

7 月金股组合

股票代码	股票名称
300059.SZ	东方财富
601636.SH	旗滨集团
002709.SZ	天赐材料
002250.SZ	联化科技
000157.SZ	中联重科
600741.SH	华域汽车
000739.SZ	普洛药业
600887.SH	伊利股份
002078.SZ	太阳纸业

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3294.55	2.06
深证成指	13557.44	3.12
沪深 300	4679.01	2.42
中小板指	9010.85	2.95
创业板指	2767.40	3.78

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
家用电器	5.37	建筑材料	0.69
电子	4.07	轻工制造	1.15
医药生物	3.71	采掘	1.18
非银金融	3.23	有色金属	1.30
传媒	3.21	银行	1.33

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-20200730

■重点关注

【固收】金债联动会脱钩吗？：寻找黄金和美债定价的共同逻辑*肖成哲。短线利率走负金价仍有支撑力量，中长期美元预期走弱，金债联动可能出现脱钩。黄金本质上可以理解为大多数投资品行情不好时，在“比烂”中胜出的产物。实际利率、负利率债券规模、黄金期货持仓这三个市场指标可以解释本轮金价飙升。从中、长期的视角来看，金价还有可想象的空间。弱美元有望引发强黄金，但未必招致弱美债。

【食品饮料】贵州茅台：业绩稳健增长，未来确定性高*汤玮亮 邓天娇。茅台公布 20 年半年报。20 年上半年实现营收 439.5 亿，同比增 11.3 %，净利 226 亿，同比增 13.3%，每股收益 17.99 元/股。2Q20 营收和净利分别为 195.5 亿和 95.1 亿，营收同比增 9.5%，净利增 8.9%。1H20 合同负债及其他流动负债（预收款）合计 105.7 亿。业绩略低于我们的预期。2Q20 营收略微放缓，并非基本面变化，主要由于收入确认节奏不同；公司业绩增长的确定性高，且不乏弹性，我们继续看好。预计公司 20-22 年 EPS 为 38.20、44.86、52.11 元，同比 16.5%、17.4%、16.2%，维持买入评级。

【电子】华润微：盈利能力提升明显，H1 业绩高增长*赵琦 王达婷。公司发布 2020 年半年报：报告期内，实现营收 30.63 亿元，同比增长 16.03%；实现归母净利润 4.03 亿元，同比增长 145.27%。考虑公司盈利能力的提升，上调 2020-2022 年的 EPS 至 0.58、0.64 和 0.72 元，对应 PE 分别为 81、72 和 64 倍，维持增持评级。

重点关注

【固收】金债联动会脱钩吗？：寻找黄金和美债定价的共同逻辑

肖成哲

短线利率走负金价仍有支撑力量，中长期美元预期走弱，金债联动可能出现脱钩。

黄金本质上可以理解为大多数投资品行情不好时，在“比烂”中胜出的产物。金价是黄金的金融属性、商品属性和避险属性等多维度定义的单一价格，可以抽象为不生息资产在大类资产表现普遍不佳时，被动脱颖而出的属性。债券和金价并非是直接相关的，而是背后共同的定价逻辑驱动的：二者间第一重连接在于通胀预期带动的实际利率，此逻辑贯穿后金融危机时代；第二重连接在于央行黄金储备和基础货币投放，适用于金融危机之前；第三重连接在于经济基本面预期的发现作用，适用于金融危机之后。

实际利率、负利率债券规模、黄金期货持仓这三个市场指标可以解释本轮金价飙升。首先，名义利率被联储超常规宽松政策压低，通胀预期上升导致美债实际利率迅速走低，目前已经跌破历史负区间低点。其次，全球负利率债券规模迅速攀升，衬托出零利率的黄金价值。最后，从技术指标观测，COMEX 非商业持仓和商业持仓的多空比差值也反映看涨黄金的情绪空前乐观。

从中、长期的视角来看，金价还有可想象的空间。从中周期来看，只要全球央行的超常规政策难言退出，短端名义利率处于零利率下限附近，那么实际利率就大概率维持负区间，金价的基本面仍然坚挺；从更长周期视角来看，全球的负利率资产规模不断扩大、本轮全球央行的流动性释放远超次贷危机，黄金在相对于生息资产和主权货币信用的“比差”游戏中仍具优势。

弱美元有望引发强黄金，但未必招致弱美债。90 年代初，美债和黄金的资产价格经历了轮动到共振的转变，背后是高通胀向美元定价的逻辑切换。黄金是货币问题，而美元是财政问题，美国双赤字指引美元在未来两年有走弱的空间，黄金商品属性可能继续发挥功效。历史中美元弱势往往带动美债资产不振，但这次美联储为应对疫情冲击大规模购进美债，在现有的超常规量化宽松基础上，还有可能推进收益率曲线控制，债券“内循环”下美债和美元走势可能出现脱钩。

风险提示：美债和美元走势脱钩、美国大选的不确定性、海外疫情风险。

【食品饮料】贵州茅台：业绩稳健增长，未来确定性高

汤玮亮 邓天娇

茅台公布 20 年半年报。20 年上半年实现营收 439.5 亿，同比增 11.3 %，净利 226 亿，同比增 13.3%，每股收益 17.99 元/股。2Q20 营收和净利分别为 195.5 亿和 95.1 亿，营收同比增 9.5%，净利增 8.9%。1H20 合同负债及其他流动负债（预收款）合计 105.7 亿。业绩略低于我们的预期。

支撑评级的要点

2Q20 营收略微放缓，并非基本面变化，预收款环比大增。（1）2Q20 营收增长 9.5%，略低于 1Q20，其中茅台酒营收增 11.4%，系列酒同比降 1.6%。增速放缓并非基本面变化，主要由于收入确认节奏不同，2Q20 预收款环比大增 29 亿，2Q20 一批价环比继续上行，均价 2300 元左右，维持了良好的销售态势。（2）疫情导致 1 月 20 号-3 月份餐饮需求停摆，4-6 月终端需求逐渐恢复，不过茅台的开瓶消费需求也难恢复至正常水平。但由于茅台已经形成了成熟的老酒市场，渠道吸纳能力强，尽管社会库存继续累积，但渠道体系的健康度明显好于行业。（3）1H20 直销渠道收入 51.5 亿，其中 2Q20 收入 32.1 亿，同比、环比均有明显增长，直销比例继续提升，另外 5、6 月份还发了一些均价较高的非标产品，我们判断茅台酒销售均价继续提升。

系列酒减速，仍处于市场巩固阶段。经过几年的高速增长后，20 年上半年公司继续巩固系列酒市场，减少了酱香系列酒经销商 293 家，1Q20 系列酒营收同比增 1.7%，2Q20 同比降 1.6%。

业绩增长的确定性高，且不乏弹性，我们继续看好茅台。巨大的渠道价差，确保了短期业绩的确定性，而提价可能带来业绩超预期，2020 年下半年和 2021 年值得期待。消费跳跃式升级的行业背景、高端酒的消费者特点、成熟的老酒市场，这三点决定茅台未来 3-5 年需求增长的确定性较高。

估值

预计 20-22 年 EPS 为 38.20、44.86、52.11 元，同比 16.5%、17.4%、16.2%，维持**买入**的评级。

评级面临的主要风险

渠道库存超预期。北上资金流出。

【电子】华润微：盈利能力提升明显，H1 业绩高增长

赵琦 王达婷

公司发布 2020 年半年报：报告期内，实现营收 30.63 亿元，同比增长 16.03%；实现归母净利润 4.03 亿元，同比增长 145.27%。

支撑评级的要点

毛利率提升 6.6 个百分点，归母净利润增长 145%。报告期内营收同比增长 16.03%，主要系功率器件事业群和代工事业群营业收入增加。归母净利润同比增长 145%，主要得益于营收的增长，同时制造与服务业务板块产能利用率提升较大、固定成本有所减少、毛利率提升 6.63 个百分点所致。单季看，Q2 单季公司实现营收 16.81 亿元，同比增长 15.61%，环比增长 21.58%；实现归母净利润 2.89 亿元，同比增长 151%，环比增长 155%。

功率器件销售规模稳步增长，集成电路业务客户拓展顺利。报告期内,公司产品与方案实现销售收入 13.69 亿元，占比提升至 44.95%。功率器件事业群上半年销售额同比增长 22.31%，其中，MOSFET 销售额同比增长 21.43%，IGBT 销售额同比增长 49.90%，6 英寸商用 SiC 晶圆生产线正式量产。集成电路事业群上半年销售同比增长 13.35%，功率驱动和电源管理相关产品导入品牌家电客户，烟雾报警传感器产品在品牌客户稳定上量，光电传感器产品与大客户进入稳定合作期。

制造业务聚焦特色工艺，晶圆制造与封装能力持续提升。报告期内，制造与服务业务板块实现销售收入 16.77 亿元，同比增长 12.78%。在代工业务方面， 报告期内 0.18um BCD G3 工艺平台逐步进行客户产品导入并量产；0.11um BCD 技术启动预研工作，导入 600V SOI 技术平台产品验证； 8 英寸硅麦克风工艺产品验证成功，6 英寸高信噪比硅麦克风量产良率稳步提升。封测业务方面，报告期内智能功率模块封装产品在客户层面有了较大突破，国内白色家电、工业变频器等市场继续发力。

估值

考虑公司盈利能力的提升，上调 2020-2022 年的 EPS 至 0.58、0.64 和 0.72 元，对应 PE 分别为 81、72 和 64 倍，维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

半导体行业景气度不及预期；产品开发及客户拓展不及预期。

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