年的主要应用 APP 之一。

3）南海局势逐步紧张，产业基本面有支持。进入夏季以来，南海局势紧张态势逐步加剧。7 月 6 日、7 月 17 日，美海军 7 月两次在南海海域举行双航母演习。受军事演习活动频率的增强，紧张局势下，军工订单的数量和预算未来将有增加，支持产业基本面。

图表 13 TikTok 全球下载量持续走高，2020 年一季度达到 3.15 亿



资料来源 Sensor Tower，华安证券研究所

在航天军工概念标的关注北斗星通、雷科防务、中航飞机。

北斗星通：上周涨幅 61%。中游硬件厂商，我国卫星导航产业首家上市公司，北斗产业链直接概念股，系北斗系统主管部门授权许可，专门从事北斗卫星导航定位系统运营。

雷科防务：上周涨幅 20%。北斗概念股，北斗卫星导航接收机、雷达、微波信号分配管理及接受处理。

中航飞机：上周涨幅 9.2%。军工板块龙头之一，拥有国内大中型军民用飞机的核心资源。

图表 14 航天军工标的推荐

	周涨幅	市值（亿元）	PE_TTM
北斗星通 002151.SZ	61.1%	367	-59
雷科防务 002413.SZ	20%	125	89.7
中航飞机 000768.SZ	9.2%	717	124.9

资料来源 Wind，华安证券研究所

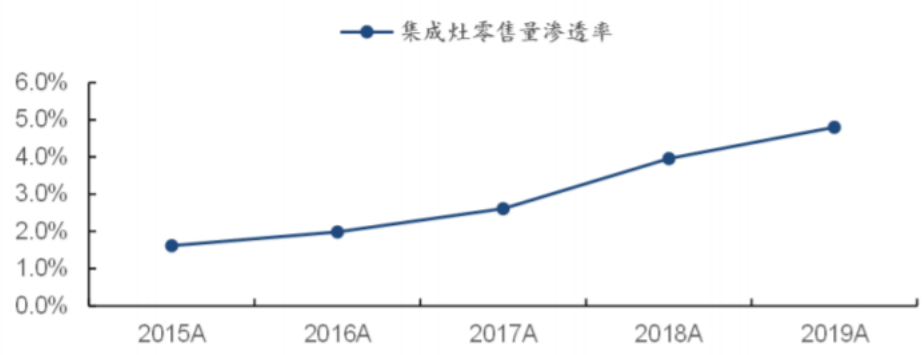
4. 行业重点覆盖推荐

4.1 浙江美大：受益于地产后周期的集成灶龙头

抖音快手等内容平台、家居类 MCN 的崛起，有望助力集成灶以低营销成本弯道加速。虽然集成灶作为耐用消费品，不会是抖音用户冲动购物的对象，但短视频、直播这类内容传播方式，高度适合集成灶的功能优势的展示与传播，同时又具备低成本的特性，有望助力集成灶品类弯道加速。集成灶行业销量规模在未来三年有望维持 30%以上的增速。主要因素在于：

（1）地产竣工面积回暖，带来整体厨电需求的改善；（2）油烟机保有量提升，尤其是农村地区；（3）集成灶渗透率提升（已考虑精装房分流影响）。

图表 15：2019 年集成灶渗透率仅不足 10%



资料来源：中怡康推总数据，产业在线，华安证券研究所

浙江美大作为集成灶的发明者，常年稳居龙头地位。从 2016-2019 年数据来看，浙江美大维持 20%左右的销量份额，远超第二梯队企业。居于第二梯队的是火星人、亿田股份、帅丰股份，也纷纷于近两年递交上市申请，体现集成灶行业的蓬勃发展。

投资建议：

浙江美大作为集成灶的发明者，长期维持龙头地位，无论是收入规模、盈利能力还是营运能力，都长期保持出色表现。在集成灶行业高速发展的预期下，我们预计公司在维持龙头地位的同时，份额有望进一步提升。我们预计，公司 2020-2022 年的收入增速分别为 15.9%、32.0%、31.9%，归母净利润增速分别为 12.8%、28.7%、33.6%，每股 EPS 分别为 0.80、1.03、1.38 元/股，当前股价对应 2020-2022 年分别 13.8x、10.7x、8.0xPE。

风险提示：集成灶渗透率提升不达预期风险。

4.2 银轮股份：新能源热管理领域领导者

热交换龙头地位稳定，核心业务稳定增长

公司为国内热交换领域龙头，油冷器、中冷器国内市场占有率分别达到 45%和 35%。公司下游客户覆盖商用车、乘用车、工程机械等多领域，当前重卡市场景气度维持，乘用车市场拐点已至，公司经营逐步改善。与此同时，公司乘用车客户持续开拓，深耕自主品牌的同时，通过大众供应商审核，并获得通用、日产等国际品牌的项目定点。

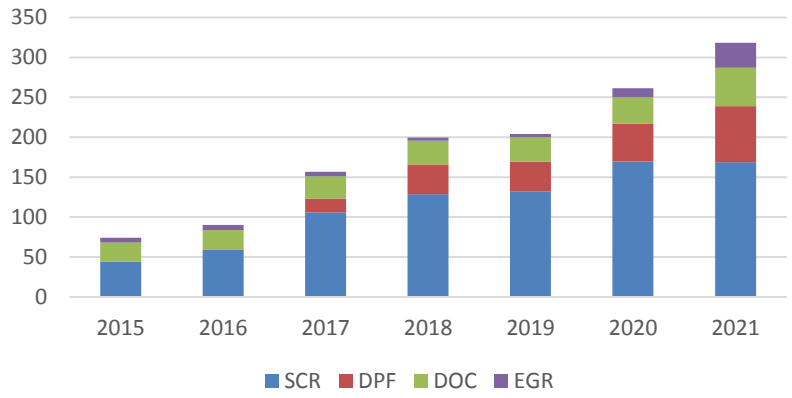
新能源热管理大有可为，公司成长空间广阔

新能源热管理单车价值量为传统车 3-4 倍，预计 2025 年全球市场规模达到 874 亿元。公司现已配套吉利、广汽、宁德时代等国内一线品牌，并成为特斯拉热交换产品供应商，吉利沃尔沃 PMA 平台热交换总成为供应商，热泵空调项目获戴姆勒 Smart、江铃新能源定点，得到全球电动车龙头企业认可。截至 2019 年预计累计生命周期订单超 60 亿元。

排放升级进行时，尾气处理业务迎增长点

国六排放升级带来约 107 亿增量市场，同时排放升级下竞争格局有望重塑，公司有望在 SCR、重卡 EGR 等产品的配套方面取得更多突破。当前重卡 EGR 产品已经供应潍柴，后续有望凭借重卡市场的客户基础抢夺更多市场份额。

图表 16：尾气后处理市场规模预测（亿元）



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 EPS 分别为 0.46/0.55/0.66 元，当前股价对应 2020-2022 年 P/E 分别为 33x/27x/23x。

风险提示

尾气处理业务客户开拓不及预期；新能源业务开拓不及预期等风险。

4.3 苏博特：业绩受益基建板块高景气

多因素驱动行业格局优化，下游出现积极变化

减水剂行业从需求端来看，受机制砂占比提升和混凝土原料成本因素影响，单方混凝土减水剂掺量明显提升，尤其聚羧酸减水剂近年需求增速远超下游增速。从集中度角度看，中小企业受资金压力和盈利能力影响，在龙头企业渠道下沉时难以与之竞争；同时行业不规范产能由于“退城入园”等政策将逐步淘汰。多重因素驱动行业迎来二次出清，格局进一 步改善。

另外，我们认为减水剂行业下游已经出现一些值得关注的积极变化，其一是**大客户的集采趋势导致中小减水剂企业的中标难度提升**;其二是基建领域受多项政策催化，巨大的需求空间已被打开，**减水剂的市场空间天花板有望得到突破**。

图表 17：2016-2018 年我国聚羧酸减水剂市场前 5 强（按市占率计算）

2016 年		2017 年		2018 年	
江苏苏博特	4.36%	江苏苏博特	4.22%	江苏苏博特	5.48%
科之杰集团	2.97%	科之杰集团	3.53%	科之杰集团	5.39%
安徽中铁	1.66%	广东红墙	1.39%	广东红墙	1.63%
广东红墙	1.34%	长安育才	1.21%	贵州石博士	1.12%
华伟银凯	1.33%	安徽中铁	1.19%	长安育才	1.11%

资料来源：中国混凝土网，华安证券研究所

疫情对公司影响相对较小，业绩受益基建板块高景气度

公司近半数营收来自于基建领域，施工进度和稳定性好于地产项目，在特殊时期抗风险能力较强。2020 年一季度，公司营收同比下降 9.03%， 在三家减水剂龙头中降幅最小（垒知集团营收同比下降 25.21%，红墙 股份营收同比下降 10.67%），且归母净利润同比实现逆势增长 1.19%。 进入二季度以来，公司业务重回高增长轨道，发货量迅速提升且降价幅度有限。2020 年半年度公司实现归母净利润预增 20%-30%，据此计算 2020Q2 实现归母净利润同比增长 30.6%-47.1%，超出市场预期。

业绩前低后高，下半年有望再超预期

公司业绩呈现明显的前低后高特点，主要是由于季节性因素及新签订单多于下半年发货。2020 年，我们认为该趋势将更加明显，主要有两个原因：1）今年上半年疫情的影响较大，尤其是一季度供需两端几乎停滞，而 下半年国内疫情对相关下游领域的影响将逐步降至非常小，需求边际改善的力度会显著大于往年；2）伴随多项政策利好出现，今年基建将有可观的增量需求，且大部分增量项目将从下半年开始逐步开工；地产方面，5 月份核心数据出现强势反弹，前期积压的需求已经开始释放。同时地产商 2020 年上半年资金压力较大，在复工复产全面推进的过程中，下半年或将加大推盘力度，使得开工端投资节奏加快。综合来看，我们认为公司下半年业绩环比增长的幅度将高于往年，表现有望再超预期。

技术实力是公司核心壁垒，新材料和新技术带来巨大潜力

公司建有“高性能土木工程材料国家重点实验室”、“江苏省功能性聚醚工程技术研究中心”等行业领先的科研平台，在技术人员储备和研发费用上均为业内之最。

重大基建项目是公司的传统优势领域，仅今年年初至今，就有多项正在施工或已投入使用的国家重大工程项目中出现过公司的身影，包括深中通道、南京长江第五大桥、白鹤滩水电站等。我们注意到，公司在许多工程项目中扮演的角色已不只是外加剂供应商，而是针对项目实际需要，通过定制化功能性材料、工程技术攻关等方式全方位参与其中，发挥极为关键的作用。我们认为公司凭借自身强大的技术实力，正在从减水剂企业成长为综合性的新型土木工程技术和材料供应商。随着未来数年我国基建领域掀起新一轮高潮，公司多项新材料和新技术的商业化前景潜力巨大，有望再造一个苏博特。

投资建议

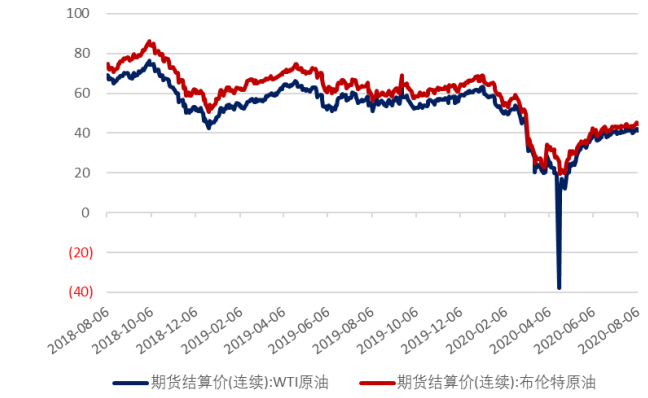
我们认为行业格局改善叠加公司技术领先优势，业绩保持高速增长具有确定性。同时公司在费用端的改善将使净利率逐步与高毛利水平相匹配，进一步带来估值提升空间。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.47/6.11/7.58 亿元，对应 EPS 分别为 1.44/1.97/2.44 元。

风险提示：环氧乙烷价格波动的风险；房地产及基建需求不及预期的风险；相关政策实施力度不及预期的风险。

5. 高频数据跟踪速览

5.1 动力煤价格下行，原油、有色、钢铁等其余价格上扬

图表 18 原油价格继续上扬



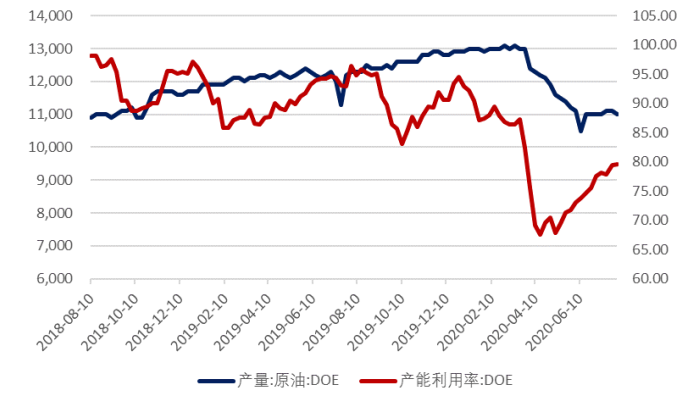
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 19 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 20 原油 DOE 产能利用率持续上升



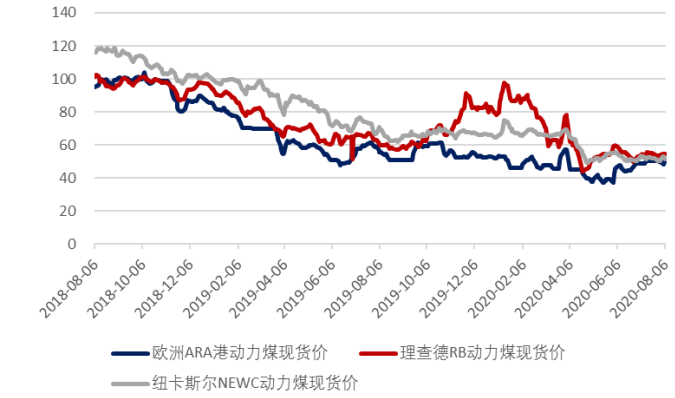
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 21 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 22 海外动力煤价格有所下降



资料来源：Wind，华安证券研究所整理

图表 23 国内动力煤价格有所下降



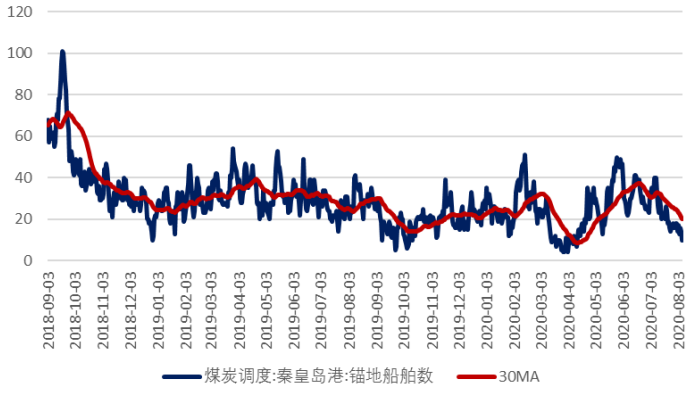
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 24 焦煤、焦炭、动力煤期货价格小幅上扬



资料来源: Wind，华安证券研究所

图表 25 秦皇岛港锚地船舶数继续减少



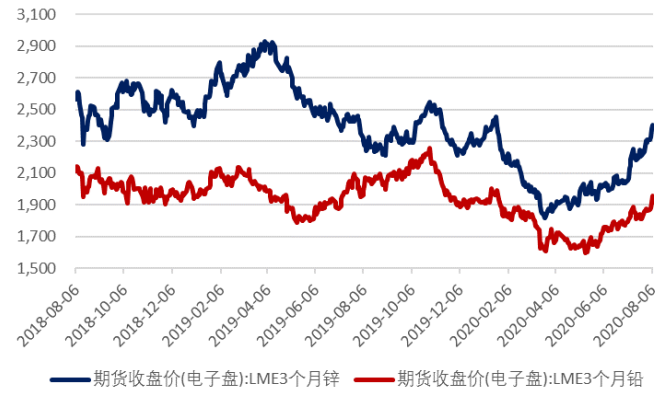
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 26 LME 铜价下行，铝价上扬



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 27 LME 锌 、铅价格上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 28 LME 锡价小幅波动，镍价上涨



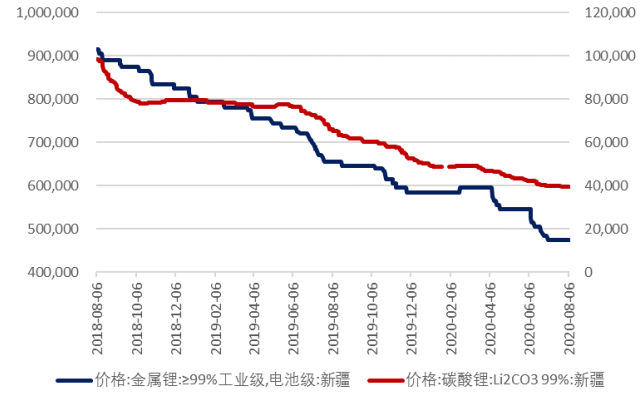
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 29 COMEX 黄金、白银齐上张



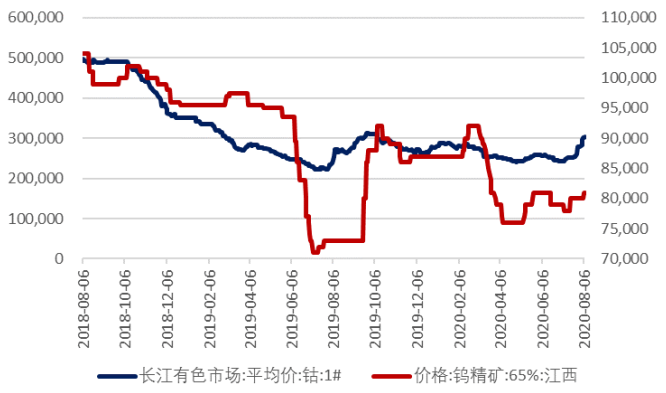
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 30 金属锂、碳酸锂价格短期维持不变长期向下



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 31 钴:1#、钨精矿价格有所上扬



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 32 螺纹钢期现双涨



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 33 热轧板卷、冷轧板卷、中板价格继续上行



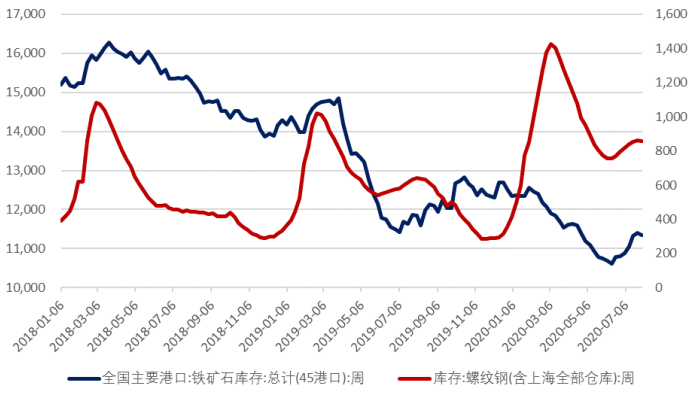
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 34 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 35 铁矿石、螺纹钢库存有所减少



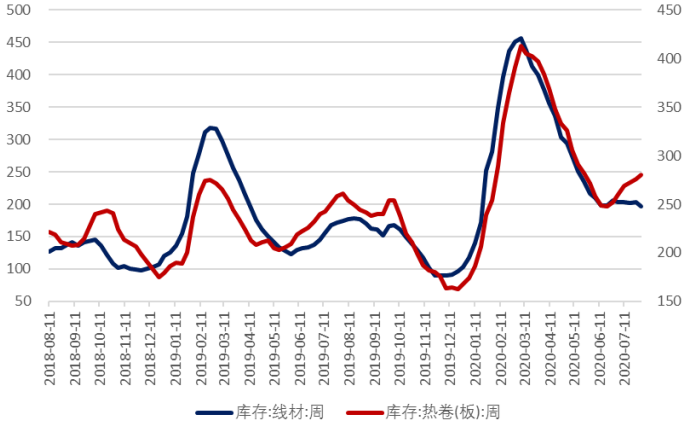
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 36 铁矿石价格指数继续上行



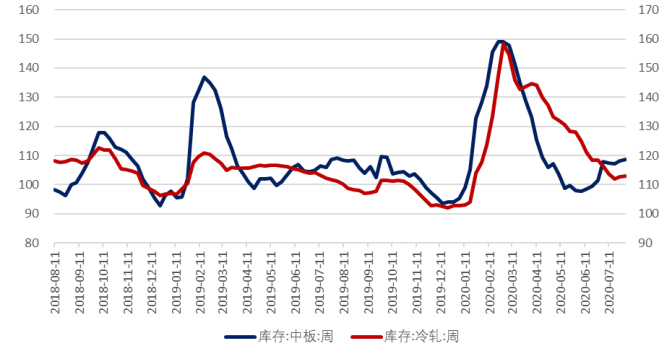
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 37 线材库存减少，热卷（板）库存上升



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 38 中板坤村继续增加，冷轧库存减少



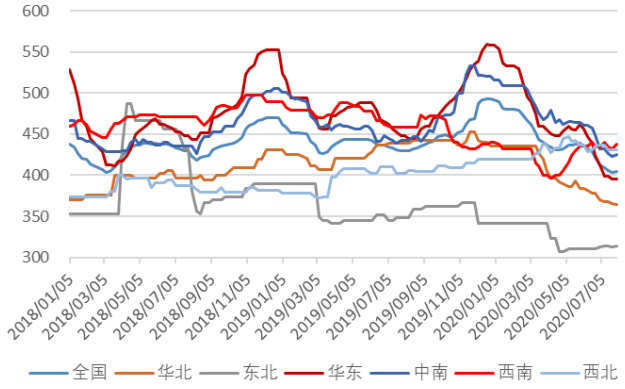
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 39 高炉开工率增加、唐山钢厂产能利用率维持高位



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 40 西南水泥价格上涨，其余地区维持稳定



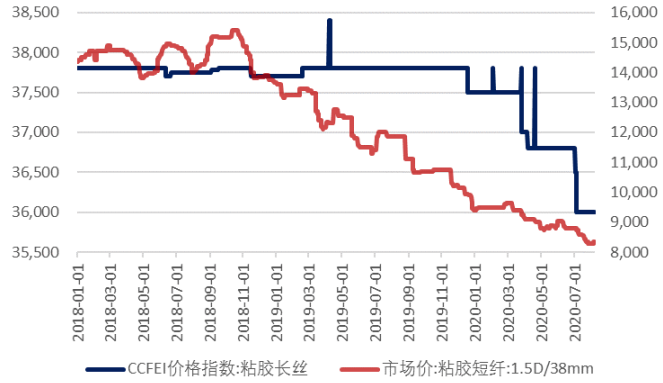
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 41 玻璃价格持续上扬



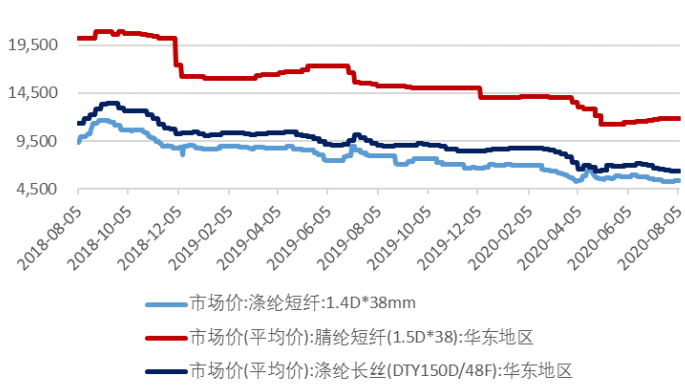
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 42 粘胶长、短纤价格继续下跌



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 43 短纤价格小幅上涨、涤纶长丝价格下行



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 44 甲醇价格下降、天然橡胶价格上行



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 45 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 46 :聚合 MDI 价格上行、纯 MDI 价格维持稳定



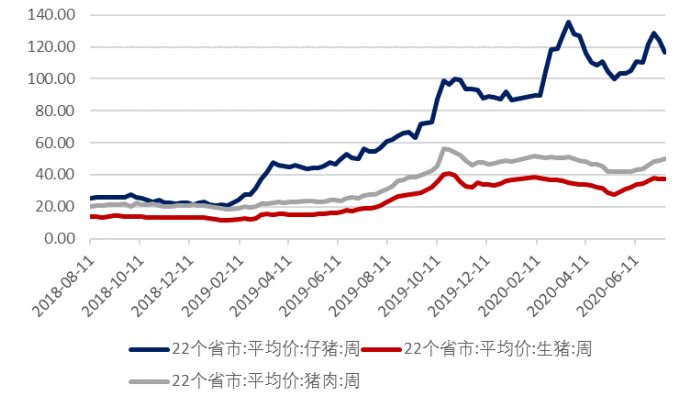
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 47 钛白粉出厂价维持低位



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 48 仔猪、生猪价格下行、猪肉平均价依旧上涨



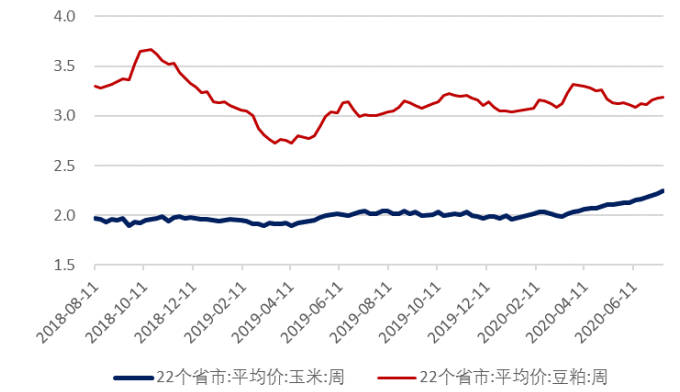
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 49 白羽肉毛鸡平均出场价轻微上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 50 玉米、豆粕平均价上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所

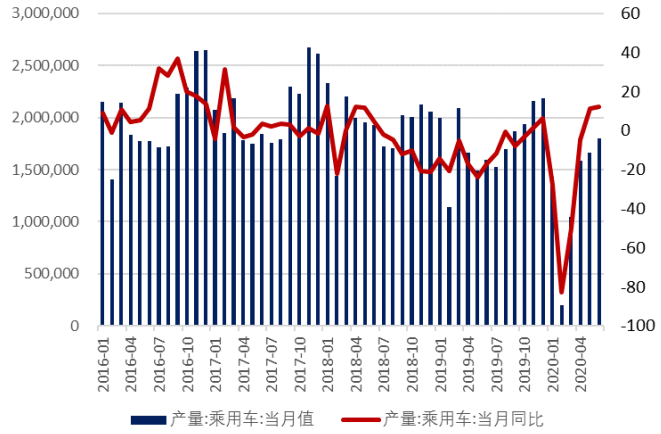
图表 51 山东肉苗鸡、肉毛鸡和鸡蛋价格下行



资料来源：Wind，华安证券研究所

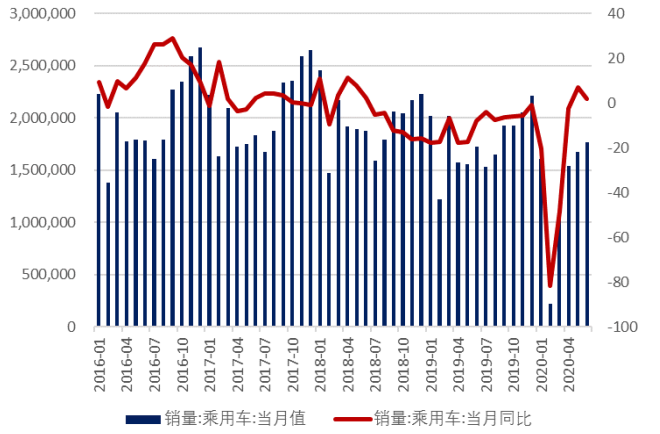
5.2 汽车产销疲软，航运景气度上行

图表 52 乘用车产量逐步回暖



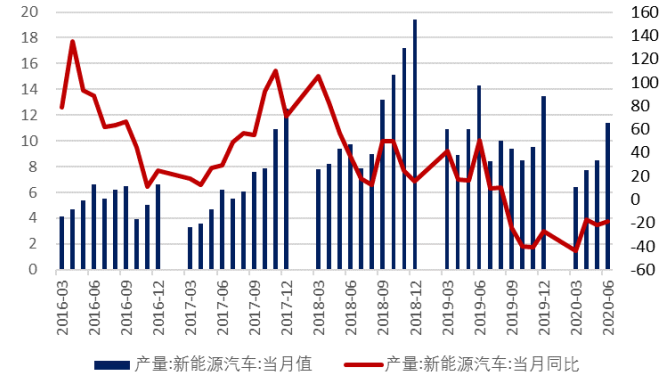
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 53 乘用车销量增速放缓



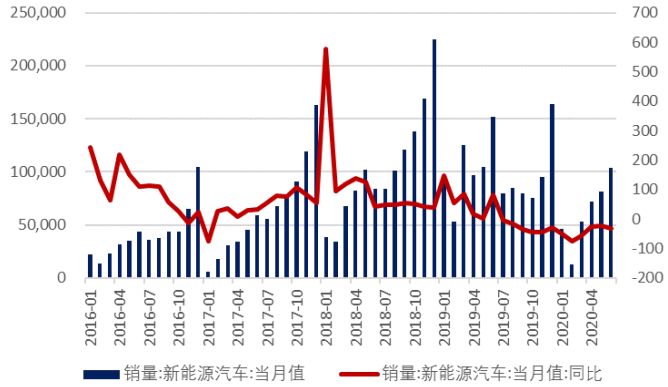
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 54 新能源汽车月产量大幅减少



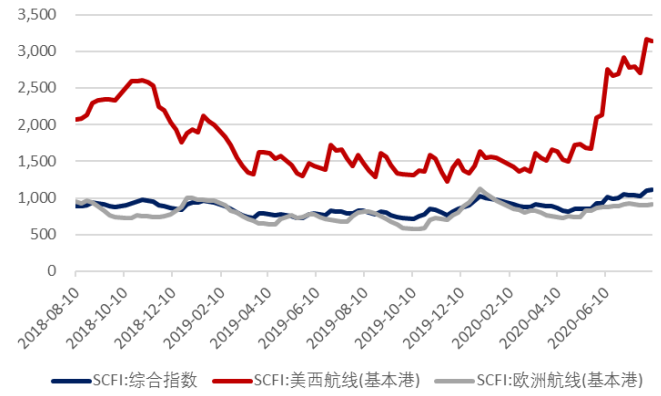
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 55 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 56 各大航线指数持续上扬



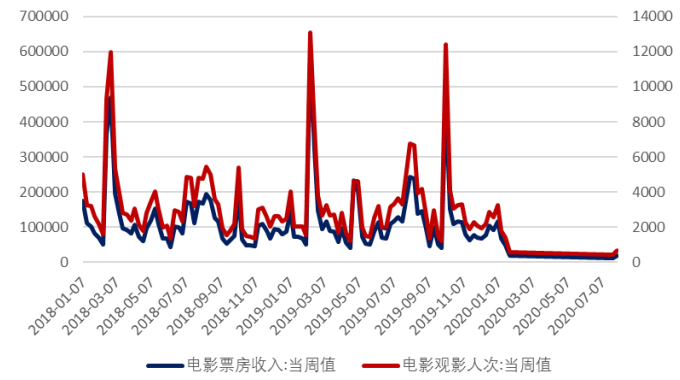
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 57 BDI 指数继续上行



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 58 电影票房收入及观影人次回暖较慢



资料来源：Wind，华安证券研究所

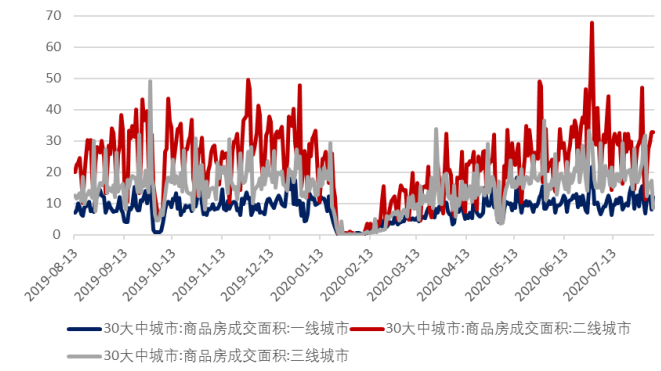
图表 59 费城半导体指数持续上行



资料来源：Wind，华安证券研究所

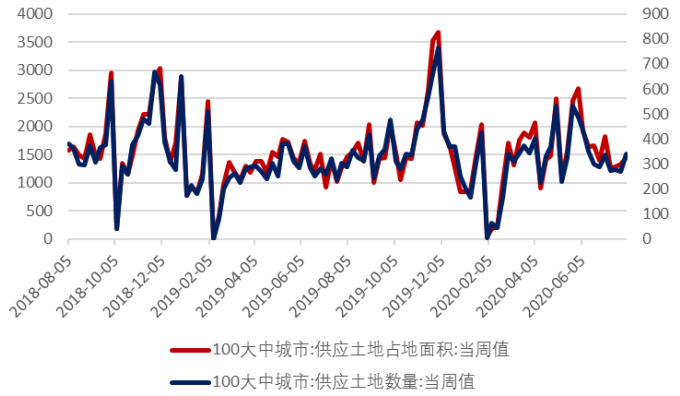
5.3 楼市回暖，乳品价格上行，空调、冰箱销量向好

图表 60 一二线商品房成交面积增加，三线城市减少



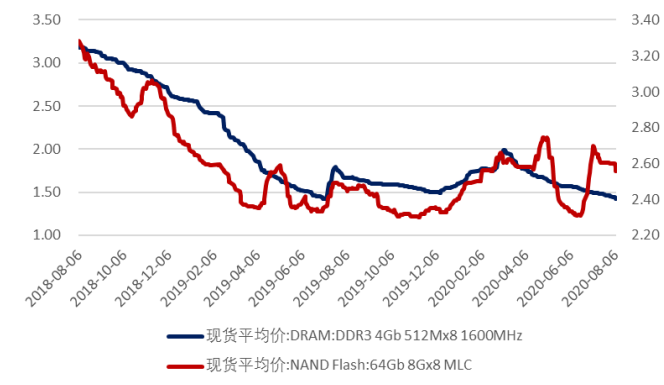
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 61 100 大中城市土地供应数量增加



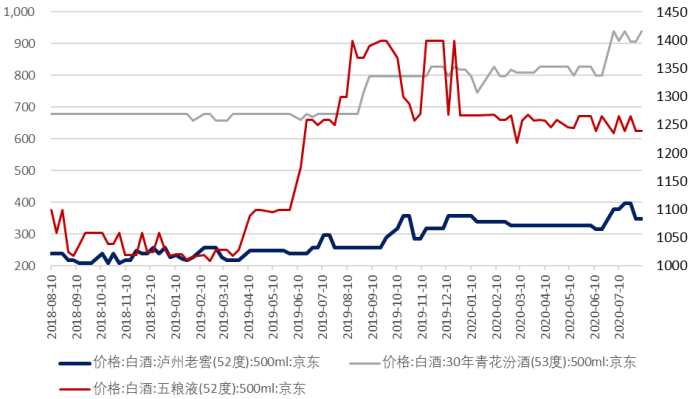
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 62 内存、闪存价格双双下行



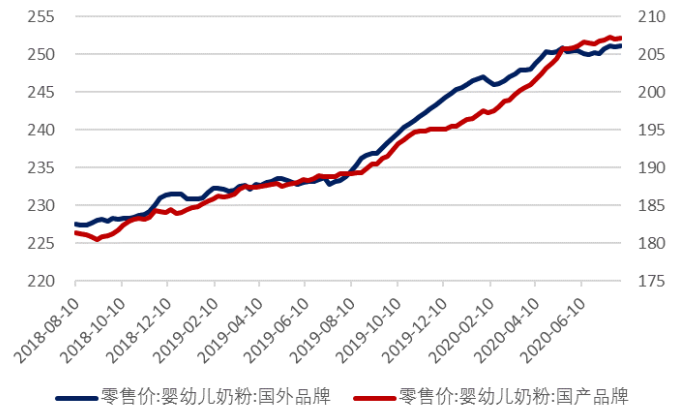
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 63 高端白酒价格小幅下降、低&次高端价格上扬



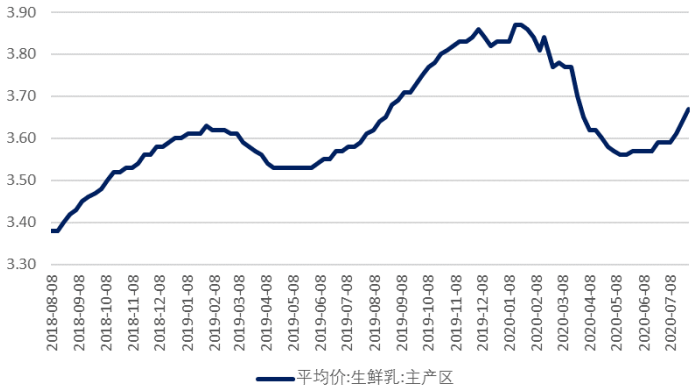
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 64 国内外奶粉价格缓慢上行



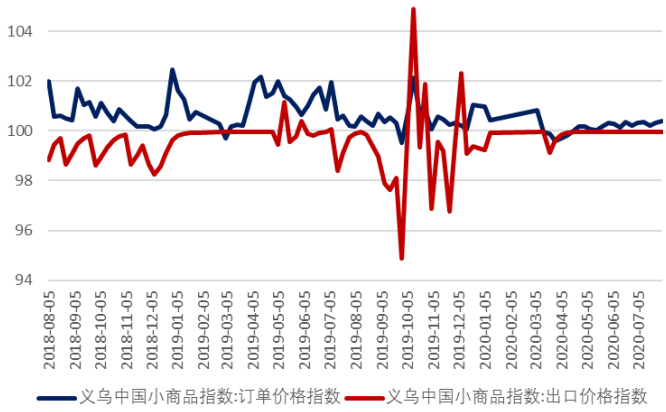
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 65 生鲜乳价格继续上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 66 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 67 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 68 冰箱销量维持近三年历史新高水平



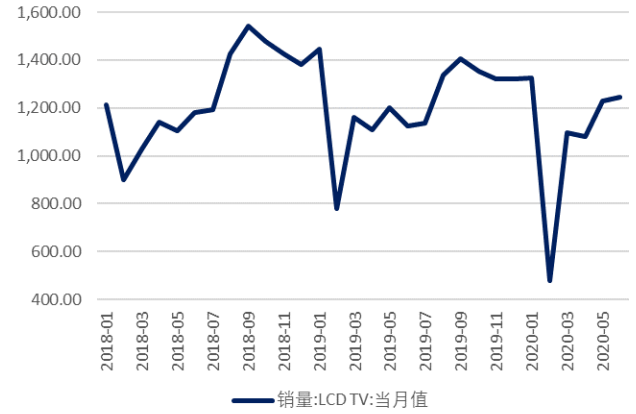
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 69 洗衣机销量疲软



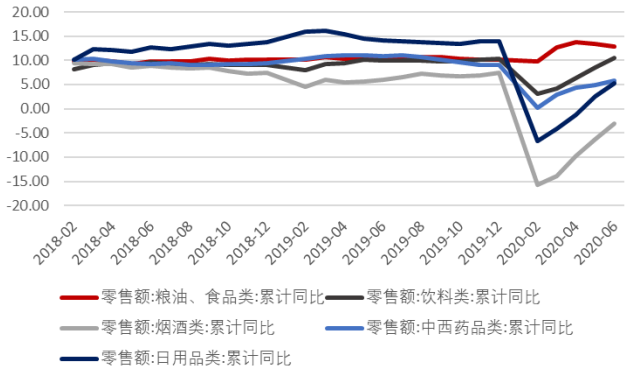
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 70 LCD TV 销量逐渐转好



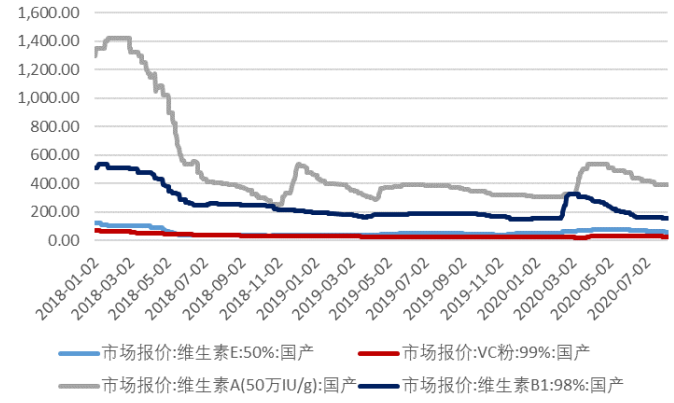
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 71 食品药品零售放缓，饮料日用品持续回暖



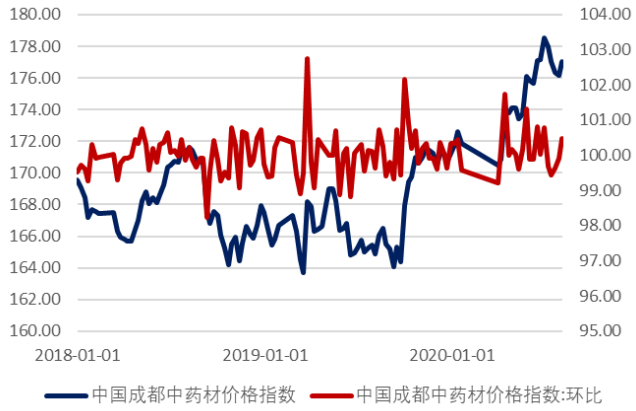
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 72 各类维生素市场报价持续下降



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 73 中药材价格指数持续攀升，环比中枢小幅下移



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。