

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	3386.46	0.26
深证成指	13863.13	(0.70)
沪深 300	4762.76	(0.30)
中小板指	9222.79	(0.57)
创业板指	2814.37	(1.60)

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
国防军工	4.18	医药生物	(2.11)
有色金属	2.31	建筑材料	(1.91)
非银金融	2.31	传媒	(1.88)
钢铁	0.92	农林牧渔	(1.87)
建筑装饰	0.86	休闲服务	(1.73)

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：汪静珊
(8621)20328509
jingshan.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080003

晨会聚焦-20200807

■重点关注

【固收】跨周期调控是什么？基于两个案例的猜想：政策跟踪系列一*肖成哲。当前的货政跨周期调控=“隐性加息”=以 2019 年末为基准的“正常化”。要点：1）跨周期宏观调控：长周期视角，短周期取舍。2）两个典型案例：2017 年金融去杠杆和 2019 年 11 月降息。3）当前的跨周期：隐性加息与政策正常化。4）债市如何处理 2021Q1 的 GDP 高增速？

【化工】利尔化学：单季度收入创新高，上调盈利预测*余嫄嫄 鞠龙 王海涛。看好公司草铵膦生产工艺不断优化，及草铵膦竞争优势持续提升，维持买入评级。支撑评级的要点：1）二季度收入创新高。2）各项业务收入增长，期间费用率下降显著。3）草铵膦价格持续上行，公司竞争力不断提升。

【计算机】拓尔思：扣非和现金流倍增，信创新军突起*杨思睿 孙业亮。公司 2020H1 实现营收 3.44 亿（-18.1%），归母净利润 0.42 亿（+56.2%），扣非后归母净利润 0.36 亿（+102.2%），净利增速接近预告中 60%的上限。云与数据服务收入显著增长，预期下游行业将保持高景气度，H2 恢复性增长态势将更明确，维持买入评级。支撑评级的要点：1）疫情误工但不降质。2）信创新军，收入弹性十足。3）云与数据服务增长 18%，H2 整体较高增长可期。

重点关注

【固收】跨周期调控是什么？基于两个案例的猜想：政策跟踪系列一

肖成哲

当前的货政跨周期调控=“隐性加息”=以 2019 年末为基准的“正常化”。

跨周期宏观调控：长周期视角，短周期取舍。宏观调控本质上需要与周期联动，且大多表现为逆周期调控，所谓“跨周期”不太可能是与周期脱钩，而是在不同级别的周期中做取舍：在平衡长期风险、政策空间和短期效果之间，忽略相对较短的、相对不重要的周期，针对更为重要、跨度较长的周期进行设计和调节。

两个典型案例：2017 年金融去杠杆和 2019 年 11 月降息。在跨周期的语境下，2017 年金融去杠杆是强调了中长期更重要的金融周期，使得政策趋紧程度超出了短周期经济可以“解释”的范畴。而 2019 年 11 月的降息则是相较短周期、偏供给冲击的“超级猪周期”，央行明确表态将更聚焦在更长周期的目标（通过 OMO—MLF—LPR 降低利率）。

当前的跨周期：隐性加息与政策正常化。本轮经济抗疫政策的核心是融资保主体，其后遗症不在经济过热而在杠杆上升过快。**方向上**，参考 2017 年，经济稳健、杠杆攀升，“跨周期”视角下，货币政策仍需要进一步收紧，窗口或在 2020 年底。**幅度上**，由于实体杠杆相对于金融杠杆原罪较轻，且与就业挂钩难以“暴力压降”，叠加全球央行的宽松环境，猜想人行的进一步收紧采用“隐性加息”的模式，部分（或全部）“回收”2019 年末以来 30bp 的政策利率降息。

债市如何处理 2021Q1 的 GDP 高增速？如前所述，虽然长周期视角下，进一步的收紧只是“正常化”操作，但在年末时点：叠加跨年紧张、开始 price in 2021Q1 实际 GDP 高增速（可能突破 15%）、对 2017 年暴力去杠杆重演的担忧，市场可能产生恐慌情绪并造成较大的波动。此时，若人行能像 2019 年 11 月的操作那样，让市场“get”到政策趋紧的实质只是“正常化”而已，那么债市就有可能较为平稳地度过 2020 年末到 2021 年初的危险期。

风险提示：全球经济恢复斜率不确定、海外疫情秋冬二次蔓延风险。

【化工】利尔化学：单季度收入创新高，上调盈利预测

余嫄嫄 鞠龙 王海涛

看好公司草铵膦生产工艺不断优化，及草铵膦竞争优势持续提升，维持买入评级。

支撑评级的要点

二季度收入创新高。公司发布公告，2020 年上半年实现营业收入 23.49 亿元，同比增长 14.44%，实现归母净利润 2.55 亿元，同比增长 60.11%。扣非后实现归母净利润 2.41 亿元，同比增长 49.84%，在此前预告范围内。其中二季度单季度实现营业收入 13.68 亿元，同比增长 32.22%，实现归母净利润 1.72 亿元，同比增长 97.11%。扣非后实现归母净利润 1.63 亿元，同比增长 75.5%。

各项业务收入增长，期间费用率下降显著。分业务来看，2020 年上半年农药原药业务收入同比增长 9.96%至 14.80 亿元，农药制剂及其他业务收入同比增长 33.24%至 6.77 亿元，化工材料业务收入同比增长 41.53%至 1.18 亿元。从盈利的角度，原药业务毛利率同比基本持平。制剂业务毛利率有所下滑。综合毛利率为 26.75%，同比下滑 2.46%。另一方面，四项费用率均同比有所下降，期间费用率合计 13.24%，同比下降 3.97%，对业绩有一定的正向贡献。

草铵膦价格持续上行，公司竞争力不断提升。今年以来，国内外部分草铵膦及中间体企业先后受到环保、疫情、洪水等影响开工率低，草铵膦价格持续上涨。根据百川统计，2020 年一季度草铵膦季度均价为 11.40 万元/吨，环比上涨 11.5%。二季度均价为 12.8 万元/吨，环比继续上涨 12%。目前价格在 15 万元/吨。公司现已成为国内规模最大、成本最低的草铵膦原药生产企业，在此轮涨价中最为受益。从竞争实力来看，此前公司公告广安利尔于 2019 年 12 月起实施草铵膦原药生产线停产，目前该项目处于正常的试运行状态。另一方面，报告期内公司取得精草铵膦生产许可，进行试生产，并获得成功，已实现批量生产。随着 MDP 及精草铵膦等项目的逐渐推进，公司在草铵膦行业的话语权进一步增强。

估值

受草铵膦持续涨价影响，上调盈利预测，预计 2020-2022 年每股收益分别为 0.95 元（原预测 0.84 元）、1.15 元（原预测 1.04 元）、1.41 元（原预测 1.38 元），对应当前 PE 分别为 26.2 倍、21.6 倍、17.5 倍。公司未来草铵膦成本下降盈利提升，维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

项目投产不及预期；产品价格大幅波动风险。

【计算机】拓尔思：扣非和现金流倍增，信创新军突起

杨思睿 孙业亮

公司 2020H1 实现营收 3.44 亿（-18.1%），归母净利润 0.42 亿（+56.2%），扣非后归母净利润 0.36 亿（+102.2%），净利增速接近预告中 60%的上限。云与数据服务收入显著增长，预期下游行业将保持高景气度，H2 恢复性增长态势将更明确，维持买入评级。

支撑评级的要点

疫情误工但不降质。疫情导致线下项目实施受阻，公司紧抓订单交付验收，营收下滑可控。公司努力控制费用增长，销售费用为 0.51 亿（-33.9%），管理费用为 0.46 亿（-35.6%）。Q2 实现营收 2.05 亿（-4.1%），较 Q1 的-32.5%下滑实现快速恢复，归母净利润为 0.34 亿（+69.9%），为同期最高水平。Q2 高增长得益于在线办公常态化及 SaaS 产品推广，公司经营品质并未受到过分影响。

信创新军，收入弹性十足。公司围绕 TRS 系列核心软件产品成功迭代升级，与国产软硬件生态系统成功适配，产品能力已全面迁移至信创平台，相继斩获标杆项目，2019 收入近千万。后期可在网信领域实现更大突破，并扩散到前期深耕的金融、媒体、安全等行业，以此带动信创收入实现高弹性增长。

云与数据服务增长 18%，H2 整体较高增长可期。公司以云和数据智能服务为先，云服务包含政府集约化云平台、融媒体云平台等软件，数据服务包含在线大数据智能分析服务及基于云的运营或增值服务。得益于客户刚性需求，H1 营收达 1.12 亿（+17.7%），占比达 34.7%，同增 10.5pct，软件产品、安全产品及技术服务同比下滑 21%以上，该类项目制收入在 H1 基数较低且已呈恢复增长，H2 或可实现较高增长以保全年无虞。

估值

预计 2020~2022 年净利润至 2.44/3.28/4.04 亿，EPS 为 0.34/0.46/0.56 元，对应 PE 为 37/27/22 倍。公司转型升级顺利，内质改善已在路上。政策规划推高行业景气度，增长确定性强，估值比较优势明显，维持买入评级。

评级面临的主要风险

政府预算投入波动；产品技术研发推广不及预期。

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