证券研究报告
2020 年 08 月 10 日 星期一

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

晨 会 聚 焦

宏观与策略

- 宏观：海外复苏进程依然坎坷，中国 7 月出口超预期回升
- 策略：市场短期回调，中期慢牛趋势不改

行业与公司

- 东珠生态（603359）：二季度业绩高增长，盈利能力大幅提高
- 中顺洁柔（002511）：业绩表现亮眼，品类渠道优化超预期

融资融券交易数据

新股发行动态

本周限售股解禁明细

主要市场指数表现

指数	收盘	涨幅(%)	年初至今(%)
沪深 300	4,707.93	-1.15	14.92
上证综指	3,354.04	-0.96	9.96
深证成指	13,648.50	-1.55	30.85
中小板指	9,095.93	-1.38	37.14
创业板指	2,749.95	-2.29	52.94
道琼斯工业	27,433.48	0.17	-3.87
标普 500	3,351.28	0.06	3.73
纳斯达克	11,010.98	-0.87	22.72
伦敦富时 100	6,032.18	0.09	-20.02
日经 225	22,329.94	-0.39	-5.61
香港恒生	24,531.62	-1.60	-12.98

大宗商品价格

品种	收盘	净涨跌
波罗的海航运	1,500.00	25.00
NYMEX 原油	40.38	0.56
COMEX 黄金	1787	7.70
LME 铝 3 个月	1582	-48.00
LME 铜 3 个月	4810	-15.00
CZCE 动力煤	564.2	3.00
DCE 焦炭	1871.5	-1.00
SHFE 螺纹钢	3619	46.00
CBOT 黄豆	896.6	-2.40
CBOT 小麦	492	-6.40
CBOT 玉米	343	-6.40

外汇商品价格

货币	收盘	净涨跌
美元指数	93.4103	0.6204
美元/人民币	7.0566	-0.0144
欧元/人民币	7.9405	-0.0025
欧元/美元	1.12504	0.0016
美元/日元	107.449	-0.442
英镑/美元	1.24741	0.0077
美元/港币	7.7506	0.0003

数据来源：聚源数据

宏观与策略

- **宏观：海外复苏进程依然坎坷，中国 7 月出口超预期回升**

【宏观固收组 叶凡 S1250520060001 010-58251911】

点评： 美国 7 月制造业 PMI 指数为 54.2，创 2019 年 3 月以来新高，7 月非农数据也超预期改善，但疫情防控的不确定性依然是经济复苏道路上最大的“拦路虎”，两党就新的失业补助谈判也存在较大分歧；欧元区 Markit PMI 制造业指数从 6 月的 47.4 回升至 7 月的 51.8，优于市场预期；上周，多重避险因素刺激下，国际黄金现货价格持续上升。

以美元计，7 月出口增速超预期增长 6.7 个百分点至 7.2%，进口增速不及预期，回落至-1.4%，贸易顺差扩大至 623.3 亿美元。防疫物资和宅经济仍是支撑出口增速上行的重要因素，随着海外复工复产推进，7 月机电产品出口也明显回升；进口增速下降主因国际主要大宗商品价格回落，主要原材料进口量增速仍处高位。面对全球部分地区疫情仍在发酵、中美紧张关系可能升级等诸多不确定性，下半年进出口形势仍将面临挑战。

上周高频数据：上游大宗商品价格回升；中游生产资料价格指数持续回升；下游房地产、乘用车销售环比续降；蔬菜价格增速放缓，猪肉价格继续回落。

风险提示：经济复苏不及预期，海外疫情持续蔓延，中美关系紧张升级。

- **策略：市场短期回调，中期慢牛趋势不改**

【策略组 朱斌 S1250515070001 021-68415861】

事件： 8 月第 1 周，市场呈现震荡走势。上证综指上涨 1.3%，创业板指下跌 1.6%，呈现涨跌不一的态势。

点评： 从各个板块上来看，表现呈现两极分化。军工板块一枝独秀，周涨幅高达 17.5%。主要受中美冲突影响，市场预期国家未来将大力投入军备建设，有利于改善板块业绩。涨幅第二的是有色板块，主要受益于商品价格的上涨。而跌幅最大的三个行业是医药（下跌 1.3%），传媒（下跌 1.8%），食品饮料（下跌 2.3%）。

我们认为在中美冲突的大背景下，这几个行业的下跌是暂时的。当前的回调主要源于这些行业前期估值过高，因此短期内回调，估值回落也很正常。但是从中长期看，这些行业主要依赖内需，在中美冲突大背景下是受益的。因此未来股价有望回升。

总体来看，我们的观点依然不变：在全球宽松格局下，市场慢牛行情将延续，结构性机会突出。在国际国内双循环、国内大循环为主应对中美冲突持久战这一基本格局下，我们继续看好进口替代、农林牧渔、生物医药、新能源汽车产业链等板块。

风险提示：中美冲突加剧。

行业与公司

- **东珠生态（603359）：二季度业绩高增长，盈利能力大幅提高**

【建筑组 颜阳春 S1250517090004 021-58351883】

事件： 公司 2020 年上半年实现营业收入 12.10 亿元，同比增长 17.5%；实现归母净利润 2.48 亿元，同比增长 23.8%；扣非后净利润 2.44 亿元，同比增长 24.2%。EPS 为 0.78 元。

点评： 二季度业绩重回高增速，在手订单充足：公司 2020H1 营业收入同比增长 17.5%；归母净利润同比增长 23.8%。其中 Q2 营业收入同比增长 33.0%；归母净利润同比增长 42.5%。相较于 Q1 整体经营受疫情冲击，三月份之后公司各方面经营回归正轨，2019 年承接的大量大型项目落地施工并实现收入，经济效益逐渐释放，业绩重回高增速。公司目前在手订单充沛，在手未完工订单约七十亿，但上半年公司接单情况较去年有所下滑，上半年公司累计新签订项目合同额约 9.2 亿元，这主要是受新冠疫情影响下基建市场的项目发包速度放缓影响，随着各地招标工作陆续恢复，预计下半年新签订单情况将大幅好转。

盈利能力大幅提升：公司上半年毛利率为 30.3%，同比增长 2.1 个百分点，毛利率提升主要是因为公司盈利能力高的 EPC、设计业务占比增加及部分成本计入期间费用所致。净利率 20.9%，同比增长 1.5 个百分点，公司期间费用率为 5.0%，同比提升 0.3 个百分点，主要是研发及财务费用增加所致，管理费用受疫情影响同比减少。

在手资金充沛，大股东认购彰显信心：公司中报披露在手货币资金 7.1 亿元，资金充裕，资产负债率 53.0%，继续维持在行业内较低水平。期内公司经营性活动产生的现金流量净额为-2.9 亿元，主要由于期内收到的工程回款和工程质量押金增加。公司定增募资 5.1 亿元正有序推进，其中大股东认购 4.8 亿元，彰显大股东对公司未来发展的信心。

继续加强生态修复领域优势，积极布局、开拓市场见成效。公司继续加强布局水生态治理、矿山修复以及森林公园项目，逐步实现生态修复大行业的全面覆盖，综合实力和品牌得到进一步提升。公司前期布局逐步见效，业务范围从华东地区延伸至华北、华中、华南、西北和西南，全国性战略布局进一步完善。

盈利预测与投资建议。预计 2020-2022 年 EPS 为 1.41、1.80、2.26 元，对应 PE 为 16、12、10 倍，考虑到公司今后业绩高速增长，维持“买入”评级。

风险提示：工程进度、工程回款不及预期的风险，业务拓展不及预期的风险。

- **中顺洁柔（002511）：业绩表现亮眼，品类渠道优化超预期**

【轻工造纸组 蔡欣 S1250517080002 023-67511807】

事件： 公司 2020 年上半年实现营业收入 36.2 亿元，同比增长 14%；归母净利润 4.5 亿元，同比增长 64.7%；扣非后净利润 4.5 亿元，同比增长 65.6%。其中，2020Q2 实现营业收入 19.5 亿元，同比增长 19.2%，归母净利润 2.7 亿元，同比增长 77.7%。业绩

表现亮眼，经营质量优异。

点评： 产品结构优化升级，新品类推动业绩提升。2020 年公司继续深耕生活用纸品类，实现营收 35.3 亿元（+13.4%），占总营收比重达 97.7%。受疫情影响，消费者消费习惯有所改变，公司迅速适应市场消费趋势，不断丰富渠道内容，推出了口罩产品、酒精消毒湿巾、消毒洗手液、漱口水等新品，有效提升品牌效应，并形成公司新的利润增长点。2020 年上半年公司综合毛利率同比提升 9.9pp 至 46.6%，净利率增长 3.8pp 至 12.5%，主要得益于两方面原因：1）主要原材料纸浆价格继续呈底部盘整态势，单位成本明显下降；2）公司持续优化产品结构，提升高端、高毛利及非卷纸类别产品占比，加大 Face、Lotion 和自然木等重点品和高毛利产品的销售力度。随着高毛利品类占比的提高，生活用纸毛利率达到 46.2%，位居国内生活用纸行业第一。

渠道建设完善，电商销售持续扩张。公司 GT（传统经销商渠道）、KA（大型连锁卖场渠道）、AFH（商用消费品渠道）、EC（电商渠道）、RC（新零售渠道）、SC（母婴渠道）六大渠道齐头并进，2020 年疫情影响传统渠道，刺激线上消费，公司抓住机会发展线上渠道，一季度电商销售迅速扩张，增速达到 45%，新零售渠道同比增速接近 200%；据淘数据显示，二季度洁柔品牌淘宝线上销售额同比增长 48.3%，线上渠道高增长拉动营收增速。

开拓市场费用率提升，经营质量保持优异。2020 年上半年公司整体费用率为 31.1%，同比增长 5.4pp。其中销售费率为 23.5%，同比提升 4.3pp，主要系公司持续增加市场投入，加大促销力度，开拓销售网络所致。公司继续提高自主创新能力，推出个人护理新品类并不断改良生产工艺，管理费率为 5.1%，同比增长 1.1pp，主要是本报告期股份支付产生的费用、职工薪酬、折旧摊销费用增加所致。经营性现金流量净额 5 亿元，同比降低 31.4%，主要系支付材料款及支付各项税费增加所致；存货周转天数增加 22.63 天至 100.9 天，主要是公司低价囤积较多原材料，总的来看 ROE 达到 10.5%，同比提升 3.6pp，报表质量优异。

产能扩建推进顺利，市场占有率有望提高。目前，公司在湖北中顺新建的高档生活用纸项目第二期工程 10 万吨/年顺利推进，未来新增产能的逐步释放可以有效提升公司生活用纸产能规模，满足华中市场的销售需求，从而进一步提高公司的市占率。此外，19 年公司投资建设 30 万吨竹浆纸一体化项目，拟实现竹-浆-纸一体化的生产模式，充分参与高-中-低端生活用纸市场竞争，并且启用“太阳”作为该项目生活用纸品牌，该品牌定位更高质量、更低价格，面向国内 60%以上的中低端市场，是一款高性价比产品，也是提升公司产品市占率和实现双品牌战略发展和整体战略转型的关键点。

盈利预测与投资建议。在浆价下行及高端产品占比提升下，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.66 元、0.8 元、0.94 元，对应 PE 38 倍、32 倍、27 倍。考虑到公司处于渠道快速拓展期，有较大的弯道超车机会，增速超越同行平均，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动的风险，终端产品销售低于预期的风险。

【融资融券交易数据】

日期	沪深两融余额（亿元）	沪市两融余额（亿元）	深市两融余额（亿元）	融资余额（亿元）	期间买入额（亿元）	期间偿还额（亿元）	期间买入额（亿元）	融券余额（亿元）	融券余量（亿元）
2020-07-02	11,903.15	6,242.48	5,660.67	11,550.11	1,174.51	1,046.02	128.50	353.04	38.23
2020-07-01	11,762.77	6,177.88	5,584.89	11,421.61	1,036.89	929.02	107.87	341.16	38.38
2020-06-30	11,637.68	6,117.66	5,520.02	11,313.74	863.43	741.78	121.65	323.94	36.34
2020-06-29	11,502.48	6,057.47	5,445.02	11,192.09	707.50	620.63	86.88	310.39	35.74
2020-06-24	11,416.25	6,017.08	5,399.17	11,105.22	687.07	737.77	-50.70	311.03	35.38

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 8 月 10 日

【本周限售股解禁明细】

代码	简称	解禁日期	解禁数量（万股）	占流通A股比例(%)	占总股本比例（%）	解禁股份类型
603326	我乐家居	2020-08-10	62.37	0.20%	0.20%	股权激励限售流通
603602	纵横通信	2020-08-10	8,304.60	68.75%	40.74%	发行前股份限售流通
300690	双一科技	2020-08-10	5,033.13	84.95%	45.37%	发行前股份限售流通
603458	勘设股份	2020-08-10	5,630.42	34.85%	23.30%	发行前股份限售流通
002960	青鸟消防	2020-08-10	8,816.33	146.94%	35.81%	发行前股份限售流通
603096	新 经 典	2020-08-11	26.00	0.19%	0.19%	股权激励限售流通
603916	苏 博 特	2020-08-14	155.40	1.18%	0.50%	股权激励限售流通

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 8 月 10 日

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn